

NARODOWY BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

RAPORT O INFLACJI

w III kwartale 2003 roku

Warszawa, listopad 2003 r.

Spis treści

SYNTEZA.....	3
1 POPYT I PODAŻ KRAJOWA.....	9
1.1 POPYT KRAJOWY	9
1.1.1 <i>Spożycie</i>	10
1.1.2 <i>Akumulacja</i>	11
1.1.3 <i>Sytuacja finansów publicznych</i>	13
1.2 PODAŻ KRAJOWA.....	16
1.2.1 <i>Produkcja i PKB</i>	17
1.2.2 <i>Rynek pracy</i>	20
1.2.3 <i>Procesy prywatyzacji</i>	25
1.2.4 <i>Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej</i>	26
2 CZYNNIKI ZEWNĘTRZNE.....	30
2.1 HANDEL ZAGRANICZNY, BILANS PŁATNICZY.....	30
2.2 CENY ZEWNĘTRZNE.....	40
3 PRZEBIEG PROCESÓW INFLACYJNYCH.....	44
3.1 CENY TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH	44
3.2 INFLACJA BAZOWA	50
4 POLITYKA PIENIĘŻNA A REALIZACJA CELU INFLACYJNEGO.....	53
4.1 POLITYKA PIENIĘŻNA W III KWARTALE 2003R.....	53
4.2 PODAŻ PIENIĄDZA	58
4.3 TRANSMISJA POLITYKI MONETARNEJ	64
4.3.1 <i>Stopa procentowa</i>	64
4.3.2 <i>Kurs walutowy</i>	79
4.3.3 <i>Oczekiwania inflacyjne</i>	81
4.3.4 <i>Efekt majątkowy</i>	85
5 PERSPEKTYWY INFLACJI	87
ZAŁĄCZNIK A WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI I UCHWAŁAMI PODJĘTYMI W III KWARTALE 2003 R.	89

SYNTEZA

1. Dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych (CPI) w kolejnych miesiącach III kwartału br. utrzymywało się na poziomie 0,7%-0,9%. W porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r. charakteryzowało się ono niewielkim wzrostem cen żywności (przed rokiem wykazywały one spadek), niższym tempem wzrostu cen kontrolowanych oraz niższym tempem wzrostu pozostałych cen towarów i usług.
2. Dwunastomiesięczny wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w III kwartale br. był stabilny i utrzymywał się na poziomie nieco poniżej 2%. Podobnie kształtował się w tym okresie wskaźnik cen w przetwórstwie przemysłowym. Znaczny spadek wykazały natomiast ceny w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę (efekt mniejszych niż przed rokiem podwyżek cen energii), a znaczny wzrost ceny w górnictwie i kopalnictwie (m.in. w następstwie wzrostu cen miedzi i węgla na rynkach światowych).
3. Roczna dynamika podaży pieniądza, mierzona wskaźnikiem M3, utrzymywała się na niskim poziomie. Jej wzrost we wrześniu do 3,1% z 1,7% w sierpniu wynikał w znacznym stopniu z deprecjacji złotego. O zmianie poziomu M3 w III kwartale br. zdecydował silny wzrost depozytów przedsiębiorstw, dalszy wzrost gotówki w obiegu (o 16% w skali rocznej we wrześniu) oraz spadek depozytów gospodarstw domowych, związany m.in. z utrzymującym się zainteresowaniem alternatywnymi metodami oszczędzania (fundusze inwestycyjne, obligacje skarbowe).

Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych kształtowała się na poziomie 8-10%. Gospodarstwa domowe zaciągały głównie kredyty mieszkaniowe. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się w tym okresie na poziomie poniżej 2%. Wzrost tych kredytów był jednak efektem zmian kursowych. Kredyty złotowe spadły, a wzrost kredytów walutowych wyrażonych w złotych wynikał tylko z różnic kursowych.

4. Sytuacja budżetu państwa w III kwartale br. pogorszyła się w porównaniu z analogicznym okresem ub. r. Wskutek niskiej dynamiki dochodów podatkowych oraz wysokich dotacji przekazanych do funduszy celowych, deficyt budżetowy wzrósł według wstępnych szacunków do poziomu 4,6% PKB z 2,2% PKB przed rokiem.
5. Według szacunków NBP, tempo wzrostu PKB w III kwartale 2003 r. było zbliżone do notowanego w poprzednim kwartale i wyniosło 3,7%. Zmieniła się jednak jego struktura: mniejsza była dynamika spożycia, a akumulacja brutto wzrosła. Szacuje się, że w III kwartale br. dynamika spożycia nadal przewyższała dynamikę rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Wzrost wartości dodanej w przemyśle był w III kwartale br. taki sam jak w poprzednim kwartale, wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych obniżył się, a spadek wartości dodanej w budownictwie był mniejszy.

6. Przyrost produkcji w III kwartale br., podobnie jak w poprzednich kwartałach, dokonał się w rezultacie wzrostu wydajności pracy. Nadal notowano spadek zatrudnienia, choć mniejszy niż w ub. r. Zmniejszyła się liczba zarejestrowanych bezrobotnych oraz stopa bezrobocia. Nie znaczy to jednak, że nastąpiło trwałe odwrócenie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Jednocześnie bowiem wiele wskaźników tego rynku uległo pogorszeniu.
7. Deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego był w III kwartale br. o 650 mln euro niższy niż w analogicznym okresie ub.r., a w relacji do PKB zmniejszył się do 2,4%. Decydujący wpływ na poprawę salda obrotów bieżących miało dalsze zmniejszenie deficytu płatności towarowych oraz wzrost dodatniego salda obrotów niesklasyfikowanych. W okresie lipiec-wrzesień br. eksport towarów zwiększył się o 7,1%, a import o 2,6% (w euro, w ujęciu płatniczym) w stosunku do analogicznego okresu ub. r

* * *

W III kwartale 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła podstawowych stóp NBP, pozostawiając stopę kredytu lombardowego na poziomie 6,75%, stopę redyskonta weksli 5,75%, stopę referencyjną 5,25% i stopę depozytową 3,75%.

Na swoim wrześniowym posiedzeniu Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej banków z 4,5% do 3,5%.

W III kwartale br. na niskim i stabilnym poziomie utrzymywały się roczne wskaźniki CPI, inflacji bazowej oraz PPI. Utrwały się też niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.

Jednocześnie w warunkach dalszego spadku zatrudnienia w III kwartale br. utrzymała się silna dyscyplina płac w przedsiębiorstwach. W rezultacie dochody z pracy najemnej w tym sektorze były nominalnie mniejsze niż przed rokiem. Łącznie szacuje się jednak, że w III kwartale br. rejestrowane dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych wzrosły w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r., a tempo wzrostu spożycia indywidualnego nadal przewyższało tempo wzrostu tych dochodów.

Depozyty gospodarstw domowych w III kwartale br. nadal zmniejszały się, a roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostała umiarkowana. W sumie szacuje się, że oszczędności finansowe gospodarstw domowych w III kwartale br. były ujemne. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw powróciła do bardzo niskiego poziomu po większych wzrostach w poprzednim kwartale. Jednocześnie jednak nastąpił istotny przyrost depozytów przedsiębiorstw.

Utrzymywało się wysokie tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu, szczególnie przemysłu przetwórczego, a tempo spadku produkcji budowlano-montażowej zmniejszyło się. Wolumen sprzedaży detalicznej był w III kwartale br. większy niż przed rokiem. Nadal umacniały się korzystne tendencje w polskim eksporcie obserwowane w poprzednich miesiącach.

Comiesięczne oceny klimatu koniunktury GUS w III kwartale br. zarówno w przetwórstwie przemysłowym, jak i w budownictwie były zdecydowanie lepsze w porównaniu z analogicznym okresem dwóch ostatnich lat.

W sumie dostępne informacje o sytuacji gospodarczej w III kwartale br. wskazywały na umacnianie się symptomów ożywienia gospodarczego, co może być potencjalnym źródłem presji inflacyjnej w przyszłości. Nakazywało to ostrożność w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Największe obawy Rady budziła jednak sytuacja finansów publicznych. Opiniując projekt *Ustawy budżetowej na rok 2004* RPP wyraziła obawę, że założony znaczny wzrost deficytu budżetowego, a w jego następstwie wzrost długoterminowych stóp procentowych, będzie prowadził do wypychania inwestycji sektora prywatnego przez wydatki budżetowe, hamując wzrost gospodarczy. Będzie temu towarzyszyła zwiększona niepewność dotycząca kształtowania się kursu walutowego. W sumie projekt budżetu na 2004 r. zwiększa według RPP zagrożenia dla trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Czynnikami stanowiącymi potencjalne źródło presji inflacyjnej w III kwartale br. były także utrzymująca się wysoka dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wysokie ceny ropy na rynkach światowych.

Podjmując decyzje o utrzymaniu stóp procentowych w III kwartale br. na niezmiennym poziomie, RPP brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w końcu 2003 r. i w 2004 r.

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

* * *

Gospodarka znajduje się w fazie ożywienia. Tendencje wzrostowe zależą od poprawy dynamiki inwestycji. Skala wzrostu inwestycji będzie jednak uwarunkowana postępem reform sektora finansów publicznych. Oceniamy, że do końca 2005 r. najbardziej prawdopodobna jest tylko częściowa realizacja programu naprawy finansów publicznych. Zmniejszy to ryzyko wystąpienia kryzysu finansów publicznych. Jednak niepewność co do perspektyw tego sektora pozostanie, a wysokie potrzeby pożyczkowe państwa będą ograniczać dostęp sektora prywatnego do zewnętrznego finansowania. Tak więc sytuacja finansów publicznych nadal będzie czynnikiem spowalniającym tempo wzrostu gospodarczego.

Mimo tego ograniczenia w 2004 r. przewidujemy większe niż w br. przyspieszenie tempa wzrostu PKB, a w 2005 r. utrzymanie się go na poziomie zbliżonym do 2004 r.

Wyższe tempo wzrostu gospodarczego nie przyniesie jednak istotnego zwiększenia zatrudnienia, gdyż wymagałoby to obniżenia kosztów pracy dla przedsiębiorcy oraz stworzenia korzystniejszych niż obecnie warunków dla nowopowstających przedsiębiorstw. Możliwości produkcyjne gospodarki będą się stopniowo zwiększać, jednak nastąpi to głównie poprzez akumulację kapitału.

W przypadku realizacji przedstawionego wyżej scenariusza uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych w latach 2004-2005 należy oczekiwać przyspieszenia inflacji, która jednak w całym tym okresie powinna pozostawać w przedziale celu inflacyjnego, tj. na poziomie 2,5% +/- 1 pkt. proc.

Nie można jednak wykluczyć wystąpienia czynników oddziałujących w kierunku zwiększenia inflacji. Najważniejszym czynnikiem niepewności będzie sytuacja finansów publicznych. Możliwe są też odchylenia cen żywności i ropy naftowej od zakładanych dotychczas ścieżek.

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.	II kw.	III 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	3,8	3,7
Popyt krajowy	-1,0	-1,7	-1,5	-2,3	-1,7	-0,1	1,1	1,2	1,3	0,9	2,3	2,3	1,9	2,3
Spożycie ogółem	1,2	1,1	1,7	2,7	1,7	2,8	2,6	2,8	3,2	2,8	1,0	2,9	2,9	2,1
Spożycie indywidualne	1,5	1,5	2,1	3,2	2,0	3,5	2,9	3,1	3,5	3,3	1,4	3,9	3,9	2,8
Akumulacja brutto	-12,6	-12,2	-12,5	-13,0	-12,6	-17,9	-5,5	-5,6	-3,7	-6,9	12,7	-3,1	3,1	3,1
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	-1,7	3,5	3,5
Stoпа oszczędzania gospodarstw domowych (%)	9,4	10,9	10,6	11,6	10,6	5,0	8,5	6,5	8,4	7,1	4,3	7,6		
¹⁾ Stoпа oszczędności finansowych gospodarstw domowych (%) ²⁾	5,3	3,9	4,0	4,8	4,5	2,0	3,2	-0,5	0,6	1,3	2,4	2,2		
Stoпа bezrobocia (%)	16,1	15,9	16,3	17,5	17,5	18,2	17,4	17,6	18,1	18,1	18,7	17,8		17,5
Dochody do dyspozycji (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)	101,8	101,2	102,6	100,1	101,4	98,7	100,1	98,6	99,8	99,2	100,4	101,8		
Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł, nom.) ³⁾	273 192,9	271 584,9	291 795,1	283 939,5	283 939,5	309 388,4	320 880,1	331 205,4	327 909,1	327 909,1	353 421,4	362 639,2	367 856,7	
Deficyt budżetu państwa (w mln zł)	-14 992,5	-18 805,5	-21 865,0	-32 358,3	-32 358,3	-16 436,8	-24 922,5	-29 146,7	-39 112,5	-39 112,5	-15 495,5	-23 818,4	-33 081,5	
Zadłużenie zagraniczne (w mln EUR)	80 817	83 528	80 262	81 265	81 265	84 560	80 725	81 569	79 518	79 518	81 452	80 241		

¹⁾ Relacja oszczędności gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności odpowiadają części dochodów do dyspozycji brutto nie przeznaczanej 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 (PKB i popyt krajowy w II kwartale 2003 r., stoпа oszczędności brutto, stoпа oszczędności finansowych, dochody do dyspozycji

Podstawowe wskaźniki monetarne

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

¹⁾ w ostatnim miesiącu kwartału

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

³⁾ deflowane wskaźnikami 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 ¹

W III kwartale 2003 r., według szacunków NBP, wzrost popytu krajowego ukształtował się na poziomie wyższym od notowanego w II kwartale br. Zmieniła się też jego struktura: mniejsza była dynamika spożycia, a akumulacja brutto wzrosła, głównie wskutek zwiększenia się nakładów na środki trwałe brutto.

Na podstawie danych o wysokim wzroście produkcji dóbr inwestycyjnych i zmniejszeniu spadku produkcji budownictwa szacuje się, że nakłady brutto na środki trwałe przekroczyły poziom z III kwartału ub.r. Przyrost zapasów ukształtował się natomiast podobnie jak przed rokiem i w rezultacie wzrost akumulacji brutto w III kwartale br. był nieco niższy od wzrostu nakładów brutto na środki trwałe.

Obniżyło się bardzo wysokie w II kwartale br. tempo wzrostu spożycia indywidualnego. Nadal przewyższało ono jednak dynamikę rejestrowanych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Dynamikę PKB i popytu krajowego w okresie I kwartał 2002 r. – III kwartał 2003 r. przedstawia Tabela 1, a udział poszczególnych składników popytu we wzroście PKB – Wykres 1.

Tabela 1

PKB i popyt krajowy w latach 2002-2003

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

Źródło: dane GUS, szacunki NBP (*)

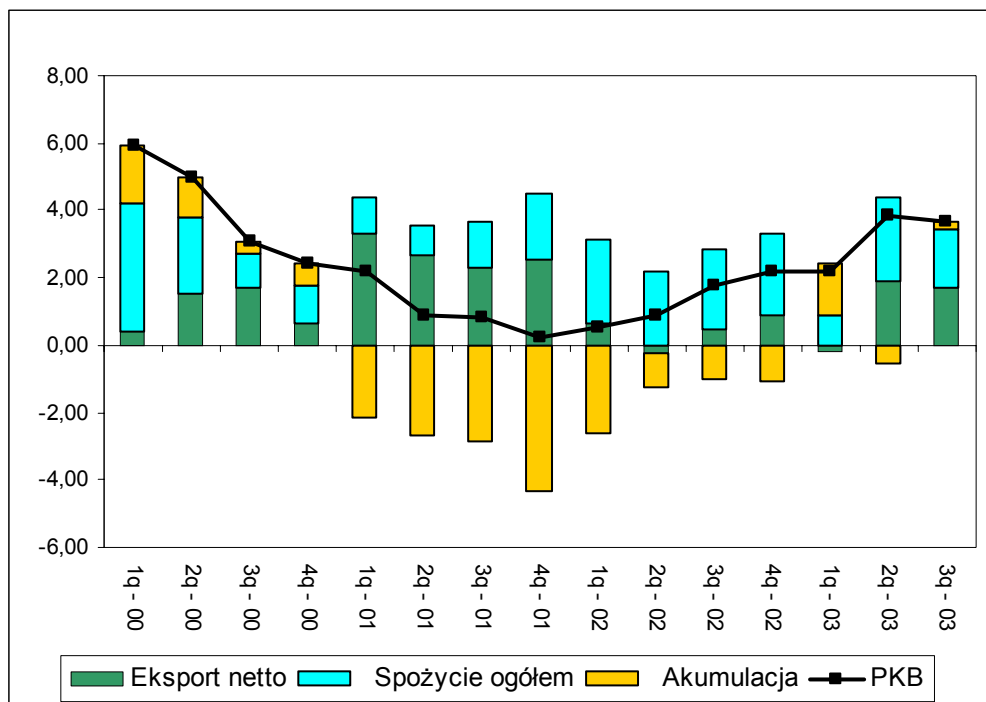
¹ Wszystkie dynamiki w tym rozdziale, jeśli nie zaznaczono inaczej, są liczone w ujęciu rocznym, realnie.

Do utrzymania rocznej dynamiki PKB na poziomie z II kwartału br. przyczyniła się, obok wzrostu popytu krajowego, poprawa eksportu netto.

Wykres 1

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

(w pkt proc.)



1.1.1 Spożycie

Na podstawie danych o nominalnym wzroście wynagrodzeń i świadczeń społecznych szacuje się, że w III kwartale br. nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu rejestrowanych **dochodów do dyspozycji brutto** gospodarstw domowych.

Wyższy niż w II kwartale br. był wzrost przeciętnych miesięcznych wynagrodzeń brutto w sektorze przedsiębiorstw w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. (nominalnie o 2,4% wobec 2,2% w II kwartale br.), a mniejszy spadek przeciętnego zatrudnienia (o 3,5% wobec 4,1%). Dochody z pracy najemnej w sektorze przedsiębiorstw były nominalnie o 1,2% mniejsze niż przed rokiem (w I kwartale br. o 2,3%, a w II kwartale br. o 1,9%). Natomiast, jak się szacuje, w jednostkach budżetowych, podobnie jak w II kwartale br., zatrudnienie zwiększyło się, a wzrost przeciętnych wynagrodzeń był wyższy niż w sektorze przedsiębiorstw. W sumie w III kwartale br. dochody z pracy najemnej ogółem były większe niż przed rokiem o 1,7% (w II kwartale br. o 1,1%).

Wzrost świadczeń z ubezpieczeń społecznych w III kwartale br. był nieco niższy niż w poprzednim kwartale (nominalnie o 5,2% wobec 5,4%). Mniejsze niż przed rokiem były też wypłaty świadczeń z

pomocy społecznej, przy czym zmniejszyły się wypłaty zasiłków dla bezrobotnych, rodzinnych i pielęgnacyjnych oraz innych transferów z pomocy społecznej, a wzrosły wypłaty zasiłków i świadczeń przedemerytalnych.

Szacuje się, że w III kwartale br. utrzymał się spadek nominalnych dochodów rolników oraz dochodów z odsetek. Jednocześnie nastąpiło przyspieszenie wzrostu dochodów z rejestrowanej nierolniczej działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów prywatnych właścicieli. Łącznie ocenia się, że w analizowanym kwartale br. nominalny wzrost dochodów do dyspozycji brutto w porównaniu z III kwartałem ub.r. przekroczył 3,0%. Wobec wzrostu kwartalnego wskaźnika cen konsumpcyjnych do 0,8%, siła nabywcza rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych w III kwartale br. była wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. o ok. 2,3%.

Spadek oszczędności pieniężnych netto gospodarstw domowych w III kwartale br. wyniósł 4,5 mld zł. Depozyty ogółem w bankach zmniejszyły się o 1,3 mld zł, zadłużenie z tytułu kredytów, pożyczek i innych należności wzrosło o 4,5 mld zł, a przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu wyniósł 1,3 mld zł. Według szacunków NBP mniejszy niż w II kwartale br. był wzrost wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych poza systemem bankowym (o 4,1 mld zł wobec 5,1 mld zł), przede wszystkim w funduszach inwestycyjnych (o 3,6 mld zł wobec 4,5 mld zł). W rezultacie oszczędności finansowe gospodarstw domowych² w III kwartale br. były ujemne (minus 0,4 mld zł). Na podstawie danych o wynikach budownictwa mieszkaniowego szacuje się, że wzrosły nakłady brutto na środki trwałe i akumulacja (oszczędności niefinansowe) gospodarstw domowych). Łącznie oszczędności brutto gospodarstw domowych w III kwartale br. wyniosły ok. 11 mld zł i były mniejsze niż przed rokiem o około 2% .

Tempo wzrostu **spożycia indywidualnego** przewyższało tempo wzrostu siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych i według szacunków NBP wyniosło w III kwartale br. 2,8% (w II kwartale br. 3,9%).

1.1.2 Akumulacja

Na podstawie danych o nakładach inwestycyjnych średnich i dużych przedsiębiorstw oraz o produkcji budowlano-montażowej i produkcji dóbr inwestycyjnych szacuje się, że w III kwartale br. po raz pierwszy od I kwartału 2001 r. wzrosły nakłady brutto na środki trwałe.

Według szacunków NBP spadek produkcji budownictwa w III kwartale br. wyniósł około 3,0%, przy czym sprzedaż robót budowlano-montażowych o charakterze inwestycyjnym ukształtowała się. na

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

poziomie z ub.r. Wzrost produkcji przedsiębiorstw wytwarzających głównie dobra inwestycyjne zwiększył się natomiast z około 10% w I półroczu br. do ok. 15% w okresie trzech kwartałów br.

Nakłady inwestycyjne średnich i dużych przedsiębiorstw w okresie styczeń-wrzesień br. były w cenach stałych o 1,2% większe niż w analogicznym okresie ub.r. (w I półroczu br. były o 2,2% mniejsze), a nakłady na środki trwałe brutto tych przedsiębiorstw – o 1,0% większe. Można więc szacować, że w III kwartale br. wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw wyniósł w cenach stałych 7,3%, a nakładów na środki trwałe brutto 6,6%. Zgodnie z danymi GUS szczególnie wysoki był wzrost nakładów na budynki i budowle: w okresie styczeń – wrzesień br. wyniósł on 4,4%, a w III kwartale br. 15,7%. Nakłady na zakup maszyn i urządzeń oraz na środki transportu były odpowiednio o 0,5% mniejsze i o 1,8% większe.

Wysoki wzrost nakładów na budynki i budowle w sektorze przedsiębiorstw na tle nadal niskiej dynamiki produkcji budowlano-montażowej wskazuje, że w pozostałych sektorach instytucjonalnych, a zwłaszcza instytucji rządowych i samorządowych oraz instytucji finansowych, wzrost nakładów na środki trwałe brutto był niższy niż w sektorze przedsiębiorstw. Jest to również przesłanką szacunku, że znacznie zmniejszyły się zaliczane do nakładów na środki trwałe brutto nakłady na remonty, co potwierdzają zmiany struktury produkcji budownictwa.

Bardzo trudno ocenić dynamikę nakładów inwestycyjnych w sektorze gospodarstw domowych. Gdyby przyjąć za bezpośrednią podstawę szacunku wzrost powierzchni mieszkań oddanych do użytku w III kwartale br., to należałoby wykazać ponad dwu i półkrotny wzrost nakładów w tym sektorze. Jednak gwałtowny wzrost mieszkań oddanych do użytku był zjawiskiem sztucznym, wywołanym zmianami prawa budowlanego (rejestrowano od dawna zamieszkałe budynki, na które nakłady poniesiono w poprzednich latach), a nie realnym efektem bieżących procesów inwestycyjnych. Dynamika nakładów gospodarstw domowych w III kwartale br. powinna więc być znacznie niższa, a wydatki inwestycyjne na większość mieszkań oddanych do użytku w tym okresie należy uwzględnić w szacunkach nakładów brutto na środki trwałe gospodarstw domowych w latach poprzednich (w oszacowaniach szarej strefy).

W związku z niższą dynamiką nakładów inwestycyjnych poza sektorem przedsiębiorstw oraz spadkiem nakładów na remonty szacuje się, że wzrost nakładów na środki trwałe brutto w całej gospodarce był mniejszy niż w sektorze przedsiębiorstw. W porównaniu z III kwartałem ub.r. były one o około 3,5% większe.

Szacuje się, że w III kwartale br. przyrost zapasów był nieco większy niż przed rokiem, jednak wzrost akumulacji brutto był niższy od wzrostu nakładów brutto na środki trwałe.

1.1.3 Sytuacja finansów publicznych

Sytuacja budżetu państwa w III kwartale 2003 r. pogorszyła się w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Wskutek niskiej dynamiki dochodów podatkowych oraz wysokich dotacji przekazanych do funduszy celowych deficyt budżetowy, według wstępnych szacunków, wzrósł do poziomu 4,6% PKB z 2,2% PKB przed rokiem.

Dochody budżetu państwa w III kwartale br. były o blisko 5% niższe niż w analogicznym okresie ub.r. Wynikało to ze spadku dochodów niepodatkowych, przy bardzo słabej dynamice dochodów podatkowych. Stosunkowo niewielki wzrost dochodów z podatków pośrednich był efektem niskiej inflacji oraz nadal słabego popytu krajowego. Mimo wyraźnego ożywienia produkcji, któremu sprzyjał korzystny dla eksporterów kurs walutowy, spadły wpływy z podatku dochodowego od osób prawnych. Przyczyniła się do tego wprowadzona w ub.r. zmiana zasad amortyzacji³ oraz obniżenie stawki podatkowej z 28% do 27%. Wskutek niewielkiego wzrostu płac oraz nadal spadającego zatrudnienia niska była też dynamika wpływów z podatku dochodowego od osób fizycznych

Wydatki budżetu państwa zwiększyły się w III kwartale br. o 7,3% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Przyczynił się do tego przede wszystkim znaczny wzrost dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Funduszu Pracy, wskazujący na trudności finansowe tych funduszy. Wobec pełnej realizacji już w III kwartale zaplanowanych kwot dotacji w przypadku Funduszu Pracy oraz bardzo wysokiego jej zaawansowania w stosunku do planu w przypadku FUS, w IV kwartale br. fundusze te będą zmuszone zwiększyć swoje zadłużenie w sektorze bankowym.

Struktura finansowania deficytu budżetowego w III kwartale br. wynikała ze wzrostu kosztów pozyskiwania środków ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym. Spowodowały one, że deficyt był finansowany przede wszystkim z lokat na rachunkach budżetu w NBP. W rezultacie w końcu września br. budżet państwa nie posiadał już środków złotych w formie lokat. Na koniec lipca wynosiły one 8,9 mld zł, a na koniec sierpnia 5,2 mld zł. Sytuacja ta może doprowadzić do dalszego wzrostu kosztów pozyskiwania środków przez budżet na krajowym rynku finansowym w IV kwartale br., gdy potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych znacznie wzrosną.

³ Zmiana ta polegała na podniesieniu stawki amortyzacji dla nowych inwestycji w środki trwałe do jednolitej wysokości 30% w pierwszym roku po wprowadzeniu inwestycji do ewidencji. Umożliwienie zapisania większej niż dotychczas części nakładów na środki trwałe w ciężar kosztów w pierwszym roku po zrealizowaniu inwestycji oznaczało zmniejszenie podstawy opodatkowania podatkiem CIT i miało na celu zachęcenie przedsiębiorstw do podejmowania działalności inwestycyjnej.

Tabela 2

Realizacja budżetu państwa po trzech kwartałach 2003 r.

	I-III kwartał 2003 r.	III kwartał 2003 r.	Dynamika I-III kw. 2003/I-III kw. 2002	Dynamika III kw. 2003/III kw. 2002	Zaawansowanie wykonania planu (w %)
Dochody, w tym:	109 307,2	37 403,9	104,7	95,2	70,2
- podatkowe, w tym:	95 100,5	34 475,5	102,7	103,5	68,6
- pod. pośrednie	68 931,0	23 891,8	103,9	105,3	71,2
- pod.doch.od os.praw.	8 881,8	3 615,3	87,8	93,0	61,7
- pod.doch.od os.fiz.	17 287,7	6 968,4	106,8	103,3	63,2
- niepodatkowe	14 206,7	2 928,3	120,9	49,2	83,1
Wydatki, z tego:	142 388,7	46 681,1	106,6	107,3	73,2
- koszty obsługi długu	16 974,2	4 675,4	100,8	106,1	62,5
- dotacja dla Funduszu Pracy	3 944,0	914,0	139,4	130,6	100,0
- dotacja dla FUS	23 875,8	9 103,0	98,6	124,1	85,4
Deficyt	-33 081,5	-9 263,6	113,5	222,3	85,4

Ramka 1**Sytuacja fiskalna w 2004 roku**

Rząd przedstawił projekt ustawy budżetowej na rok 2004, zakładający dochody w wysokości 152,8 mld zł, wydatki na poziomie 198,3 mld zł oraz deficyt 45,5 mld zł. Zaproponowano przy tym zmianę metodologii liczenia deficytu, polegającą na wyłączeniu z wydatków budżetowych dotacji dla FUS z tytułu składek przekazanych do OFE. Liczony według dotychczas obowiązującej metodologii deficyt budżetu w 2004 r. wyniósłby 56,9 mld zł, tj. byłby o 1,8% PKB wyższy od tegorocznego. Do tak znacznego przyrostu deficytu przyczyniło się z jednej strony obniżenie stawki podatku dochodowego dla przedsiębiorstw oraz przedsiębiorców indywidualnych do 19%, a z drugiej wzrost wydatków budżetowych. Wzrost ten wynikał przede wszystkim z konieczności sfinansowania nowej pozycji wydatków – składki do budżetu UE, a także zapewnienia współfinansowania dla środków strukturalnych z UE. Ponadto w przyszłorocznym budżecie założono większe wydatki krajowe.

Znaczne pogłębienie niedoboru budżetu państwa, a w konsekwencji także nierównowagi sektora finansów publicznych, będzie miało wiele negatywnych konsekwencji dla gospodarki. Wywołany nim silny impuls popytowy, dodatkowo wzmocniony przez napływ środków z Unii Europejskiej wydatkowanych poza budżetem państwa, zwiększy presję inflacyjną. Ponadto wzrost potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych spowoduje ograniczenie finansowania dla sektora przedsiębiorstw, a w szczególności poważnie utrudni osiągnięcie zaplanowanej w ustawie budżetowej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Wyższy poziom emisji skarbowych papierów wartościowych spowoduje też wzrost niepewności co do kształtowania się kursu walutowego.

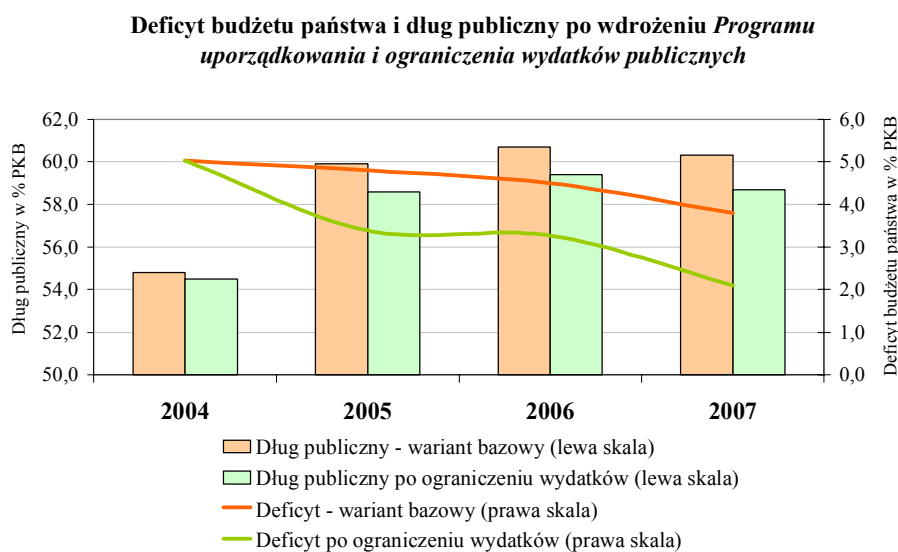
Inne bardzo poważne zagrożenie, jakie niesie ze sobą zaproponowana na przyszły rok skala ekspansji fiskalnej, to ryzyko przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% PKB, określonego w ustawie o finansach publicznych jako drugi próg ostrożnościowy. Projekt budżetu zakłada wprawdzie, że państwowy dług publiczny, powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji, wyniesie na koniec 2004 r. 54,8% PKB. Jednak prognoza ta jest oparta na optymistycznych założeniach dotyczących kursu walutowego, wpływów z prywatyzacji oraz deficytu funduszy celowych. W związku z tym istnieje duże prawdopodobieństwo, że dług publiczny przekroczy limit 55% PKB. Oznaczałoby to konieczność przeprowadzenia drastycznej - o ponad 5% PKB - redukcji deficytu finansów publicznych w 2006 r. W konsekwencji nieuchronne byłoby wówczas znaczne ograniczenie wydatków na podstawowe funkcje państwa, a także podniesienie podatków.

Ramka 2**Program uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych**

Niezależnie od projektu ustawy budżetowej na 2004 r. rząd przyjął *Program uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*. Program ten przewiduje reformę wielu kategorii wydatków socjalnych, na które środki publiczne wydawane są w sposób nieefektywny, a mianowicie rent inwalidzkich, Kasy Rolniczych Ubezpieczeń Społecznych (KRUS), zasiłków chorobowych i przedemerytalnych oraz systemu wspierania zatrudnienia niepełnosprawnych. Przewiduje on także m.in. zmianę mechanizmu waloryzacji emerytur i rent oraz wydłużenie wieku emerytalnego kobiet o 5 lat (zmiana ta weszłaby w życie w latach 2010-2020). W sumie szacuje się, że uzyskane w wyniku tych działań oszczędności w wydatkach socjalnych w latach 2004-2007 wyniosą łącznie ponad 30 mld zł.

Program zakłada też działania w sferze administracji i gospodarki, które łącznie mają doprowadzić do zmniejszenia wydatków o około 20 mld zł w latach 2004-2007. Działania te obejmują ograniczenie wydatków administracyjnych, wydatków na obronność, poszerzenie bazy podatkowej oraz zwiększenie dochodów budżetowych w następstwie restrukturyzacji górnictwa i PKP.

Wykres nr 1



Źródło: *Program uporządkowania i ograniczania wydatków publicznych*

W sumie większość zaproponowanych oszczędności została osiągnięta w 2005 r. i w następnych latach. Może to jednak okazać się niewystarczające do uniknięcia ryzyka przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% PKB już w 2004 r. Z tego względu priorytetowe znaczenie ma jak najszybsze wdrożenie zaproponowanych rozwiązań w sferze wydatków socjalnych, które ograniczyłyby wyjątkowo wysoki deficyt sektora finansów publicznych w 2004 r.

1.2 Podaż krajowa

Według szacunków NBP tempo wzrostu PKB w III kwartale 2003 r. było zbliżone do notowanego w poprzednim kwartale i wyniosło 3,7%. Wzrost wartości dodanej w przemyśle był taki sam jak w II kwartale br., wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych obniżył się, a spadek wartości dodanej w budownictwie był mniejszy. Przyrost produkcji w III kwartale br., podobnie jak w poprzednich kwartałach, dokonał się w rezultacie wzrostu wydajności pracy. Nadal notowano spadek zatrudnienia, choć mniejszy niż w ub.r. Zmniejszyła się liczba zarejestrowanych bezrobotnych oraz stopa bezrobocia.

Kształtowanie się dynamiki PKB i wartości dodanej w głównych sektorach gospodarki narodowej przedstawia Tabela 3.

Tabela 3

Dynamika PKB i wartości dodanej w latach 2001-2003

	2002					2003		
	rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.*
	analogiczny okres poprzedniego roku = 100							
PKB	101,4	100,5	100,9	101,8	102,2	102,2	103,8	103,7
Wartość dodana ogółem	101,4	100,5	100,9	101,9	102,1	102,0	103,6	103,5
Przemysł	101,0	98,0	99,0	102,7	104,0	104,1	108,3	108,3
Budownictwo	92,5	86,7	89,1	96,8	94,2	80,5	92,6	97,7
Usługi rynkowe	103,4	103,7	103,5	103,3	103,0	103,3	105,0	104,2

Źródło: dane GUS, szacunki NBP (*)

1.2.1 Produkcja i PKB

Według szacunków NBP w III kwartale 2003 r. wartość dodana ogółem wzrosła w porównaniu z analogicznym okresem ub. r. o 3,5% (w II kwartale br. o 3,6%). Wzrost wartości dodanej w przemyśle był podobny do odnotowanego w poprzednim kwartale, a spadek wartości dodanej w budownictwie mniejszy. Szacuje się, że wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych był mniejszy od zaskakująco wysokiego w II kwartale br.

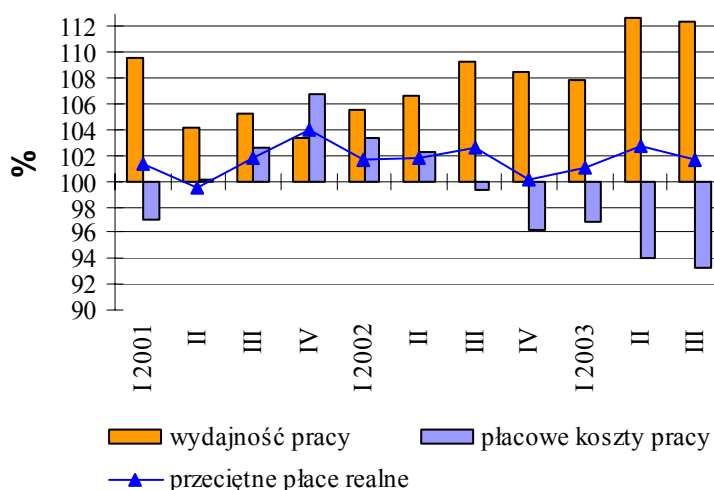
Produkcja sprzedana przemysłu w III kwartale br. (w dużych i średnich przedsiębiorstwach) była o 9,0% większa niż w analogicznym okresie ub.r., w tym przemysłu przetwórczego o 10,5%. Wysoka dynamika produkcji wiązała się z rosnącym eksportem oraz poprawą konkurencyjności produkcji krajowej na rynku wewnętrznym. Widoczne były oznaki wzrostu popytu inwestycyjnego. W okresie trzech kwartałów br. najwyższą dynamikę produkcji zanotowano w przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra inwestycyjne (wzrost o 15% w porównaniu z analogicznym okresem ub. r.). Mogło to częściowo wynikać ze wzrostu eksportu dóbr inwestycyjnych, ale może również świadczyć o zwiększeniu zakupów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa krajowe. W przedsiębiorstwach wytwarzających głównie dobra zaopatrzeniowe produkcja była wyższa niż w okresie trzech kwartałów 2002 r. o około 9%, a w wytwarzających dobra konsumpcyjne o około 7%.

Szczególnie wysokie wzrosty produkcji uzyskano w działach przemysłu przetwórczego o dużym udziale kapitału zagranicznego, sprzedających swoje wyroby głównie na eksport (produkcji mebli, pojazdów mechanicznych, przyczep i naczep, maszyn i aparatury elektrycznej, wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych, maszyn i urządzeń).

Wzrost produkcji w przemyśle, podobnie jak w poprzednich kwartałach, uzyskano przy spadku zatrudnienia, a więc wskutek wzrostu wydajności pracy. W III kwartale br., podobnie jak w poprzednim kwartale, wydajność mierzona wielkością produkcji sprzedanej (w cenach stałych) na jednego zatrudnionego była większa niż w analogicznym okresie ub.r. o ponad 12%. Od III kwartału 2002 r. wzrostowi wydajności towarzyszy spadek płacowych kosztów pracy. Rozpiętość między dynamikami wydajności i płacowych kosztów pracy od dwóch kwartałów utrzymuje się na poziomie ponad 18 pkt proc. (Wykres 2)

Wykres 2

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



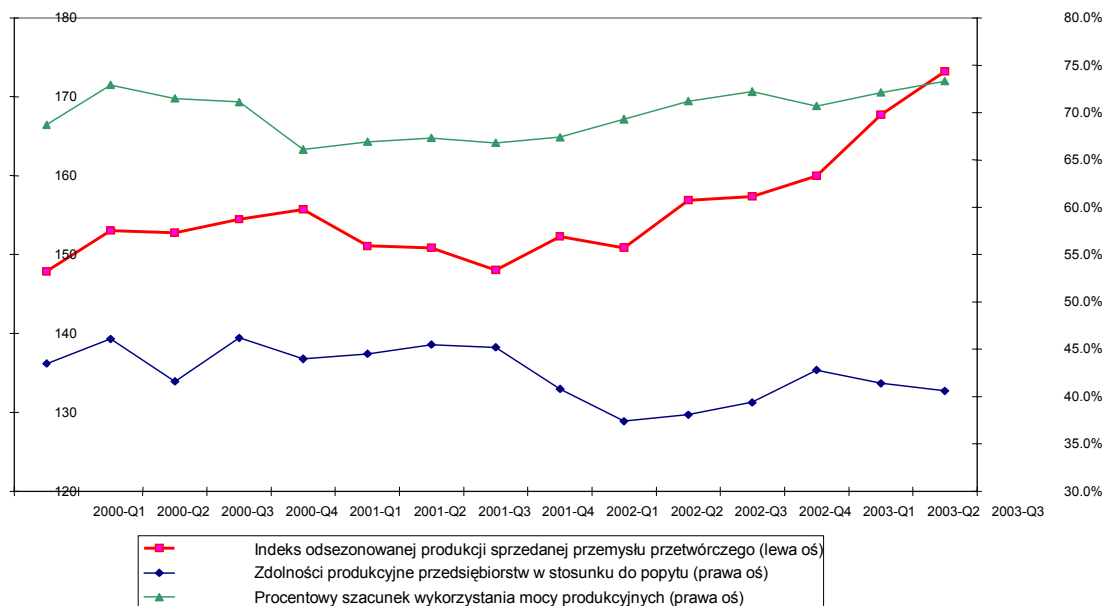
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Wysoka dynamika produkcji przemysłu w ostatnich dwóch kwartałach przyczyniła się do zwiększenia stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych. Jednak nadal według opinii przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego⁴ posiadane przez nie moce produkcyjne wykorzystywane są mniej niż w 75%. W III kwartale br. zmniejszył się udział przedsiębiorstw oceniających swoje zdolności produkcyjne jako zbyt wysokie w stosunku do popytu, jednak wskaźnik dostosowania zdolności produkcyjnych do popytu (ważone saldo wskazań na zbyt wysokie i zbyt niskie zdolności) przekracza 40%. Wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych powinien skutkować w przyszłości rosnącymi inwestycjami.

⁴ Badania koniunktury. Koniunktura w przemyśle i budownictwie, GUS, lipiec-wrzesień 2003 r.

Wykres 3

Wykorzystanie zdolności produkcyjnych i produkcja sprzedana przemysłu przetwórczego w latach 2000-2003



Źródło: Badania koniunktury. Koniunktura w przemyśle i budownictwie, GUS, lipiec-wrzesień 2003 r.

Zmniejszył się spadek produkcji budowlano-montażowej. Ocenia się, że w III kwartale br. produkcja ta była o około 1,5% mniejsza niż przed rokiem. Znacznie mniejsze niż przed rokiem były też roboty remontowe, a roboty inwestycyjne, jak można oceniać, ukształtowały się na poziomie z analogicznego kwartału ub.r. Zanotowano natomiast bardzo wysoki, ponad dwukrotny, wzrost produkcji przedsiębiorstw zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę.

Według szacunków NBP w III kwartale br. obniżyło się zaskakująco wysokie w II kwartale br. tempo wzrostu wartości dodanej usług rynkowych (z 5,0% do 4,2%). Wolumen sprzedaży detalicznej był natomiast większy niż w III kwartale ub. r. o 6,4% (w II kwartale br. zanotowano jego wzrost odpowiednio o 9,8%). Zwiększyła się sprzedaż hurtowa. W porównaniu z analogicznymi okresami ub.r. w I półroczu br. była mniejsza o 3,4%, a w okresie styczeń-wrzesień br. była mniejsza o 1,9%. Dynamika sprzedaży usług w transporcie i łączności była podobna do notowanej w I półroczu br.

1.2.2 Rynek pracy

W III kwartale 2003 r. na rynku pracy poprawie jednych wskaźników towarzyszyło pogorszenie innych.

Do pozytywnych symptomów odnotowanych w tym okresie należy zaliczyć:

- słabnące tempo spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymujące się od początku II kwartału br.,
- brak wzrostu liczby bezrobotnych we wrześniu br. po okresie sezonowego spadku w miesiącach wakacyjnych (po raz pierwszy od pięciu lat),
- zwiększenie się, w porównaniu z poprzednimi kwartałami, liczby ofert pracy kierowanych do urzędów pracy (w porównaniu z III kwartałem ub.r. - blisko o połowę),
- utrzymywanie się od kilku miesięcy poziomu bezrobocia rejestrowanego po odsezonowaniu na niemal niezmiennym poziomie (por. wykres 2),
- wzrost liczby osób wyrejestrowanych z urzędów pracy,
- spadek stopy rejestrowanego bezrobocia z 17,7% w czerwcu br. do 17,5% we wrześniu br.

Jednocześnie jednak w III kwartale br. obserwowano też na rynku pracy następujące niekorzystne zjawiska:

- postępujący spadek zatrudnienia w kolejnych miesiącach kwartału w porównaniu z poprzednim miesiącem, we wrześniu i w sierpniu br. głębszy niż w poprzednich trzech miesiącach br. (Wykres 4),
- wzrost nowych rejestracji bezrobotnych w porównaniu zarówno z analogicznym kwartałem ub. r., jak i z poprzednim kwartałem (odpowiednio o 19,3 tys. i 159,3 tys. osób),
- od lipca br., podobnie jak w 2002 r., wzrost liczby bezrobotnych absolwentów.

Tabela 4

Podstawowe wskaźniki rynku pracy w okresie styczeń-wrzesień 2002 i 2003 r.

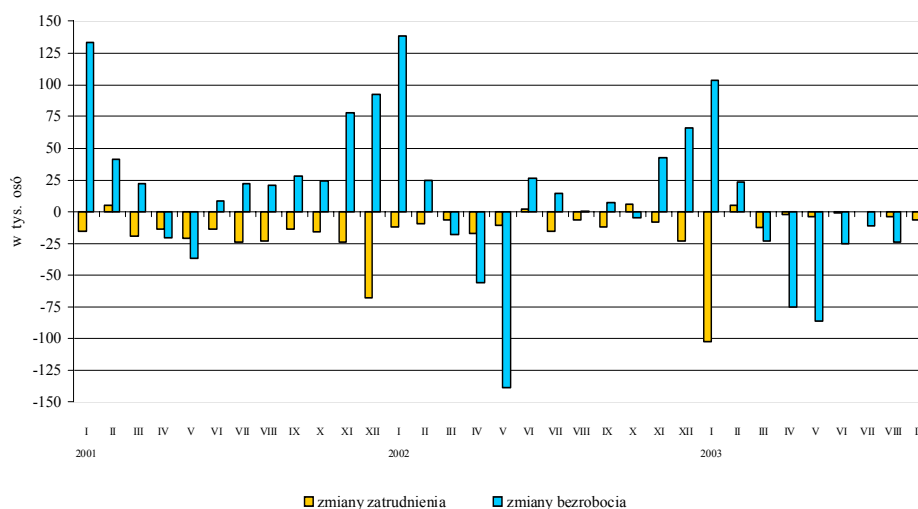
Wyszczególnienie	2002	2003	Zmiana
Współczynnik aktywności zawodowej (w %)			
I kwartał	55,5	54,4	1)
II kwartał	55,6	54,7	
III kwartał	55,6	b. d.	
Wskaźnik zatrudnienia (w %)			
I kwartał	44,2	43,3	
II kwartał	44,6	44,1	
III kwartał	44,6	b. d.	
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w okresie I-IX w tys.	4916	4724	-192
Liczba zarejestrowanych bezrobotnych na koniec września w tys.	3112,6	3073,3	-39,3
Liczba nowych rejestracji w okresie I-IX (w tys.)	1857,4	1889,6	42,2
Liczba osób wyrejestrowanych w okresie I-IX (w tys.)	1859,9	2043,3	183,4
w tym z tytułu podjęcia pracy	924,9	1001,9	77,0
Liczba zgłoszonych ofert pracy w okresie I-IX (w tys.)	423,3	585,8	162,5
Niewykorzystane oferty pracy na koniec września (w tys.)	13,4	22,2	8,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec września w %	17,6	17,5	

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

1) Dane od I kwartału 2003 r. uogólniono na podstawie bilansów ludności opracowanych przy wykorzystaniu wyników Narodowego Spisu Powszechnego z 2002 r.; dane nieporównywalne z wynikami badań publikowanych dla okresów wcześniejszych

Wykres 4

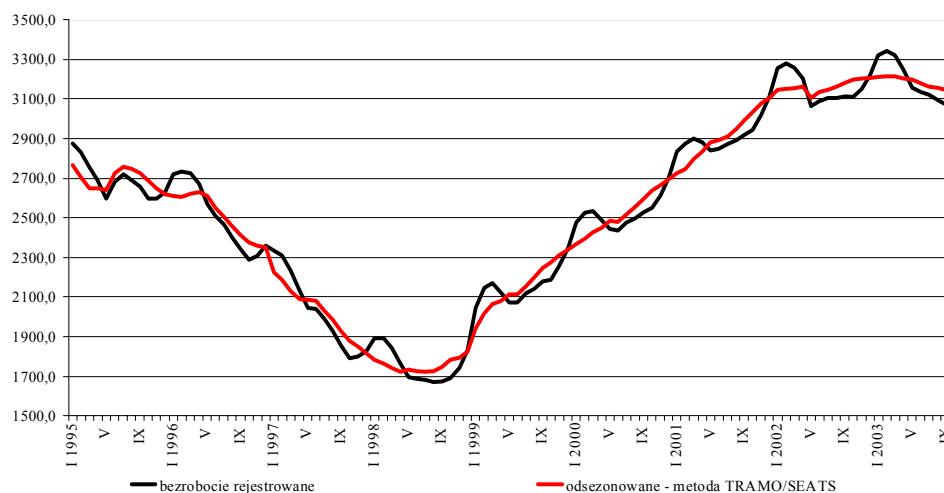
Zmiany przeciętnego zatrudnienia oraz bezrobocia rejestrowanego
(miesiąc poprzedni=100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Wykres 5

Poziom bezrobocia rejestrowanego oraz po odsezonowaniu
(w tys. osób)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Należy też pamiętać, że takie zmiany odnotowane w III kwartale br., jak np. wzrost liczby osób wyrejestrowanych z urzędów pracy czy spadek stopy rejestrowanego bezrobocia, nie oznaczają automatycznego przepływu z bezrobocia do zatrudnienia, a przeciwnie mogą oznaczać zmniejszenie aktywności zawodowej (Ramka 3, Ramka 4). W ponad 50% przypadków wyrejestrowanie z urzędu pracy następuje bowiem wskutek innych przyczyn niż podjęcie pracy. Należą do nich np. rozpoczęcie szkolenia, dobrowolna rezygnacja ze statusu bezrobotnego lub niepotwierdzenie gotowości do pracy, nabycie prawa do emerytury, renty, zasiłku lub świadczenia przedemerytalnego. W II i III kwartale br. wyrejestrowani z tytułu podjęcia pracy stanowili około 49,7% ogółu wyrejestrowanych, podczas gdy w tym samym okresie ub. r. ponad 50%.

W sumie analiza wskaźników rynku pracy w III kwartale br. prowadzi do wniosku, że mimo pewnych korzystnych zmian w tym okresie nie nastąpiło jeszcze trwałe odwrócenie niekorzystnych tendencji na tym rynku.

Ramka 3**Stopy bezrobocia - różnice definicyjne**

Najczęściej podawaną miarą charakteryzującą rynek pracy jest stopa bezrobocia. Podstawą do obliczania stopy bezrobocia jest formuła:

$$\text{Stopa bezrobocia} = \frac{\text{liczba bezrobotnych}}{\text{liczba aktywnych zawodowo}} = \frac{\text{liczba bezrobotnych}}{\text{liczba zatrudnionych} + \text{liczba bezrobotnych}}$$

Stopa bezrobocia zależy więc nie tylko od liczby bezrobotnych, ale także od liczby zatrudnionych, które razem dają liczbę aktywnych zawodowo. Stopa bezrobocia może więc obniżyć się nie tylko wskutek znajdowania pracy przez osoby bezrobotne, ale także wskutek rezygnacji bezrobotnych z dalszego poszukiwania pracy. Sytuacja taka permanentnie występuje na polskim rynku pracy i trzeba o niej pamiętać, mówiąc o spadku stopy bezrobocia w Polsce.

Stopy bezrobocia mają różne znaczenie w zależności od danych użytych do ich obliczenia i od przyjętej definicji osoby bezrobotnej. Najczęściej używane stopy bezrobocia to stopa rejestrowanego i stopa bezrobocia na podstawie danych BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności).

W obliczeniach stopy bezrobocia rejestrowanego jako bezrobotne uznaje się osoby zarejestrowane w urzędzie pracy, natomiast dane o zatrudnieniu oszacowywane są na podstawie badań GUS dotyczących zatrudnienia w różnych sektorach gospodarki. Zaletą tego miernika jest częstotliwość jego podawania (co miesiąc). Jego wadę stanowi natomiast uznawanie za bezrobotne osób, które zgłosiły się do urzędu. W praktyce nie wszyscy bezrobotni zgłaszają się do urzędów i nie wszystkich zgłaszających się do urzędów można nazwać bezrobotnymi.

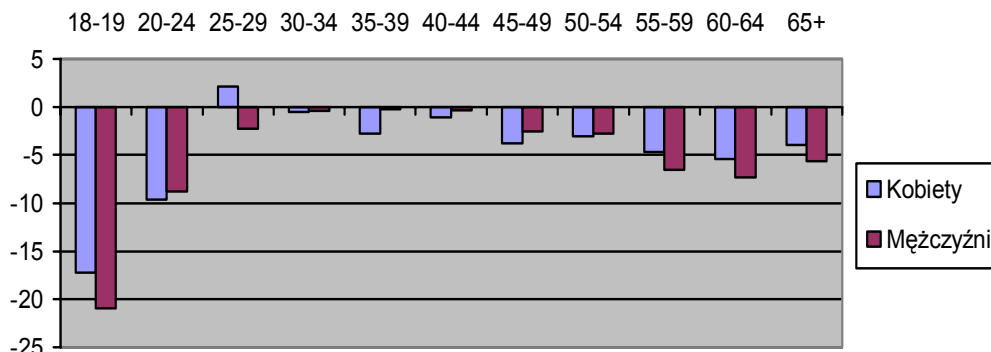
Stopa bezrobocia BAEL jest obliczana w oparciu o definicję bezrobotnego według standardów MOP. Określa ona osobę bezrobotną jako taką, która nie pracuje, poszukuje pracy i jest zdolna do jej podjęcia. Informacje potrzebne do obliczania tej stopy gromadzone są z badania ankietowego przeprowadzanego kwartalnie na reprezentatywnej próbie osób w wieku powyżej 15 lat. Niewątpliwą zaletą tak obliczanej stopy bezrobocia jest stałość i jednoznaczność definicji bezrobotnego oraz prowadzenie obliczeń na podstawie reprezentatywnego badania. Stopa ta jest podawana co kwartał.

Ramka 4**Zmiany aktywności zawodowej w Polsce w latach 1993-2002**

Od początku transformacji na rynku pracy w Polsce obserwowana jest tendencja spadku aktywności zawodowej. Wynika ona wyraźnie z danych Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności, a ostatnio także z porównania wyników Narodowych Spisów Powszechnych z 1988 r. i z 2003 r. Duże zmiany odsetka osób aktywnych zawodowo nie dotyczą jednak wszystkich grup wiekowych w jednakowym stopniu (patrz wykresy 1 i 2). Zjawisko to najsilniej występuje wśród osób w wieku do 24 lat oraz w wieku przedemerytalnym, zamieszkałych na wsi. Aktywność zawodowa osób w wieku 25 – 45 lat praktycznie nie ulega większym zmianom. Coraz większe jest natomiast zaangażowanie kobiet w wieku 25-29 lat na rynku pracy.

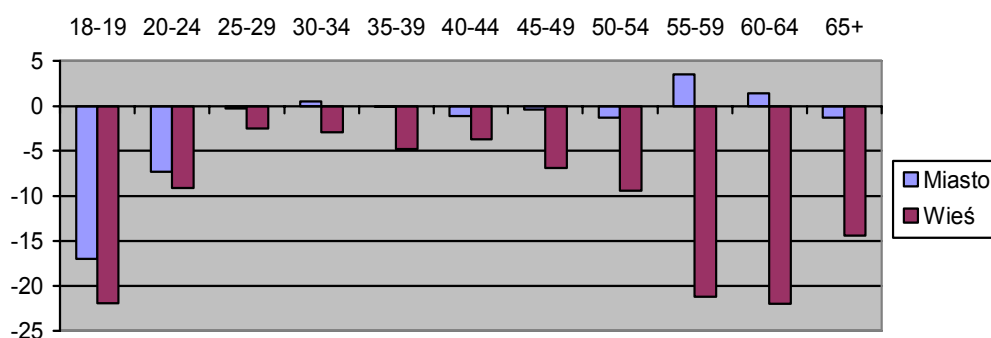
Wykres 6

Zmiana odsetka aktywnych zawodowo wg wieku i płci w okresie 1993-2002
(w pkt. proc.)



Wykres 7

Zmiana odsetka aktywnych zawodowo wg wieku i podziału miasto/wieś w okresie
1993-2002 (w pkt. proc.)

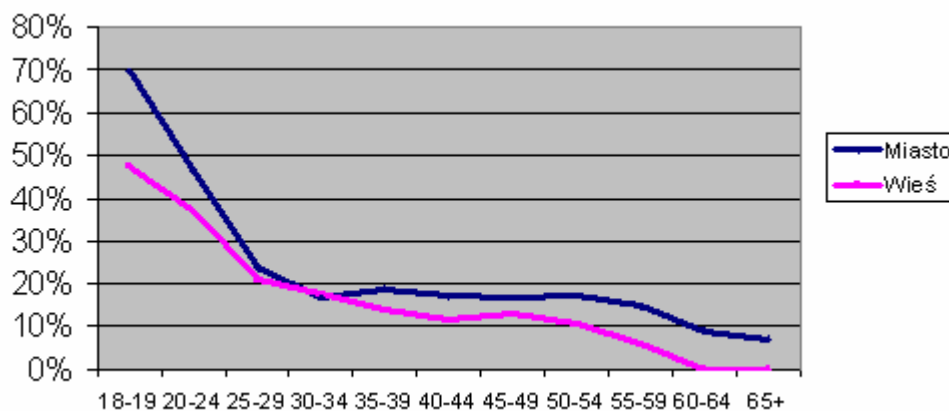


Spadek aktywności zawodowej wśród osób w wieku poniżej 24 lat był efektem gwałtownego zwiększenia aktywności edukacyjnej młodzieży w tym wieku, zarówno na poziomie średnim jak i wyższym. Dodatkowo w tych grupach wiekowych od początku lat 90-tych utrzymywała się wysoka stopa bezrobocia, szybko rosnąca w okresach wolniejszego wzrostu gospodarczego.

Ogromne zróżnicowanie aktywności zawodowej między osobami powyżej 55 roku życia mieszkającymi w mieście i na wsi wynika z braku możliwości znalezienia pracy przez osoby w tym wieku na wsi. Mała z reguły mobilność zawodowa i przestrzenna tych osób powoduje, że pozostają one tam bez zatrudnienia. Możliwość zdobycia podstawowych środków utrzymania (pomoc ze strony rodziny, transfery socjalne itp.) przy relatywnie niskich kosztach utrzymania, sprawia jednak, że osoby te nie pozostają bezrobotne, lecz wycofują się z rynku pracy. Odmienna sytuacja występuje w miastach, gdzie w ciągu ostatnich 10 lat aktywność zawodowa niewiele spadła, a w niektórych grupach wiekowych nawet wzrosła, mimo spadającej (zwłaszcza w ostatnich latach) liczby miejsc pracy.

Wykres 8

Stopa bezrobocia według wieku i podziału miasto/wieś w IV kwartale 2002.



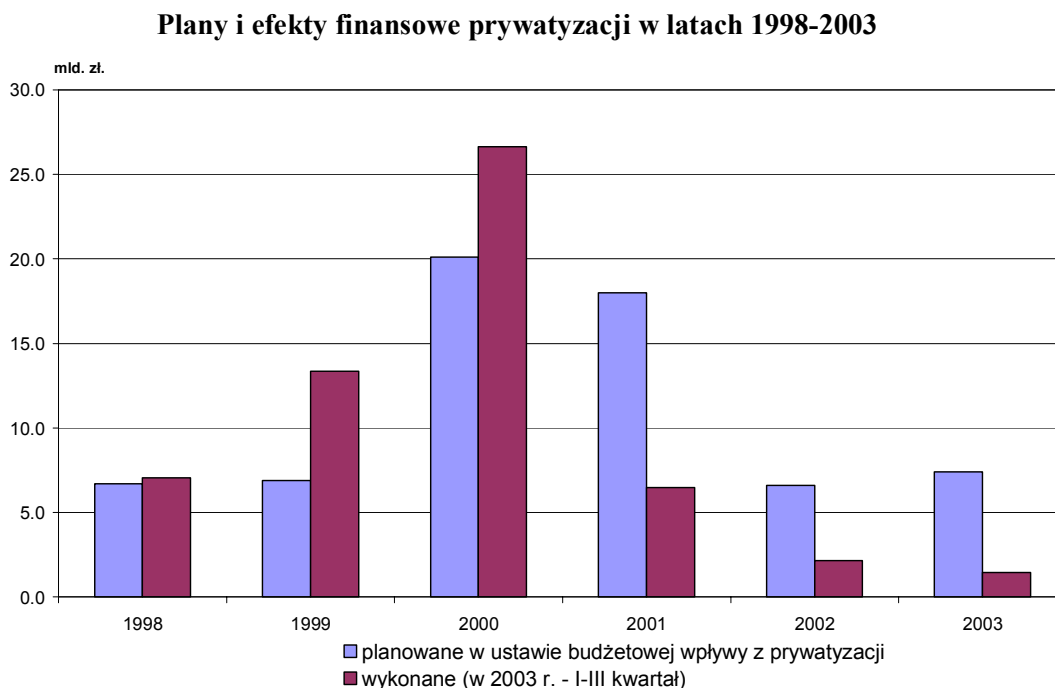
Zmiany dotyczące aktywności zawodowej w dużym stopniu wpływają na obserwowaną obecnie stopę bezrobocia. Niskie bezrobocie w rejonach wiejskich jest efektem przerostu zatrudnienia osób poniżej 50 lat (bezrobocie ukryte) i ogromnego spadku aktywności zawodowej osób powyżej 50 lat. W rejonach miejskich spadek aktywności nie był tak dramatyczny, a bezrobocie ukryte nie stanowi masowego problemu. Zmniejszyła się tam natomiast liczba miejsc pracy. W rezultacie stopa bezrobocia w mieście jest wyraźnie wyższa.

Problem spadku aktywności zawodowej i wzrostu bezrobocia dotyczy więc poszczególnych grup wiekowych, płci oraz regionów miejskich i wiejskich w diametralnie różny sposób. Powinno to znaleźć odzwierciedlenie w projekcie polityki zmierzającej do aktywizacji zawodowej ludności Polski.

1.2.3 Procesy prywatyzacji

W ustawie budżetowej na 2003 rok zaplanowano przychody z prywatyzacji w wysokości 7,4 mld zł. W ciągu pierwszych trzech kwartałów br. budżet został zasilony z tego tytułu sumą 1,435 mld zł., co stanowi 19,4% planu. Tak niskie wykonanie planu, a także niewielkie postępy w procesie prywatyzacji dużych spółek, pozwalają przypuszczać, że podobnie jak w latach 2001-2002 planowane przychody z tytułu prywatyzacji zostały przeszacowane i część deficytu budżetowego będzie sfinansowana z innych środków.

Wykres 9



Źródło: dane Ministerstwo Finansów

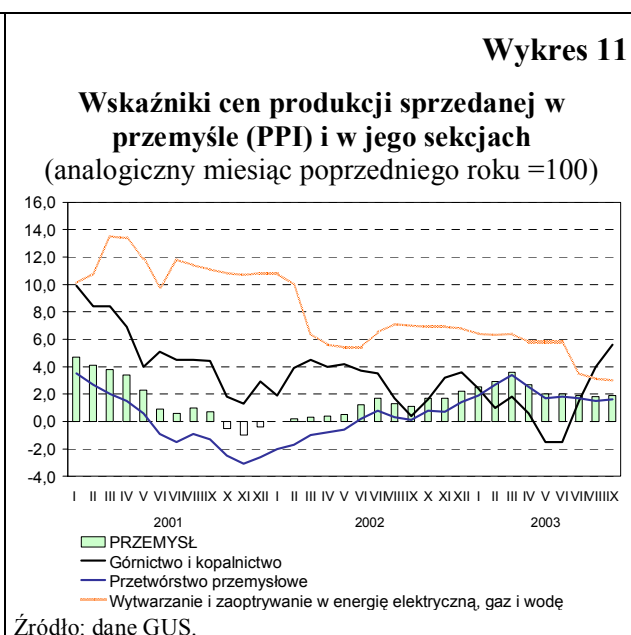
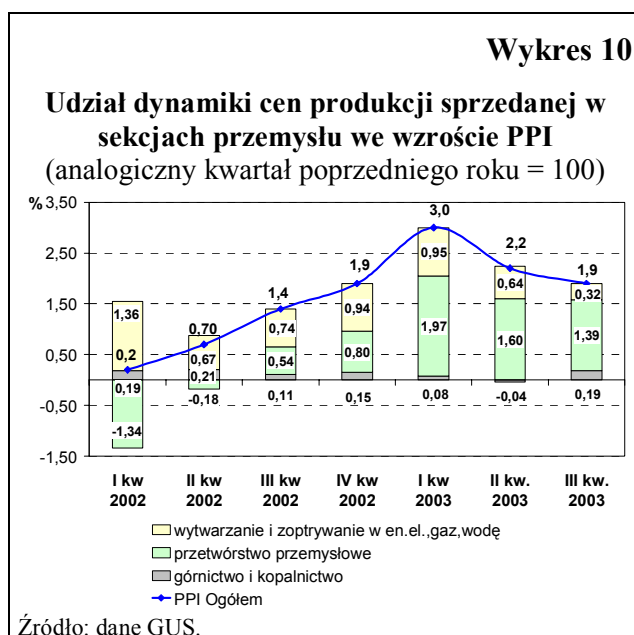
1.2.4 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej

W III kwartale 2003 r. średniokwartalne wskaźniki *cen produkcji sprzedanej przemysłu* (PPI) ukształtowały się na poziomie zbliżonym do notowanych w poprzednim kwartale: PPI liczony w stosunku do analogicznego kwartału ub.r. wzrósł o 1,9%, a w relacji do II kwartału br. o 1,0%. W ujęciu rocznym kwartalny wskaźnik PPI obniżył się w III kwartale br. w stosunku do obserwowanego w II kwartale br. we wszystkich sekcjach przemysłu, z wyjątkiem górnictwa i kopalnictwa, a największy wpływ na jego poziom, podobnie jak w poprzednich dwóch kwartałach, miały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym (por. Tabela 5 i Wykres 10).

Tabela 5

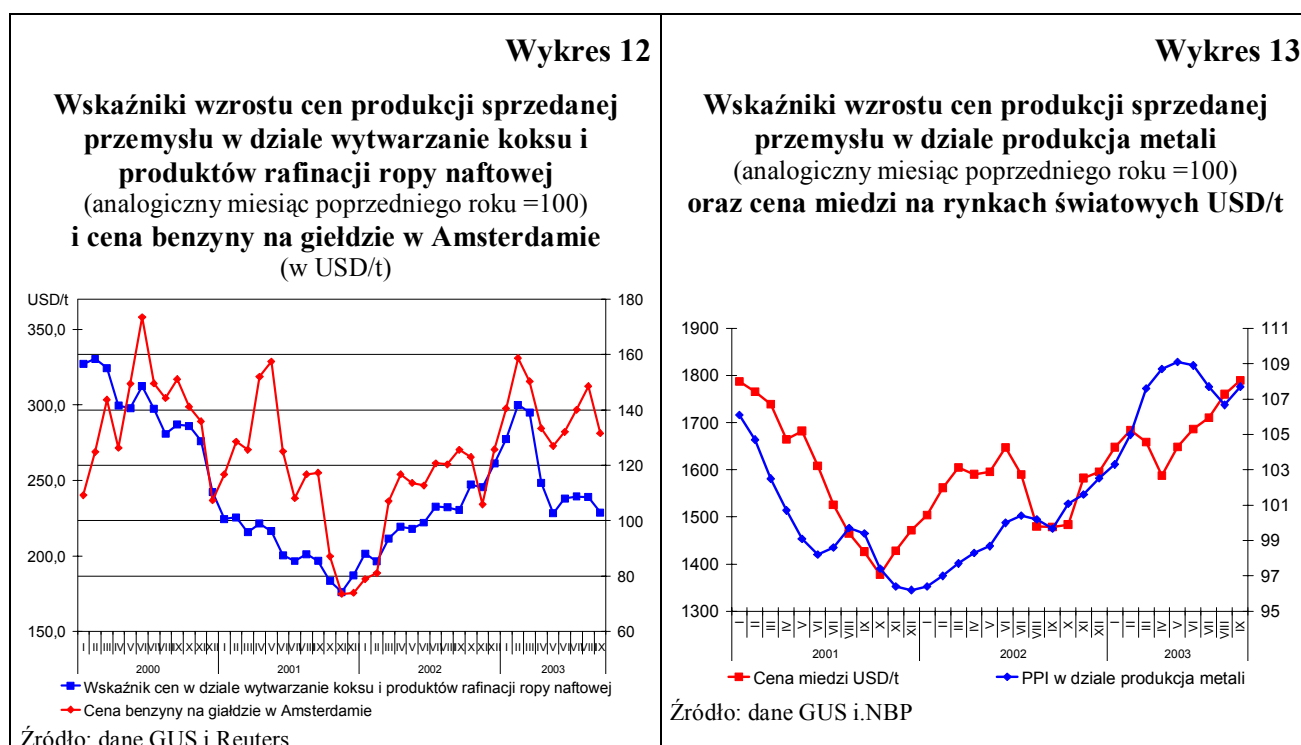
Kwartalne wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie w latach 2002 -2003

Wyszczególnienie	2002					2003					
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	średnio- roczna	I kw.		II kw.		III kw.	
	analog. kw.poprzed. roku=100					analog. kw.poprz. roku=100	poprzed. kw. =100	analog. kw.poprz. roku=100	poprzed. kw. =100	analog. kw.poprz. roku=100	poprzed. kw. =100
PRZEMYSŁ (PPI) w tym:	100,2	100,7	101,4	101,9	101,0	103,0	101,0	102,2	99,9	101,9	101,0
-górnictwo i kopalnictwo	103,6	103,9	101,9	102,7	103,0	101,7	100,3	99,2	96,8	103,7	105
-przetwórstwo przemysłowe	98,4	99,6	100,4	101,0	99,9	102,7	101,2	102,0	100,0	101,6	100,6
-wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	109,0	105,5	106,9	106,9	107,0	106,4	100,3	105,8	100,5	103,2	101,9
BUDOWNICTWO	102,0	101,4	101,0	100,6	101,2	99,4	99,3	99,0	99,8	98,8	99,9



Dwunastomiesięczne wskaźniki PPI od maja br. pozostawały stabilne na poziomie około 2% (por. Wykres 11). Podobnie kształtował się wskaźnik cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe, głównie wskutek ustabilizowania się, po dynamicznych wzrostach na początku roku, cen w dziale wytwarzanie koks i produktów rafinacji ropy naftowej (por. Wykres 12). Znaczące wzrosty cen w tej sekcji w III kwartale br. w stosunku do analogicznego okresu ub. r. odnotowano natomiast w takich działach, jak produkcja pojazdów mechanicznych przyczep i naczep (o 3,8%), produkcja wyrobów tytoniowych (o 7,2%) oraz produkcja metali (o ponad 7,4%). Wzrost cen w dziale produkcja metali był efektem wyższości cen większości metali przemysłowych na giełdach światowych.

W sekcji górnictwo i kopalnictwo nastąpił w analizowanym okresie znaczny wzrost cen związany przede wszystkim ze wzrostem cen w górnictwie węgla kamiennego. Był on następstwem notowanej już od maja br. wyżki cen węgla na rynkach zagranicznych. Dodatkowo mogły mu też sprzyjać nasilające się procesy koncentracji w polskim górnictwie węgla kamiennego. Potwierdzają je zmiany współczynnika Herfindala-Hirshmana, który z około 800 punktów w latach 2000-2002 wzrósł do ponad 1700 w I półroczu br. W marcu br. utworzono Kompanię Węglową mającą około 60% udział w wydobyciu węgla kamiennego. Koncentracja tak dużej części produkcji w jednym podmiocie umożliwia mu wpływanie na poziom cen węgla w kraju.



Do wzrostu cen w sekcji górnictwo i kopalnictwo w III kwartale br. przyczynił się także wzrost cen w kopalnictwie rud metali, który w skali rocznej wyniósł około 7%. Był on związany ze wyżką cen miedzi na rynkach światowych.

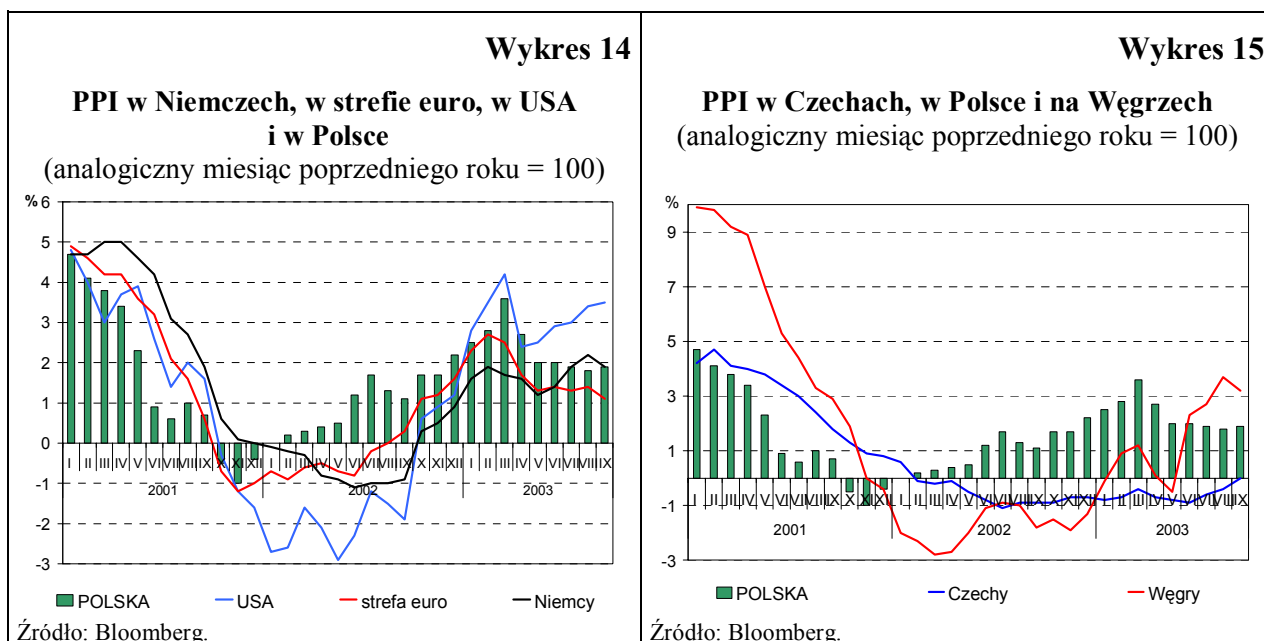
Natomiast w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę w III kwartale br. ceny spadły, co wynikało ze znacznie mniejszego niż przed rokiem wzrostu cen nośników energii (w lipcu 2002 r. miesięczne podwyżki cen wyniosły 4,3%, a w lipcu br. około 1,8%⁵). Wzrost cen w górnictwie węgla w III kwartale br. nie miał przełożenia na ceny w energetyce ze względu na obowiązujące kontrakty długoterminowe na dostawy węgla dla dużych odbiorców oraz procedurę ustalania cen przez Urząd Regulacji Energetyki.

⁵ Maksymalny wzrost cen dla poszczególnych zakładów energetycznych ustalany jest administracyjnie przez Urząd Regulacji Energetyki.

Ceny produkcji budowlano - montażowej w III kwartale br. nadal wykazywały lekką tendencję deflacyjną utrzymującą się od początku roku (por. Tabela 5).

Wskaźniki PPI w krajach strefy euro, podobnie jak w Polsce, wykazywały w ciągu ostatnich pięciu miesięcy dużą stabilność. W Niemczech w kolejnych miesiącach III kwartału br. indeks cen producentów ustabilizował się na poziomie około 2% (por. Wykres 14). Natomiast indeks PPI w USA kształtował się w tym okresie na znacznie wyższym poziomie niż indeksy europejskie i wzrósł z 3% w lipcu do 3,5% we wrześniu. Mogło to wynikać ze spadku kursu dolara wobec euro, a także ze wzrostu cen surowców na rynkach światowych, na które ceny producentów w USA reagują bardzo szybko.

W Czechach roczny wskaźnik PPI we wrześniu br. wyniósł 0%. Poziom ten osiągnął po 11 kolejnych miesiącach, w których przyjmował wartości ujemne. Natomiast na Węgrzech w III kwartale br. odnotowano dynamiczny wzrost indeksu PPI wywołany deprecjacją forinta w II kwartale br. (por. Wykres 15).

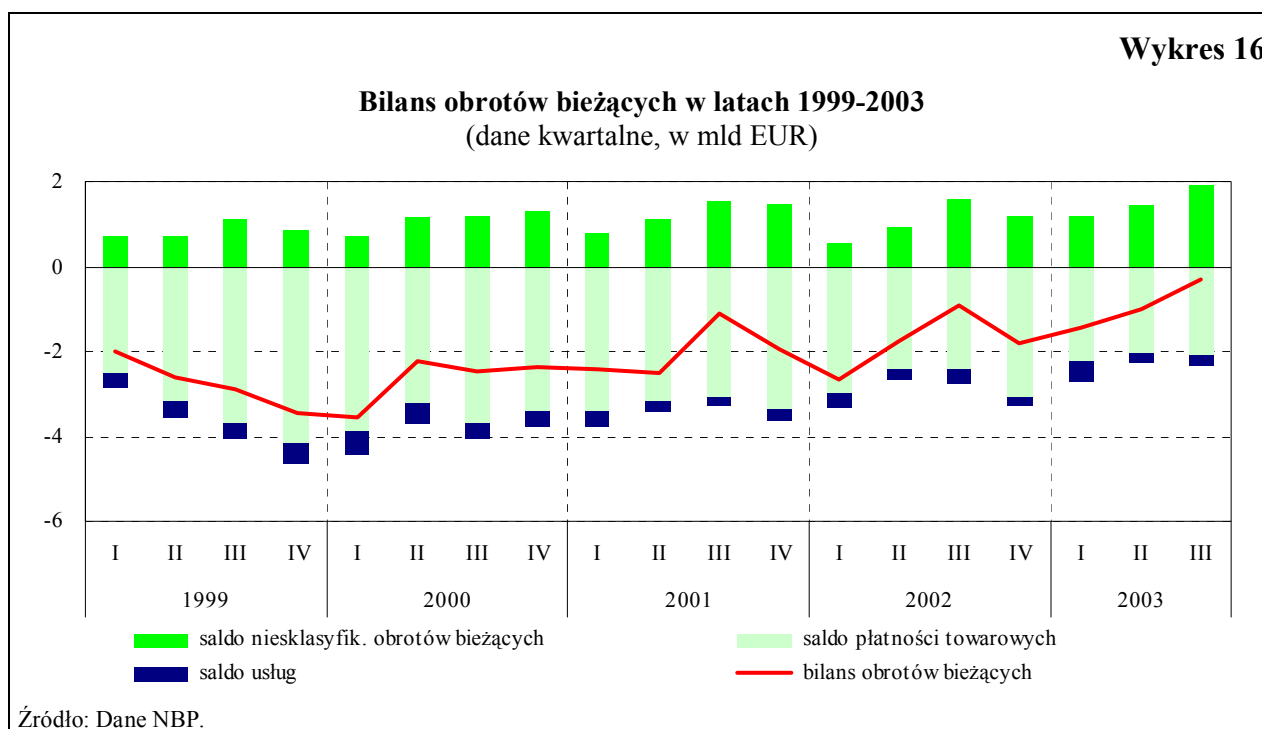


2 CZYNNIKI ZEWNĘTRZNE

2.1 Handel zagraniczny, bilans płatniczy

W III kwartale 2003 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego nadal się obniżał (Wykres 16). W okresie lipiec-wrzesień br. ujemne saldo obrotów bieżących wyniosło 280 mln EUR i było o 650 mln EUR mniejsze w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.⁶ Decydujący wpływ na jego poprawę miało dalsze obniżanie się deficytu płatności towarowych oraz wzrost dodatniego salda obrotów niesklasyfikowanych⁷ do najwyższego poziomu od 1997 r., tj. od kiedy publikowane są dane w ECU/EUR. Ponadto niższe niż w III kwartale ub.r. było także ujemne saldo usług i dochodów. Jedyną pozycją rachunku obrotów bieżących, która oddziaływała w kierunku pogłębienia jego ujemnego salda były transfery (ich nadwyżka zmniejszyła się o 150 mln EUR).

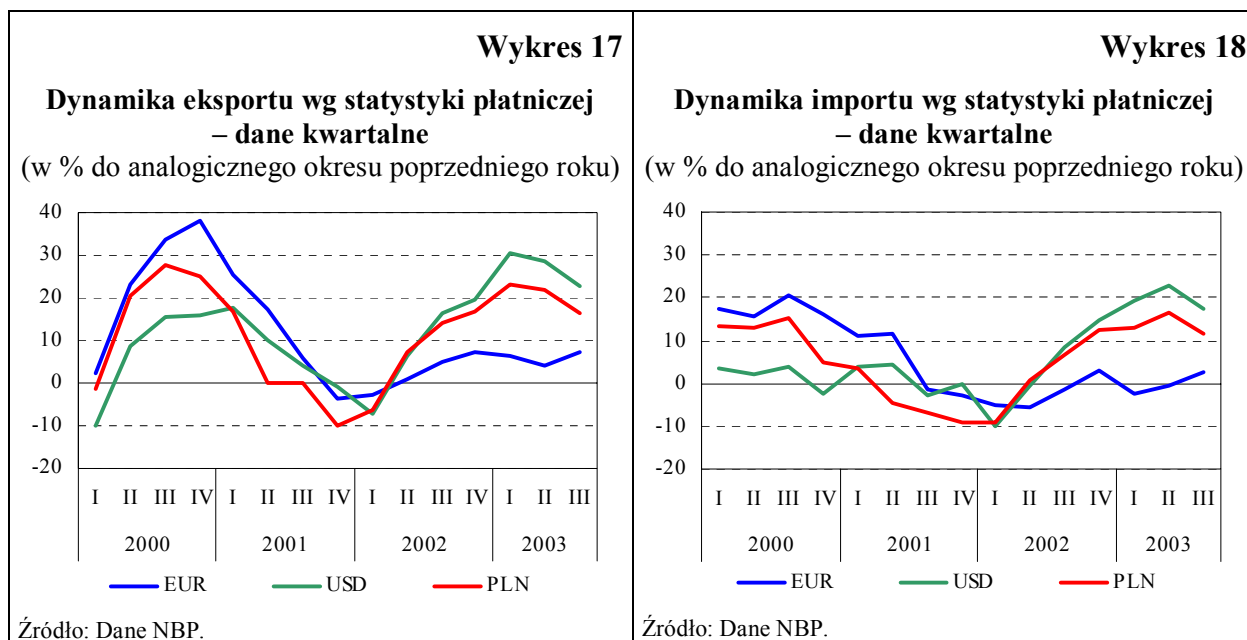
W efekcie tych korzystnych zmian relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się w III kwartale br. do 2,4% (z 2,7% w II kwartale br. i 3,6% w III kwartale 2002 r.).



⁶ Duży wpływ na tak znaczącą poprawę miała nadwyżka na rachunku obrotów bieżących we wrześniu br., odnotowana po raz pierwszy od sierpnia 1998 r.

⁷ Saldo to na ogół wzrasta w miesiącach wakacyjnych. W br. dodatkowo sprzyjała temu deprecjacja złotego wobec walut krajów sąsiednich oraz zapowiedź wprowadzenia od października br. wiz dla obywateli Ukrainy, Białorusi i Rosji.

Dane statystyki płatniczej wskazują w III kwartale br. na przyspieszenie dynamiki obrotów handlowych w euro w porównaniu z I połową br. W okresie lipiec-wrzesień br. wartość wpływów z eksportu w euro wzrosła o 7,1% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., podczas gdy w I połowie br. zwiększyła się odpowiednio o 5,1%. Natomiast wartość wypłat za import wzrosła w tych okresach odpowiednio o 2,6% i 1,5%. Wobec utrzymującej się nadal wyższej dynamiki eksportu niż importu (Wykres 17 i Wykres 18) ujemne saldo płatności towarowych zmniejszyło się w III kwartale br. do 2,1 mld EUR, tj. o 330 mln EUR w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r.



Korzystne tendencje w handlu zagranicznym potwierdzają także dane statystyki rzeczowej. W okresie styczeń-wrzesień 2003 r. ujemne saldo obrotów handlowych zmniejszyło się o 1,5 mld EUR w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Towarzyszyło temu przyspieszenie dynamiki obrotów handlowych w III kwartale br. w porównaniu z I półroczem br. Według wstępnych danych w okresie styczeń-wrzesień br. wartość eksportu w euro wzrosła o 6,0% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., podczas gdy w okresie styczeń-czerwiec br. zwiększyła się ona odpowiednio o 3,3%. Wartość importu po trzech kwartałach br. wzrosła o 1,0%, podczas gdy w I połowie br. obniżyła się o 2%. Jeśli jednak wyeliminować wpływ zmian cen, to wzrost eksportu był znacznie silniejszy niż w ubiegłym roku: w pierwszych siedmiu miesiącach br. wolumen eksportu zwiększył się o 14,6% wobec 5,7% w analogicznym okresie ub.r. Wzrósł także wolumen importu (o 5,2%), jednak jego dynamika była wolniejsza niż przed rokiem (7,2%).

Obniżaniu się deficytu w obrotach handlowych sprzyjała postępująca deprecjacja złotego wobec euro oraz poprawa efektywności polskich przedsiębiorstw. Jednostkowe koszty pracy w sektorze przedsiębiorstw wyrażone w złotych zmniejszyły się w II kwartale 2003 r. o ok. 9,7 % w stosunku do analogicznego kwartału ub. r. W połączeniu z deprecjacją złotego wobec euro w tym okresie

(odpowiednio o ponad 17%) oznaczało to spadek jednostkowych kosztów pracy wyrażonych w euro o około 23%, a więc wyraźną poprawę pozycji konkurencyjnej polskich producentów wobec partnerów zagranicznych (por. Tabela 6, Wykres 19 i Wykres 20).

Tabela 6

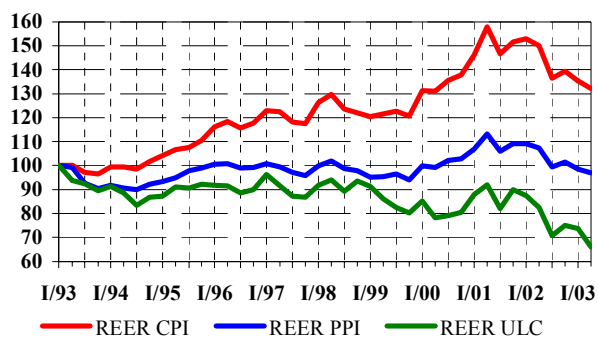
Wskaźniki opłacalności eksportu (zmiana w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	Q1 2002	Q2 2002	Q3 2002	Q4 2002	Q1 2003	Q2 2003
<i>Ceny eksportu / ceny producenta</i>	0,4	6,3	3,7	6,7	4,6	5,7
<i>Ceny eksportu / jednostkowe koszty pracy</i>	0,6	10,5	12,0	19,7	14,0	19,4

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 19

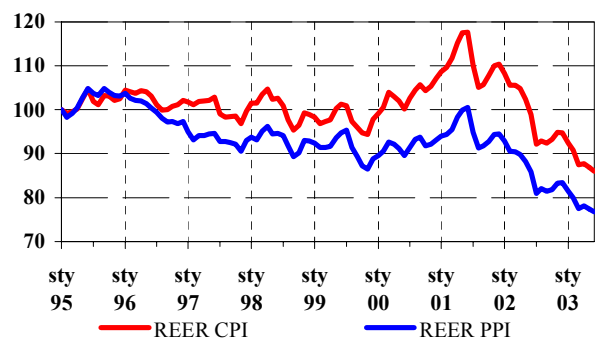
Realny efektywny kurs złotego wobec głównych partnerów handlowych, deflowany CPI, PPI oraz ULC (I 1993=100, spadek oznacza deprecjację)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Wykres 20

Realny efektywny kurs złotego wobec krajów Europy Środkowo –Wschodniej, deflowany CPI oraz PPI (I 1995=100, spadek oznacza deprecjację)

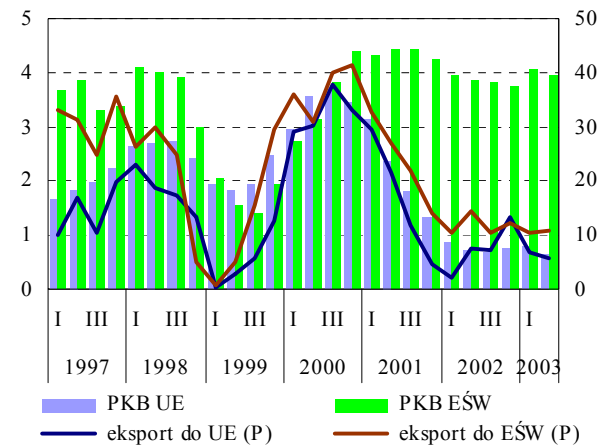


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP i IFS.

Wykres 21

Zmiany PKB w UE i krajach EŚW^a (w cenach stałych, średnia ruchoma roczna) **oraz zmiany polskiego eksportu do UE i EŚW** (w cenach bieżących w EUR)

(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

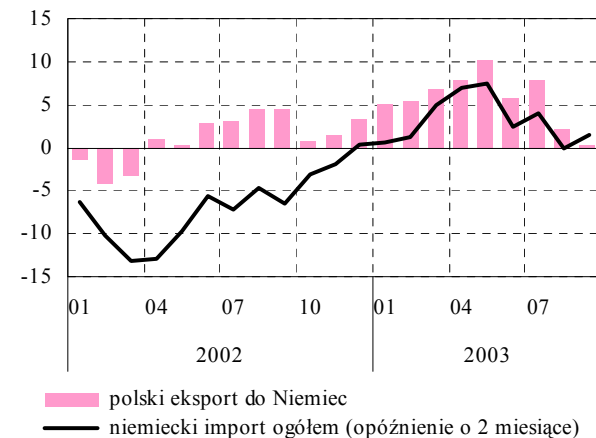


^a Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Słowacja, Słowenia, Węgry.

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS, Eurostat, OECD i Bloomberg.

Wykres 22

Dynamika polskiego eksportu do Niemiec i niemieckiego importu (trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach bieżących w EUR) (w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



Źródło: Dane CIHZ i Statistisches Bundesamt.

Mimo dalszego osłabiania się popytu importowego w Niemczech (wartość niemieckiego importu w II kwartale br. zmniejszyła się w ujęciu rocznym o 0,2%, po wzroście w I kwartale br. o 7,5%) dynamika polskiego eksportu do tego kraju wzrosła (Wykres 22). Wynikało to ze zwiększenie się niemieckiego popytu na tańsze towary pochodzące m.in. z Chin i krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

Wzrost polskiego eksportu do pozostałych krajów Unii był w analizowanym okresie szybszy (zwiększył się odpowiednio do 6,2% z 3,5%), na co największy wpływ miało wyraźne przyspieszenie dynamiki eksportu do Włoch oraz zahamowanie spadku sprzedaży do Wlk. Brytanii. Na uwagę zasługuje też bardzo wysoka od początku br. dynamika eksportu do Szwecji i Hiszpanii (odpowiednio 18% i 16%). Wzrost sprzedaży do większości krajów UE był jednak w okresie styczeń-wrzesień 2003 r. wyraźnie wolniejszy niż przed rokiem (Tabela 7).

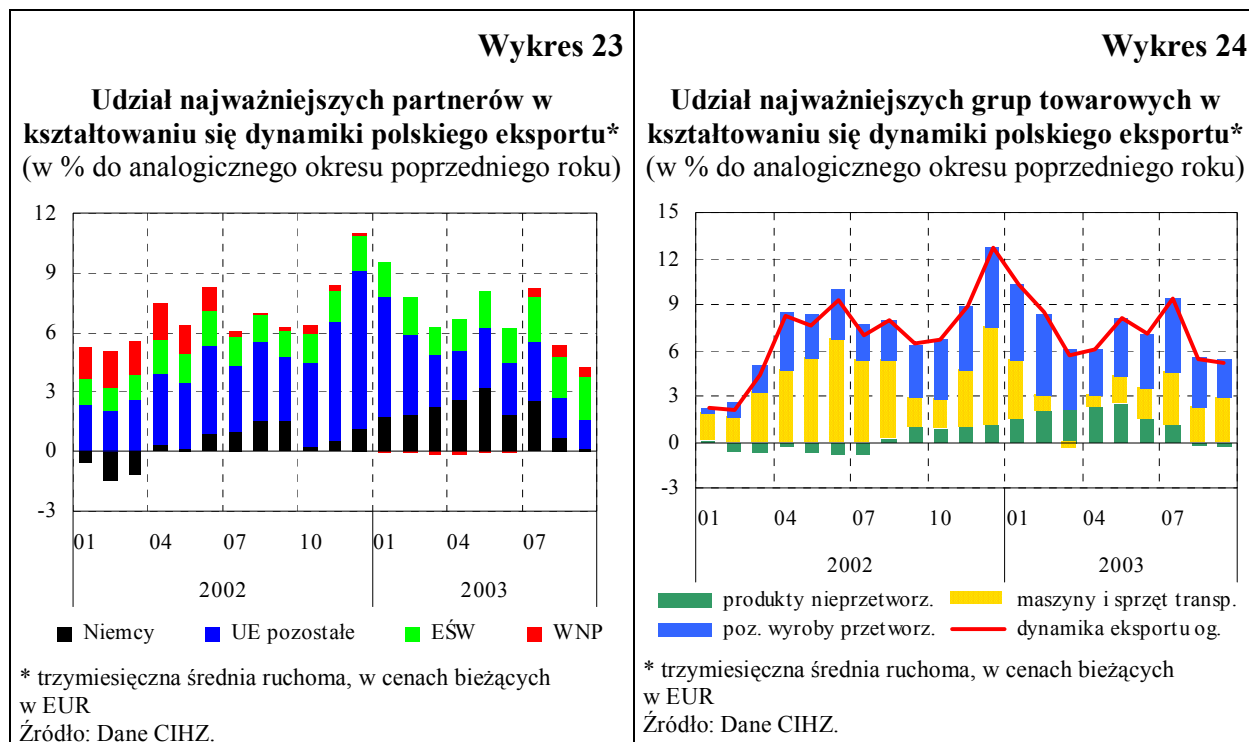
Tabela 7

Zmiany w eksporcie wg głównych grup krajów (w EUR)

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę ogółem		
	(w %)			(w % do roku poprzedn.)			(w pkt. proc.)		
	2002	2003	2003	2002	2003	2003	2002	2003	2003
	01-09	01-06	01-09	01-09	01-06	01-09	01-09	01-06	01-09
Ogółem	100,0	100,0	100,0	6,7	3,3	6,0			
Kraje rozwinięte	75,3	75,6	74,9	6,1	2,9	5,3	4,6	2,2	4,0
UE	69,1	69,8	68,6	5,5	3,4	5,2	3,9	2,4	3,6
Niemcy	32,9	32,8	32,4	1,3	3,3	4,3	0,4	1,1	1,4
Francja	5,9	6,3	6,2	19,1	9,2	9,9	1,0	0,6	0,6
W.Brytania	5,2	4,8	4,9	8,6	-7,1	0,5	0,4	-0,4	0,0
Włochy	5,3	5,6	5,4	1,6	2,1	7,4	0,1	0,1	0,4
Kraje Europy Środk. i Wsch.	12,5	13,0	13,5	11,8	9,8	14,0	1,4	1,2	1,7
Kraje WNP	7,1	6,6	6,8	15,4	-3,4	1,6	1,0	-0,2	0,1
Rosja	3,3	2,9	2,8	25,6	-11,7	-8,4	0,7	-0,4	-0,3
Kraje rozwijające się	4,9	4,7	4,7	-6,0	2,8	1,3	-0,3	0,1	0,1

Źródło: Dane CIHZ

Eksport do krajów Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW) od początku br. cechowała najwyższa dynamika wzrostu, co w znaczący sposób przyczyniło się do przyspieszenia dynamiki polskiego eksportu ogółem (Wykres 23). Udział krajów EŚW w polskim eksporcie utrzymywał się na najwyższym poziomie od czasu rozpadu RWPG. Wysoka dynamika eksportu do tej grupy krajów wynikała ze znacznie wyższej dynamiki ich popytu importowego niż popytu importowego Unii Europejskiej oraz ze zmian zachodzących w strukturze eksportu do tej grupy krajów. Zwiększył się w nim bowiem udział części i elementów do maszyn i urządzeń wskutek rozwoju handlu między filiami międzynarodowych koncernów zlokalizowanych w tym regionie Europy. Największy wpływ na wzrost eksportu do krajów EŚW w okresie styczeń-wrzesień br. miało zwiększenie sprzedaży na Litwie i Słowacji, tj. w krajach o największych stopach wzrostu PKB w tym rejonie.



Wśród pozytywnych tendencji występujących w III kwartale br. w polskim eksporcie należy wymienić również zahamowanie spadku sprzedaży do krajów WNP. Był to zarówno efekt zmniejszenia się spadku eksportu do Rosji - najważniejszego odbiorcy polskich towarów w tej grupie krajów, jak i znaczącego wzrostu sprzedaży (o 10% w porównaniu z odpowiednim okresem ub.r.) do pozostałych krajów WNP.

Tabela 8

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

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę ogółem		
	(w %)			(w % do roku poprzedn.)			(w pkt. proc.)		
	2002	2003	2003	2002	2003	2003	2002	2003	2003
	01-09	01-06	01-09	01-09	01-06	01-09	01-09	01-06	01-09
Ogółem	100,0	100,0	100,0	6,7	3,3	6,0			
Produkty nieprzetworzone	14,8	15,1	15,0	-1,2	10,7	7,5	-0,2	1,5	1,1
Artykuły rolno-spożywcze	7,2	7,5	7,8	1,5	15,2	14,5	0,1	1,0	1,0
Surowce	2,5	2,8	2,7	2,1	19,6	13,0	0,1	0,5	0,3
Paliwa mineralne	5,1	4,8	4,6	-6,1	0,1	-5,1	-0,4	0,0	-0,3
Wyroby przetworzone	85,2	84,9	84,9	8,1	2,1	5,7	6,8	1,8	4,8
Produkty chemiczne	6,2	6,5	6,5	4,9	10,9	9,5	0,3	0,7	0,6
Maszyny i sprzęt transportowy	37,4	36,3	36,7	10,9	-1,9	4,1	3,9	-0,7	1,5
Pozostałe wyroby przemysłowe	41,5	42,1	41,8	6,3	4,4	6,6	2,6	1,8	2,7

Źródło: Dane CIHZ.

Jak wynika z analizy struktury towarowej polskiego eksportu, do przyspieszenia jego wzrostu w III kwartale br. przyczyniło się przede wszystkim zwiększenie sprzedaży maszyn i sprzętu transportowego. Wpłynął na to zwłaszcza szybki wzrost eksportu samochodów osobowych. Po dziewięciu miesiącach br. wartość ich eksportu zwiększyła się o 10,1% w stosunku do analogicznego okresu ub.r. (po 6 miesiącach br. wykazywała spadek odpowiednio o 8,5%). Dobre wyniki eksportowe sektora motoryzacyjnego były z jednej strony efektem ożywienia na europejskim rynku motoryzacyjnym, a z drugiej wprowadzenia do produkcji w Polsce i do eksportu nowego modelu samochodu (Fiata Pandy). Jednocześnie utrzymała się wysoka dynamika sprzedaży części samochodowych. W okresie styczeń-wrzesień br. wartość ich eksportu zwiększyła się o 27% w porównaniu z analogicznym okresem ub. r.

Stosunkowo wysoką dynamiką w analizowanym okresie odznaczał się też eksport podzespołów i części (bez części samochodowych), który zwiększył się o 12%. Natomiast sprzedaż gotowych maszyn i urządzeń wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem o 1,0%, a towarów konsumpcyjnych trwałego użytku zmniejszyła się o 4,3% (w tym głównej pozycji, tj. odbiorników telewizyjnych o 22%).

W pozostałych grupach wyrobów przetworzonych wzrost eksportu po dziewięciu miesiącach br. był szybszy w porównaniu z I połową br. Szczególnie wysoką dynamikę odnotowano przy tym w sprzedaży mebli, wyrobów metalurgicznych (efekt wzrostu cen metali na światowych rynkach) oraz produktów chemicznych.

W okresie styczeń-wrzesień br. odnotowano wzrost wartości importu o 1% w stosunku do analogicznego okresu ub. r. (Tabela 9). Przyczynił się do tego nie tylko wzrost importu towarów zaopatrzeniowych (zużycie pośrednie) (Wykres 10), wykorzystywanych głównie do produkcji eksportowej (Wykres 26), ale również zahamowanie spadku w imporcie dóbr inwestycyjnych (efekt wzrostu importu przemysłowych środków transportu). Na obniżenie się wartości importu dóbr inwestycyjnych w analizowanym okresie, obok niskiego popytu inwestycyjnego I połowie br., dodatkowo przyczynił się spadek ich cen związany głównie z zastępowaniem importu z krajów rozwiniętych tańszym przywozem z krajów rozwijających się (przede wszystkim z Chin). W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy br. polski import dóbr inwestycyjnych z Chin zwiększył się o 25% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.

Natomiast wartość importu towarów konsumpcyjnych, w warunkach słabego popytu konsumpcyjnego i pogłębiającej się deprecjacji złotego, pozostawała nadal poniżej poziomu z ub.r. Jedyną grupą, której wartość importu wzrosła w porównaniu z ub.r. były samochody. Najbardziej spadł import żywności (zwłaszcza przetworzonej) oraz dóbr trwałego użytku.

Tabela 9

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

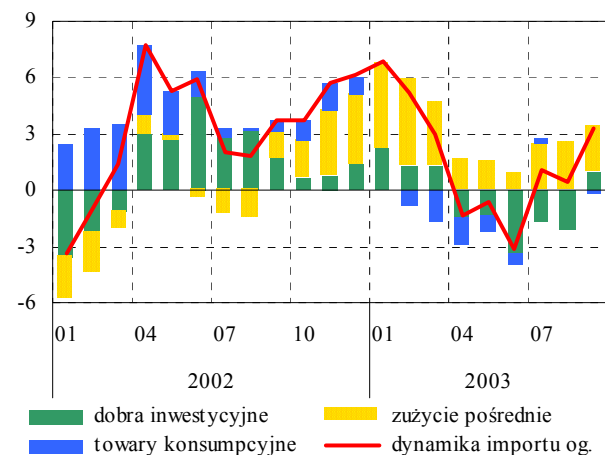
	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę ogółem		
	(w %)			(w % do roku poprzedn.)			(w pkt. proc.)		
	2002	2003	2003	2002	2003	2003	2002	2003	2003
	01-09	01-06	01-09	01-09	01-06	01-09	01-09	01-06	01-09
Ogółem	100,0	100,0	100,0	3,7	-2,0	1,0			
Dobra inwestycyjne	19,2	18,0	18,6	10,6	-8,3	-2,3	1,9	-1,6	-0,4
Dobra inwestycyjne z wyjątkiem środków transportu	14,0	13,2	13,3	-0,9	-8,0	-4,3	-0,1	-1,1	-0,6
Środki transportu przemysłowe	5,2	4,7	5,3	60,6	-9,0	3,1	2,0	-0,5	0,2
Zużycie pośrednie	59,1	60,8	60,7	0,0	1,9	3,7	0,0	1,1	2,2
Zużycie pośrednie bez paliw	50,2	53,3	51,3	2,1	1,3	3,2	1,1	0,7	1,6
Paliwa i smary	8,8	9,6	9,3	-10,5	7,3	6,6	-1,1	0,6	0,6
Towary konsumpcyjne	21,6	21,1	20,6	9,0	-7,0	-3,6	1,9	-1,6	-0,8
Żywność i napoje	3,6	3,4	3,2	1,4	-12,7	-8,7	0,1	-0,5	-0,3
Samochody osobowe	4,7	5,2	5,0	17,1	3,6	7,2	0,7	0,2	0,3
Towary trwałego użytku	2,6	2,3	2,3	3,6	-12,7	-11,8	0,1	-0,3	-0,3
Towary półtrwałego użytku	4,0	3,8	3,8	15,3	-8,7	-6,2	0,6	-0,4	-0,3
Towary nietrwałego użytku	6,5	6,1	6,1	6,7	-9,2	-4,6	0,4	-0,6	-0,3

Źródło: Dane CIHZ.

Wykres 25

Udział najważniejszych grup towarowych w kształtowaniu się dynamiki polskiego importu (trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach bieżących w EUR)

(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)

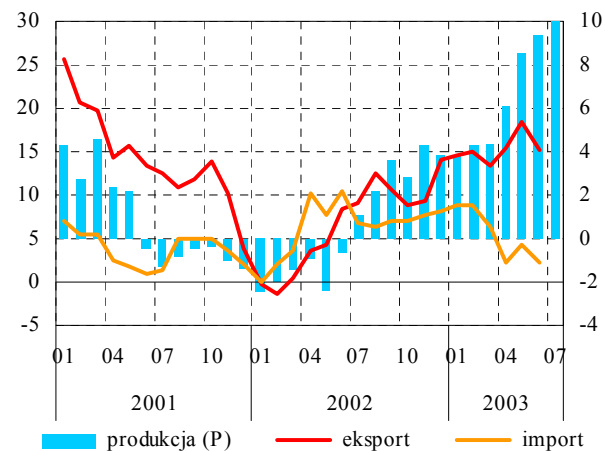


Źródło: Dane CIHZ.

Wykres 26

Dynamika polskiego handlu zagranicznym a dynamika produkcji sprzedanej przemysłu (trzymiesięczna średnia ruchoma, w cenach stałych)

(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



Źródło: Dane GUS.

W III kwartale 2003 r. napływ długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich wyniósł 0,6 mld EUR, a więc ponad dwukrotnie przewyższył deficyt obrotów bieżących. Oznacza to znaczną poprawę w strukturze finansowania deficytu, która nie wynikała jednak ze wzrostu napływu kapitału zagranicznego, ale ze zmniejszenia rozmiarów deficytu.

W analizowanym kwartale ponad 1,2 mld EUR kapitału, zarówno zagranicznego, jak i polskiego, w postaci inwestycji portfelowych odpłynęło z kraju.

Ocena nierównowagi zewnętrznej w III kwartale br. została przeprowadzona na podstawie wybranych wskaźników ostrzegawczych (Tabela 10). Wszystkie wskaźniki kształtowały się na bezpiecznym poziomie, a w porównaniu z poprzednim kwartałem większość z nich poprawiła się.

Tabela 10

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	I kw. 2002	II kw. 2002	III kw. 2002	IV kw. 2002	I kw. 2003	II kw. 2003	III kw. 2003
Saldo obrotów bieżących/PKB*	-4,0%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,1%	-2,7%	-2,4%
Saldo płatności towarowych/PKB*	-6,1%	-5,8%	-5,5%	-5,5%	-5,2%	-5,2%	-5,0%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	42,9%	51,7%	69,2%	71,5%	57,4%	55,9%	213,0%
(Deficyt obrotów bieżących + inwestycje bezpośrednie)/PKB	-3,1%	-1,7%	-0,6%	-1,0%	-1,4%	-1,0%	0,7%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/wpływy z eksportu towarów i usług	37,5 %	37,7%	36,2%	56,0%	45,6%	54,5%	-
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach wypłat za import towarów i usług	7,6	6,9	7,1	6,2	7,2	6,8	6,5

*w skali rocznej

Źródło: dane i szacunki NBP

Napływ inwestycji zagranicznych a wzrost gospodarczy

W celu określenia związku pomiędzy udziałem inwestycji w PKB a zrównoważonym wzrostem gospodarczym posłużono się modelem akumulacji kapitału Solowa, wzbogaconym o równanie dynamiczne produktu, wynikające z neoklasycznej funkcji produkcji z postępowem technicznym w sensie Hicksa. Wynikowy wzór przyjął postać:

$$s = \left(\frac{\gamma_Y - (1 - \alpha)n - x}{\alpha} + \rho \right) \frac{K}{Y},$$

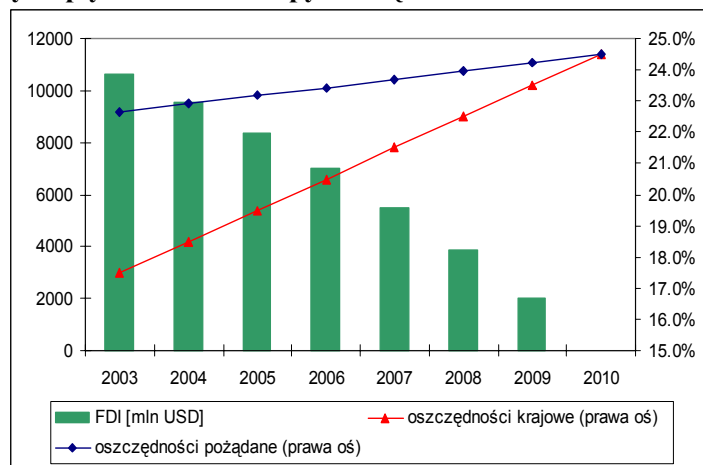
gdzie s jest stopą oszczędności, γ_Y – dynamiką PKB, α jest elastycznością produktu względem kapitału, n – dynamiką populacji pracującej, x – dynamiką postępu technicznego, ρ – stopą deprecjacji kapitału, K – zasobem kapitału, a Y produktem mierzonym PKB.

Korzystając z szacunków [Gradzewicza i Kolasy, 2003] przyjęto stosunek kapitału do PKB równy 2,1. Elastyczność $\alpha = 0,34$ została określona na poziomie przyjmowanym standardowo w rachunkach wzrostu. Roczną stopę deprecjacji kapitału założono na 4,5%, natomiast dynamikę postępu technologicznego na 2,4%. Średnie roczne tempo wzrostu populacji pracującej przyjęto na poziomie 0,76%, co odpowiadałoby spadkowi stopy bezrobocia BAEL o 5 pkt. procentowych do 2010 r. (przy założeniu stałej liczby aktywnych zawodowo).

Z przyjętej parametryzacji wynika, że aby osiągnąć 5% wzrost realnego PKB w 2003 roku stopa łącznych oszczędności powinna wynieść 22,4%. Przyjmując stopę oszczędności krajowych w roku wyjściowym, tj. 2003, na poziomie 16,5% (w 2001 r. wynosiła ona 17,3% i spadła w 2002 r.) oraz kurs złotego względem euro z sierpnia 2003 (bliskiemu kursowi równowagi szacowanemu przez [Rubaszka, 2003]), wymagałoby to pozyskania oszczędności zagranicznych zrealizowanych poprzez inwestycje bezpośrednie (FDI) rzędu 9,5 mld euro.

W kolejnych latach podtrzymanie 5% wzrostu PKB wymagałoby stopniowego wzrostu stopy łącznych oszczędności do 24,5% w 2010 roku. Zakładając, że do końca rozpatrywanego okresu gospodarka osiągnie samowystarczalność w finansowaniu pożądanej akumulacji (stopa oszczędności krajowych pokryje się ze stopą inwestycji w gospodarce) oraz nie zmieni się realny kurs walutowy złotego wobec euro, średni pożądany napływ oszczędności zagranicznych zrealizowanych w formie FDI w okresie 2003-2010 musiałby wynieść 5,3 mld euro rocznie.

Pożądany napływ FDI oraz stopy oszczędności w okresie 2003-2010



Gradzewicz M., Kolasa M., 2003, Szacowanie luki popytowej dla gospodarki polskiej przy wykorzystaniu metody VECM, „Bank i Kredyt” (w przygotowaniu)

Rubaszek M., 2003, The Optimal ERM2 Central Parity for the Polish Złoty, Working Papers from ECB Research Meetings “Equilibrium Exchange Rate in Accession Countries: Macroeconomic and Methodological Issues”, opracowanie przedstawione na spotkaniu roboczym EBC w dniu 5.09 br.

2.2 Ceny zewnętrzne

W III kwartale 2003 r. nastąpił wyraźny wzrost w dolarach USA cen surowców przemysłowych (por. Tabela 11). Wzrost cen metali (w ujęciu rocznym) był najwyższy od II połowy 2000 r. Był to efekt przede wszystkim wzrostu cen miedzi, których średnia miesięczna na Londyńskiej Giełdzie Metali przekroczyła we wrześniu br. 1800 USD/t wobec średniej w 2002 r. wynoszącej 1580 USD/t. Poprzednio na tak wysokim poziomie ceny miedzi kształtowały się w grudniu 2000 r. Ich obecny wzrost wynika z ożywienia popytu inwestycyjnego w gospodarce światowej, przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych i w Chinach.

Tabela 11

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

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2002	2003			2002	2003		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Surowce nieenergetyczne	17,4	13,4	10,2	6,8	2,7	2,4	-1,2	2,7
w tym:								
Żywność	19,0	14,8	12,3	0,7	2,6	-0,3	-1,5	-0,1
Surowce przemysłowe	15,0	11,3	7,3	16,0	2,8	6,6	-0,8	6,8
w tym:								
Surowce pochodzenia rolnego	26,1	18,3	11,1	17,3	2,8	7,4	-0,6	6,9
Metale	6,6	5,7	3,9	14,9	3,0	5,8	-1,0	6,6
Ropa naftowa (Brent)	38,7	48,5	4,0	5,4	-0,4	17,0	-17,0	8,7

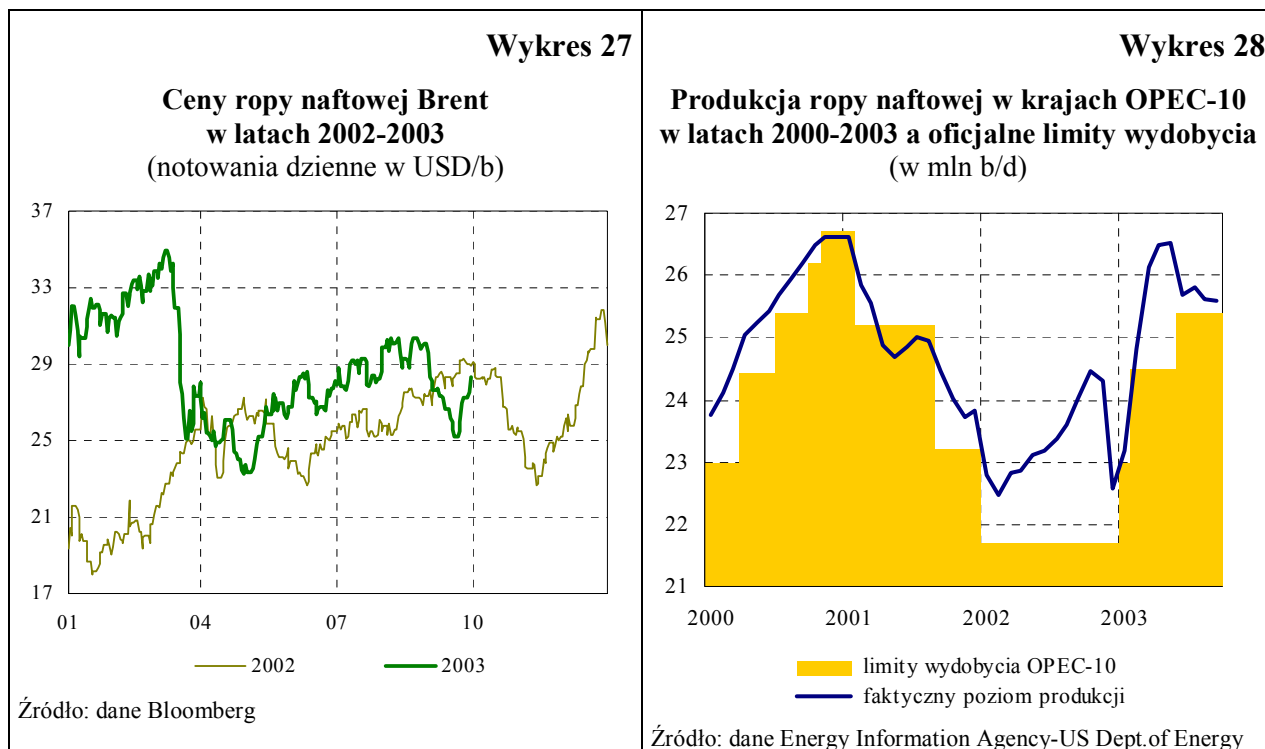
Źródło: Dane „The Economist” i Bloomberg.

W III kwartale br. wzrosły również ceny ropy naftowej (Wykres 27). Średnia cena ropy Brent wyniosła w tym okresie 28,4 USD/b, tj. była o 2,4 USD wyższa niż w II kwartale br.

Na kształtowanie się cen ropy wpływały przede wszystkim czynniki podażowe. Produkcja ropy naftowej w krajach OPEC (bez Iraku) w III kwartale br. zmniejszyła się o ponad 500 tys. b/d. w stosunku do poprzedniego kwartału. Był to efekt decyzji OPEC, wzywającej kraje członkowskie do obniżenia poziomu produkcji do wyznaczonych limitów (Wykres 28) w związku ze spodziewanym powrotem na rynki światowe irackiej ropy⁸. Kolejnym krokiem dostosowującym podaż do rosnącego eksportu z Iraku była wrześniowa decyzja OPEC o zmniejszeniu kwot produkcyjnych o 900 tys. b/d. Dla rynku było to duże zaskoczenie zarówno ze względu na stosunkowo wysokie ceny paliw w tym okresie (kształtujące się

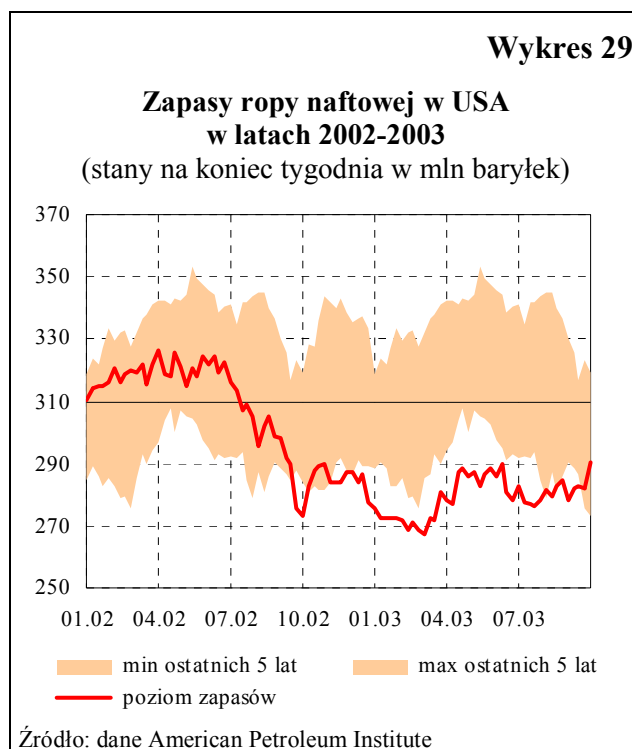
⁸ Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom i deklaracjom nowych władz irackich produkcja ropy w tym kraju dopiero w sierpniu br. przekroczyła poziom 1 mln b/d. Przyczyną opóźnienia była nieunormalizowana sytuacja wewnętrzna kraju, w tym akcje sabotażowe, których częstym celem była infrastruktura naftowa. W związku z poważnymi uszkodzeniami w sierpniu br. został wyłączony z eksploatacji rurociąg doprowadzający ropę z pól północnych do tureckiego portu Ceyhan, głównego terminalu eksportowego Iraku.

znacznie powyżej dolnej granicy deklarowanego przez OPEC celu – 22 USD/b), jak i niski poziom zapasów w krajach rozwiniętych.⁹ Warto przy tym podkreślić wysoką skuteczność polityki cenowej kartelu w ostatnich latach. Od stycznia 2000 r. średnia miesięczna cena koszyka ropy OPEC przez 40 z 45 miesięcy utrzymywała się powyżej dolnej granicy celu OPEC.



Niewielki wzrost popytu na ropę w III kwartale br. miał charakter wyłącznie sezonowy. W lipcu i sierpniu wynikał ze zwiększonego zapotrzebowania na benzynę, a we wrześniu z rozpoczęcia okresu uzupełniania zapasów oleju opałowego przed nowym sezonem grzewczym. Według szacunków Międzynarodowej Agencji Energetyki wyniósł 700 tys. b/d w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.

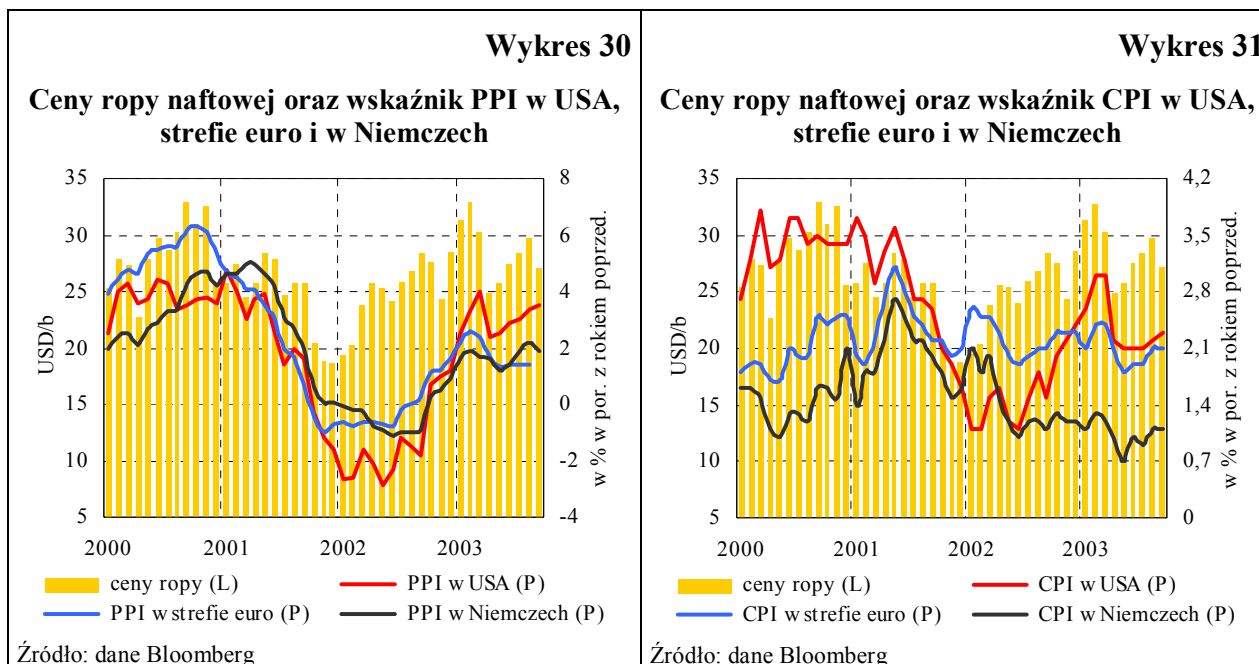
⁹ Głównym powodem decyzji OPEC były obawy, że szybki wzrost produkcji ropy w Iraku mógłby przyczynić się powtórzenia sytuacji z 1998 r., kiedy ONZ pozwoliła Irakowi w ramach programu „Ropa za żywność” zwiększyć produkcję do 2,5 mln b/d. W efekcie powstała duża nadwyżka podaży nad popytem i średnia cena ropy Brent obniżyła się do poziomu 12,7 USD/b.



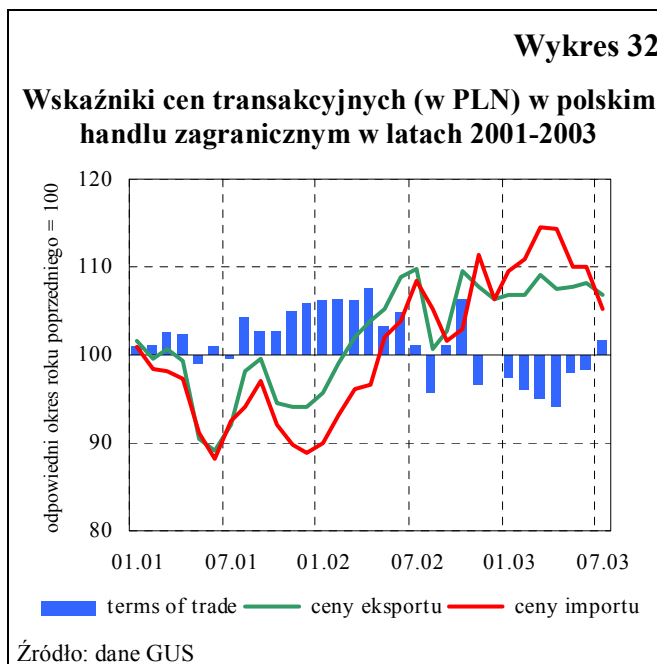
Mimo to ograniczenie produkcji przez OPEC oraz późniejsze niż oczekiwano wznowienie eksportu z Iraku utrudniało odbudowę zapasów, wpływając na wzrost cen ropy.¹⁰ Według Amerykańskiego Instytutu Paliwowego zapasy ropy w USA pozostawały nadal poniżej pięcioletniego minimum (Wykres 29).

Wzrost cen ropy i surowców przemysłowych w III kwartale br. przyczynił się do wzrostu cen w największych gospodarkach świata. W Stanach Zjednoczonych roczny wskaźnik cen produkcji zwiększył się z 2,9% w czerwcu do 3,5% we wrześniu (Wykres 30), a wskaźnik cen konsumpcyjnych odpowiednio z 2,1% do 2,3%. Natomiast w strefie euro roczny wskaźnik PPI utrzymał się na niezmiennym poziomie 1,4% (Wykres 31), a wskaźnik CPI wzrósł z 1,9% w czerwcu. do 2,1% we wrześniu

¹⁰ Według szacunków MAE w III kwartale br. nastąpił niewielki wzrost zapasów ropy i produktów naftowych w krajach rozwiniętych. W sierpniu pokrywały one 53 dni przewidywanego popytu, tj. o 2 dni więcej niż w II kwartale.



Wraz ze wzrostem cen ropy naftowej pogorszyły się warunki cenowe w polskim handlu zagranicznym (Wykres 32). Wskaźnik *terms of trade* w okresie styczeń-lipiec 2003 r. wyniósł 97,2 wobec 104,8 w analogicznym okresie ub.r. Wynikało to z wyższej dynamiki złotych cen transakcyjnych w imporcie niż w eksporcie. W ciągu pierwszych siedmiu miesięcy br. jednostkowe ceny w imporcie wzrosły o 10,7% (wobec spadku w analogicznym okresie ub.r. o 1,3%), a w eksporcie o 7,6% (wobec wzrostu o 3,4% w analogicznym okresie ub.r.). Do przyspieszenia wzrostu cen złotych w polskim handlu zagranicznym przyczyniła się także pogłębiająca się w 2003 r. deprecjacja złotego.



3 PRZEBIEG PROCESÓW INFLACYJNYCH

3.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W III kwartale 2003 r. po raz pierwszy od dwóch lat odnotowano przyspieszenie średniego rocznego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych z 0,5% w II kwartale br. do 0,8% w III kwartale br. Wynikało ono z zahamowania spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych utrzymującego się przez pięć kolejnych kwartałów. Wzrost cen kontrolowanych w III kwartale br. był wyraźnie mniejszy niż w pierwszych dwóch kwartałach br., a wzrost cen pozostałych towarów i usług nieznacznie mniejszy niż w poprzednim kwartale.

Dwunastomiesięczne tempo wzrostu CPI w kolejnych miesiącach III kwartału br. było stosunkowo stabilne. W porównaniu z analogicznym kwartałem sprzed roku charakteryzowało się ono:

- niewielkim wzrostem cen żywności (nieznaczny sezonowy spadek cen żywności odnotowano tylko w sierpniu, podczas gdy przed rokiem utrzymywał się on przez wszystkie miesiące kwartału),
- dwukrotnie niższym niż przed rokiem tempem wzrostu cen kontrolowanych, które jednak nadal przewyższało ogólny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych,
- dwu i półkrotnie słabszym niż przed rokiem tempem wzrostu cen pozostałych towarów i usług.

O dynamice cen żywności w III kwartale br. zadecydowały odmienne niż przed rokiem warunki agrometeorologiczne. Sytuacja produkcyjna w rolnictwie była generalnie mniej korzystna niż w ubiegłym roku i w I półroczu br. Tegoroczne zbiory zbóż, a także owoców (zbieranych w okresie wiosennym i wczesnoletnim) były niższe od ubiegłorocznych. Stopniowo ograniczana była też skala produkcji zwierzęcej, w tym głównie mięsa wieprzowego. W rezultacie zmniejszyły się nadwyżki podaży produktów żywnościowych. W tych warunkach typowe dla lipca i sierpnia spadki cen żywności były w tym roku słabsze niż w poprzednich latach, a ich wzrost we wrześniu - silniejszy.

W grupie cen kontrolowanych podstawowym czynnikiem dynamizującym ich wzrost w III kwartale br. były podwyżki cen energii elektrycznej związane z wejściem w życie nowych taryf opłat. Wzrosły też - w następstwie spadku kursu złotego i wzrostu cen światowych - krajowe ceny paliw. Ponadto w niektórych grupach cen kontrolowanych wzrost odnotowany w III kwartale br. stanowił efekt wcześniejszych zmian cen, których skutki rozłożyły się na dłuższy okres.

Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych w III kwartale br. kształtowały się zgodnie z trendami obserwowanymi w poprzednim kwartale. (Tabela 12, Wykres 33, Wykres 34).

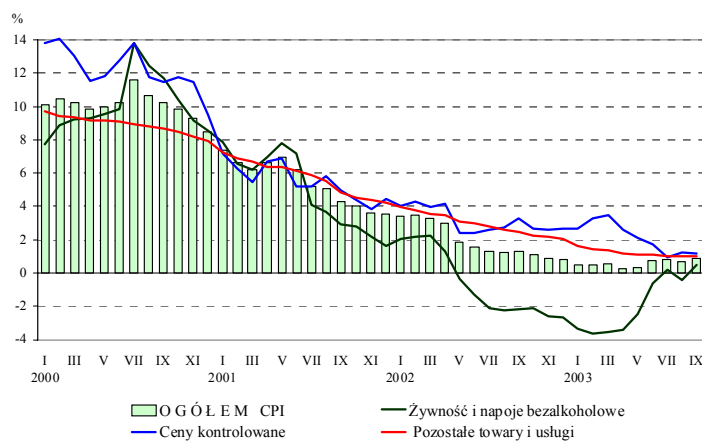
Tabela 12

Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

	2002	2003	2002			2003		
	struktura wag		VII	VIII	IX	VII	VIII	IX
	w %		analogiczny okres poprzedniego roku = 100					
Ogółem	100,0	100,0	101,3	101,2	101,3	100,8	100,7	100,9
Żywność i napoje bezalkoholowe	29,7	28,2	97,9	97,8	97,8	100,2	99,6	100,5
Ceny kontrolowane	27,1	27,2	102,6	102,7	103,2	101,0	101,3	101,2
<i>w tym paliwo</i>	3,7	3,7	99,3	100,7	101,4	105,2	106,5	105,1
Pozostałe towary i usługi	43,2	44,6	102,8	102,6	102,4	101,0	101,0	101,0
<i>w tym towary nieżywnościowe</i>	26,1	26,7	101,7	101,5	101,3	100,0	99,9	99,9
<i>usługi</i>	17,1	17,9	104,4	104,3	104,1	102,6	102,7	102,6

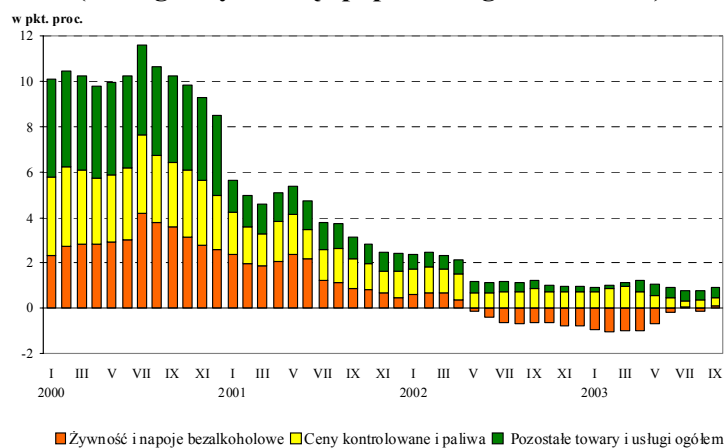
Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Wykres 33

Zmiany CPI i głównych kategorii cen w latach 2000 – 2003
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

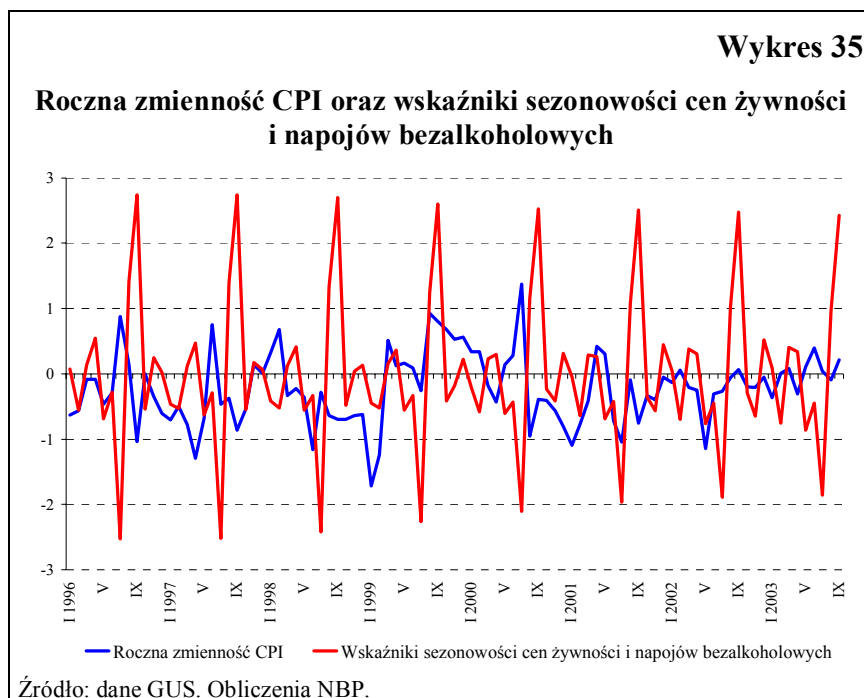
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 34

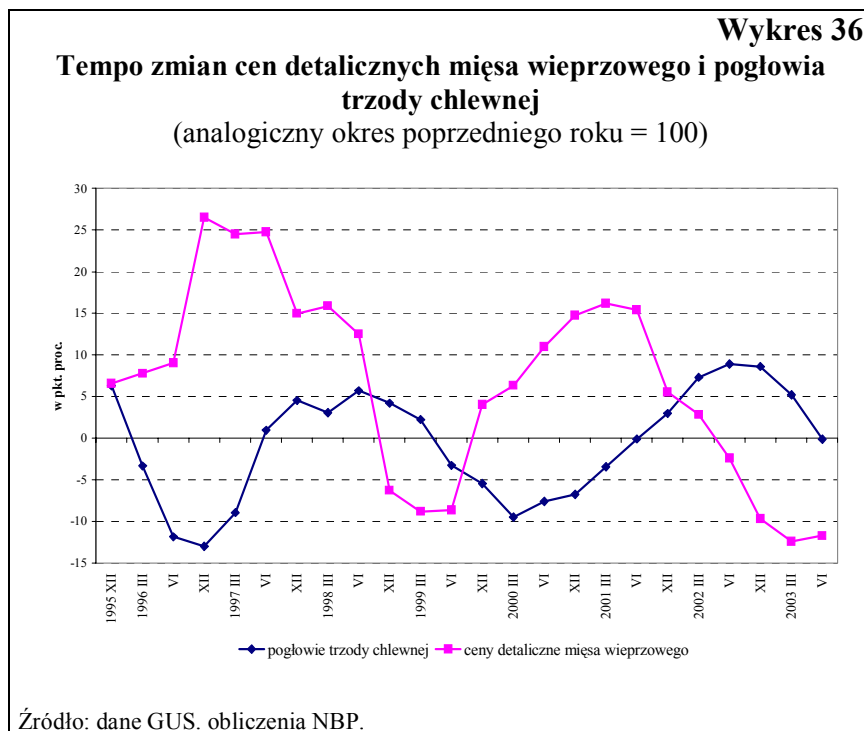
Dekompozycja CPI w latach 2000 – 2003
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w III kwartale br., licząc w skali dwunastomiesięcznej, były o 0,1% wyższe niż przed rokiem (w III kwartale ub. r. były o ponad 2% niższe). Najbardziej wzrosły ceny owoców – o ponad 9%, warzyw – o 3,5% oraz olejów i pozostałych tłuszczów o 2,2%.



Przeciętne ceny produktów roślinnych w III kwartale br. były wyższe niż przed rokiem. Natomiast ceny zwierząt gospodarskich (bydła i trzody) były niższe od ubiegłorocznych, a ceny skupu drobiu i mleka – wyższe. Sytuacja cenowa na rynku produktów żywnościowych była pochodną zmian podaży na rynku rolnym. Od połowy 2002 r. na krajowym rynku żywnościowym utrzymywała się wysoka podaż przede wszystkim zbóż, trzody chlewnej i drobiu. Był to efekt wysokich ubiegłorocznych zbiorów zbóż oraz szczytowej fazy w produkcji trzody chlewnej. Sytuacja zaczęła się zmieniać od połowy 2003 r. głównie w związku z oczekiwanymi gorszymi zbiorami - przede wszystkim zbóż oraz zmniejszającą się produkcją zwierzęcą. Prowadziło to do stopniowego wzrostu dynamiki cen podstawowych produktów rolnych, a w konsekwencji detalicznych cen produktów żywnościowych.

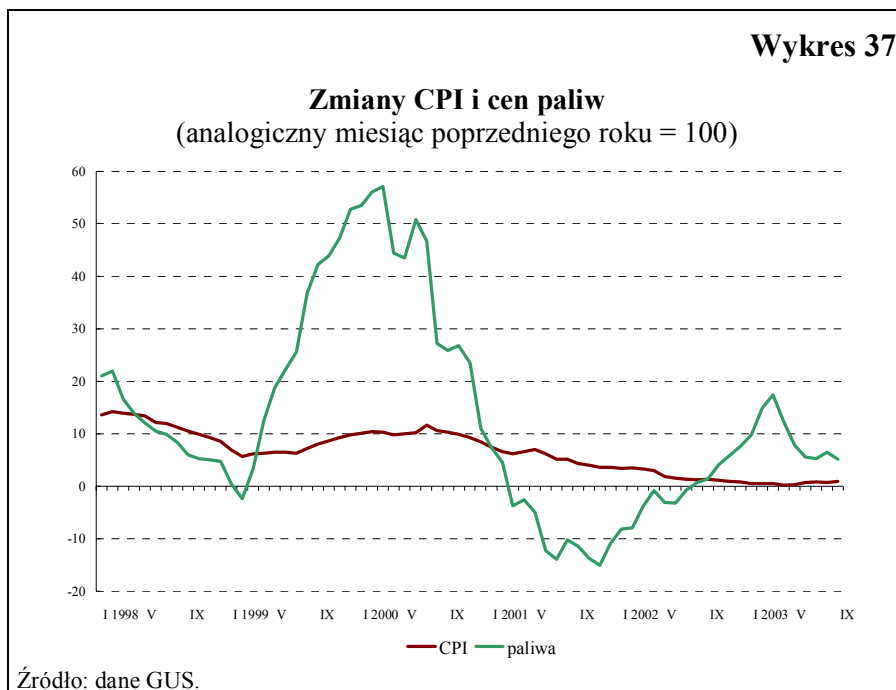


Aktualne szacunki podaży rynkowej z tegorocznych zbiorów zbóż oraz przewidywane zbliżanie się spadkowej fazy w produkcji żywca wieprzowego wskazują na możliwość powolnego wzrostu cen produktów rolnych na przełomie lat 2003/2004 i w 2004 r

W III kwartale br. nastąpiło dalsze osłabienie rocznego tempa wzrostu *cen kontrolowanych*¹¹. Natomiast w ujęciu kwartał do kwartału tempo to uległo przyspieszeniu i wynosiło 1,1%. Wzrost cen kontrolowanych w III kwartale br. wynikał głównie z podwyżek cen energii elektrycznej (związanych z wejściem w życie 1 lipca br. nowych taryf dla energii elektrycznej), utrzymywania się wysokich opłat za centralne ogrzewanie, drożących paliw i wyrobów tytoniowych (opóźniony efekt podwyżki akcyzy w styczniu br.).

¹¹ Do cen kontrolowanych zaliczane są ceny towarów i usług, na które mechanizmy rynkowe działają w ograniczonym zakresie ze względu na różne rodzaje ingerencji administracyjnej w proces kształtowania się tych cen. Wyodrębniana dla celów analitycznych kategoria cen kontrolowanych obejmuje ceny:

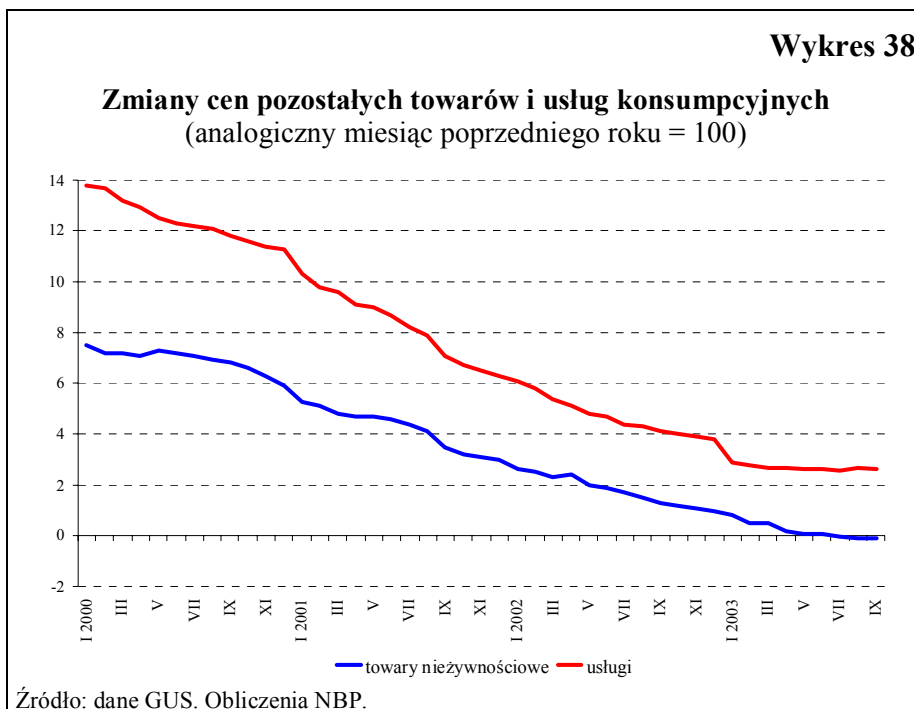
- regulowane w sposób pośredni poprzez stawki podatku akcyzowego; dotyczy tych grup towarów i usług, w których udział akcyzy w strukturze ceny detalicznej jest znaczący (napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe, paliwa, energia elektryczna),
- podlegające nadzorowi i zatwierdzeniu przez upoważnione urzędy,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



Zaliczane do grupy cen kontrolowanych *ceny paliw* rosły we wszystkich miesiącach III kwartału br., a najsilniej w sierpniu br. (o 2,0% w skali miesięcznej). Jak wynika z danych Nafty Polskiej dotyczących struktury cen paliw na przykładzie benzyny EU 95, główną przyczyną tego wzrostu był wzrost cen importowanej benzyny o 6,2%, (liczony narastająco od czerwca do września br.) wynikający z osłabienia w tym okresie złotego wobec dolara o 5,6% i wzrostu światowych cen benzyny o 0,5% oraz wzrost o 4,9% marży producentów i dystrybutorów (obliczanej jako różnica między ceną detaliczną a ceną zbytu).

W grupie *pozostałych towarów i usług* w III kwartale br. wzrost cen w skali rocznej był podobny jak w poprzednim kwartale. Wchodzące w skład tej grupy ceny towarów nieżywnościowych wykazywały lekką tendencję spadkową, podczas gdy tempo wzrostu cen usług utrzymywało się na wysokim stabilnym poziomie (Wykres 38).

Bardzo niska dynamika cen *towarów nieżywnościowych* w III kwartale br. wynikała z utrzymującego się braku presji popytowej. Wewnętrzne proporcje wzrostu cen w podgrupach wchodzących w skład artykułów nieżywnościowych nie uległy w analizowanym okresie większym zmianom. Nieco głębszy niż w poprzednim kwartale był spadek w skali rocznej cen odzieży i obuwia. Natomiast najwyższy w grupie roczny wzrost cen wykazywały artykuły wyposażenia mieszkań i związane z prowadzeniem gospodarstwa domowego.



Roczne tempo wzrostu cen *usług* (zaliczanych do grupy pozostałych cen towarów i usług), choć niemal dwukrotnie niższe niż przed rokiem, było w III kwartale br. wysokie w porównaniu z ogólnym wskaźnikiem inflacji. Od początku roku utrzymywało się ono na stabilnym poziomie.

Najwyższy w analizowanej grupie i wyrównany od początku roku wzrost w skali rocznej wykazywały opłaty związane z użytkowaniem mieszkania (ponad 3%).

3.2 Inflacja bazowa

Tabela 13

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

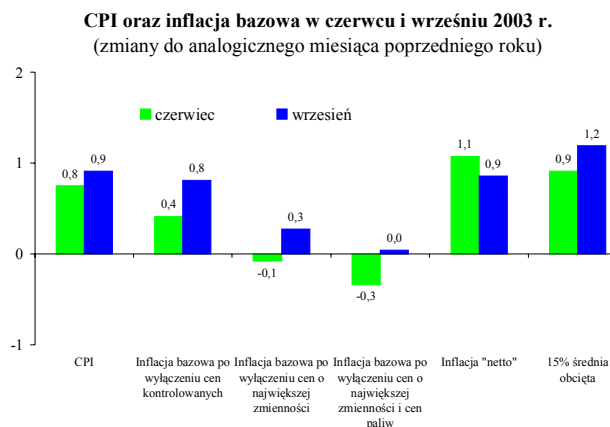
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 14

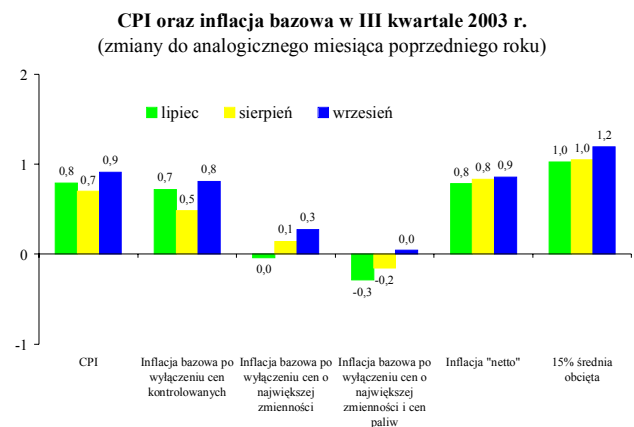
	2003									
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	
	Zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku									
CPI	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:										
Cen kontrolowanych	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	0,4	0,7	0,5	0,8	
Cen o największej zmienności	0,5	0,5	0,5	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3	
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	
Cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	1,6	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	
15% średnia obciąża	1,0	0,8	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,2	

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 39



Wykres 40



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W III kwartale 2003 r. zarówno wskaźniki CPI, jak i większość miar inflacji bazowej pozostawały stosunkowo stabilne (Wykres 41). Dwie spośród liczonych przez NBP miar inflacji bazowej (pozbawione cen najbardziej zmiennych) były w analizowanym okresie znacznie niższe od pozostałych, które (łącznie ze wskaźnikiem CPI) kształtowały się na poziomie 0,5 – 1,2% w ujęciu rocznym. (Wykres 40).

Dwunastomiesięczny wskaźnik *inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych* (Wykres 42) w III kwartale br. kształtował się na poziomie nieznacznie niższym niż wskaźnik CPI. Był to efekt stosunkowo słabej presji inflacyjnej ze strony cen towarów i usług konsumpcyjnych podlegających kontroli administracyjnej. Wśród wyłączonych grup najbardziej wzrosły opłaty za energię elektryczną, centralne ogrzewanie, ceny paliw i wyrobów tytoniowych.

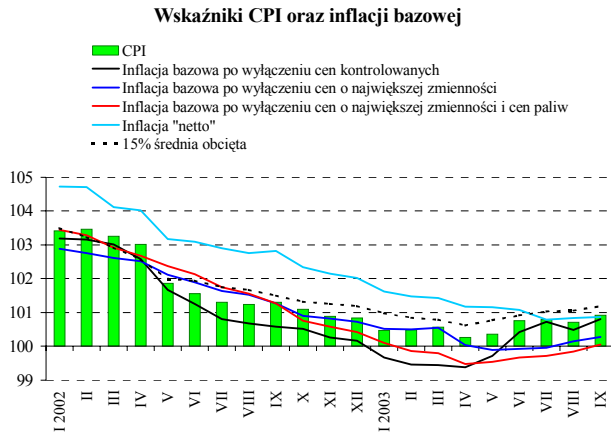
Inflacja bazowa po wyeliminowaniu z CPI cen o największej zmienności (Wykres 43), a także *inflacja bazowa po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i cen paliw* (Wykres 44) w III kwartale br. były znacznie niższe zarówno w porównaniu ze wskaźnikiem CPI, jak i z pozostałymi miarami inflacji bazowej. Wśród cen o największej zmienności zaobserwowano bowiem najwięcej grup o charakterze proinflacyjnym. Należały do nich: drób, jaja, owoce, ziemniaki, energia elektryczna oraz opłaty za użytkowanie mieszkania. Z kolei w wyniku utrzymującego się w całym kwartale wzrostu cen paliw (wzrost o 5,6% w stosunku do analogicznego kwartału ub.r.), miara inflacji dodatkowo pozbawiona także tych cen silnie obniżyła się, przyjmując nawet wartości ujemne.

Wskaźnik *inflacji „netto”* (Wykres 45), powstały poprzez wyłączenie z CPI cen żywności i paliw, w III kwartale br. obniżył się do poziomu 0,9%. Miara ta od sierpnia 2001 r. kształtowała się średnio o 1,3 pkt. proc. powyżej ogólnego wskaźnika inflacji, wskazując na silny charakter antyinflacyjny wyłączonych grup (zwłaszcza cen żywności). Dopiero w czerwcu br. wskaźnik ten zbliżył się do poziomu wskaźnika CPI, przewyższając go o 0,3 pkt. proc. Natomiast w III kwartale br. nastąpiło wyrównanie poziomu inflacji „netto” oraz wskaźnika CPI.

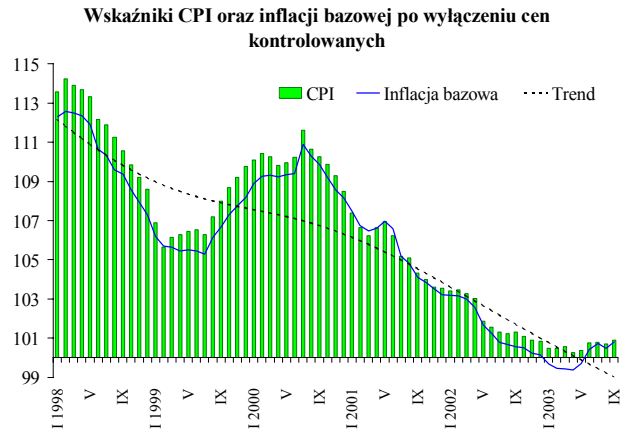
Kolejna miara inflacji bazowej, tzw. *15% średnia obciążona* (Wykres 46), jako jedyna w III kwartale br. kształtowała się powyżej wskaźnika CPI, przyjmując najwyższy poziom we wrześniu. Ze wskaźnika tego we wrześniu br. zostały wyłączone następujące grupy o największym spadku cen: artykuły żywnościowe (mięso, wędliny, warzywa), wyroby spirytusowe, ubiory, sprzęt telekomunikacyjny, informatyczny, fotograficzny i audiowizualny, sprzęt gospodarstwa domowego oraz grupy o największym wzroście cen: owoce, ziemniaki, jaja, opłaty związane z użytkowaniem mieszkania (usługi kanalizacyjne, zaopatrywanie w wodę), ciepła woda, opłata za radio i telewizję, usługi transportowe (transport kolejowy i morski), paliwa, a także gazety i czasopisma.

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

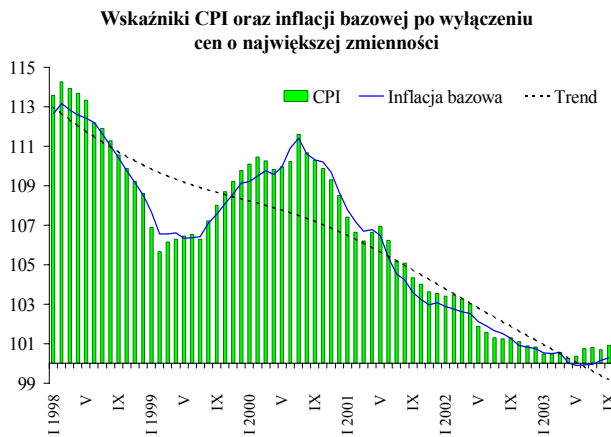
Wykres 41



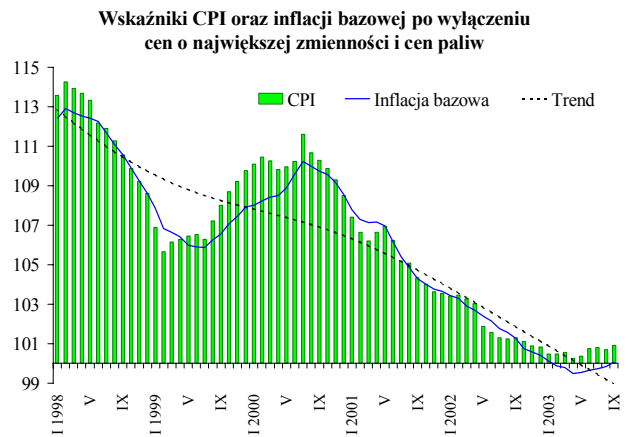
Wykres 42



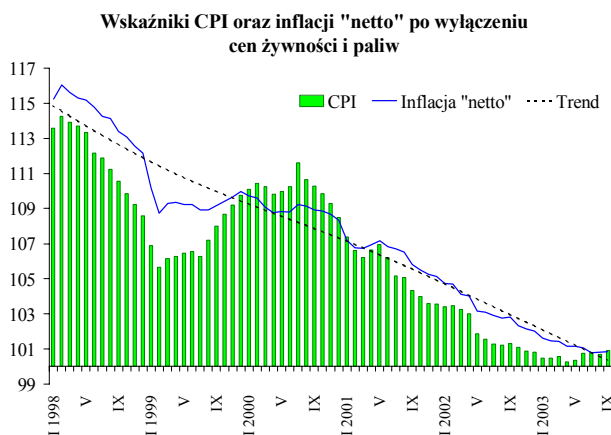
Wykres 43



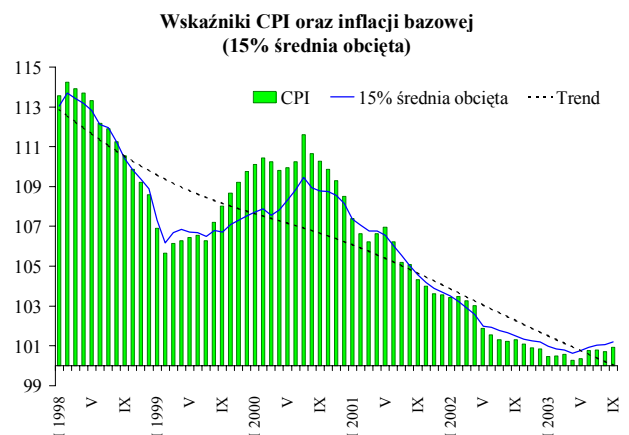
Wykres 44



Wykres 45



Wykres 46



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

4 POLITYKA PIENIĘŻNA A REALIZACJA CELU INFLACYJNEGO

4.1 Polityka pieniężna w III kwartale 2003r.

W III kwartale 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła podstawowych stóp NBP, pozostawiając stopę kredytu lombardowego na poziomie 6,75%, stopę redyskonta weksli 5,75%, stopę referencyjną 5,25% i stopę depozytową 3,75%.

Na swoim wrześniowym posiedzeniu Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej banków z 4,5% do 3,5%. Uchwała w tej sprawie weszła w życie z dniem 1.10.2003 r. i miała zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31.10.2003 r.

Redukcja stopy rezerwy obowiązkowej była zgodna z przyjętymi w *Założeniach polityki pieniężnej na 2003 r.* ustaleniami dotyczącymi kontynuacji prac mających na celu przygotowanie systemu operacyjnego NBP do uczestnictwa w Eurosystemie. Do najważniejszych zadań w tym zakresie zaliczono m. in. stopniową harmonizację systemu rezerwy obowiązkowej z Eurosystemem. Aktualny stan płynności sektora bankowego wyznaczył moment dokonania obniżki stopy rezerwy obowiązkowej.

Szczegółowe informacje na temat zmian w polskim systemie rezerwy obowiązkowej w III kwartale br. przedstawia Ramka 6.

Ramka 6

Zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej w III kwartale 2003 r.

W III kwartale br. miały miejsce następujące zmiany w funkcjonowaniu rezerwy obowiązkowej:

- w związku ze zmianą ustawy o NBP, polegającą na wprowadzeniu w art. 39a możliwości pomniejszania przez każdy bank naliczonej rezerwy o równowartość 500 tys. euro (Dz. U. Nr 137 z 6 sierpnia 2003 r.), począwszy od 30 września 2003 r. – na podstawie uchwały nr 24/2003 Zarządu NBP z dnia 21 sierpnia 2003 r. – wszystkie banki pomniejszyły naliczoną rezerwę, utrzymywaną od 30 września br. o kwotę około 0,8 mld zł.

- Rada Polityki Pieniężnej, uwzględniając prognozowany na IV kwartał spadek operacyjnej płynności banków, uznała za celowe podjęcie - zgodnie z Założeniami Polityki Pieniężnej na 2003 rok – kroków zmierzających w kierunku utrzymania płynności na poziomie umożliwiającym prowadzenie jednokierunkowych operacji i obniżyła w dniu 30 września br. stopę rezerwy obowiązkowej o 1 pkt proc., ustalając ją na poziomie 3,5% (Uchwała nr 14/2003 RPP. Dz. Urz. NBP nr 17 z 1 10. 2003 r.). Uchwała ma zastosowanie do rezerwy podlegającej utrzymaniu od 31 października br. Efektem zmniejszenia stopy rezerwy będzie wzrost w IV kwartale br. poziomu płynności sektora bankowego o około 2,9 mld zł.

W III kwartale br. na niskim i stabilnym poziomie utrzymywały się roczne wskaźniki CPI, inflacji bazowej oraz PPI. Utrwały się też niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.

Jednocześnie w warunkach dalszego spadku zatrudnienia w III kwartale br. utrzymała się silna dyscyplina płac w przedsiębiorstwach. Roczny nominalny wzrost przeciętnych miesięcznych wynagrodzeń brutto w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w tym okresie 2,4% wobec 3,6% w III kwartale ub. r. (realnie 1,7% wobec 2,3%). W rezultacie dochody z pracy najemnej w tym sektorze były nominalnie o 1,2% mniejsze niż przed rokiem. Wzrosły natomiast dochody z pracy najemnej w jednostkach budżetowych oraz dochody ze świadczeń i ubezpieczeń społecznych. Łącznie szacuje się, że w III kwartale br. rejestrowane dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych wzrosły o ponad 3,0% nominalnie, tj. o 2,3% realnie w porównaniu z analogicznym kwartałem ub.r.

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego w III kwartale br. nadal przewyższało tempo wzrostu siły nabywczej rejestrowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych i (według szacunków NBP) wyniosło 2,8% wobec 3,9% w poprzednim kwartale.

Depozyty gospodarstw domowych w III kwartale br. nadal zmniejszały się. Obok utrzymującej się niskiej dynamiki rejestrowanych dochodów do dyspozycji był to efekt malejącej atrakcyjności lokat bankowych w porównaniu z alternatywnymi formami oszczędzania (fundusze inwestycyjne, obligacje). Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostała w III kwartale br. umiarkowana (ok. 8%), a jej wzrost do 10,2% we wrześniu wynikał częściowo z osłabienia złotego w tym okresie. W sumie szacuje się, że oszczędności finansowe gospodarstw domowych w III kwartale br. były ujemne.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, po wzroście w okresie marzec – czerwiec br., w III kwartale br. powróciła do bardzo niskiego poziomu poniżej 2%. Jednocześnie jednak nastąpił istotny przyrost depozytów przedsiębiorstw, a ich roczne tempo zwiększyło się z 16,6% w czerwcu do 21% we wrześniu.

Od kwietnia br. utrzymywało się wysokie tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu, szczególnie przemysłu przetwórczego. We wrześniu br. produkcja przemysłowa była większa o 11,1% niż przed rokiem, a produkcja przemysłu przetwórczego o 12,6% (po wyeliminowaniu wpływu wahań sezonowych odpowiednio o 8,3% i 9,6%). Najszybciej rosła przy tym sprzedaż w przemysłach o wysokim i rosnącym udziale eksportu, w tym przede wszystkim w przemyśle motoryzacyjnym.

W III kwartale br. umacniały się korzystne tendencje w polskim eksporcie obserwowane w poprzednich miesiącach. Według statystyki płatniczej wzrost jego wartości w euro w sierpniu br. (o 5,4% w porównaniu z sierpniem 2002 r.) był wyższy niż średnio od początku roku (4,9%).

Produkcja budowlano-montażowa ogółem w III kwartale br. nadal spadała. Jednak tempo jej spadku w skali rocznej (po odsezonowaniu) począwszy od czerwca br. wyraźnie zmniejszyło się i utrzymywało na poziomie 2-3%. Towarzyszył temu wysoki wzrost produkcji przedsiębiorstw zajmujących się przygotowaniem terenów pod budowę oraz wykonujących budowlane roboty wykończeniowe.

Comiesięczne oceny klimatu koniunktury GUS w III kwartale br. zarówno w przetwórstwie przemysłowym, jak i w budownictwie były zdecydowanie lepsze w porównaniu z analogicznym okresem dwóch ostatnich lat.

Wolumen sprzedaży detalicznej był w III kwartale br. większy niż przed rokiem o 6,4%, choć wynikało to częściowo ze zmian organizacyjnych przedsiębiorstw handlowych.

W sumie dostępne informacje o sytuacji gospodarczej w III kwartale br. wskazywały na umacnianie się symptomów ożywienia gospodarczego, co może być potencjalnym źródłem presji inflacyjnej w przyszłości. Nakazywało to ostrożność w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Największe obawy Rady budziła jednak sytuacja finansów publicznych. Opiniując projekt *Ustawy budżetowej na rok 2004*, RPP podkreśliła, że zakłada on (w ujęciu porównywalnym) wzrost deficytu budżetowego z 4,8% PKB w 2003 r. do 6,6% PKB w 2004 r. Oznacza to znaczną ekspansję fiskalną, wyższą niż wynikająca z konieczności finansowania wydatków budżetowych związanych z członkostwem Polski w Unii Europejskiej, a w konsekwencji poważne ryzyko przekroczenia przez dług publiczny drugiego progu ostrożnościowego w wysokości 55%. Projekt nie przewiduje jednak żadnych rozwiązań systemowych ograniczających dynamikę wzrostu wydatków, z których zdecydowana większość nadal ma charakter sztywny. W związku z tym Rada wyraziła obawę, że znaczny wzrost deficytu budżetowego, a w jego następstwie wzrost długoterminowych stóp procentowych, będzie prowadził do wypychania inwestycji sektora prywatnego przez wydatki budżetowe, hamując wzrost gospodarczy. Będzie temu towarzyszyła zwiększona niepewność dotycząca kształtowania się kursu walutowego. W sumie projekt budżetu na 2004 r. zwiększa według RPP zagrożenia dla trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Czynnikami stanowiącymi potencjalne źródło presji inflacyjnej były też utrzymująca się wysoka dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu (we wrześniu wyniosła ona 16% w skali rocznej) oraz wysokie ceny ropy na rynkach światowych (prognoza średniorocznej ceny tego surowca w 2004 r. została podwyższona z 26,0 USD/b do 26,6 USD/b).

Podejmując decyzje o utrzymaniu stóp procentowych w III kwartale br. na niezmiennym poziomie, RPP brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem będą wpływały na stopniowy wzrost popytu krajowego w końcu 2003 r. i w 2004 r.

Skalę restrykcyjności polityki pieniężnej obrazują obliczane w NBP indeksy, uwzględniające zmiany krótkookresowej realnej stopy procentowej i realnego efektywnego kursu złotego (Wykres 47, Wykres 48, Wykres 49, Ramka 7). Wskazują one na znaczny spadek restrykcyjności od początku 2001 r.

Wykres 47

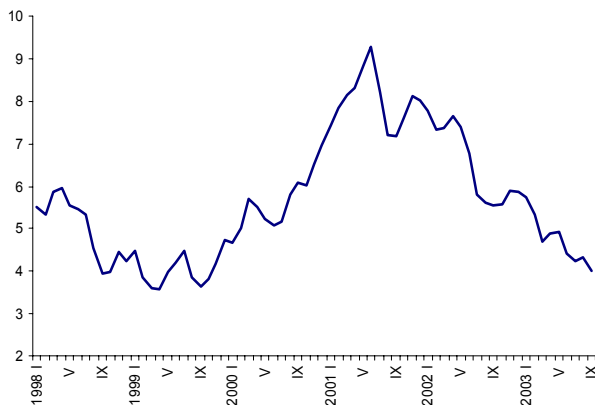
Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej
podstawa: grudzień 1994



Źródło: dane NBP

Wykres 48

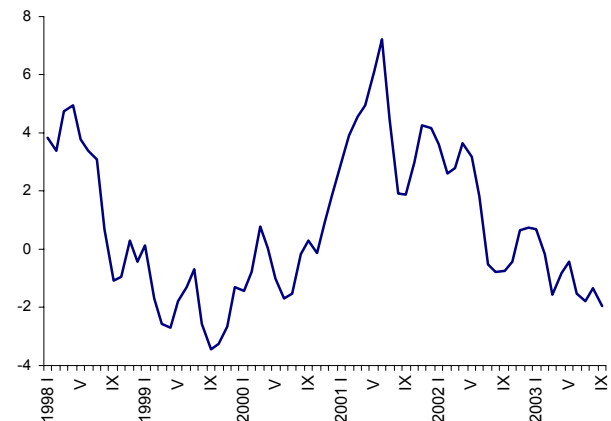
Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej
na bazie odchyłeń od poziomów REER i stóp
procentowych (okres bazowy: grudzień 1994)



Źródło: dane NBP

Wykres 49

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



Źródło: dane NBP

Zmodyfikowane indeksy MCI

Począwszy od obecnego wydania *Raportu o inflacji* prezentowane są dodatkowo dwa zmodyfikowane indeksy restrykcyjności polityki monetarnej (MCI).

Pierwszy z nich jest wyznaczany jako średnia ważona odchyłeń realnego efektywnego kursu walutowego oraz realnej stopy procentowej od ich poziomów w okresie bazowym. Oblicza się go według następującej formuły:

$$MCI = \alpha_1(r_t - r_0) + \alpha_2(q_t - q_0)$$

gdzie r oznacza realną stopę procentową, a q realny efektywny kurs walutowy (REER). Silna wzrostowa tendencja tego indeksu obserwowana w latach 1997-2001 była wynikiem aprecjacyjnego trendu REER.

Druga wersja indeksu MCI to indeks wyznaczony na bazie odchyłeń analogicznych wielkości od trendu. Pozwala on na eliminację wpływu rosnącego trendu REER oraz malejącego trendu realnych stóp procentowych. MCI na bazie odchyłeń od trendu jest wyznaczany zgodnie z równaniem:

$$MCI = \alpha_1((r_t - \bar{r}_t) - (r_0 - \bar{r}_0)) + \alpha_2((q_t - \bar{q}_t) - (q_0 - \bar{q}_0))$$

gdzie \bar{r} oznacza trend realnych stóp procentowych, \bar{q} trend REER, przy pozostałych oznaczeniach niezmiennych.

W obu przypadkach wagi α_1 oraz α_2 zostały wyznaczone przy wykorzystaniu modeli krzywej IS oraz krzywej Philipsa i wyniosły odpowiednio 0,66 i 0,33 dla MCI na bazie poziomów oraz 0,58 i 0,42 dla MCI na bazie odchyłeń od trendu. Trendy REER oraz stóp procentowych wyznaczono metodą Hodricka-Prescotta (HP). Jako realną stopę procentową przyjęto trzymiesięczny WIBOR deflowany bieżącym indeksem CPI.

Prezentowanie indeksów MCI w *Raportach o inflacji* ma na celu ilustrację zmian restrykcyjności polityki monetarnej. Interpretując wartości tych indeksów należy mieć na względzie fakt, że MCI nie pozwalają na rozróżnienie natury szoków kursowych. Ponadto metoda usunięcia trendu wyznaczonego metodą HP prowadzi do zmian przeszłych wartości MCI w momencie przedłużania szeregu danych o nowo napływające informacje. Zmiany te są jednak nieznaczne, a sama metoda jest wygodna z technicznego punktu widzenia.

4.2 Podaż pieniądza

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

- stabilizacją rocznego tempa wzrostu podaży pieniądza M3 na niskim poziomie,
- utrzymywaniem się wysokiego rocznego tempa wzrostu gotówki w obiegu poza kasami banków,
- istotnym wpływem różnic kursowych¹² na kształtowanie się poziomu depozytów i kredytów.

Tabela 15

Podaż pieniądza w III kwartale 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na 30.09.2003 r.	Zmiana		Zmiana	
		IX.2003/VI.2003 r.		IX.2003 r./IX.2002 r.	
	mld zł		%	mld zł	%
I. Podaż pieniądza M1	151,8	5,4	3,7	24,4	19,2
II. Podaż pieniądza M3	330,9	4,3	1,3	10,0	3,1
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków)	48,6	1,3	2,7	6,7	16,0
2. Depozyty i inne zobowiązania	278,3	2,8	1,0	-0,5	-0,2
2.1. Gospodarstwa domowe	190,3	-1,3	-0,7	-12,6	-6,2
2.2. Niemonetarne instytucje finansowe	7,6	0,4	5,5	1,9	34,0
2.3. Przedsiębiorstwa	60,8	4,1	7,2	10,6	21,1
2.4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8,5	0,1	1,7	0,2	2,8
2.5. Instytucje samorządowe	9,7	-0,3	-2,9	-0,1	-1,4
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	1,4	-0,2	-13,5	-0,5	-26,0
3. Pozostałe składniki M3	4,0	0,2	5,4	3,8	2.389,8

Źródło: dane NBP.

Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w III kwartale 2003 r. o 4,3 mld zł, tj. (1,3%). W okresie styczeń – wrzesień br. agregat M3 wzrósł o 8,9 mld zł, podczas gdy w analogicznym okresie ub.r. odnotowano jego spadek o 7,6 mld zł. Od marca br. roczne tempo wzrostu M3 osiągało dodatni, choć niski poziom, który we wrześniu br. wyniósł 3,1%.

Na zmiany poziomu M3 w III kwartale br. złożyły się w głównej mierze następujące czynniki: wzrost gotówki w obiegu, silny wzrost depozytów przedsiębiorstw oraz spadek depozytów gospodarstw domowych.

Przyrost **pieniądza gotówkowego w obiegu (poza kasami banków)** wyniósł 1,3 mld zł. Mimo, że był znacznie niższy niż w poprzednim kwartale (2,7% wobec 7,3% w II kwartale br.), to jednak roczne tempo wzrostu gotówki wyniosło we wrześniu 16,0%, osiągając najwyższy poziom od sierpnia 2002 r.

Wzrost **depozytów przedsiębiorstw** osiągnął 4,1 mld zł. Zwiększyły się przede wszystkim depozyty złotowe tego sektora (o 3,8 mld zł, tj. o 8,0%). Wzrost złotowej wartości zobowiązań walutowych nastąpił tylko na skutek zmian kursowych.

Nadal spadały **depozyty gospodarstw domowych**, zarówno złotowe (o 1,2 mld zł, tj. o 0,8%), jak i walutowe (o 0,1 mld zł, tj. o 0,2%). Spadek wartości złotowej depozytów walutowych został istotnie ograniczony przez różnice kursowe. Po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych spadek depozytów walutowych wyniósłby ok. 1,0 mld zł. Odpływ środków z rachunków bankowych gospodarstw domowych był związany częściowo z utrzymującym się zainteresowaniem alternatywnymi formami oszczędzania, w tym m.in. lokowaniem środków w funduszach inwestycyjnych (aktywa tych funduszy wzrosły w III kwartale br. o 3,6 mld zł, a od początku br. o 11,9 mld zł¹³). Roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych spadało od końca 2001 r., a od lipca 2002 r. było ujemne. We wrześniu br. roczny spadek tej kategorii wyniósł 6,2%.

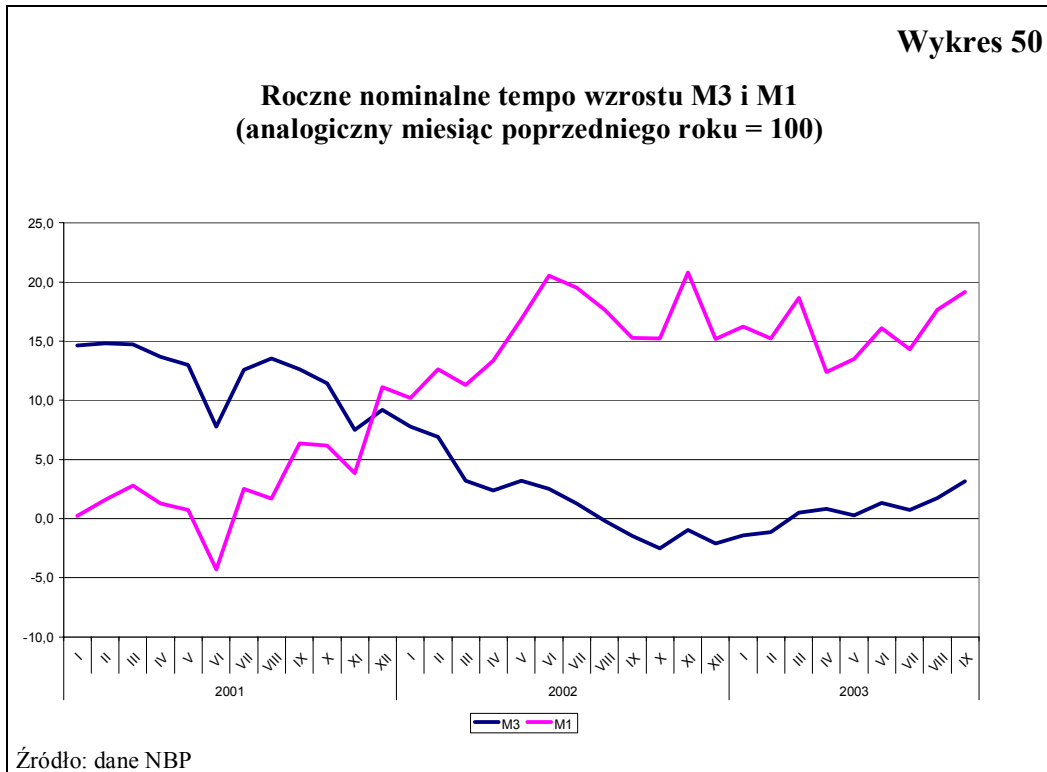
Wzrost **pieniądza M1** (gotówka w obiegu oraz bieżące depozyty w systemie bankowym¹⁴) w III kwartale br. wynikał zarówno z przyrostu gotówki, jak i bieżących depozytów. Poziom **depozytów bieżących** wzrósł w omawianym okresie o 4,1 mld zł (4,2%), a **gotówki w obiegu** o 1,3 mld zł (2,7%). Udziały depozytów bieżących i gotówki w M1 nie zmieniły się. Depozyty bieżące stanowiły 68% agregatu M1, a gotówka 32%. Udział agregatu M1 w M3 zwiększył się nieznacznie i na koniec września br. wyniósł 45,8% (wobec 44,8% na koniec czerwca br.).

W III kwartale br. **depozyty ogółem** zwiększyły się o 1,0%. Nadal utrzymuje się zróżnicowanie w kierunkach zmian depozytów bieżących i terminowych: roczne tempo wzrostu depozytów bieżących wyniosło we wrześniu 20,7%, a roczne tempo wzrostu depozytów terminowych wyniosło – 9,4%.

¹² Podstawowe założenia przy wyliczaniu różnic kursowych: koszyk dwuwalutowy: dolar + euro, kurs waluty: na ostatni dzień każdego miesiąca, waga waluty: udział operacji w danej walucie w całości operacji walutowych.

¹³ Aktywa funduszy inwestycyjnych bez aktywów skierowanych tylko do osób prawnych.

¹⁴ Zgodnie z metodyką obowiązującą od marca 2002 r. pojęcie „system bankowy” zostało zastąpione szerszym pojęciem „monetarne instytucje finansowe”, obejmującym bank centralny oraz pozostałe monetarne instytucje finansowe (dawniej: banki komercyjne). W materiale posłużono się poprzednio obowiązującą terminologią.



Czynniki kreacji pieniądza

Czynniki kreacji pieniądza w III kwartale 2003 r. prezentuje poniższa tabela. W omawianym okresie, podobnie jak w II kwartale br., głównymi źródłami kreacji pieniądza były: wzrost zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego oraz wzrost należności. Absorpcję pieniądza powodował natomiast spadek wielkości aktywów zagranicznych netto.

Tabela 16

Czynniki kreacji pieniądza w III kw. 2003*

	zmiana w stosunku do II kw 2003		zmiana w stosunku do III kw 2002	
	mld zł	%	mld zł	%
PODAŻ PIENIĄDZA M3 (1 + 2 + 3 – 4 + 5 – 6)	4,3	1,3	10,0	3,1
Czynniki kreacji:				
1. Aktywa zagraniczne netto	-4,9	-3,5	-7,0	-5,0
2. Należności	5,9	2,3	13,1	5,2
3. Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego	9,6	14,9	14,4	24,0
4. Długoterminowe zobowiązania finansowe	1,2	1,2	8,0	8,2
5. Aktywa trwale (bez aktywów finansowych)	0,5	1,9	1,7	6,1
6. Saldo pozostałych pozycji netto	5,7	9,3	4,2	6,7

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

Źródło: dane NBP

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego

W III kwartale br., podobnie jak w poprzednim okresie, zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego (IRSC) stanowiło główny czynnik kreacji pieniądza. Na koniec września br. jego poziom wyniósł 74,5 mld zł, tj. zwiększył się w ciągu omawianego okresu o 9,6 mld zł (nominalnie o 14,9%, realnie o 15,6%). Na wzrost ten złożyło się:

- zwiększenie należności sektora bankowego od IRSC z tytułu kredytów i papierów dłużnych o 2,2 mld zł (2,5%),
- spadek zobowiązań sektora bankowego wobec IRSC o 7,4 mld zł (29,3%).

Decydujące znaczenie miało zmniejszenie się wartości środków zdeponowanych na lokatach Ministerstwa Finansów w NBP. Było ono związane m.in. z wykupem w sierpniu obligacji 2-letnich na kwotę 5,7 mld zł. W sumie w omawianym okresie depozyty IRSC na rachunkach w NBP obniżyły się o 7,8 mld zł (51,1%).

Wzrost zadłużenia IRSC w bankach komercyjnych wynikał przede wszystkim ze zwiększenia portfela rządowych papierów dłużnych w aktywach banków o 3,5 mld zł, tj. 4,1%, z czego stan obligacji zwiększył się o 4,9 mld zł, a bonów skarbowych spadł o 1,4 mld zł. Na koniec września br. wolumen dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez IRSC w systemie bankowym wyniósł 90,4 mld zł, w tym w portfelu banków komercyjnych - 88,5 mld zł.

Należności

Należności systemu bankowego ogółem wzrosły w III kwartale 2003 r. o 5,9 mld zł (2,3%) i były jednym z głównych czynników kreacji pieniądza. Przyrost należności wynikał ze zwiększenia się poziomu kredytów, pożyczek i innych należności¹⁵ od pozostałych sektorów krajowych¹⁶ o 6,5 mld zł (2,6%), w tym kredytów złotych o 3,9 mld zł (2,3%), a walutowych – o 2,6 mld zł (3,4%). Wzrost złotej wartości kredytów walutowych wynikał w całości z różnic kursowych.

Roczne tempo wzrostu należności spadało od marca br., ale w III kwartale br. ustabilizowało się, osiągając we wrześniu 5,2%. Na koniec września br. udział należności w szerokim pieniądzu M3 wyniósł 80,5% wobec 78,9% przed rokiem.

¹⁵ Kategoria „inne należności” obejmuje przede wszystkim: skupione wierzytelności, zrealizowane gwarancje i poręczenia, operacje warunkowe, odsetki zapadłe.

¹⁶ Pozostałe sektory krajowe obejmują: niemonetarne instytucje finansowe, podmioty sektora niefinansowego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych.

Tabela 17

Struktura należności w III kwartale 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na 30.09.2003	Zmiana IX.2003 r./VI.2003 r.		Zmiana IX 2003/IX 2002	
		mld zł	%	mld zł	%
Należności ogółem:	266,2	5,9	2,3	13,1	5,2
1. Gospodarstwa domowe	98,7	4,5	4,8	9,2	10,3
2. Niemonetarne instytucje finansowe	15,1	0,3	2,2	-0,4	-2,4
3. Przedsiębiorstwa	136,4	0,4	0,3	1,6	1,2
4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	1,0	0,0	1,3	0,2	21,5
5. Instytucje samorządowe	12,0	0,7	5,9	2,1	20,7
6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	3,0	0,0	0,1	0,4	16,4

Źródło: dane NBP

Najwyższy przyrost należności w III kwartale br. odnotowano w sektorze **gospodarstw domowych**. Od początku br. udział należności od gospodarstw domowych w należnościach ogółem systematycznie wzrastał i we wrześniu wyniósł 37,1%. W III kwartale br. należności złotowe zwiększyły się o 3,1 mld zł (4,7%), a należności walutowe wzrosły o 1,4 mld zł (5,1%), głównie w wyniku różnic kursowych. Po ich wyeliminowaniu wzrost tej kategorii wyniósłby 0,3 mld zł. Podobnie jak w poprzednich okresach kredyty zaciągane przez gospodarstwa domowe przeznaczane były głównie na cele mieszkaniowe (28,4% we wrześniu br.). Kredyty na zakup mieszkań stanowiły też największą pozycję w strukturze ogółu kredytów dla osób prywatnych (38,8%). Przedsiębiorcy indywidualni zaliczani do gospodarstw domowych zaciągali głównie kredyty inwestycyjne (35,7%).

Od sierpnia ub.r. roczne tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych ustabilizowało się, oscylując wokół 8%, a we wrześniu br. wzrosło do 10,2%.

Od marca br. udział **należności od przedsiębiorstw** w należnościach ogółem powoli spadał i na koniec września br. wyniósł 51,2%. Zadłużenie tego sektora w systemie bankowym z tytułu kredytów, pożyczek i innych należności zwiększyło się w III kwartale br. o 1,2 mld zł (0,9%) w wyniku różnic kursowych. Kredyty złotowe spadły bowiem o 0,2 mld zł (0,3%), a wzrost kredytów walutowych o 1,4 mld zł (3,4%) był w całości efektem oddziaływania różnic kursowych. Roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywało się w kolejnych miesiącach III kwartału br. na stałym poziomie 1,7%.

We wrześniu br. zadłużenie przedsiębiorstw i spółek oraz spółdzielni w systemie bankowym wzrosło w stosunku do czerwca br. o 1,9 mld zł (1,7%), ale po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych wzrost ten wyniósłby tylko 0,6 mld zł. Utrzymał się natomiast, widoczny do początku br., spadek zadłużenia przedsiębiorstw i spółek państwowych z tytułu kredytów. Poziom tej kategorii w III kwartale br. obniżył się o 0,7 mld zł (3,0%) w wyniku spadku kredytów złotych. Poziom kredytów

walutowych nie zmienił się w efekcie oddziaływania różnic kursowych. Kredyty przedsiębiorstw były przeznaczane w 33,7% na finansowanie działalności operacyjnej, a w 32,9% na inwestycje.

Aktywa zagraniczne netto

Aktywa zagraniczne netto systemu bankowego osiągnęły na koniec września br. poziom 133,4 mld zł i zmniejszyły się w stosunku do czerwca br. o 4,9 mld zł, tj. o 3,5%. Na spadek ten złożyło się z jednej strony zmniejszenie aktywów zagranicznych o 1,9 mld zł (1,0%), a z drugiej wzrost pasywów zagranicznych o 3,0 mld zł (6,4%). Obniżenie stanu aktywów zagranicznych netto w złotych zostało w istotny sposób ograniczone przez wpływ różnic kursowych. W ujęciu dolarowym aktywa zagraniczne netto wyniosły na koniec III kwartału br. 33,5 mld USD i w stosunku do końca czerwca br. zmniejszyły się o 2,0 mld USD (5,5%).

Zmiana aktywów zagranicznych była wypadkową spadku tej kategorii w bankach komercyjnych o 16,6%, przy jednoczesnym jej wzroście w NBP o 2,2%. Natomiast pasywa zagraniczne systemu bankowego zwiększyły się w III kwartale br. wskutek wzrostu o 25,2% zobowiązań zagranicznych NBP.

Saldo pozostałych pozycji (netto)

W III kwartale 2003 r. ujemne saldo pozostałych pozycji netto (SPPN) zwiększyło się o 5,7 mld zł, tj. o 9,3 % i na koniec września wyniosło -67,2 mld zł. Był to głównie efekt zmian na kontach „różnic kursowych”.

O skali i kierunku zmiany tej kategorii zdecydowały w III kwartale *pozostałe aktywa netto w NBP*. W ciągu III kwartału pasywne saldo *pozostałych aktywów netto NBP* zwiększyło się o 4,9 mld zł, tj. o 14,6 % i wyniosło na koniec czerwca -38,4 mld zł. Wzrost ten spowodowany był głównie wyceną aktywów i pasywów walutowych przeliczonych na złote. Zmiany księgowych zapisów technicznych nie miały bezpośredniego wpływu na podaż pieniądza M3.

Natomiast elementami wpływającymi w kierunku zmniejszenia ujemnego salda pozostałych pozycji netto w III kwartale 2003 r. były *rozrachunki międzybankowe i międzydziałowe pozostałych monetarnych instytucjach finansowych*, które zmniejszyły się o 1,3 mld zł, tj. 29,6 %, a wartość stanu ich ujemnego salda na koniec września wyniosła -3,1 mld zł. Kwoty, które z kont „rozrachunków...” zostały zaksięgowane na konta depozytowe różnych podmiotów, zwiększyły podaż pieniądza M3.

Aktywa trwale banków

Wartość aktywów trwałych banków (bez aktywów finansowych) na koniec III kwartału br. wyniosła 29,9 mld zł i zwiększyła się o 0,5 mld zł (o 1,9%) w porównaniu z końcem II kwartału br.

Długoterminowe zobowiązania finansowe

Długoterminowe zobowiązania finansowe systemu bankowego zwiększyły się w III kwartale br. o 1,2 mld zł, tj. o 1,2% i osiągnęły na koniec września br. poziom 105,9 mld zł. O przyroście tej kategorii

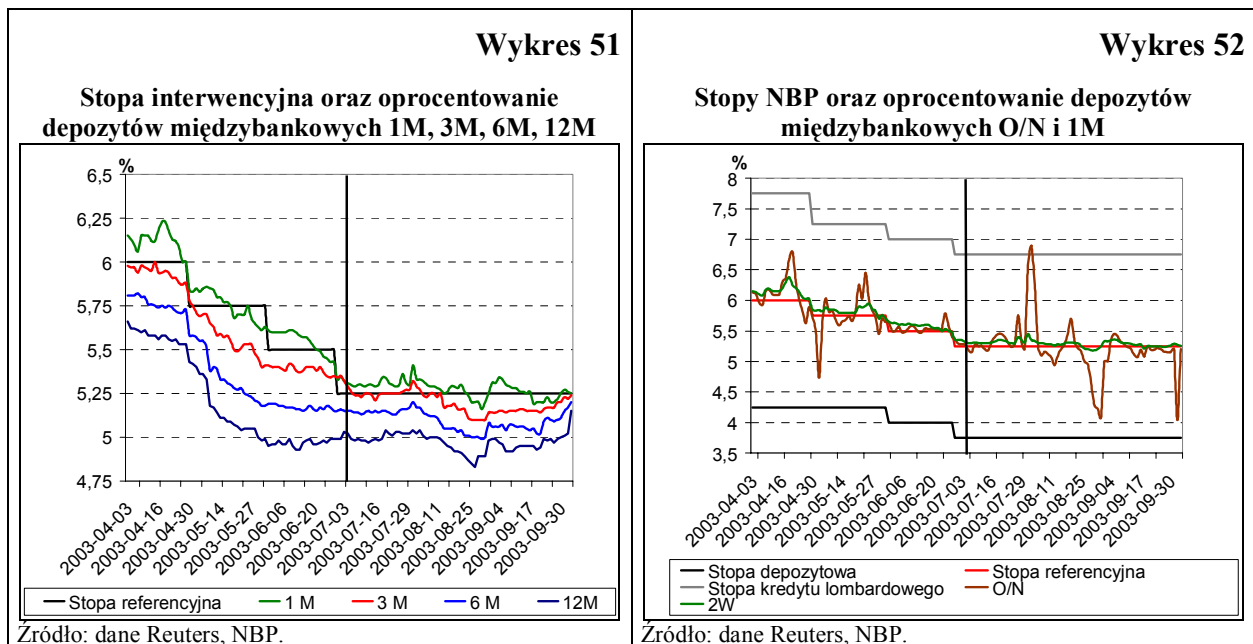
zdecydowało zwiększenie kapitałów i rezerw o 1,3 mld zł (1,6%). W stosunku do poprzedniego okresu poziom depozytów z terminem pierwotnym powyżej 2 lat zmniejszył się o 0,1 mld zł (0,3%) i na koniec września br. wyniósł 21,8 mld zł.

4.3 Transmisja polityki monetarnej

4.3.1 Stopa procentowa

4.3.1.1 Polityka pieniężna a stopy procentowe na rynku międzybankowym

W III kwartale 2003 r. spadkowa tendencja stóp rynku pieniężnego¹⁷ obserwowana w pierwszym półroczu br. uległa zahamowaniu. Bezpośrednią przyczyną zmiany trendu była rewizja oczekiwań uczestników rynku finansowego dotycząca skali obniżek stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Utrzymywanie przez bank centralny podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie stanowiło wyraźny sygnał, że trwający od 2001 r. cykl łagodzenia polityki pieniężnej dobiega końca.



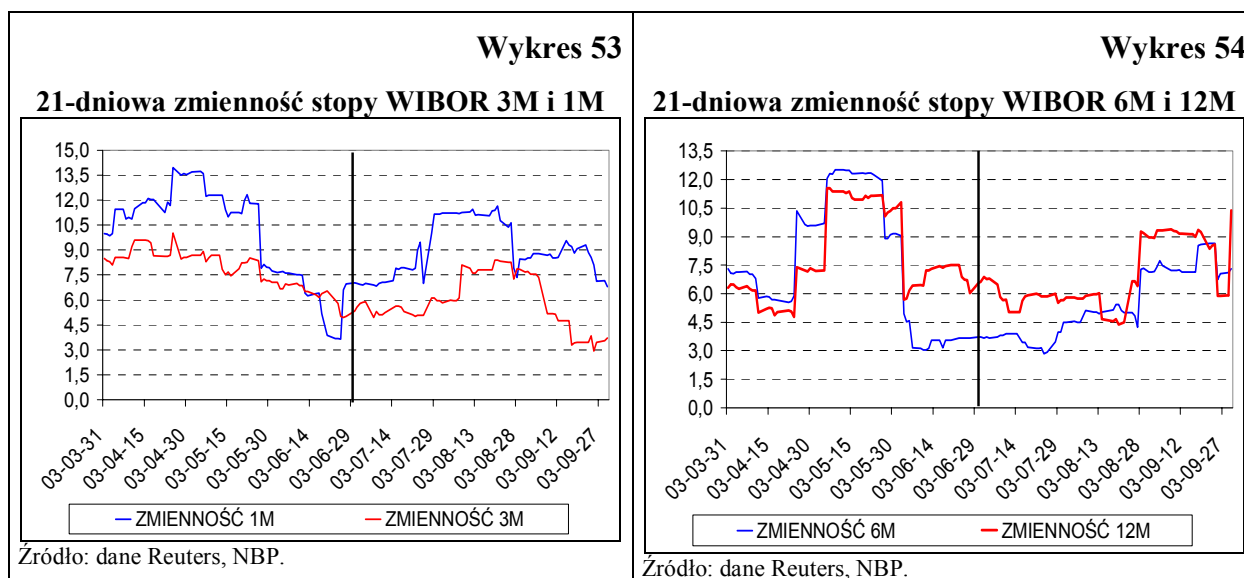
Krótkookresowe zaburzenia płynności, skutkujące zmianami jednodniowej stopy O/N, następowały w III kwartale br. głównie w dniach poprzedzających rozliczanie rezerwy obowiązkowej i wynikały przede wszystkim z niewłaściwej oceny własnej pozycji płynnościowej przez banki. Najsilniejszy wzrost stopy O/N odnotowano w lipcu, gdy przejściowo przewyższyła ona stopę kredytu lombardowego. Brak

płynności na rynku międzybankowym zmusił bowiem banki do sięgnięcia po kredyt lombardowy 29 i 30 lipca.

Nowym czynnikiem, który w analizowanym kwartale zaczął wpływać na oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych, stały się obawy dotyczące planowanej przez rząd wielkości deficytu budżetowego w 2004 r. i możliwości nadmiernego zwiększenia się długu publicznego.

We wrześniu uczestnicy rynku uznali, że bank centralny prawdopodobnie wstrzyma się z obniżkami stóp procentowych do czasu zaprezentowania szczegółów *Średniookresowej strategii finansów publicznych na lata 2004-2007*. Świadczy o tym odnotowany w tym okresie spadek zmienności oprocentowania depozytów międzybankowych, zwłaszcza 3-miesięcznych.

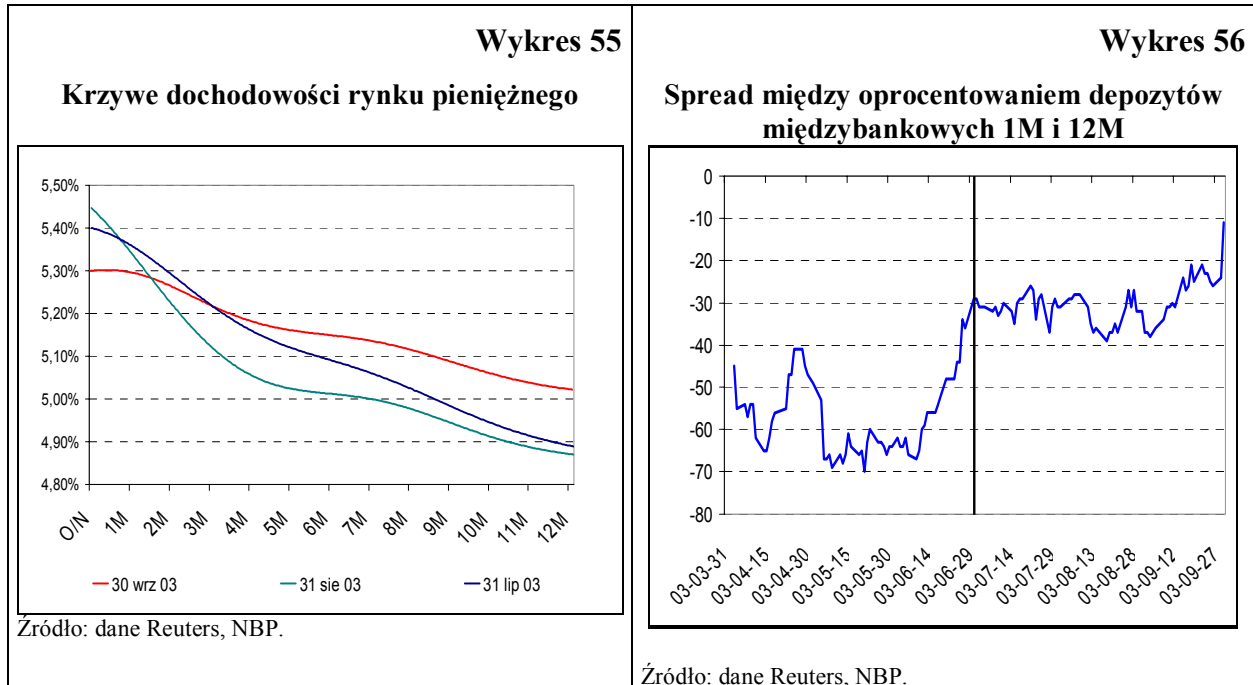
W przypadku stóp od depozytów dłuższych niż 6-miesięczne nasilenie obaw związanych z polityką fiskalną w 2004 r. spowodowało gwałtowne odwrócenie ich trendu ze spadkowego na wzrostowy. Skokowy wzrost zmienności stopy 12-miesięcznej nastąpił przed i po posiedzeniu RPP w dniach 25-29 sierpnia. Ponowny znaczny wzrost zmienności depozytowych stóp procentowych dłuższych niż 6-miesięczne odnotowano 30 września w reakcji na silną deprecjację kursu złotego.



Wskutek znacznego wzrostu oprocentowania depozytów dwunastomiesięcznych w III kwartale br. nastąpiło spłaszczenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego (Wykres 55). Potwierdzało ono słabnięcie oczekiwań na kolejne obniżki stóp procentowych NBP. Od lipca do września spread między oprocentowaniem 12- i 1-miesięcznego depozytu międzybankowego zmniejszył się o około 20 p.b. do minus 10 p. b. (Wykres 56). Mimo tych zmian utrzymywanie się ujemnego nachylenia krzywej

¹⁷ Stopy rynku pieniężnego to oprocentowanie instrumentów dłużnych (lokaty międzybankowe, bony skarbowe, swapy walutowe) o okresie zapadalności do 1 roku.

dochodowości rynku pieniężnego wskazuje, że rynek w III kwartale br. nadal oczekiwał kolejnych cięć stóp procentowych NBP w horyzoncie jednego roku.



4.3.1.2 Reakcja banków na politykę banku centralnego

W III kwartale 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła podstawowych stóp procentowych NBP. Jednak w lipcu i w sierpniu banki dostosowały oprocentowanie oferowanych depozytów i kredytów w reakcji na wcześniejsze obniżki tych stóp. Większość zmian została przeprowadzona w lipcu. W sierpniu banki dokonały tylko niewielkich korekt dostosowujących oprocentowanie produktów depozytowych i kredytowych do poziomu oferowanego przez konkurentów.

Najszybciej banki zmieniły w lipcu oprocentowanie depozytów, kredytów złotych w rachunku bieżącym, kredytów konsumenckich oraz kredytów mieszkaniowych. Natomiast oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych oraz pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych było korygowane zarówno w lipcu, jak i w sierpniu. We wrześniu średnie ważone oprocentowanie podstawowych kategorii depozytów i kredytów dla gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych w zasadzie już się nie zmieniło. Minimalną obniżkę średniego ważonego oprocentowania (o 0,1 pkt. proc.) odnotowano tylko w przypadku kredytów dla przedsiębiorców indywidualnych.

Tabela 18

Wysokość i zmiany średniego* nominalnego oprocentowania depozytów i kredytów do września 2003 r. (w pkt. proc.)

	Stopy w grudniu 2002 r.	Stopy w czerwcu 2003 r.	Stopy we wrześniu 2003 r.	Zmiana od grudnia 2002 r.	Zmiana od czerwca 2003 r.
3-miesięczny depozyt złotowy osób fizycznych	3,9	2,8	2,6	-1,30	-0,26
6-miesięczny depozyt złotowy osób fizycznych	4,1	3,1	2,7	-1,33	-0,39
12-miesięczny depozyt złotowy osób fizycznych	4,6	3,5	3,3	-1,21	-0,18
Depozyty terminowe osób fizycznych ogółem	4,2	3,2	2,9	-1,32	-0,26
1-letni kredyt złotowy dla podmiotów gospodarczych	9,9	8,4	8,2	-1,75	-0,26
3-letni kredyt złotowy dla podmiotów gospodarczych	11,7	10,3	9,8	-1,93	-0,54
5-letni kredyt złotowy dla podmiotów gospodarczych	10,9	9,5	9,0	-1,88	-0,47
Kredyt konsumencki	17,5	15,9	15,6	-1,87	-0,35
Kredyty osób prywatnych i podmiotów gospodarczych ogółem	12,8	11,2	10,8	-1,95	-0,41
WIBOR 1M	7,06	5,51	5,25	-1,81	-0,26
Stopa referencyjna NBP	6,75	5,25	5,25	-1,50	0,0

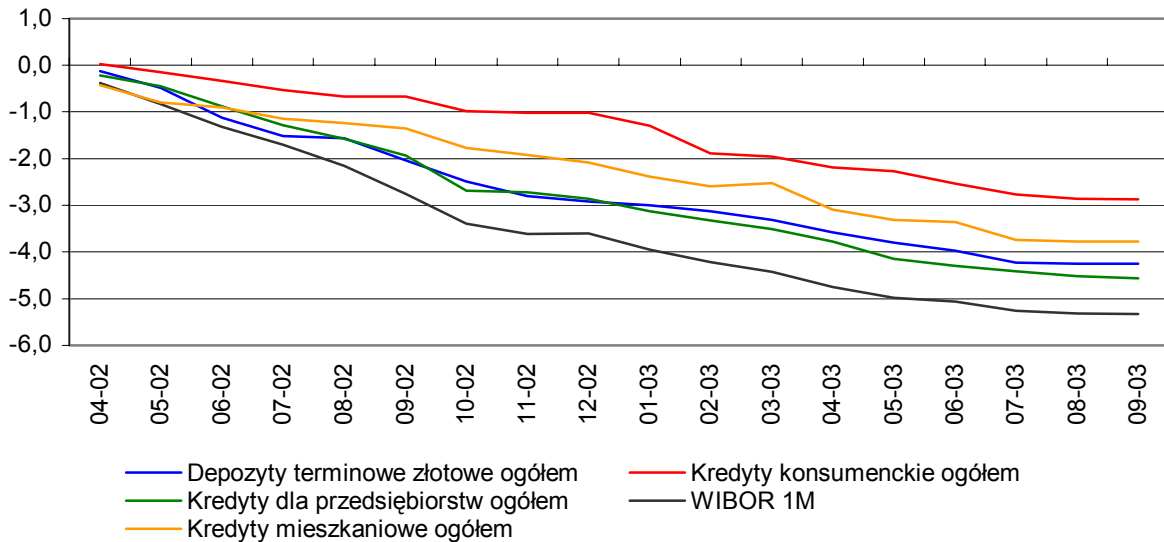
Źródło: NBP.

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

Analiza zmian oprocentowania oferowanego przez banki ich klientom w dłuższej perspektywie (por. Wykres 57) wskazuje, że od marca 2002 r. oprocentowanie produktów depozytowych i kredytowych obniżało się wolniej niż oprocentowanie na rynku międzybankowym. Skumulowane zmiany oprocentowania depozytów terminowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw były zbliżone. Natomiast oprocentowanie kredytów konsumenckich spadało znacznie wolniej, co świadczy o utrzymującym się niejednorodnym traktowaniu przez banki poszczególnych grup klientów i przypisywaniu im różnicowanego ryzyka.

Wykres 57

Skumulowane zmiany wybranych stóp procentowych od marca 2002 r.

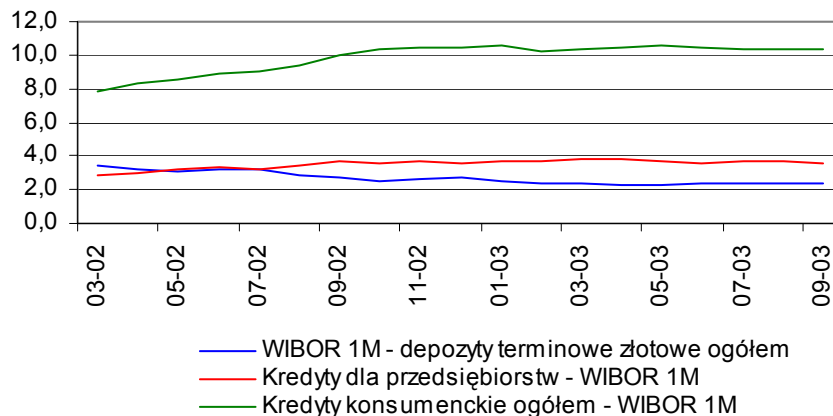


Źródło: NBP.

W konsekwencji przedstawionych wyżej zmian stóp procentowych oprocentowanie kredytów konsumenckich znacznie bardziej niż oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw przewyższało stopy na rynku międzybankowym.

Wykres 58

Różnica między oprocentowaniem depozytów i kredytów a stawką WIBOR



Źródło: NBP.

Mimo że w III kwartale br. banki dokonywały większych redukcji oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych niż kredytów dla podmiotów gospodarczych, to nadal utrzymuje się między nimi znaczna dysproporcja. We wrześniu br. oprocentowanie kredytów konsumenckich było wyższe od oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych o 672 p. b., podczas gdy we wrześniu ub. r. różnica ta wynosiła 629 p. b. Do najważniejszych przyczyn utrzymywania się tej dysproporcji należy

zaliczyć słabszą wrażliwość gospodarstw domowych niż podmiotów gospodarczych na warunki oferowanych kredytów.

4.3.1.3 Stopy procentowe a zmiany akcji kredytowej

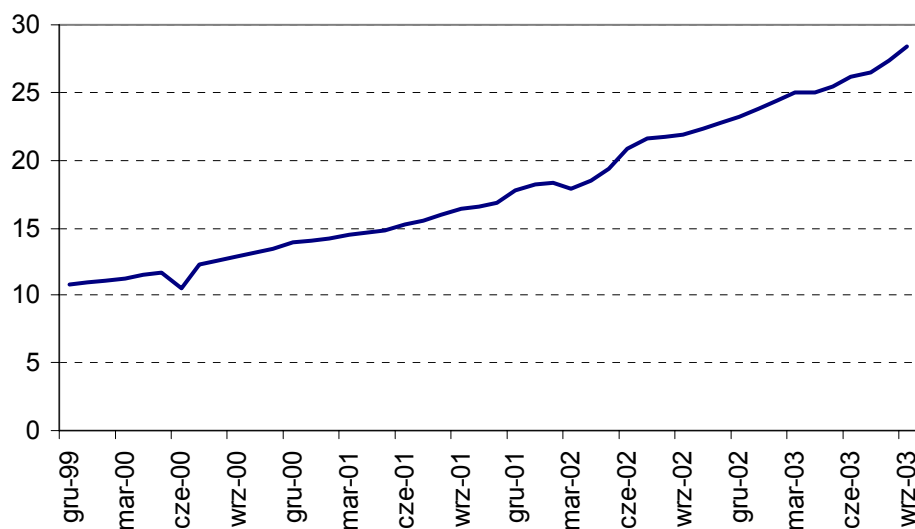
W III kwartale 2003 r. banki komercyjne obniżały oprocentowanie kredytów, mimo że stopy procentowe NBP pozostawały na niezmiennym poziomie. Tempo spadku oprocentowania kredytów było jednak wolniejsze niż w poprzednich kwartałach. We wrześniu br. średnie oprocentowanie kredytów *konsumenckich* dla gospodarstw domowych obniżyło się do 15,6% z 15,9% w czerwcu, a średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw spadło do 8,9% z 9,1% w czerwcu. Na stosunkowo najniższym poziomie kształtowało się średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych, które we wrześniu wynosiło 6,9%. Niski poziom oprocentowania kredytów mieszkaniowych wynikał z silnej konkurencji na rynku tych kredytów i ich lepszego zabezpieczenia.

W okresie czerwiec-wrzesień br. spadającym stopom procentowym towarzyszyło rosnące z 8,5% do 10,3% roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Tempo to pozostawało wzrostowe także po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych¹⁸. Nominalny przyrost kredytów dla gospodarstw domowych wyniósł w III kwartale br. 4,4 mld zł, a po usunięciu wpływu wahań kursowych około 3,4 mld zł. Przyrost ten wynikał przede wszystkim ze wzrostu kredytów mieszkaniowych o 3,3 mld. Zmniejszające się różnice w wysokości oprocentowania kredytów mieszkaniowych złotych i walutowych oraz znaczne wahania kursowe przyczyniły się do spowolnienia wzrostu mieszkaniowych kredytów walutowych. W III kwartale br. przyrost mieszkaniowych kredytów walutowych gospodarstw domowych wyniósł 1,7 mld zł (ok. 1,1 mld zł po usunięciu wahań kursowych), a kredytów złotych 1,6 mld zł. Nowym czynnikiem stymulującym wzrost kredytów mieszkaniowych w analizowanym okresie było pojawienie się zapowiedzi zwiększenia od 2004 r. obciążeń fiskalnych związanych z zawieraniem transakcji na rynku mieszkaniowym. W związku z tym gospodarstwa domowe, które pierwotnie rozważały możliwość zakupu lub budowy mieszkania w nadchodzących latach, zintensyfikowały działania mające na celu dokonanie transakcji kupna lub rozpoczęcie budowy jeszcze w 2003 r. Na koniec III kwartału br. udział kredytów mieszkaniowych w kredytach gospodarstw domowych ogółem zwiększył się do 28,4% (Wykres 59).

¹⁸ Korektę wpływu różnic kursowych dokonano, przeliczając wartość kredytów walutowych na złote po kursie walutowym z końca czerwca br.

Wykres 59

Udział kredytów mieszkaniowych w kredytach gospodarstw domowych ogółem (%)



Trzeci kwartał br. przyniósł też niewielki przyrost pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych, w skład których wchodziły kredyty konsumpcyjne. Ich roczne tempo wzrostu od czerwca br. pozostawało dodatnie i we wrześniu wyniosło 0,5%, co mogło być związane z ożywieniem gospodarczym. Wysoki poziom oprocentowania kredytów konsumpcyjnych wydaje się w tych warunkach tracić na znaczeniu jako bariera ograniczająca wzrost akcji kredytowej.

Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w III kwartale 2003 r., mimo stosunkowo niskiego ich oprocentowania, pozostawała słaba. Na koniec września roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw wyniosło 1,7% (–0,35% po oczyszczeniu z wpływu wahań kursu walutowego). Badania ankietowe koniunktury w sektorze przedsiębiorstw prowadzone w NBP¹⁹ potwierdzają, że w III kwartale br. poziom stóp procentowych nie stanowił dla przedsiębiorstw bariery w dostępności do kredytów. Odsetek przedsiębiorstw wskazujących na wysokość stóp procentowych jako barierę rozwoju wyniósł w analizowanym okresie tylko 4,9%. Natomiast dla znacznie większej liczby przedsiębiorstw takimi barierami są niski popyt, zatory płatnicze, wahania kursu walutowego oraz niestabilne i złe przepisy podatkowe. Ankietowane przedsiębiorstwa oczekują stabilizacji oprocentowania kredytów. Wobec braku oczekiwań na dalsze obniżanie kosztu kredytów, a także wskutek poprawiającej się sytuacji płynnościowej, przedsiębiorstwa nie zamierzają w najbliższym czasie zwiększać popytu na kredyty. Wyniki ankiety zapowiadają większe niż zazwyczaj w ostatnim kwartale roku spowolnienie akcji kredytowej.

¹⁹ Badanie koniunktury prowadzone przez NBP jest badaniem ankietowym na próbie 400 przedsiębiorstw. Pełna analiza wyników badania znajduje się na stronach internetowych NBP www.nbp.pl/publikacje

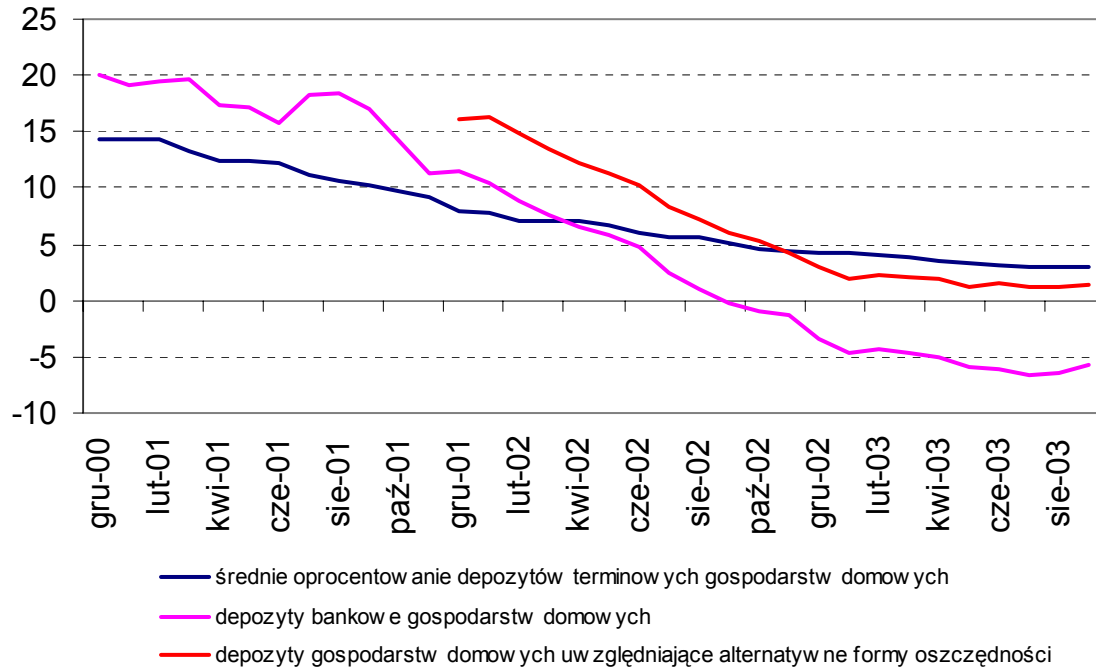
4.3.1.4 Stopy procentowe a kształtowanie się depozytów

Oprocentowanie depozytów w bankach komercyjnych w III kwartale 2003 r. obniżało się mimo utrzymywania przez NBP podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Średnie oprocentowanie terminowych depozytów gospodarstw domowych zmniejszyło się z 3,2% w czerwcu do 2,9% we wrześniu, a średnie oprocentowanie terminowych depozytów przedsiębiorstw spadło w tym okresie z 3,1% do 2,8%. Zmianom oprocentowania depozytów towarzyszyły zmiany ich wolumenu oraz struktury.

Depozyty bankowe gospodarstw domowych zmniejszyły się w III kwartale br. o 1,4 mld zł, tj. o 0,7% w ujęciu nominalnym, a po usunięciu wpływu różnic kursowych o 2,4 mld zł, tj. o 1,1%²⁰. Roczne tempo wzrostu depozytów bankowych nadal utrzymywało się na niskim poziomie i na koniec września br. wyniosło -5,7% w ujęciu nominalnym. W III kwartale br., podobnie jak przez poprzednie półtora roku, gospodarstwa domowe intensywnie zastępowały depozyty bankowe alternatywnymi formami oszczędzania, zwłaszcza takimi jak np. jednostki funduszy inwestycyjnych lub obligacje skarbowe. W lipcu i sierpniu, w wyniku silnego wzrostu notowań na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze inwestujące na rynku kapitałowym znacznie przewyższały oprocentowanie depozytów bankowych. Mimo wrześniowej korekty kursów giełdowych fundusze inwestycyjne osiągnęły w III kwartale br. stopy zwrotu znacznie przekraczające dochody z lokat bankowych. Powierzenie środków w zarządzanie funduszom często pozwalało też uniknąć opodatkowania przychodów odsetkowych. Możliwość ta stanowiła również główny motyw zakupu przez gospodarstwa domowe obligacji bankowych. Ich stan wzrósł w okresie czerwiec-wrzesień o 0,2 mld zł, do poziomu 4,0 mld zł. Łączna wartość depozytów SKOK, jednostek funduszy inwestycyjnych oraz obligacji i bonów skarbowych w posiadaniu gospodarstw domowych zwiększyła się w III kwartale br. o 2,9 mld zł, osiągając na koniec września 52,9 mld zł. Poziom ten odpowiadał 25,1% depozytów bankowych gospodarstw domowych w tym okresie. Roczne tempo wzrostu oszczędności gospodarstw domowych z uwzględnieniem aktywów alternatywnych wobec depozytów bankowych od kwietnia br. utrzymywało się w przedziale 1%-2%, a we wrześniu wyniosło 1,37% (Wykres 60).

²⁰ Korektę wpływu różnic kursowych przeprowadzono, przeliczając wartość depozytów walutowych na złote po kursie walutowym z końca czerwca 2003 r.

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



Źródło: Dane NBP

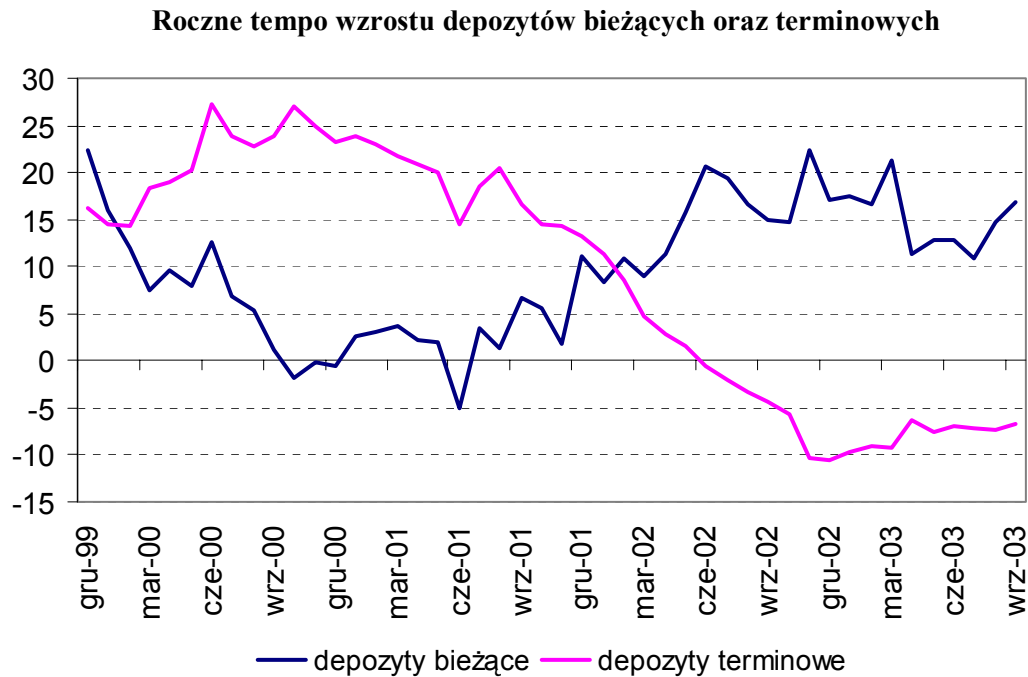
Uwaga 1: Porównywalność oprocentowania depozytów gospodarstw domowych przed i po marcu 2002 r. jest ograniczona ze względu na zmiany w metodologii statystyki stóp procentowych.

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

Przyrost depozytów przedsiębiorstw w III kwartale br. wyniósł 4,1 mld zł (3,7 mld po usunięciu różnic kursowych), a ich roczne tempo wzrostu w ujęciu nominalnym zwiększyło się z 16,6% w czerwcu do 21% we wrześniu. Choć wahania tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw w poprzednich latach były znaczne, to jego wzrost w III kwartale br. był wyjątkowo duży. Obecnie trudno jednoznacznie wskazać jego przyczyny.

Spadające oprocentowanie depozytów przyczyniało się do zmniejszania alternatywnych kosztów utrzymania pieniądza gotówkowego oraz depozytów bieżących, które w wielu bankach były oprocentowane stawką 0%. Odzwierciedleniem tego procesu była postępująca w III kwartale br. zmiana w strukturze depozytów bankowych, przejawiająca się wzrostem depozytów bieżących oraz spadkiem depozytów terminowych. We wrześniu br. roczne tempo wzrostu depozytów bieżących wyniosło 16,9%, a depozytów terminowych –6,7%.

Wykres 61



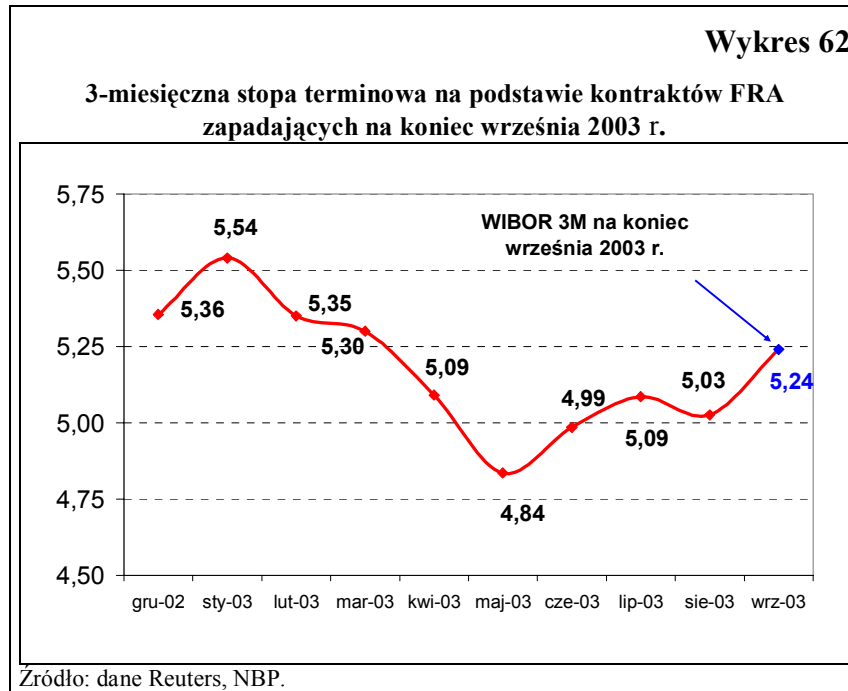
Źródło: Dane NBP

Zmiany wielkości i struktury depozytów w III kwartale br. stanowiły kontynuację procesów zapoczątkowanych w końcu 2001 r. Spadające oprocentowanie depozytów, przewyższające je stopy zwrotu z alternatywnych form lokowania oszczędności oraz możliwość uniknięcia opodatkowania przychodów odsetkowych przyczyniały się do realokacji aktywów finansowych w kierunku zwiększenia stopnia ich płynności oraz maksymalizacji potencjalnych stóp zwrotu. Wzrosty na rynku kapitałowym w lipcu i sierpniu br. wskazały dodatkowe możliwości osiągnięcia atrakcyjnych stóp zwrotu, co w przyszłości może przyczynić się do spadku zainteresowania lokowaniem oszczędności na rynku papierów dłużnych oraz w systemie bankowym.

4.3.1.5 Oczekiwane stopy procentowe

Oczekiwania krótkookresowe

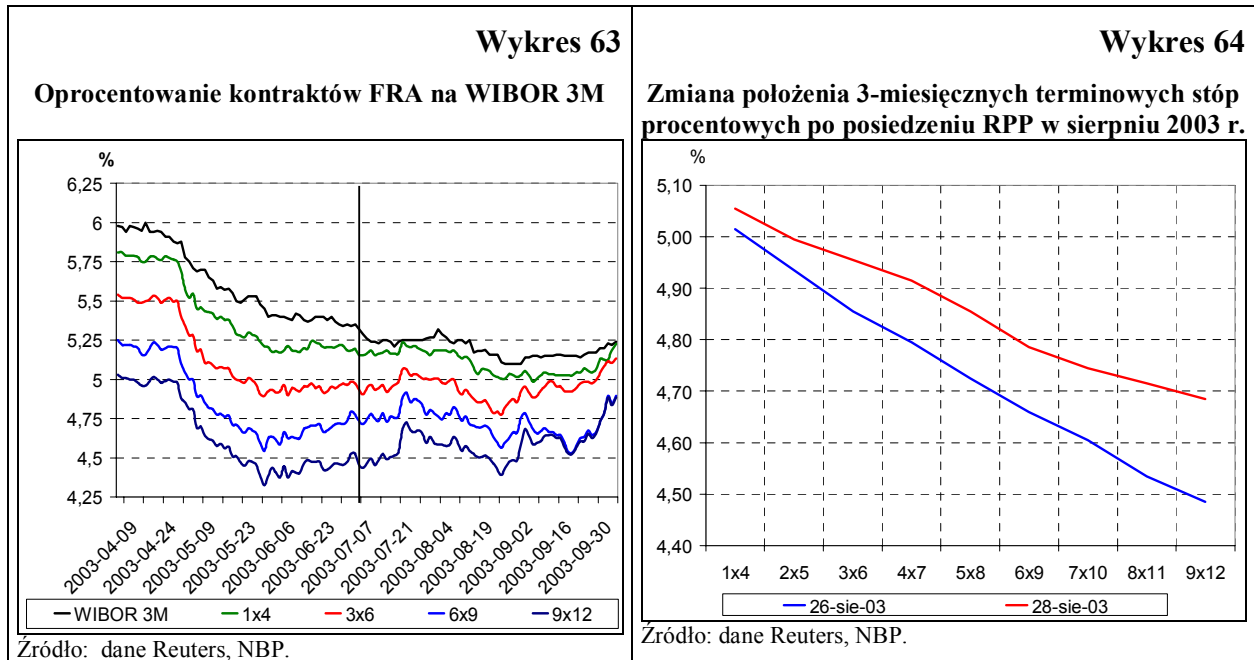
Na koniec II kwartału 2003 r. oprocentowanie kontraktów terminowych na stopę procentową (FRA 3x6) w wysokości 4,99% wskazywało na występowanie oczekiwań na obniżkę stóp NBP w III kwartale br. o 25 p. b. W lipcu i sierpniu oczekiwania te nieco osłabły, a we wrześniu rynek przestał oczekiwać obniżek stóp procentowych (por. Wykres 62).



Utrzymywanie się oczekiwań na obniżkę stóp NBP przez większą część III kwartału br. było związane przede wszystkim z tym, że roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtowały się w tym okresie poniżej dolnego przedziału celu inflacyjnego. Trwałe przeszacowanie krótkookresowych oczekiwań (odzwierciedlonych w oprocentowaniu kontraktów FRA) nastąpiło dopiero w połowie września br., po ogłoszeniu przez rząd założeń *Średniokresowej strategii finansów publicznych na lata 2004-2007*.

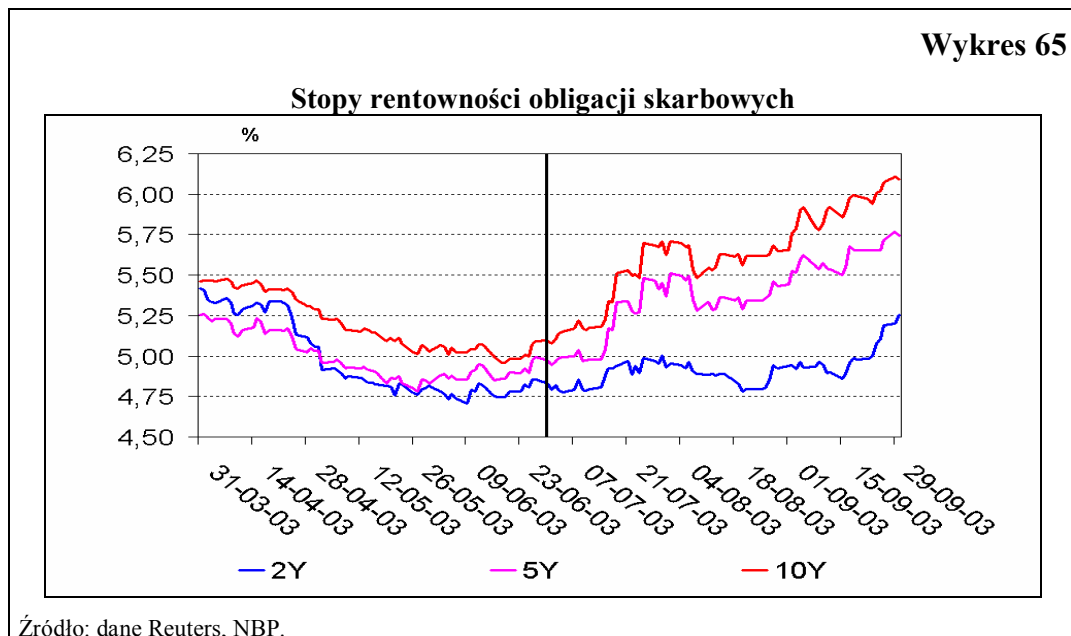
Szczególnie silna rewizja oczekiwań dotyczyła zmian stóp procentowych w horyzoncie 6 i 9-miesięcznym. Znaczącym wydarzeniem, które spowodowało wzrost oprocentowania kontraktów FRA, była ocena sytuacji ekonomicznej zawarta w komunikacie z sierpniowego posiedzenia RPP. Wskazywała ona wyraźnie na zagrożenia wynikające z polityki fiskalnej oraz na obserwowane ożywienie gospodarcze, jako na czynniki zmniejszające przestrzeń do dalszych obniżek stóp NBP.

Wzrostowa tendencja oprocentowania dotyczyła także kontraktów FRA o 12-miesięcznych terminach zapadalności (Wykres 63, Wykres 64).



Oczekiwania długookresowe

Obserwowany od końca II kwartału 2003 r. wzrost rentowności obligacji skarbowych był kontynuowany w III kwartale br. (Wykres 65).



Czynnikami powodującymi w tym okresie wzrost rentowności (spadek cen) obligacji skarbowych były:

- obawy inwestorów związane z możliwym rozwojem sytuacji w obszarze polityki fiskalnej i długu publicznego (skala deficytu budżetowego w 2004 r. i związana z tym wielkość podaży skarbowych papierów wartościowych, dynamika wzrostu długu publicznego, zagrożenie wynikające z możliwości przekroczenia w następnych latach przez relację dług publiczny/PKB granicy określonej w Konstytucji RP),
- spadek cen obligacji na rynku światowym.

Obawy inwestorów związane z sytuacją w krajowych finansach publicznych uwidoczniły się już w II kwartale br., jednak wyraźny spadek cen obligacji skarbowych nastąpił dopiero w lipcu br. i był związany z przyjęciem przez rząd założeń do budżetu na 2004 r. Po przejściowym uspokojeniu nastrojów rynkowych w sierpniu, związanym z zakończeniem obserwowanej od końca maja br. redukcji zaangażowania inwestorów zagranicznych na polskim rynku papierów skarbowych, ceny obligacji zaczęły ponownie spadać we wrześniu. Było to spowodowane brakiem wiarygodnych informacji dotyczących założeń *Średniookresowej strategii finansów publicznych*. Dodatkowo nasiliły ją wypowiedzi przedstawicieli agencji ratingowych Standard & Poors i Fitch wskazujące na możliwość obniżenia długoterminowego ratingu dla obligacji polskiego rządu nominowanych w walucie krajowej.

Obok czynników krajowych spadek cen obligacji skarbowych w III kwartale br. był związany także ze spadkiem cen obligacji na rynku międzynarodowym. Spadek ten spowodowało przede wszystkim ustąpienie obaw przed deflacją w USA wobec coraz wyraźniejszych symptomów ożywienia gospodarczego w tym kraju. W związku z tym rosły notowania akcji na giełdach światowych, a spadały ceny obligacji. W konsekwencji od początku czerwca do początku września br. systematycznie rosła rentowność obligacji strefy euro. Rosła też rentowność polskich obligacji. We wrześniu wskutek działania wyżej wymienionych czynników krajowych rentowność polskich obligacji rosła szybciej niż obligacji strefy euro. W efekcie znacząco pogłębiły się różnice między nimi (ze średnio 130 p. b. w II kwartale br. do 151 p. b. w III br. w przypadku obligacji 10-letnich).

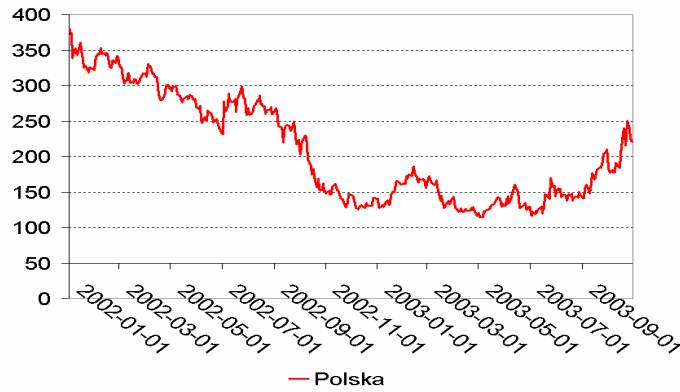
Spadek cen polskich obligacji oraz osłabienie kursu złotego spowodowały, że mimo obaw związanych z sytuacją budżetową, we wrześniu br. inwestorzy zagraniczni zaczęli ponownie zwiększać swój portfel polskich obligacji skarbowych i do końca miesiąca jego wartość powróciła do stanu z początku III kwartału br.

We wrześniu do wzrostu rentowności polskich obligacji przyczynił się dodatkowo brak oczekiwań rynku na redukcję stóp banku centralnego. Nie spodziewając się dalszych cięć stóp procentowych, inwestorzy sprzedawali przede wszystkim obligacje 2-letnie, które kupili wcześniej w celach spekulacyjnych, licząc na dalszy wzrost ich cen.

Zmiany cen obligacji spowodowały, że w III kwartale br. nastąpiło istotne przesunięcie w górę krzywej dochodowości we wszystkich terminach (Wykres 64).

Wykres 66

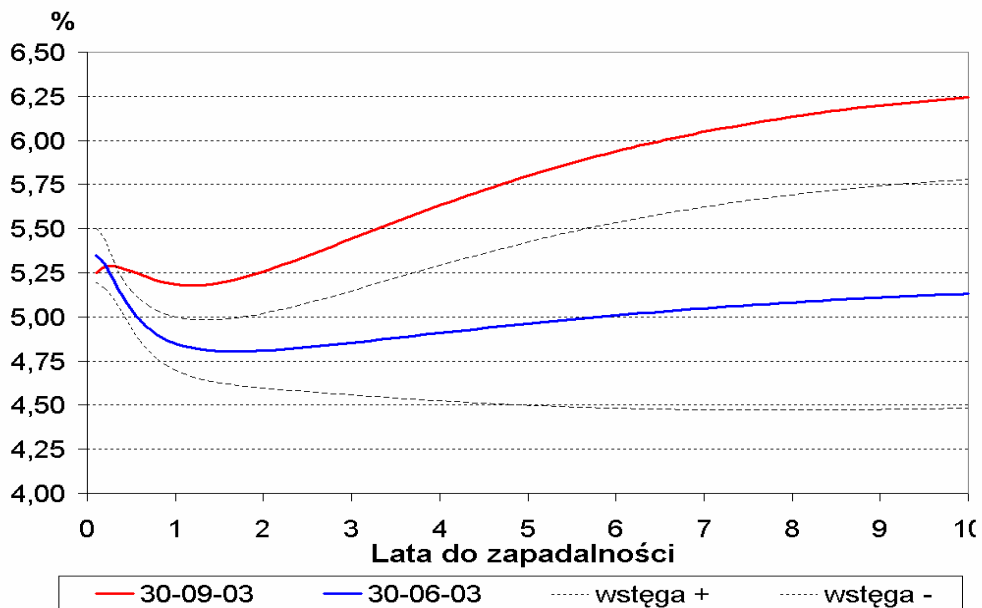
Różnica rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i polskich (w punktach bazowych)



Źródło: dane Reuters, Bloomberg.

Wykres 67

Zerokuponowa krzywa dochodowości w III kwartale 2003 r.



Źródło: dane Reuters, NBP.

Najbardziej przesunął się długi koniec krzywej, co odzwierciedlało obawy inwestorów dotyczące możliwości obniżenia ratingu polskich papierów skarbowych oraz opóźnienia się terminu przystąpienia Polski do UWiG z powodu niespełnienia kryterium wielkości deficytu budżetowego. Natomiast stopy

dochodowości o najkrótszych terminach (do 1 roku) zmieniły się stosunkowo niewiele wskutek utrzymujących się nadal oczekiwań inwestorów na dalsze redukcje stóp NBP.

Tabela 19

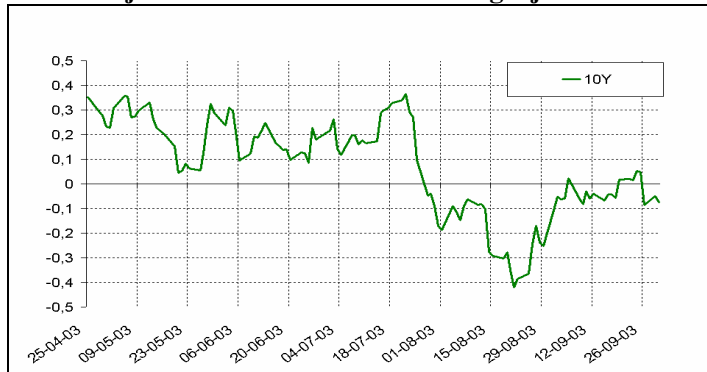
Zmiany rentowności obligacji w II połowie 2002 r. oraz w trzech kwartałach 2003 r.)*
(koniec danego kwartału w porównaniu z końcem kwartału poprzedniego)

	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
II kwartał 2003	-59	-28	-30
III kwartał 2003	42	68	100

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

Wykres 68

Wskaźniki korelacji rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i polskich



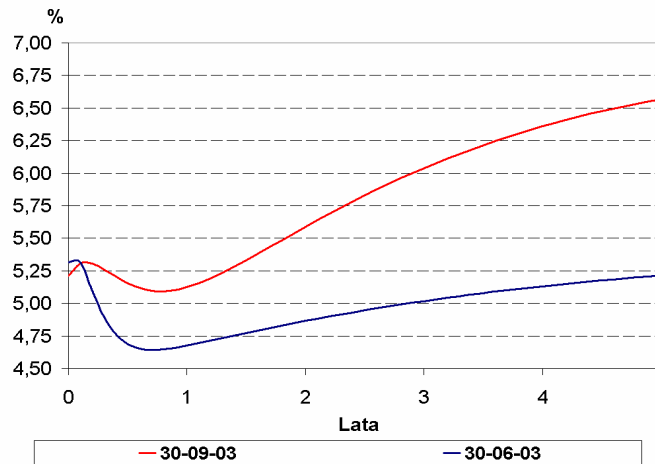
Źródło: dane Reuters, Bloomberg.

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

Analiza krzywej rocznych stóp terminowych w III kwartale br. wskazuje na wyraźną rewizję oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej NBP. W końcu czerwca br. inwestorzy oczekiwali, że minimalny poziom rocznej stopy procentowej (wynoszący w punkcie przegięcia krzywej dochodowości 4,64%) zostanie osiągnięty po około 8 miesiącach. Pod koniec września br. poziom ten wzrósł do 5,09% i był oczekiwany w horyzoncie niespełna 9 miesięcy. W przypadku stóp 5-letnich za 5 lat obserwowano systematyczny wzrost ich wysokości z 5,28% na początku okresu do 6,31% na koniec września br. w związku ze wzrostem nachylenia krzywej dochodowości (szybszego spadku cen obligacji o długim okresie do wykupu).

Wykres 69

Roczna wynikowa krzywa terminowa w II kwartale 2003 r.



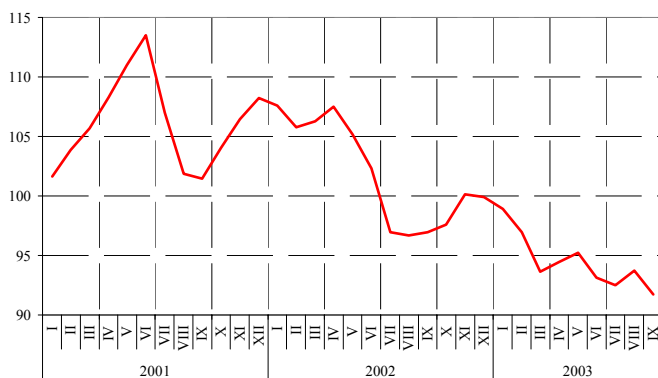
Źródło: dane Reuters, NBP.

4.3.2 Kurs walutowy

W III kwartale 2003 r. utrzymała się notowana od początku 2002 r. tendencja deprecjacyjna złotego. Średniokwartalny nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka najważniejszych dla polskiej gospodarki walut obniżył się w stosunku do poprzedniego kwartału o 1,7%, a w stosunku do III kwartału 2002 r. o 4,3% (Wykres 70). Na koniec września br. nominalny efektywny kurs złotego był o 3,7% niższy niż na koniec czerwca br. i o 22,4% niższy niż jego maksymalny poziom w okresie 1998-2003 (odnotowany 13 czerwca 2001 r.).

Wykres 70

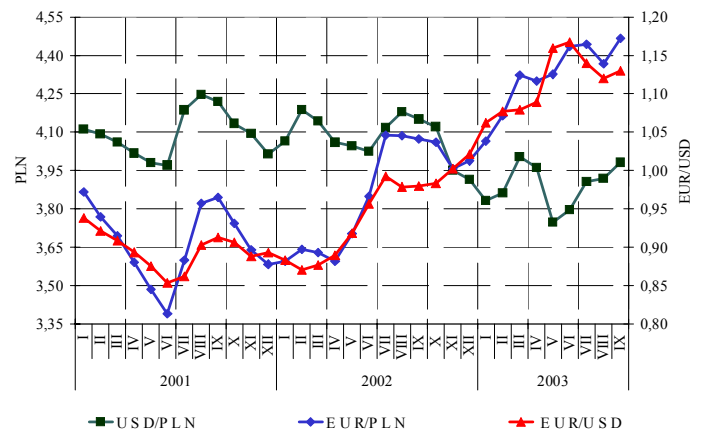
Nominalny efektywny kurs złotego
w latach 2001 – 2003
(dane miesięczne, XII 2000 = 100)



Źródło: dane NBP

Wykres 71

Kurs złotego wobec USD i EUR
oraz relacja EUR/USD
w latach 2001 - 2003

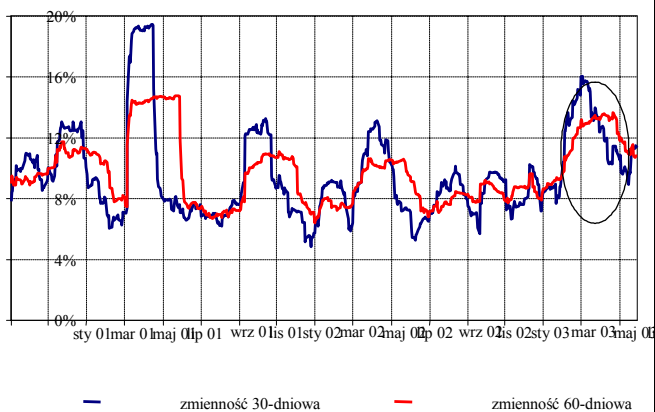


Źródło: dane NBP

Głównym czynnikiem osłabiającym złotego w III kwartale br. był wzrost niepewności dotyczącej kształtu polityki fiskalnej w 2004 r. i w następnych latach. Spowodował on zwiększenie premii za ryzyko inwestowania w polskie papiery wartościowe. Na kształtowanie się kursu złotego w tym okresie silnie oddziaływały też zmiany kursu EUR/USD. Wysoką zależność kursu EUR/PLN od kursu EUR/USD potwierdza wartość współczynnika korelacji na poziomie 96,1% dla danych miesięcznych z okresu styczeń 2001 r. – czerwiec 2003 r. (Wykres 71). Ponadto deprecjację złotego mogły także pogłębić niekorzystne informacje dotyczące możliwości zmniejszenia przyszłych transferów z Unii Europejskiej. Wymienione wyżej czynniki spowodowały też wzrost w III kwartale br. zmienności kursu złotego - wyraźny wobec dolara amerykańskiego (Wykres 72) i nieznaczny wobec euro (Wykres 73).

Wykres 72

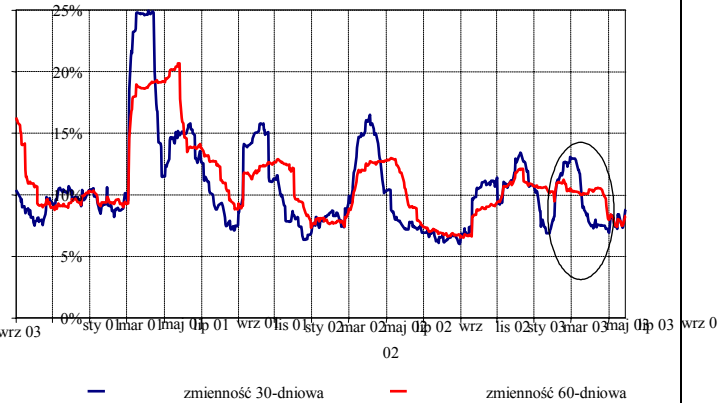
**Zmienność kursu USD/PLN
w latach 2001 – 2003 (annualizowana)**



Źródło: dane NBP

Wykres 73

**Zmienność kursu EUR/PLN
w latach 2001 – 2003 (annualizowana)**



Źródło: dane NBP

Deprecjacja złotego w III kwartale br. miała miejsce mimo wystąpienia takich fundamentalnych czynników przemawiających za umocnieniem waluty krajowej, jak:

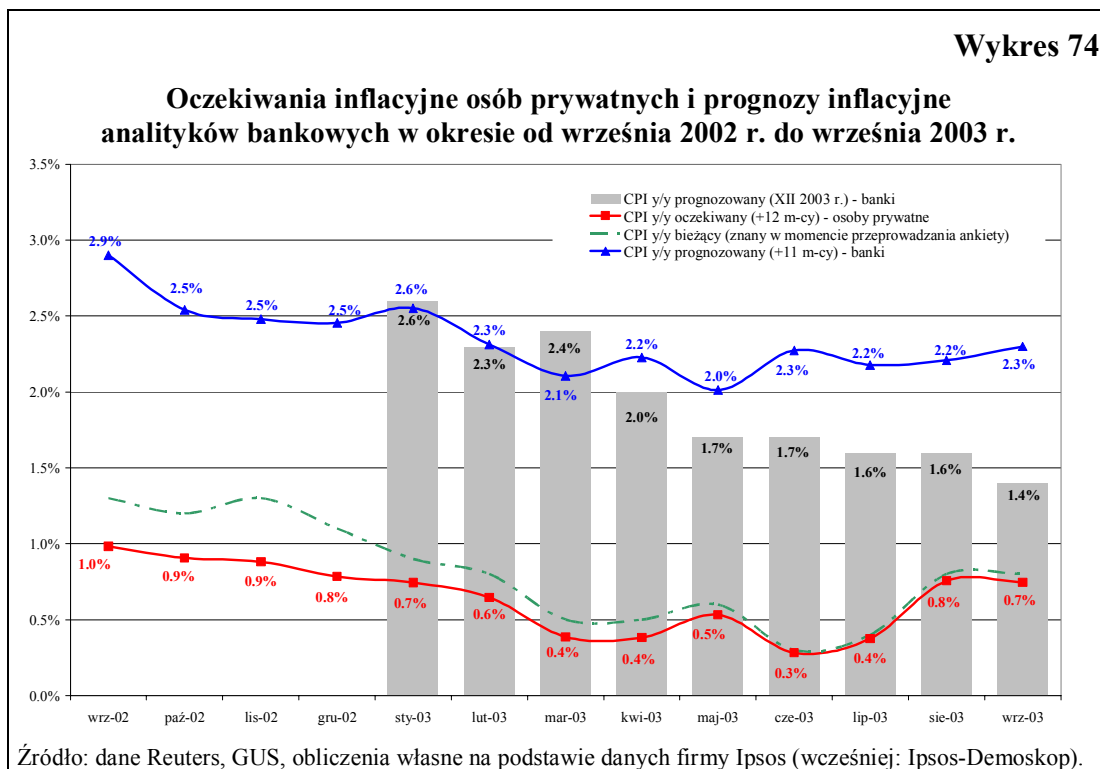
- poprawa salda rachunku obrotów bieżących;
- niższa inflacja niż u głównych partnerów handlowych;
- wysoka dynamika produkcji przemysłowej;
- wzrost produktywności i obniżenie jednostkowych kosztów pracy.

Długookresowy **wskaźnik pass-through** (wskaźnik przeniesienia) określa wpływ zmian nominalnego efektywnego kursu złotego na zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych. Wskaźnik ten skorygowany o zmianę oczekiwań inflacyjnych i cykliczne wahania koniunktury²¹, zmniejszył się z 0,19 w II kwartale br. do 0,15 w III kwartale br., 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 III kwartale br. ceny towarów i usług konsumpcyjnych (liczone w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego) wzrosły z tytułu zmian kursu o 0,17 pkt. proc. Oznacza to, że 22% wzrostu CPI w tym okresie można przypisać zmianom kursu. Efekt przeniesienia zmian cen zewnętrznych (reprezentowanych przez ceny ropy naftowej typu Brent) miał w III kwartale br. marginalny wpływ na CPI.

W okresie I-III kwartał br. zmiany kursu wyjaśniały 23% zmian wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, a zmiany cen zewnętrznych: 14%.

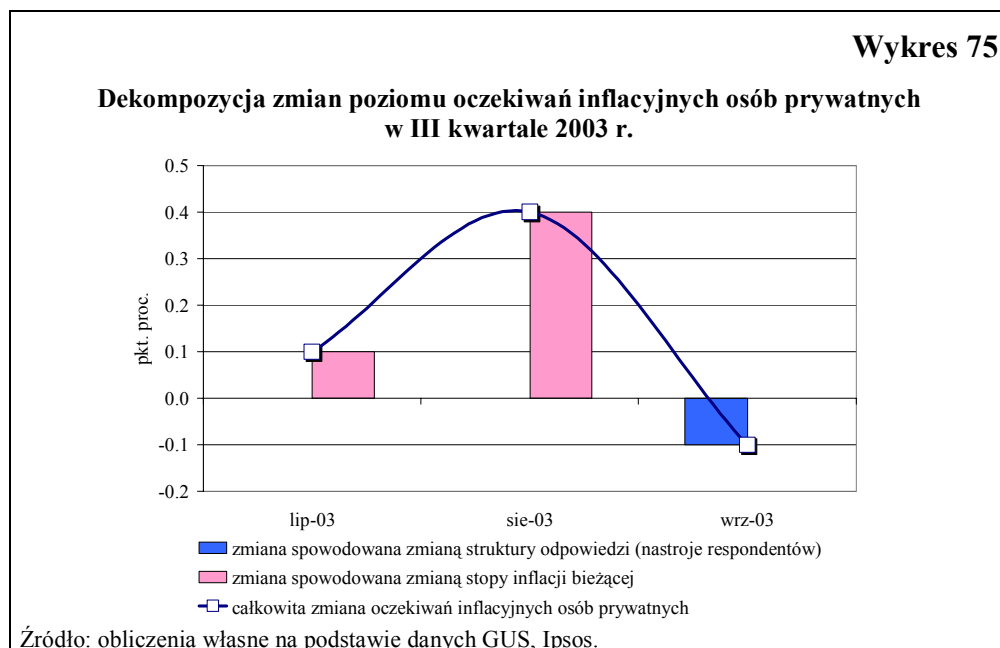
4.3.3 Oczekiwania inflacyjne



²¹ W warunkach niskiej dynamiki popytu i stabilnych oczekiwań inflacyjnych spada cenotwórcza siła przedsiębiorstw, a więc zmniejsza się wskaźnik pass-through.

W III kwartale 2003 r. wzrosły oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Natomiast prognozy inflacyjne analityków bankowych formułowane na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc roku następnego ustabilizowały się, a formułowane na grudzień br. obniżyły się (Wykres 74). Należy zaznaczyć, że przewidywania obu ankietowanych grup nie są w pełni porównywalne. Wynika to – poza odmiennym horyzontem czasowym formułowanych oczekiwań – także z faktu, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, że respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji²².

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych



W III kwartale br. zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych²³, będąca funkcją struktury odpowiedzi na pytanie ankiety firmy Ipsos (wcześniej: Ipsos-Demoskop)²⁴ oraz stopy

²² Więcej informacji na ten temat przedstawiono m.in. w *Raporcie o inflacji w 2001 r.*

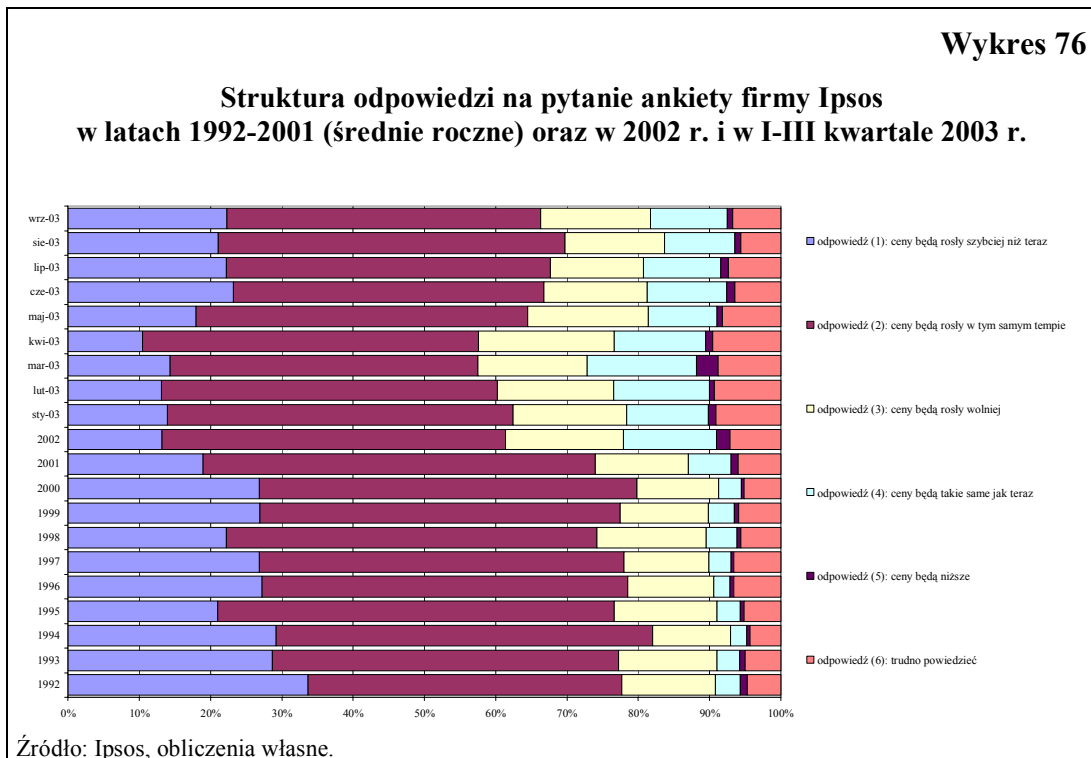
²³ W celu obliczenia ilościowych wskaźników oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych stosowana jest metoda probabilistyczna (szczegółowy opis metody przedstawiono w: T. Łyziak (2000), *Badanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów indywidualnych na podstawie ankiet jakościowych*, „Bank i Kredyt”, nr 6, NBP). Wyniki kwantyfikacji są zobiektywizowaną miarą oczekiwanego przez osoby prywatne tempa wzrostu cen w ciągu najbliższych 12 m-cy w tym sensie, że w procedurze obliczeniowej za stopę inflacji bieżącej postrzeganą przez respondentów przyjmuje się oficjalną miarę inflacji podawaną przez GUS, znaną w momencie udzielania odpowiedzi na pytanie ankiety. Ponieważ ankieta firmy Ipsos jest przeprowadzana w pierwszej połowie miesiąca, czyli przed ogłoszeniem przez GUS wskaźników inflacji za poprzedni miesiąc, za bieżącą stopę inflacji przyjmuje się stopę inflacji rok do roku sprzed dwóch miesięcy.

Bieżące informacje na temat oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych można znaleźć na internetowych stronach Narodowego Banku Polskiego: www.nbp.pl, w sekcji: Statystyka/Szeregi czasowe.

²⁴ Pytanie ankiety firmy Ipsos dotyczące oczekiwań inflacyjnych jest sformułowane w następujący sposób: „Jak Pan(i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny: (1) będą rosły szybciej

inflacji bieżącej, wzrosła o 0,4 pkt. proc. w stosunku do danych czerwcowych i wyniosła 0,7% we wrześniu br. Wzrost ten można w całości przypisać przyspieszeniu dynamiki cen. W lipcu i sierpniu br. struktura odpowiedzi na pytanie ankiety była bowiem neutralna z punktu widzenia wpływu na wynik kwantyfikacji, a we wrześniu br. oddziaływała nawet w kierunku zmniejszenia zobiektywizowanej miary oczekiwań (Wykres 75).

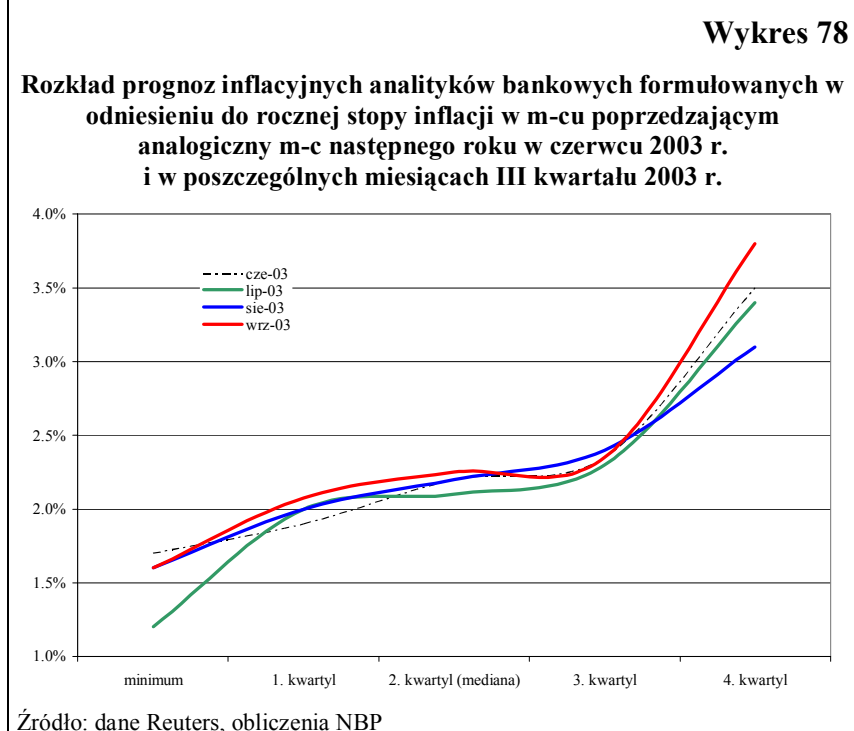
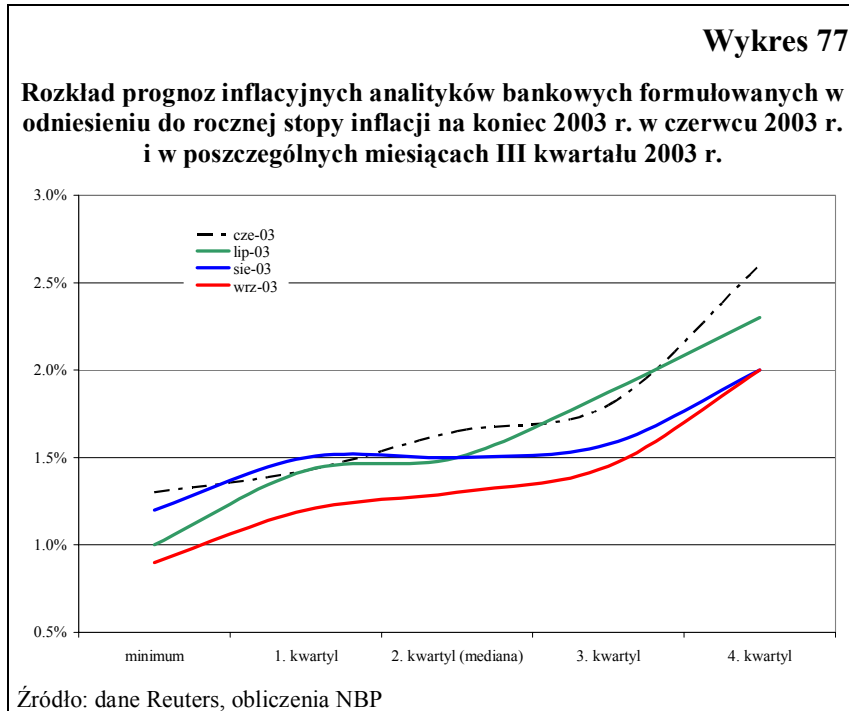
Drugi z czynników wpływających na wynik kwantyfikacji, tj. sposób formułowania oczekiwań inflacyjnych wyrażony strukturą odpowiedzi na pytanie ankietowe, po okresie stopniowego pogarszania się w pierwszej połowie 2003 r., w III kwartale br. był względnie stabilny, a we wrześniu br. nawet nieznacznie się poprawił (Wykres 76). Choć wzrósł wówczas odsetek respondentów najbardziej pesymistycznych, twierdzących, że w ciągu najbliższego roku ceny będą rosły szybciej niż dotychczas, to jednocześnie zwiększył się odsetek ankietowanych przewidujących, że ceny będą rosły wolniej niż dotychczas bądź że nie ulegną zmianie. Wyraźnie zmniejszyła się też frakcja osób prywatnych deklarujących, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły w tym samym tempie co dotychczas.



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

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”.

Prognozy inflacyjne analityków bankowych



Prognozy inflacyjne analityków bankowych uzyskiwane są z ilościowych ankiet firmy Reuters. W III kwartale br. rozkład przewidywań dotyczących rocznej dynamiki cen w grudniu 2003 r. przesunął się w kierunku niższych wartości (por. Wykres 77). O ile pod koniec II kwartału br. średnie prognozy

kształtowały się na poziomie 1,7%, to w ostatnim miesiącu III kwartału br. wyniosły 1,4%. Ustabilizował się natomiast, przy stosunkowo silnych wahaniami minimalnych i maksymalnych deklaracji, rozkład prognoz inflacyjnych analityków bankowych na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku (Wykres 78). W III kwartale br. średnie przewidywania formułowane w tym horyzoncie czasowym zawierały się w przedziale od 2,2% (lipiec i sierpień) do 2,3% (wrzesień).

4.3.4 Efekt majątkowy

W ciągu dwóch pierwszych kwartałów br. roku odnotowano silny wzrost oszczędności gospodarstw domowych w formie lokat w jednostkach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych i innych pośrednich inwestycji portfelowych. Natomiast wartość bezpośrednich inwestycji portfelowych gospodarstw domowych utrzymywała się na niemal niezmiennym poziomie (Tabela 20).

Tabela 20

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

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

* 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

Wskutek szybkiego wzrostu wartości środków ulokowanych przez gospodarstwa domowe (bezpośrednio i pośrednio) w papierach wartościowych ich relacja do wartości depozytów w sektorze bankowym wzrosła w końcu II kwartału 2003 r. do przeszło 46%.

Ożywienie gospodarcze w III kwartale br. korzystnie wpłynęło na wyniki finansowe podmiotów gospodarczych. Znalazło to odzwierciedlenie w silnym wzroście notowań akcji spółek na giełdzie warszawskiej w lipcu i sierpniu br. Wobec stosunkowo niskich stóp procentowych od depozytów bankowych wpływało to na zmianę preferencji inwestycyjnych wielu gospodarstw domowych.

Największe zmiany w III kwartale br. dotyczyły wartości aktywów funduszy inwestycyjnych. Atrakcyjność oferty tych instytucji, oferujących wyższą w porównaniu do inwestycji alternatywnych dochodowość i możliwość uniknięcia obciążeń podatkowych, przyczyniła się do wzrostu aktywów funduszy skierowanych do inwestorów indywidualnych. W III kwartale br. wartość tych aktywów w posiadaniu gospodarstw domowych wzrosła o 12%, a w ciągu trzech kwartałów br. o blisko 60%.

Obserwowane zmiany pozwalają na sformułowanie następujących przewidywań dotyczących przyszłej alokacji środków finansowych gospodarstw domowych:

- należy spodziewać się dalszego spadku zainteresowania gospodarstw domowych depozytami bankowymi,
- podobnie jak w krajach rozwiniętych o dojrzałych rynkach kapitałowych, będzie wzrastało zainteresowanie zbiorowymi formami inwestowania (różnymi rodzajami funduszy inwestycyjnych) kosztem inwestowania indywidualnego,
- fundusze emerytalne będą głównym sektorem rynkowym, w którym docelowo będą lokowane oszczędności gospodarstw domowych; ten kierunek inwestowania mogą wzmocnić zachęty podatkowe.

5 PERSPEKTYWY INFLACJI

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

W gospodarce światowej obserwuje się stopniowe ożywienie. Oczekujemy, że będzie ono kontynuowane w 2004 r. i w 2005 r. W szczególności spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, a w konsekwencji umiarkowanego wzrostu aktywności gospodarczej także w strefie euro.

Polska gospodarka znajduje się obecnie w początkowej fazie ożywienia, stymulowanego przez dynamicznie rosnący eksport. Przy utrzymywaniu się tempa wzrostu spożycia na poziomie zbliżonym do obserwowanego w 2002 r., oczekujemy zahamowania spadku nakładów inwestycyjnych, co w rezultacie doprowadzi do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w 2003 r. W kolejnych latach należy się spodziewać kontynuacji tendencji wzrostowych gospodarki, związanych z utrzymaniem się wysokiej konkurencyjności w handlu zagranicznym oraz z oczekiwaną dalszą poprawą dynamiki inwestycji.

Skala wzrostu inwestycji będzie jednak uwarunkowana postępem reform sektora finansów publicznych. Oceniamy, że do końca 2005 r. najbardziej prawdopodobna jest tylko częściowa realizacja programu naprawy finansów publicznych. Zmniejszy to ryzyko wystąpienia kryzysu finansów publicznych. Jednak niepewność co do perspektyw tego sektora pozostanie, a wysokie potrzeby pożyczkowe państwa będą ograniczać dostęp sektora prywatnego do finansowania. Tak więc sytuacja finansów publicznych nadal będzie czynnikiem spowalniającym tempo wzrostu gospodarczego.

Mimo tego ograniczenia w 2004 r. przewidujemy większe niż w br. przyspieszenie tempa wzrostu PKB, a w 2005 r. utrzymanie się go na poziomie zbliżonym do 2004 r.

Wyższe tempo wzrostu gospodarczego nie przyniesie jednak istotnego zwiększenia zatrudnienia, gdyż wymagałoby to obniżenia kosztów pracy dla przedsiębiorcy oraz stworzenia korzystniejszych niż obecnie warunków dla nowopowstających przedsiębiorstw. Możliwości produkcyjne gospodarki będą się stopniowo zwiększać, jednak nastąpi to głównie poprzez akumulację kapitału.

W przypadku realizacji przedstawionego wyżej scenariusza uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych w latach 2004-2005 należy oczekiwać przyspieszenia inflacji, która jednak w całym tym okresie powinna pozostawać w przedziale celu inflacyjnego, tj. na poziomie 2,5% +/- 1 pkt. proc.

Nie można jednak wykluczyć wystąpienia czynników oddziałujących w kierunku zwiększenia inflacji. Najważniejszym czynnikiem niepewności będzie sytuacja finansów publicznych. Impuls fiskalny wynikający ze wzrostu deficytu sektora finansów publicznych w 2004 r. może oddziaływać w kierunku zwiększenia konsumpcji i presji inflacyjnej. Zaniechanie lub istotne opóźnienie reform fiskalnych może spowodować odpływ kapitału, dalsze osłabienie złotego i wynikający stąd wzrost inflacji w 2004 i 2005 r. Niepewność dotyczy także możliwości większego od zakładanego wpływu ożywienia gospodarczego na wzrost liczby pracujących, szczególnie w 2005 r.

Dodatkowa niepewność związana jest z możliwymi odchyleniami cen żywności i ropy naftowej od zakładanych dotychczas ścieżek. Nie można wykluczyć, że niekorzystne ukształtowanie się warunków agrometeorologicznych spowoduje przejściowe przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności, co odbiłoby się również we wzroście inflacji. Analiza obecnych tendencji wskazuje także na ryzyko podwyższenia cen ropy na rynkach światowych.

**ZAŁĄCZNIK A WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY POLITYKI
PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI I UCHWAŁAMI PODJĘTYMI W III
KWARTALE 2003 R.²⁵**

1 2	3	4	5
data	przedmiot wniosku lub uchwały	decyzja RPP	wyniki głosowania Członków Rady
27.08.2003.	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: J.Czekaj D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski <i>M.Dąbrowski był nieobecny na posiedzeniu</i>
30.09.2003.	uchwała w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2004		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski <i>D.Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i>
30.09.2003.	uchwała w sprawie stopy rezerwy obowiązkowej banków		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj M.Dąbrowski C.Józefiak W.Łączkowski G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: B.Grabowski J.Pruski <i>D.Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i>

²⁵ Z wyjątkiem uchwały z 30.09.2003 r. w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez NBP pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych