

NARODOWY BANK POLSKI

RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

SPRAWOZDANIE

Z WYKONANIA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ

w 2002 r.

SPIS TREŚCI

| | |
|--|-----------|
| Synteza | 3 |
| Cel inflacyjny w 2002 roku | 6 |
| Warunki realizacji celu polityki pieniężnej | 14 |
| Instrumenty polityki pieniężnej | 23 |
| Załącznik nr 1: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w 2002 r. | 33 |
| Załącznik nr 2: PKB i popyt krajowy | 36 |
| Załącznik nr 3: Nierównowaga zewnętrzna | 39 |
| Załącznik nr 4: Podaż pieniądza | 42 |
| Załącznik nr 5: Wyniki głosowania członków RPP nad uchwałami podjętymi w 2002 r. | 46 |

SYNTEZA

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

Dążąc do osiągnięcia stabilności cen, w sierpniu 2001 r. Rada Polityki Pieniężnej w *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 r.* ustaliła cel inflacyjny na poziomie 5% z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń +/-1 pkt proc. Cel ten stanowił element realizacji celu średniookresowego, określonego jako obniżenie do końca 2003 r. stopy inflacji poniżej 4%. Warunki realizacji celu inflacyjnego w pierwszym półroczu 2002 r. okazały się jednak znacznie bardziej sprzyjające obniżaniu inflacji niż przewidywano w momencie ustalania celu na 2002 r. W rezultacie, dla uniknięcia błędnych interpretacji co do przyszłego kierunku polityki pieniężnej i zachowania jej przejrzystości, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć w czerwcu 2002 r. poziom celu inflacyjnego na 2002 r. do 3% z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń +/- 1 pkt proc.

2. Na koniec 2002 r. roczna stopa inflacji wyniosła 0,8%, a więc ukształtowała się poniżej celu inflacyjnego przyjętego na 2002 r. Niższy od prognozowanego poziom inflacji w 2002 r. był w głównej mierze następstwem nieprzewidzianych czynników, leżących poza zakresem oddziaływania polityki pieniężnej:

- wyższa od prognoz podaży na rynku rolnym doprowadziła do spadku cen produktów rolnych i w konsekwencji do obniżenia cen detalicznych produktów żywnościowych,
- wzrost cen kontrolowanych był niższy od przewidywań, m.in. w wyniku nieoczekiwanej obniżki akcyzy na wyroby spirytusowe,
- nie sprawdziły się prognozy tempa wzrostu gospodarki światowej; pogarszające się perspektywy ożywienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski przyczyniły się do łagodzenia presji inflacyjnej zarówno przez niższą od przewidywanej dynamikę popytu zewnętrznego, jak i bardziej korzystne kształtowanie się cen wielu surowców i towarów importowanych.

Rada Polityki Pieniężnej w *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 rok* zaznaczała, że „w krótkim okresie silny wpływ na poziom inflacji mogą mieć nieoczekiwane, przejściowe wstrząsy podażowe. Jednocześnie zmiany parametrów polityki pieniężnej, w odpowiedzi na nieoczekiwane impulsy inflacyjne, oddziałują na ceny z opóźnieniem. Z tych względów Rada podkreśla, że realizacja strategicznego celu polityki pieniężnej jest nadrzędna w stosunku do osiągnięcia celu na 2002 r.”.

3. Rada Polityki Pieniężnej w 2002 r. ośmiokrotnie obniżyła podstawowe stopy NBP. W rezultacie stopa referencyjna, stanowiąca minimalną stopę rentowności operacji otwartego rynku, została obniżona z 11,5% w grudniu 2001 r. do 6,75% w grudniu 2002 r. Głównymi czynnikami, przemawiającymi za dokonywaniem obniżek stóp procentowych w 2002 r., były:

- obniżenie, a następnie ustabilizowanie się na niskim poziomie bieżącej stopy inflacji oraz wszystkich miar inflacji bazowej,
- obniżenie i późniejsza stabilizacja na niskim poziomie oczekiwań inflacyjnych zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych,
- niekorzystne i pogarszające się prognozy wzrostu gospodarki światowej, w tym zwłaszcza gospodarki niemieckiej,
- umiarkowany wzrost płac w gospodarce narodowej,
- procesy w sferze monetarnej sprzyjające ograniczeniu presji inflacyjnej.

Jednocześnie, przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych brano pod uwagę czynniki, które mogły zagrozić stabilizacji inflacji na niskim poziomie, a tym samym obniżały skalę redukcji stóp procentowych:

- szybszy wzrost spożycia niż dochodów do dyspozycji, który przy nieznanym wzroście dochodów w szarej strefie sygnalizował ryzyko zmniejszenia się stopy oszczędności w sektorze gospodarstw domowych,
- niepewność co do sytuacji finansów publicznych zarówno w 2002 r., jak i w 2003 r., co istotnie ograniczało pole manewru w polityce pieniężnej,
- ryzyko wzrostu cen ropy naftowej,

- deprecjację złotego w 2002 r.,
- opóźnienia reakcji gospodarki na zmiany stóp procentowych, co powodowało, że skutki dokonanych obniżek stóp procentowych nie ujawniły się w pełni do końca 2002 r.

Obie grupy czynników - zarówno te, które przemawiały za obniżkami stóp procentowych, jak i te, które stanowiły przesłanki ograniczania ich skali - były obciążone dużą niepewnością i zmieniały się w czasie. W rezultacie w 2002 r. miało miejsce powszechne rewidowanie prognoz ekonomicznych zarówno na świecie, jak i w Polsce. Istotnemu obniżeniu ulegało prognozowane tempo wzrostu gospodarczego i stopa inflacji. Równoległe do tych zmian zwiększyła się również skala oczekiwanych obniżek stóp procentowych banków centralnych. Rada Polityki Pieniężnej realizowała założenia polityki pieniężnej kierując się danymi i prognozami dostępnymi w czasie podejmowania decyzji. Wysoka niepewność co do oceny przyszłej sytuacji gospodarczej była powodem zróżnicowanych ocen członków Rady przedstawianych w toku dyskusji na posiedzeniach. Przebieg tych posiedzeń charakteryzują wyniki głosowań zawarte w załączniku nr 5 do niniejszego sprawozdania.

4. W 2002 r. inflacja w Polsce ukształtowała się na niskim poziomie, notowanym w ostatnich latach w krajach rozwiniętych. Zakończenie procesu obniżania inflacji stworzyło nowe jakościowo warunki dla polityki pieniężnej. Stabilizowanie inflacji na niskim poziomie pozwala na rezygnację z inflacyjnych celów rocznych, wyznaczanych na koniec roku kalendarzowego, na rzecz realizacji celu ciągłego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem odchyień +/- 1 pkt proc., który został zawarty w ogłoszonej w marcu 2003 r. *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku.*

CEL INFLACYJNY W 2002 ROKU

Celem polityki pieniężnej w 2002 r., zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na 2002 rok*, było obniżenie dwunastomiesięcznego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych do poziomu 5% +/-1 pkt proc. w grudniu 2002 r.

W sierpniu 2001 r., na etapie określania założeń polityki pieniężnej i formułowania celu inflacyjnego na 2002 r., przyjmowano, że:

1. w I półroczu 2002 r. nastąpi umiarkowany wzrost cen żywności;
2. gospodarka światowa będzie się stopniowo ożywiać;
3. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2002 r. wyniesie około 2,5%;
4. zgodnie z założeniami do ustawy budżetowej na 2002 r. nastąpi dalszy wzrost stawek podatku akcyzowego i rezygnacja z części dotychczas obowiązujących obniżonych stawek VAT.

W sierpniu 2001 r. zarówno oczekiwania inflacyjne, jak i prognozowana przez ośrodki analityczne inflacja kształtowały się na relatywnie wysokim poziomie. Wyniki badań NBP, przeprowadzonych na podstawie ankiet Demoskopu, wskazują, iż w sierpniu 2001 r. osoby prywatne spodziewały się, że roczna stopa wzrostu cen w sierpniu 2002 r. wyniesie 6%. Według oczekiwań analityków bankowych z sierpnia 2001 r. (formułowanych na najbliższych 11 miesięcy) roczna stopa inflacji w lipcu 2002 r. miała wynieść 5,7%. W połowie 2001 r. ośrodki analityczne i banki prognozowały inflację 12-miesięczną na grudzień 2002 r. przeciętnie na poziomie około 5,3%.

Warunki realizacji celu inflacyjnego w I półroczu 2002 r. znacznie bardziej sprzyjały obniżaniu inflacji, niż przewidywano w momencie jego ustalania. Niespodziewanie pomyślnie ukształtowały się czynniki podażowe, zwłaszcza w odniesieniu do cen żywności. Okazało się, że wzrost cen podlegających administracyjnej regulacji będzie niższy, niż oczekiwano. Na niższym poziomie ustaliła się dynamika popytu krajowego.

W wyniku oddziaływania wszystkich tych czynników roczna inflacja obniżyła się z 3,6% w grudniu 2001 r. do 1,9% w maju 2002 r. Obniżały się także oczekiwania inflacyjne zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych. Analitycy bankowi, którzy w styczniu 2002 r. spodziewali się, że inflacja roczna w grudniu 2002 r. wyniesie 4,7%, w

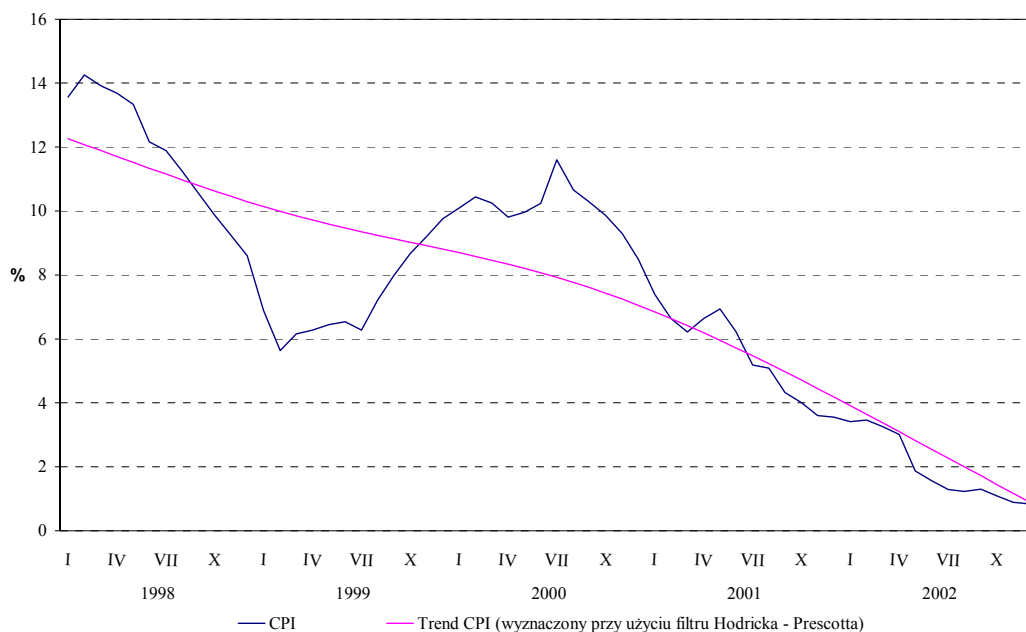
czerwcu 2002 r. obniżyli swe prognozy do poziomu 3,3%. Podobnie, obniżone zostały prognozy inflacji innych ośrodków analitycznych i banków - do średniego poziomu około 3,6% na koniec 2002 r.

W tej sytuacji należało oczekiwać, że inflacja w 2002 r. będzie znacząco niższa od wyznaczonego w 2001 r. celu inflacyjnego. Jego podtrzymywanie mogłoby rodzić błędne interpretacje co do kierunku polityki pieniężnej. Dlatego w czerwcu 2002 r. podjęto decyzję o korekcie celu inflacyjnego z 5% +/- 1 pkt proc. do poziomu 3% +/- 1 pkt proc.

W II półroczu 2002 r. nastąpiła dalsza, nieoczekiwana poprawa warunków wpływających na obniżenie inflacji. W efekcie, w grudniu 2002 r. inflacja roczna ukształtowała na poziomie 0,8% (patrz Załącznik nr 1). Na niższy poziom inflacji w ostatnich miesiącach 2002 r., kształtujący się poniżej skorygowanego celu, wpłynęły głównie czynniki leżące poza oddziaływaniem polityki pieniężnej.

- Roczny spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych w grudniu 2002 r. o 2,7% wobec prognozowanego przez NBP na podstawie informacji dostępnych w czerwcu 2002 r. wzrostu o 2,6%. W 2002 r. na rynku utrzymała się wysoka podaż artykułów rolno-spożywczych, co było m.in. wynikiem wysokich, w stosunku do średniej z ostatnich lat, zbiorów zbóż oraz wzrostu produkcji zwierzęcej.
- Niższy od przewidywań roczny wzrost cen kontrolowanych, który wyniósł w grudniu 2002 r. 2,7% wobec 4,5% prognozowanych w czerwcu 2002 r. Gdyby wzrost cen kontrolowanych oraz cen żywności i napojów alkoholowych w 2002 r. był zgodny z przewidywaniami z czerwca 2002 r., inflacja roczna wyniosłaby około 2,8%.
- Gorsza od prognozowanej koniunktura w gospodarce światowej. W strefie euro wzrost gospodarczy w 2002 r. wyniósł 0,8% wobec prognozy 1,4% dostępnej w czerwcu 2002 r., a w Niemczech odpowiednio 0,2% wobec prognozowanego 0,8%.

Inflacja roczna (CPI) oraz trend CPI w latach 1998 – 2002



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

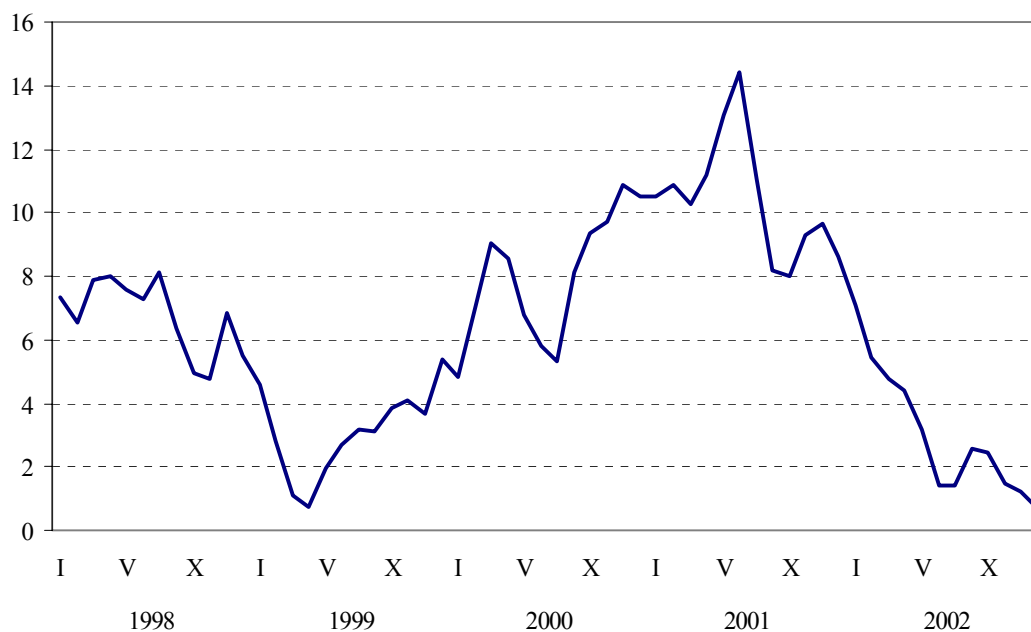
* * *

Rada Polityki Pieniężnej dokonała w 2002 r. ośmiu obniżek stóp procentowych NBP. W ciągu roku stopa referencyjna została obniżona z 11,5% do 6,75%, stopa redyskonta weksli z 14% do 7,5%, stopa kredytu lombardowego z 15,5% do 8,75%, a stopa depozytowa z 7,5% do 4,75%. W efekcie nominalne stopy procentowe znalazły się na najniższym poziomie od początku okresu transformacji. Spadły również stopy realne – w okresie od grudnia 2001 r. do grudnia 2002 r. stopa referencyjna NBP skorygowana wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych zmniejszyła się o 1,7 pkt. proc., a jej średni poziom w 2002 r. obniżył się w stosunku do 2001 r. o 3 pkt. proc. W grudniu 2002 r. stopa referencyjna skorygowana indeksem produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) zmniejszyła się w porównaniu z grudniem 2001 r. o 7,5 pkt. proc., a przeciętnie w 2002 r. była ona niższa w porównaniu z 2001 r. o 6,2 pkt. proc. Spadkowi nominalnych i realnych stóp procentowych towarzyszyła również istotna deprecjacja złotego.

W wyniku działania tych czynników znaczne złagodzenie polityki pieniężnej znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu restrykcyjności polityki monetarnej MCI¹ (Wykres nr 2).

¹ Przejściowy wzrost wartości indeksu MCI w okresie od lipca 2002 r. do września 2002 r. wynika ze statystycznego efektu bazy odniesienia.

Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (podstawa: grudzień 1994)



Źródło: dane NBP

Główne czynniki przemawiające za dokonywaniem obniżek stóp procentowych w 2002 r. były następujące:

- Bieżąca stopa inflacji oraz wszystkie miary inflacji bazowej uległy obniżeniu, a następnie stabilizacji na niskim poziomie (Tablica nr 1).

Tablica nr 1

Wybrane roczne wskaźniki inflacji bazowej oraz CPI

| | Po wyłączeniu cen o największej zmienności | „netto” po wyłączeniu cen żywności i paliw | 15% średnia obcięta | CPI |
|--------|--|--|---------------------|-----|
| sie-01 | 4,2 | 6,5 | 5,0 | 5,1 |
| wrz-01 | 3,6 | 5,8 | 4,6 | 4,3 |
| paź-01 | 3,2 | 5,5 | 4,2 | 4,0 |
| lis-01 | 3,0 | 5,3 | 3,9 | 3,6 |
| gru-01 | 3,1 | 5,1 | 3,7 | 3,6 |
| sty-02 | 2,9 | 4,7 | 3,5 | 3,4 |
| lut-02 | 2,8 | 4,7 | 3,2 | 3,5 |
| mar-02 | 2,6 | 4,1 | 2,9 | 3,3 |
| kwi-02 | 2,5 | 4,0 | 2,6 | 3,0 |
| maj-02 | 2,1 | 3,2 | 2,0 | 1,9 |
| cze-02 | 1,9 | 3,1 | 1,9 | 1,6 |
| lip-02 | 1,6 | 2,9 | 1,7 | 1,3 |
| sie-02 | 1,5 | 2,8 | 1,7 | 1,2 |
| wrz-02 | 1,3 | 2,8 | 1,5 | 1,3 |
| paź-02 | 0,9 | 2,3 | 1,3 | 1,1 |
| lis-02 | 0,8 | 2,1 | 1,3 | 0,9 |
| gru-02 | 0,7 | 2,0 | 1,2 | 0,8 |

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

- Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych (Tablica nr 2) oraz prognozy analityków bankowych (Tablica nr 3) obniżyły się, a następnie ustabilizowały na niskim poziomie.

Tablica nr 2

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych (za 12 miesięcy)

| | sie-01 | wrz-01 | paź-01 | lis-01 | gru-01 | sty-02 | lut-02 | mar-02 | kwi-02 | maj-02 | cze-02 | lip-02 | sie-02 | wrz-02 | paź-02 | lis-02 | gru-02 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osoby prywatne | 6,0 | 5,1 | 4,8 | 3,7 | 3,9 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 3,0 | 2,6 | 2,3 | 1,5 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |

Źródło: obliczenia NBP na podstawie ankiet Demoskopu.

Tablica nr 3

Prognozy inflacyjne analityków bankowych (za 11 miesięcy)

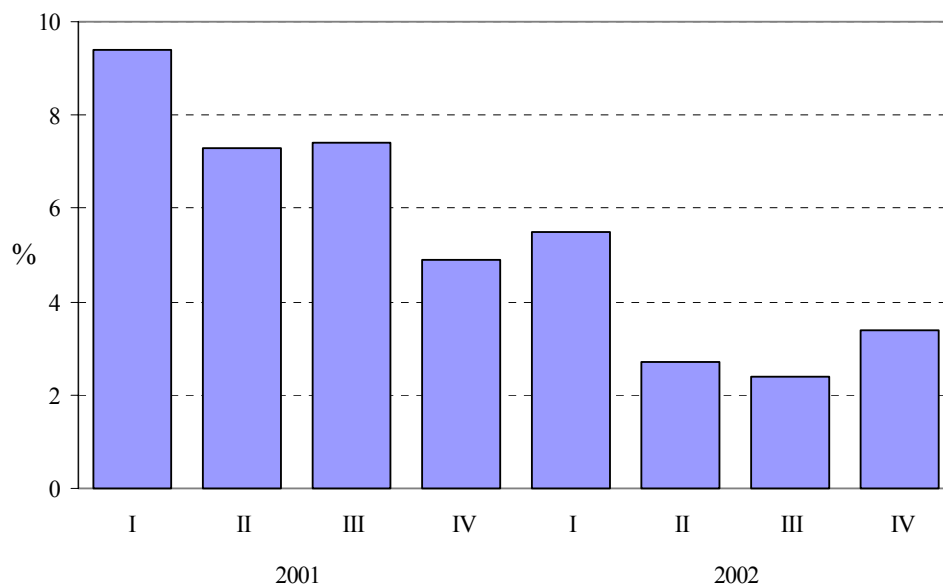
| | sie-01 | wrz-01 | paź-01 | lis-01 | gru-01 | sty-02 | lut-02 | mar-02 | kwi-02 | maj-02 | cze-02 | lip-02 | sie-02 | wrz-02 | paź-02 | lis-02 | gru-02 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Analitycy bankowi | 5,7 | 5,4 | 5,1 | 4,8 | 4,7 | 4,7 | 4,6 | 4,6 | 4,4 | 4,2 | 3,6 | 3,4 | 3,1 | 2,9 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |

Źródło: Reuters

- Prognozy wzrostu gospodarki światowej, w tym zwłaszcza gospodarki niemieckiej, były niekorzystne i ulegały dalszemu pogorszeniu. W Niemczech, które są naszym najważniejszym partnerem gospodarczym, PKB w 2002 r. zwiększył się zaledwie o 0,2%, podczas gdy jeszcze w połowie roku oczekiwano wzrostu na poziomie 0,8%.
- Wzrost płac w gospodarce był umiarkowany i niższy od zakładanego w okresie formułowania założeń do budżetu i celów polityki pieniężnej (Wykres nr 3).

Wykres nr 3

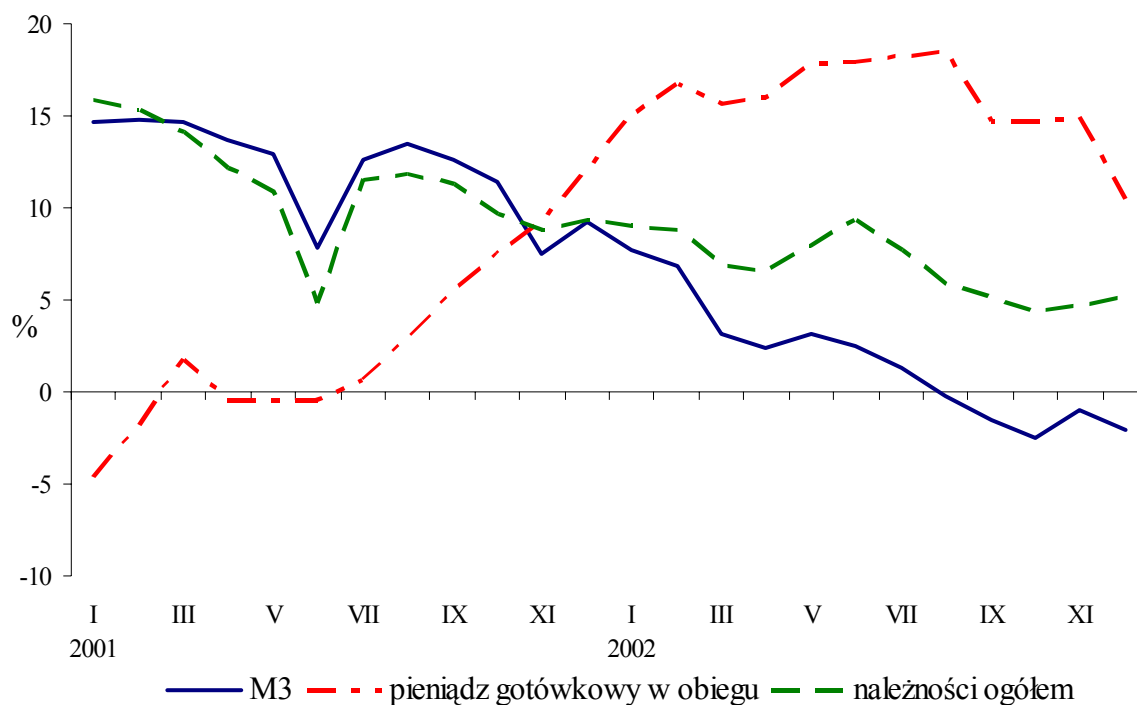
Roczne tempo wzrostu przeciętnego nominalnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej



Źródło: dane GUS

- Procesy w sferze monetarnej sprzyjały ograniczaniu presji inflacyjnej; wyraźnie obniżyła się roczna dynamika podaży pieniądza ogółem, ustabilizowała się dynamika pieniądza gotówkowego, a roczne tempo wzrostu kredytów utrzymywało się na niskim poziomie. Podaż pieniądza M3 zmniejszyła się w 2002 r. o 6,9 mld zł, tj. o 2,1% (Wykres nr 4).

Roczne tempo wzrostu M3, pieniądza gotówkowego w obiegu oraz należności ogółem sektora bankowego



Źródło: dane NBP

Jednocześnie przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych brano pod uwagę czynniki, które mogły zagrozić stabilizacji inflacji na niskim poziomie, a tym samym obniżały skalę redukcji stóp procentowych:

- Szybszy wzrost spożycia niż dochodów do dyspozycji. Przy nieznajomości skali wzrostu dochodów z szarej strefy sygnalizował on ryzyko zmniejszenia się stopy oszczędności w sektorze gospodarstw domowych.
- Niepewność co do sytuacji finansów publicznych zarówno w 2002 r., jak i w 2003 r. Wskazywano na zagrożenie wystąpienia wyższego, niż planowano w projekcie ustawy budżetowej na 2003 r., deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych, głównie na skutek większego niedoboru jednostek tego sektora poza budżetem państwa. Brak dyscypliny fiskalnej istotnie ograniczał pole manewru w polityce pieniężnej.
- Ryzyko wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych, zwiększone przez niepewną sytuację polityczną w IV kwartale 2002 r. w związku z groźbą konfliktu zbrojnego w Iraku.

- Deprecjacja złotego w 2002 r.
- Opóźnienia reakcji gospodarki na zmiany stóp procentowych, co powodowało, że skutki dokonanych obniżek stóp procentowych nie ujawniły się w pełni do końca 2002 r.

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 rok* zaznaczano, że „w krótkim okresie silny wpływ na poziom inflacji mogą mieć nieoczekiwane, przejściowe wstrząsy podażowe. Jednocześnie zmiany parametrów polityki pieniężnej, w odpowiedzi na nieoczekiwane impulsy inflacyjne, oddziałują na ceny z opóźnieniem. Z tych względów Rada podkreśla, że realizacja strategicznego celu polityki pieniężnej jest nadrzędna w stosunku do osiągnięcia celu na 2002 r.”.

W 2002 r. inflacja w Polsce ukształtowała się na niskim poziomie, notowanym w ostatnich latach w krajach rozwiniętych. Tak niski poziom inflacji został osiągnięty w części dzięki czynnikom, na które polityka pieniężna nie miała wpływu. Można jednak uznać, że długoletni proces dezinflacji został zakończony. Stwarza to nowe uwarunkowania polityki pieniężnej, w ramach których stabilizacja inflacji i utrzymanie niskich oczekiwań inflacyjnych pozwalają przejść do ciągłego celu inflacyjnego, co zostało ogłoszone w opublikowanej *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*.

WARUNKI REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Czynniki zewnętrzne

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 rok* wskazywano na dużą rozpiętość prognoz rozwoju gospodarki światowej i związaną z tym niepewność co do wpływu sytuacji w gospodarce światowej na rozwój polskiej gospodarki. Prognozy ośrodków analitycznych dostępne w okresie ustalania celu inflacyjnego (sierpień 2001 r.) przewidywały przyspieszenie wzrostu w 2002 r. w krajach rozwiniętych. Silny wzrost gospodarczy w strefie euro oraz u innych ważnych partnerów handlowych Polski mógłby doprowadzić do wzrostu popytu na polski eksport, a w rezultacie - poprzez wzrost popytu ogółem - do zwiększenia presji inflacyjnej.

Rok 2002 nie przyniósł jednak oczekiwanej poprawy w gospodarce światowej. Wzrost w UE, która ma dla Polski szczególnie duże znaczenie ze względu na skalę powiązań ekonomicznych, okazał się znacznie słabszy, niż wcześniej przewidywano (Tablica nr 4). W Niemczech, które są naszym najważniejszym partnerem gospodarczym, PKB zwiększył się zaledwie o 0,2%, tj. najmniej od 1993 r. Znaczny spadek popytu krajowego spowodował zmniejszenie się importu tego kraju, który wyrażony w EUR obniżył się o 3,8% w porównaniu z poprzednim rokiem². Wpłynęło to na spadek tempa wzrostu polskiego eksportu do Niemiec. Według danych statystyki celnej w 2002 r. zwiększył się on zaledwie o 1,8% wobec wzrostu o 15,8% w 2001 r.

Tablica nr 4

Prognozy wzrostu PKB w 2002 r. (w %)

| | Wiosna 2001 | Jesień 2001 | Wiosna 2002 | Jesień 2002 | Wykonanie |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| USA | 3,0 | 0,5 | 2,7 | 2,3 | 2,4 |
| Niemcy | 2,6 | 0,7 | 0,8 | 0,4 | 0,2 |
| UE | 2,9 | 1,4 | 1,5 | 1,0 | 1,0 |
| Strefa euro | 2,9 | 1,3 | 1,4 | 0,8 | 0,8 |

Źródło: Komisja Europejska.

² Spadek niemieckiego importu, zapoczątkowany w II połowie 2001 r., pogłębiał się do III kwartału 2002 r. W IV kwartale nastąpił natomiast niewielki wzrost. Pozytywny wpływ na import miało prawdopodobnie ożywienie w niemieckim eksporcie począwszy od III kwartału 2002 r.

Tablica nr 5

Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej w latach 2001-2002

| | 2001 | 2002 | | | | |
|---|------|------|------|------|------|------|
| | I-IV | I-IV | I | II | III | IV |
| Stany Zjednoczone – wzrost PKB (w %) ¹ | 0,3 | 2,4 | 1,4 | 2,2 | 3,3 | 2,9 |
| Strefa euro – wzrost PKB (w %) | 1,4 | 0,8 | 0,3 | 0,6 | 0,9 | 1,3 |
| w tym Niemcy ¹ | 0,8 | 0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,7 |
| Cena ropy naftowej (gat. Brent, USD/b) ² | 24,4 | 25,0 | 21,1 | 25,1 | 26,9 | 26,8 |
| Stany Zjednoczone – inflacja CPI (w %) ³ | 2,8 | 1,6 | 1,2 | 1,3 | 1,6 | 2,2 |
| Strefa euro – inflacja CPI (w %) ³ | 2,4 | 2,2 | 2,5 | 2,0 | 2,1 | 2,3 |
| Stany Zjednoczone – stopa funduszy federalnych ⁴ | 1,75 | 1,25 | 1,75 | 1,75 | 1,75 | 1,25 |
| Strefa euro – stopa refinansowa ⁴ | 3,25 | 2,75 | 3,25 | 3,25 | 3,25 | 2,75 |

¹ w stosunku do odpowiedniego okresu roku poprzedniego.

² średnia w okresie.

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

⁴ stan na koniec okresu.

Źródło: Bloomberg, Eurostat, Międzynarodowa Agencja Energetyki.

W 2002 r. euro silnie umacniało się na rynku światowym³, co przyczyniło się do poprawy pozycji konkurencyjnej polskich przedsiębiorstw oraz do przyspieszenia dynamiki polskiego eksportu w drugiej połowie roku. W 2002 r. wyraźnie poprawiły się warunki konkurencji cenowej i kosztowej w polskim handlu zagranicznym, na co złożyły się następujące czynniki:

- szybszy od wzrostu płać wzrost wydajności pracy w gospodarce krajowej⁴,
- spadek inflacji,
- osłabienie złotego.

Polepszenie sytuacji konkurencyjnej w 2002 r. znalazło odbicie w zmianach wskaźników konkurencyjności (Tablica nr 6).

³ Kurs euro do dolara amerykańskiego umocnił się w 2002 r. wobec 2001 r. średniorocznie o 5,6%.

⁴ Od grudnia 2001 r. do grudnia 2002 r. wydajność pracy w przemyśle przetwórczym wzrosła o 11,8%, podczas gdy wynagrodzenia zwiększyły się realnie zaledwie o 0,4%.

Tablica nr 6

Zmiany wskaźników konkurencyjności*
(w % w stosunku do tego samego okresu roku poprzedniego)

| | 2001 | | | | 2002 | | | |
|--|------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| | I | II | III | IV | I | II | III | IV |
| Relacja cen eksportu do cen produkcji przemysłowej | -1,9 | -7,6 | -2,1 | -3,1 | 0,5 | 6,5 | 3,8 | 6,8 |
| Relacja cen eksportu do jednostkowych kosztów pracy | 2,8 | -10,0 | -3,6 | -10,7 | 0,5 | 10,5 | 11,9 | 22,4 |

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

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Narastająca w ciągu 2002 r. aprecjacja euro do dolara amerykańskiego przyczyniła się do osłabienia złotego wobec wspólnej waluty europejskiej o 5,1% w ujęciu średniorocznym (wobec aprecjacji o 8,5% w 2001 r.). Kurs złotego do dolara amerykańskiego pozostał na poziomie zbliżonym do obserwowanego w 2001 r. Według szacunków NBP, nominalny efektywny kurs złotego wobec koszyka najważniejszych dla polskiej gospodarki walut osłabił się w całym 2002 r. o 3,9% (średniorocznie), kurs realny deflowany PPI zaś o 4,0%. Deprecjacja złotego była szczególnie silna w drugim półroczu (Tablica nr 7).

Tablica nr 7

Roczne zmiany kursu złotego w latach 2000-2002
(zmiany w % w stosunku do roku poprzedniego)

| Kurs złotego | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|-------------|-------------|--------------|
| Nominalny efektywny | 1,5 | 9,0 | -3,9 |
| Realny efektywny deflowany PPI | 6,0 | 7,7 | -4,0 |
| Realny efektywny deflowany jednostkowymi kosztami pracy | -5,0 | 8,9 | -10,8 |

„+” oznacza aprecjację kursu złotego, „-” oznacza deprecjację kursu złotego

Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

W kierunku przeciwnym, tzn. umacniania polskiej waluty w 2002 r. wpływały wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa. Wartość polskich papierów skarbowych wyemitowanych na rynek krajowy, znajdujących się w portfelach inwestorów zagranicznych, wzrosła o 51% - z poziomu 20,7 mld zł w grudniu 2001 r. do 31,4 mld zł na koniec 2002 r.

Ceny żywności, podatki pośrednie

Dobre zbiory zbóż w 2001 r. oraz 2002 r., a także wyższy niż oczekiwany wzrost produkcji zwierzęcej, przy umiarkowanym wzroście spożycia produktów żywnościowych,

doprowadziły do wyhamowania wzrostu cen żywności. W I połowie roku ceny obniżyły się tylko o 0,2%. W drugiej połowie roku spadek wyniósł 2,5%. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w grudniu 2002 r. obniżyły się o 2,7%, podczas gdy w czerwcu 2002 r. przewidywano ich wzrost na poziomie 2,6%. Do obniżenia ogólnego wskaźnika inflacji przyczyniły się prawie wszystkie grupy cen żywności (z wyjątkiem cen ryb i owoców).

Wskutek nieoczekiwanego głębokiego obniżenia akcyzy na napoje alkoholowe, niższej od przewidywanej skali podwyżek taryf na energię i gaz, a także słabszego od zakładanego wpływu podatku akcyzowego na ceny energii elektrycznej, ceny kontrolowane wzrosły w 2002 r. o 2,7% wobec przewidywanego w czerwcu 2002 r. wzrostu o 4,5%. Nadal jednak w grupie cen kontrolowanych odnotowano najwyższy wzrost spośród trzech podstawowych grup cen (żywności, kontrolowanych oraz pozostałych).

W wyniku oddziaływania powyższych czynników zmiany cen żywności i cen kontrolowanych doprowadziły do silnego spadku inflacji w 2002 r. Gdyby sprawdziły się prognozy cen żywności i cen kontrolowanych z czerwca 2002 r., inflacja w grudniu 2002 r. wyniosłaby około 2,8%, czyli mieściłaby się w granicach wyznaczonego celu inflacyjnego.

Uwarunkowania systemowe, wzajemna relacja polityki pieniężnej i fiskalnej

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 rok* podkreślano, że dla stworzenia podstaw trwałego zrównoważenia finansów publicznych, wzrostu zatrudnienia i rozwoju gospodarczego niezbędne i pilne staje się przeprowadzenie określonych reform strukturalnych i systemowych. Ich znaczenie nie maleje jednak z chwilą zakończenia procesu dezinflacji. Opóźnienia lub zaniechania reform przyczyniają się do obniżenia długookresowego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Utrzymujący się strukturalny deficyt sektora finansów publicznych i związane z tym potrzeby pożyczkowe budżetu ograniczają zasób środków, które mogłyby być przeznaczone na inwestycje przedsiębiorstw. Drenaż oszczędności krajowych przez sektor publiczny jest jednym z czynników sprzyjających utrzymywaniu się nierównowagi zewnętrznej i ogranicza pole działania polityki pieniężnej w zakresie obniżania stóp procentowych. W rezultacie, niekorzystna kombinacja polityki fiskalnej i pieniężnej zwiększa realne koszty osiągnięcia i utrzymania równowagi wewnętrznej i zewnętrznej.

1. Poniżej scharakteryzowano główne, strukturalne słabości polskiej gospodarki, utrzymujące się w 2002 r.

A. Deformacje rynku pracy

W 2002 r. na funkcjonowanie i sytuację na rynku pracy w Polsce w dalszym ciągu negatywnie wpływały:

- Wysokie narzuty na płace netto w znacznym stopniu podnoszące koszty związane z zatrudnieniem, a tym samym niesprzyjające powstawaniu nowych miejsc pracy:
 - od początku lat 90. do 2002 r. obciążenia pracodawców składkami obligatoryjnymi (ZUS, FP, PFRON) oraz podatkami od płac wzrosły z około 65-67% do 90-95% płacy netto, tj. stanowiły prawie połowę kosztów związanych z zatrudnieniem,
 - wartość netto wynagrodzeń otrzymywanych przez pracowników uległa także zmniejszeniu wskutek zamrożenia progów podatkowych.

W rezultacie zwiększył się klin płacowy, tj. różnica między wartością produktu pracy (płace netto) a ceną, jaką płać za niego pracodawcy (koszty pracy). Zniechęcało to pracobiorców do aktywnego poszukiwania pracy (podaż pracy) oraz przyczyniało się do obniżenia zapotrzebowania na nowych pracowników zgłaszanego przez przedsiębiorstwa (popyt na pracę).

- Regulacje sprzyjające wysokiemu bezrobociu:
 - brak terytorialnego zróżnicowania płacy minimalnej i efektywnego systemu pośrednictwa pracy,
 - spowolnienie tempa redukcji podatku CIT,
 - skomplikowane formalności związane z rozpoczynaniem działalności gospodarczej.

Wprowadzone w 2002 r. zmiany w kodeksie pracy stanowią krok w dobrym kierunku, jednak nie rozwiązują problemów związanych z wyżej wymienionymi czynnikami oraz dużym obciążeniem fiskalnym, które niekorzystnie wpływają na tworzenie nowych miejsc pracy w gospodarce.

B. Spowolnienie procesów prywatyzacji i demonopolizacji gospodarki

W 2002 r. nastąpiło zahamowanie prywatyzacji. Wpływy z prywatyzacji ogółem wyniosły 2,9 mld zł, co stanowiło 43% kwoty zakładanej w ustawie budżetowej⁵. W porównaniu z 2000 i 2001 r. oznacza to spadek odpowiednio o 89% i 58%. Niezrealizowanie planów prywatyzacyjnych w 2002 r. skutkuje znacznym zwiększeniem długu publicznego i – w konsekwencji - kosztów jego obsługi. Niższa dynamika procesów prywatyzacyjnych przyczyniła się też w istotny sposób do zmniejszenia strumienia bezpośrednich inwestycji zagranicznych napływających do Polski (4,0 mld EUR wobec 7,7 mld EUR w 2001 r.).

W 2002 r. ponad 40% produkcji sprzedanej przemysłu pochodziło z przedsiębiorstw państwowych. W gałęziach o wysokiej koncentracji własności państwowej odnotowano najszybszy wzrost cen oraz największe zaangażowanie jawnej pomocy publicznej, czyli m.in. dotacji budżetowych, subsydiowania przedsiębiorstw państwowych poprzez przekazywanie przez Skarb Państwa akcji spółek, a przede wszystkim pomocy „wymuszonej” w postaci zaległych zobowiązań wobec budżetu i innych instytucji publicznych (np. w dziale górnictwo węgla kamiennego i brunatnego odnotowano wzrost tych zobowiązań o 34% w stosunku do końca 2001 r.). W 2002 r. zaobserwowano zatrzymanie występującej w poprzednich latach tendencji spadkowej współczynnika koncentracji dla przemysłu przetwórczego ogółem. Podobnie jak niedostateczne tempo prywatyzacji, również utrzymywanie silnie skoncentrowanych struktur produkcji prowadzi do ograniczenia konkurencji.

W 2002 r. utrzymała się wolniejsza dynamika kosztów pracy, tj. wynagrodzeń i pozapłacowych kosztów zatrudnienia, niż dynamika wydajności pracy dla przemysłu ogółem. Było to wynikiem redukcji zatrudnienia głównie pracowników o najniższych kwalifikacjach. Ze względu na wspomniane wyżej sztywności administracyjne oraz wysokie narzuty na wynagrodzenia, ponoszone przez pracodawcę koszty utrzymania tych miejsc pracy były za wysokie w stosunku do ich wydajności. Ponadto, trudna sytuacja gospodarcza i obawa przed utratą pracy ograniczały presję na wzrost wynagrodzeń.

W sektorze publicznym, przy spadku produkcji i znacznej redukcji zatrudnienia, przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto rosło jednak szybciej niż w sektorze prywatnym

⁵ Łączne wpływy z prywatyzacji w 2002 r. wyniosły 2,869 mld zł (komunikat MF z 19.02.2003 r.). W ustawie budżetowej na 2002 r. planowano przychody w wysokości 6,8 mld zł, z czego 6,6 mld zł miało być przeznaczony na finansowanie deficytu budżetowego. Faktycznie w 2002 r. na ten cel przeznaczono 1,972 mld zł (wg projektu Sprawozdania z wykonania budżetu państwa w 2002 r. z maja br.).

(4,2% wobec 3,0%), w którym nastąpił wzrost produkcji, a spadek zatrudnienia był wyraźnie mniejszy.

Reasumując, spowolnienie reform systemowych oznaczało utrzymanie struktur hamujących wzrost gospodarczy, zwłaszcza w przemysłach surowcowych i zaopatrzeniowych, w których nadal dominuje sektor publiczny.

2. W polityce pieniężnej w 2002 r. uwzględniano dalsze pogłębienie *nierównowagi sektora finansów publicznych* oraz brak perspektyw istotnej poprawy sytuacji tego sektora. Niekorzystne uwarunkowania znajdują potwierdzenie w pogorszeniu miar polityki fiskalnej, przedstawionych w Tabelicy nr 8.

Tabelica nr 8

Podstawowe miary nierównowagi fiskalnej

| | 2000 | 2001 | 2002* |
|--|-------|-------|-------|
| <i>w mld zł</i> | | | |
| Deficyt budżetu państwa | -15,3 | -32,6 | -39,4 |
| Wynik pierwotny budżetu państwa | 2,8 | -11,7 | -15,3 |
| Deficyt kasowy sektora finansów publicznych | -20,9 | -38,0 | -49,7 |
| Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych | -14,5 | -33,9 | -42,4 |
| <i>w relacji do PKB</i> | | | |
| Deficyt budżetu państwa | -2,1% | -4,3% | -5,1% |
| Wynik pierwotny budżetu państwa | 0,4% | -1,6% | -2,0% |
| Deficyt kasowy sektora finansów publicznych | -2,9% | -5,1% | -6,4% |
| Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych | -2,0% | -4,5% | -5,5% |

Źródło: Ministerstwo Finansów

* przewidywane wykonanie wg NBP

Choć realizacja budżetu państwa przebiegała w 2002 r. zgodnie z planem, już w trakcie roku pojawiło się poważne zagrożenie wystąpienia wyższego od zakładanego deficytu funduszy celowych, a w konsekwencji całego sektora finansów publicznych. W związku z niedoborem składek Fundusz Ubezpieczeń Społecznych oraz Fundusz Pracy zaciągały na dużą skalę zobowiązania w systemie bankowym. Dotyczyło to także Agencji Rynku Rolnego, której zadłużenie istotnie zwiększyło się w 2002 r. Pogorszyła się również sytuacja finansowa Kas Chorych. Jednocześnie Skarb Państwa zmuszony był do przeprowadzenia większych, niż zakładano, emisji skarbowych papierów wartościowych, ze względu na niezyskanie zapisanej w ustawie budżetowej kwoty wpływów z prywatyzacji. Tak znaczny wzrost potrzeb

pożyczkowych sektora finansów publicznych niekorzystnie wpływał na możliwości kredytowania sektora prywatnego przez banki. Jego konsekwencją był także wzrost państwowego długu publicznego, powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji w relacji do PKB z 41,6% na koniec 2001 r. do około 47,6% na koniec 2002 r.

Wydatki budżetu państwa zwiększyły się w stosunku do 2001 r. o około 10 mld zł, tj. nominalnie o 5,8%, a realnie o 3,8%. W 2002 r. po raz kolejny wzrosły wydatki ogółem budżetu państwa w relacji do PKB - o ile w 2001 r. stanowiły one 23,1% PKB, o tyle w 2002 r. zwiększyły się do 23,8% PKB. Wydatki pierwotne budżetu, tzn. wydatki po odliczeniu kosztów obsługi długu publicznego, wzrosły w 2002 r. o 4,5% (realnie o 2,6%) i osiągnęły poziom około 20,6% PKB (wobec 20,3% PKB w 2001 r.). Główną pozycję tych wydatków (około 75%) nadal stanowiły wydatki o charakterze konsumpcyjno-świadczeniowym, tzn. dotacje i subwencje oraz świadczenia na rzecz osób fizycznych.

W 2002 r. nie poprawiła się struktura wydatków budżetu państwa. Kolejną znaczną pozycję wydatków budżetowych (13,1%) stanowiły dynamicznie rosnące koszty obsługi długu publicznego. Mimo zwiększenia wydatków na cele majątkowe o 21,7% w porównaniu z poprzednim rokiem, ich udział w całości wydatków budżetowych wynosił nieco ponad 4%, co świadczy o znikomej roli tej kategorii w pobudzaniu popytu inwestycyjnego. Jednocześnie rosnący deficyt budżetu ograniczał prywatne wydatki inwestycyjne.

W 2002 r. nie ograniczono również deficytu ekonomicznego⁶ sektora finansów publicznych. Ukształtował się on – według wstępnych szacunków - na poziomie około 5,5% PKB⁷, tj. wzrósł o 1 pkt proc. w stosunku do 2001 r.

Kolejnym czynnikiem ograniczającym pole manewru w polityce pieniężnej w 2002 r. był brak perspektywy redukcji deficytu sektora finansów publicznych w 2003 r. Nie zmniejszyło się ryzyko wysokich deficytów funduszy celowych. Udział wydatków sztywnych w budżecie, już wcześniej bardzo wysoki, ma w 2003 r. jeszcze wzrosnąć, co dodatkowo utrudni zacieśnienie polityki fiskalnej.

⁶ Deficyt ekonomiczny to deficyt kasowy sektora finansów publicznych skorygowany o: wypłaty rekompensat z tytułu niepodwyższania płac oraz emerytur i rent na przełomie lat 1991/1992, transfer składki ubezpieczeniowych przekazywanych przez ZUS do otwartych funduszy emerytalnych oraz zgromadzone w danym roku środki Funduszu Rezerwy Demograficznej.

⁷ W przypadku uwzględnienia dodatkowej kategorii korygującej deficyt, wprowadzonej przez Ministerstwo Finansów na etapie konstrukcji budżetu na 2003 r. - tj. kosztów obsługi długu zapłaconych OFE w związku z ich inwestycjami w skarbowe papiery wartościowe, relacja deficytu do PKB wyniosłaby około 5,2%.

Pogorszenie sytuacji sektora finansów publicznych, a także brak sygnałów wskazujących na podjęcie zdecydowanych kroków w kierunku uzdrowienia tego sektora zmniejszyły skalę dokonywanych przez NBP obniżek stóp procentowych.

INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Głównym instrumentem, za pomocą którego Narodowy Bank Polski realizował cel inflacyjny w 2002 r., była stopa procentowa. Bank centralny, prowadząc operacje otwartego rynku oraz operacje kredytowo–depozytowe, wpływał na poziom stóp procentowych na rynku międzybankowym. W przypadku nagłych zaburzeń płynnościowych, skutkujących znacznymi wahaniami stawek rynkowych, NBP mógł skorzystać z instrumentów dostrajających. Konieczność taka nie wystąpiła jednak w 2002 r.

W 2002 r. utrzymywała się strukturalna nadpłynność sektora bankowego. Bank centralny kontynuował jej ograniczanie, głównie za pomocą bezwarunkowej sprzedaży obligacji skarbowych z portfela NBP, uzyskanych w 1999 r. w wyniku konwersji niezbywalnych zobowiązań Skarbu Państwa wobec banku centralnego. Nadpłynność operacyjna była absorbowana za pomocą emisji bonów pieniężnych NBP z 28-dniowym terminem zapadalności.

Stopy procentowe

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

Stopami wytyczającymi kierunek prowadzonej polityki pieniężnej były: stopa referencyjna, stopa lombardowa i stopa depozytowa.

Stopa referencyjna wyznaczała minimalną rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych sprzedawanych w ramach operacji otwartego rynku. Wpływała ona bezpośrednio na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności.

Stopa lombardowa wyznaczała maksymalny koszt pozyskania pieniądza na jeden dzień w banku centralnym.

Stopa depozytowa określała dolną granicę wahań stóp jednodniowych na rynku międzybankowym. Depozyt na koniec dnia umożliwiał bankom deponowanie w NBP nadwyżek płynnych środków z terminem zwrotu w następnym dniu operacyjnym.

W 2002 r. Rada Polityki Pieniężnej osiem razy obniżała minimalną rentowność bonów pieniężnych NBP (Tablica nr 9). Rentowność ta została zmniejszona o 4,75 pkt. proc. z 11,5% na koniec 2001 r. do 6,75% na koniec 2002 r. Obniżanie oficjalnych stóp procentowych było nierównomierne i prowadziło do zawężenia symetrycznego korytarza wahań stóp rynkowych.

Tablica nr 9

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian oficjalnych stóp procentowych w 2002 r.

| Data podjęcia decyzji | Decyzja: |
|------------------------------|--|
| 30 stycznia | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 11,5% do 10% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 15,5% do 13,5% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 14% do 12% - obniżenie stopy depozytowej z 7,5% do 6,5%. |
| 25 kwietnia | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 10% do 9,5% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 13,5% do 12,5% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 12% do 11% |
| 29 maja | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 9,5% do 9% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 12,5% do 12% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 11% do 10,5% - obniżenie stopy depozytowej z 6,5% do 6%. |
| 26 czerwca | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 9% do 8,5% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 12% do 11,5% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 10,5% do 10% - obniżenie stopy depozytowej z 6% do 5,5%. |
| 28 sierpnia | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 8,5% do 8% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 11,5% do 10,5% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 10% do 9% |
| 25 września | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 8% do 7,5% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 10,5% do 10% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 9% do 8,5% - obniżenie stopy depozytowej z 5,5% do 5%. |
| 22 października | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 7,5% do 7% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 10% do 9% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 8,5% do 7,75% |
| 27 listopada | <ul style="list-style-type: none"> - obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 7% do 6,75% w skali roku - obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 9% do 8,75% - obniżenie stopy redyskonta weksli z 7,75% do 7,5% - obniżenie stopy depozytowej z 5% do 4,75%. |

Źródło: NBP.

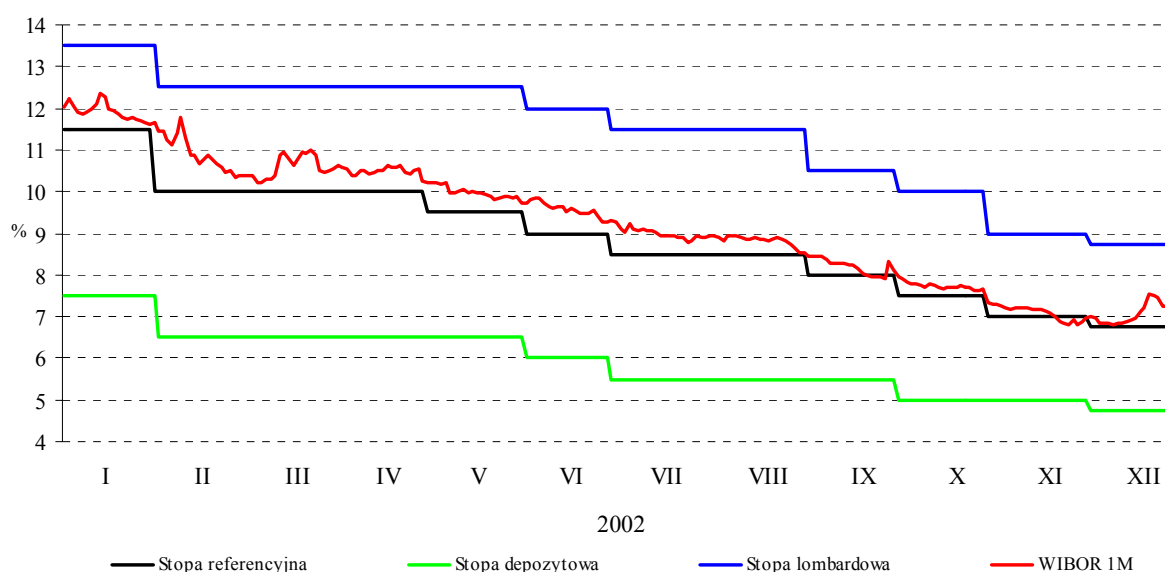
Wraz z obniżkami stopy referencyjnej spadała jednomiesięczna stopa procentowa rynku międzybankowego (Wykres nr 5), wpływając na obniżanie oprocentowania złotych kredytów i depozytów osób prywatnych i podmiotów gospodarczych.

Banki komercyjne ostrożnie obniżały oprocentowanie. Wpływało na to kilka czynników:

- Pogarszająca się jakość kredytów w portfelach banków. Wskaźnik udziału zagrożonych należności kredytowych w 2002 r. wzrósł z 17,9% do 20,5%. W tym samym czasie saldo rezerw celowych tworzonych na pokrycie niespłaconych należności kredytowych wzrosło o 12,1%. Rezerwy te stanowiły dla banków dodatkowy koszt.
- Znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. W sytuacji utrzymującego się względnie wysokiego ryzyka związanego z działalnością kredytową banki chętniej angażowały się w zakup skarbowych papierów wartościowych. Lokując środki w papiery skarbowe nie musiały tworzyć rezerw celowych na ich pokrycie. W konsekwencji zysk z takiej inwestycji mógł być porównywalny z zyskiem z działalności kredytowej.
- Posiadanie przez banki obligacji NBP wyemitowanych 30 września 1999 r. w związku z obniżeniem stopy rezerwy obowiązkowej, oprocentowanych na poziomie inflacji. NBP, starając się wpłynąć na zmniejszenie marży odsetkowej w sektorze bankowym, dokonał w lutym 2002 r. konwersji 60% tych obligacji na papiery o oprocentowaniu rynkowym.

Wykres nr 5

Stopy procentowe w NBP i jednomiesięczna stopa procentowa rynku międzybankowego w 2002 r.



Źródło: dane NBP.

Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są - podobnie jak w większości banków centralnych - podstawowym instrumentem wykorzystywanym do kontroli poziomu płynnych rezerw banków i w konsekwencji stóp procentowych na rynku międzybankowym.

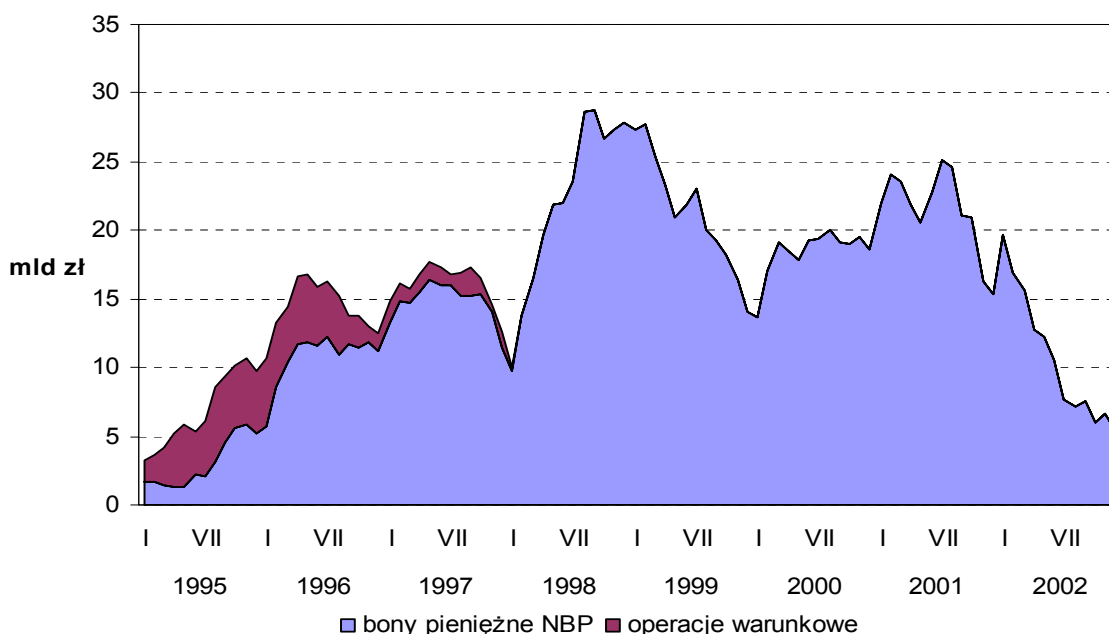
Zgodnie z uchwałą RPP z dnia 29 stycznia 2002 r., nastąpiła zmiana systemu prowadzenia operacji otwartego rynku przez NBP. Wprowadzono podział operacji otwartego rynku na trzy główne kategorie: podstawowe, dostrajające i strukturalne. Dokonane zmiany były zgodne z *Założeniami polityki pieniężnej na 2002 r.* i przybliżyły krajowy system do rozwiązań stosowanych w Eurosystemie. Ponadto usprawniły zarządzanie płynnością przez banki.

Podstawowym instrumentem wykorzystywanym przez NBP w 2002 r. do sterylizacji nadpłynności operacyjnej występującej w sektorze bankowym była emisja 28-dniowych bonów pieniężnych. Począwszy od lutego 2002 r. była ona przeprowadzana regularnie raz w tygodniu (w każdy piątek).

W styczniu 2002 r. upłynął termin zapadalności, w trzech transzach, 91-dniowych bonów pieniężnych NBP, które były w posiadaniu PKO BP SA. Było to wynikiem zakończenia pomocy NBP dla PKO BP SA.

Skalę operacji absorbujących płynność, prowadzonych w celu stabilizowania rynku, przedstawia Wykres nr 6.

Średniomiesięczne saldo operacji czasowo absorbujących płynność



Źródło: dane NBP.

Uwzględniając wszystkie bony pieniężne emitowane przez NBP w 2002 r., saldo operacji otwartego rynku zmniejszyło się do poziomu 7,3 mld zł na koniec 2002 r., tj. o 7,0 mld zł w porównaniu z poziomem z końca 2001 r. Spadek ten był efektem zmniejszenia operacyjnej nadpłynności sektora bankowego spowodowanej przede wszystkim sprzedażą obligacji skonwertowanych z portfela NBP, przyrostem pieniądza gotówkowego w obiegu, wzrostem salda złotych środków budżetowych w NBP i sprzedażą walut netto przez NBP.

Operacje dostrajające, których celem jest łagodzenie wpływu zaburzeń płynnościowych w sektorze bankowym na rynkowe stopy procentowe, mogą być stosowane w wyjątkowych sytuacjach. Ich rentowność ustalono na poziomie nie niższym niż wysokość stopy referencyjnej NBP. Instrument ten nie był wykorzystywany w 2002 r.

W 2002 r. kontynuowano sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbowych⁸. Operacja typu *outright*⁹ miała charakter strukturalny i absorbowała płynność w sposób trwały.

Na 48 przetargach zaoferowano do sprzedaży skonwertowane skarbowe papiery wartościowe o wartości nominalnej 14,0 mld zł. Popyt zgłoszony przez inwestorów w ciągu

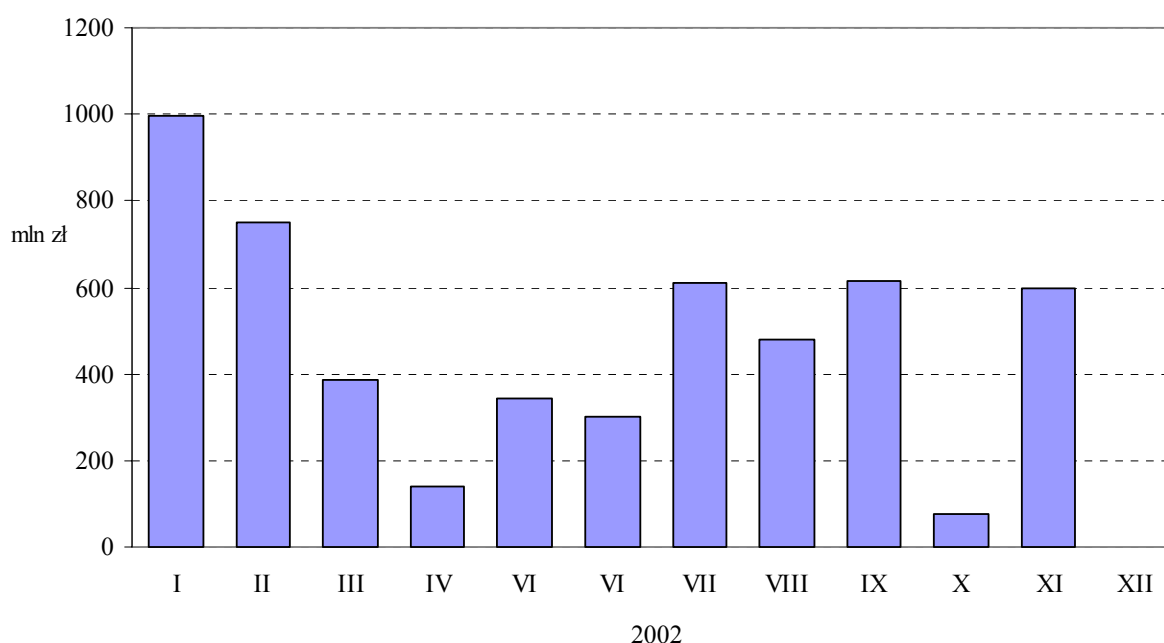
⁸ Obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa w 1999 r. w celu zamiany zadłużenia wobec NBP na rynkowe papiery wartościowe.

roku wyniósł 23,1 mld zł, co stanowiło 165,1% zaoferowanej podaży. NBP zaakceptował łącznie oferty o wartości nominalnej 5,3 mld zł, tj. 37,8% zaoferowanej podaży i 22,9% zgłoszonego popytu. Standardową kwotą obligacji oferowaną do sprzedaży na przetargu było 300 mln zł. Na przetargach NBP akceptował rentowność obligacji na poziomie zbliżonym do rynkowego.

Skalę operacji typu *outright* w 2002 r. (według wartości nominalnej obligacji skonwertowanych sprzedanych w ciągu miesiąca) przedstawia Wykres nr 7.

Wykres nr 7

Sprzedaż obligacji skonwertowanych w 2002 r.



Źródło: dane NBP.

Operacje otwartego rynku w 2002 r. prowadzone były z grupą 13 podmiotów, tj. z 12 bankami - dealerami rynku pieniężnego oraz Bankowym Funduszem Gwarancyjnym. Banki 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).

⁹ Operacja bezwarunkowej sprzedaży bankom przez bank centralny papierów wartościowych.

Rezerwa obowiązkowa

Zasadniczą rolą rezerwy obowiązkowej jest ograniczanie wpływu zmian płynności w sektorze bankowym na wahania stóp procentowych. Wynika to z obowiązku utrzymania odpowiedniej ilości środków na rachunkach bieżących banków komercyjnych w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej i ułatwia bankowi centralnemu utrzymywanie stóp rynkowych na pożądanym poziomie.

Podstawę naliczenia rezerwy obowiązkowej stanowią środki pieniężne zgromadzone na rachunkach bankowych, środki uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych oraz inne, podlegające zwrotowi środki przyjęte przez bank. Środki przyjęte od innego banku krajowego, a także pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata są wyłączone z podstawy naliczania rezerwy. Do 27 lutego 2002 r. stopa rezerwy obowiązkowej, ustalona uchwałą Rady Polityki Pieniężnej z dnia 30 września 1999 r., wynosiła 5% dla wszystkich rodzajów depozytów. Banki mogły utrzymywać w formie zapasu gotówki w swoich kasach do 10% wymaganej rezerwy, a zatem efektywna stopa rezerwy obowiązkowej po odliczeniu gotówki wynosiła 4,5%.

Od 28 lutego 2002 r. stopa rezerwy obowiązkowej została obniżona do 4,5%, a jednocześnie wyeliminowano możliwość utrzymywania części rezerwy w formie gotówki w kasach banków¹⁰. Decyzja ta nie miała wpływu na wielkość rezerwy utrzymywanej na rachunkach, a tym samym na płynność sektora bankowego. Kwotę rezerwy obowiązkowej za okres jej utrzymywania stanowi średnia arytmetyczna stanów dziennych na rachunku bieżącym banku lub rachunku rezerwy obowiązkowej oraz (do 27 lutego 2002 r.) stanów dziennych zapasu gotówki w kasach banków w wysokości nie większej niż zadeklarowana. Zgodnie z regulacją ustawową, rezerwa obowiązkowa nie jest oprocentowana.

Rezerwę obowiązkową naliczały i utrzymywały wszystkie banki z wyjątkiem tych, które na mocy decyzji Zarządu NBP były zwolnione z utrzymywania rezerwy obowiązkowej w okresie realizacji programu postępowania naprawczego. Kwota zwolnionej rezerwy na dzień 31 grudnia 2002 r. wynosiła 1.104 mln zł. W 2002 r. obowiązywały jedynie zwolnienia udzielone w poprzednich latach. Zmiany w wysokości rezerwy obowiązkowej w 2002 r. przedstawia Tablica nr 10

¹⁰ Zgodnie z uchwałą nr 20/2001 RPP i uchwałą 64/2001 Zarządu NBP

Przyrost rezerwy obowiązkowej w 2002 r.
(w mln zł)

| Wyszczególnienie | Stan na 31.12.2001 r. | Przyrost w kwartale | | | | Stan na 31.12.2002 r. |
|-------------------------------------|--------------------------|---------------------|-------|-----|-------|--------------------------|
| | | I | II | III | IV | |
| Rezerwa wymagana ogółem, z tego: | 13.669 | - 468 | - 286 | 233 | -109 | 13.039 |
| - rezerwa na rachunku w NBP | 12.289 | 912 | - 286 | 233 | - 109 | 13.039 |
| - zapas gotówki w kasach banków | 1.380 | -1380 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Źródło: dane NBP.

We wszystkich okresach rezerwowych w 2002 r. utrzymywała się nadwyżka średniego stanu środków rezerwy obowiązkowej na rachunkach bieżących w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy; w poszczególnych okresach rezerwowych wahała się od 17 mln zł w lipcu do 80 mln zł w styczniu. Średnio w 2002 r. nadwyżka ta wynosiła 43 mln zł, podczas gdy w 2001 r. 142 mln zł. Zmniejszenie różnic między rezerwą wymaganą a utrzymywaną w poszczególnych okresach rezerwowych jest efektem poprawy zarządzania aktywami w bankach oraz wprowadzenia nowych instrumentów, ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (kredyt techniczny, depozyt na koniec dnia).

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.

Operacje kredytowo-depozytowe i refinansowanie banków

Operacje kredytowo-depozytowe z bankiem centralnym, dokonywane z inicjatywy banków komercyjnych, miały na celu krótkoterminowe uzupełnienie płynności systemu bankowego bądź, przy nadmiarze wolnych środków, zdeponowanie ich w NBP. Operacje te zapobiegały nadmiernym wahaniom stóp na rynku międzybankowym. W realizacji polityki pieniężnej aktywną rolę odegrały: kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia.

Wykorzystywany przez banki kredyt lombardowy zapewniał uzupełnienie ich bieżącej płynności. Stopa procentowa kredytu lombardowego, określająca krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym, pełniła funkcję stopy maksymalnej.

W 2002 r. średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 169,7 mln zł, natomiast w poszczególnych kwartałach przedstawiało się następująco:

| | |
|-------------|-----------------|
| I kwartał | - 285,7 mln zł, |
| II kwartał | - 176,5 mln zł, |
| III kwartał | - 137,1 mln zł, |
| IV kwartał | - 81,4 mln zł. |

Najwyższe średnie wykorzystanie kredytu lombardowego w miesiącu wystąpiło w styczniu i wyniosło 717,5 mln zł, natomiast dzienne stany zadłużenia przekraczały nawet 8 mld zł pod koniec miesiąca.

W 2002 r. banki korzystały z kredytu lombardowego głównie przed upływem terminów kończących okresy utrzymywania rezerw obowiązkowych na rachunkach bieżących NBP. Szczególna sytuacja wystąpiła na przełomie stycznia i lutego. Banki, w oczekiwaniu na obniżkę stóp procentowych NBP, zainwestowały znaczne środki w zakup bonów pieniężnych, co w powiązaniu z upływem „okresu rezerwowego” spowodowało, że bieżącą płynność uzupełniały kredytem z NBP.

W roku ubiegłym banki lokowały nadwyżki płynnych środków na rachunkach lokat terminowych w NBP. Instrument w formie depozytu składanego na koniec dnia z terminem zwrotu w następnym dniu operacyjnym, o oprocentowaniu określonym przez RPP, został wprowadzony w dniu 1 grudnia 2001 r. Ograniczając od dołu wahania stóp procentowych rynku międzybankowego pełnił funkcję stopy minimalnej.

W okresie styczeń – grudzień 2002 r. banki złożyły lokaty jednodniowe w NBP w łącznej wysokości 29,3 mld zł. Najwyższa miesięczna kwota ulokowanych w NBP środków banków wyniosła 14,4 mld zł (w lutym 2002 r.).

Zasady refinansowania banków w 2002 r. w formie redyskonta weksli i kredytu refinansowego na inwestycje centralne nie zmieniły się, jak również nie odegrały aktywnej roli w realizacji polityki pieniężnej.

Zadłużenie banków z tytułu udzielonych kredytów refinansowych zmniejszyło się w 2002 r. o 8,8% i wyniosło na koniec grudnia 5090 mln zł. Spadek ten był wynikiem dokonanych, zgodnie z umowami zawartymi z bankami na 2002 r., spłat kredytu refinansowego na inwestycje centralne w kwocie 443,4 mln zł. Ponadto nastąpiła całkowita spłata kredytu redyskontowego, w wysokości 48 mln zł. Od lutego 2002 r. banki nie redyskontowały weksli w NBP.

W 2002 r. banki korzystały z wprowadzonego w grudniu 2001 r. nowego instrumentu refinansowania banków – kredytu technicznego - zaciąganego i spłacanego w tym samym dniu operacyjnym. Według stanu na 31 grudnia 2002 r., umowy z NBP zawarło 46 banków.

Kredyt ten był codziennie wykorzystywany przez banki. Średnia dzienna kwota zadłużenia wyniosła 1,8 mld zł. Ta forma kredytu umożliwiła usprawnienie rozliczeń i zarządzania płynnością w systemie bankowym w ciągu dnia operacyjnego.

ZAŁĄCZNIK NR 1

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w 2002 r.

Obserwacja przebiegu dwunastomiesięcznego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych prowadzi do wyodrębnienia w ciągu 2002 r. dwóch okresów. Od stycznia do kwietnia inflacja kształtowała się na poziomie około 3%; w maju nastąpiło jej znaczne obniżenie: do 1,9%, po czym w kolejnych miesiącach roku spadek inflacji systematycznie się pogłębiał. W grudniu 2002 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniosło 0,8%, kształtując się o 2,8 pkt. proc. niżej niż w końcu 2001 r.

Wzrost cen o 0,8% w końcu 2002 r. był wynikiem:

1. spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych o 2,7%, który obniżył CPI o 0,8 pkt. proc.,
2. wzrostu cen kontrolowanych o 2,7%, który zwiększył CPI o 0,7 pkt. proc.,
3. wzrostu cen pozostałych towarów i usług o 2,1%, powodującego ogólny wzrost cen o 0,9 pkt. proc.

Kształtowanie się poszczególnych grup cen ilustrują Tablica nr 1 oraz Wykres nr 1.

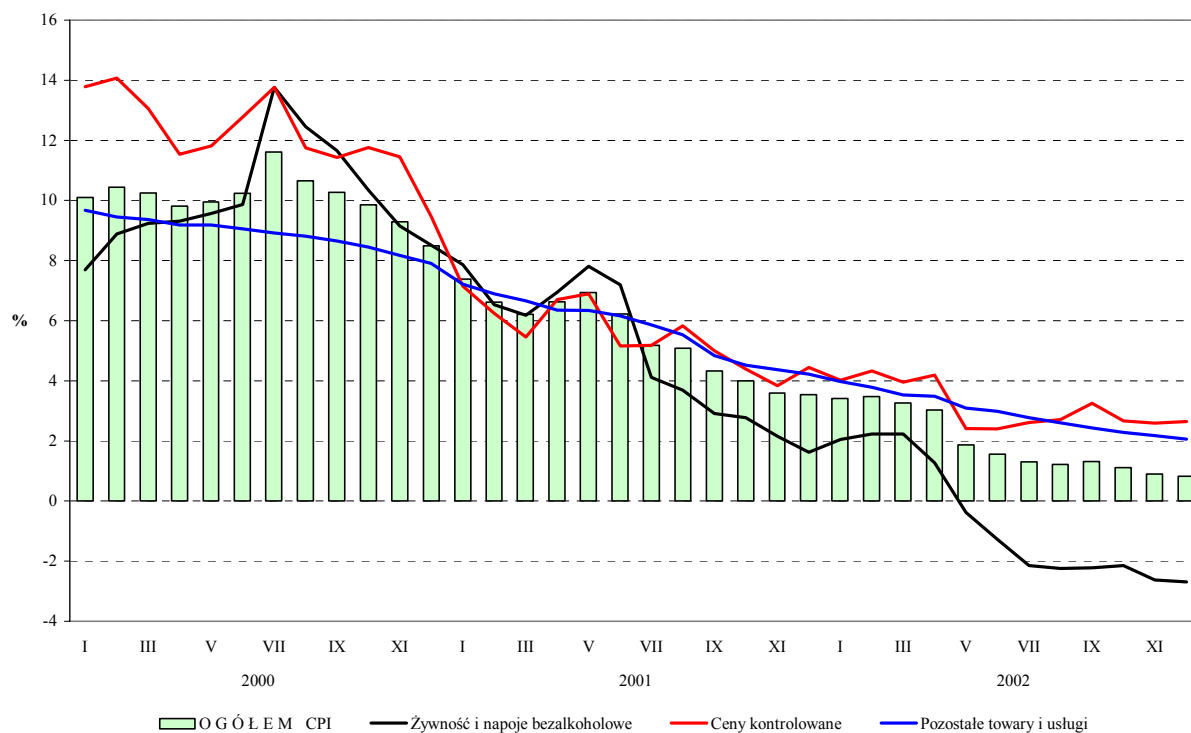
Tablica nr 1

Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

| Wyszczególnienie | 2000 | 2001 | 2002 | | | | Średnio- rocznie |
|---|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|
| | XII | XII | III | VI | IX | XII | |
| | Ten sam okres poprzedniego roku = 100 | | | | | | |
| Ogółem, z tego: | 108,5 | 103,6 | 103,3 | 101,6 | 101,3 | 100,8 | 101,9 |
| - Żywność i napoje bezalkoholowe | 108,5 | 101,6 | 102,2 | 98,7 | 97,8 | 97,3 | 99,3 |
| - Ceny kontrolowane, | 109,5 | 104,5 | 104,0 | 102,4 | 103,2 | 102,7 | 103,1 |
| w tym paliwo | 111,0 | 89,1 | 96,2 | 96,8 | 101,4 | 107,6 | 99,2 |
| - Pozostałe towary i usługi, z tego: | 107,9 | 104,2 | 103,5 | 103,0 | 102,4 | 102,1 | 102,9 |
| - Towary nieżywnościowe | 105,9 | 103,0 | 102,3 | 101,9 | 101,3 | 101,0 | 101,8 |
| - Usługi | 111,3 | 106,3 | 105,4 | 104,7 | 104,1 | 103,8 | 104,7 |

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

Inflacja roczna oraz roczne przyrosty głównych kategorii cen w latach 2001 – 2002



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych na koniec grudnia 2002 r. obniżyły się o 2,7% podczas gdy w 2001 r. ceny te wzrosły o 1,6%.

Do spadku ogólnego wskaźnika inflacji przyczyniły się prawie wszystkie grupy cen żywności (z wyjątkiem cen ryb i owoców), w tym:

- ceny mięsa (które w ciągu roku spadły o 6,8%) - o 0,58 pkt. proc.,
- ceny warzyw (spadek o 3,9%) - o 0,1 pkt. proc.,
- ceny mleka i produktów mlecznych (spadek o 2,3%) - o 0,09 pkt. proc.

Na sytuację w rolnictwie miały wpływ: wysokie plony zbóż, wzrost pogłowia trzody chlewnej (zapoczątkowany poprawą opłacalności tuczu żywca wieprzowego w 2001 r.) oraz zwiększenie produkcji drobiarskiej, przy utrzymującej się spadkowej tendencji w hodowli bydła. Wysoka podaż większości produktów rolnych wpłynęła na niski poziom ich cen zarówno w skupie, jak i na targowiskach. Najsilniej zjawisko to zaznaczyło się na rynku żywca i mięsa wieprzowego, artykułów mleczarskich oraz ziemniaków.

W 2002 r. obniżyło się również roczne tempo wzrostu *cen kontrolowanych* – w ciągu roku kształtowało się ono w przedziale 2-4% (4-7% przed rokiem), a na koniec grudnia 2002 r. wyniosło 2,7%. Nadal było jednak najwyższe wśród podstawowych grup cen. Wyżej od przeciętnego poziomu w omawianej grupie kształtowało się tempo wzrostu cen nośników energii i usług transportowych. Utrzymał się wysoki wzrost cen ciepłej wody, a także opłat za centralne ogrzewanie.

Zmiany cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, w których dominującym składnikiem jest podatek akcyzowy, kształtowały się w 2002 r. w przedziale od 3-5% wzrostu w pierwszych trzech kwartałach roku, do spadku o 2-3% w końcowych miesiącach 2002 r., kiedy obniżono 30% stawkę podatku akcyzowego na wyroby spirytusowe.

Przez większą część 2002 r. zmiany *cen paliw* oddziaływały w kierunku ograniczenia ogólnego tempa wzrostu cen, kształtując się poniżej wielkości sprzed roku, a także poniżej wskaźnika CPI. Jednak począwszy od sierpnia ceny paliw zaczęły rosnąć i w grudniu 2002 r. były wyższe o 7,6% niż przed rokiem.

W ciągu 2002 r. systematycznie obniżało się tempo wzrostu cen w grupie *pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych*. W grudniu 2002 r. łączny wzrost cen w tej grupie (2,1%) był dwukrotnie niższy niż w grudniu 2001 r. (4,2%). Znajdujące się w tej grupie ceny usług charakteryzowały się w 2002 r. spowolnieniem tempa wzrostu, aczkolwiek nie tak wyraźnym jak w przypadku cen towarów. Grupa usług obejmuje zarówno usługi, na które popyt jest mało elastyczny (lub wręcz sztywny), jak i usługi silnie reagujące na zmiany popytu, np. usługi turystyczne, hotelarskie. Usługi, na które popyt jest mało elastyczny, np. związane z użytkowaniem mieszkania, charakteryzował znacznie wyższy wzrost cen niż średnio w grupie usług, co wynikało głównie z braku konkurencji.

PKB i popyt krajowy

W 2002 r. popyt krajowy przekroczył poziom z 2001 r. Wzrost popytu krajowego był wynikiem wyższego niż w poprzednich latach wzrostu spożycia, przy dalszym spadku akumulacji. Dodatnio na wzrost gospodarczy wpływała też, notowana trzeci rok z kolei, poprawa eksportu netto.

Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1996-2002 przedstawia Tablica nr 1, a udział poszczególnych składników popytu we wzroście PKB – Tablica nr 2 oraz Wykres nr 1.

Tablica nr 1

PKB i popyt krajowy w latach 1996 – 2002

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | poprzedni rok = 100, ceny stałe | | | | | | |
| PKB | 106,0 | 106,8 | 104,8 | 104,1 | 104,0 | 101,0 | 101,3 |
| Popyt krajowy | 109,7 | 109,2 | 106,4 | 104,8 | 102,8 | 98,0 | 100,8 |
| Spożycie | 107,2 | 106,1 | 104,2 | 104,4 | 102,5 | 101,7 | 102,9 |
| Spożycie indywidualne | 108,7 | 106,9 | 104,8 | 105,2 | 102,7 | 102,0 | 103,3 |
| Spożycie zbiorowe | 102,1 | 103,2 | 101,6 | 101,3 | 101,5 | 100,6 | 101,4 |
| Akumulacja | 119,5 | 120,8 | 113,8 | 106,1 | 103,9 | 87,4 | 92,7 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | 119,7 | 121,7 | 114,2 | 106,8 | 102,7 | 91,2 | 92,8 |
| Przyrost rzeczowych środków obrotowych | 115,8 | 105,5 | 105,5 | 90,1 | 136,7 | 6,3 | 80,3 |
| Eksport | 112,0 | 112,2 | 114,3 | 97,4 | 123,2 | 103,1 | 108* |
| Import | 128,0 | 121,4 | 118,5 | 101,0 | 115,6 | 94,7 | 106* |
| | w % PKB, w cenach bieżących | | | | | | |
| Popyt krajowy | 101,6 | 104,3 | 105,2 | 106,4 | 106,6 | 103,7 | 103,4 |
| Spożycie | 79,7 | 79,7 | 79,0 | 80,0 | 81,6 | 82,7 | 84,2 |
| Akumulacja | 21,9 | 24,6 | 26,2 | 26,4 | 25,0 | 21,0 | 19,2 |
| Eksport netto | -1,6 | -4,3 | -5,2 | -6,4 | -6,9 | -3,7 | -3,4 |

Źródło: dane GUS

* wstępny szacunek NBP

Tablica nr 2

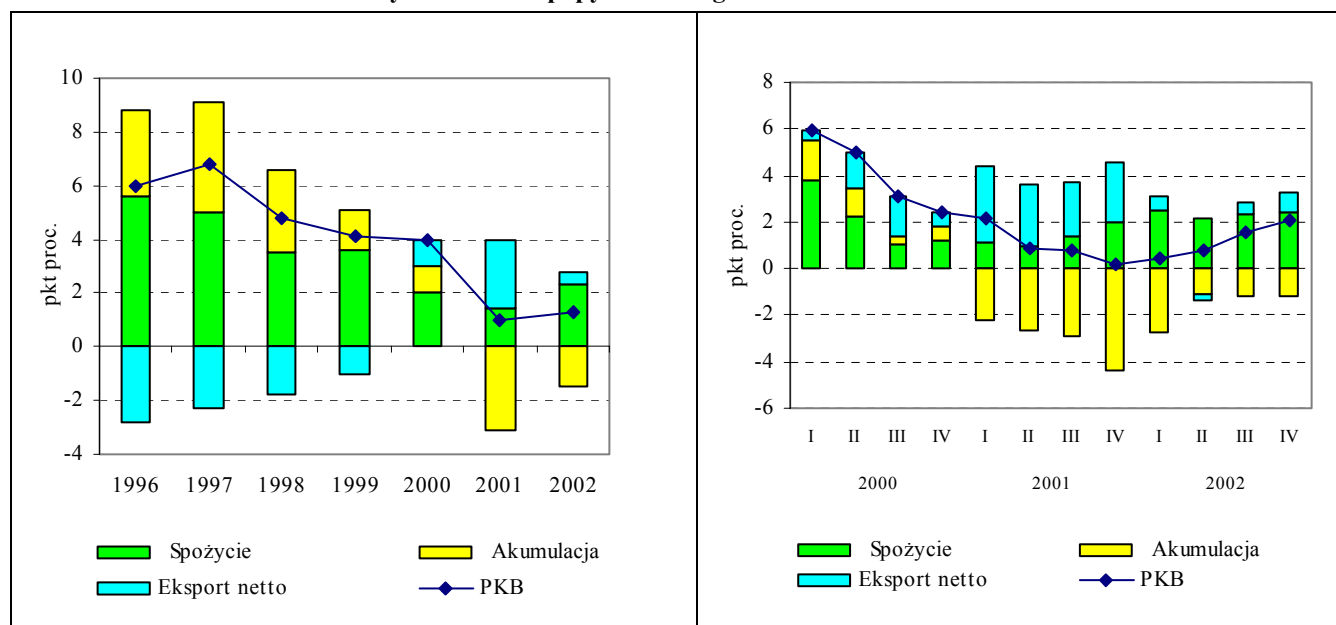
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| PKB | 6,0 | 6,8 | 4,8 | 4,1 | 4,0 | 1,0 | 1,3 |
| Popyt krajowy | 8,8 | 9,1 | 6,6 | 5,1 | 3,0 | -1,6 | 0,8 |
| Spożycie | 5,6 | 5,0 | 3,5 | 3,6 | 2,0 | 1,4 | 2,3 |
| Spożycie indywidualne | 5,3 | 4,4 | 3,1 | 3,2 | 1,7 | 1,3 | 2,1 |
| Spożycie zbiorowe | 0,3 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 0,2 |
| Akumulacja | 3,2 | 4,1 | 3,1 | 1,5 | 1,0 | -3,1 | -1,5 |
| Nakłady brutto na środki Trwałe | 3,1 | 4,0 | 3,0 | 1,6 | 0,7 | -2,0 | -1,5 |
| Przyrost rzeczowych środków Obrotowych | 0,1 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | 0,3 | -1,0 | 0,0 |
| Ekspost netto | -2,8 | -2,3 | -1,8 | -1,0 | 1,0 | 2,6 | 0,5 |

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS

Wykres nr 1

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP

Na spadek akumulacji w 2002 r. złożyło się przede wszystkim dalsze ograniczenie nakładów na środki trwałe. Zmniejszyły się wydatki inwestycyjne jednostek sektora rządowego i samorządowego oraz gospodarstw domowych. Jednak spadek nakładów był głównie rezultatem dalszego ograniczenia działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Przyczyniły się do tego niskie oceny przyszłego popytu, związane z utrzymującą się słabą koniunkturą w gospodarce światowej i niskim tempem wzrostu popytu krajowego. Niekorzystne oczekiwania dotyczące popytu zagranicznego spowodowały dalszy spadek

nakładów przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego. W ciągu roku przedsiębiorstwa sygnalizowały stopniowy wzrost wykorzystania zdolności produkcyjnych, co można wiązać ze wzrostem produkcji.

Mimo pogarszającej się sytuacji na rynku pracy i kolejnego roku realnego spadku dochodów z pracy najemnej w 2002 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu spożycia indywidualnego. Oprócz spadku skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania prawdopodobną przyczyną wzrostu dynamiki konsumpcji był wzrost dochodów spoza gospodarki rejestrowanej.

Wzrost spożycia zbiorowego był w 2002 r. wolniejszy od wzrostu spożycia indywidualnego.

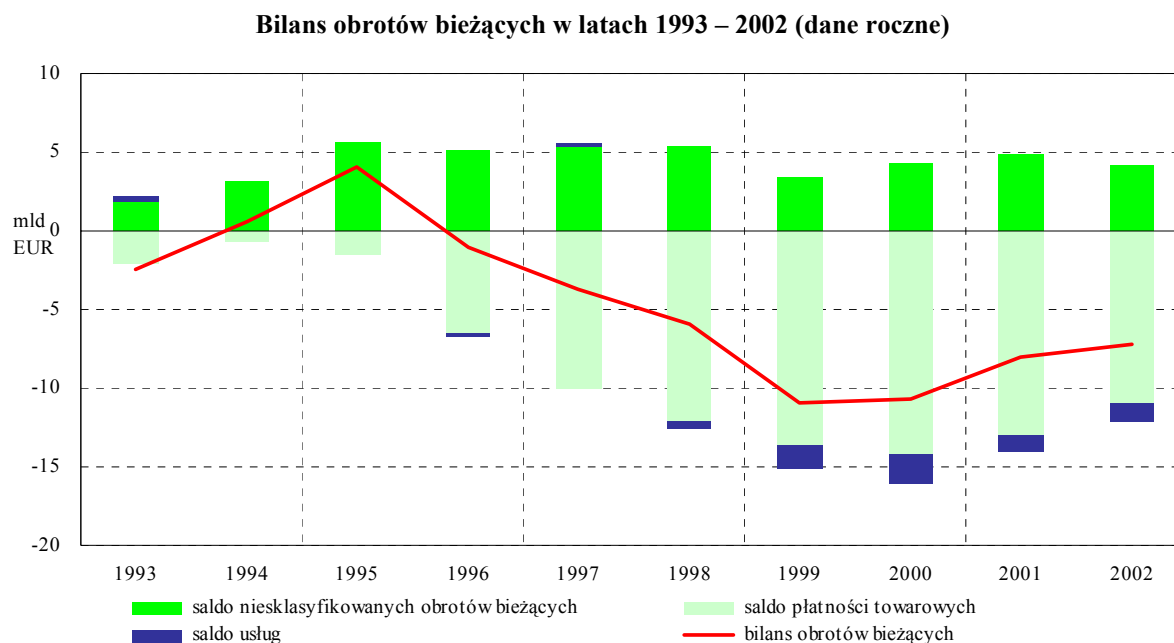
W 2002 r., szczególnie w drugim półroczu, odnotowano szybki przyrost eksportu, co przyczyniło się do wzrostu spożycia oraz do zwiększenia importu. Wzrost importu był jednak wolniejszy od wzrostu eksportu. W rezultacie powiększył się eksport netto, który jednak ciągle jest ujemny. Wskutek korzystniejszego ukształtowania się salda obrotów handlu zagranicznego nastąpiło dalsze zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej. Udział oszczędności zagranicznych w finansowaniu akumulacji zmniejszył się z 6,3% w 2000 r. i ponad 3% w 2001 r. do około 2,5% w 2002 r.

W kolejnych kwartałach 2002 r. obserwowano przyspieszenie dynamiki wzrostu PKB i popytu krajowego. Nieznacznie wyższe niż w 2001 r. tempo wzrostu gospodarczego było rezultatem przełamania w III i IV kwartale 2002 r. spadkowej tendencji produkcji przemysłowej. Obok wzrostu spożycia indywidualnego przyczyniły się do tego dobre wyniki eksportu, który zwiększył się mimo słabego popytu zagranicznego (szczególnie ze strony przeżywającej dekoniunkturę gospodarki niemieckiej).

Nierównowaga zewnętrzna

Rok 2002 był trzecim z kolei rokiem spadku deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. W porównaniu z 2001 r. deficyt ten zmniejszył się o 0,8 mld EUR (a od 1999 r. aż o 3,74 mld EUR) i wyniósł 7,2 mld EUR. Oznacza to, że relacja deficytu do PKB została zredukowana z 7,5% w 1999 r. do 3,6% w 2002 r. Poprawa salda obrotów bieżących wynikała przede wszystkim ze zmniejszenia deficytu obrotów towarowych (wykres nr 1). Pozostałe pozycje rachunku obrotów bieżących (prócz transferów, których saldo utrzymało się na podobnym poziomie jak w 2001 r.) wpływały natomiast na pogłębianie się deficytu obrotów bieżących. Deficyt w pozycji „dochody” pogłębił się o 0,7 mld EUR, z 1,0 mld EUR do 1,7 mld EUR, natomiast nadwyżka w obrotach niesklasyfikowanych obniżyła się o 0,7 mld EUR, z 4,9 mld EUR do 4,2 mld EUR.

Wykres nr 1



Źródło: dane NBP

Podobnie jak w 2001 r. poprawa salda płatności towarowych (o 2,1 mld EUR w 2002 r.) wynikała z wyższej dynamiki eksportu niż importu. Na kształtowanie się wartości obrotów handlowych w 2002 r. silnie oddziaływała deprecjacja kursu dolara amerykańskiego wobec

euro, zaniżając dynamikę obrotów wyrażoną w EUR w stosunku do dynamiki liczonej w USD i PLN¹¹.

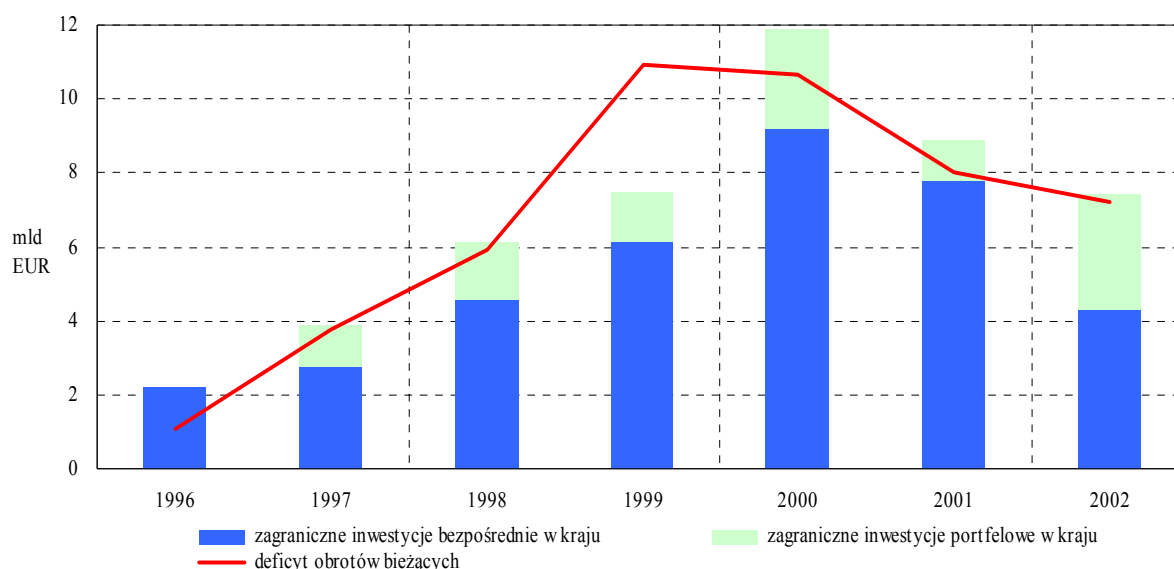
W I połowie 2002 r. kontynuowana była, zapoczątkowana w IV kwartale 2001 r., spadkowa tendencja wpływów z eksportu wyrażonych w EUR (o 0,8% wobec I połowy poprzedniego roku). Jednak już w II połowie 2002 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu eksportu – w IV kwartale 2002 r. eksport zwiększył się o 7,1% w porównaniu z tym samym okresem 2001 r. Spadkowa tendencja w imporcie utrzymywała się aż do III kwartału 2002 r. W IV kwartale 2002 r. nastąpił wzrost wartości importu o 2,8% w stosunku do tego samego okresu roku poprzedniego.

Oslabienie dynamiki polskiego eksportu w I połowie 2002 r. było wynikiem pogarszającej się koniunktury gospodarczej w Unii Europejskiej, która jest najważniejszym rynkiem dla polskich eksporterów. Na dynamikę eksportu negatywnie wpłynęło przede wszystkim osłabienie popytu w Niemczech, gdzie trafia blisko 1/3 polskiego eksportu. Wzrost gospodarczy w Niemczech był w 2002 r. najniższy od 1993 r. Pogłębiająca się w ciągu 2002 r. deprecjacja złotego oddziaływała na poprawę dynamiki eksportu w II połowie roku. Na poprawę dynamiki sprzedaży za granicę wpływały również zmiany w strukturze towarowej eksportu, w kierunku zwiększenia udziału maszyn i sprzętu transportowego. Proces ten wiąże się z rosnącą rolą przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego w polskim handlu.

W 2002 r. pogorszyła się struktura finansowania deficytu obrotów bieżących (Wykres nr 2). Został on w około 56% sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich, wynoszącym 4,0 mld EUR (dla porównania, w 2001 r. finansowanie to stanowiło blisko 97%). Obniżeniu poziomu napływającego kapitału towarzyszyło pogorszenie jego struktury, przejawiające się zwiększeniem udziału kredytów otrzymanych od bezpośrednich inwestorów zagranicznych z około 16% w 2001 r. do około 28% w 2002 r. Zwiększyło się jednocześnie znaczenie inwestycji portfelowych netto jako źródła finansowania deficytu obrotów bieżących. Napływ netto kapitału w postaci inwestycji portfelowych w 2002 r. wyniósł 1,9 mld EUR (w 2001 r. 1,1 mld EUR).

¹¹ W 2002 r. wpływy z eksportu wyrażone w EUR zwiększyły się o 2,7% w porównaniu z rokiem poprzednim. Wzrost ten był przeszło trzykrotnie wolniejszy niż w 2001 r. (9,9%). Wyплаты za import w EUR uległy natomiast obniżeniu w porównaniu z rokiem poprzednim o 2,4%, podczas gdy w 2001 r. jego wartość wzrosła o 4,2%. Wartość eksportu wyrażona w USD zwiększyła się w 2002 r. o 8,8%; był on więc wyższy w porównaniu z 2001 r. (7,1%). Podobna była sytuacja w imporcie, którego dolarowa wartość wzrosła w 2002 r. o 3,2%, podczas gdy

Deficyt obrotów bieżących a napływ inwestycji zagranicznych w latach 1993 – 2002 (dane roczne)



Źródło: dane NBP

Zasadniczo poprawiła się w 2002 r. wartość wybranych wskaźników ostrzegawczych, sygnalizujących prawdopodobieństwo zaburzeń na rynkach finansowych w wyniku nierównowagi zewnętrznej i sposobu jej finansowania. Wskaźniki odnoszące się do transakcji bieżących, tzn. relacja salda obrotów bieżących i salda płatności towarowych do PKB oraz relacja obsługi zadłużenia zagranicznego do eksportu, kształtują się korzystniej niż w 2001 r. W porównaniu z 2001 r. pogorszyły się natomiast wskaźniki określające stopień sfinansowania deficytu obrotów bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich, relacja niesfinansowanej przez inwestycje bezpośrednie części deficytu obrotów bieżących do PKB oraz równowartość rezerw walutowych w miesiącach importu (Tablica nr 1).

Tablica nr 1

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

| Wskaźnik ostrzegawczy | 2001 | 2002 |
|---|-------|-------|
| Saldo obrotów bieżących/PKB | -3,9% | -3,6% |
| Saldo płatności towarowych/PKB | -6,4% | -5,5% |
| Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących | 96,9% | 55,7% |
| (Saldo obrotów bieżących - inwestycje bezpośrednie)/PKB | -0,1% | -1,6% |
| Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport | 52,8% | 47,8% |
| Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu | 7,7 | 7,5 |

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych i szacunków wyrażonych w euro.

w 2001 r. o 1,3%. Wyższa była również dynamika obrotów towarowych wyrażonych w PLN. W 2002 r. wartość złotowa eksportu wzrosła o 8,2% (w 2001 r. o 0,7%), a importu o 2,7% (-4,6%).

Podaż pieniądza

Zmiany podaży pieniądza w 2002 r. charakteryzowały się dwiema głównymi tendencjami: spadkiem szerokiego agregatu monetarnego M3 oraz przesunięciami w jego strukturze wywołanymi wzrostem wąskich miar pieniądza: agregatu M1 oraz pieniądza gotówkowego w obiegu.

Tablica nr 1

Podaż pieniądza w latach 2001 - 2002

| Wyszczególnienie | 2001 | | 2002 | | |
|--|----------|-------|----------|---------------------------|-------------------------------------|
| | stan | | przyrost | dynamika roczna nominalna | dynamika roczna realna ¹ |
| | w mld zł | | | % | |
| I. Podaż pieniądza M1 | 118,3 | 136,3 | 18,0 | 15,2 | 14,3 |
| II. Podaż pieniądza M3 | 328,4 | 321,6 | -6,9 | -2,1 | -2,9 |
| 1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków) | 38,2 | 42,2 | 4,0 | 10,4 | 9,5 |
| 2. Depozyty i inne zobowiązania | 290,1 | 277,5 | -12,6 | -4,3 | -5,0 |
| 2.1. Gospodarstwa domowe | 203,9 | 195,9 | -7,9 | -3,9 | -4,7 |
| 2.2. Niemonetarne instytucje finansowe | 10,6 | 7,2 | -3,4 | -31,7 | -32,3 |
| 2.3. Przedsiębiorstwa | 54,3 | 55,0 | 0,7 | 1,3 | -0,8 ² |
| 2.4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych | 9,8 | 8,3 | -1,5 | -15,5 | -16,2 |
| 2.5. Instytucje samorządowe | 7,7 | 8,4 | 0,7 | 9,7 | 8,9 |
| 2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych | 3,8 | 2,7 | -1,1 | -28,5 | -29,1 |
| 3. Pozostałe składniki M3 | 0,2 | 1,8 | 1,6 | 755,1 | 649,1 |

¹ Jako deflatora użyto wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

² Jako deflatora użyto wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Źródło: dane NBP.

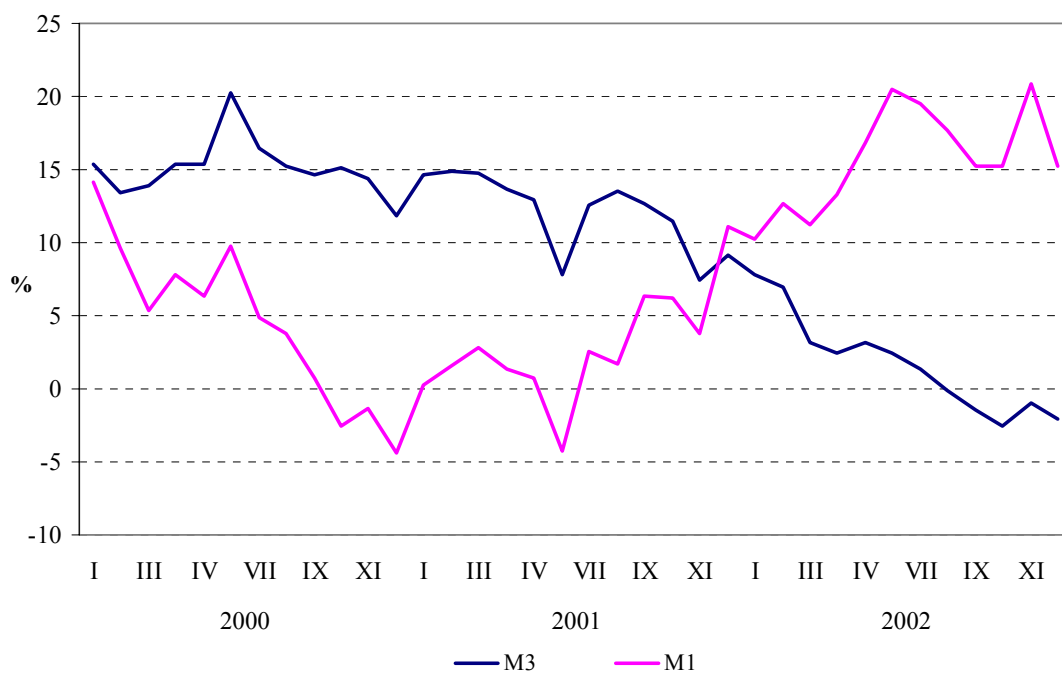
Podaż pieniądza M3 zmniejszyła się w 2002 r. o 6,9 mld zł, tj. o 2,1% nominalnie i o 2,9% realnie. Na obniżenie agregatu M3 wpłynął przede wszystkim spadek zobowiązań systemu bankowego wobec gospodarstw domowych. Zmniejszyły się również zobowiązania wobec niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych oraz instytucji samorządowych. Jednocześnie jednak zwiększył się stan zobowiązań wobec przedsiębiorstw, stan pieniądza gotówkowego w obiegu oraz pozostałe składniki M3. Znaczny przyrost pozostałych składników M3 był skutkiem emisji w końcu roku przez niektóre banki komercyjne obligacji kierowanych do gospodarstw domowych. Choć w rzeczywistości pełniły one funkcję depozytów terminowych, umożliwiały jednak uniknięcie płacenia podatku od dochodów odsetkowych.

Analizując spadek wartości agregatu M3 w 2002 r. należy pamiętać, że w jego skład nie wchodzi zobowiązania o terminie zapadalności przekraczającym 2 lata, a także takie bliskie substytuty oszczędności bankowych, jak np. inwestycje w papiery skarbowe lub zakup jednostek funduszy inwestycyjnych. Wprowadzenie w końcu 2001 r. opodatkowania dochodów odsetkowych wywołało znaczny wzrost popularności tych form oszczędzania. W 2002 r. aktywa zarządzane przez fundusze inwestycyjne oraz wartość obligacji skarbowych w posiadaniu gospodarstw domowych wzrosły w sumie o około 14 mld zł, a depozyty o zapadalności przekraczającej 2 lata - o 1,4 mld zł. Agregat M3 wraz z wymienionymi wyżej kategoriami zwiększył się w 2002 r. o około 2%, jednak jego roczne tempo wzrostu, podobnie jak roczne tempo wzrostu podaży pieniądza M3, przez cały 2002 r. znajdowało się w trendzie spadkowym.

Słabej dynamice M3 towarzyszył w 2002 r. dynamiczny wzrost wąskich miar pieniądza. Agregat M1, w którego skład wchodzi gotówka w obiegu oraz bieżące depozyty w systemie bankowym, zwiększył się w 2002 r. o 18 mld zł (o 15,2% nominalnie i o 14,3% realnie). Szybki przyrost agregatu M1 wynikał z przesunięć w strukturze terminowej podaży pieniądza M3 w kierunku wzrostu udziału składników o większym stopniu płynności. Zwiększenie stopnia płynności M3 było głównie rezultatem spadku stóp procentowych, ograniczającego atrakcyjność lokat terminowych.

Udział depozytów walutowych w depozytach ogółem w systemie bankowym utrzymywał się w 2002 r. na stabilnym poziomie około 17%. Wahania kursowe nie miały znaczącego wpływu na kształtowanie się podaży pieniądza.

Roczne tempo wzrostu M3 oraz M1



Źródło: dane NBP

Należności systemu bankowego ogółem wzrosły w 2002 r. o 12 mld zł (5,2% nominalnie, 4,4% realnie) i były głównym czynnikiem kreującym pieniądź. Jednak roczne tempo ich wzrostu systematycznie słabło w ciągu roku.

Tablica nr 2

Struktura należności w latach 2001 – 2002

| Wyszczególnienie | Stan na: | | Dynamika roczna | |
|--|-------------|-------------|-----------------|---------------------|
| | 31.XII.2001 | 31.XII.2002 | nominalna | realna ¹ |
| | mld zł | | % | |
| Należności ogółem | 232,2 | 244,3 | 5,2 | 4,4 |
| 1. Gospodarstwa domowe | 82,7 | 89,8 | 8,6 | 7,7 |
| 2. Niemonetarne instytucje finansowe | 10,6 | 10,3 | -2,9 | -3,7 |
| 3. Przedsiębiorstwa | 127,6 | 129,5 | 1,4 | -0,8 ² |
| 4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych | 1,1 | 1,0 | -10,9 | -11,7 |
| 5. Instytucje samorządowe | 8,4 | 11,3 | 33,7 | 32,6 |
| 6. Fundusze ubezpieczeń społecznych | 1,7 | 2,4 | 42,7 | 41,6 |

¹ Jako deflatora użyto wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

² Jako deflatora użyto wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Źródło: dane NBP.

Należności od gospodarstw domowych zwiększyły się w 2002 r. o 7,1 mld zł (o 7,7% realnie). Bardzo szybko rósł wolumen kredytów mieszkaniowych – ich wzrost stanowił

87,7% wzrostu należności od gospodarstw domowych ogółem i wyniósł 6,2 mld zł (43,6% realnie). Ze względu na różnice w oprocentowaniu kredytów złotych i walutowych gospodarstwa domowe intensywniej zadłużały się w walutach obcych. Udział należności walutowych od gospodarstw domowych zwiększył się z 17,7% w grudniu 2001 r. do 22,9% w grudniu 2002 r. Kredyty na zakup nieruchomości mieszkaniowych stanowiły główną pozycję w przedmiotowej strukturze kredytów ogółem dla osób prywatnych (w grudniu 2002 r. stanowiły 32,4% ogółu należności). Natomiast przedsiębiorstwa indywidualne (zatrudniające do 9 osób) zaliczane do gospodarstw domowych zaciągały przede wszystkim kredyty inwestycyjne (36,0% w grudniu 2002 r.) i operacyjne (26,4%).

Zainteresowanie przedsiębiorstw zaciąganiem nowych kredytów było w 2002 r. słabsze niż w poprzednich latach. Wzrost należności od przedsiębiorstw wyniósł w 2002 r. 1,8% (realnie spadek o 0,8%) – dla porównania w 2001 r. wyniósł 4,6 mld zł. Jednocześnie w 2002 r. zwiększył się udział należności zagrożonych w bankach (z 17,8% w grudniu 2001 r. do 20,7%¹² w grudniu 2002 r.), czego źródłem była zbyt szybka ekspansja kredytowa w poprzednich latach, prowadząca do ograniczania podaży kredytów. Zjawisku racjonowania kredytów sprzyjał wzrost deficytu budżetowego, finansowanego emisją skarbowych papierów wartościowych, stanowiących alternatywę inwestycyjną wobec kredytów bankowych.

Należności od pozostałych podmiotów wzrosły w 2002 r. o 3,1 mld zł, w czym największy udział miał przyrost należności od instytucji samorządowych, który wyniósł 2,9 mld zł (32,6% realnie). Wzrost ten był porównywalny ze wzrostem obserwowanym w poprzednich latach.

¹² Dane przed audytem.

ZAŁĄCZNIK NR 5

Wyniki głosowania członków RPP nad uchwałami podjętymi w 2002 r.

| Data podjęcia uchwały | Przedmiot uchwały | Decyzja RPP | Wyniki głosowania członków RPP |
|-----------------------|--|---|---|
| 29.01.2002. | w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku | wprowadzenie zmian w systemie operacji otwartego rynku | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska |
| 30.01.2002. | wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 2 pkt. proc. i stopy lombardowej o 2,5 pkt. proc. | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski |
| 30.01.2002. | wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 1 pkt. proc. | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski J. Krzyżewski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska |
| 30.01.2002. | w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP | obniżka stopy referencyjnej o 1,5 pkt. proc. i stopy lombardowej o 2 pkt. proc. | Za: L. Balcerowicz J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski |
| 27.03.2002. | wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 1 pkt. proc. | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski |

| | | | |
|-------------|--|--|---|
| 24.04.2002. | Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego NBP sporządzonego na dzień 31.12.2001 r. | | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski G. Wójtowicz W. Ziółkowska <i>D. Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 25.04.2002. | Wniosek o obniżenie stopy referencyjnej, stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz pozostawienie stopy depozytowej bez zmian | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: J. Krzyżewski G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski <i>D. Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 25.04.2002. | Uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP | obniżka stopy referencyjnej o 0,5 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz pozostawienie oprocentowania lokaty terminowej w NBP bez zmian | Za: L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski Przeciw: M. Dąbrowski J. Pruski G. Wójtowicz W. Ziółkowska <i>D. Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 16.05.2002. | Uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r. | | Za: L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski G. Wójtowicz Przeciw: D. Rosati W. Ziółkowska <i>M. Dąbrowski był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 16.05.2002. | Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu NBP w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2001 r. | | Za: L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska <i>M. Dąbrowski był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 16.05.2002. | Uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności NBP w 2001 r. | | Za: L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz |

| | | | |
|-------------|---|---|---|
| | | | W. Ziółkowska <i>M. Dąbrowski był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 29.05.2002. | Wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,75 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz stopy depozytowej o 0,5 pkt. proc. | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski |
| 29.05.2002. | Uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP | obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc. | Za: L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz Przeciw: M. Dąbrowski W. Ziółkowska |
| 26.06.2002. | Wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 1 pkt proc. | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski |
| 26.06.2002. | Uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP | obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc. | Za: L. Balcerowicz B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: M. Dąbrowski J. Pruski |
| 26.06.2002. | Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2002 | zmiana celu inflacyjnego na 2002 rok i ustalenie go w wysokości 3% +/-1 pkt proc. | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski Przeciw: D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska |
| 19.07.2002. | wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc. | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski |

| | | | |
|-------------|--|---|---|
| | | | C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski |
| 28.08.2002. | wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,75 pkt. proc. i stopy lombardowej o 1 pkt proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski <i>D. Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 28.08.2002. | uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP | obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli i oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski G. Wójtowicz W. Ziółkowska <i>D. Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 25.09.2002. | uchwała w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2003 | | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski G. Wójtowicz W. Ziółkowska <i>D. Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 25.09.2002. | uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w NBP | obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc. | Za: L. Balcerowicz C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: M. Dąbrowski B. Grabowski J. Pruski <i>D. Rosati był nieobecny na posiedzeniu</i> |
| 22.10.2002. | uchwała w sprawie zatwierdzenia korekty planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na 2002 rok | | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska |
| 23.10.2002. | uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokat terminowej w NBP | obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 pkt. proc., stopy redyskontowej weksli o 0,75 pkt. proc., oprocentowania kredytów refinansowych o 1 pkt | Za: L. Balcerowicz J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska |

| | | | |
|-------------|--|--|---|
| | | proc. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian | Przeciw: M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski |
| 26.11.2002. | uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2003 | | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska |
| 27.11.2002. | wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc. | wniosek nie uzyskał większości głosów | Za: J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski |
| 27.11.2002. | uchwała w sprawie stopy redyskontowej weksli, stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w Narodowym Banku Polskim | obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc. | Za: L. Balcerowicz J. Krzyżewski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska Przeciw: M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak W. Łączkowski J. Pruski |
| 17.12.2002. | uchwała w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku | | Za: L. Balcerowicz M. Dąbrowski B. Grabowski C. Józefiak J. Krzyżewski W. Łączkowski J. Pruski D. Rosati G. Wójtowicz W. Ziółkowska |