

NARODOWY BANK POLSKI

RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

SPRAWOZDANIE

Z WYKONANIA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W 2003 ROKU

WARSZAWA, 2004 R.

Niniejsze sprawozdanie dotyczy okresu, w którym politykę pieniężną realizowała Rada Polityki Pieniężnej pierwszej kadencji. W związku z tym RPP w jej obecnym składzie nie wносиła istotnych zmian do treści sprawozdania, poza zmianami o charakterze redakcyjnym.

SPIS TREŚCI:

SYNTEZA	4
CEL INFLACYJNY W 2003 R.	6
WARUNKI REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ	11
CZYNNIKI ZEWNĘTRZNE	11
CENY ŻYWNOŚCI, CENY KONTROLOWANE	14
UWARUNKOWANIA SYSTEMOWE, WZAJEMNA RELACJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ I FISKALNEJ	14
INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ	20
STOPY PROCENTOWE	20
OPERACJE OTWARTEGO RYNKU	22
REZERWA OBOWIĄZKOWA	25
OPERACJE KREDYTOWO-DEPOZYTOWE I REFINANSOWANIE BANKÓW	26
ZAŁĄCZNIK 1. CENY TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH	29
ZAŁĄCZNIK 2. PKB I POPYT KRAJOWY	32
ZAŁĄCZNIK 3. NIERÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA	35
ZAŁĄCZNIK 4. PODAŻ PIENIĄDZA	39
ZAŁĄCZNIK 5 WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI I UCHWAŁAMI PODJĘTYMI W 2003 R.	43

SYNTEZA

1. Zgodnie z art. 227 par.1 Konstytucji RP „Centralnym bankiem państwa jest Narodowy Bank Polski. Przysługuje mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej. Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza.”

W uchwalonej w 1998 r. *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999- 2003* Rada Polityki Pieniężnej za strategiczny cel polityki pieniężnej uznała obniżenie do końca 2003 r. stopy inflacji do poziomu poniżej 4%. Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała, że celem polityki pieniężnej w 2003 r. (ogłoszonym w czerwcu 2002 r. i potwierdzonym w opublikowanych we wrześniu 2002 r. *Założeniach polityki pieniężnej na 2003 rok*) będzie osiągnięcie na koniec 2003 r. inflacji na poziomie 3% z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń +/- 1 pkt. proc.

2. W grudniu 2003 r. roczna stopa inflacji wyniosła 1,7%. Była więc zgodna z celem przyjętym w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* i ukształtowała się nieco poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego wyznaczonego w *Założeniach polityki pieniężnej na 2003 rok*. Poziom inflacji niższy o 0,3 pkt. proc. od dolnej granicy przedziału celu inflacyjnego został osiągnięty przy zgodnym z przewidywaniami przyspieszeniem tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych, jednak znacznie niższym od przewidywanego wzroście cen w grupie towarów i usług o cenach kontrolowanych.

3. Rada Polityki Pieniężnej dokonała w 2003 r. sześciu obniżek stóp procentowych NBP. Obniżki były przeprowadzone w I półroczu. Stopa referencyjna została obniżona z 6,75% do 5,25 %, stopa redyskonta weksli z 7,50% do 5,75%, stopa kredytu lombardowego z 8,75% do 6,75 %, a stopa depozytowa z 4,75% do 3,75%.

4. W 2003 r. obserwowano stopniowe, coraz silniejsze ożywienie polskiej gospodarki. Tempo wzrostu PKB wzrosło z 2,3% w I kwartale do 4,7% w IV kwartale, a w całym roku osiągnęło 3,7%.

Utrzymywał się wysoki wzrost produkcji przemysłowej, a o skali przyrostu produkcji decydował przemysł przetwórczy, którego dynamika wiązała się z rosnącym eksportem i poprawą konkurencyjności na rynku wewnętrznym. Zwiększaniu się popytu konsumpcyjnego towarzyszyły także oznaki ożywienia inwestycyjnego w przemyśle przetwórczym. W 2003 r. odnotowano również znaczną poprawę wyników finansowych przedsiębiorstw.

Pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy pozostawał eksport. Według statystyki płatniczej w 2003 r. wzrost wpływów z eksportu wyniósł w euro 8,7%, a w USD 30,3%, podczas gdy w 2002 r. wzrost ten wynosił odpowiednio: 2,7% i 8,8%. Zmniejszenie deficytu obrotów handlowych sprawiło, że deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w 2003 r. – po raz czwarty z kolei – obniżył się i wyniósł w relacji do PKB 1,9%.

5. W polityce pieniężnej w 2003 r. uwzględniano utrzymywanie się wysokiego deficytu sektora finansów publicznych w 2003 r. oraz perspektywy znacznego wzrostu tego deficytu w 2004 r.

Sytuacja finansów publicznych nadal jest najważniejszym z czynników mogących utrudniać stabilizację inflacji na niskim poziomie. Wysoki deficyt budżetowy, rosnące potrzeby pożyczkowe państwa oraz trudności z wprowadzeniem programu redukcji wydatków publicznych mogą powodować zaburzenia na rynkach finansowych, skutkujące wzrostem rentowności skarbowych papierów wartościowych oraz osłabieniem kursu złotego.

W celu uniknięcia kumulacji długu publicznego i wchodzenia w pułapkę zadłużenia niezbędne są zasadnicze, szybkie i skuteczne reformy uzdrawiające finanse publiczne. Niewprowadzenie w 2004 r. głębokich zmian dających trwałe uzdrowienie finansów publicznych spowodowałoby szybkie zbliżanie się długu do konstytucyjnego limitu, co zagrażałoby trwałości wzrostu gospodarczego i utrudniało obniżenie bezrobocia. W 2003 r. państwowy dług publiczny powiększony o poręczenia i gwarancje wyniósł 51,6% PKB, co oznacza przekroczenie I progu ostrożnościowego.

CEL INFLACYJNY W 2003 R.

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2003 r.* Rada Polityki Pieniężnej ustaliła krótkookresowy cel inflacyjny (mierzony dwunastomiesięcznym wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2003 r.) na poziomie 3% z granicą tolerancji +/-1% pkt proc. Cel ten miał charakter pomocniczy w stosunku do celu średniookresowego, określonego w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* uchwalonej w 1998 r., a mianowicie obniżenia do końca 2003 r. stopy inflacji do poziomu poniżej 4%.

W grudniu 2003 r. roczna stopa inflacji wyniosła 1,7% (Załącznik nr 1). Była więc zgodna z celem przyjętym w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* i ukształtowała się nieco poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego wyznaczonego na 2003 r. Poziom inflacji niższy o 0,3 pkt. proc. od dolnej granicy przedziału celu inflacyjnego został osiągnięty przy zgodnym z przewidywaniami przyspieszeniu tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,1%), jednak znacznie niższym od przewidywanego wzroście cen w grupie towarów i usług o cenach kontrolowanych (2,3%).

W połowie 2002 r., gdy opracowywano założenia polityki pieniężnej na 2003 r., zakładano wzrost cen kontrolowanych o 3,6%-4,8%. Było to zgodne z dostępnymi założeniami do ustawy budżetowej na 2003 r. W rzeczywistości podwyżki stawek podatku akcyzowego okazały się niższe od prognozowanych. Niżej niż przewidywano ukształtował się też wzrost cen podstawowych nośników energii, w tym energii elektrycznej i ciepłej. Gdyby wzrost cen kontrolowanych w 2003 r. był zgodny z przewidywaniami z połowy 2002 r., inflacja roczna wyniosłaby 2%-2,3%.

Wieloletni proces obniżania inflacji w Polsce doprowadził do jej ograniczenia do poziomu notowanego w ostatnich latach w krajach rozwiniętych. Średnioroczna (dwunastomiesięczna średnia ruchoma) stopa inflacji HICP¹ dla Polski systematycznie malała: z 10,2% w październiku 2000 r. do 0,7% w grudniu 2003 r. Dla porównania, w Unii Europejskiej średnioroczna stopa inflacji HICP w grudniu 2003 r. wynosiła 2,0%, a w strefie euro 2,1%. Od sierpnia 2002 r. Polska spełnia inflacyjne kryterium zbieżności, będące jednym z warunków przystąpienia do strefy euro.

¹ Harmonised Index of Consumer Prices – zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych, umożliwiający porównywanie zmian cen w krajach UE, a także w krajach kandydujących.

Z punktu widzenia przebiegu realizacji polityki pieniężnej w 2003 r. można wyodrębnić dwa okresy. W pierwszym półroczu RPP dokonała sześciu obniżek stopy referencyjnej. W drugim półroczu parametry polityki pieniężnej pozostały niezmiennione.

Argumentem za obniżkami stóp procentowych w I półroczu 2003 r. było utrwalanie się niskiego poziomu inflacji oraz utrzymywanie się czynników ograniczających jej wzrost w przyszłości:

- roczna dynamika CPI pozostawała na niskim, stosunkowo stabilnym poziomie, a większość miar inflacji bazowej wykazywała lekką tendencję spadkową. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych utrwaliły się na niskim poziomie. (Tablice nr 1, nr 2 i nr 3)
- utrzymywała się silna dyscyplina płac w przedsiębiorstwach,
- spadały nakłady inwestycyjne,
- niskie było tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

Decyzje RPP o obniżkach stóp procentowych w I półroczu 2003 r. wynikały również w znacznym stopniu z ocen perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej jako czynnika wpływającego na przyszłą inflację. Mimo utrzymujących się słabych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, w tym przede wszystkim w Niemczech, w kraju zaczęły umacniać się symptomy ożywienia gospodarczego:

- stopniowo rosła dynamika produkcji sprzedanej przemysłu;
- utrzymywała się wysoka dynamika eksportu,
- comiesięczne badania koniunktury GUS wskazywały na poprawę klimatu koniunktury w przemyśle przetwórczym oraz w budownictwie;
- poprawiały się też wyniki finansowe przedsiębiorstw.

Jednak w ocenie Rady, początkowa faza ożywienia gospodarczego nie powodowała jeszcze, mimo słabnięcia kursu złotego, wzrostu presji inflacyjnej, która mogłaby stanowić zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego 2004 r.

RPP dostrzegała też czynniki stanowiące potencjalne źródło presji inflacyjnej, w tym przede wszystkim niepewną sytuację w sektorze finansów publicznych. Niepewność dotyczyła rozmiaru deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych w 2003 r. oraz skali dalszego rozluźnienia polityki fiskalnej w 2004 r. i w latach następnych. Czynnikiem, które mogły stanowić źródło presji inflacyjnej były też wysoka i rosnąca dynamika pieniądza gotówkowego

w obiegu oraz wysokie ceny ropy na rynkach światowych i możliwość dalszego ich wzrostu. Zjawiska te występowały w warunkach ożywienia gospodarczego.

Tablica nr 1

Wybrane roczne wskaźniki inflacji bazowej oraz CPI

	Po wyłączeniu cen o największej zmienności	Po wyłączeniu cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	15% średnia obciąża	CPI
wrz-02	1,3	2,8	1,5	1,3
paź-02	0,9	2,3	1,3	1,1
lis-02	0,8	2,1	1,3	0,9
gru-02	0,7	2,0	1,2	0,8
sty-03	0,5	1,6	1,0	0,5
lut-03	0,5	1,5	0,8	0,5
mar-03	0,5	1,4	0,8	0,6
kwi-03	0,0	1,2	0,6	0,3
maj-03	-0,1	1,2	0,8	0,4
cze-03	-0,1	1,1	0,9	0,8
lip-03	0,0	0,8	1,0	0,8
sie-03	0,1	0,8	1,0	0,7
wrz-03	0,3	0,9	1,2	0,9
paź-03	0,7	1,2	1,2	1,3
lis-03	1,0	1,3	1,4	1,6
gru-03	1,1	1,4	1,5	1,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Tablica nr 2

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych (za 12 miesięcy)

wrz-02	paź-02	lis-02	gru-02	sty-03	lut-03	mar-03	kwi-03	maj-03	cze-03	lip-03	sie-03	wrz-03	paź-03	lis-03	gru-03
1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,8	0,7	0,7	0,9	1,6

Źródło: ankieta firmy Ipsos, obliczenia NBP

Tablica nr 3

Prognozy inflacyjne analityków bankowych (za 11 miesięcy)

wrz-02	paź-02	lis-02	gru-02	sty-03	lut-03	mar-03	kwi-03	maj-03	cze-03	lip-03	sie-03	wrz-03	paź-03	lis-03	gru-03
2,9	2,5	2,5	2,5	2,6	2,3	2,1	2,2	2,0	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,5

Źródło: Reuters

Zmiany, jakie nastąpiły w sytuacji i prognozach gospodarczych w II półroczu 2003 r. przemawiały - w opinii Rady Polityki Pieniężnej - za zwiększoną ostrożnością w polityce pieniężnej.

Zgodnie z oczekiwaniami, roczne wskaźniki cen konsumpcyjnych stopniowo rosły, czemu towarzyszył wzrost wskaźników inflacji bazowej oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Zwiększyły się też, szczególnie wyraźnie pod koniec roku, oczekiwania inflacyjne osób prywatnych (Tablice nr 1, nr 2 i nr 3).

Trendy wzrostowe w gospodarce, wywołane w dużej mierze ożywieniem eksportu, stopniowo umacniały się mimo słabej koniunktury zewnętrznej:

- zwiększało się tempo wzrostu PKB oraz roczna dynamika produkcji sprzedanej przemysłu (Załącznik nr 2),
- utrzymywała się wysoka dynamika wpływów z eksportu (Załącznik nr 3),
- nadal poprawiały się wyniki finansowe przedsiębiorstw, a badania GUS wskazywały na dalszą poprawę koniunktury w przemyśle przetwórczym.

W ocenie Rady, związana z tym stopniowo zwiększająca się presja inflacyjna nie stanowiła - sama w sobie - zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego w 2004 r. Jednocześnie jednak rosło znaczenie czynników mogących utrudnić stabilizację inflacji na niskim poziomie, które występowały już w pierwszej połowie roku. Najważniejszym z nich pozostała niepewność dotycząca bieżącej i przyszłej sytuacji finansów publicznych. Problemy płynnościowe budżetu, zwiększająca się relacja długu publicznego do PKB, rosnące prawdopodobieństwo przekroczenia ustawowych progów ostrożnościowych, a także niepewność dotycząca perspektywy szybkiego i skutecznego uzdrowienia finansów publicznych spowodowały w drugiej połowie roku dalszy spadek kursu złotego wobec euro. Istotnym czynnikiem pogłębiającym ten spadek było silne wzmocnienie euro wobec dolara USA w tym okresie.

Podjmując decyzje o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, Rada brała też pod uwagę skalę dotychczas dokonanych obniżek, które z opóźnieniem będą wpływać na stopniowy wzrost popytu krajowego.

Rada Polityki Pieniężnej dokonała w pierwszym półroczu 2003 r. sześciu obniżek stóp procentowych NBP. Stopa referencyjna została obniżona z 6,75% do 5,25 %, stopa redyskonta weksli z 7,5% do 5,75%, stopa kredytu lombardowego z 8,75% do 6,75 %, a stopa depozytowa z 4,75% do 3,75%. W efekcie nominalne stopy procentowe znalazły się na najniższym poziomie od początku okresu transformacji. Spadły również stopy realne – w okresie od grudnia 2002 r. do grudnia 2003 r. stopa referencyjna skorygowana wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych zmniejszyła się o 2,39 pkt. proc. (z 5,90% do 3,51%), a jej średni poziom w 2003 r. obniżył się w stosunku do 2002 r. o 1,7 pkt. proc. W grudniu 2003 r. stopa referencyjna skorygowana indeksem cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) zmniejszyła się w porównaniu

z grudniem 2002 r. o 2,96 pkt. proc. (z 4,45% do 1,49%), a przeciętnie w 2003 r. była ona niższa w porównaniu z 2002 r. o 4,51 pkt. proc. Spadkowi stóp procentowych towarzyszyła istotna deprecjacja złotego.

Analizując decyzje z zakresu polityki pieniężnej podjęte w 2003 r., należy ponadto pamiętać, że w związku z opóźnieniami w procesie transmisji monetarnej ich wpływ na inflację zmaterializuje się przede wszystkim w 2004 r. i w 2005 r. Dlatego też na decyzje Rady Polityki Pieniężnej należy patrzeć przez pryzmat celu inflacyjnego po 2003 r., ustalonego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem odchyleń +/- 1 pkt. proc.

WARUNKI REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Czynniki zewnętrzne

W Założeniach polityki pieniężnej na 2003 rok Rada Polityki Pieniężnej wskazywała na wysoką niepewność prognoz czynników zewnętrznych wpływających na wzrost gospodarczy i inflację w 2003 r.

Rok 2003 przyniósł oczekiwaną poprawę w koniunkturze światowej, która objęła przede wszystkim gospodarki USA i Azji (Tablica nr 4).

Tablica nr 4

Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej w latach 2001-2002

	2002	2003				
	I-IV	I-IV	I	II	III	IV
Stany Zjednoczone – wzrost PKB (w %) ¹	2,2	3,1	2,1	2,4	3,6	4,3
Japonia – wzrost PKB (w %) ¹	-0,3	2,7	2,7	2,4	2,0	3,8
Strefa euro – wzrost PKB (w %)	0,9	0,4	0,7	0,1	0,3	0,6
w tym Niemcy ¹	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,0
Cena ropy naftowej (gat. Brent, USD/b) ²	25,0	28,9	31,4	26,1	28,4	29,4
Stany Zjednoczone – inflacja CPI (w %) ³	1,6	2,3	2,9	2,1	2,2	1,9
Strefa euro – inflacja CPI (w %) ³	2,2	2,1	2,3	1,9	2,1	2,1
Stany Zjednoczone – stopa funduszy federalnych ⁴	1,25	1,00	1,25	1,00	1,00	1,00
Strefa euro – stopa refinansowa ⁴	2,75	2,00	2,50	2,00	2,00	2,00

¹ w stosunku do odpowiedniego okresu roku poprzedniego.

² średnia w okresie.

³ średnia w okresie w stosunku do odpowiedniego okresu roku poprzedniego.

⁴ stan na koniec okresu.

Źródło: Bloomberg, Eurostat, Międzynarodowa Agencja Energetyki.

Tablica nr 5

Prognozy wzrostu PKB na 2003 r.

	Wiosna 2002	Jesień 2002	Wiosna 2003	Jesień 2003	Realizacja
USA	3,1	2,3	2,4	2,8	3,1
Niemcy	2,7	1,4	0,4	0,0	-0,1
UE	2,9	2,0	1,3	0,8	0,7
Strefa euro	2,9	1,8	1,0	0,4	0,4

Źródło: Komisja Europejska

Natomiast wzrost w UE, która ma dla Polski szczególne znaczenie ze względu na skalę powiązań ekonomicznych, okazał się znacznie słabszy, niż wcześniej przewidywano (Tablica nr 5). Najsilniej rozbieżność ta wystąpiła w przypadku Niemiec, gdzie poziom PKB nieznacznie obniżył się wobec 2002 r. Osłabienie aktywności w gospodarce niemieckiej nie wywołało

jednakże obniżenia jej popytu importowego². Zwiększył się import z krajów oferujących tańsze produkty, w tym również z Polski^{3 4}.

Do obniżenia ujemnego salda w obrotach handlowych w 2003 r. – obok wzrostu popytu zewnętrznego na polskie towary - przyczyniały się nadal korzystne warunki konkurencji cenowej i kosztowej w polskim handlu zagranicznym (Tablica nr 6).

Tablica nr 6

Zmiany wskaźników konkurencyjności*

(w % w stosunku do tego samego okresu roku poprzedniego)

	2002				2003			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Relacja cen eksportu do cen produkcji przemysłowej	0,4	6,3	3,7	6,7	4,3	5,2	0,5	0,3
Relacja cen eksportu do jednostkowych kosztów pracy	0,5	9,7	11,3	17,6	13,1	18,6	11,1	20,9

*Wskaźniki te pokazują cenową i kosztową konkurencyjność eksportu; ich wzrost oznacza poprawę tej konkurencyjności.

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Podobnie jak w 2002 r. złożyły się na to: znaczna nominalna i realna deprecjacja złotego (Tablica nr 7) oraz szybszy od wzrostu płac wzrost wydajności pracy w gospodarce.⁵ Średnie jednostkowe koszty pracy w przetwórstwie przemysłowym wyrażone w złotych zmniejszyły się w 2003 r. o ok. 9,0% w stosunku do 2002 r. W połączeniu z osłabieniem złotego wobec euro w tym okresie (odpowiednio o 14,1%) oznaczało to spadek jednostkowych kosztów pracy wyrażonych w euro o ok. 20,2%.

Tablica nr 7

Średnioroczne zmiany kursu złotego w latach 2001-2003

(zmiany w % do roku poprzedniego)

Kurs złotego	2001	2002	2003
Nominalny efektywny	9,0	-4,0	-8,5
Realny efektywny deflowany PPI	7,9	-3,8	-7,2
Realny efektywny deflowany jednostkowymi kosztami pracy	7,7	-9,5	-17,4

„-” oznacza deprecjację kursu złotego

Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

² Import Niemiec według rachunków narodowych wzrósł w 2003 r. o 2,6% wobec spadku o 1,6% w 2002 r.

³ W 2003 r. Polska była już piątym dostawcą spoza krajów UE na rynek niemiecki, wyprzedzając pod względem wartości dostaw Japonię.

⁴ Według danych GUS w 2003 r. wartość polskiego eksportu do Niemiec wyrażona w euro wzrosła o 9,1% wobec 1,8% w 2002 r.

⁵ Od grudnia 2002 r. do grudnia 2003 r. wydajność pracy w przemyśle przetwórczym wzrosła o 21,2%, podczas gdy wynagrodzenia zwiększyły się realnie o 4,5%.

Tablica nr 8

Średnie odchylenie kursu fixingowego od parytetu kursu centralnego NBP z 11.04.2000 r. (w %)*

	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
2001	-8,8	-13,5	-7,7	-10,3
2002	-10,4	-10,0	-4,2	-6,8
2003	-5,3	-3,8	-1,9	0,2

*/ „-„,„ oznacza odchylenie w stosunku do kursu parytetowego w stronę aprecjacji

Źródło: NBP

Na osłabienie złotego w 2003 r. wpływały następujące czynniki:

- znaczący wzrost premii za ryzyko wywołany rosnącą niepewnością co do przyszłej polityki fiskalnej. Dodatkowo, premia za ryzyko zwiększyła się w związku z niestabilną sytuacją na węgierskim rynku walutowym i tym samym wzrostem niechęci inwestorów do lokowania kapitału na rynkach krajów Europy Środkowej,
- obniżający się od 2001 r. dysparytet realnych stóp procentowych pomiędzy Polską i zagranicą,
- mniejszy napływ kapitału zagranicznego z tytułu inwestycji bezpośrednich na polski rynek,
- rosnąca aprecjacja euro do dolara amerykańskiego na rynku światowym⁶.

W 2003 r. w kierunku umocnienia polskiej waluty oddziaływała przede wszystkim dalsza poprawa salda na rachunku obrotów bieżących oraz znaczący wzrost produktywności i związany z nim spadek jednostkowych kosztów pracy.

W warunkach postępującego ożywienia w USA oraz krajach azjatyckich, przy silnej deprecjacji dolara amerykańskiego, w 2003 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu cen dolarowych na światowych rynkach surowcowych. Wzrost cen surowców nieenergetycznych⁷ był przeszło dwukrotnie szybszy niż w 2002 r., a ceny ropy naftowej (typu Brent) podniosły się o 15,4% wobec wzrostu o 2,3% w 2002 r. Wpłynęło to – obok deprecjacji złotego - na przyspieszenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu, szczególnie w II połowie 2003 r.

⁶ W 2003 r. euro umocniło się wobec dolara amerykańskiego o ok. 20%; średnioroczna deprecjacja nominalnego kursu EUR/PLN wyniosła w 2003 r. 14,1% (wobec deprecjacji o 5,1% w 2002 r.), kurs złotego do dolara amerykańskiego umocnił się o 4,7% (podczas gdy w 2002 r. pozostał na poziomie 2001 r.).

⁷ W tej grupie najsilniej wzrastały ceny metali; w 2003 r. zwiększyły się one o 12,8% wobec spadku o 4% w 2002 r.

Ceny żywności, ceny kontrolowane

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w grudniu 2003 r. wzrosły – zgodnie z przewidywaniami z sierpnia 2002 r. - o 2,1%. Największy wzrost cen żywności nastąpił począwszy od września 2003 r., co było związane z sytuacją na rynku rolnym. Niższe niż przed rokiem zbiory – przede wszystkim zbóż oraz zmniejszająca się produkcja zwierzęca prowadziły, w warunkach umiarkowanego przyrostu spożycia, do wzrostu cen podstawowych produktów rolnych i w konsekwencji do wzrostu cen detalicznych produktów żywnościowych.

Wzrost cen detalicznych odnotowano we wszystkich podstawowych grupach żywności, z wyjątkiem ryb, cukru, miodu i wyrobów czekoladowych. Najbardziej wzrosły ceny pieczywa i przetworów zbożowych, mleka, serów, jaj, olejów i owoców.

W grudniu 2003 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen kontrolowanych wyniosło 2,3%, podczas gdy w sierpniu 2002 r. przewidywano jego wzrost o 3,6%-4,8%. Okazało się, że zakładane w projekcjach podwyżki cen podstawowych nośników energii, w tym energii elektrycznej i ciepłej, wprowadzono w niższej skali niż początkowo przewidywano. Słabsze od zakładanych były też wzrosty cen w grupach towarów i usług, których ceny podlegają regulacjom na szczeblach lokalnych. Ponadto podwyżki podatku akcyzowego były niższe od prognozowanych. Gdyby sprawdziły się prognozy wzrostu cen kontrolowanych z sierpnia 2002 r., inflacja w grudniu 2003 r. wyniosłaby około 2%-2,3%, czyli mieściłaby się w granicach wyznaczonego celu inflacyjnego.

Uwarunkowania systemowe, wzajemna relacja polityki pieniężnej i fiskalnej

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2003 rok* podkreślano, że do stworzenia podstaw trwałego zrównoważenia finansów publicznych, wzrostu zatrudnienia i rozwoju gospodarczego niezbędne i pilne staje się przeprowadzenie reform strukturalnych i systemowych, takich jak dalsza liberalizacja prawa pracy i prywatyzacja, racjonalizacja bieżących wydatków budżetu. Opóźnienia lub zaniechania reform przyczyniają się do obniżenia długookresowego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Utrzymujący się strukturalny deficyt sektora finansów publicznych i związane z tym potrzeby pożyczkowe budżetu ograniczają zasób środków, które mogłyby być przeznaczone na inwestycje przedsiębiorstw. Drenaż oszczędności krajowych przez sektor publiczny ogranicza możliwości obniżania stóp procentowych. W rezultacie niekorzystna kombinacja polityki fiskalnej i pieniężnej zwiększa realne koszty osiągnięcia i utrzymywania równowagi wewnętrznej i zewnętrznej.

Na rynku pracy w 2003 r. nadal występowały bariery utrudniające tworzenie nowych miejsc pracy. Na początku roku wprowadzono zmiany, także w kodeksie pracy, które wpłynęły na uelastycznienie stosunków pracy. Stworzyło to przedsiębiorcom nieco lepsze warunki do dostosowania zatrudnienia do aktualnych potrzeb i możliwości finansowych, a równocześnie pozwalało na zmniejszenie kosztów związanych ze zwalnianiem pracowników. Kodeks pracy został jednak pod koniec roku ponownie znowelizowany, gdyż niektóre z wprowadzonych zmiany nie były zgodne ze standardami Unii Europejskiej.

Jedną z istotnych barier tworzenia nowych miejsc pracy są wysokie pozapłacowe koszty pracy. Do tej pory nie udało się wypracować formy zmniejszenia obciążeń obligatoryjnych (na Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, Fundusz Pracy), nie zmieniając jednocześnie ubezpieczeniowego charakteru tych składek. Jednocześnie stosunkowo łatwy dostęp do świadczeń społecznych umożliwia wczesne przechodzenie osób zatrudnionych na renty i świadczenia przedemerytalne. Ponadto badania wskazują, że w 2003 r. mniejsza niż w poprzednich latach liczba osób nieaktywnych zawodowo wracała na rynek pracy.

Duży „klin podatkowy”⁸ (w 2002 r. 43%) skłania pracodawców do unikania pozapłacowych kosztów pracy poprzez stosowanie elastycznych form zatrudnienia (w mniejszym stopniu obciążonych składkami) oraz zatrudnianie w szarej strefie. Na powszechność tego zjawiska może wskazywać powiększająca się różnica między liczbą pracujących według BAEL i według sprawozdawczości przedsiębiorstw. Ponadto, zgodnie z oficjalnymi szacunkami GUS, obecnie około 900 tys. osób pracuje w szarej strefie, nie płacąc podatków i nie odprowadzając składek ubezpieczeniowych.

Stosunkowo wysoki w porównaniu z najniższą płacą zasiłek dla bezrobotnych (w 2003 r. tylko o niecałe 15% niższy niż minimalna płaca netto), w dodatku niedostosowany do regionalnych różnic w płacach, zniechęcał do poszukiwania pracy gorzej wykwalifikowanych bezrobotnych, szczególnie w regionach słabiej rozwiniętych, w których siła nabywcza zasiłków w stosunku do płac jest relatywnie wysoka.

W 2003 r. powstawało wprawdzie coraz więcej nowych miejsc pracy⁹, ale na koniec roku ok. 25% zgłaszanych miejsc pracy pozostało niewykorzystanych, co wskazuje na utrzymujące

⁸ „Klin podatkowy” to różnica między kosztami pracy dla pracodawcy (płaca brutto + obowiązkowe składki płacone przez pracodawcę) a wynagrodzeniem, które otrzymuje pracownik (płaca netto), odniesiona do kosztów pracy.

⁹ Do urzędów pracy zgłoszono w 2003 r. o ponad 30% więcej ofert pracy niż w roku poprzednim.

się duże niedopasowanie podaży i popytu na pracę. Przyczyną tego zjawiska może być znaczne zróżnicowanie bezrobotnych pod względem szans na znalezienie pracy odpowiadającej ich kwalifikacjom oraz ich niewielka mobilność zawodowa i przestrzenna¹⁰. Świadczy o tym utrzymywanie się bezrobocia długotrwałego - w 2003 r. ponad 50% zarejestrowanych bezrobotnych pozostawało bez pracy dłużej niż rok.

W tych warunkach wydaje się, że w celu poprawy sytuacji na rynku pracy nie wystarczą działania dotyczące bezpośrednio tego rynku (zmiany prawa pracy, ułatwienia zatrudnienia absolwentów itp.). Konieczne staje się przeprowadzenie zmian, zwłaszcza w systemie ubezpieczeń społecznych i opieki społecznej, które przekształciłyby strukturę kosztów pracy tak, by stworzyć więcej zachęt do legalnego zatrudnienia, nie obniżając jednocześnie drastycznie świadczeń dla osób, które ich naprawdę potrzebują.

Przekształcenia własnościowe majątku Skarbu Państwa nie uległy przyspieszeniu. Łączne wpływy z prywatyzacji netto wyniosły w 2003 r. 2,96 mld zł wobec planowanych w budżecie 7,4 mld zł (w 2002 r. wpływy netto z prywatyzacji wyniosły 2,18 mld zł). Przychody te zrealizowano głównie dzięki sprzedaży mniejszościowych pakietów akcji pozostających w posiadaniu Skarbu Państwa (np. sprzedaż pakietu akcji TP S.A. przyniosła 1,63 mld zł).

Napływ zagranicznego kapitału do polskiej gospodarki ustabilizował się na stosunkowo niskim poziomie. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie wyniosły w 2003 r. 16,4 mld zł wobec 16,8 mld zł w 2002 r. oraz 23,3 mld zł w 2001 r. (dane pochodzą z bilansu płatniczego NBP na bazie transakcji).

Efektom istniejących nadal w polskiej gospodarce ograniczeń mechanizmu konkurencyjnego na niektórych rynkach (np. telekomunikacja, przemysł rafineryjny) są wyższe niż w warunkach konkurencji doskonałej ceny (producenci zajmujący na rynku pozycję monopolistyczną osiągają zyski nadzwyczajne). Skutki utrzymywania konkurencji niedoskonałej w Polsce oszacowano na 0,2 – 0,3 pkt. proc. inflacji mierzonej PPI rocznie¹¹, co należy interpretować jako nadwyżkę indeksu PPI w stosunku do sytuacji konkurencji doskonałej.

¹⁰ Z badań GUS (na podstawie ewidencji gmin o zameldowaniu) wynika, że w okresie 1995-2002 liczba osób zmieniających w kolejnych latach miejsce zamieszkania na stałe lub czasowo nie zmieniała się istotnie i wynosiła 1030-1130 tys. Spośród tych osób ponad połowa zmieniła miejsce zamieszkania, ponieważ otrzymała bardziej atrakcyjną ofertę pracy, ale tylko co dziesiąta przeniosła się ze względu na zagrożenie bezrobociem.

¹¹ Niezależny Ośrodek Badań Ekonomicznych NOBE, *Raport na temat wpływu regulacyjnych aspektów procesu integracji na poziom cen*, opracowanie przygotowane na zlecenie Ministerstwa Finansów RP, Warszawa, listopad 2003.

W polityce pieniężnej w 2003 r. uwzględniano utrzymywanie się wysokiego deficytu sektora finansów publicznych oraz perspektywy znacznego wzrostu tego deficytu w 2004 r.

Deficyt budżetu państwa w 2003 r. wyniósł 4,5% PKB (tj. o 0,5 pkt. proc. mniej niż w 2002 r.) i był niższy od limitu przyjętego w ustawie budżetowej. Jego obniżenie było głównie efektem niższych niż planowano wydatków budżetu państwa. Ograniczenie wydatków budżetowych o ok. 5,3 mld zł (2,7% poniżej planu) okazało się znacznie większe od wielkości brakujących wpływów budżetowych (3,6 mld zł, tj. 2,3% planu). Mniejsze wydatki budżetu państwa wynikały przede wszystkim z niższych od zakładanych kosztów obsługi długu publicznego¹², niezrealizowania wydatków warunkowych¹³ oraz majątkowych (głównie na cele inwestycyjne). Jednak w porównaniu z 2002 r. wydatki budżetu państwa były w ub.r. wyższe o 3,4% (o 2,6% w ujęciu realnym – skorygowane średniorocznym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych), a wzrost wydatków całego sektora wyniósł 6,1% (odpowiednio 5,2% realnie)¹⁴.

Na kształtowanie się nierównowagi sektora finansów publicznych w 2003 r. wpływ miał także ujemny wynik pozostałych podmiotów sektora. Deficyt ten był nominalnie na poziomie zbliżonym do 2002 r. (0,9% PKB) i wynikał z jednej strony z wzrostu deficytu państwowych funduszy celowych, głównie Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, a z drugiej – spadku deficytu jednostek samorządu terytorialnego.

W konsekwencji deficyt kasowy sektora finansów publicznych wyniósł 5,4% PKB, a deficyt ekonomiczny¹⁵ - 4,6% PKB. Obydwie miary sytuacji fiskalnej ukształtowały się, zatem na poziomie niższym od zrealizowanego w 2002 r. W warunkach znacznego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w 2003 r. nie oznacza to jednak poprawy sytuacji sektora finansów publicznych, o czym świadczy kasowy deficyt strukturalny sektora, który pozostał na podobnym jak w 2002 r. poziomie.

¹² Był to efekt niższego od założonego w budżecie na 2003 r. poziomu stóp procentowych na rynku krajowym i rynkach zagranicznych.

¹³ Brak podstaw do realizacji zapisanych w *Ustawie budżetowej na rok 2003* wydatków warunkowych wynikał z tego, że rzeczywiste wpływy z podatku akcyzowego i ceł na koniec III kwartału ub.r. były niższe od wielkości pozwalającej na uruchomienie wydatków warunkowych.

¹⁴ Uwzględniając wydatki finansowane ze środków bezzwrotnych pochodzących z Unii Europejskiej, wydatki sektora finansów publicznych zwiększyły się odpowiednio o: 6,5% i 5,7%.

¹⁵ Deficyt ekonomiczny to deficyt kasowy sektora finansów publicznych powiększony o wypłaty rekompensat z tytułu niepodwyższania płac oraz emerytur i rent na przełomie lat 1991/1992 i pomniejszony o transfer składki ubezpieczeniowych przekazywanych przez ZUS do otwartych funduszy emerytalnych; obliczenia NBP.

Miary nierównowagi fiskalnej

	2002	2003	
	Wykonanie	Ustawa budżetowa	Wykonanie
	mld zł		
Deficyt budżetu państwa	-39,4	-38,7	-37,0
Deficyt kasowy sektora finansów publicznych	-46,0	-48,3	-43,8
Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych	-39,3	-40,1	-37,1
	% PKB		
Deficyt budżetu państwa	-5,0	-4,9	-4,5
Deficyt kasowy sektora finansów publicznych	-5,9	-6,1	-5,4
Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych	-5,0	-5,1	-4,6
Deficyt strukturalny sektora finansów publicznych wg metodologii MFW	-5,1	-	-5,0

Uwaga: W związku ze zmianą metodologii liczenia nominalnego PKB (w lutym 2004 r. GUS opublikował skorygowane dane z rachunków narodowych za lata 1995 – 2003) miary deficytów w relacji do PKB w roku 2003 nie są porównywalne z wielkościami prognozowanymi w *Ustawie budżetowej na 2003 r.*

Utrzymywanie kolejny rok z rządu wysokiego deficytu sektora finansów publicznych spowodowało przekroczenie w ub.r. przez dług publiczny pierwszego progu ostrożnościowego zapisanego w ustawie o finansach publicznych, tj. 50% PKB. Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji wyniósł na koniec 2003 r. 51,6% PKB.

Istotnym elementem warunkującym w 2003 r. nastawienie i kierunek działania polityki pieniężnej były niekorzystne perspektywy rozwoju sytuacji finansów publicznych w 2004 r. oraz w latach następnych. Opracowany we wrześniu 2003 r. projekt ustawy budżetowej na 2004 r. zakładał dalszy wzrost nierównowagi finansów publicznych. Przyjęty w tym projekcie deficyt budżetu państwa został zwiększony do 45,5 mld zł, tj. do poziomu 5,3% PKB, a liczony według metodologii stosowanej w ubiegłych latach (zgodnie, z którą dotacja dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych z tytułu składek przekazanych do Otwartych Funduszy Emerytalnych stanowi wydatek budżetu państwa), deficyt budżetu państwa w 2004 r. ma wynieść 6,6% PKB. Wysoki wzrost deficytu w 2004 r. wynika tylko częściowo z konieczności wpłaty do budżetu UE składki członkowskiej Polski, która w br. wyniesie ok. 5,8 mld zł. Bez tego zobowiązania deficyt budżetu państwa wyniósłby ok. 5,9% PKB. Łącznie ze wzrostem niedoborów pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, deficyt całego sektora ma sięgnąć ok. 8% PKB, mimo dalszego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Założony w br. wysoki poziom deficytu

finansów publicznych oznacza również poważne zagrożenie przekroczenia przez dług publiczny II progu ostrożnościowego (55% PKB).

Niepewności, co do sytuacji fiskalnej w najbliższych latach nie usunął przygotowany przez rząd w październiku 2003 r. projekt *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*. Proponowane rozwiązania dotyczące wzrostu dochodów oraz ograniczenia wydatków zakładały w latach 2004 – 2007 efekt finansowy na kwotę ok. 50 mld zł. Pełna realizacja tego programu spowodowałaby zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych o ok. 1,6% PKB w 2007 r., co nie eliminowałoby ryzyka przekroczenia w najbliższej przyszłości kolejnych progów ostrożnościowych. Zakładany wzrost deficytu finansów publicznych w 2004 r., planowane podjęcie zasadniczych działań dostosowawczych dopiero w 2005 r. oraz obawa o ostateczny kształt *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych* należały do czynników decydujących o utrzymaniu na niezmiennym poziomie stóp procentowych NBP w drugiej połowie 2003 r.

INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W celu odpowiedniego kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych, NBP posługiwał się następującym zestawem instrumentów: operacje otwartego rynku, operacje kredytowo-depozytowe oraz rezerwa obowiązkowa.

W 2003 r. utrzymywała się strukturalna nadpłynność sektora bankowego. Bank centralny kontynuował proces jej ograniczania, głównie za pomocą bezwarunkowej sprzedaży obligacji skarbowych z portfela NBP, uzyskanych w 1999 r. w wyniku konwersji niezbywalnych zobowiązań Skarbu Państwa wobec banku centralnego. Nadpłynność operacyjna absorbowana była za pomocą emisji bonów pieniężnych NBP z 14 dniowym terminem zapadalności.

Stopy procentowe

Realizacja polityki pieniężnej w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego polega na utrzymywaniu oficjalnych stóp procentowych NBP na poziomie spójnym z założonym celem. Prowadzenie operacji otwartego rynku oraz operacji kredytowo-depozytowych o rentownościach wyznaczanych przez RPP wpływa na poziom stóp rynku międzybankowego i pośrednio na oprocentowanie depozytów i kredytów w bankach komercyjnych, co z kolei oddziałuje na decyzje gospodarstw domowych dotyczące oszczędności i konsumpcji oraz na poziom inwestycji przedsiębiorstw.

Stopami wytyczającymi kierunek prowadzonej przez NBP w 2003 r. polityki pieniężnej, były: stopa referencyjna, stopa lombardowa i stopa depozytowa.

Stopa referencyjna wyznaczała minimalną rentowność bonów pieniężnych sprzedawanych w ramach operacji otwartego rynku. Począwszy od 1 stycznia 2003 r., zapadalność podstawowych operacji otwartego rynku w postaci emisji bonów pieniężnych NBP została skrócona z 28 do 14 dni. Minimalne oprocentowanie absorbujących płynność krótkookresowych operacji otwartego rynku informowało o bieżącym kierunku polityki pieniężnej i oddziaływało na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności.

Stopa lombardowa wyznaczała maksymalny koszt pozyskania przez banki pieniądza na jeden dzień w banku centralnym. **Stopa depozytowa** wyznaczała cenę, jaką bank centralny oferował bankom komercyjnym za złożenie w NBP depozytu jednodniowego.

Stopy procentowe rynku pieniężnego oscylowały wokół stopy referencyjnej, kształtując się w przedziale wyznaczonym przez stopę lombardową i stopę depozytową.

W 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżała minimalną rentowność bonów pieniężnych NBP sześciokrotnie. Rentowność ta została zmniejszona o 1,5 pkt. proc. z 6,75% na koniec 2002 r. do 5,25% na koniec 2003 r. Obniżanie oficjalnych stóp procentowych było nierównomierne i prowadziło do zawężenia symetrycznego korytarza wahań stóp rynkowych.

Tablica nr 10

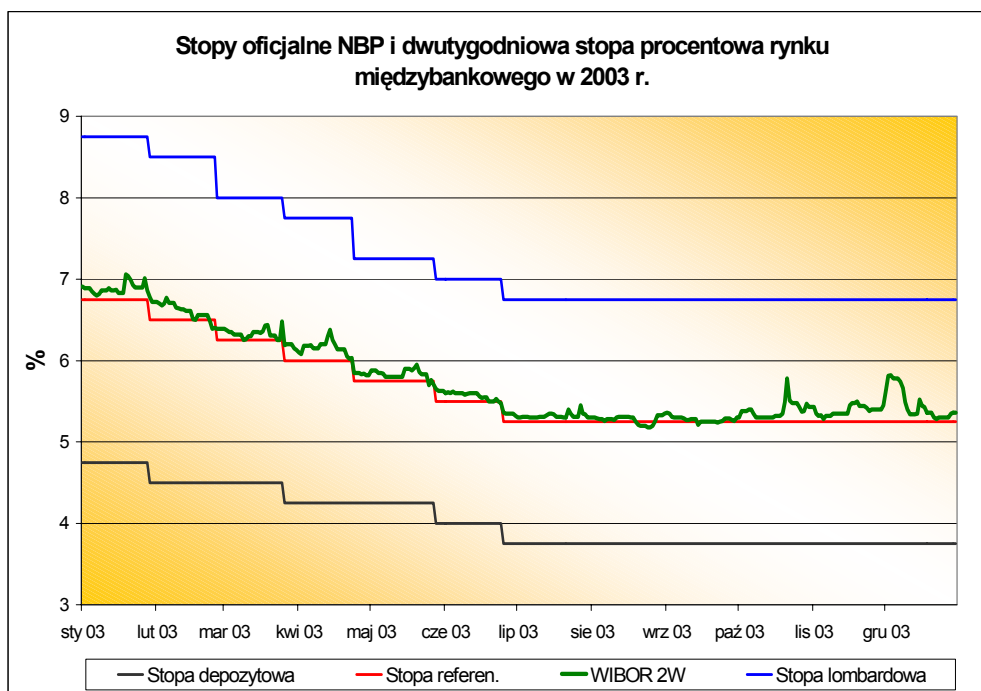
Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian oficjalnych stóp procentowych w 2003 r.

Data	Decyzja:
29 stycznia	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,75% do 6,5% w skali roku - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 8,75% do 8,5% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 7,5% do 7,25% - Obniżenie stopy depozytowej z 4,75% do 4,5%.
26 lutego	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,5% do 6,25% w skali roku - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 8,5% do 8% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 7,25% do 6,75%
26 marca	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,25% do 6% w skali roku - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 8% do 7,75% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,75% do 6,5% - Obniżenie stopy depozytowej z 4,5% do 4,25%.
24 kwietnia	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6% do 5,75% w skali roku - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,75% do 7,25% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,5% do 6,25%
28 maja	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 5,75% do 5,5% w skali roku - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,25% do 7% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,25% do 6% - Obniżenie stopy depozytowej z 4,25% do 4%.
25 czerwca	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 5,5% do 5,25% w skali roku - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7% do 6,75% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6% do 5,75% - Obniżenie stopy depozytowej z 4% do 3,75%.

Źródło: dane NBP.

Wraz z obniżkami stopy referencyjnej spadały krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego.

Wykres nr 1



Źródło: dane NBP

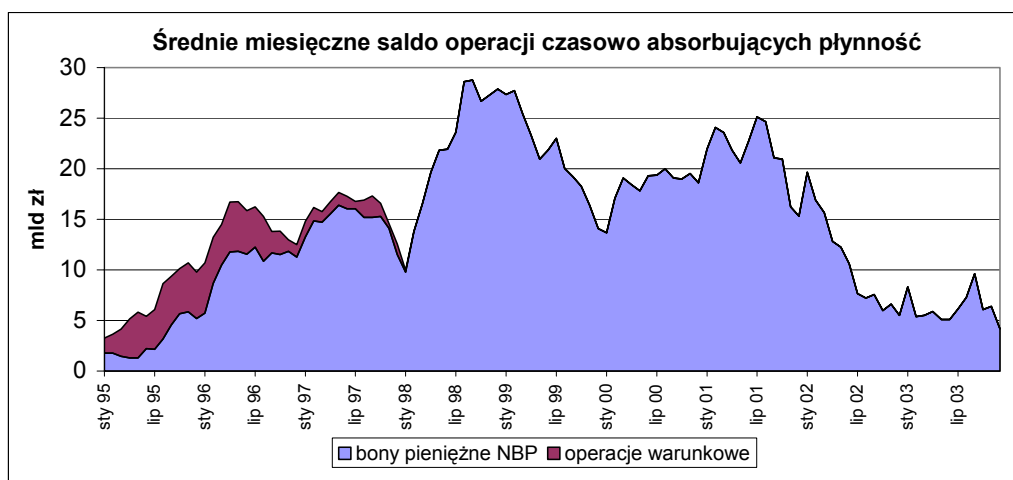
Operacje otwartego rynku

Zasady prowadzenia operacji otwartego rynku w 2003 r. regulowała uchwała RPP z dnia 17 grudnia 2002 r.. Dokonano w niej podziału operacji otwartego rynku na trzy główne kategorie: podstawowe, dostrajające i strukturalne.

Podstawowym instrumentem wykorzystywanym przez NBP w 2003 r. do ograniczania nadpłynności operacyjnej występującej w sektorze bankowym była emisja bonów pieniężnych NBP. W porównaniu z 2002 r. termin zapadalności podstawowych operacji otwartego rynku został skrócony z 28 do 14 dni. Zmiana ta miała na celu usprawnienie zarządzania płynnością przez bank centralny i banki komercyjne oraz uzyskanie większej stabilności stawek rynkowych. Ponadto przybliżyła krajowy system do rozwiązań stosowanych w Eurosystemie. Emisja 14-dniowych bonów pieniężnych NBP była dokonywana regularnie, raz w tygodniu w piątek.

Skalę operacji absorbujących płynność, prowadzonych w celu stabilizowania rynku, przedstawia wykres nr 2.

Wykres nr 2



Źródło: dane NBP

Saldo operacji otwartego rynku zmniejszyło się na koniec 2003 r. do poziomu 6,0 mld zł, tj. o 1,3 mld zł w porównaniu z poziomem na koniec 2002 r. Spadek ten był efektem zmniejszenia operacyjnej nadpłynności sektora bankowego, spowodowanego przede wszystkim przyrostem pieniądza gotówkowego w obiegu, wzrostem salda złotych środków budżetowych w NBP, sprzedażą walut netto przez NBP oraz sprzedażą obligacji skonwertowanych z portfela NBP.

W wyjątkowych sytuacjach (np. w przypadku znacznych zaburzeń płynności bądź powstania zagrożenia dla funkcjonowania systemu płatniczego), NBP mógł zastosować **operacje dostrajające** w postaci:

- emisji bonów pieniężnych NBP z terminem zapadalności od 1 do 7 dni,
- zakupu od banków skarbowych papierów wartościowych lub przedterminowego wykupu bonów pieniężnych NBP, w sytuacjach wymagających doraźnego zasilenia sektora bankowego w płynność.

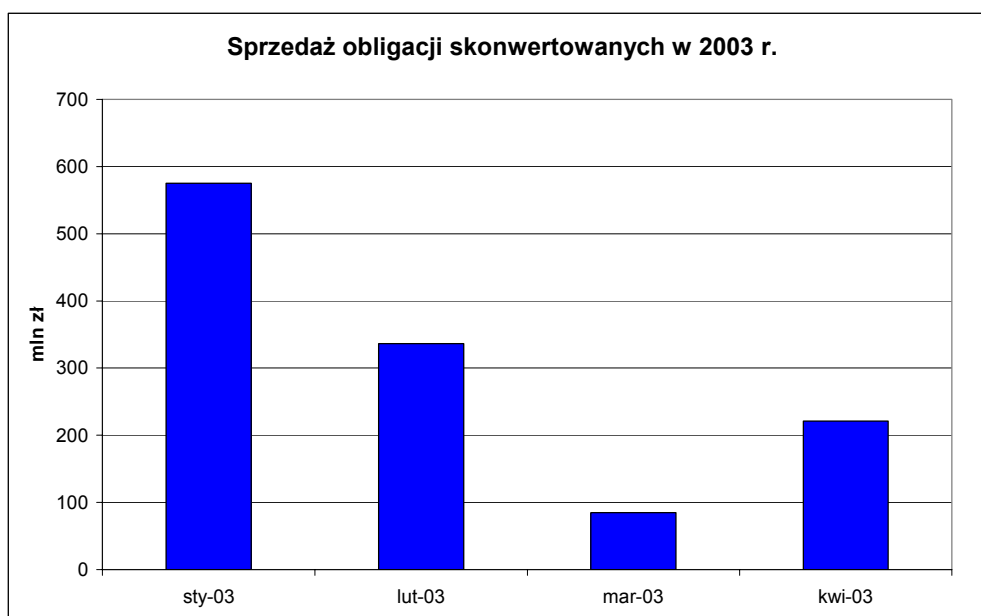
Operacje dostrajające mogły zatem przyjmować zarówno formę operacji zasilających, jak i absorbujących, zaś ich termin miał być zależny od długości występowania zaburzenia. Instrument ten nie był wykorzystany w 2003 r.

W 2003 r. zakończono sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbowych z portfela NBP¹⁶. Operacja typu *outright*¹⁷ miała charakter **strukturalny** i absorbowała płynność w sposób trwały.

Na wszystkich przetargach mających miejsce w 2003 r.¹⁸ zaoferowano do sprzedaży skarbowe skonwertowane papiery wartościowe z portfela NBP o wartości nominalnej 1,24 mld zł. Standardową kwotą obligacji oferowaną do sprzedaży na przetargu było 300 mln zł. Na przetargach NBP akceptował rentowność obligacji na poziomie zbliżonym do rynkowego.

Skalę operacji typu *outright* w 2003 r. (według wartości nominalnej obligacji skonwertowanych sprzedanych w miesiącu) przedstawia wykres nr 3.

Wykres nr 3



Źródło: dane NBP

Operacje otwartego rynku w 2003 r. prowadzone były z grupą 13 podmiotów, tj. z 12 bankami – dealerami rynku pieniężnego oraz Bankowym Funduszem Gwarancyjnym. Banki - dealerzy zostały wyłonione zgodnie z jednolitymi kryteriami kwalifikacyjnymi Indeksu Aktywności Dealerskiej (IAD). Wykazały się one dużą aktywnością na rynku instrumentów terminowych na stopę procentową (FRA i IRS) oraz miały znaczny udział w rynku skarbowych

¹⁶ Obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa w 1999 r. w celu zamiany zadłużenia wobec NBP na rynkowe papiery wartościowe.

¹⁷ Operacja bezwarunkowej sprzedaży bankom przez bank centralny papierów wartościowych.

¹⁸ Ostatnia operacja tego typu została przeprowadzona 17 kwietnia 2003 r.

papierów wartościowych (bonów i obligacji), bonów pieniężnych NBP, lokat międzybankowych oraz na rynku FX swapów.

W NBP kontynuowano działania związane z opracowaniem nowych procedur dotyczących zasad wyboru banków kontrahentów w systemie operacji otwartego rynku. Banki te w przyszłości znajdą się na liście ogłaszanej przez EBC i będą uczestniczyły w operacjach dostrajających i strukturalnych. W obowiązujących aktualnie procedurach wyboru uwzględniona została już większość wymogów określonych przez EBC.

Rezerwa obowiązkowa

Utrzymywanie przez banki rezerwy obowiązkowej w systemie uśrednionym jest jednym z elementów wpływających na łagodzenie wahań rynkowych stóp procentowych. Podstawę naliczenia rezerwy obowiązkowej stanowią środki pieniężne zgromadzone na rachunkach bankowych, środki uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych oraz inne środki przyjęte przez bank podlegające zwrotowi. Środki przyjęte od innego banku krajowego, a także środki pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata są wyłączone z podstawy naliczenia rezerwy.

Zasady naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej określa uchwała nr 64/2001 Zarządu NBP z dnia 21 grudnia 2001 r. wraz z późniejszymi zmianami.

W 2003 r. zaszły następujące zmiany w zasadach utrzymywania i naliczania rezerwy obowiązkowej:

- od 30 września – zgodnie z art. 39a ustawy o NBP – banki pomniejszają kwotę naliczonej rezerwy obowiązkowej o równowartość 500 tys. euro obliczoną według kursu średniego ogłaszanego przez NBP z ostatniego dnia miesiąca stanowiącego podstawę naliczenia rezerwy obowiązkowej,

- od 31 października 2003 r. – uchwałą nr 14/2003 RPP zmniejszono stopę rezerwy obowiązkowej z 4,5 % do 3,5 %.

Rezerwa obowiązkowa jest naliczana i utrzymywana w złotych. Środki rezerwy obowiązkowej, gromadzone na rachunku bieżącym bądź na rachunku rezerwy obowiązkowej, mogą być wykorzystywane do bieżących rozliczeń pieniężnych. Środki rezerwy obowiązkowej nie są oprocentowane.

Rezerwę obowiązkową naliczają i utrzymują wszystkie banki z wyjątkiem banków, które na mocy decyzji Zarządu NBP podjętych w latach 1994-2000 były zwolnione z utrzymywania rezerwy obowiązkowej w okresie realizacji programu naprawczego. W 2003 r. trzy banki

korzystały ze zwolnienia na podstawie decyzji podjętych w poprzednich latach. W dwóch bankach zwolnienia z utrzymywania rezerwy wygasły w trakcie roku. Kwota zwolnionej rezerwy na 31 grudnia 2003 r. wynosi 422 mln. zł.

Tablica nr 11

Zmiany w wysokości rezerwy obowiązkowej w 2003 r.

(w mln zł)

Wyszczególnienie	Stan na 31.12.2002 r.	Zmiana w ciągu kwartałów				Stan na 31.12.2003 r.
		I	II	III	IV	
Rezerwa obowiązkowa na rachunku w NBP	13 039	35	123	- 714	- 2 263	10 220

Źródło: obliczenia NBP.

Na zmianę stanu rezerwy obowiązkowej na dzień 31.12.2003 r. w stosunku do stanu na dzień 31.12.2002 r. zasadniczy wpływ miały:

- pomniejszenie - od 30 września 2003 r. - kwot naliczonej rezerwy obowiązkowej o równowartość 500 tys. euro,
- obniżenie - od 31 października 2003 r. – stopy rezerwy obowiązkowej o 1 pkt proc.,
- wygaśnięcie zwolnień z rezerwy obowiązkowej – z dniem 30 czerwca i 31 grudnia 2003 r.,
- przyrost depozytów stanowiących podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej o 3,9 % w skali rocznej.

We wszystkich okresach rezerwowych w 2003 r. – z wyjątkiem grudnia, kiedy odchylenie w sektorze było ujemne i wyniosło 1,5 mln zł - utrzymywała się nadwyżka średniego stanu środków rezerwy obowiązkowej na rachunkach bieżących w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy. Nadwyżka ta zmniejszyła się średnio, w stosunku do 2002 r., o 13 mln. zł i wynosiła w trakcie 2003 r. średnio 30 mln zł.

Od grudnia 2001 r. NBP codziennie publikuje informacje na temat wielkości wymaganej rezerwy obowiązkowej oraz stanu środków banków na rachunkach bieżących w NBP i rachunkach rezerwy obowiązkowej w dniu poprzednim (strona NBPM w serwisie Reuters).

Operacje kredytowo-depozytowe i refinansowanie banków

Operacje kredytowo – depozytowe dokonywane z bankiem centralnym miały na celu krótkoterminowe uzupełnianie płynności systemu bankowego bądź lokowanie przez banki nadwyżek wolnych środków na okresy jednodniowe w NBP. Operacje te przeprowadzane są z

inicjatywy banków komercyjnych i mają zapobiegać nadmiernym wahaniom stóp na rynku międzybankowym.

Do operacji kredytowo – depozytowych zalicza się kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia. Wykorzystywany przez banki kredyt lombardowy zapewniał uzupełnienie ich bieżącej płynności. Stopa procentowa kredytu lombardowego określała maksymalny koszt pozyskania pieniądza w NBP, wyznaczając górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym. W 2003 r. banki korzystały z kredytu lombardowego pod zastaw skarbowych papierów wartościowych, jednak zadłużenie z tego tytułu nie wystąpiło ani na koniec 2003 r. ani na koniec poprzedniego roku. Banki zadłużały się w terminach kończących okresy utrzymywania rezerw obowiązkowych na rachunkach bieżących w NBP. Łączna kwota wykorzystanego kredytu lombardowego w skali roku 2003 wyniosła 11,6 mld zł (średnie dzienne zadłużenie – 34,2 mln zł).

Nadwyżki płynnych środków banki lokowały w ubiegłym roku na rachunkach lokat terminowych w NBP w postaci depozytu składanego na koniec dnia z terminem zwrotu w następnym dniu operacyjnym. Stopa depozytowa ograniczała, od dołu, korytarz wahań krótkoterminowych stóp rynkowych. W 2003 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP w ogólnej kwocie 39,8 mld zł (średnia dzienna wysokość lokaty wyniosła 157,2 mln zł). Były one wyższe o 35,8 % w stosunku do 2002 r. Wysokość jednostkowego depozytu wahała się od 25 tys. zł do 1, 5 mld zł. Najwyższa miesięczna kwota ulokowanych środków banków wyniosła 10,1 mld zł (w lutym 2003 r.).

Refinansowanie banków w formie redyskonta weksli i kredytu refinansowego na inwestycje centralne w 2003 r. nie uległo zmianie i nie odegrało aktywnej roli w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Zadłużenie banków w NBP z tytułu kredytów refinansowych oraz inne należności od banków krajowych¹⁹ wyniosło na koniec grudnia 2003 r. 4,64 mld zł (w tym kredyt refinansowy na inwestycje centralne – 3,29 mld zł) i było niższe o 8,9 % w stosunku do 2002 r. Spadek zadłużenia był rezultatem dokonanych spłat kredytu refinansowego na inwestycje centralne w kwocie 454,6 mln zł, co było zgodne z umownymi terminami spłat.

¹⁹ Należności od banków krajowych obejmują przesięgowaną w 2003 r. kwotę zadłużenia (1,28 mld zł) w rachunku bieżącym w NBP oraz kwotę zadłużenia (67,5mln zł) z tytułu kredytu refinansowego na inwestycje centralne i kredytu na kapitalizację odsetek od kredytów na inwestycje centralne.

Banki nie korzystały w 2003 r. z redyskonta weksli w NBP.

Natomiast, podobnie jak w roku poprzednim, w 2003 r. banki codziennie korzystały z kredytu technicznego, zaciąganego i spłacanego w ciągu dnia operacyjnego. Według stanu na dzień 31 grudnia 2003 r. umowy z NBP zawarły 42 banki. Dzielne zadłużenie banków wahało się od 3,4 mld zł do 8,6 mld zł. Ta forma kredytu spełniała rolę instrumentu usprawniającego rozliczenia i zarządzanie płynnością w systemie bankowym w skali dnia operacyjnego.

Załącznik 1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W 2003 r. nastąpiło odwrócenie spadkowej tendencji rocznego tempa CPI zapoczątkowanej w sierpniu 2000 r. Z punktu widzenia przebiegu procesów inflacyjnych w 2003 r. można wyodrębnić dwa podokresy. Przez pierwsze cztery miesiące utrzymywała się spadkowa tendencja dwunastomiesięcznego wskaźnika CPI: z 0,8% w grudniu 2002 r. obniżył się on do najniższego poziomu 0,3% w kwietniu 2003 r. Natomiast w kolejnych miesiącach 2003 r. inflacja zaczęła wzrastać i w grudniu wyniosła 1,7%.

Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych o 1,7% w końcu 2003 r. był efektem:

- wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych o 2,1%, który podwyższył CPI o 0,6 pkt. proc.,
- wzrostu cen kontrolowanych o 2,3%, który zwiększył CPI o 0,6 pkt. proc.,
- wzrostu cen pozostałych towarów i usług o 1,0%, który spowodował ogólny wzrost cen o 0,5 pkt. proc.

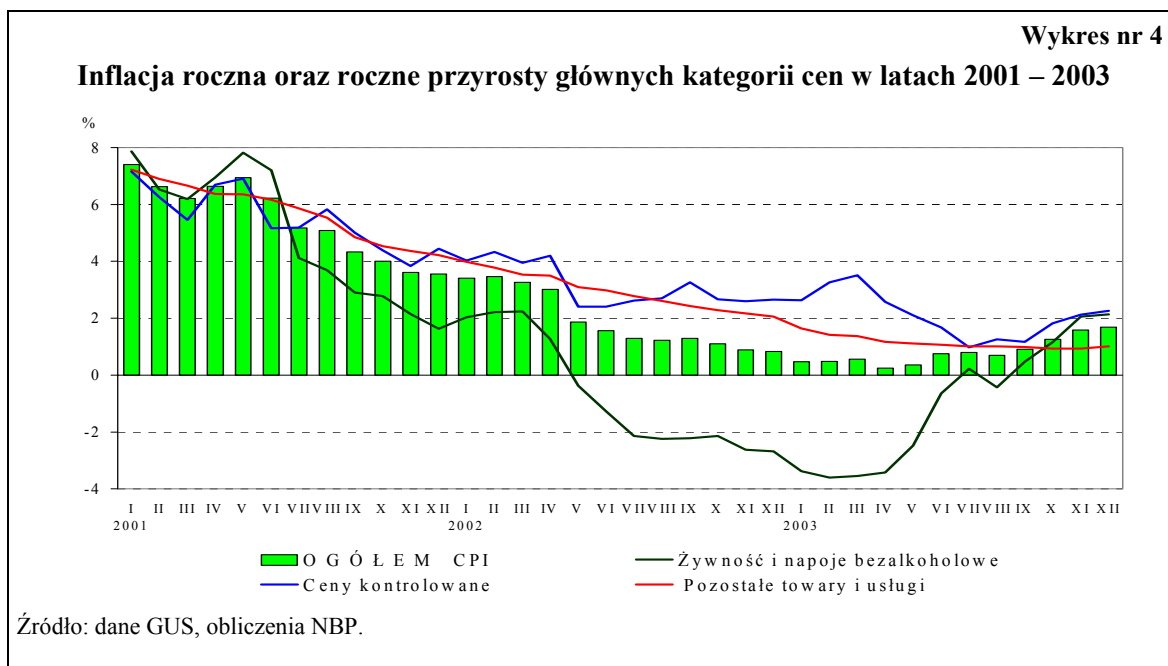
W 2003 r. największy wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych nastąpił w IV kwartale wraz z przyspieszeniem dynamiki cen żywności oraz cen kontrolowanych (Tablica nr 12 i Wykres 4).

Tablica nr 12

Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2001	2002	2003				średnio rocznie
	Struktura wag			XII	XII	III	VI	IX	XII	
	w %			Analogiczny okres poprzedniego roku = 100						
Ogółem	100,0	100,0	100,0	103,6	100,8	100,6	100,8	100,9	101,7	100,8
Żywność i napoje bezalkoholowe	30,1	29,7	28,2	101,6	97,3	96,5	99,4	100,5	102,1	99,0
Ceny kontrolowane	25,7	27,1	27,2	104,5	102,7	103,5	101,7	101,2	102,3	102,1
<i>Paliwo</i>	3,5	3,7	3,7	89,1	107,6	117,4	105,5	105,1	104,4	107,9
Pozostałe towary i usługi	44,2	43,2	44,6	104,2	102,1	101,4	101,1	101,0	101,0	101,1
<i>Towary nieżywnościowe</i>	27,1	26,1	26,7	103,0	101,0	100,5	100,1	99,9	99,9	100,1
<i>Usługi</i>	17,1	17,1	17,9	106,3	103,8	102,7	102,6	102,6	102,6	102,7

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP



Najsilniejsze tendencje wzrostowe w 2003 r. wystąpiły w grupie *cen żywności i napojów bezalkoholowych*. W grudniu 2003 r., licząc w skali dwunastomiesięcznej, były one o 2,1% wyższe niż przed rokiem. Największe przyrosty cen żywności nastąpiły począwszy od września 2003 r. Wynikało to z sytuacji na rynku rolnym. Niższe niż przed rokiem zbiory – przede wszystkim zbóż oraz zmniejszająca się produkcja zwierzęca prowadziły, w warunkach umiarkowanego przyrostu spożycia, do wzrostu cen podstawowych produktów rolnych, i w konsekwencji do wzrostu cen detalicznych produktów żywnościowych.

W okresie od stycznia do grudnia 2003 r. przyspieszenie dynamiki cen detalicznych odnotowano we wszystkich podstawowych grupach żywności, z wyjątkiem ryb, cukru, miodu i wyrobów czekoladowych. Najbardziej wzrosły ceny jaj (o 35,2%), owoców (o 11,5%), olejów (o 7,3%), warzyw (o 3,8%), serów (o 3,4%) oraz pieczywa i wyrobów piekarskich (o 2,2%).

W grudniu 2003 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu *cen kontrolowanych*²⁰ wyniosło 2,3%. Spośród tzw. głównych grup cen, o dominującym udziale w cenach kontrolowanych

²⁰ Do cen kontrolowanych zaliczane są ceny towarów i usług, na które mechanizmy rynkowe działają w ograniczonym zakresie ze względu na różne rodzaje ingerencji administracyjnej w proces kształtowania się tych cen. Wyodrębniana dla celów analitycznych kategoria cen kontrolowanych obejmuje ceny:

- regulowane w sposób pośredni poprzez stawki podatku akcyzowego; dotyczy tych grup towarów i usług, w których udział akcyzy w strukturze ceny detalicznej jest znaczący (napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe, paliwa, energia elektryczna),
- podlegające nadzorowi i zatwierdzaniu przez upoważnione urzędy, przede wszystkim przez URE (energia elektryczna, gaz, centralne ogrzewanie, ciepła woda),

(obejmujących ceny nośników energii oraz ceny dóbr i usług obłożonych podatkiem akcyzowym), wyżej od przeciętnego w całej grupie i znacznie powyżej ogólnego wskaźnika inflacji kształtowało się tempo wzrostu cen wyrobów tytoniowych (5,2%), gazu (4,2%), energii elektrycznej (3,9%) oraz ciepłej wody (3,8%). Na poziomie sprzed roku utrzymały się natomiast ceny napojów alkoholowych, a spośród tzw. pozostałych grup cen kontrolowanych – ceny usług telekomunikacyjnych i usług administracji państwowej.

Ceny paliw, zaliczane do grupy cen kontrolowanych, zwiększyły się w 2003 r. o 4,4%.

Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zwiększyły się w 2003 r. o 1,0% (podczas gdy w 2002 r. o 2,1%). Na osłabienie tempa wzrostu tej grupy cen wpłynęły przede wszystkim ceny towarów nieżywnościowych, których wzrost z 0,8% w styczniu obniżył się do 0,1% w grudniu 2003 r. Był to efekt niskiego popytu na te towary. Najgłębsze osłabienie dynamiki wystąpiło w przypadku cen AGD trwałego użytku oraz odzieży i obuwia, z których większość ukształtowała się na poziomie sprzed roku bądź niższym.

Najwyższy spośród wszystkich podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych był w 2003 r. wzrost **cen usług**, który wyniósł 2,6%. Podobnie jak przed rokiem, najbardziej wzrosły ceny usług związanych z użytkowaniem mieszkania.

- jednolite w skali kraju (usługi pocztowe, transport kolejowy, abonament RTV),
- kontrolowane przez władze lokalne (komunikacja miejska) oraz ustalone przez rząd (usługi sądowe, usługi administracji publicznej).

Załącznik 2. PKB i popyt krajowy

W 2003 r. popyt krajowy wzrósł o 2,4% wobec 0,8% w 2002 r. Przyspieszenie wzrostu popytu krajowego było wynikiem odwrócenia spadkowego trendu akumulacji, przy nieco niższej dynamice spożycia ogółem. Czwarty rok z rzędu odnotowano poprawę eksportu netto, przy czym tempo zmniejszania się jego ujemnego salda było większe niż w 2002 r.

Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1996-2003 przedstawia tablica nr 13, udział poszczególnych składników we wzroście PKB wykres nr 5, a dynamikę PKB i popytu krajowego wg kwartałów tablica nr 14.

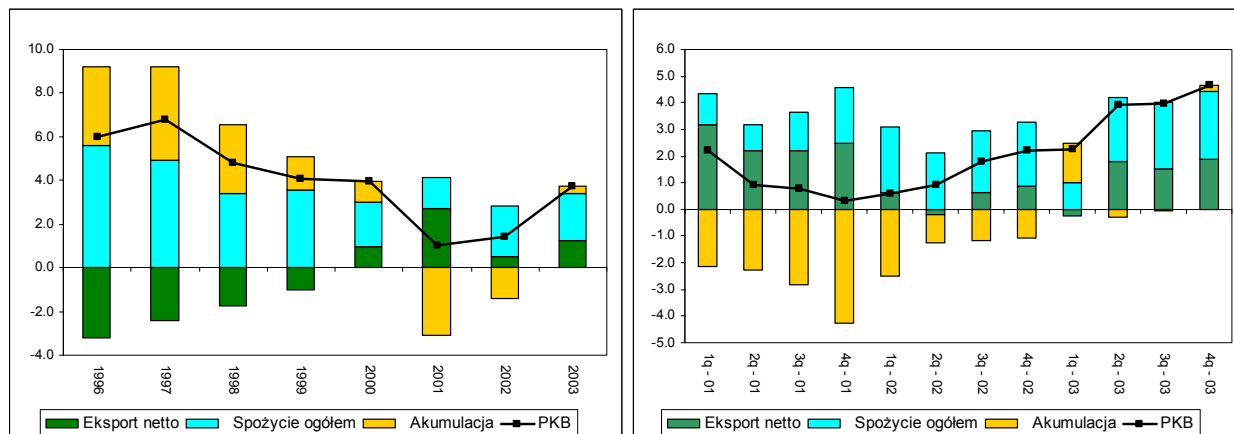
Tablica nr 13

PKB i popyt krajowy w latach 1996 – 2003

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	Poprzedni rok = 100, ceny stałe							
PKB	106,0	106,8	104,8	104,1	104,0	101,0	101,4	103,7
Popyt krajowy	109,7	109,2	106,4	104,8	102,8	98,3	100,8	102,4
Spożycie	107,2	106,1	104,2	104,4	102,5	101,7	102,8	102,5
Spożycie indywidualne	108,7	106,9	104,8	105,2	102,7	102,0	103,3	103,1
Akumulacja	119,5	120,8	113,8	106,1	103,9	87,4	93,2	101,8
Nakłady brutto na śr. trwałe	119,7	121,7	114,2	106,8	102,7	91,2	94,2	99,1
Eksport	112,0	112,2	114,3	97,4	123,2	103,1	104,8	113,0
Import	128,0	121,4	118,5	101,0	115,6	94,7	102,6	107,9
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc.	-3,2	-2,4	-1,8	-1,0	1,0	2,7	0,5	1,3
	W procentach PKB w cenach bieżących							
Popyt krajowy	101,5	104,0	104,9	106,0	106,5	103,7	103,3	102,5
Spożycie	81,0	81,0	80,3	81,1	81,9	82,9	84,5	83,7
Akumulacja	20,5	23,0	24,6	24,9	24,7	20,7	18,9	18,8
Eksport netto	-1,5	-4,0	-4,9	-6,0	-6,5	-3,7	-3,3	-2,5

Źródło: Dane GUS.

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Tablica nr 14

Dynamika PKB i popytu krajowego wg kwartałów

	Rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I–IV kw.
	Analogiczny okres poprzedniego roku = 100					
Wartość dodana brutto	2002	100,5	100,8	101,8	101,9	101,3
	2003	102,0	103,8	103,9	104,3	103,5
Przemysł	2002	96,7	97,9	101,7	102,8	99,8
	2003	104,1	108,1	108,0	109,7	107,6
Budownictwo	2002	85,6	87,9	95,5	93,0	91,4
	2003	80,4	92,6	98,0	99,9	94,9
Usługi rynkowe	2002	104,5	103,9	103,9	103,6	104,0
	2003	103,4	104,6	104,2	104,2	104,1
Produkt krajowy brutto	2002	100,6	100,9	101,8	102,2	101,4
	2003	102,3	103,9	104,0	104,7	103,7
Popyt krajowy	2002	99,9	101,0	101,1	101,2	100,9
	2003	102,4	102,1	102,4	102,7	102,4
Spożycie ogółem	2002	102,7	102,5	102,8	103,1	102,8
	2003	101,1	102,8	102,9	103,3	102,5
Spożycie indywidualne	2002	103,6	103,0	103,2	103,6	103,3
	2003	101,4	103,8	103,5	103,9	103,1
Akumulacja	2002	82,5	94,5	94,3	96,3	93,2
	2003	112,7	98,4	99,7	100,9	101,8
Nakłady brutto na środki trwałe	2002	88,1	93,0	95,0	97,3	94,2
	2003	96,4	98,3	100,4	100,1	99,1

Źródło: Dane GUS.

Wzrost akumulacji w 2003 r. wynikał z odbudowania poziomu rzeczowych środków obrotowych po ich głębokim spadku w 2002 r. Natomiast nakłady na środki trwałe spadły trzeci rok z rzędu. Skala spadku była jednak niższa niż przed rokiem, a w III kwartale 2003 r. zanotowano, po raz pierwszy od dziewięciu kwartałów, niewielki wzrost nakładów. Wyraźne

ożywienie popytu inwestycyjnego nastąpiło w sektorze przedsiębiorstw, szczególnie przemysłu przetwórczego.

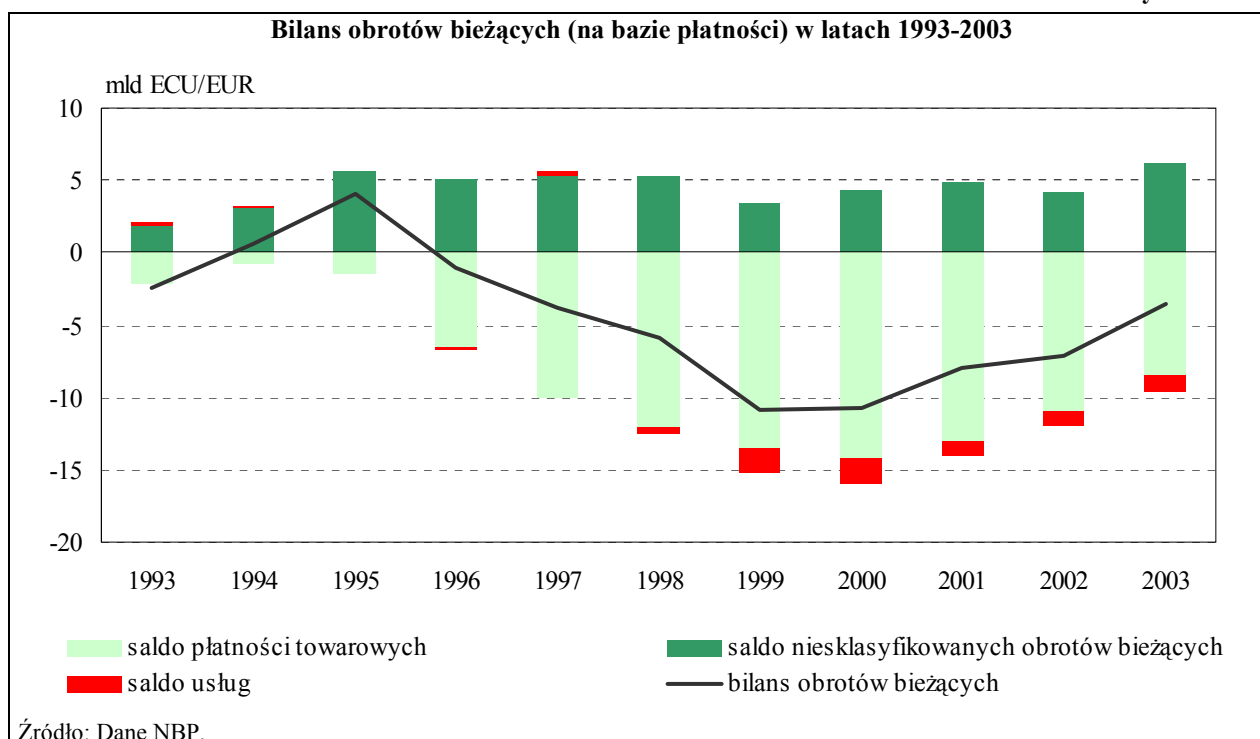
Tempo wzrostu spożycia indywidualnego w 2003 r. było nieznacznie wolniejsze niż przed rokiem i nadal przewyższało dynamikę siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Mimo dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, realne dochody z pracy najemnej były wyższe niż przed rokiem. Wzrosły też świadczenia społeczne. Oprócz wyższych dochodów do dyspozycji, podstawowymi źródłami finansowania przyrostu konsumpcji w 2003 r. był wzrost nierejestrowanych składników dochodów oraz dalszy, choć słabszy niż w 2002 r., spadek oszczędności gospodarstw domowych. Wzrost spożycia zbiorowego był niższy niż przed rokiem.

W 2003 r., mimo słabego popytu zagranicznego, wysoka była dynamika eksportu. Przyspieszeniu eksportu i zahamowaniu spadku inwestycji towarzyszył wzrost importu. Był on jednak wolniejszy od przyrostu eksportu i w rezultacie powiększył się eksport netto, który jednak ciągle jest ujemny. Nastąpiło dalsze ograniczenie nierównowagi zewnętrznej. Oszczędności zagraniczne w relacji do PKB zmniejszyły się do ok. 2,1% z 2,6% w 2002 r. Spadek zapotrzebowania na oszczędności zagraniczne wynikał ze zwiększenia stopy oszczędności brutto w gospodarce narodowej wskutek wzrostu oszczędności w sektorze przedsiębiorstw, przy niewielkim spadku stopy akumulacji.

Załącznik 3. Nierównowaga zewnętrzna

Rok 2003 był czwartym z kolei rokiem spadku deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. W 2003 r. deficyt ten wyniósł 3,5 mld EUR, tj. był o około 3,7 mld EUR mniejszy niż w 2002 r. i o 7,4 mld EUR mniejszy niż w 1999 r. W efekcie relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się w ciągu czterech ostatnich lat z 7,5% do 1,9%. Poprawa salda obrotów bieżących w 2003 r. wynikała głównie ze zmniejszenia deficytu obrotów towarowych oraz ze wzrostu nadwyżki obrotów niesklasyfikowanych (Wykres nr 6). Natomiast pozostałe pozycje rachunku obrotów bieżących oddziaływały w kierunku pogorszenia się jego salda: pogłębiły się ujemne salda dochodów i usług, a dodatkowo saldo transferów obniżyło się.

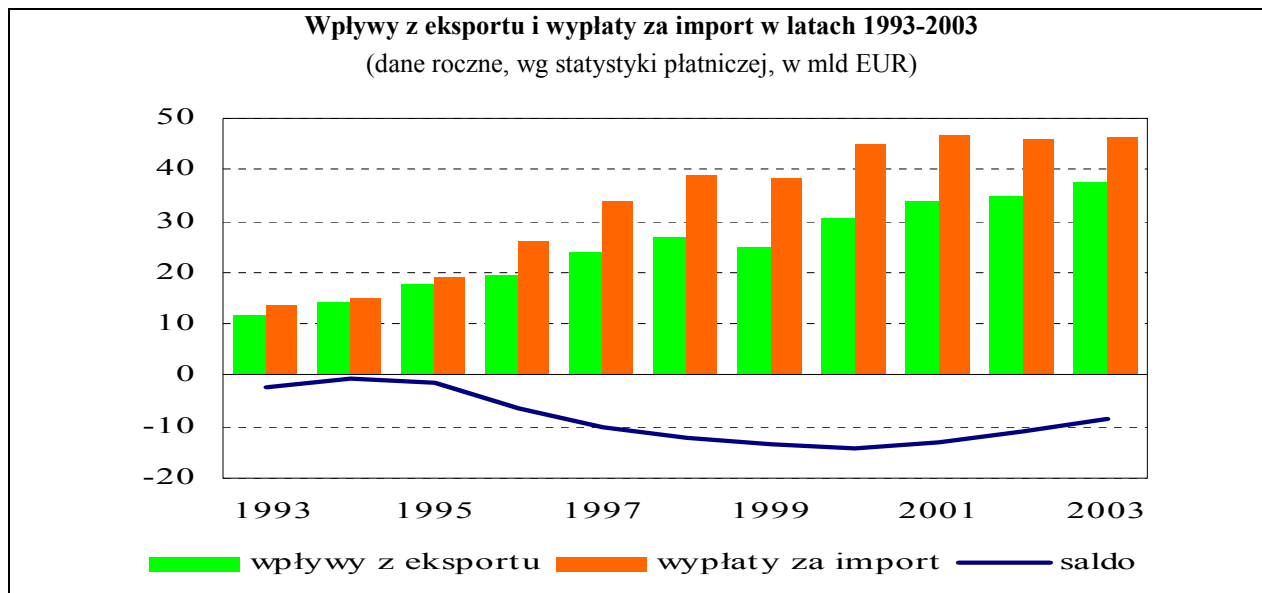
Wykres nr 6



Poprawa salda płatności towarowych w 2003 r. o 2,4 mld EUR w porównaniu z 2002 r. wynikała z wyższej dynamiki wpływów z eksportu niż wypłat za import (Wykres nr 7). Na kształtowanie się wartości obrotów towarowych silnie oddziaływała deprecjacja kursu dolara

amerykańskiego wobec euro, zaniżając dynamikę obrotów wyrażoną w EUR w stosunku do dynamiki liczonej w USD i PLN²¹.

Wykres nr 7



Źródło: Dane NBP.

W 2003 r. kontynuowana była, zapoczątkowana w II połowie 2002 r., wzrostowa tendencja wpływów z eksportu wyrażonych w EUR. W II połowie 2003 r., a zwłaszcza w IV kwartale, nastąpiło wyraźne przyspieszenie dynamiki wpływów z eksportu. Natomiast wartość wypłat za import, po przejściowym wzroście w IV kwartale 2002 r., przez większą część 2003 r. wykazywała tendencję spadkową. Dopiero wysoki wzrost importu w grudniu 2003 r. sprawił, że jego wartość w 2003 r. okazała się wyższa niż w 2002 r.

Do przyspieszenia dynamiki eksportu przyczynił się przede wszystkim wzrost sprzedaży do Niemiec, mimo obniżenia się realnego PKB w tym kraju. Było to możliwe dzięki przesunięciu niemieckiego popytu w kierunku tańszych dostawców, do których zaliczana jest także Polska. Wyraźnie wzrosła również sprzedaż do krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Wzrost eksportu do tych krajów w 2003 r. wyniósł 17,1% wobec 12,5% w 2002 r.²² Natomiast osłabienie koniunktury w Unii Europejskiej znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu wzrostu

²¹ W 2003 r. wpływy z eksportu wyrażone w EUR zwiększyły się o 8,7% w porównaniu z rokiem poprzednim (w 2002 r. wzrosły o 2,7%), a wypłaty za import wzrosły o 1,3% (w 2002 r. ich wartość zmniejszyła się o 2,4%). Wartość wpływów z eksportu wyrażona w USD zwiększyła się w 2003 r. o 30,3% (w 2002 r. o 8,8%), a wartość wypłat za import zwiększyła się o 21,4% (wobec 3,2% w 2002 r.). Wartość złotowa wpływów z eksportu w 2003 r. wzrosła o 24,3% (w 2002 r. o 8,2%), a wypłat za import o 15,8% (2,7%).

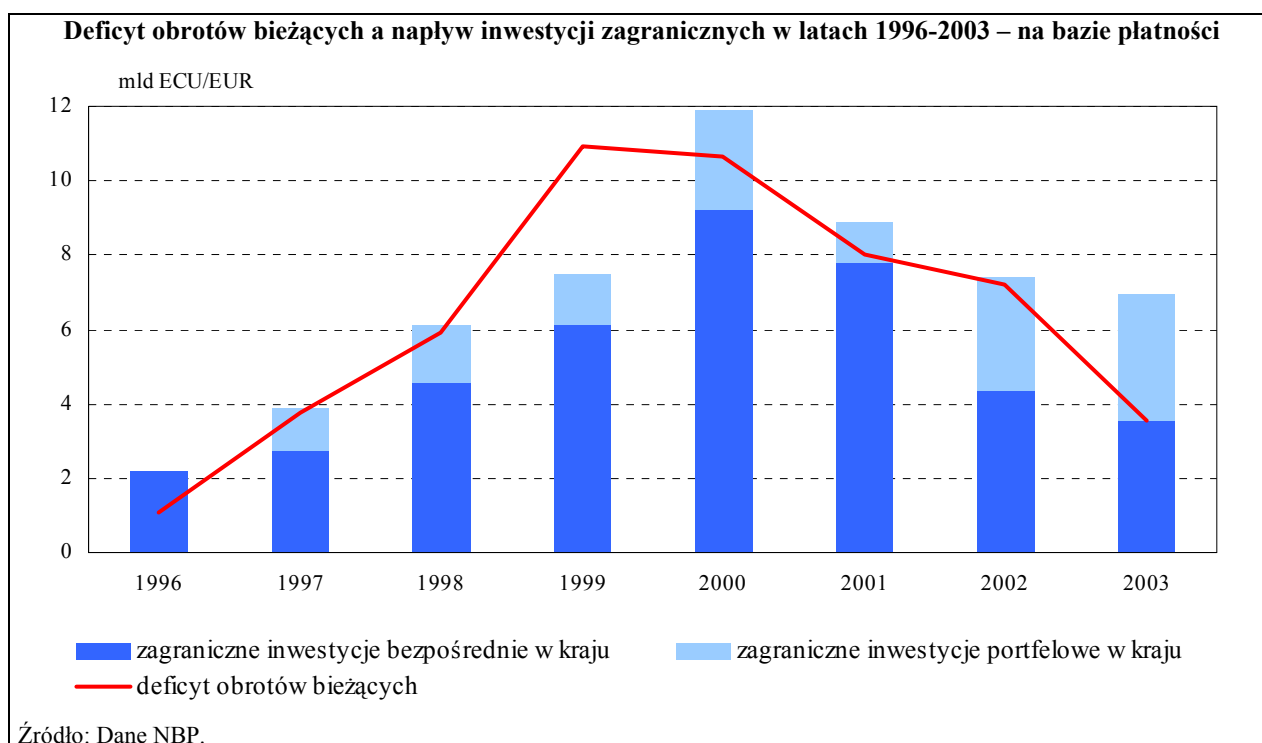
²² Zwiększył się też udział krajów Europy Środkowej i Wschodniej w polskim eksporcie z 12,8% w 2002 r. do 13,75 w 2003 r.

polskiego eksportu do pozostałych (z wyjątkiem Niemiec) krajów Unii (wzrost ten był blisko dwukrotnie niższy niż w 2002 r.).

W I połowie 2003 r., o wzroście polskiego eksportu decydowały przede wszystkim wyroby o niższym stopniu przetworzenia (zwłaszcza surowce), natomiast w II połowie roku nastąpił ponowny wzrost sprzedaży maszyn i sprzętu transportowego.

Korzystne wyniki eksportu w 2003 r. to wynik wyraźnego wzmocnienia pozycji konkurencyjnej polskich producentów wobec partnerów zagranicznych. Wpłynęły na to efekty dokonanej w ostatnich latach restrukturyzacji przedsiębiorstw, jak również silna deprecjacja złotego wobec euro. Jednostkowe koszty pracy w sektorze przedsiębiorstw wyrażone w złotych zmniejszyły się w 2003 r. średnio o ok. 9% w stosunku do 2002 r. W połączeniu z osłabieniem złotego wobec euro w tym okresie (odpowiednio o 14,1%), oznaczało to spadek jednostkowych kosztów pracy wyrażonych w euro o ok. 20,2%.

Wykres nr 8



W 2003 r. poprawiła się struktura finansowania deficytu obrotów bieżących (Wykres nr 8). Został on w około 92% sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (wobec blisko 55% w 2002 r.). Poprawa ta wynikała z istotnego zmniejszenia deficytu obrotów bieżących. Zwiększył się jednocześnie napływ

inwestycji portfelowych netto. W 2003 r. wyniósł on 2,2 mld EUR w porównaniu do 1,9 mld EUR w 2002 r.

Zasadniczo poprawiła się w 2003 r. większość wybranych wskaźników ostrzegawczych, odzwierciedlających ryzyko wystąpienia zaburzeń na rynkach finansowych w wyniku nierównowagi zewnętrznej i sposobu jej finansowania. Wskaźniki odnoszące się do transakcji bieżących, tzn. relacja salda obrotów bieżących oraz salda płatności towarowych do PKB, kształtowały się korzystniej niż w poprzednich latach. Poprawiły się także wskaźniki określające stopień sfinansowania deficytu obrotów bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich oraz relacja niesfinansowanej przez inwestycje bezpośrednie części deficytu obrotów bieżących do PKB. W porównaniu z 2002 r. pogorszył się natomiast wskaźnik określający wartość rezerw dewizowych w miesiącach importu towarów i usług, choć nadal pozostał na bezpiecznym poziomie (Tablica nr 15).

Tablica nr 15

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	2001	2002	2003
Saldo obrotów bieżących/PKB	-3,9%	-3,6%	-1,9%
Saldo płatności towarowych/PKB	-6,4%	-5,5%	-4,6%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	96,9%	55,7%	92,1%
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB	-0,1%	-1,6%	-0,2%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług	47,3%	43,3%	46,3%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	6,9	6,7	6,3

Źródło: obliczenia NBP na podstawie bilansu płatniczego na bazie płatności.

Załącznik 4. Podaż pieniądza

W 2003 r. podaż pieniądza M3 zwiększyła się o 18,1 mld zł., tj o 5,6% nominalnie i o 3,9% realnie. Złożył się na to przede wszystkim przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu oraz depozytów przedsiębiorstw. Wzrost M3 był natomiast ograniczany przez spadek depozytów gospodarstw domowych (Tablica nr 16).

Tablica nr 16

Podaż pieniądza w latach 2002 - 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na 31.XII.2002	Stan na 31.XII.2003	Przyrost	Roczne tempo wzrostu nominalnie	Roczne tempo wzrostu realnie ¹
	mld zł			%	
I. Podaż pieniądza M1	136,6	158,1	21,5	15,7	13,8
II. Podaż pieniądza M3	322,0	340,1	18,1	5,6	3,9
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków)	42,2	49,4	7,2	17,1	15,2
2. Depozyty i inne zobowiązania	278,0	288,4	10,4	3,7	2,0
2.1. Gospodarstwa domowe	196,3	192,4	-3,9	-2,0	-3,6
2.2. Niemonetarne instytucje finansowe	7,3	8,9	1,7	23,3	21,3
2.3. Przedsiębiorstwa	55,0	68,3	13,3	24,1	19,7 ²
2.4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8,3	8,6	0,3	3,7	2,0
2.5. Instytucje samorządowe	8,4	8,8	0,4	4,6	2,8
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,7	1,4	-1,4	-50,0	-50,8
3. Pozostałe składniki M3	1,8	2,3	0,5	29,2	27,0

¹ Jako deflatora użyto wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych

² Jako deflatora użyto wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu

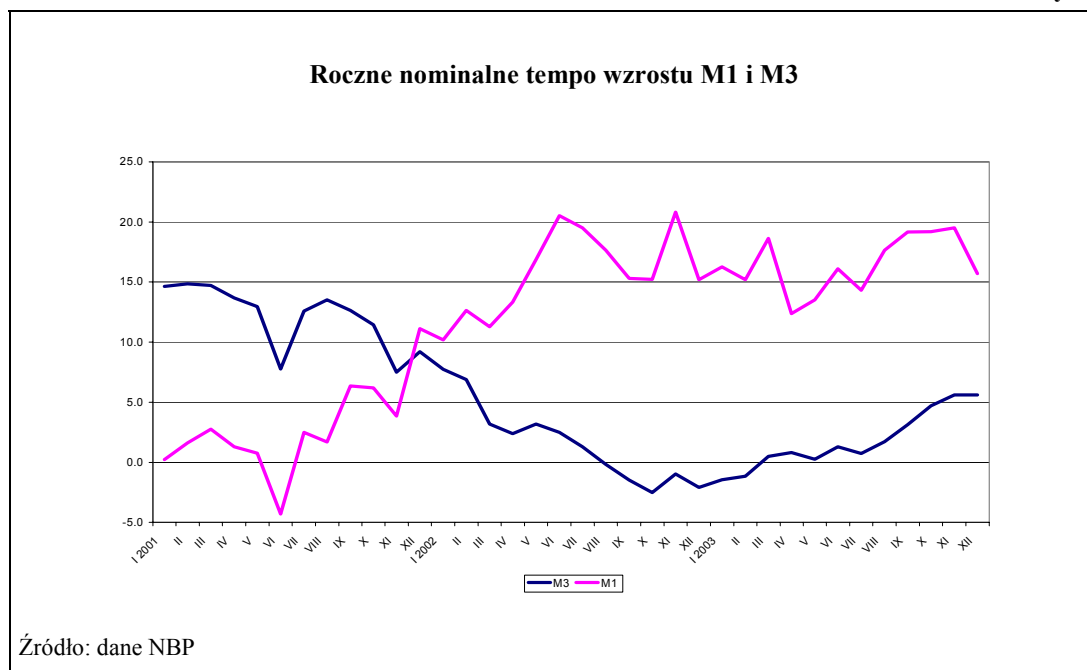
Źródło: dane NBP

Umiarkowanej dynamice szerokiego agregatu M3 towarzyszył szybki wzrost pieniądza M1, obejmującego gotówkę w obiegu oraz bieżące depozyty w systemie bankowym (Wykres nr 9). Znaczący przyrost tego agregatu w 2003 r. odzwierciedlał utrzymującą się od blisko 2 lat tendencję do zwiększania udziału komponentów o większym stopniu płynności w strukturze terminowej podaży pieniądza. Do wzrostu pieniądza M1 przyczyniła się również zmiana metodologii liczenia tego agregatu, polegająca na włączeniu depozytów tomnext i spotnext²³ do

²³ Depozyty jednodniowe, które charakteryzują się tym, że są składane w następnym dniu roboczym po dniu zawarcia transakcji („tomnext”) lub w drugim dniu roboczym po dniu zawarcia transakcji („spotnext”).

depozytów bieżących. Udział M1 w podaży pieniądza M3 zwiększył się z 42,4% w grudniu 2002 r. do 46,5% w grudniu 2003 r.

Wykres nr 9



Przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu w 2003 r. wyniósł 7,2 mld zł (17,1%) i był znacznie większy niż w poprzednich latach. Roczne tempo wzrostu tej kategorii utrzymywało się przez cały rok na wysokim poziomie. Główną przyczyną wysokiej dynamiki zarówno gotówki, jak i agregatu M1, było zmniejszenie alternatywnego kosztu utrzymywania aktywów finansowych o wysokim stopniu płynności w wyniku spadku oprocentowania depozytów bankowych. Jednym z czynników generujących wzrost pieniądza gotówkowego w 2003 r. był ponadto skup walut obcych netto przez banki od kantorów oraz osób fizycznych w wysokości 7,4 mld USD (wobec 4,6 mld USD w 2002 r.).

Depozyty przedsiębiorstw, wchodzące w skład M3, zwiększyły w 2003 r. o 13,3 mld zł. Roczne tempo wzrostu tej kategorii wyniosło 24,1%, tj. było bardzo wysokie w porównaniu do lat poprzednich. Natomiast depozyty gospodarstw domowych wchodzące w skład M3 w 2003 r., zmniejszyły się o 3,9 mld zł. Ich roczne tempo wzrostu, utrzymujące się na ujemnym poziomie od lipca 2002 r., wyniosło na koniec 2003 r. -2,0%.

. W IV kwartale nastąpiło odwrócenie wzrostowego trendu alternatywnych wobec lokat bankowych aktywów finansowych w posiadaniu gospodarstw domowych. Oszczędności te,

obejmujące jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, obligacje, bony skarbowe oraz depozyty w SKOK, w ostatnim kwartale 2003 r. zmniejszyły się, przy jednoczesnym wzroście depozytów gospodarstw domowych. Szeroki agregat M3, powiększony o w.w. oszczędności alternatywne, wzrósł w 2003 r. o 6,7%.

Na zmiany stanu depozytów w 2003 r. miały wpływ również wahania kursu złotego. W wyniku zmian kursowych wzrost depozytów przedsiębiorstw został zawyżony o około 0,8 mld zł., a spadek depozytów gospodarstw domowych został zaniżony o około 1,3 mld zł.

Należności systemu bankowego od podmiotów bankowych ogółem wzrosły w 2003 r. o 19,7 mld zł., tj. o 8,1% nominalnie i o 6,3% realnie (Tablica nr 17).

Tablica nr 17

Należności systemu bankowego w latach 2002-2003

Wyszczególnienie	Stan na 31.XII.2002	Stan na 31.XII.2003	Przyrost	Roczne tempo wzrostu, nominalnie	Roczne tempo wzrostu, realnie ²
	mld zł			%	
Należności ogółem ¹ :	244,4	264,1	19,7	8,1	6,3
1. Gospodarstwa domowe	89,8	102,0	12,2	13,6	11,7
2. Niemonetarne instytucje finansowe	10,3	11,3	1,0	9,2	7,4
3. Przedsiębiorstwa	129,5	132,2	2,7	2,1	-1,5 ³
4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	1,0	0,8	-0,2	-17,6	-19,0
5. Instytucje samorządowe	11,3	12,9	1,6	14,0	12,1
6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,4	4,8	2,4	99,8	96,5

¹ Kredyty i pożyczki, skupione wierzytelności, zrealizowane gwarancje i poręczenia, odsetki zapadłe – niespłacone, należności z tytułu zakupionych papierów wartościowych z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, dłużne papiery wartościowe, inne należności. Bez papierów wartościowych z prawem do kapitału i bez udziałów.

² Jako deflatora użyto wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych

³ Jako deflatora użyto wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu

Źródło: dane NBP

Głównym źródłem wzrostu należności ogółem w 2003 r. był przyrost należności od gospodarstw domowych, wynoszący 12,2 mld zł. (13,6%). Wynikał on niemal w całości z dynamicznego wzrostu wolumenu kredytów mieszkaniowych. Wartość kredytów mieszkaniowych zwiększyła się o 9,5 mld zł. (47,5%) wskutek spadku oprocentowania tych kredytów, perspektyw zwiększenia obciążeń fiskalnych dotyczących transakcji na rynku mieszkaniowym i budowlanym w 2004 r. oraz oddziaływania czynników o charakterze demograficznym. Udział kredytów mieszkaniowych w kredytach ogółem wzrósł z 23,2% w grudniu 2002 r. do 30,1% w grudniu 2003 r.

Przyrost należności od przedsiębiorstw w 2003 r. należał do najniższych w ciągu ostatnich lat. Roczne tempo wzrostu tej kategorii wynosiło w grudniu 2003 r. 2,1%. Prowadzone w NBP ankietowe badania koniunktury wskazują, że największą barierę dla wzrostu akcji kredytowej przedsiębiorstw stanowił niski popyt na ich produkty i usługi, zatory płatnicze, wahania kursu walutowego oraz niestabilne przepisy podatkowe. Poziom stóp procentowych nie stanowił natomiast dla przedsiębiorstw istotnej przeszkody w dostępie do kredytów.

Wśród pozostałych kategorii należności w 2003 r. odnotowano znaczny wzrost należności od funduszy ubezpieczeń społecznych (wzrost o 2,4 mld zł., tj. 99,8%), a także należności od instytucji samorządowych i niemonetarnych instytucji finansowych, których przyrost wynosił odpowiednio 1,6 mld zł. (14%) i 1,0 mld. zł (9,2%). Zmniejszyły się natomiast należności od instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych (spadek o 0,2 mld zł, tj. o 17,6%).

Na zmiany stanu należności w 2003 r. duży wpływ miała deprecjacja złotego. Nominalny wzrost należności sektora przedsiębiorstw wynikał w całości ze zmian kursowych. Po ich wyeliminowaniu stan należności od przedsiębiorstw byłby mniejszy o ok. 0,5 mld zł. Natomiast w sektorze gospodarstw domowych wahania kursowe zawyżyły przyrost należności o ok. 3,5 mld zł.

Załącznik 5 Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2003 r. ²⁴

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

²⁴ 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.

26.02.2003.	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt proc., oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. i pozostawienie oprocentowania lokaty terminowej NBP bez zmian	wniosek nie uzyskał większości głosów	<p>Za: D.Rosati G.Wójtowicz</p> <p>Przeciw: L.Balcerowicz M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski</p> <p>W.Ziółkowska była nieobecna na posiedzeniu</p>
26.02.2003.	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka stopy referencyjnej o 0,25 pkt proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 0,5 pkt proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	<p>Za: L.Balcerowicz B.Grabowski J.Krzyżewski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz</p> <p>Przeciw: M.Dąbrowski C.Józefiak W.Łączkowski</p> <p>W.Ziółkowska była nieobecna na posiedzeniu</p>
26.03.2003.	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP	obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt proc.	<p>Za: L.Balcerowicz B.Grabowski J.Krzyżewski W.Łączkowski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska</p> <p>Przeciw: M.Dąbrowski C.Józefiak J.Pruski</p>
23.04.2003.	uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego NBP sporządzonego na dzień 31 grudnia 2002 r.		<p>Za: L.Balcerowicz M.Dąbrowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska</p> <p>B.Grabowski był nieobecny na posiedzeniu</p>

24.04.2003.	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<p>Za:</p> <p>D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska</p> <p>Przeciw:</p> <p>L.Balcerowicz M.Dąbrowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski</p> <p>B.Grabowski był nieobecny na posiedzeniu</p>
24.04.2003.	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 pkt proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<p>Za:</p> <p>L.Balcerowicz J.Krzyżewski G.Wójtowicz</p> <p>Przeciw:</p> <p>M.Dąbrowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati W.Ziółkowska</p> <p>B.Grabowski był nieobecny na posiedzeniu</p>
24.04.2003.	wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 pkt proc., oprocentowanie kredytów refinansowych o 0,5 pkt proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	wniosek uzyskał większość głosów	<p>Za:</p> <p>L.Balcerowicz J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska</p> <p>Przeciw:</p> <p>M.Dąbrowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski</p> <p>B.Grabowski był nieobecny na posiedzeniu</p>
24.04.2003.	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w NBP	obniżka stopy referencyjnej o 0,25 pkt proc., oprocentowania kredytów refinansowych o 0,5 pkt proc., stopy redyskontowej weksli o 0,25 oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian	<p>Za:</p> <p>L.Balcerowicz J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska</p> <p>Przeciw:</p> <p>M.Dąbrowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski</p> <p>B.Grabowski był nieobecny na posiedzeniu</p>

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

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 M.Dąbrowski był nieobecny na posiedzeniu
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 D.Rosati był nieobecny na posiedzeniu
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 D.Rosati był nieobecny na posiedzeniu
26.11.2003.	wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: M.Dąbrowski B.Grabowski J.Pruski Przeciw: L.Balcerowicz J.Czekaj C.Józefiak W.Łączkowski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska
16.12.2003.	uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego NBP na rok 2004		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska

16.12.2003.	uchwała w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat NBP		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski
16.12.2003.	uchwała w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w NBP		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska
17.12.2003.	wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne	głos Przewodniczącego RPP rozstrzygnął, że wniosek nie przeszedł do dalszego głosowania	Za: M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski Przeciw: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska