

NARODOWY BANK POLSKI
RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

SPRAWOZDANIE
Z WYKONANIA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ
W 2001 ROKU

Warszawa, 2002

SPIS TREŚCI

I.	SYNTEZA	3
II.	CEL POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2001 R. I JEGO REALIZACJA	5
III.	UWARUNKOWANIA REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ	10
IV.	INSTRUMENTY REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ	21
4.1.	Stopy procentowe	21
4.2.	Operacje otwartego rynku	23
4.3.	Rezerwa obowiązkowa	26
4.4	Operacje kredytowo-depozytowe i refinansowanie banków	28
Załącznik nr 1	CENY TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH W 2001 R.	
Załącznik nr 2	PKB I POPYT KRAJOWY	
Załącznik nr 3	NIERÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA	
Załącznik nr 4	PODAŻ PIENIĄDZA	
Załącznik 5	WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD UCHWAŁAMI PODJĘTYMI W 2001 r.	

I SYNTEZA

1. Zgodnie z zapisem art. 227 par. 1 Konstytucji RP, Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza. Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim w art. 3 określa, że podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to realizacji podstawowego celu NBP. We wrześniu 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej przyjęła *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, w której określiła, że strategicznym celem polityki pieniężnej jest obniżenie inflacji poniżej 4% do końca 2003 r.

Krótkookresowym, pomocniczym celem polityki pieniężnej – zgodnie z przyjętymi we wrześniu 2000 r. *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2001* – było obniżenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych do poziomu 6-8% w grudniu 2001 r.

Roczna stopa inflacji na koniec 2001 r. wyniosła 3,6% i ukształtowała się o 2,4 pkt. proc. poniżej dolnej granicy przedziału krótkoterminowego celu inflacyjnego. Złożyło się na to zarówno oddziaływanie czynników natury podażowej - wyjątkowo korzystne dla obniżania inflacji kształtowanie się sytuacji na rynku żywności i paliw, jak również popytowej – silniejsze, niż przewidywano, spowolnienie tempa wzrostu popytu zewnętrznego i spadek krajowej absorpcji. Spadek popytu inwestycyjnego wynikał z łącznego oddziaływania szeregu czynników, których wagi nie da się precyzyjnie oszacować. Do czynników tych należały: pogorszenie koniunktury zewnętrznej w 2001 r., wcześniejsza ekspansja inwestycyjna oraz restrykcyjna polityka pieniężna w 2000 r., niezbędna dla powstrzymania rosnącej wtedy inflacji oraz ograniczenia oczekiwań inflacyjnych. Obniżeniu tempa wzrostu cen w 2001 r. sprzyjał również wzrost wartości złotego.

Rada Polityki Pieniężnej rozpoczęła proces obniżania stóp procentowych banku centralnego w lutym 2001 r., intensyfikując go w drugiej połowie roku, kiedy spadek dynamiki wzrostu gospodarczego i inflacji okazał się głębszy i bardziej trwały, niż powszechnie przypuszczano. W sumie Rada Polityki Pieniężnej w 2001 r. dokonała sześciu obniżek podstawowych stóp procentowych NBP – łącznie o 750 pkt. bazowych. Od pierwszej obniżki stóp procentowych dokonanej w lutym stopa referencyjna obniżyła się w ujęciu realnym o 3,5 pkt. proc. Skala i tempo obniżek stóp procentowych były warunkowane potrzebą ustabilizowania inflacji na niskim poziomie zgodnie z celem średniookresowym. Z tego powodu - mimo że poziom inflacji spadł poniżej celu rocznego - nie zdecydowano się na głębsze obniżki stóp

procentowych. W ocenie większości członków Rady groziłoby to bowiem ponownym wzrostem inflacji i koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów jej obniżania w następnych latach.

2. Ostrożność w zmniejszaniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej wynikała także z sytuacji finansów publicznych. Szybki wzrost wydatków budżetowych w warunkach słabnącego tempa wzrostu gospodarczego doprowadził do gwałtownego zwiększenia deficytu budżetowego. W sytuacji malejących przychodów z prywatyzacji wysoki deficyt budżetowy był finansowany przede wszystkim poprzez wzrost zadłużenia budżetu w systemie bankowym. Był to główny czynnik kreacji pieniądza w 2001 r. - powodujący, że tempo wzrostu podaży pieniądza znacznie przekraczało dynamikę nominalnego produktu krajowego brutto. Zbyt luźna polityka budżetowa pogorszyła niekorzystny układ polityki pieniężnej i fiskalnej. Znalazło to wyraz w malejącym znaczeniu kredytu dla sektora prywatnego w kreacji pieniądza, przy rosnącej roli zadłużenia sektora budżetowego. W 2000 r. udział przyrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych w kreacji podaży pieniądza wyniósł 98,3%, a w 2001 r. spadł do 38,7%. Wzrost zadłużenia sektora budżetowego w 2001 r. był równy 42% przyrostu podaży pieniądza, podczas gdy w 2000 r. sektor ten oddłużył się w systemie bankowym.

3. Zmniejszaniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej sprzyjała zdecydowana poprawa sytuacji na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Udało się obniżyć deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB z ponad 8% na początku 2000 r. do 6,3% pod koniec 2000 r. i do 4,1% w 2001 r. Było to możliwe - z jednej strony - dzięki ostrożnej polityce pieniężnej, ograniczającej absorpcję i import, z drugiej zaś w rezultacie utrzymującego się do I kwartału 2001 r. stosunkowo wysokiego wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej. Pogorszenie koniunktury zewnętrznej w II kwartale oraz – znacznie silniejsze – w IV kwartale 2001 r. osłabiło jednak dynamikę eksportu, co przyczyniło się do spadku inwestycji i niskiej dynamiki dochodów płacowych.

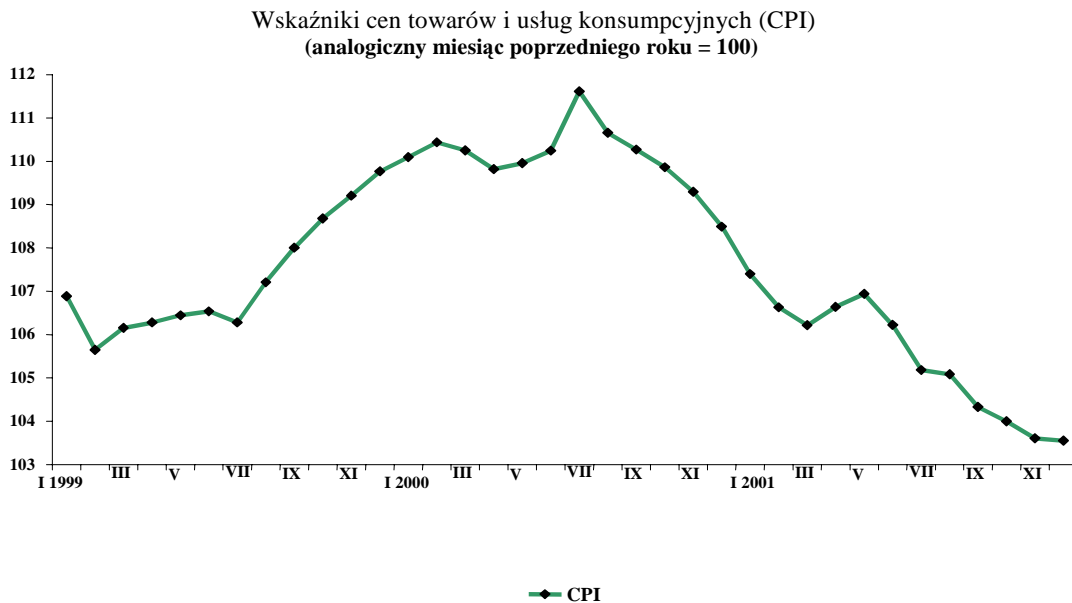
4. W 2001 r. Narodowy Bank Polski podejmował także działania na rzecz zwiększenia efektywności rynków finansowych, modyfikując instrumenty realizacji polityki pieniężnej w celu dostosowania systemu operacyjnego do standardów EBC.

II CEL POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2001 R. I JEGO REALIZACJA

Krótkookresowym celem polityki pieniężnej, zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2001*, było obniżenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych do poziomu 6-8% w grudniu 2001 r. Był to cel pomocniczy w stosunku do zasadniczego, jakim jest obniżenie inflacji poniżej 4% do końca 2003 r.

W końcu 2001 r. dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 3,6% (patrz wykres nr 1). Był on o 4,9 pkt. proc. niższy niż w grudniu 2000 r. i zarazem najniższy od połowy lat 70-tych. W ciągu ubiegłego roku inflacja osiągnęła najwyższy poziom w styczniu (7,4%), a w kolejnych miesiącach – poza kwietniem i majem – systematycznie się obniżała. Inflacja mierzona średniorocznie obniżyła się z 10,1% w 2000 r. do 5,5% w 2001 r.

Wykres nr 1



Źródło: dane GUS.

O tym, że inflacja w końcu 2001 r. ukształtowała się o 2,4 pkt. proc. poniżej dolnej granicy przedziału krótkoterminowego celu inflacyjnego przesądziło kilka czynników. Można szacować, że w znacznej części (ok. 1,5 pkt. proc.) spadek inflacji poniżej dolnej granicy celu był przede wszystkim bezpośrednim skutkiem niskiego wzrostu cen żywności i spadku cen paliw, na co miały wpływ niezależne od polityki pieniężnej i trudne do przewidzenia tendencje na tych rynkach (patrz załącznik nr 1). Poza tym w 2001 r. zarówno dynamika popytu krajowego (patrz załącznik nr 2), jak i zagranicznego obniżyła się, wyraźnie niwelując presję inflacyjną.

Obniżaniu inflacji sprzyjała także aprecjacja złotego, towarzysząca zdecydowanemu zmniejszeniu deficytu obrotów bieżących (patrz załącznik nr 3) i w efekcie - redukcji ryzyka inwestowania w Polsce.

Wobec istotnej niepewności co do trwałości spadkowych tendencji inflacji obserwowanych od III kwartału 2000 r. RPP w lutym uznała za bezpieczne rozpoczęcie procesu stopniowych obniżek stóp procentowych. Do końca marca obniżono je o 2 pkt. proc. Czynniki przemawiającymi w tym okresie przeciwko dokonywaniu głębszych obniżek stóp procentowych były:

- powszechne oczekiwania na kontynuację stosunkowo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, przy istotnym wzroście dochodów do dyspozycji ludności i prognozach przełamania notowanej od czwartego kwartału 1999 r. spadkowej dynamiki inwestycji,
- utrzymywanie się w pierwszych miesiącach 2001 r. ryzyka dalszego szybkiego wzrostu cen żywności,
- groźba szybkiego wzrostu deficytu budżetowego, wskazująca na ryzyko – potwierdzone dalszym rozwojem sytuacji – przekroczenia planowanego poziomu deficytu,
- negatywne doświadczenia z poprzedniego cyklu zmniejszania stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej z przełomu lat 1998-1999, kiedy to głębokie obniżki stóp procentowych przyczyniły się – obok wstrząsów podaźowych na rynkach żywności i paliw – do wzrostu inflacji i niebezpiecznego powiększenia się deficytu obrotów bieżących.

Rada Polityki Pieniężnej postanowiła w tych warunkach zachować szczególną ostrożność, by utrwalić utrzymującą się od lipca 2000 r. tendencję zmniejszania inflacji z bardzo wysokiego poziomu 11,6% i tym samym umożliwić osiągnięcie średniookresowego celu polityki pieniężnej, którym jest obniżenie inflacji poniżej 4% do końca 2003 r.

Zapoczątkowany w II kwartale 2001 r. nieoczekiwany, szybki spadek dynamiki wzrostu gospodarczego i inflacji, leżący u podstaw powszechnych korekt prognoz makroekonomicznych¹, skłonił RPP do dalszych obniżek stóp procentowych. Na decyzje o obniżaniu stóp w drugiej połowie roku wpłynęło także odsunięcie groźby dalszego,

¹ Spowolnienie wzrostu gospodarczego było powszechne w gospodarce światowej, a korekty prognoz nie dotyczyły jedynie Polski. M.in. MFW skorygował w maju 2001 r. swoje prognozy wzrostu PKB z października 2000 r.: dla Niemiec z 3,3% na 1,9%, dla strefy euro z 3,4% na 2,4%, dla USA z 3,2% na 1,5%, dla Japonii z 1,8%

przyspieszonego wzrostu deficytu budżetowego w 2002 r. W sumie Rada Polityki Pieniężnej dokonała w 2001 r. sześciu obniżek podstawowych stóp procentowych NBP – łącznie o 750 punktów bazowych. W efekcie nominalne stopy procentowe NBP znalazły się na najniższym poziomie od początku transformacji. Spadły również stopy realne; od pierwszej obniżki stóp procentowych, dokonanej pod koniec lutego, do końca 2001 r. stopa referencyjna NBP obniżyła się w ujęciu realnym o 3,5 pkt. proc. Na zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej wskazują również inne wskaźniki. Obliczany w NBP indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), który uwzględnia zarówno zmiany krótkookresowej realnej stopy procentowej, jak i zmiany realnego efektywnego kursu złotego, od połowy 2001 r. zdecydowanie się obniżał i w grudniu spadł poniżej poziomu z grudnia 2000 r.

Wynikające z przyczyn pozamonetarnych przyspieszenie tempa spadku inflacji (oddziaływanie cen żywności i paliw, zwłaszcza w II połowie roku) spowodowało, że realne stopy procentowe NBP obniżały się znacznie wolniej niż stopy nominalne. Jeszcze wolniejsze było tempo spadku oprocentowania kredytów w niektórych bankach komercyjnych. Z jednej strony banki musiały bowiem w swojej polityce stóp procentowych uwzględnić rosnące ryzyko kredytowe, z drugiej strony, rosnące potrzeby pożyczkowe budżetu zapewniały im bezpieczny sposób alokacji aktywów. Ta sytuacja nie sprzyjała udzielaniu kredytów przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym.

Decyzje podjęte przez RPP od czerwca 2001 r. nie mogły już jednak mieć większego wpływu na rozwój sytuacji makroekonomicznej w ubiegłym roku, gdyż zmiany stóp procentowych w istotny sposób wpływają na inflację z opóźnieniem 7-9 kwartałów, a na wzrost gospodarczy - z opóźnieniem 4-6 kwartałów. Ponadto Rada Polityki Pieniężnej w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001* zapowiedziała, że jeżeli oddziaływanie czynników podaźowych będzie przebiegać w 2001 r. w sposób odmienny od przewidywań Rady, prowadząc do osiągnięcia inflacji poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego, RPP będzie kształtować stopień restrykcyjności polityki pieniężnej mając na uwadze realizację celu średniookresowego, tzn. dopuści niższą, niż założono inflację, w 2001 r. Ponieważ długofalowy wzrost gospodarczy możliwy jest wyłącznie pod warunkiem utrzymania równowagi makroekonomicznej, polityka

na 0,6% (źródło: *World Economic Outlook, October 2000 i May 2001*, IMF). Rzeczywisty wzrost PKB był jeszcze niższy i wyniósł: w Niemczech 0,6%, w strefie euro 1,4%, w USA 1,1%, a w Japonii – 0,4%.

RPP musiała i nadal musi być bardzo ostrożna. Doświadczenia ostatnich lat uczą, że w przypadku Polski siła oddziaływania instrumentów polityki monetarnej na sferę realną jest bardzo umiarkowana w porównaniu z czynnikami pozamonetarnymi. Radykalne zmniejszenie stopnia restrykcyjności tej polityki miałyby więc niewielki wpływ na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krótkim okresie, naruszyłoby natomiast fundamenty wzrostu długofalowego. Dokonane w 2001 r. obniżki stóp procentowych w warunkach niskiej inflacji i wyraźnej poprawy równowagi zewnętrznej będą sprzyjać stopniowemu ożywieniu gospodarczemu w następnych latach.

Aby właściwie ocenić procesy inflacyjne i politykę pieniężną w 2001 r. potrzebna jest perspektywa wykraczająca poza ostatni rok. Rozwój sytuacji makroekonomicznej w latach 1998-2001 - odbiegający od oczekiwań, pozostający pod wpływem niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych i problemów sektora finansów publicznych spowodował, że proces dezinflacji okazał się w tym okresie wolniejszy i bardziej kosztowny, niż można było przypuszczać. Tempo wzrostu PKB w 2001 r. osiągnęło jedynie 1,1% wobec 5% prognozowanych w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001*. Jednakże średnioroczna inflacja w 2001 r. była zaledwie o 1,8 pkt. proc. niższa niż dwa lata wcześniej. Dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji w grudniu 2001 r. był tylko o 2 pkt. proc. niższy niż w lutym 1999 r., kiedy osiągnięto najniższy poziom w procesie obniżania inflacji. Spadek dynamiki wzrostu gospodarczego był nieunikniony w sytuacji dramatycznego pogorszenia koniunktury zagranicznej. Silne wahania realnego kursu złotego - związane zarówno ze zmianami sytuacji zewnętrznej, jak i z narastaniem w 2001 r. nierównowagi fiskalnej - pogłębiły jednak tendencje spadkowe. Dotyczy to zarówno okresów aprecjacji - skokowo zwiększających presję konkurencji zewnętrznej - jak i stosunkowo krótkich w 2001 r. okresów deprecjacji, zmuszających do utrzymywania wysokiego poziomu restrykcyjności polityki monetarnej, wobec zwiększonego ryzyka gwałtownego osłabienia kursu i wynikającego stąd zagrożenia wzrostem inflacji. Z kolei pozamonetarne źródła wahań inflacji prowadziły do nieprzewidywalnych zmian realnych stóp procentowych, osłabiając skutki podwyżek stóp procentowych w 2000 r. i wzmacniając je w 2001 r. Zwiększyło to koszty ograniczania inflacji i utrudniało prowadzenie polityki monetarnej.

Ostrożna polityka pieniężna przyczyniła się do obniżenia - bardziej, niż prognozowano w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001* - deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego - z ponad 8% PKB na początku 2000 r., do 6,3% PKB pod koniec 2000 r. i do 4,1% PKB w 2001 r. (przy prognozie 7% PKB, patrz także załącznik nr 3). Dzięki temu pod koniec

2001 r. znacząco zmniejszyło się prawdopodobieństwo gwałtownej deprecjacji kursu złotego, wybuchu kryzysu finansowego w Polsce i wzrostu inflacji w przyszłości.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001* szacowano, że przyrost podaży pieniądza spójny z zakładanym celem inflacyjnym oraz zakładanymi wielkościami wzrostu PKB i deficytu obrotów bieżących, wyniesie 40-46 mld zł. Odmienne ukształtowanie się wszystkich zakładanych wskaźników sprawiło, że podaż pieniądza osiągnęła dolną granicę prognozowanego przedziału. Na koniec 2001 r. podaż pieniądza osiągnęła stan 334,7 mld zł, co oznaczało wzrost w ciągu roku o 40,4 mld zł (tj. o 13,7% wobec 11,8% w 2000 r. – patrz załącznik nr 4). Towarzyszyła temu niekorzystna tendencja osłabienia tempa wzrostu oszczędności złotych osób prywatnych w systemie bankowym oraz wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu. Tendencje te oraz obawa przed dalszym spadkiem skłonności do oszczędzania w systemie bankowym, w związku z wprowadzeniem opodatkowania dochodów z oszczędności, były również argumentem na rzecz kontynuowania ostrożnej polityki pieniężnej.

III UWARUNKOWANIA REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

1. Ważnym czynnikiem, wyjaśniającym kształtowanie się zarówno wzrostu gospodarczego, jak i inflacji oraz nierównowagi zewnętrznej w Polsce w 2001 r., było jednocześnie, silne osłabienie aktywności ekonomicznej w najważniejszych regionach gospodarki światowej. To powszechne pogorszenie koniunktury światowej, przejawiające się zwłaszcza osłabieniem dynamiki popytu inwestycyjnego, wyraźnie nasiliło się w II połowie 2001 r., pociągając za sobą szybki spadek cen surowców przemysłowych (tablica nr 1). W tej sytuacji przewidywania rozwoju koniunktury międzynarodowej z 2000 r. okazały się zdecydowanie zbyt optymistyczne. Również prognozy wzrostu gospodarczego dokonywane w ciągu roku 2001 były systematycznie obniżane (patrz przypis nr 1 str. 6).

Tablica nr 1

Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej w latach 2000-2001

	2000	2001				
	I-IV	I-IV	I	II	III	IV
Strefa euro – wzrost PKB (w %)	3,4	1,5	2,4	1,6	1,4	0,6
w tym Niemcy ¹	3,0	0,7	1,8	0,7	0,4	0,0
Stany Zjednoczone – wzrost PKB (%) ¹	5,0	1,1	2,5	1,2	0,5	0,4
Stany Zjednoczone – stopa funduszy federalnych (w %) ²	6,50	1,75	5,00	3,75	3,00	1,75
Strefa euro – stopa refinansowa (w %) ²	4,75	3,25	4,75	4,50	3,75	3,25
Cena ropy naftowej (typ Brent, USD/b) ³	28,6	24,5	25,9	27,3	25,3	19,4

¹..w stosunku do odpowiedniego okresu roku poprzedniego.

² stan na koniec okresu.

³ średnia w okresie.

Źródło: Eurostat, Reuters, Bloomberg.

Załamanie popytu i produkcji wystąpiło najwcześniej w gospodarce USA. Był to efekt wzrostu światowych cen ropy naftowej, dekonunktury w sektorze teleinformatycznym oraz zaostrzenia amerykańskiej polityki pieniężnej w latach 1999-2000. Silnym, nieoczekiwanym impulsem, dodatkowo tłumiącym aktywność gospodarczą w USA był atak terrorystyczny we wrześniu 2001 r. Transmisja tych recesyjnych impulsów do innych regionów świata była wzmacniana przez nadal nierozwiązane problemy strukturalne w gospodarce japońskiej i problemy sektora teleinformatycznego w Azji Południowo-Wschodniej, silnie powiązanego z rynkiem amerykańskim.

Pogorszenie koniunktury najdotkliwiej odczuła gospodarka Niemiec – największy rynek zbytu dla polskiego eksportu. Wynikało to z jednej strony z relatywnie najsilniejszych powiązań handlowych i inwestycyjnych rynku niemieckiego z amerykańskim, z drugiej strony było

efektem słabości strukturalnych gospodarki Niemiec³. Popyt inwestycyjny w Niemczech obniżył się w 2001 r. o 4,1 % wobec wzrostu o 2,3% w roku 2000 r.⁴ W rezultacie nastąpił spadek niemieckiego importu w IV kwartale 2001 r. aż o 6%, wobec wzrostu o 13,4% w IV kwartale 2000 r. Najbardziej zredukowany został import zaopatrzeniowy oraz import maszyn i sprzętu transportowego. Natomiast nadal korzystnie rozwijała się sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2001 r. PKB Rosji zwiększył się o 5,4%, a wartość importu rosyjskiego wzrosła w tym okresie o 21,2%, PKB Czech zwiększył się natomiast o 3,6%, czemu towarzyszył wzrost importu Czech o 14,8%⁵.

Nieoczekiwana kumulacja tendencji recesyjnych w gospodarce światowej w różny sposób przyczyniała się do silniejszego, niż można się było spodziewać, spadku inflacji w Polsce w 2001 r. Obniżenie dynamiki popytu na polski eksport skutkowało zmniejszeniem się tempa wzrostu wolumenu eksportu w II połowie roku i było jednym z czynników ograniczenia inwestycji przedsiębiorstw działających w Polsce. Zjawiska te przyczyniały się do osłabienia wzrostu gospodarczego i popytowej presji na wzrost cen. Słaba koniunktura w gospodarce światowej powodowała również obniżenie cen wielu ważnych surowców, sprzyjając spadkowi cen polskiego importu.

Trudne uwarunkowania zewnętrzne i zmniejszenie popytu krajowego wskutek spadku nakładów inwestycyjnych wpłynęły na ograniczenie aktywności gospodarczej i spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce (patrz załącznik nr 2). Pogorszające się perspektywy zbytu na rynkach zagranicznych i rynku krajowym, przy relatywnie wysokim i wzrastającym poziomie niewykorzystanych zdolnościach wytwórczych (rozbudowanych w wyniku wcześniejszego, szybkiego wzrostu inwestycji) i braku poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, przyczyniały się do spadku akumulacji. Mimo pogorszenia uwarunkowań zewnętrznych osłabienie popytu krajowego motywowało podmioty gospodarcze do utrzymania udziałów w rynkach zagranicznych, malało jednocześnie zapotrzebowanie na import. W efekcie, osłabieniu tempa wzrostu eksportu w 2001 r. towarzyszyła jeszcze szybciej obniżająca się dynamika importu. Tempo wzrostu wolumenu importu obniżyło się w okresie czterech kwartałów 2001 r. prawie trzykrotnie (w stosunku do analogicznego okresu sprzed roku), natomiast eksportu –

³ Dotyczy to szczególnie niemieckiego rynku pracy oraz sektora usług (w tym głównie handlu wewnętrznego).

⁴ Jeszcze wyraźniejszy spadek w stosunku do 2000 r. odnosi się do inwestycji w sektorze maszyn i urządzeń, które obniżyły się o 3,4% wobec wzrostu o 8,7% w 2000 r.

⁵ Rosja i Czechy są największymi dla Polski rynkami zbytu i zaopatrzenia w grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

dwukrotnie. Dzięki temu nastąpiło przyspieszenie rozpoczętego w 2000 r. procesu przywracania równowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce – deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w 2001 r. obniżył się poniżej granicy uznawanej za niebezpieczną (patrz załącznik nr 3). Niższy i nadal bezpiecznie finansowany deficyt w obrotach bieżących wpływał na umacnianie się kursu złotego i osłabiał ryzyko niestabilności na rynku walutowym.

2. W ciągu 2001 r. złotowe ceny w imporcie były o 6,2% niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Ceny dolarowe w imporcie obniżyły się w tym samym okresie o 0,5%. Było to wynikiem ogólnego zaostrzenia konkurencji na rynkach międzynarodowych i aprecjacji złotego. W warunkach silnego osłabienia popytu i obniżenia się poziomu produkcji przemysłowej w głównych gospodarkach świata w 2001 r. istotnie pogłębił się - zapoczątkowany w II połowie 2000 r. – spadek cen najważniejszych surowców na rynku światowym. Zjawisko to nasiliło się w II połowie 2001 r. w konsekwencji ataku terrorystycznego na USA i w największym stopniu dotknęło cen ropy naftowej i metali.

Światowe ceny ropy naftowej zaczęły się istotnie obniżać dopiero w II połowie 2001 r. W IV kwartale 2001 r. średnia cena ropy była już o 10 USD za baryłkę niższa, niż w IV kwartale 2000 r. W rezultacie, w ubiegłym roku baryłka ropy Brent kosztowała średnio o ponad 4 USD mniej niż w 2000 r. Na osłabienie popytu na ropę wpłynęło – obok spadku koniunktury światowej – silne ograniczenie ruchu lotniczego po zamachach terrorystycznych w USA. W konsekwencji w 2001 r. światowy popyt na ropę zwiększył się zaledwie o 30 tys. baryłek dziennie⁶ w porównaniu z poprzednim rokiem, podczas gdy w 2000 r. wzrastał o 1,2 mln baryłek. Był to najniższy wzrost popytu na ropę od początku lat dziewięćdziesiątych.

Ceny paliw spadały również na rynku krajowym. W ujęciu średniorocznym spadek ten wyniósł w 2001 r. 7,6%, podczas gdy w 2000 r. ceny paliw wzrosły o 36,8%. Spadek cen paliw liczony od grudnia 2000 r. do grudnia 2001 r. wyniósł 10,9%, wobec wzrostu o 11,0% w poprzednim roku, przy czym jedynie w maju i wrześniu doszło do ich wyraźniejszego wzrostu (odpowiednio o 2,1% i 1,5%). Zmiany cen światowych i kursu walutowego nie były jedynymi czynnikami wpływającymi na detaliczne ceny paliw w 2001 r. Zależą one również od zmian stawek podatku akcyzowego oraz polityki cenowej krajowych rafinerii i sprzedawców detalicznych. Stawki podatku akcyzowego nakładanego na paliwa zostały podwyższone w 2001 r. dwukrotnie: 1 stycznia o około 7,1% oraz 1 czerwca o około 6,0%. Łącznie podwyżki

⁶ *Monthly Oil Market Report, OPEC, January 2002.*

podatku akcyzowego wyniosły w 2001 r. około 13,5%, powodując wzrost wskaźnika cen benzyny EU 95 o około 5,5 pkt. proc.

W grupie cen surowców nieenergetycznych najsilniej obniżyły się w 2001 r. ceny metali, najbardziej obok paliw wrażliwe na wahania koniunktury. Natomiast ceny żywności i surowców przemysłowych pochodzenia rolnego obniżały się w 2001 r. relatywnie wolniej⁷ (tablica nr 2).

Tablica nr 2

Zmiany cen podstawowych surowców (w % w porównaniu z poprzednim rokiem)

	1998	1999	2000	2001
Surowce nieenergetyczne	-18,3	-9,2	3,5	-6,6
<i>w tym:</i>				
żywność	-16,3	-17,5	-1,0	-3,8
surowce przemysłowe	-20,6	0,6	7,1	-10,1
<i>w tym:</i>				
surowce pochodzenia rolnego	-20,2	-1,4	-3,2	-7,0
metale	-20,9	2,2	15,0	-12,4
Ropa naftowa (Brent)	-33,7	40,3	59,6	-14,1

Źródło: *The Economist i Bloomberg*.

Można szacować, że spadek cen zewnętrznych spowodował obniżenie w 2001 r. średniorocznego wskaźnika CPI o 0,5 pkt. proc. Podobne zjawisko wystąpiło także w innych gospodarkach, szczególnie tych, które są zależne od importu paliw. Jednocześnie szybszy spadek cen importu niż cen uzyskiwanych w polskim eksporcie spowodował poprawę warunków wymiany (*terms of trade*), przyczyniając się dodatkowo do zmniejszenia deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.

3. Szybkie tempo obniżania inflacji w 2001 r. ściśle wiązało się również z niskim wzrostem cen żywności na rynku krajowym (patrz załącznik nr 1). Od stycznia do grudnia 2001 r. artykuły żywnościowe podrożały o 1,6%, tj. o 2,0 pkt. proc. mniej niż towary i usługi konsumpcyjne ogółem. Wzrost cen żywności w 2001 r. był jednocześnie znacząco niższy niż w 2000 r., kiedy to wyniósł 8,5%.

Decydujący wpływ na takie ukształtowanie się cen miał stosunkowo wysoki wzrost podaży żywności, przy ograniczonym wzroście popytu. Spadek dynamiki cen żywności, szczególnie silnie widoczny w II połowie 2001 r., wiązał się z wcześniejszym niż przed rokiem, sezonowym obniżeniem się tych cen. Okazało się ono głębsze i trwało dłużej, niż prognozowano

⁷ Na zahamowanie spadkowej tendencji cen żywności w latach 2000–2001 wpłynęło zmniejszenie się nadwyżki podaży nad popytem, co najwyraźniej uwidoczniło się na rynku pszenicy.

przy wyznaczaniu celu inflacyjnego. Na rynku artykułów rolniczych najbardziej spadły ceny zbóż, do czego przyczyniła się zmiana systemu interwencji - poprzez wprowadzenie dopłat do cen skupu zbóż konsumpcyjnych - oraz stosunkowo dobre zbiory.

Wzrost cen żywności w grudniu 2001 r. w porównaniu z grudniem 2000 r. wyniósł 1,6% i spowodował wzrost wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,5 pkt. proc., podczas gdy w 2000 r. wpływ ten wyniósł 2,6 pkt. proc.

4. Zmiany podatków pośrednich w celu dostosowania ich poziomu do wymogów Unii Europejskiej - kolejny czynnik pozamonetarny warunkujący realizację celu polityki pieniężnej - nie spowodowały w 2001 r. istotnego wzrostu cen. Podniesiono wprawdzie stawkę VAT na gazety i większość czasopism: z 0% do 7%, oraz na usługi pralnicze: z 7% do 22%. Podwyższono także akcyzę na paliwa, wina i piwo. Nie doszło jednak do podniesienia stawki VAT z 7% do 12% na materiały i usługi budowlane, utrzymano także zerową stawkę na maszyny, ciągniki rolnicze i mieszkania oddawane do użytku. W rezultacie można szacować, że zmiany te - w relacji grudzień 2000 r. do grudnia 2001 r. - przyczyniły się do wzrostu inflacji o około 0,5 pkt. proc., podczas gdy w 2000 r. wpływ ten wyniósł 0,9 pkt. proc.

5. Realizacja polityki pieniężnej w 2001 r. uwarunkowana była pogarszającą się i niepewną sytuacją finansów publicznych. Dramatyczny wzrost nierównowagi sektora finansów publicznych w ubiegłym roku miał trzy główne przyczyny. Po pierwsze, zaplanowano bardzo szybki wzrost wydatków – o ponad 20% w stosunku do 2000 r. Po drugie, zbyt optymistycznie - nawet w stosunku do przyjętych założeń makroekonomicznych – prognozowano dochody budżetu (Ustawa budżetowa na 2001 r. zakładała, że dochody budżetu państwa wyniosą 161,1 mld zł, tymczasem ich wykonanie było o ponad 20 mld niższe). Po trzecie, założenia makroekonomiczne – mieszczące się w przedziale prognoz dostępnych przy konstruowaniu budżetu - daleko odbiegały od rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych.

Trudna sytuacja dochodowa budżetu państwa skłoniła rząd do jego dwukrotnej nowelizacji – w lipcu i w grudniu. Ostatecznie więc kształt budżetu państwa i sytuacja całego sektora finansów publicznych w 2001 r. były zasadniczo odmienne niż zapowiadano. Nastąpiło znaczne zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej zarówno w porównaniu z założeniami ustawy budżetowej, jak i wynikami 2000 r. Deficyt budżetu państwa, w efekcie niedoboru dochodów wynoszącego około 20 mld zł i przy ograniczeniu wydatków o 8,7 mld zł, wyniósł około 4,5% PKB, wobec przyjętego w ustawie budżetowej poziomu 2,6% PKB. Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych wyniósł według wstępnego wykonania 4,8% PKB –

wobec przyjętego w ustawie budżetowej poziomu 1,8% oraz odnotowanego w 2000 r. 2,1% PKB⁸. Było to wynikiem wzrostu deficytu budżetu państwa, pogorszenia się sytuacji finansowej pozostałych elementów sektora finansów publicznych oraz niższego, niż zakładano, transferu składek ubezpieczeniowych do otwartych funduszy emerytalnych. Zaległości z tytułu nieprzekazanych składek ubezpieczeniowych, które na koniec 2000 r. szacowane na 3,5 mld zł, miały zostać spłacone w 2001 r. Tymczasem uległy one kolejnemu zwiększeniu, o około 2,5 mld zł.

Doświadczenia 2001 r. potwierdzają ponadto słabość polskiego systemu finansów publicznych, nieprzystosowanego do funkcjonowania w warunkach spowolnienia aktywności gospodarczej. Wysoki poziom wydatków publicznych i nieelastyczna ich struktura są podstawową przeszkodą w likwidacji trwałej nierównowagi sektora finansów publicznych. Mimo dokonanej w ciągu roku redukcji wydatków budżetowych, wymuszonej załamaniem dochodów, ich poziom nadal był bardzo wysoki. W relacji do PKB wydatki budżetu państwa wyniosły 23,9% PKB, zaś wydatki całego sektora finansów publicznych ukształtowały się na poziomie 44,5% PKB, wykazując wzrost w stosunku do poprzedniego roku (w 2000 r. kształtowały się odpowiednio na poziomie 22% i 42,8% PKB). Struktura wydatków była niekorzystna: ponad 47% całkowitych wydatków stanowiły wydatki sztywne, a wydatki prorozwojowe jedynie 6%, ulegając znacznemu ograniczeniu w stosunku do 2000 r.

Utrzymywanie się wysokiego deficytu sektora finansów publicznych przy jednocześnie niskich przychodach z prywatyzacji⁹ powodowało znaczny wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu i wzrost udziału sektora bankowego w ich finansowaniu. Zadłużenie netto sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym w 2001 r. zwiększyło się o 17,1 mld zł, tj. o 33,8%. Rosnące potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w 2001 r. zapewniły bankom bezpieczny sposób alokacji aktywów w niekorzystnych warunkach makroekonomicznych i przy wzroście ryzyka kredytowego. Przyczyniało się to do utrzymywania przez banki wysokiego oprocentowania kredytów oraz ograniczało możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw.

6. Kurs złotego, po wprowadzeniu w kwietniu 2000 r. systemu kursu w pełni płynnego, kształtował się jedynie pod wpływem sił rynkowych – NBP nie interweniował w 2001 r. na rynku walutowym. Z jednej strony płynny kurs walutowy nie jest niezależny od decyzji o

⁸ Według projektu Ustawy budżetowej na rok 2002, listopad 2001 r.

⁹ Przychody z prywatyzacji zmniejszyły się z 26,7 mld zł w 2000 r. do 6,5 mld zł w roku 2001.

zmianach stóp procentowych i deklaracji dotyczących prowadzonej polityki pieniężnej, z drugiej jest jednym z czynników warunkujących realizację tej polityki.

W 2001 r. kurs złotego sprzyjał realizacji celu inflacyjnego - złoty przez większość roku umacniał się. Nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka najważniejszych dla polskiej gospodarki walut wzrósł w całym roku o 8,8% (średniorocznie), wobec aprecjacji o 2,2% w 2000 r. Złoty umocnił się zarówno wobec dolara amerykańskiego, jak i euro, przy czym skala średniorocznej nominalnej aprecjacji była większa w stosunku do euro (8,5%) niż wobec dolara (5,8%). Wpływało na to osłabienie euro wobec dolara na rynku światowym, chociaż skala tej deprecjacji była w 2001 r. wyraźnie niższa w stosunku do roku poprzedniego (2,2% wobec 13,3% w 2000 r.). Wzmocnił się przy tym związek między wartością euro a kształtowaniem się kursu złotego¹⁰. Realnie - przy uwzględnieniu cen produkcji - kurs złotego wobec euro wzrósł o 7,7%, podczas gdy w 2000 r. zaprecjonował się o 0,4%, natomiast wobec USD wzmocnił się o 4,2% (w 2000 r. nastąpiła deprecjacja o 11,5%). Przy uwzględnieniu jednostkowych kosztów pracy złoty realnie umocnił się w stosunku do euro o 12% (wobec aprecjacji o 0,4% w roku 2000), natomiast wobec USD o 7,2% (wobec deprecjacji o 13,9% w roku 2000)¹¹.

Tendencja do aprecjacji kursu polskiej waluty – widoczna już w II połowie 2000 r. – pogłębiała się w I połowie 2001 r. Po wyraźnym osłabieniu w III kwartale 2001 r, które przejściowo wpłynęło na wzrost zmienności kursu, kurs złotego w ostatnich trzech miesiącach roku ponownie się wzmocniał. Aprecjacji złotego sprzyjały następujące czynniki:

- Wyraźnie obniżyło się ryzyko makroekonomiczne w polskiej gospodarce w związku z istotnym zredukowaniem deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego oraz inflacji. Zwiększył się także stopień finansowania deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego napływem stabilnego kapitału zagranicznego (patrz załącznik nr 3). Znalazło to odzwierciedlenie w utrzymywaniu się, w latach 2000-2001, relatywnie wysokich ocen polskiej gospodarki dokonywanych przez międzynarodowe agencje ratingowe.
- Wysokiemu popytowi na polską walutę towarzyszył wyraźny wzrost podaży skarbowych papierów wartościowych, kreowany przez rosnące potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych. Ułatwiało to dostęp nierezydentów do aktywów złotych oraz ograniczało

¹⁰ Współczynnik korelacji dla kursu euro/dolar i euro/złoty podniósł się do 0,83 (wobec 0,66 w 2000 r.), natomiast dla relacji dolar/złoty wyniósł 0,23 (wobec -0,88 w 2000 r.)

¹¹ Średnio w roku w stosunku do roku poprzedniego.

spadek rentowności obligacji. W 2001 r. w porównaniu z poprzednim rokiem odnotowano prawie 20% wzrost sprzedaży skarbowych papierów wartościowych ogółem, natomiast ich zasoby w posiadaniu nierezydentów zwiększyły się średnio o 40%. Przyrosty te dotyczyły niemal wyłącznie obligacji; wielkość inwestycji w bony skarbowe pozostała w zasadzie na niezmiennym poziomie. Napływ netto dewiz z tytułu inwestycji portfelowych nierezydentów w skarbowe papiery wartościowe wyemitowane na rynku krajowym w 2001 r. –według danych bilansu płatniczego – wyniósł 0,6 mld USD.

- W 2001 r. na relatywnie wysokim poziomie utrzymywał się dysparytet stóp procentowych, choć w wyniku ubiegłorocznych obniżek stóp procentowych stopniowo ulegał zmniejszeniu. Szczególnie dużym zróżnicowaniem stóp procentowych charakteryzował się krótki odcinek krzywej dochodowości. Było to wykorzystywane przede wszystkim przez nierezydentów inwestujących na rynku swapów walutowych (skala inwestycji w inne instrumenty rynku pieniężnego była bardzo ograniczona). To zjawisko (tzw. *carry trade*¹²) utrzymywało się z różnym nasileniem w całym 2001 r., czego potwierdzeniem może być istotny wzrost skali obrotów na rynku swapów. Przykładowo, wyraźniejsze przesunięcie popytu inwestorów z rynku obligacji na rynek swapów, które uwidoczniło się w II kwartale 2001 r., wiązało się przede wszystkim ze wzrostem ryzyka deprecjacji złotego¹³. W II połowie 2001 r. inwestycje nierezydentów na krajowym rynku pieniężnym odgrywały relatywnie mniejszą rolę w kształtowaniu kursu złotego. Po serii obniżek stóp procentowych w Polsce bardziej atrakcyjny stał się dla nich rynek węgierski (od IV kwartału 2001 r. poziom nominalnych stóp referencyjnych banków centralnych Polski i Węgier jest zbliżony).
- Popyt zagranicznych inwestorów na długoterminowe polskie papiery skarbowe wynikał także z postępującego procesu integracji polskiej gospodarki z Unią Europejską i

¹² Strategia „*carry trade*” polega na złożeniu dwóch transakcji: transakcji sprzedaży waluty o niskim oprocentowaniu (p. USD) na rynku kasowym dla pozyskania złotego oraz transakcji swapu walutowego. W transakcji swapu walutowego inwestor sprzedaje złotego na rynku kasowym i jednocześnie dokonuje jego zakupu w transakcji terminowej, po kursie terminowym ustalonym w dniu zawierania transakcji. W efekcie „złożenia” transakcji na rynku kasowym i transakcji swap inwestor otrzymuje otwarty walutowy kontrakt terminowy. Źródłem zysku inwestora jest premia terminowa, wynikająca z różnicy oprocentowania dolara i złotego. Strategia „*carry trade*” jest opłacalna wtedy, gdy oczekiwana zmiana poziomu kursu złotego nie jest wyższa niż różnica oprocentowania obu walut. Aprecjacja złotego jest skutkiem ubocznym pierwotnej sprzedaży waluty na rynku kasowym w celu pozyskania złotego. Operacja kupna waluty na rynku kasowym realizowana w ramach operacji swap nie oddziałuje w kierunku deprecjacji złotego, ponieważ stanowi swego rodzaju zabezpieczenie operacji „lokowania” złotego na rynku pieniężnym, nie zaś niezależną operację.

perspektyw integracji monetarnej. Na aprecjację złotego oddziaływał zatem w pewnym stopniu¹⁴ relatywnie stabilny napływ kapitału zagranicznego, wynikający z perspektyw obniżania inflacji w Polsce w długim okresie i dostosowania stóp procentowych do poziomu istniejącego w strefie euro. Proces ten obserwowany jest nie tylko w Polsce, ale także w innych krajach kandydujących, w tym przede wszystkim w Czechach i na Węgrzech¹⁵. Pozytywne sygnały w sprawie przyjęcia Polski do UE w 2004 r. mogły wzmocnić ten motyw inwestowania w 2001 r.

- Utrzymywały się oczekiwania rynku na obniżkę stóp procentowych przez RPP. Wynikały one z informacji o pogarszaniu się koniunktury krajowej i zagranicznej oraz nasilające się (szczególnie w II połowie 2001 r.) zmniejszanie restrykcyjności polityki pieniężnej przez główne zagraniczne banki centralne. Dodatkowo wzmacniały je powtarzające się naciski polityczne na głębsze obniżki stóp, którym towarzyszyły zapowiedzi zmian ustawy o NBP. Oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych sprzyjały zakupom obligacji oraz spekulacjom nierezzydentów na rynku swapów stopy procentowej. Obniżki stóp NBP oddziaływały dwojako na zachowania inwestorów. Z jednej strony zmniejszały koszty finansowania zakupów polskich obligacji, z drugiej jednak działały hamująco na inwestycje na polskim rynku, z uwagi na malejącą w ich wyniku wielkość zabezpieczenia przed skutkami ewentualnego dostosowania kursowego.
- Umacnianiu złotego nadal sprzyjał napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich. Znaczenie tego czynnika było jednak słabsze, niż w 2000 r., wskutek niższych wpływów z prywatyzacji. Mimo to w warunkach niższego deficytu obrotów bieżących poprawiły się wskaźniki pokrycia tego deficytu inwestycjami bezpośrednimi, co obniżało oceny poziomu ryzyka przez zagranicznych inwestorów.

¹³ Przyczyną wzrostu tego ryzyka była rosnąca skala przewartościowania kursu złotego. Skala ta, mierzona odchyleniem od trendu realnego efektywnego kursu złotego, deflowanego zmianami cen produkcji, wyniosła w czerwcu 2001 r. 10,9% wobec średniej dla całego roku 4,8%.

¹⁴ Wyodrębnienie wpływu tego czynnika na wielkość inwestycji na rynku obligacji, a co za tym idzie na umacnianie złotego, wymagałoby dokładnego rozpoznania struktury podmiotowej tego rynku w celu wyodrębnienia inwestorów o długim horyzoncie inwestycyjnym. Posiadane przez NBP informacje nie umożliwiają takiego rozpoznania.

¹⁵ Według Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei w 2001 r. realny efektywny kurs walutowy mierzony przy pomocy cen konsumpcji umocnił się wyraźnie zarówno w Czechach (o 7,1%), jak i na Węgrzech (o 8,4%).

- W 2001 r., podobnie jak w latach poprzednich, wpływ na aprecjację kursu polskiej waluty miały też czynniki jednorazowe. Tym razem były to przede wszystkim oczekiwania na napływ walut obcych związane z wypłatami rekompensat dla robotników przymusowych III Rzeszy (I połowa 2001 r.) oraz ze sprzedażą przez rząd licencji na UMTS - III generację telefonii komórkowej (I połowa 2001 r.), a także okresowe oczekiwania na transakcje prywatyzacyjne.

Deprecjacja złotego w III kwartale ub.r. wiązała się z zaostrzeniem lokalnych kryzysów finansowych w Argentynie, Brazylii i Turcji, co przejściowo wpłynęło na ograniczenie zaufania do rynków wschodzących. W efekcie tzw. „efektu zarażenia” spekulacją na osłabienie waluty skutki odczuły nie tylko kraje bezpośrednio związane z kryzysem, ale też Polska, Węgry i RPA. Ten zewnętrzny impuls osłabiający złotego nałożył się na informację o problemach finansów publicznych i oczekiwania depreciation złotego. Złoty zdeprecjonował się w dniach 5-11 lipca o 14,4% wobec euro i 12% wobec USD. W dalszej części kwartału nastąpiła stabilizacja kursu do dolara na poziomie około 4,23 PLN/USD, natomiast w stosunku do euro złoty nadal stopniowo się osłabiał. Wynikało to ze znacznego umocnienia wspólnej waluty europejskiej wobec USD na rynku światowym w wyniku wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarki amerykańskiej.

Bezpośredni wpływ ataków na USA na kurs złotego był krótkotrwały i relatywnie niewielki; ograniczył się praktycznie do zaniku aktywności na krajowym rynku walutowym w ciągu około 4 dni; średni kurs złotego do USD w tym czasie wynosił 4,24 (wobec średniego poziomu 4,22 we wrześniu). Pośrednio wrześniowe wydarzenia wpłynęły natomiast na umocnienie polskiej waluty w IV kwartale 2001 r. Po lipcowej korekcie kursu złotego oraz ustabilizowaniu się sytuacji politycznej w kraju po wyborach parlamentarnych zmniejszyło się bowiem ryzyko inwestowania na polskim rynku, a aktywa złotowe były nadal dochodowe. Warto podkreślić, że ta odporność złotego na wydarzenia zewnętrzne wiąże się również z systemem kursu płynnego.

Kurs złotego wpłynął w 2001 r. na osłabienie inflacji na rynku krajowym. Szacunki dokonane w NBP wskazują, że aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego spowodowała zmniejszenie średniorocznego wskaźnika CPI w 2001 r. o 0,9 pkt. proc.¹⁶

¹⁶ Wyliczony wskaźnik wpływu kursu na CPI zawiera efekty przejściowej depreciation złotego w lipcu 2001 r., która obniżyła skalę średniorocznego aprecjacji złotego.

7. Niezbędne do skutecznego obniżania kosztów dezinflacji zmiany strukturalne w gospodarce polskiej przebiegały w 2001 r. z dużymi trudnościami i opóźnieniami. Dotyczy to zarówno procesów prywatyzacji i demonopolizacji, jak i restrukturyzacji w takich sektorach, jak: energetyczno-paliwowy, górnictwa węglowego, transportu kolejowego i usług telekomunikacyjnych. Należy podkreślić, że ceny produkcji w wymienionych sektorach rosły w 2001 r. zdecydowanie szybciej niż ceny produkcji sprzedanej przemysłu. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w 2001 r. wzrosły o 1,6%, podczas gdy ceny w górnictwie węgla kamiennego zwiększyły się o 9,0%, gazownictwie 9,1%, w wytwarzaniu energii elektrycznej o 13%, w transporcie kolejowym o 8,7%. Stwarza to zagrożenie dla dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych. Ceny w wymienionych sektorach mają bowiem - bezpośrednio i pośrednio - duży wpływ na koszty utrzymania gospodarstw domowych. Oprócz tego, wzrost tych cen prowadził do wzrostu kosztów w przedsiębiorstwach i w ten sposób ograniczał ich rozwój.

IV INSTRUMENTY REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Podstawowym instrumentem służącym realizacji celu polityki pieniężnej w 2001 r. była stopa procentowa. Do wpływania na poziom stóp procentowych rynku międzybankowego NBP wykorzystywał: stopę referencyjną, określającą rentowność 28-dniowych operacji otwartego rynku, stopę oprocentowania kredytu lombardowego (stopę lombardową) i stopę depozytową (od grudnia 2001 r.). Rezerwa obowiązkowa zmniejszała wpływ wahań płynności banków na poziom stóp procentowych rynku międzybankowego.

Wykorzystywane przez NBP instrumenty były dostosowywane do sytuacji operacyjnej nadpłynności, nadal utrzymującej się w sektorze banków komercyjnych. W 2001 r. NBP kontynuował proces jej ograniczania. Wprowadzony w 2000 r. płynny kurs walutowy stworzył warunki do zmniejszenia przyrostu nadpłynności z tytułu zakupu walut przez NBP. W 2001 r. nadal była również prowadzona bezwarunkowa sprzedaż obligacji skarbowych z portfela NBP, uzyskanych w 1999 r. w wyniku konwersji niezbywalnych zobowiązań Skarbu Państwa wobec banku centralnego. Sprzedaż ta umożliwiła trwałą redukcję nadpłynności zakumulowanej w poprzednich latach.

4.1 Stopy procentowe

Realizacja polityki pieniężnej polegała na zmianach stóp procentowych NBP, które – poprzez oddziaływanie na poziom stóp procentowych rynku międzybankowego – wpływały na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych. Dzięki temu NBP mógł oddziaływać na decyzje gospodarstw domowych dotyczące oszczędności i konsumpcji oraz na decyzje przedsiębiorstw o inwestycjach.

Stopami NBP, które wyznaczały kierunek polityki pieniężnej, były: stopa referencyjna, stopa lombardowa i stopa depozytowa.

Stopa referencyjna określała minimalną rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych NBP, sprzedawanych w ramach operacji otwartego rynku. Stopa ta wyznaczała poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności, tj. jednomiesięcznych stóp rynku międzybankowego (WIBOR 1M).

Stopa lombardowa wyznaczała maksymalny koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, określając górny poziom wahań stóp rynkowych o najkrótszych terminach zapadalności (zwłaszcza O/N).

Stopa depozytowa została wprowadzona od 1 grudnia 2001 r. w celu ograniczenia dołu wahań stóp rynkowych, zwłaszcza o najkrótszych terminach zapadalności (O/N). Depozyt na koniec dnia stworzył bankom możliwość deponowania nadwyżek płynnych środków na rachunku lokat terminowych w NBP.

W 2001 r. RPP dokonała sześciu obniżek oficjalnych stóp procentowych, redukując je łącznie o 750 punktów bazowych (tablica nr 3). W efekcie nominalne stopy procentowe NBP znalazły się na najniższym poziomie od początku okresu transformacji. Spadły również stopy realne; od pierwszej obniżki stóp procentowych, dokonanej pod koniec lutego, do końca ub.r. 2001 r. stopa referencyjna NBP obniżyła się w ujęciu realnym o 3,5 pkt. proc.

Tablica nr 3

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian oficjalnych stóp procentowych w 2001 r.

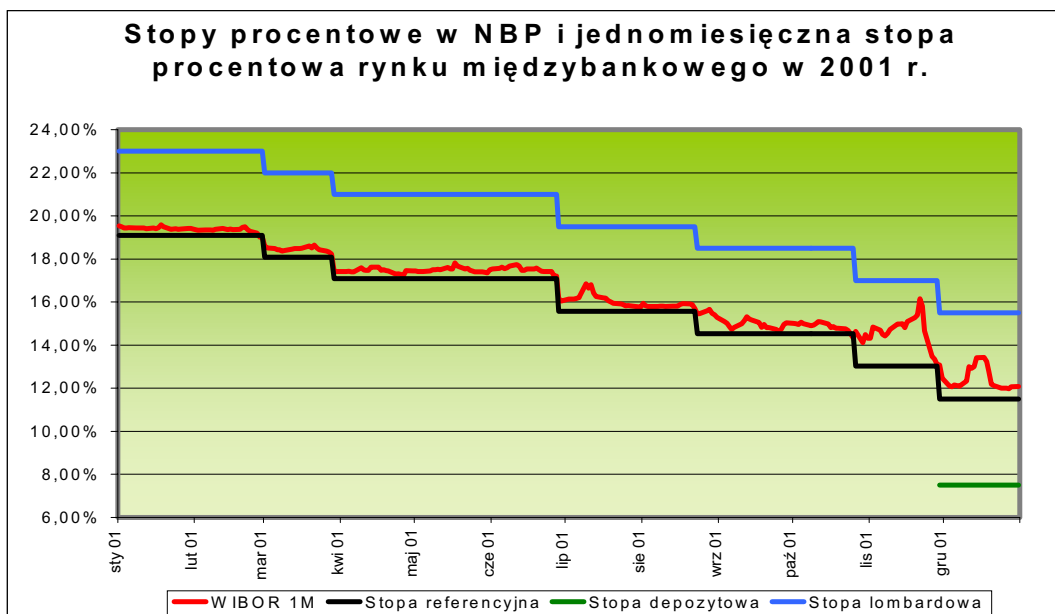
Data*	Decyzja
28 lutego	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 19% do 18% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 23% do 22% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 21,5% do 20,5%
28 marca	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 18% do 17% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 22% do 21% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 20,5% do 19,5%
27 czerwca	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 17% do 15,5% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 21% do 19,5% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 19,5% do 18%
22 sierpnia	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 15,5% do 14,5% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 19,5% do 18,5% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 18% do 17%
26 października	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 14,5% do 13% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 18,5% do 17% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 17% do 15,5%
28 listopada	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 13% do 11,5% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 17% do 15,5% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 15,5% do 14% Wprowadzenie stopy depozytowej (7,5%)

* Data podjęcia decyzji.

Źródło: Narodowy Bank Polski.

Wraz z obniżkami stopy referencyjnej spadała stawka WIBOR 1M, obniżając oprocentowanie kredytów i depozytów osób prywatnych i podmiotów gospodarczych. Zmiany te przedstawia wykres nr 2:

Wykres nr 2



Źródło: dane NBP.

4.2 Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku były, podobnie jak w większości banków centralnych, podstawowym instrumentem wykorzystywanym do oddziaływania na poziom rynkowych stóp procentowych.

Głównym rodzajem operacji otwartego rynku była emisja 28-dniowych bonów pieniężnych NBP. Operacje te wpływały na poziom rynkowych stóp procentowych (WIBOR 1M). Emisja prowadzona była nieregularnie: w dniach, w których występowała nadwyżka płynności w sektorze bankowym, powodująca presję na spadek stóp rynku międzybankowego.

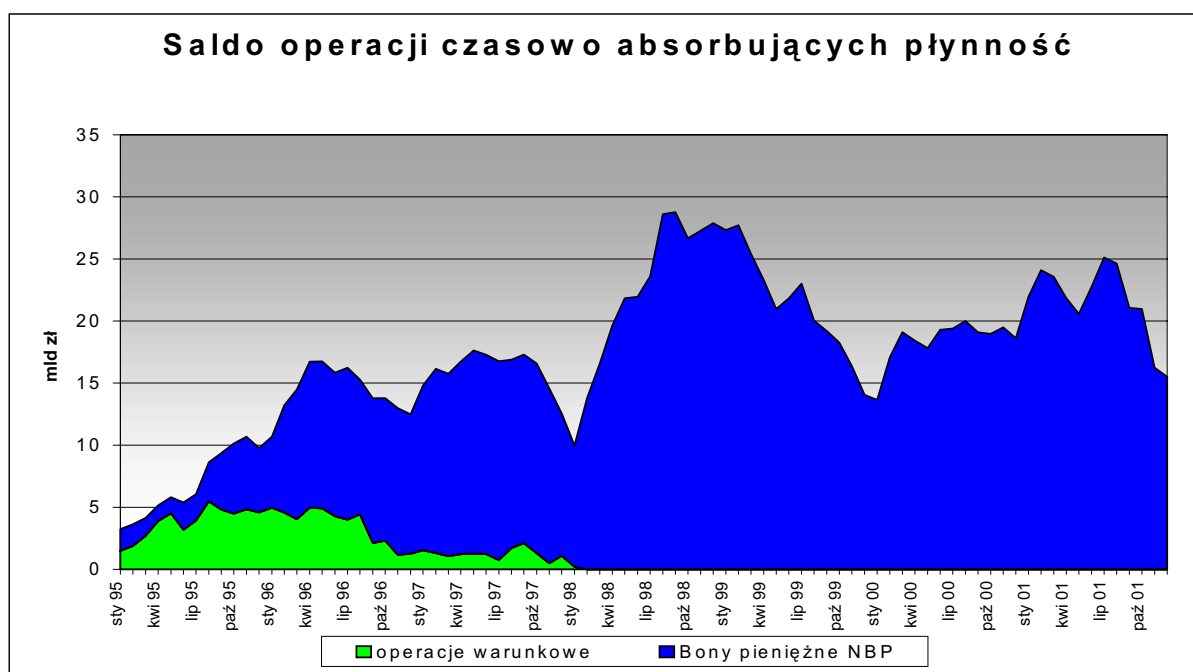
W ramach operacji otwartego rynku w grudniu 2001 r. NBP dwukrotnie wyemitował bony o krótszym terminie zapadalności (14 dni). Wiązało się to z koniecznością zapewnienia bankom niezbędnej płynności w okresie przedsięwzięcznym i pod koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej i umożliwiło lepsze rozłożenie płynności w ciągu miesiąca.

Oprócz bonów o zapadalności poniżej jednego miesiąca NBP w 2001 r. wyemitował bony o dłuższych terminach (91-dni), o wartości 7,5 mld zł. Ich emisja wiązała się z umową między NBP a PKO BP S.A.

Popyt na bony pieniężne, odmiennie niż w 2000 r., przewyższał ich podaż (NBP zaoferował do sprzedaży bony pieniężne o wartości nominalnej 204,5 mld zł, otrzymując od banków oferty zakupu w wysokości 287,1 mld zł). NBP zaakceptował oferty banków o wartości nominalnej 187,7 mld zł.

Skalę operacji czasowo absorbujących płynność, prowadzonych w celu stabilizowania rynku, przedstawia wykres nr 3.

Wykres nr 3



Źródło: dane NBP.

W 2001 r. saldo operacji otwartego rynku – w ujęciu bilansowym - spadło ogółem o 6,2 mld zł (biorąc pod uwagę bony pieniężne NBP o terminach krótszych niż jeden miesiąc oraz 91-dniowe bony pieniężne NBP). Spadek ten wynikał z kształtowania się poszczególnych źródeł płynności i pieniądza rezerwowego.

Spekulacja na spadek stóp procentowych NBP spowodowała, że w końcu października banki zakupiły więcej bonów pieniężnych, niż wynikało to z ich potrzeb płynnościowych. W rezultacie, mimo obniżenia stóp NBP w listopadzie wystąpiły braki płynności, powodujące przejściowy wzrost stawek rynku międzybankowego, w tym WIBOR 1M.

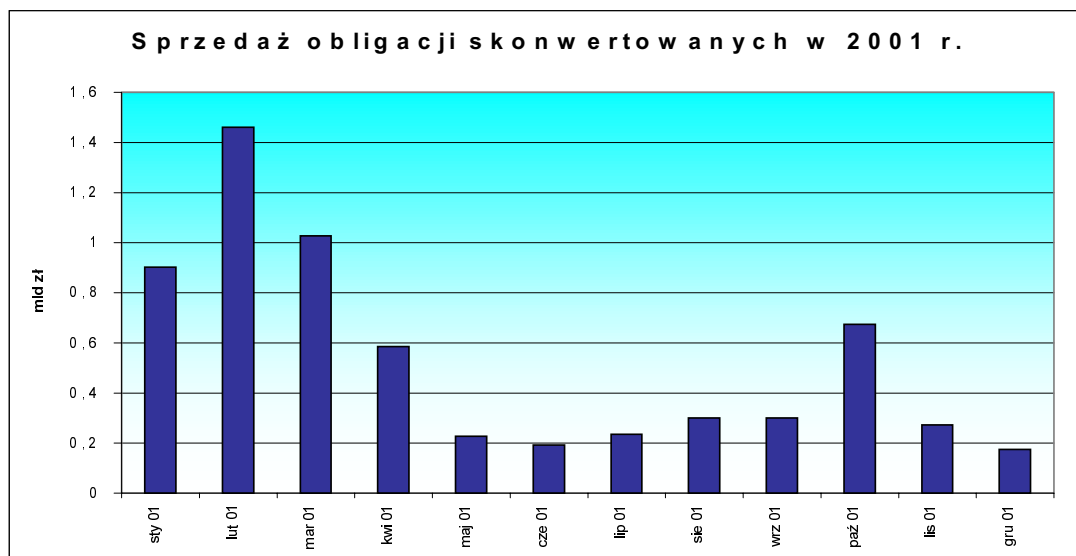
Kontynuowano sprzedaż skonwertowanych obligacji Skarbu Państwa¹⁷. Była to operacja o charakterze strukturalnym, która w trwały sposób absorbowwała płynność. NBP akceptował rentowność sprzedaży obligacji na poziomie podobnym do rynkowego, w związku z czym nie wpływał na rynkowe stopy procentowe. Operacja typu *outright*¹⁸ nie była związana z bieżącym prowadzeniem polityki pieniężnej.

Na 49 przetargach zaoferowano do sprzedaży skonwertowane obligacje o wartości nominalnej 15,6 mld zł. Popyt zgłoszony przez inwestorów w ciągu roku wyniósł 23,9 mld zł, co stanowiło 153,6% podaży. Łącznie NBP zaakceptował oferty o wartości nominalnej 6,4 mld zł, tj. 40,8% zaoferowanej podaży i 26,6% zgłoszonego popytu.

Standardową kwotą obligacji oferowaną do sprzedaży na przetargu było 300 mln zł. Na ostatnich dwóch przetargach w lutym oraz na pierwszym przetargu w marcu podaż została zwiększona do 600 mln zł z uwagi na większy popyt, po czym ponownie powrócono do oferty 300 mln zł.

Skalę operacji typu *outright* w 2001 r. (według wartości nominalnej obligacji skonwertowanych sprzedanych w miesiącu) przedstawia wykres nr 4.

Wykres nr 4



Źródło: dane NBP.

¹⁷ Obligacje te zostały wyemitowane przez Skarb Państwa w 1999 r. w celu zamiany zadłużenia wobec NBP na rynkowe papiery wartościowe.

¹⁸ Operacja bezwarunkowej (definitywnej) sprzedaży bankom przez bank centralny papierów wartościowych (z reguły skarbowych papierów wartościowych) – *outright sale*.

Operacje otwartego rynku od początku 2001 r. prowadzone były z grupą 15 banków - dealerów rynku pieniężnego. W wyniku konsolidacji banków ich liczba zmniejszyła się do 12 w ostatnim kwartale 2001 r. Banki - dealerzy zostały wyłonione zgodnie z jednolitymi kryteriami kwalifikacyjnymi Indeksu Aktywności Dealerskiej (IAD): wykazały się dużą aktywnością na rynku instrumentów terminowych na stopę procentową (FRA i IRS) oraz miały znaczny udział w rynku skarbowych papierów wartościowych (bonów i obligacji).

4.3 Rezerwa obowiązkowa

Utrzymywanie przez banki rezerwy obowiązkowej pozwalało na łagodzenie wahań rynkowych stóp procentowych.

Rezerwę obowiązkową stanowi część środków pieniężnych na rachunkach bankowych, środków uzyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych oraz innych środków przyjętych przez bank, podlegających zwrotowi. Środki przyjęte od innego banku krajowego, a także pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata są wyłączone z podstawy naliczania rezerwy.

Kwotę rezerwy obowiązkowej za okres jej utrzymywania oblicza się jako sumę średnich arytmetycznych stanów dziennych na rachunku bieżącym banku lub rachunku rezerwy obowiązkowej oraz stanów dziennych zapasu gotówki w kasach banków w wysokości nie większej niż deklarowana. Wartość rezerwy obowiązkowej zmienia się w zależności od wartości gromadzonych środków stanowiących podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej, oraz od wielkości środków zwolnionych z tego obowiązku na podstawie decyzji Zarządu NBP.

Rezerwę obowiązkową naliczały i utrzymywały wszystkie banki z wyjątkiem tych, które na mocy decyzji Zarządu NBP¹⁹ były zwolnione z utrzymywania rezerwy obowiązkowej w okresie realizacji programu naprawczego. Kwota zwolnionej rezerwy na 31 grudnia 2001 r. wyniosła 1.904 mln zł. W 2001 r. obowiązywały jedynie zwolnienia udzielone w poprzednich latach.

Zmiany w wysokości rezerwy obowiązkowej w 2001 r. przedstawia tablica nr 4:

¹⁹ Na podstawie art. 39 ust. 3 ustawy o NBP.

Tablica nr 4

Przyrost rezerwy obowiązkowej w 2001 r. (w mln zł)

L.p.	Wyszczególnienie	Stan na 31.12.2000 r.	Przyrost w ciągu kwartałów				Stan na 31.12.2001 r.
			I	II	III	IV	
1.	Rezerwa wymagana ogółem z tego:	12.240	- 504	494	497	942	13.669
1.1	rezerwa na rachunku w NBP	11.031	- 525	442	456	885	12.289
1.2	zapas gotówki w kasach banków	1.209	21	52	41	57	1.380

Źródło: dane NBP.

Wartość rezerwy obowiązkowej na koniec 2001 r. wzrosła w porównaniu ze stanem na koniec 2000 r. o 1,4 mld zł, tj. o 11,7%, przy wzroście depozytów będących podstawą naliczania rezerwy w tym okresie o 20,1%. W grudniu 2001 r. rezerwa (wraz z utrzymaną nadwyżką) była wyższa średnio o 713,5 mln zł w stosunku do grudnia 2000 r. Tempo przyrostu depozytów stanowiących podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej wyprzedziło tempo wzrostu rezerwy obowiązkowej z powodu zwiększenia kwoty zwolnionej rezerwy obowiązkowej w jednym z dużych banków komercyjnych²⁰.

Wartość rezerwy obowiązkowej w poszczególnych okresach utrzymywania w 2001 r. przedstawia tablica nr 5.

Tablica nr 5

Rezerwa obowiązkowa w 2001 r. (w mln zł)

Okres rezerwowy	Ogółem	Na rachunku bieżącym	Zadeklarowana gotówka
02.01 – 30.01.2001	11.803	10.561	1.241
31.01 – 27.02.2001	11.737	10.504	1.232
28.02 – 01.04.2001	11.735	10.505	1.230
02.04 – 29.04.2001	11.825	10.584	1.240
30.04 – 30.05.2001	12.083	10.816	1.266
31.05 - 01.07.2001	12.229	10.947	1.281
02.07 - 30.07.2001	12.337	11.045	1.292
02.07 - 30.07.2001	12.460	11.157	1.303
31.08 - 30.09.2001	12.726	11.404	1.322
01.10 – 30.10.2001	12.857	11.512	1.344
31.10 – 29.11.2001	13.005	11.650	1.354
30.11 – 30.12.2001	13.146	11.777	1.368

Źródło: dane NBP.

²⁰ Decyzja o częściowym zwolnieniu tego banku z rezerwy obowiązkowej weszła w życie na początku 2001 r., chociaż została podjęta w 2000 r.

We wszystkich okresach rezerwowych w 2001 r. utrzymywała się nadwyżka średniego stanu środków rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżącym w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy, wahająca się od 48 mln zł w październiku do 349 mln zł w listopadzie. Średnio w 2001 r. nadwyżka ta wyniosła 141,7 mln zł, podczas gdy w 2000 r. 164,9 mln zł. Spadek ten wynikał z lepszego zarządzania płynnością przez banki.

W grudniu 2001 r. podjęto uchwały, które obniżyły stopę rezerwy obowiązkowej z 5% do 4,5%, przy jednoczesnym wyłączeniu możliwości utrzymywania do 10% wymaganej rezerwy w formie gotówki w kasach banków. Uchwały te miały neutralny wpływ na stopień płynności sektora bankowego i zbliżyły zasady utrzymywania rezerwy obowiązkowej do standardów EBC. Efektywna stopa rezerwy dla sektora bankowego nie uległa zmianie.

Począwszy 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). Zmiana ta miała na celu zwiększenie racjonalności zarządzania płynnością przez banki.

4.4 Operacje kredytowo-depozytowe i refinansowanie banków

Operacje kredytowo–depozytowe, prowadzone przez banki z bankiem centralnym z ich inicjatywy, pozwalały na likwidację krótkoterminowych luk płynności²¹, zmniejszając presję na stopy rynku międzybankowego. W realizacji polityki pieniężnej aktywną rolę odgrywały: kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia.

Kredyt lombardowy umożliwiał uzupełnienie bieżącej płynności banków. Stopa kredytu lombardowego pełniła funkcję stopy maksymalnej, określającej krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym.

W poszczególnych kwartałach 2001 r. średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego kształtowało się następująco:

- I kwartał – 124,3 mln zł,
- II kwartał – 66,2 mln zł,
- III kwartał – 271,6 mln zł,
- IV kwartał – 473,5 mln zł.

²¹ Uzupełniania niedoborów lub lokowania nadwyżek.

Najwyższe - średnie w miesiącu – wykorzystanie kredytu lombardowego wystąpiło w październiku i wyniosło 997,8 mln zł (dzienne stany zadłużenia pod koniec października sięgały nawet 6,3 mld zł).

W 2001 r. banki najczęściej zadłużały się pod koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej na rachunkach bieżących w NBP, szczególnie w I kwartale oraz w październiku 2001 r. Było to wynikiem spekulacji banków na obniżkę stóp procentowych NBP. Wysokie zaangażowanie w zakup bonów pieniężnych zmusiło banki do uzupełniania bieżącej płynności poprzez zadłużenie w NBP.

W dniu 1 grudnia 2001 r., w celu dostosowania systemu operacyjnego do standardu EBC, wprowadzono nowy instrument - **depozyt na koniec dnia** - który umożliwił bankom deponowanie nadwyżek płynnych środków na rachunku lokat terminowych w NBP. Zwrot kwoty depozytu następuje w następnym dniu roboczym. Stopa depozytowa, określana przez RPP, ogranicza od dołu wahania stóp rynku międzybankowego.

Instrument depozytowy był efektywnie wykorzystywany przez banki od 21 grudnia 2001 r. Do końca roku zawarto 39 umów, natomiast łączna kwota złożonych przez banki lokat wyniosła 7,9 mld zł. Średnia wartość depozytów w grudniu wyniosła 714,5 mln zł (711 mln zł w grudniowym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej), zaś najwyższa kwota złożonej lokaty 1,9 mld zł. Najwyższe stany lokowanych w NBP środków wystąpiły przed dniami wolnymi od pracy.

Redyskonto weksli i kredyt na inwestycje centralne nie odgrywały aktywnej roli w realizacji polityki pieniężnej, a zasady refinansowania banków przy wykorzystaniu tych instrumentów nie zmieniły się w 2001 r.

Zadłużenie banków z tytułu udzielonych kredytów refinansowych obniżyło się w 2001 r. o 14,2% i wyniosło, według stanu na koniec grudnia, 5,6 mld zł. Spadek zadłużenia nastąpił w wyniku spłat, w terminach określonych w umowach, kredytów refinansowych na inwestycje centralne w wysokości 436,8 mln zł²² oraz niższego o 17,8 mln zł - w porównaniu z grudniem 2000 r. - wykorzystania kredytu redyskontowego. Środki uzyskane z weksli redyskontowanych sezonowo przez jeden bank służyły finansowaniu skupu płodów rolnych.

²² Zadłużenie banków komercyjnych w NBP wynikało wyłącznie z kredytów na inwestycje centralne rozpoczęte przed 1989 r.

Tak jak zapowiedziano w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001*, w końcu 2001 r. wprowadzono nowy instrument refinansowania banków - **kredyt techniczny** (ang. *intra-day credit*) zaciągany i spłacany w tym samym dniu²³. Rozwiązanie to umożliwia bankom usprawnienie rozliczeń w ciągu dnia operacyjnego, dzięki czemu przyczynia się do zmniejszenia wahań stóp procentowych w ciągu dnia. Formą prawną zabezpieczenia spłaty kredytu technicznego jest przeniesienie praw do bonów skarbowych na rzecz NBP. Do końca 2001 r. umowy z NBP o kredyt techniczny zawarło 21 banków. Po raz pierwszy instrument ten wykorzystany był w dn.18.12.2001 r.

Modyfikacje instrumentów polityki pieniężnej w dokonane w 2001 r. zmierzały do dostosowania systemu operacyjnego do standardów EBC oraz do poprawy efektywności rynków finansowych.

²³ Na mocy Uchwały Zarządu NBP nr 57/2001 r. z dnia 22 listopada 2001 r.

CENY TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH W 2001 R.

W grudniu 2001 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniosło 3,6% kształtując się o 4,9 pkt. proc. niżej niż w końcu 2000 r. Najwyższy w ciągu ubiegłego roku poziom inflacji osiągnęła w styczniu (7,4%), a w kolejnych miesiącach - poza kwietniem i majem - systematycznie spadała. Średnio w 2001 r. ceny wzrosły o 5,5% wobec 10,1% w roku poprzednim.

Wzrost CPI o 3,6% w końcu 2001 r. był wynikiem wzrostu cen:

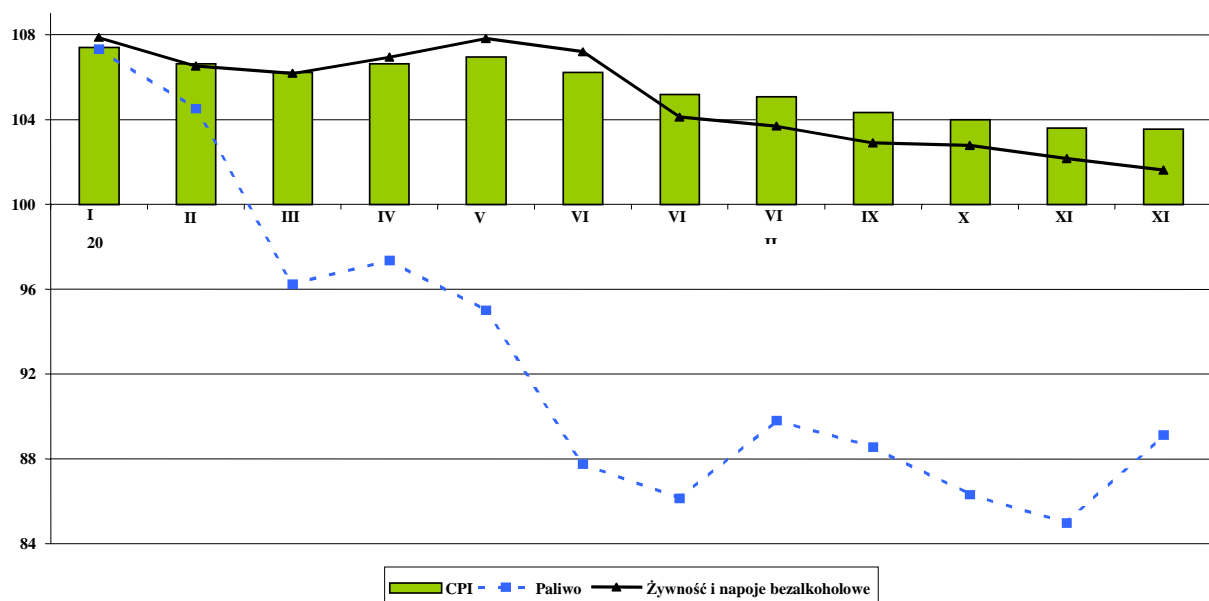
- kontrolowanych o 4,5%, który zwiększył CPI o 1,2 pkt. proc.
- usług po wyłączeniu z nich grup o cenach kontrolowanych o 6,3%, powodującym wzrost CPI o 1,1 pkt. proc.,
- artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu z nich grup o cenach kontrolowanych o 3,0%, zwiększającym ogólny wzrost cen o 0,8 pkt. proc.,
- żywności i napojów bezalkoholowych o 1,6%, który zwiększył CPI o 0,5 pkt. proc.

Sytuację tę ilustrują wykresy nr 1 i nr 2.

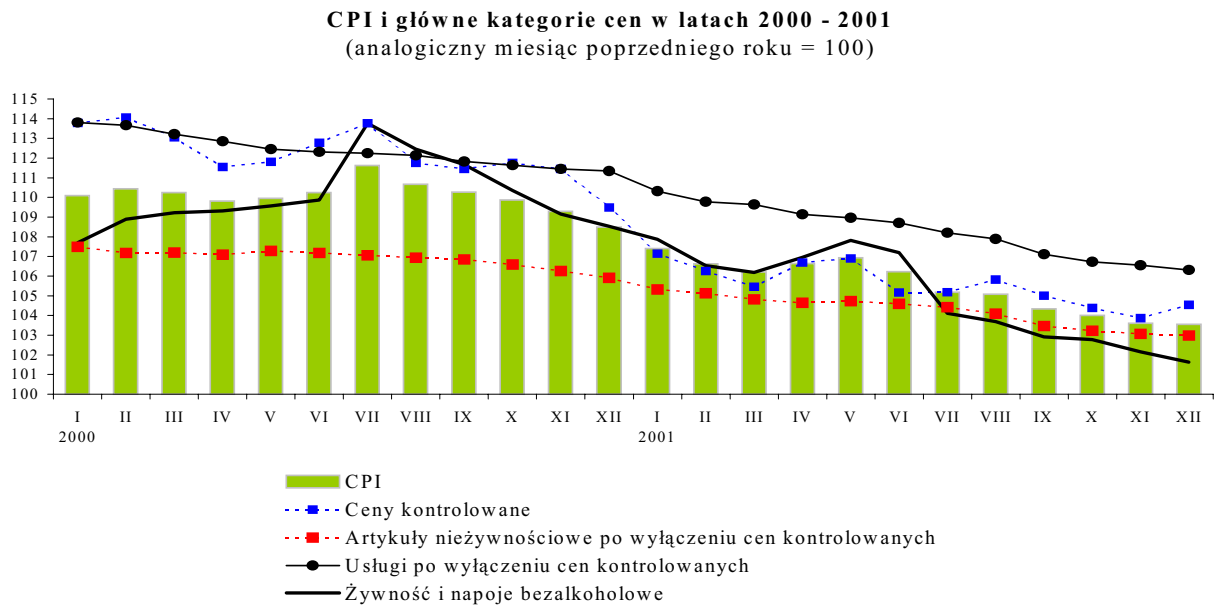
Wykres nr 1

Dynamika CPI, cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw w 2001 r.

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres nr 2



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflację mierzoną wskaźnikami wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wskaźniki podstawowych grup cen w latach 1999 - 2001 oraz strukturę wzrostu CPI przedstawiają tablice nr 1 i nr 2.

Tablica nr 1

Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

Wyszczególnienie	1999	2000	2001				
	XII	XII	III	VI	IX	XII	I-XII
	Analogiczny okres roku poprzedniego = 100						
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	109,8	108,5	106,2	106,2	104,3	103,6	105,5
Ceny kontrolowane	114,7	109,5	105,5	105,2	105,0	104,5	105,5
<i>w tym paliwo</i>	<i>152,7</i>	<i>111,0</i>	<i>96,2</i>	<i>87,8</i>	<i>88,6</i>	<i>89,1</i>	<i>92,5</i>
Żywność i napoje bezalkoholowe	106,0	108,5	106,2	107,2	102,9	101,6	105,0
Art. nieżywnościowe (po wyłączeniu cen kontrolowanych)	107,1	105,9	104,8	104,6	103,5	103,0	104,2
Usługi (po wyłączeniu cen kontrolowanych)	114,0	111,3	109,6	108,7	107,1	106,3	108,3

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tablica nr 2

**Wpływ zmian cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych
na CPI w ujęciu dwunastomiesięcznym**

Wyszczególnienie	1999	2000	2001				
	XII	XII	III	VI	IX	XII	I-XII
	Udział w przyroście CPI (w pkt. proc.)						
CPI	9,8	8,5	6,2	6,2	4,3	3,6	5,5
Ceny kontrolowane	3,6	2,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,4
<i>w tym paliwo</i>	1,3	0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Żywność i napoje bezalkoholowe	1,9	2,6	1,9	2,2	0,9	0,5	1,5
Art. nieżywnościowe bez cen kontrolowanych	2,0	1,7	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2
Usługi bez cen kontrolowanych	2,3	1,8	1,7	1,5	1,2	1,1	1,4
	Struktura przyrostu CPI (w %)						
CPI	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ceny kontrolowane	36,9	28,0	22,6	21,4	29,8	33,0	26,0
w tym paliwo	13,1	3,6	-2,1	-6,8	-9,2	-10,7	-4,8
Żywność i napoje bezalkoholowe	19,5	30,6	29,9	34,8	20,3	13,8	27,3
Art. nieżywnościowe bez cen kontrolowanych	20,4	19,7	21,0	20,0	21,7	22,7	20,8
Usługi bez cen kontrolowanych	23,2	21,7	26,5	23,8	28,2	30,5	25,9

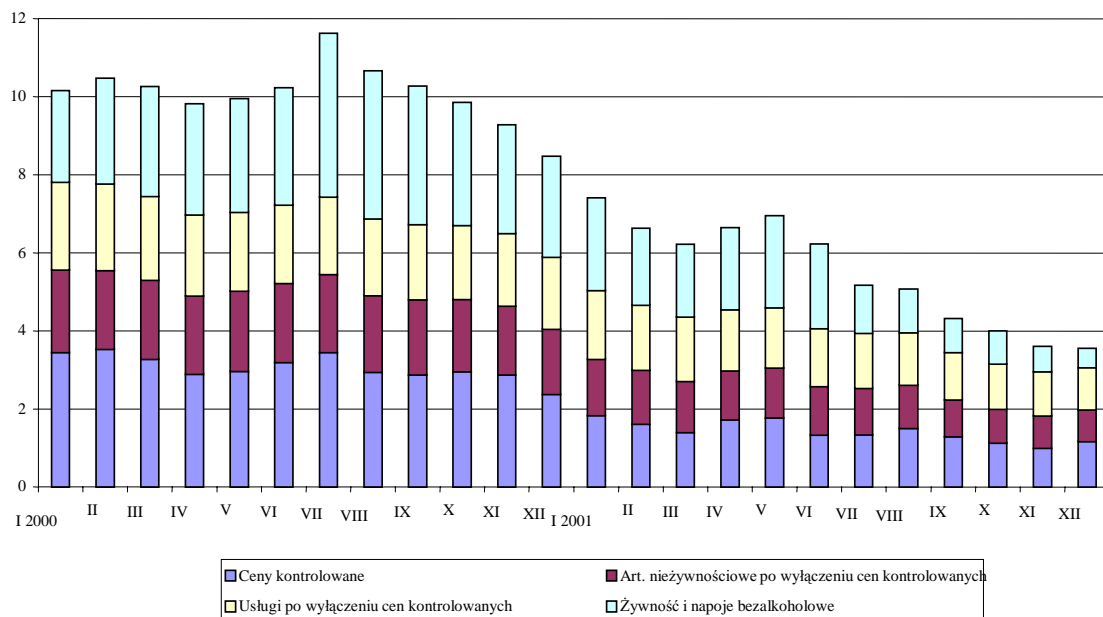
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Udział poszczególnych kategorii cen w CPI w ujęciu 12-miesięcznym w latach 2000–2001 przedstawia wykres nr 3.

Wykres nr 3

Udział poszczególnych kategorii cen w CPI w latach 2000-2001

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Spadkowi inflacji w 2001 r. towarzyszyły istotne – w porównaniu z ub.r. – zmiany w jej strukturze (patrz tablica nr 2 i wykres nr 3). Udział wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych we wzroście CPI obniżył się o przeszło połowę (do 14% z blisko 31% przed rokiem). Zwiększył się natomiast znacząco – z ok. 22% do niemal 31% - udział w CPI cen usług po wyłączeniu z nich grup o cenach kontrolowanych. Zmiany udziałów dwóch pozostałych grup cen były mniejsze: udział cen kontrolowanych w CPI wzrósł z 28% do 33%, a cen artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu z ich grup o cenach kontrolowanych zwiększył się z ok. 20% do ok. 23%. Ceny paliw, które w 2000 r. oddziaływały proinflacyjnie (choć miały wówczas najmniejszy udział we wzroście CPI), w ub.r. przyczyniły się do spadku inflacji.

W 2001 r., podobnie jak przed rokiem, najsilniej wzrosły *cenę usług oczyszczonych z cen kontrolowanych*. Wyższy wzrost cen usług konsumpcyjnych niż CPI utrzymuje się ze zmiennym nasileniem od początku okresu transformacji. Zjawisko to, wynikające m. in. z tzw. efektu Balassy – Samuelsona, jest charakterystyczne dla krajów szybko rozwijających się. Spośród usług po wyłączeniu cen kontrolowanych w 2001 r. najsilniej wzrosły opłaty za: zaopatrywanie w wodę i inne usługi związane z zamieszkiwaniem, użytkowanie mieszkania, opiekę socjalną, których dynamika w skali rocznej kształtowała się w przedziale 8-14%. Należy przy tym zaznaczyć, że popyt na wiele rodzajów spośród silnie drożejących usług jest sztywny. Kształtowanie się cen usług w tej grupie nie jest wrażliwe na poziom restrykcyjności polityki pieniężnej i stanowi czynnik spowalniający proces dezinflacji.

Wzrost *cen kontrolowanych*, gdzie mechanizmy rynkowe działają w ograniczonym zakresie podobnie jak w latach poprzednich, również w 2001 r. przewyższał ogólne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych. Jednak w porównaniu do 2000 r. tempo wzrostu tej grupy cen wyraźnie osłabło. Był to przede wszystkim efekt spadku cen paliw. Średnioroczny spadek cen paliw wyniósł w 2001 r. 7,6%, podczas gdy w 2000 r. miał miejsce ich wzrost o 36,8%. Natomiast od grudnia 2000 r. do grudnia 2001 r. ceny paliw obniżyły się o 10,9%, wobec wzrostu o 11,0% w poprzednim roku. Zmiany cen paliw w 2001 r. były wypadkową: zmian cen światowych, podwyżek stawek podatku akcyzowego oraz polityki cenowej krajowych rafinerii i sprzedawców detalicznych. W końcu 2001 r. spadkowi światowych cen benzyny towarzyszył spadek kursu dolara, co było dodatkowym impulsem obniżającym krajowe ceny paliw.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wykazywały w 2001 r. niewielki wzrost: (rok wcześniej wzrost ten był pięciokrotnie silniejszy), który kształtował się o 2,0 pkt. proc. poniżej wzrostu CPI. Było to konsekwencją generalnie znacznie niższego tempa wzrostu cen

żywności niż przed rokiem. Spośród podstawowych grup żywności relatywnie najbardziej podrożały ryby oraz warzywa. Obniżyły się natomiast ceny drobiu, mięsa wołowego, cukru, olejów i tłuszczów.

Podstawowym czynnikiem kształtującym ceny na rynku rolnym w 2001 r. były znacznie większe niż przed rokiem zbiory zbóż (o 20,7%), co spowodowało w II połowie 2001 r. spadek ich cen, a także cen mieszanek paszowych. Ceny skupu pszenicy obniżyły się o 15%, a żyta o 14% (w ujęciu grudzień do grudnia) na co wpłynęła m.in. sytuacja podażowa, w tym duży import zbóż w I i II kwartale roku oraz większe niż przed rokiem dostawy w ramach skupu interwencyjnego. Na rynku produktów zwierzęcych odnotowano w omawianym okresie mniejszą podaż trzody chlewnej i bydła rzeźnego, a większą - drobiu rzeźnego i mleka krowiego.

Ceny artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych są grupą najbardziej wrażliwą na wahania popytu i najsilniej poddaną konkurencji międzynarodowej. Stąd też ceny te charakteryzują się relatywnie słabszym wzrostem w porównaniu z innymi grupami cen. Występujące w 2001 r. zmniejszenie dynamiki popytu krajowego oraz obniżenie dynamiki popytu zewnętrznego sprawiły, że systematyczna redukcja skali wzrostu tej grupy cen uległa nasileniu. W końcu 2001 r., w porównaniu z końcem 2000 r., ceny artykułów nieżywnościowych po wyłączeniu cen kontrolowanych wzrosły o 3,0%, kształtując się o 0,6 pkt. proc. poniżej CPI oraz niemal dwukrotnie niżej od wzrostu w analogicznym okresie 2000 r.

PKB I POPYT KRAJOWY

W 2001 r. popyt krajowy ukształtował się poniżej poziomu z poprzedniego roku, ale nadal był większy od PKB. Spadek popytu wynikał ze znacznego ograniczenia akumulacji. Spożycie wzrosło, choć w tempie niższym niż w poprzednim roku. Spadek popytu krajowego wpłynął na ograniczenie aktywności gospodarczej. Tempo wzrostu PKB spadło do najniższego od 1992 r. poziomu. Uzyskanie wzrostu PKB mimo spadku popytu krajowego było możliwe dzięki dalszej poprawie eksportu netto. Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1996–2001 przedstawia tablica nr 1.

Tablica nr 1

PKB i popyt krajowy w latach 1996 - 2001

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	Poprzedni rok = 100, ceny stałe					
PKB	106,0	106,8	104,8	104,1	104,0	101,1
Popyt krajowy	109,7	109,2	106,4	104,8	102,8	98,0
Różnica dynamiki w pkt.	-3,7	-2,4	-1,6	-0,8	+1,2	+3,1
Spożycie	107,2	106,1	104,2	104,4	102,4	101,8
Akumulacja	119,5	120,8	113,8	106,1	103,9	86,2
Eksport	112,0	112,2	114,3	97,4	123,2	113,0*
Import	128,0	121,4	118,5	101,0	115,6	102,0*
	Procent PKB w cenach bieżących					
Popyt krajowy	101,6	104,3	105,2	106,4	106,9	103,5
Spożycie	79,7	79,7	79,0	80,0	80,8	81,8
Akumulacja	21,9	24,6	26,2	26,4	26,1	21,7
Eksport netto	-1,6	-4,3	-5,2	-6,4	-6,9	-3,5

Źródło GUS.

* szacunki własne.

Na spadek akumulacji składały się: ograniczenie nakładów na środki trwałe i znacznie mniejszy przyrost zapasów rzeczowych środków obrotowych. Spadek nakładów inwestycyjnych był kontynuacją obserwowanej już od 1999 r. tendencji spadku ich dynamiki w stosunku do bardzo wysokich wzrostów w latach 1995-1998. Osłabienie działalności inwestycyjnej w przemyśle wystąpiło już w 1999 r., a w handlu - w 2000 r. Spadek nakładów inwestycyjnych wiązał się z pogarszającymi się ocenami możliwości zbytu, przy relatywnie wysokim i wzrastającym poziomie niewykorzystanych zdolności produkcyjnych uzyskanych z nakładów

poniesionych w latach poprzednich. Przy utrzymującym się wysokim koszcie kredytu, ograniczająco na działalność inwestycyjną wpływał niski poziom środków własnych przedsiębiorstw, wynikający z pogorszenia ich sytuacji finansowej w 1999 r.¹ Mimo poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw przemysłowych w 2000 r. w 2001 r. tendencja ograniczania nakładów inwestycyjnych pogłębiła się. Notowany od II kwartału 2001 r. spadek nakładów inwestycyjnych w całej gospodarce wiązał się ze zmniejszeniem nakładów inwestycyjnych również w innych sekcjach gospodarki (m.in. w transporcie i budownictwie) oraz z dalszym pogłębieniem skali spadku nakładów inwestycyjnych w przemyśle. Ocenia się², że nastąpiło też znaczne zmniejszenie rosnących w poprzednich latach inwestycji podmiotów zagranicznych, co może wiązać się z coraz wyraźniejszym osłabieniem koniunktury w gospodarce światowej i spadkiem możliwości zbytu produkcji realizowanej w ramach wielkich międzynarodowych organizacji gospodarczych. Ograniczająco na poziom nakładów inwestycyjnych wpływało także wynikające z narastającego kryzysu finansów publicznych wyraźne zmniejszenie wydatków inwestycyjnych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

Dane makroekonomiczne pokazują, że od 1999 r. majątek produkcyjny w gospodarce wzrasta w tempie wyższym od tempa wzrostu gospodarczego, mimo malejącej, a w 2001 r. ujemnej dynamice inwestycji. Kapitałochłonność dochodu narodowego³ w latach 1997-2000 utrzymywała się na stabilnym poziomie 2,35 zł na 1 złoty dochodu narodowego. Przyrostowa kapitałochłonność⁴ policzona na podstawie relacji przyrostu majątku trwałego do przyrostu PKB w okresach 3-letnich rośnie nieprzerwanie od początku transformacji. Jej wzrost nie uległ zahamowaniu w 2001 r. Szybszy przyrost majątku niż PKB oraz redukcja zatrudnienia doprowadziły do tego, że techniczne uzbrojenie pracy w gospodarce⁵ rośnie w bardzo wysokim, ponad 6% tempie a jego wzrost przyspieszył w 2001 r. Nadal utrzymuje się wysokie 4% w 2001 r. tempo wzrostu wydajności pracy. Wszystkie te wskaźniki świadczą o tym, że na spowolnienie inwestycji miała wpływ wcześniejsza ekspansja inwestycji, która doprowadziła do zbyt szybkiego w stosunku do popytu wzrostu potencjału produkcyjnego.

¹ W 1999 r. przedsiębiorstwa objęte badaniami GUS zanotowały ujemny wynik finansowy netto w kwocie 1,6 mld zł, podczas gdy w 1998 r. wynik finansowy netto przedsiębiorstw był dodatni i wynosił 7,7 mld zł.

² Ocena dokonana na podstawie danych bilansu płatniczego o bezpośrednich inwestycjach zagranicznych, różnych zakresowo od definicji nakładów inwestycyjnych. W 2000 r. bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce wynosiły 8,2 mld USD, w 2001 r. 6,9 mld USD.

³ Kapitałochłonność dochodu narodowego (ACOR) – relacja wartości majątku trwałego do PKB.

⁴ Przyrostowa kapitałochłonność (ICOR) – relacja przyrostu majątku do przyrostu PKB.

⁵ Techniczne uzbrojenie pracy (TUP) – wartość majątku przypadająca na jednego pracującego.

Tablica nr 2

Podstawowe dane makroekonomiczne w latach 1995-2001

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tempo wzrostu PKB	7.0	6.0	6.8	4.8	4.1	4.0	1.1
Tempo wzrostu inwestycji	17.1	19.2	22.2	15.3	5.9	1.4	-12.0
Tempo wzrostu środków trwałych	2.1	4.8	3.5	3.9	3.9	4.2	2.1
ACOR	2.46	2.42	2.36	2.34	2.35	2.35	2.41
ICOR	.	.	.	2.12	2.60	3.03	4.01
Tempo wzrostu TUP	0.5	1.6	1.4	1.9	6.9	6.1	6.3
Tempo wzrostu wydajności pracy	4.8	3.4	3.6	2.9	6.7	5.8	4.0

Źródło GUS, szacunki własne.

Mimo pogorszającej się sytuacji na rynku pracy i drugiego z kolei roku realnego spadku dochodów z pracy najemnej, nastąpiło tylko niewielkie zmniejszenie tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Przyczynił się do tego wzrost siły nabywczej innych składników dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, a zwłaszcza świadczeń z ubezpieczeń społecznych. Silniejsze niż w przypadku spożycia indywidualnego było ograniczenie tempa wzrostu spożycia zbiorowego.

Spadek popytu inwestycyjnego przyczynił się do ograniczenia wzrostu importu. Jednocześnie nadal wysoki był, zwłaszcza w I półroczu, wzrost eksportu. W rezultacie zmniejszył się znacząco ujemny eksport netto. Szacuje się, że jego relacja do PKB była o połowę mniejsza od notowanej w 2000 r.

Efektem korzystniejszego salda obrotów handlu zagranicznego było wyraźne zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej. Relacja deficytu obrotów bieżących na bazie płatności do PKB obniżyła się w 2001 r. do 4,1% z 6,3% w 2000 r. Zmniejszenie zapotrzebowania na oszczędności zagraniczne, czego wyrazem jest obniżenie deficytu obrotów bieżących, nastąpiło w wyniku spadku akumulacji i spadku oszczędności brutto w gospodarce narodowej.

W kolejnych kwartałach 2001 r. obserwowano obniżanie się dynamiki wzrostu PKB i popytu krajowego oraz zmiany ich struktury. Wobec bardzo wysokiego wzrostu eksportu i wzrostu nakładów na środki trwałe w I kwartale ub.r., tempo wzrostu PKB w tym kwartale było zbliżone do notowanego w IV kwartale 2000 r.; wzrosła również wartość dodana w przemyśle. W następnych kwartałach, wraz ze słabnącą dynamiką eksportu i pogłębiającym się spadkiem nakładów inwestycyjnych, obniżało się tempo wzrostu PKB, m.in. w wyniku spadku wartości dodanej przemysłu. W II półroczu w wyniku wyższego wzrostu dochodów gospodarstw domowych, szybsze było tempo wzrostu spożycia indywidualnego, co przyczyniło się do przyspieszenia tempa wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych. Dynamikę PKB i popytu krajowego przedstawia tablica nr 3.

Tablica nr 3

Dynamika PKB i popytu krajowego w latach 2000-2001 wg kwartałów

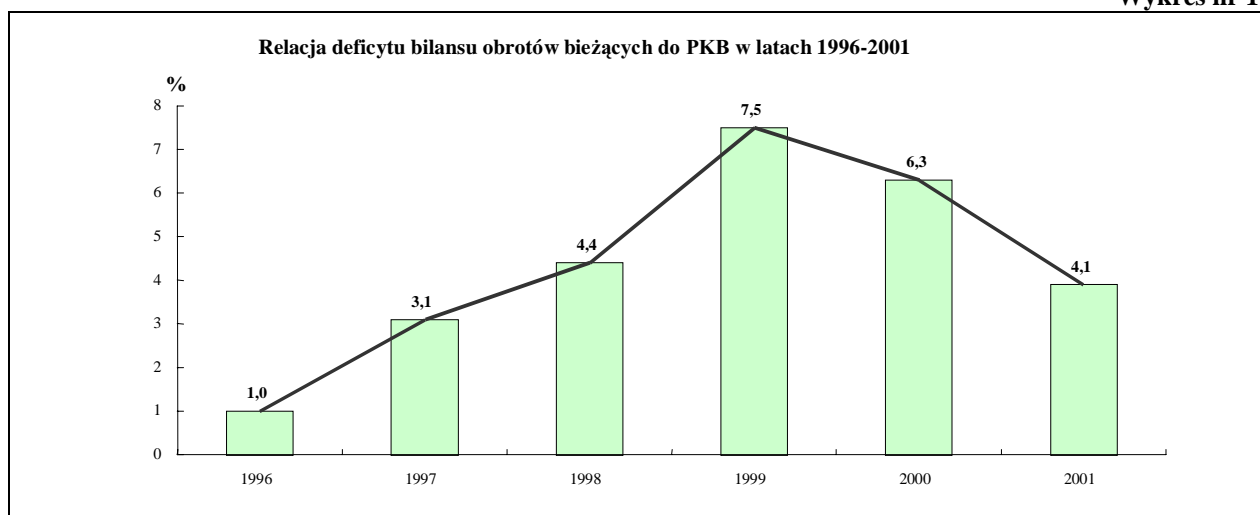
	rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I – IV kw.
	Analogiczny okres poprzedniego roku = 100					
Wartość dodana brutto	2000	105,7	104,8	102,9	102,2	103,7
	2001	102,1	100,8	100,6	100,1	100,9
Przemysł	2000	110,2	109,1	106,0	102,3	106,8
	2001	103,3	98,7	98,5	97,5	99,4
Budownictwo	2000	104,3	100,7	97,7	97,6	99,3
	2001	94,8	92,0	91,8	92,0	92,4
Usługi rynkowe	2000	105,4	104,8	103,1	104,0	104,2
	2001	103,5	103,7	104,1	104,2	103,8
Produkt krajowy brutto	2000	106,0	105,0	103,1	102,3	104,0
	2001	102,3	100,9	100,8	100,3	101,1
Popyt krajowy	2000	105,1	103,3	101,3	101,7	102,8
	2001	98,7	98,2	98,0	97,1	98,0
Spożycie ogółem	2000	104,1	102,7	101,2	101,6	102,4
	2001	101,2	101,3	101,8	102,8	101,8
Spożycie indywidualne	2000	104,8	103,0	101,1	101,6	102,6
	2001	101,5	101,6	102,1	103,2	102,1
Akumulacja	2000	110,4	105,7	101,6	101,7	103,9
	2001	86,9	87,5	85,8	86,5	86,2
Nakłady na środki trwałe brutto	2000	105,4	102,8	102,0	102,1	102,7
	2001	101,5	91,6	86,4	85,7	89,8

Źródło: dane GUS, szacunki własne.

NIERÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA

W 2001 r. kontynuowany był – rozpoczęty w 2000 r. – proces przywracania równowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce. Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego osiągnął 7,2 mld USD i był o prawie 30% niższy niż w 2000 r. Jego relacja do PKB obniżyła się do 4,1 % wobec 6,3% w 2000 r. (wykres nr 1).

Wykres nr 1



Źródło: dane NBP.

Do obniżenia deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego w 2001 r. przyczyniły się obroty towarowe (w 54%), usługi (w 25%), niesklasyfikowane obroty bieżące (w 15%) oraz transfery (w 11%). W przeciwnym kierunku oddziaływał rosnący deficyt z tytułu dochodów (-5%) (tablica nr 1).

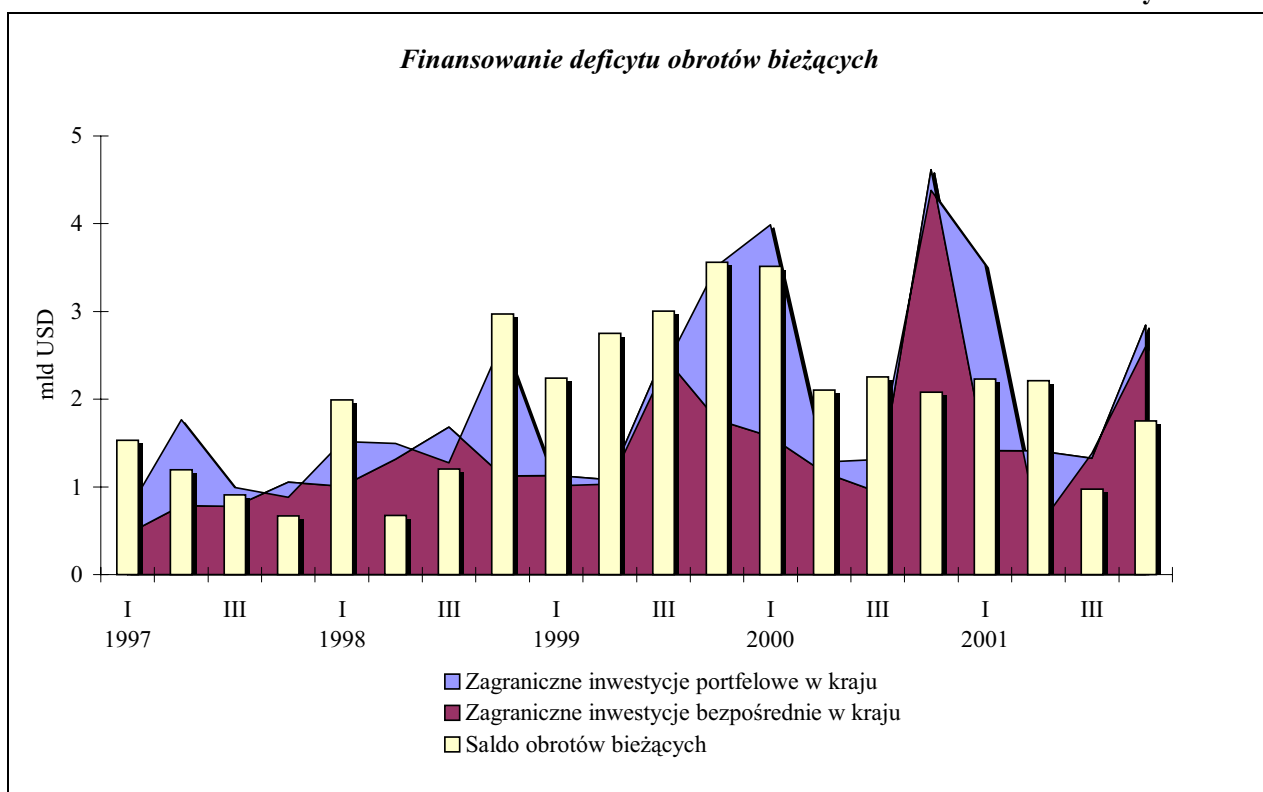
Tablica nr 1

Bilans płatniczy (mln USD)

	2000	2001
Rachunek bieżący	-9.952	-7.166
Wpływy z eksportu towarów	28.255	30.275
Wypłaty za import towarów	41.423	41.950
Saldo obrotów towarowych	-13.168	-11.675
Saldo usług	-1.686	-976
Saldo dochodów	-759	-896
Saldo transferów bieżących	1.681	1.986
Saldo niesklasyfikowanych obrotów bieżących	3.980	4.395

Wyraźnie poprawiło się finansowanie nierównowagi w obrotach bieżących; pokrycie deficytu obrotów bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich wzrosło z 82,2% w 2000 r. do 96,7% w 2001 r. (wykres nr 2). Poprawił się także wskaźnik finansowania deficytu obrotów bieżących kapitałem własnym (tzw. wniesienie kapitału czyli zakup akcji lub udziałów w przedsiębiorstwach bezpośredniego inwestowania) z 72,9% do 81,1%.

Wykres nr 2



Źródło: NBP.

W 2001 r. nastąpiła zmiana struktury inwestycji portfelowych w stosunku do lat poprzednich. W warunkach silnego osłabienia aktywności ekonomicznej w najważniejszych regionach gospodarki światowej i spadku zainteresowania inwestycjami na rynkach papierów udziałowych obniżył się także udział tych inwestycji na rynku polskim. Inwestycje netto w skarbowe papiery wartościowe utrzymały się na poziomie 2000 r. i wyniosły około 1 mld USD (w porównaniu do 56 mln USD w 1999 r. i 6 mln USD w 1998 r.).

Zadłużenie zagraniczne - mimo wzrostu w stosunku do grudnia 2000 r. o blisko 0,6 mld USD - nie stanowiło zagrożenia dla stabilności finansowej kraju. Przyrost zadłużenia zarejestrowano przede wszystkim w sektorze pozarządowym i pozabankowym (o 3,6 mld USD). Udział zadłużenia krótkoterminowego w zadłużeniu zagranicznym ogółem utrzymywał się na poziomie około 14%.

Wartość wybranych wskaźników ostrzegawczych, sygnalizujących prawdopodobieństwo zaburzeń na rynkach finansowych w wyniku nierównowagi zewnętrznej i sposobu jej finansowania, poprawiła się w 2001 r., z wyjątkiem udziału zadłużenia krótkoterminowego i zadłużenia przedsiębiorstw w zadłużeniu zagranicznym ogółem oraz stopnia zabezpieczenia importu oficjalnymi aktywami rezerwowymi (tablica nr 2).

Pogorszenie relacji obsługi zadłużenia zagranicznego do wpływów z eksportu ma charakter przejściowy, spowodowane zostało bowiem zwiększeniem wielkości obsługi w związku z wcześniejszą spłatą zobowiązań wobec Brazylii w ramach Klubu Paryskiego.

Tablica nr 2

Wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawcze	1998	1999	2000	2001
Saldo obrotów bieżących/PKB	- 4,3%	- 7,6%	- 6,3%	-4,1 %
Saldo płatności towarowych/PKB	- 8,7%	- 9,4%	- 8,4%	-6,6%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	74,8%	55,9%	82,2%	96,7%
Wniesienie kapitału/saldo obrotów bieżących	49,1%	37,5%	72,9%	81,1%
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB	-1,2%	-3,4%	-0,4%	-0,1%
Inwestycje portfelowe/oficjalne aktywa rezerwowe	4,9%	5,7%	9,4%	4,2%
Oficjalne aktywa rezerwowe (lata)/saldo obrotów bieżących/	4,0	2,2	2,8	3,7
Obsługa zadłużenia zagranicznego (kapitał+odsetki)/eksport	•	39,0%	41,7%	59,3%
Zadłużenie zagr. krótkoterm./zadłużenie zagr.ogółem	14,2%	17,1%	13,7%	14,3%
Zadłużenie zagr. przeds./zadłużenie zagr. ogółem	32,1%	38,1%	43,2%	48,0%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu	7,5	7,5	8,0	7,6

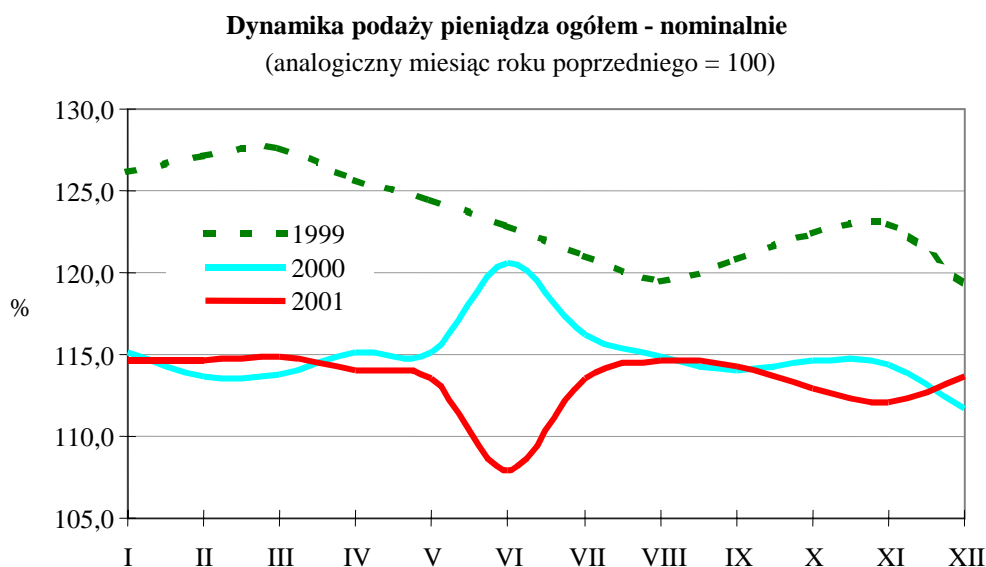
Źródło: NBP.

PODAŻ PIENIĄDZA

Podaż pieniądza ogółem (M2) na koniec grudnia 2001 r. osiągnęła poziom 334,7 mld zł, co w porównaniu do stanu na koniec 2000 r. oznacza przyrost o 40,4 mld zł tj. nominalnie o 13,7%, a w ujęciu realnym o 9,8%¹.

Roczna dynamika podaży pieniądza w ciągu 2001 r. była niższa w porównaniu z odpowiednimi wielkościami obserwowanymi w ubiegłych latach. Charakteryzowała się również stabilnością (wykres nr 1), wskaźniki obserwowane w poszczególnych miesiącach tylko nieznacznie odchyłały się od średniej dla całego roku, wynoszącej 13,4%. Wyraźnie niższe tempo wzrostu M2 w czerwcu wynikało z wysokiej bazy odniesienia w czerwcu 2000 r. kiedy to miał miejsce skokowy przyrost depozytów i kredytów sektora niefinansowego, a tym samym podaży pieniądza, związany z ofertą akcji PKN Orlen.

Wykres nr 1



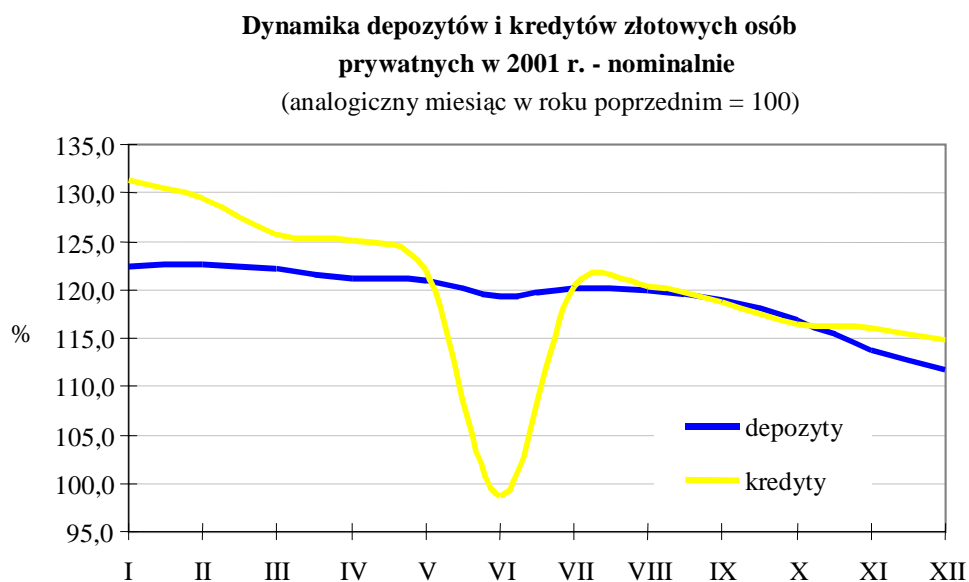
Spowolnienie wzrostu gospodarczego przy stosunkowo wysokiej dynamice podaży pieniądza sprawiło, że w 2001 r. relacja zasobu pieniądza (średniego stanu M2 w ciągu roku) do

¹ Wielkość przyrostu podaży pieniądza w 2001 r. oznacza, że ukształtował się on na poziomie dolnej granicy przedziału prognozowanego w „Założeniach polityki pieniężnej na 2001 rok” (40-46 mld zł).

produktu krajowego brutto, ilustrująca stopień monetyzacji gospodarki, wyniosła 43,0 % wobec 40,0% w 2000 r. Z kolei stopień monetyzacji mierzonej relacją średniego stanu pieniądza krajowego do PKB wyniósł 36,4% wobec 33,7% w 2000 r. Relacja pieniądza ogółem na koniec 2001 r. do PKB wyniosła 46,3 % w porównaniu z 43,0% w końcu 2000 r.

Analizując przebieg procesów monetarnych w 2001 r. należy stwierdzić, że w IV kwartale ub.r. wystąpiło niekorzystne zjawisko wyraźnego osłabienia tendencji wzrostu oszczędności złotych osób prywatnych w systemie bankowym. Roczne tempo wzrostu depozytów złotych osób prywatnych obniżyło się z 24,1% w grudniu 2000 r. do 11,7% na koniec 2001 r. (wykres nr 2). Malejąca skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych w systemie bankowym była wynikiem z jednej strony niskiego tempa wzrostu dochodów ludności, a z drugiej – malejącego w ciągu roku oprocentowania depozytów bankowych. Ponadto zapowiedź wprowadzenia podatku od odsetek od lokat bankowych spowodowała, że w ostatnich dwóch miesiącach ub.r. gospodarstwa domowe powstrzymały się od powierzania swych oszczędności bankom, kierując środki na zakup obligacji i jednostek funduszy inwestycyjnych oraz nieruchomości.

Wykres nr 2

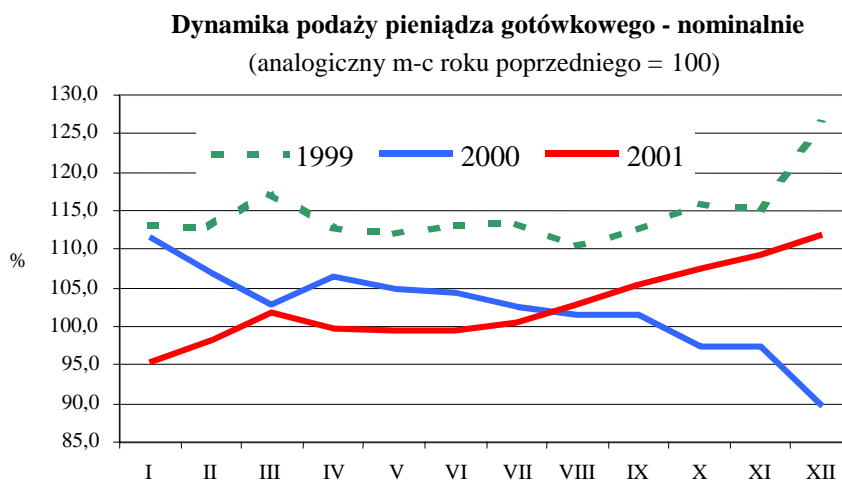


W 2001 r. odnotowano odwrócenie, mającej miejsce w 2000 r., tendencji spadku pieniądza gotówkowego w obiegu (wykres nr 3). Tendencja spadkowa utrzymywała się do połowy 2001 r., a od lipca roczne tempo wzrostu tej kategorii zaczęło stopniowo rosnać i na koniec grudnia 2001 r. wyniosło 12%. Przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu wyniósł w

2001 r. 4,1 mld zł. Tym samym odbudowany został spadek tej kategorii z 2000 r. wynoszący 4,0 mld zł.

Zmiana ta wywołana była m.in. zmniejszającą się w 2001 r. atrakcyjnością lokat bankowych oraz spadkiem inflacji, co zmniejszało alternatywne koszty utrzymywania zasobów pieniądza gotówkowego. Wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu wynikał również z pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw, czego przejawem były trudności w egzekwowaniu należności od klientów. W tej sytuacji firmy, zwłaszcza małe, zabezpieczały swoją płynność poprzez utrzymywanie wyższych zasobów gotówki. Wzrost dynamiki pieniądza gotówkowego może być także symptomem poszerzania się „szarej strefy” w gospodarce w warunkach słabnącego wzrostu gospodarczego. Dodatkowo w listopadzie i grudniu 2001 r. w związku z wprowadzeniem od 1 stycznia 2002 r. do obiegu wspólnej waluty euro miał miejsce wzmożony skup wycofanych z obiegu walut państw eurolandu. Skupiono równowartość 737 mln USD, z czego ok. 40% zostało wymienione na złote. Znaczna część tych środków mogła powiększyć gotówkę w obiegu.

Wykres nr 3



Bilans skonsolidowany systemu bankowego prezentuje tablica nr 1.

Bilans skonsolidowany systemu bankowego za 2001 r.

BILANS SYSTEMU BANKOWEGO	2000		2001
A K T Y W A	stan	przyrost	stan
1. Aktywa zagraniczne netto [mln USD] <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	31878,9 6,0%	1902,7	33781,5
1. Aktywa zagraniczne netto [mln PLN] <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	132080,5 2,0%	2582,7	134663,2 -1,6%
2. Aktywa krajowe netto <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	162307,4 23,3%	37782,5	200089,9 18,9%
2.1. Zadłużenie netto sektora budżetowego <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	50749,2 33,8%	17158,2	67907,4 29,1%
2.2. Należności od osób pryw. i podm. gosp. <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	206357,3 7,6%	15602,8	221960,1 3,8%
2.3. Saldo pozostałych pozycji netto <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	-94799,1 -5,3%	5021,5	-89777,6 -8,6%
AKTYWA OGÓŁEM	294387,9	40365,2	334753,1
P A S Y W A			
3. Pieniądz krajowy <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	251417,3 12,1%	30344,1	281761,4 8,1%
3.1. Pieniądz gotówkowy w obiegu <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	34112,7 12,0%	4099,9	38212,6 8,1%
3.2. Zobowiązania złotowe <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	217304,6 12,1%	26244,2	243548,8 8,1%
4. Zobowiązania walutowe <i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	42970,6 23,3%	10021,1	52991,7 19,0%
Zobowiązania walutowe [mln USD]	10371,4	2922,1	13293,5
PIENIĄDZ OGÓŁEM	294387,9	40365,2	334753,1
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	13,7%	9,7%	
KURS WALUTOWY	4,1432	-0,1569	3,9863
CPI [%]		3,6%	

**Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad uchwałami
podjętymi w 2001 r.**

Data podjęcia uchwały	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
28.02.2001.	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 1,5 pkt %	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: L.Balcerowicz M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski
28.02.2001.	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt. %	Za: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski G.Wójtowicz Przeciw: M.Dąbrowski D.Rosati W.Ziółkowska
28.02.2001.	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt. %	Za: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski G.Wójtowicz Przeciw: M.Dąbrowski D.Rosati W.Ziółkowska
28.03.2001.	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt. %	Za: L.Balcerowicz J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski
28.03.2001.	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt. %	Za: L.Balcerowicz J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski

Data podjęcia uchwały	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
30.05.2001	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 2 pkt. %	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
30.05.2001	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 1 pkt. %	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
27.06.2001	wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 2 pkt. %	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
27.06.2001	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1,5 pkt. %	Za: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski Przeciw: M.Dąbrowski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska
27.06.2001	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1,5 pkt. %	Za: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski Przeciw: M.Dąbrowski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska
22.08..2001.	w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka podstawowych stóp procentowych o 1 pkt. proc.	Za: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz

Data podjęcia uchwały	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
			W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski
22.08.2001.	w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1 pkt. proc.	Za: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski
26.09.2001.	w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na 2002 rok		Za: L.Balcerowicz M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska
25.10.2001.	wniosek o obniżenie stóp procentowych o 2 pkt %	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
25.10.2001.	wniosek o obniżenie stóp procentowych o 1 pkt %	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski Przeciw: L.Balcerowicz M.Dąbrowski J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska
25.10.2001.	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych	obniżka wszystkich stóp procentowych o 1,5 pkt. %	Za: L.Balcerowicz J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski
25.10.2001.	uchwała w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1,5 pkt. %	Za: L.Balcerowicz J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski

Data podjęcia uchwały	Przedmiot uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
			B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski
28.11.2001.	uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w Narodowym Banku Polskim	obniżka stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1,5 pkt. proc. i ustalenie oprocentowania lokaty terminowej w NBP w wysokości 7,5%	Za: L.Balcerowicz B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski
28.11.2001.	uchwała w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku	obniżka stopy referencyjnej o 1,5 pkt. %	Za: L.Balcerowicz J.Krzyżewski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska Przeciw: M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak W.Łączkowski J.Pruski
19.12.2001.	uchwała w sprawie stopy rezerwy obowiązkowej banków	obniżka stopy rezerwy obowiązkowej do 4,5%	Za: L.Balcerowicz M.Dąbrowski B.Grabowski C.Józefiak J.Krzyżewski W.Łączkowski J.Pruski D.Rosati G.Wójtowicz W.Ziółkowska