

**Narodowy Bank Polski**

**Rada Polityki Pieniężnej**

**Sprawozdanie z wykonania  
założeń polityki pieniężnej na  
rok 2005**

**Warszawa, maj 2006**

## Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2005 r.....	3
2. Polityka pieniężna w 2005 r.....	7
3. Instrumenty polityki pieniężnej .....	13
3.1. Nadpłynność sektora bankowego .....	13
3.2. Instrumenty polityki pieniężnej .....	14
3.2.1 Stopa procentowa.....	14
3.2.2. Operacje otwartego rynku.....	16
3.2.3 Rezerwa obowiązkowa .....	17
3.2.4. Operacje depozytowo-kredytowe .....	19
3.2.5. Pozostałe operacje .....	20
Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny .....	21
Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych .....	25
Załącznik nr 3. Bilans płatniczy.....	31
Załącznik nr 4. Podaż pieniądza .....	35
Załącznik nr 5. Projekcje inflacji NBP .....	44
Załącznik nr 6. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2005 r. ....	47

# 1. Strategia polityki pieniężnej w 2005 r.

Niniejsze sprawozdanie dotyczy realizacji polityki pieniężnej w 2005 r., której zasady zostały sformułowane w dokumencie *Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*.

Zgodnie z art. 227 ust. 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 podstawowego celu NBP”.

Współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją stopę inflacji na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na inwestycje, oszczędności i inne ważne decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego.

Rada Polityki Pieniężnej opiera swoją politykę na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że taka strategia jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. W przyjętej w lutym 2003 r. *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku* RPP przyjęła tzw. ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem dopuszczalnych wahań o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy. W lutym 2004 r. obecna RPP potwierdziła podstawowe elementy *Strategii polityki pieniężnej po 2003 r.*, a mianowicie poziom celu inflacyjnego i szerokość pasma wahań oraz stosowanie systemu płynnego kursu walutowego do momentu przystąpienia Polski do ERM II.

Rada wielokrotnie podkreślała, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2005* Rada przedstawiła sposób rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji:

- Po pierwsze, określenie cel ciągły oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku, a nie jak w latach 1999-2003, wyłącznie w grudniu do

grudnia poprzedniego roku. Horyzontem jego obowiązywania może być wejście Polski do ERM II lub zakończenie kadencji obecnej Rady.

- Po drugie, GUS podaje informację o kształtowaniu się inflacji w postaci wskaźników liczonych jako zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w danym miesiącu w porównaniu do analogicznego miesiąca roku poprzedniego. Miara ta stanowi główną podstawę interpretacji celu inflacyjnego. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się kwartalnymi i średniorocznymi wskaźnikami inflacji; takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP<sup>1</sup> i w budżecie państwa. Za stosowaniem wskaźnika kwartalnego przemawia to, że projekcja inflacji, która jest bardzo ważnym punktem odniesienia dla decyzji RPP – pozwala oceniać prawdopodobne odchylenia inflacji od celu w ujęciu kwartalnym. Za stosowaniem wskaźnika średniorocznego przemawia to, że: a) eliminuje on krótkotrwałe, przypadkowe odchylenia inflacji od celu; b) w ten sposób wyrażane są niektóre istotne wielkości publikowane w projekcji inflacji oraz c) jest on wykorzystywany w prognozie budżetowej oraz w innych dokumentach i programach rządowych.
- Po trzecie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz dopuszczalnego przedziału wahań. Jest to rozwiązanie odmienne od stosowanego w niektórych krajach, gdzie elementem strategii BCI jest pasmo zmienności inflacji bez określenia jego środka. Przyjęte rozwiązanie pozwala na lepsze zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.
- Po czwarte, wahania inflacji wewnątrz pasma należy traktować jako naturalny wynik oddziaływania niewielkich wstrząsów oraz czynników koniunkturalnych. Należy przyjąć, że wahania te kompensują się w dłuższym okresie, a więc z reguły nie wymagają zmiany prowadzonej polityki pieniężnej. Mogą jednak wystąpić nieoczekiwane i silne wstrząsy, które powodują, że inflacja znajdzie się przejściowo poza przedziałem wahań, co może wymagać reakcji banku centralnego.

---

<sup>1</sup> Projekcje inflacji są prognozami przebiegu procesów inflacyjnych w gospodarce polskiej opracowywanymi przy założeniu niezmienności stóp procentowych w horyzoncie prognozy. Projekcje przygotowywane są kwartalnie przez ekonomistów NBP przy wykorzystaniu modelu ekonometrycznego ECMOD. Od sierpnia 2004 r. projekcje inflacji są publikowane w *Raportach o inflacji* (przy czym projekcję na podstawie modelu ECMOD opublikowano po raz pierwszy w *Raporcie* z listopada 2004 r.). Zob. informacje zawarte w Załączniku nr 5: Projekcje inflacji NBP.

- Po piąte, reakcja polityki pieniężnej na nieoczekiwane wstrząsy będzie zależała od ich siły i charakteru oraz stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi mniejszy problem, ponieważ w tym przypadku inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych przy inercyjnym charakterze oczekiwań inflacyjnych osłabia aktywność gospodarczą i w dalszej kolejności presję inflacyjną. Wstrząsy podażowe jest nie tylko dużo trudniej zmierzyć niż wstrząsy popytowe. Trudności wynikają przede wszystkim stąd, że w tym przypadku produkcja i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach, jak miało to miejsce w okresie silnych wstrząsów naftowych w latach 70. Spowodowały one, że w wielu krajach nastąpił znaczny wzrost inflacji i jednoczesny spadek produkcji w wyniku wzrostu kosztów. Niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej może mieć daleko idące niekorzystne skutki dla gospodarki. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do znacznego spadku produkcji, ponieważ już sam wstrząs podażowy wpływa niekorzystnie na popyt i inwestycje. Z kolei, próba pełnego zamortyzowania skutków wstrząsu podażowego wywołującego wzrost cen i spadek produkcji – na drodze prowadzenia zbyt łagodnej polityki pieniężnej – powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga podjęcia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej relatywnie silne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego.
- Po szóste, znaczna część wstrząsów podażowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie trwałe wzrosty oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji wzrost inflacji ze względu na pojawienie się żądań płacowych. Zadaniem polityki pieniężnej jest więc w takiej sytuacji zapobiegnięcie pojawieniu się wtórnych skutków wstrząsu podażowego (tzw. efektów drugiej rundy). Ryzyko powstania tego rodzaju efektów jest znaczne w krajach o krótkiej historii niskiej inflacji. Przy analizie wstrząsów podażowych bardzo przydatne stają się miary inflacji bazowej, które pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić skutki przejściowe od trwałych zmian presji inflacyjnej.
- Po siódme, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na zachowanie cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Niestety długość

tych opóźnień nie jest wielkością stałą i zależy w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne tylko w przybliżeniu mogą określić okres, jaki mija od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację.

- Po ósme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez pewien czas na określonym poziomie. Brak decyzji o zmianie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartałów) jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdy prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach wysokiego stopnia niepewności. Wysoka niepewność oznacza między innymi, że model wykorzystywany przez bank centralny do prognozowania inflacji może zacząć słabo odwzorowywać zachowanie gospodarki ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Oznacza to, że a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnianie całokształtu dostępnej informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji; b) nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku oraz c) ukierunkowana na przyszłość polityka pieniężna musi być komunikowana otoczeniu jako próba równoważenia czynników ryzyka związanych z realizacją celu inflacyjnego, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.
- Po dziesiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego.

## 2. Polityka pieniężna w 2005 r.

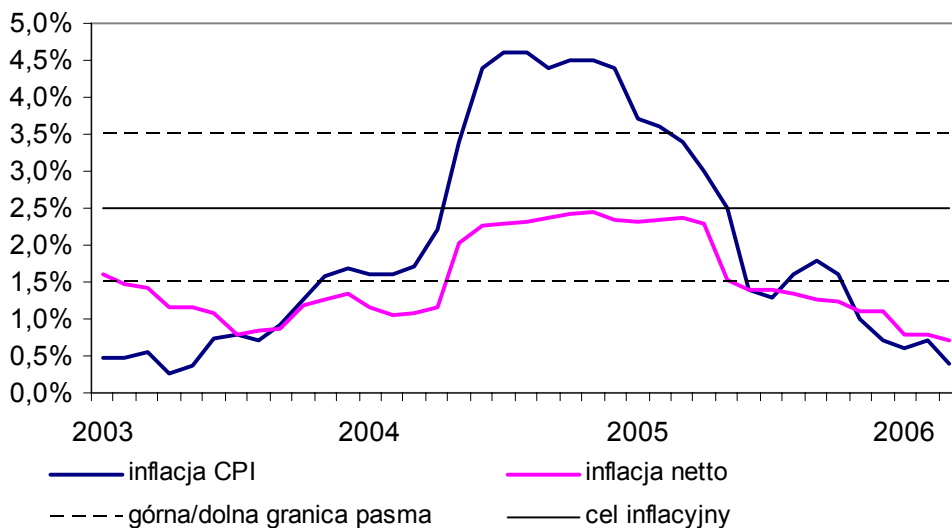
Od momentu podjęcia decyzji dotyczących stóp procentowych do ich najsilniejszego wpływu na inflację upływa około 5 - 7 kwartałów. Dlatego też procesy inflacyjne w 2005 r. kształtowały się w znacznym stopniu pod wpływem polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2003-2004. Natomiast polityka pieniężna prowadzona w 2005 r. będzie oddziaływać przede wszystkim na procesy inflacyjne w 2006 i 2007 r.

Poprawna polityka pieniężna jest zorientowana na przyszłość. Dlatego decyzje w polityce pieniężnej uwzględniają jako jedną z przesłanek projekcje inflacji. Podejście takie jest typowe dla banków centralnych stosujących strategię BCI. Ważnym punktem odniesienia dla polityki pieniężnej tych banków centralnych jest taki poziom stopy procentowej, który sprzyja średniookresowej stabilizacji inflacji na poziomie celu.

Polityka pieniężna w 2005 r. prowadzona była w warunkach obniżającej się inflacji mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz inflacji netto<sup>2</sup>.

Wykres 1

Inflacja w latach 2003-2006



Źródło: Dane GUS, NBP.

<sup>2</sup> Inflacja netto to inflacja po wyłączeniu cen żywności oraz cen paliw.

W 2005 r. średnioroczna wartość inflacji CPI wyniosła 2,1% i była niższa niż wszystkie dostępne prognozy ośrodków zewnętrznych sporządzone w 2004 r. i w 2005 r. Roczny wskaźnik inflacji CPI obniżył się z 3,7% w styczniu do 0,7% w grudniu, natomiast wskaźnik inflacji netto obniżył się odpowiednio z 2,3% do 1,0%.

Silne spadki obu miar inflacji były w dużej mierze wynikiem wygaśnięcia przejściowego wzrostu inflacji w 2004 r., który był skutkiem przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. Przyczyną przejściowego wzrostu inflacji było podniesienie podatków pośrednich do poziomów zgodnych z wymogami UE<sup>3</sup> oraz wzrost popytu zagranicznego na polskie towary żywnościowe. Ponadto, w 2004 r. miały miejsce znaczne wzrosty cen na światowych rynkach surowców energetycznych i przemysłowych (m.in. ropy naftowej, węgla oraz miedzi).

Niska inflacja w 2005 r. wynikała także z silnej aprecjacji złotego w 2004 r. (względem EUR o 14%, względem USD o 20%). Niska inflacja została osiągnięta w warunkach niższego od prognozowanego deficytu sektora finansów publicznych w 2005 r.

Proces wygasania wstrząsu akcesyjnego wpływał na wskaźnik inflacji przede wszystkim w I połowie 2005 r. Przejawem wygasania wstrząsu było zrównanie się inflacji bieżącej z inflacją netto. Natomiast w III kwartale 2005 r. nastąpił wzrost inflacji bieżącej powyżej inflacji netto wynikający głównie z szybkiego wzrostu cen ropy na rynkach światowych. Z kolei, spadek inflacji bieżącej poniżej inflacji netto w IV kwartale 2005 r. był wynikiem spadku cen żywności oraz obniżenia marż dystrybucyjnych na rynku paliw.

\* \* \*

Stosunkowo niskie tempo wzrostu płac i cen pod koniec 2004 r. wskazywało, że przyspieszenie inflacji, jakie nastąpiło w wyniku wstrząsu unijnego, nie stało się czynnikiem samoistnie przyspieszającym wzrost płac, a w konsekwencji samą inflację. Otwierało to możliwość obniżenia stóp procentowych do poziomu, który był zbliżony do utrzymywanego przed podwyżkami z 2004 r. Celem tych podwyżek było zapobieżenie sytuacji, w której okresowo wyższe oczekiwania inflacyjne trwale podniosłyby inflację poprzez uwzględnienie ich w negocjacjach płacowych oraz kontraktach na przyszłe dostawy towarów (tzw. efekty drugiej rundy).

Brak efektów drugiej rundy, niższy od oczekiwanego wzrost popytu krajowego w IV kw. 2004 r. oraz znaczny spadek inflacji na przełomie 2004 i 2005 roku wskazywały, że po okresie, w którym efekt unijny był widoczny w 12-miesięcznym wskaźniku zmian cen towarów i usług

---

<sup>3</sup> Podwyższeniu uległy stawki VAT (m.in. na materiały budowlane, ubrania dziecięce) i akcyzy (na wyroby tytoniowe).



konsumpcyjnych, nastąpi stosunkowo silny spadek inflacji bieżącej. Sytuacja ta skłoniła RPP do zmiany w lutym 2005 r. nastawienia w polityce pieniężnej na łagodne, a następnie dokonania dwóch kolejnych obniżek stóp procentowych każdorazowo o 50 punktów bazowych w marcu i kwietniu 2005 r. W efekcie stopa referencyjna NBP została obniżona z 6,5% do 5,5%.

W kwietniu 2005 r. RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne. Rada uznała, że w perspektywie średniookresowej ówczesny poziom stóp procentowych powinien być zapewnić ukształtowanie się inflacji w pobliżu celu i sprzyjać utrzymywaniu się PKB na poziomie zbliżonym do potencjału, tj. na poziomie, który nie powoduje ani wzrostu ani spadku inflacji. Ocena ta została potwierdzona wynikami majowej projekcji inflacji.

Podejmując decyzje o zmianach nastawienia Rada kierowała się potrzebą prowadzenia polityki pieniężnej zorientowanej na przyszłość, uwzględniającej opóźnienia, jakie występują pomiędzy decyzją dotyczącą stóp procentowych i jej najsilniejszym wpływem na inflację. W szczególności, w lutym 2005 r. Rada przyjęła nastawienie łagodne, mimo że bieżąca inflacja znacznie przekraczała górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Podobnie, podejmując w kwietniu decyzję o zmianie nastawienia na neutralne Rada przewidywała, że w kolejnych kwartałach inflacja prawdopodobnie utrzyma się poniżej celu inflacyjnego głównie na skutek silnego spadku dynamiki cen żywności. Rada oceniła jednak, że – ze względu na stopniowe domykanie się luki popytowej oraz wpływ wysokich cen ropy naftowej na inflację i wzrost gospodarczy - w dłuższym horyzoncie prawdopodobieństwo ukształtowania się tempa wzrostu cen powyżej i poniżej celu stało się zbliżone.

W świetle wyników projekcji inflacji z maja 2005 r. stopa referencyjna NBP została ustalona na poziomie sprzyjającym powrotowi inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Jednak dane o sytuacji gospodarczej, które napływały w okresie od czerwca do sierpnia, wskazywały, że tempo wzrostu gospodarczego w 2005 r. i tym samym presja inflacyjna, mogą być istotnie niższe niż oczekiwano w majowej projekcji. W świetle tych danych RPP zmieniła w czerwcu 2005 r. nastawienie w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne i obniżyła referencyjną stopę procentową NBP o 50 punktów bazowych do poziomu 5,0%.

W lipcu analiza dostępnych danych pozwalała oceniać, że dynamika PKB w II kw. 2005 r., choć wyższa niż w poprzednim kwartale, była istotnie niższa niż oczekiwano w majowym *Raporcie*

o inflacji<sup>4</sup>. Wobec tych szacunków oraz aprecjacji złotego RPP ponownie obniżyła w lipcu 2005 r. stopę referencyjną NBP o 25 punktów bazowych.

Sporządzona w sierpniu projekcja inflacji uwzględniła nieoczekiwane wcześniej osłabienie koniunktury. Sierpniowa projekcja inflacji, w porównaniu z projekcją majową, przewidywała dalsze obniżenie się ścieżki inflacji w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej. Rada brała jednak pod uwagę, że projekcja nie mogła uwzględniać wszystkich źródeł niepewności, w tym m. in. kształtu polityki gospodarczej rządu w najbliższych latach. Ponadto, ze względu na okres potrzebny do jej sporządzenia, sierpniowa projekcja nie brała pod uwagę najnowszych informacji dotyczących znacznie wyższych prognoz cen ropy naftowej oraz odmiennej niż oczekiwano struktury wzrostu PKB.

Opublikowane w sierpniu dane GUS dotyczące rachunków narodowych w II kw. potwierdziły wcześniejsze przypuszczenia o wolniejszym niż dotychczas oczekiwano ożywieniu polskiej gospodarki. Potwierdzały one również, że przy założeniu niezmienności szacunków potencjalnego PKB, okres stopniowego domykania się luki popytowej mógł być dłuższy niż przewidywano w majowym *Raporcie*, co stanowiło czynnik ograniczający inflację. Pod wpływem tych informacji RPP zdecydowała wówczas o kolejnej obniżce stopy referencyjnej NBP o 25 punktów bazowych do poziomu 4,5%. W świetle sierpniowej projekcji nowa stopa referencyjna NBP pozostawała na poziomie sprzyjającym powrotowi inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. RPP pozostawiła jednak łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, biorąc pod uwagę między innymi systematycznie obniżający się poziom inflacji bazowej, który świadczył o słabnącej presji inflacyjnej.

RPP nie zmieniała w kolejnych miesiącach stóp procentowych, ponieważ rozwój sytuacji w gospodarce okazał się w dużej mierze zgodny z wynikami sierpniowej projekcji inflacji, która przewidywała stopniowe ożywianie się koniunktury. Systematycznie rosło roczne tempo wzrostu produkcji przemysłowej. Obserwowano również umiarkowany trend wzrostowy sprzedaży detalicznej. Utrzymywało się ożywienie w budownictwie, choć jego tempo obniżyło się w październiku i listopadzie. Oceny klimatu gospodarczego, sygnalizowane przez przedsiębiorstwa w badaniach koniunktury GUS, nie zmieniły się istotnie, natomiast korzystne wyniki sektora przedsiębiorstw za pierwsze trzy kwartały 2005 r. wskazywały na dobrą sytuację ekonomiczną

---

<sup>4</sup> *Raport o inflacji* jest dokumentem publikowanym kwartalnie, w którym Rada Polityki Pieniężnej przedstawia swoją ocenę przebiegu procesów makroekonomicznych. Częścią Raportu są również projekcje inflacji i PKB, które opracowywane są przez ekonomistów NBP. Zob. informacje zawarte w Załączniku nr 5: Projekcje inflacji NBP.

badanych firm: rosące przychody, wysoki poziom rentowności oraz bezpieczny poziom płynności (w III kw. 2005 r. był on najwyższy w historii badań prowadzonych przez GUS).

Według danych GUS opublikowanych w listopadzie, w III kw. 2005 r. tempo wzrostu PKB było wyższe niż w II kw. i zgodne z przewidywaniami przedstawionymi w sierpniowym *Raporcie*. Zgodna z oczekiwaniami NBP, wyższa niż w II kw. była również dynamika spożycia indywidualnego i inwestycji. Eksport netto – mimo aprecjacji realnego efektywnego kursu złotego w 2004 r. – pozostał głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego. Jego wkład do wzrostu PKB okazał się znacznie większy niż prognozowano.

Dodatkowym czynnikiem, powstrzymującym RPP przed obniżkami stóp procentowych było ryzyko związane z rosnącymi szybko cenami ropy na rynkach światowych.

Dane dotyczące sytuacji gospodarczej w okresie od września do grudnia 2005 r. potwierdziły wprawdzie trafność projekcji NBP dotyczących stopniowego ożywienia koniunktury, jednakże skala spadku inflacji bazowej była nieco większa niż zakładała projekcja inflacji z sierpnia 2005 r. Natomiast inflacja CPI w III kw. była nieco wyższa niż przewidywano w sierpniowym *Raporcie*, a w IV kw. nastąpił jej znaczący spadek, na co złożył się spadek dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw.

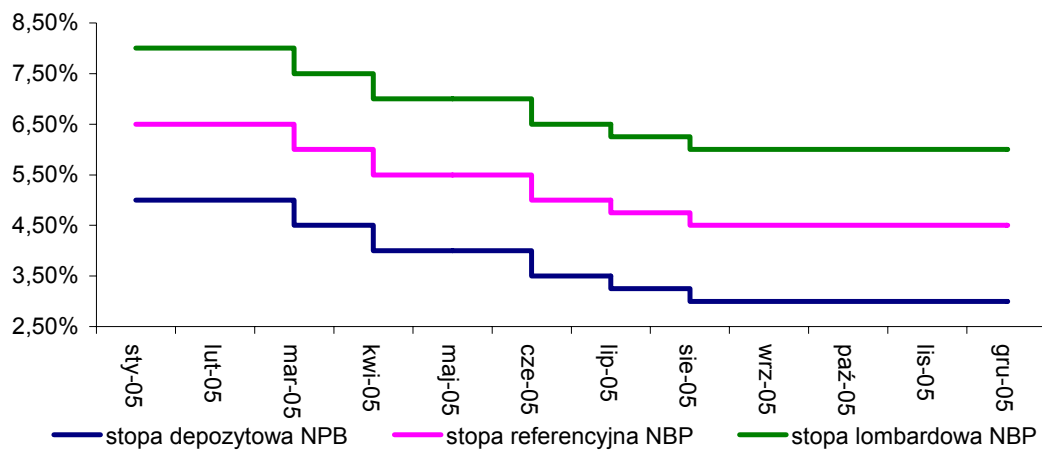
Sytuacja gospodarcza w końcowych miesiącach 2005 r.: wyraźne ożywienie koniunktury i jednocześnie utrzymywanie się inflacji na poziomie niższym od wcześniej prognozowanego, sprawiła, że RPP w coraz większym stopniu rozważała możliwe oddziaływanie na procesy inflacyjne takich czynników strukturalnych jak wzrost konkurencji na rynku produktów, wzrost elastyczności rynku pracy, utrzymujące się korzystne tendencje wydajności pracy oraz mniejszy niż wcześniej oczekiwano stopień przenoszenia zmian cen surowców na ceny krajowe.

W sumie w 2005 r. przebieg procesów i zjawisk gospodarczych kształtujących inflację umożliwił RPP stopniowe łagodzenie polityki pieniężnej w dążeniu do realizacji celu inflacyjnego. Dokonano pięciu obniżek stóp procentowych łącznie o 200 punktów bazowych (z 6,5% do 4,5%). Łagodniejsza polityka pieniężna wspierała wzrost aktywności gospodarczej oraz tworzenie miejsc pracy.

RPP będzie w dalszym ciągu uważnie analizować wszystkie zmiany w sytuacji gospodarczej i finansowej kraju pod kątem zagrożenia dla stabilizacji cen. W przypadku wystąpienia takich zagrożeń będzie odpowiednio reagować za pomocą stojących do jej dyspozycji instrumentów polityki pieniężnej.

Wykres 2

Decyzje RPP w roku 2005



Źródło: Dane NBP.

### **3. Instrumenty polityki pieniężnej**

#### **3.1. Nadpłynność sektora bankowego**

Nadpłynność sektora bankowego w 2005 r., w przeciwieństwie do roku poprzedniego, systematycznie rosła. Jej poziom, mierzony jako średnie saldo bonów pieniężnych NBP, wyniósł 16.699 mln zł i był wyższy o 11.424 mln zł w porównaniu do średniego poziomu bonów w 2004 r. Łączna absorpcja środków pieniężnych z sektora bankowego, mierzona skalą emisji bonów pieniężnych NBP oraz poziomem lokat MF w NBP, wyniosła średnio w 2005 r. 21.707 mln zł i była wyższa o 4.240 mln zł w porównaniu z 2004 r. Dodatkowo, w obiegu pozostają obligacje wyemitowane przez NBP w 2002 r. w kwocie 7.816 mln zł, których termin zapadalności przypada na 2012 r.

Sytuację płynnościową w poszczególnych miesiącach 2005 r. kształtowały zmiany czynników autonomicznych, pozostających poza kontrolą banku centralnego. Pierwszym z czynników, który przyczynił się do wzrostu nadpłynności, był skup walut netto przez NBP w wysokości 7.479 mln zł. Był on spowodowany głównie wykorzystaniem środków unijnych, przekazywanych z rachunku pomocniczego Komisji Europejskiej w NBP (prowadzonego w EUR) na rachunki funduszowe, zamienianych następnie na złote w banku centralnym. Innymi ważnymi czynnikami powodującymi wzrost płynności były: spadek depozytów złotych sektora publicznego w banku centralnym o 6.609 mln zł oraz wpłata z zysku NBP do budżetu państwa w wysokości 4.168 mln zł. Poziom nadpłynności był ograniczany przede wszystkim przez: przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu o 3.864 mln zł, wzrost poziomu rezerwy obowiązkowej banków o 945 mln zł oraz spłatę kredytu refinansowego w kwocie 343 mln zł.

## 3.2. Instrumenty polityki pieniężnej

### 3.2.1 Stopa procentowa

Rada Polityki Pieniężnej określa wysokość stóp procentowych NBP, które wyznaczają oprocentowanie instrumentów polityki pieniężnej, tj.: operacji otwartego rynku, rezerwy obowiązkowej oraz operacji depozytowo-kredytowych.

Główną stopą NBP jest stopa referencyjna. Stopa ta oddziałuje na poziom stawek rynkowych o terminie zapadalności porównywalnym z zapadalnością podstawowych operacji otwartego rynku. Stopa depozytowa i lombardowa NBP wyznaczają pasmo wahań stóp procentowych O/N (*overnight*) na rynku międzybankowym.

W 2005 r. Rada Polityki Pieniężnej pięciokrotnie obniżała stopy podstawowe NBP. Stopa referencyjna została obniżona łącznie z 6,50% do 4,50%, stopa lombardowa z 8,00% do 6,00%, a depozytowa z 5,00% do 3,00%. Szerokość korytarza wahań krótkoterminowych stawek rynkowych pozostała niezmienną i wynosiła +/-1,5 punktu procentowego.

**Tabela 1**

#### **Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian stóp podstawowych NBP w 2005 r.**

<b>Data podjęcia decyzji*</b>	<b>Decyzja:</b>
30 marca	- Obniżenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku 6,5% do 6,0% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 8,0% do 7,5% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 7,0% do 6,5% - Obniżenie stopy depozytowej z 5,0% do 4,5%.
27 kwietnia	- Obniżenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku 6,0% do 5,5% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,5% do 7,0% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,5% do 6,0% - Obniżenie stopy depozytowej z 4,5% do 4,0%.
29 czerwca	- Obniżenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku 5,5% do 5,0% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,0% do 6,5% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,0% do 5,5% - Obniżenie stopy depozytowej z 4,0% do 3,5%.
27 lipca	- Obniżenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku 5,0% do 4,75% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,5% do 6,25% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 5,5% do 5,25% - Obniżenie stopy depozytowej z 3,5% do 3,25%.
31 sierpnia	- Obniżenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku 4,75% do 4,5% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,25% do 6,0% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 5,25% do 4,75% - Obniżenie stopy depozytowej z 3,25% do 3,0%.

Źródło: Dane NBP.

\*Decyzje wchodziły w życie następnego dnia roboczego



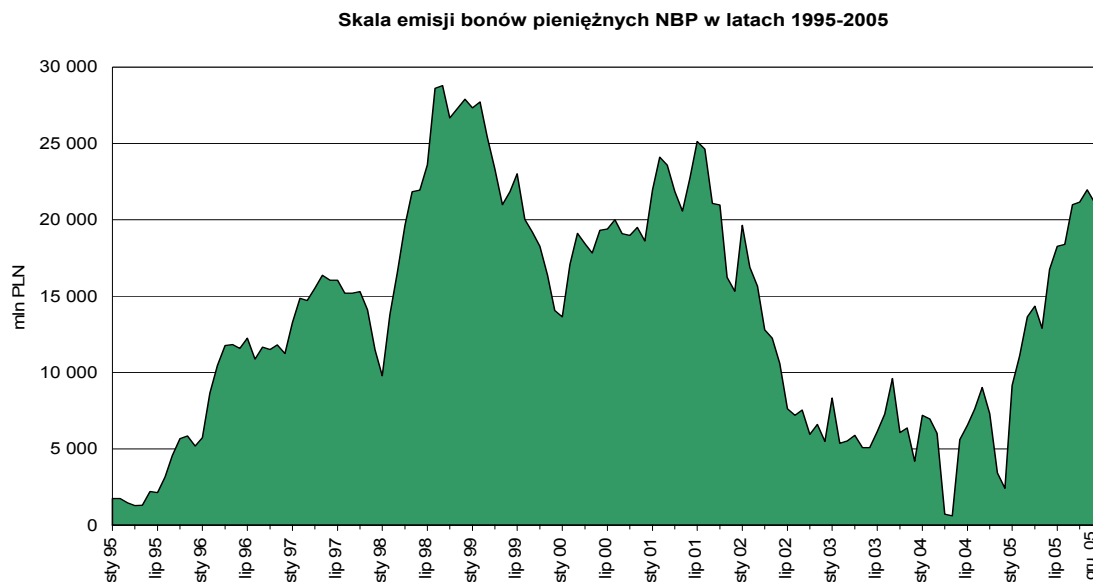
NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

### 3.2.2. Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie zbliżonym do stopy referencyjnej NBP, spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego. NBP może stosować operacje podstawowe, dostrajające i strukturalne.

W 2005 r. w ramach operacji podstawowych, NBP regularnie, raz w tygodniu, emitował bony pieniężne. Minimalną rentowność bonów pieniężnych wyznaczała stopa referencyjna NBP. Mając na celu bardziej precyzyjne zarządzanie płynnością sektora bankowego, NBP skrócił termin zapadalności emitowanych bonów pieniężnych z 14 do 7 dni. Zmiana ta przybliżyła system operacyjny polityki pieniężnej NBP do standardów Eurosystemu. Emisja 7-dniowych bonów pieniężnych NBP sprzyja ograniczeniu zmienności krótkoterminowych stóp procentowych.

**Wykres 4**



Źródło: Dane NBP.



W 2005 roku podstawowe operacje otwartego rynku były prowadzone z grupą 14 podmiotów, tj. z 13 bankami – dealerami rynku pieniężnego oraz z Bankowym Funduszem Gwarancyjnym. Banki – dealerzy zostały wyłonione zgodnie z jednolitymi kryteriami kwalifikacyjnymi Indeksu Aktywności Dealerskiej (IAD). Banki te wykazały się dużą aktywnością na rynkach skarbowych papierów wartościowych, bonów pieniężnych NBP, lokat międzybankowych oraz swapów walutowych.

W 2005 r. nie zaistniała konieczność przeprowadzania operacji dostrajających i strukturalnych.

Operacje dostrajające mogą być podjęte w przypadku nieoczekiwanej krótkoterminowej zmiany płynności sektora bankowego, prowadzącej do niepożądanych – z punktu widzenia polityki pieniężnej – wahań krótkoterminowych stóp procentowych. Operacje te obejmowałyby operacje absorbujące i zasilające (emisję bonów pieniężnych NBP, operacje repo i przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP).

Operacje strukturalne mają na celu długoterminową zmianę stanu płynności w sektorze bankowym. Bank centralny mógłby przeprowadzać operacje strukturalne na drodze wykupu własnych obligacji (znajdujących się w portfelach banków komercyjnych), zakupu papierów wartościowych na rynku wtórnym, bądź poprzez emisję własnych długoterminowych papierów dłużnych.

### **3.2.3 Rezerwa obowiązkowa**

Rezerwa obowiązkowa utrzymywana jest w systemie uśrednionym, co oznacza, że banki zobowiązane są do utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie rezerwowym na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej. System taki łagodzi wpływ czynników autonomicznych na wahania rynkowych stóp procentowych.

W 2005 r. nie wprowadzono zmian w zasadach utrzymywania i naliczania rezerwy obowiązkowej. Rezerwa obowiązkowa jest naliczana i utrzymywana w złotych. Stopa rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu wynosi 0,0%, a od pozostałych rodzajów zobowiązań - 3,5%. Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowią środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych, środki uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych oraz inne środki zwrotne.

Wyłączone z podstawy naliczania rezerwy są środki przyjęte od innego banku krajowego oraz pozyskane z zagranicy na co najmniej 2 lata.

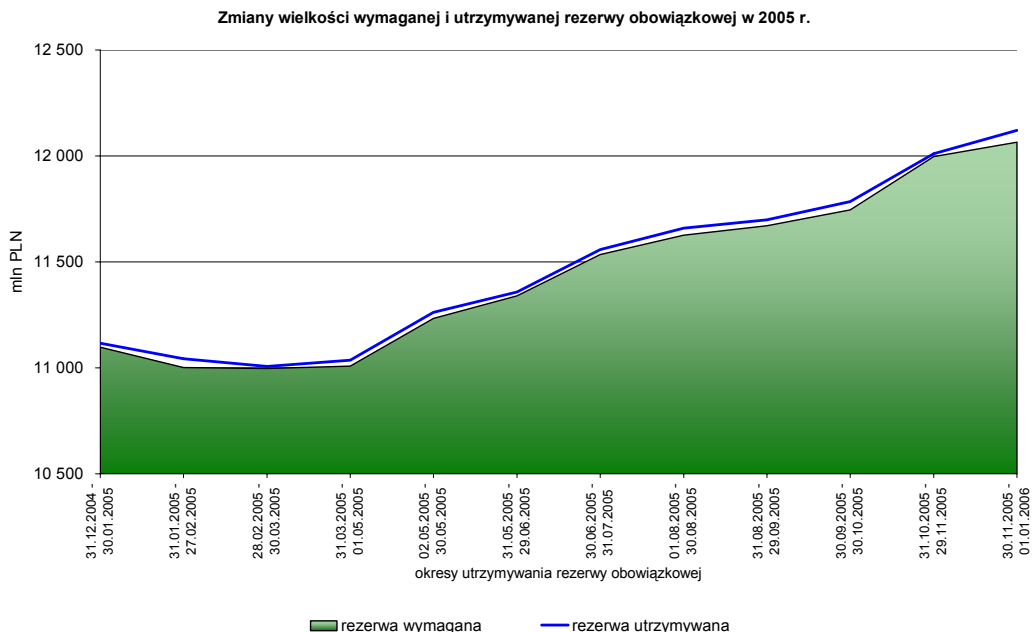
Wszystkie banki pomniejszają kwotę naliczonej rezerwy obowiązkowej o równowartość 500 tys. euro. Z dniem 1 maja 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej ustaliła oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej na poziomie 0,9 stopy redyskontowej weksli.

W 2005 r. jeden z banków realizujących program postępowania naprawczego był częściowo zwolniony z obowiązku utrzymywania rezerwy na podstawie decyzji Zarządu NBP podjętej w 1999 r. Kwota zwolnienia wynosiła 421,7 mln zł.

Poziom rezerwy obowiązkowej na 31.12.2005 r. wyniósł 12.065 mln zł. W porównaniu do stanu na 31.12.2004 r. wzrósł o 968 mln zł (8,7%). Na wzrost wielkości rezerwy w 2005 r. zasadniczy wpływ miał przyrost o 8,3 % depozytów stanowiących podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej, objętych dodatnią stopą rezerwy obowiązkowej.

We wszystkich okresach rezerwowych w 2005 r. utrzymywała się niewielka nadwyżka średniego stanu środków rezerwy obowiązkowej w stosunku do poziomu wymaganego. Średnio w roku wyniosła ona 28 mln zł, tj. 0,24% poziomu wymaganego. W poszczególnych okresach nadwyżka ta wahała się od 0,09 % w marcu do 0,46 % w grudniu.

**Wykres 5**



Źródło: Dane NBP.

Minimalne różnice pomiędzy rezerwą wymaganą a utrzymywaną w poszczególnych okresach rezerwowych były przede wszystkim efektem oprocentowania utrzymywanego w rezerwie tylko do wysokości rezerwy wymaganej, prawidłowego zarządzania aktywami w bankach oraz korzystania przez banki z instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (kredyt techniczny, depozyt na koniec dnia i kredyt lombardowy). Dodatkowym czynnikiem usprawniającym zarządzanie bieżącym poziomem płynności przez banki było codzienne ogłaszanie poziomu rachunków banków przez NBP na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPM).

### **3.2.4. Operacje depozytowo-kredytowe**

Operacje depozytowo-kredytowe, do których zalicza się depozyt na koniec dnia i kredyt lombardowy, są przeprowadzane z inicjatywy banków komercyjnych. Stanowią one źródło krótkoterminowego uzupełniania niedoborów płynności banków oraz umożliwiają lokowanie nadwyżek wolnych środków na termin *overnight* w NBP.

Operacje depozytowo-kredytowe przyczyniają się do stabilizowania stawek na rynku międzybankowym. Stopa depozytowa stanowi dolne ograniczenie korytarza wahań krótkoterminowych stóp rynkowych. Stopa kredytu lombardowego określa maksymalny koszt pozyskania pieniądza w NBP, wyznaczając górny pułap dla wahań stóp na rynku międzybankowym.

W 2005 r. banki złożyły depozyty na koniec dnia w NBP na łączną kwotę 56,9 mld zł. Była ona niemal dwukrotnie niższa w stosunku do roku poprzedniego, kiedy wyniosła 113,6 mld zł. Łączna wysokość depozytu na koniec dnia składanego przez banki wahała się pomiędzy 200 tys. zł a 4,5 mld zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 155,9 mln zł, podczas gdy w 2004 r. była to kwota 310 mln zł. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

W 2005 r. banki korzystały z kredytu lombardowego, zabezpieczanego skarbowymi papierami wartościowymi, głównie w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Łączna kwota wykorzystanego kredytu lombardowego w skali roku wyniosła 10,3 mld zł, w porównaniu z 8,0 mld zł w 2004 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 28,4 mln zł w stosunku do 22 mln zł w 2004 r.

### 3.2.5. Pozostałe operacje

Kredyt techniczny pełni rolę instrumentu usprawniającego rozliczenia i zarządzanie płynnością w systemie bankowym w skali dnia operacyjnego. Jest to kredyt nieoprocentowany, zaciągany i spłacany w ciągu tego samego dnia operacyjnego, zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi. W 2005 r. banki codziennie korzystały z kredytu technicznego. Dienne zadłużenie wahało się od 4,4 mld zł do 15,3 mld zł.

Z dniem 7 marca 2005 r., za pośrednictwem banku centralnego Włoch, NBP przystąpił do rozliczeń w euro w systemie TARGET. Jednym z określonych w umowie TARGET warunków, które NBP musiał spełnić, była konieczność zapewnienia płynności rozrachunku w systemie SORBNET-EURO. Funkcję taką pełni, udzielany uczestnikom krajowego RTGS, kredyt śróddzienny w euro. Jako kredyt typu *intraday* podlega on spłacie do końca dnia operacyjnego, w którym jest zaciągany i nie podlega oprocentowaniu. Jego zabezpieczenie mogą stanowić obligacje skarbowe będące przedmiotem fixingu na platformie MTS CeTO. Zasady wyceny papierów wartościowych - w stosunku do kwot udzielanego kredytu - są w pełni zgodne ze standardami obowiązującymi w Eurosystemie. Z uwagi na niewielki wolumen płatności kierowanych przez banki do systemu SORBNET-EURO wykorzystanie kredytu śróddziennego w euro w 2005 r. kształtowało się na niskim poziomie. Średnia dzienna kwota zadłużenia banków w NBP wyniosła 0,3 mln euro. Biorąc pod uwagę krótki czas, który upłynął od momentu udostępnienia bankom kredytu śróddziennego w euro, należy oczekiwać, iż jego wykorzystanie będzie stopniowo rosnąć.

## Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny

Omawiając kształtowanie się PKB i jego składowych w 2005 r. należy wziąć pod uwagę, że dane te podlegały kilkakrotnym rewizjom ogłaszanych przez GUS i dlatego mogą wystąpić różnice między wielkościami przywołanymi w niniejszym *Sprawozdaniu* i we wcześniej publikowanych komunikatach i *Raportach o inflacji*. Szczególnie w I poł. 2005 r. dane dotyczące rachunków narodowych cechowała duża niepewność związana z oceną tempa zmian głównych składowych (spożycia, inwestycji i przyrostu zapasów) oraz wpływu eksportu netto na tempo wzrostu PKB. Zagadnieniom tym poświęcono wiele miejsca w toku posiedzeń RPP, jako że jakość tych szacunków posiada istotne znaczenie dla prawidłowej oceny bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej.

W 2005 r. popyt krajowy wzrósł o 2,2% wobec 6,0% w 2004 r. Zmniejszenie rocznej dynamiki popytu krajowego było w znacznym stopniu wynikiem dużo niższych przyrostów zapasów niż rok wcześniej, czego efektem był wzrost akumulacji tylko o 0,5%. Niższa niż rok wcześniej była także dynamika spożycia ogółem (2,6%). W 2005 r., piąty rok z rzędu, zmniejszyła się wyrażona w cenach bieżących nadwyżka importu nad eksportem.

Dynamika wartości dodanej brutto<sup>6</sup> w 2005 r. wyniosła 3,2% przy wzroście tej kategorii o 5,1% rok wcześniej. Wzrost wartości dodanej brutto w 2005 r. był przede wszystkim efektem ożywienia w usługach rynkowych i przemyśle (wkłady do wzrostu wartości dodanej ogółem wyniosły odpowiednio 1,6 pkt. proc. oraz 1 pkt. proc.). O skali przyrostu produkcji przemysłowej decydował przemysł przetwórczy, którego dynamika wiązała się z rosnącym eksportem i stopniowo odbudowującym się popytem wewnętrznym.

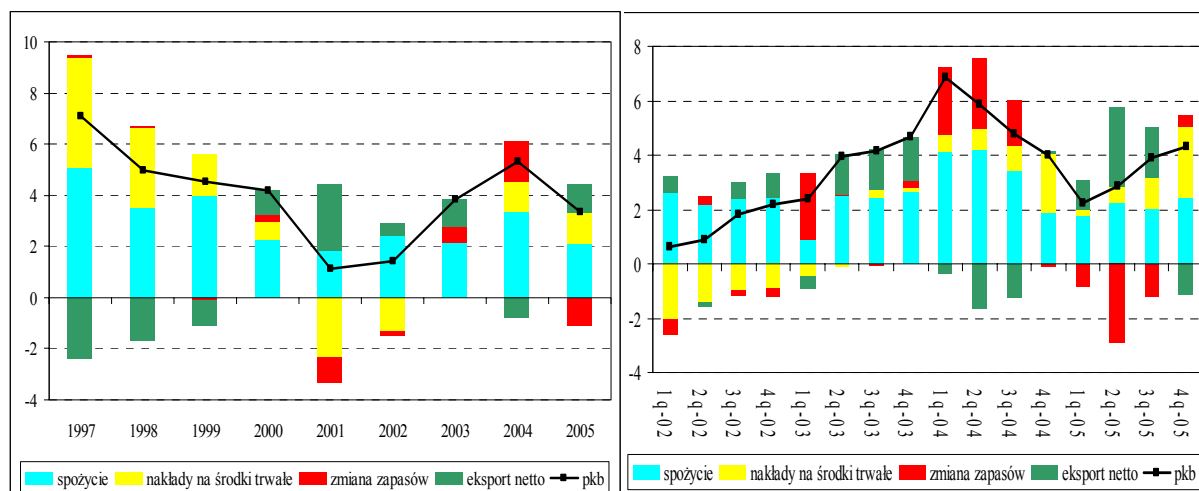
Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1997-2005 przedstawia tabela 2, udział poszczególnych składników we wzroście PKB wykres 4, a dynamikę PKB i popytu krajowego według kwartałów tabela 3.

---

<sup>6</sup> Produkt krajowy brutto jest równy wartości dodanej brutto, powiększonej o saldo podatków od produktów (w tym ceł importowych) i dotacji do produktów.

Wykres 6

### Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Tabela 2

### PKB i popyt krajowy w latach 1997 – 2005

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Dynamika								
PKB	7,1	5,0	4,5	4,2	1,1	1,4	3,8	5,3	3,4
Popyt krajowy	9,3	6,4	5,2	3,1	-1,4	0,9	2,7	6,0	2,2
Spożycie	6,3	4,3	5,0	2,8	2,2	2,9	2,5	4,0	2,6
Spożycie indywidualne	7,1	5,0	5,4	3,0	2,2	3,3	1,9	4,3	2,0
Akumulacja	21,0	13,6	6,0	3,9	-13,4	-7,2	3,3	14,7	0,5
Nakłady brutto na środki trwałe	21,8	14,0	6,6	2,7	-9,7	-6,3	-0,1	6,4	6,5
Eksport	12,2	14,4	-2,5	23,2	3,1	4,8	14,2	14,0	8,1
Import	21,4	18,6	1,0	15,5	-5,3	2,7	9,3	15,2	4,9
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc.	-2,3	-1,7	-1,0	0,9	2,6	0,5	1,1	-0,8	1,1
	Struktura PKB w cenach bieżących								
Popyt krajowy	103,9	104,8	105,9	106,4	103,7	103,4	102,6	102,0	100,3
Spożycie	80,5	79,8	80,7	81,6	82,9	84,8	83,8	81,9	81,3
Akumulacja	23,4	25,1	25,2	24,8	20,8	18,6	18,8	20,1	19,0
Eksport netto	-3,9	-4,8	-5,9	-6,4	-3,7	-3,4	-2,6	-2,0	-0,3

Źródło: Dane GUS.

Tabela 3

## Dynamika PKB i popytu krajowego wg kwartałów

	Rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I-IV kw.
Wartość dodana brutto	2005	2,2	2,8	3,7	4,2	3,2
	2004	6,4	5,5	4,8	4,2	5,1
Przemysł	2005	0,9	2,6	4,3	7,8	4,0
	2004	15,7	13,6	7,6	6,3	10,5
Budownictwo	2005	5,4	11,0	8,2	3,8	6,7
	2004	-0,7	0,1	-0,2	4,9	1,8
Usługi rynkowe	2005	2,3	2,7	4,1	3,6	3,2
	2004	4,8	4,5	4,3	3,2	4,2
PKB	2005	2,2	2,9	3,9	4,3	3,4
	2004	6,8	5,9	4,8	4,0	5,3
Popyt krajowy	2005	1,1	0,0	1,9	5,4	2,2
	2004	7,0	7,4	5,9	3,9	6,0
Spożycie ogółem	2005	2,1	2,6	2,4	3,3	2,6
	2004	4,6	4,9	4,1	2,5	4,0
Spożycie indywidualne	2005	1,4	1,4	2,3	2,8	2,0
	2004	5,1	5,1	4,4	2,7	4,3
Akumulacja brutto	2005	-4,3	-12,0	-0,3	11,4	0,5
	2004	23,5	20,4	14,5	7,9	14,7
Nakłady na środki trwałe brutto	2005	1,4	4,0	6,5	10,1	6,5
	2004	4,8	4,9	5,3	8,6	6,4

Źródło: Dane GUS.

Dynamika nakładów inwestycyjnych brutto w 2005 r. była zbliżona do wartości odnotowanej rok wcześniej, natomiast przyrosty zapasów były dużo niższe niż rok wcześniej. Na dynamikę nakładów inwestycyjnych miał wpływ napływ funduszy strukturalnych z Unii Europejskiej.

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego w 2005 r. było niższe niż przed rokiem i niższe o około 1 pkt proc. od dynamiki realnych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Poprawa sytuacji na rynku pracy przyczyniła się do wzrostu dochodów z pracy najemnej (wzrost w cenach bieżących o 5,5%), a świadczenia społeczne pozostały na poziomie zbliżonym do wartości z 2004 r. Istotnymi źródłami finansowania przyrostu konsumpcji w 2005 r. były wzrastające dochody z działalności gospodarczej na własny rachunek (nominalny wzrost nadwyżki operacyjnej o 10,6% w stosunku do 2004 r.) oraz dochody z własności (wzrost o 14,1%). W związku ze wstąpieniem Polski do Unii Europejskiej, znaczącą rolę we wzroście dochodów odegrały wypłaty dla rolników w ramach Wspólnej Polityki Rolnej.

Rok 2005 był czwartym z kolei rokiem, w którym rósł eksport i import, jednak dynamika handlu zagranicznego nie była już tak wysoka jak w roku poprzednim. Pomimo umacniającego się kursu walutowego, dynamika eksportu była wyższa niż dynamika importu, czego efektem był ponad jednoprocenowy wkład eksportu netto do realnego wzrostu PKB, po jego ujemnym wkładzie w 2004 r. Nastąpiło ograniczenie nierównowagi zewnętrznej, mierzone spadkiem oszczędności zagranicznych<sup>7</sup> w relacji do PKB z ok. 4,3% w 2004 r. do 1,5% w 2005 r. W znacznym stopniu wynikało to z poprawy salda wymiany produktów z zagranicą. Spadkowi stopy oszczędności zagranicznych towarzyszył wzrost relacji oszczędności w gospodarce narodowej do PKB z 15,8% w 2004 r. do 17,6% w 2005 r.

---

<sup>7</sup> Według rachunków narodowych. Dane o obrotach handlu zagranicznego wg rachunków narodowych różnią się od publikowanych w bilansie płatniczym NBP głównie tym, że uwzględniają tzw. obrót uszlachetniający w ujęciu netto (w bilansie płatniczym kategoria ta uwzględniana jest w ujęciu brutto).



## Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W 2005 r. inflacja (CPI) obniżyła się z 3,7% r/r w styczniu do 0,7% r/r w grudniu, kształtując się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Z punktu widzenia procesów inflacyjnych w 2005 r. można wyodrębnić dwa podokresy. Przez pierwsze pięć miesięcy 2005 r. roczny wskaźnik inflacji utrzymywał się na wysokim poziomie, co wynikało ze wzrostu cen w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UE oraz w pierwszych miesiącach członkostwa. Ustępowanie statystycznego efektu bazy<sup>8</sup> prowadziło do spadku rocznej inflacji w kolejnych miesiącach. Do osłabienia rocznego tempa wzrostu cen w ostatnich miesiącach 2005 r. przyczynił się również spadek dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw. W kierunku obniżenia rocznej inflacji oddziaływała także aprecjacja kursu złotego.

Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,7% r/r w końcu 2005 r. był efektem:

- spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych o 1,3% r/r, który obniżył CPI o 0,4 p.p.,
- wzrostu cen kontrolowanych o 3,4% r/r, który zwiększył CPI o 1,0 p.p., w tym wzrostu cen paliw o 6,4% r/r, który złożył się na wzrost CPI o 0,2 p.p.
- wzrostu cen pozostałych towarów i usług o 0,2% r/r, który spowodował ogólny wzrost cen o 0,1 p.p.

---

<sup>8</sup> Efekt bazy polegał na odniesieniu bieżącego poziomu cen do znacznie niższego poziomu z okresu poprzedzającego wejście Polski do UE.

Tabela 4

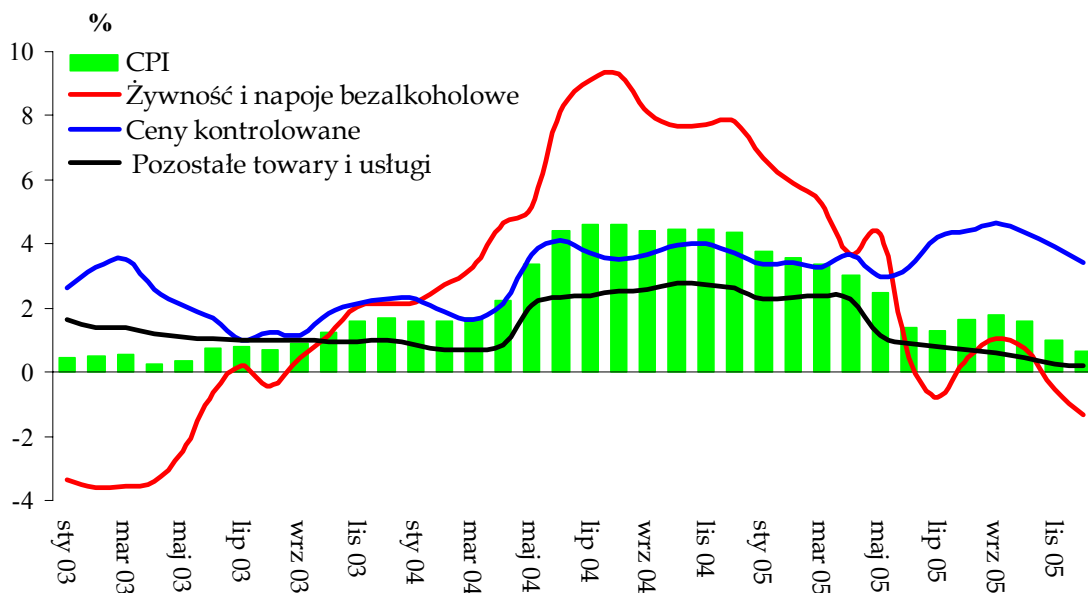
## Zmiany (r/r) głównych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2004 – 2005

	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Ceny kontrolowane	Pozostałe		usługi	
				<i>w tym</i> paliwa	<i>w tym</i> towary nieżywnościowe		
<b>Struktura wag w %</b>							
2004	100,00	26,95	27,28	3,8	45,77	27,29	18,48
2005	100,00	26,94	26,62	3,84	46,44	26,81	19,63
<b>Zmiana do analogicznego okresu roku poprzedniego w %</b>							
2004 I	1,6	2,2	2,3	5,4	0,8	-0,2	2,4
II	1,6	2,7	1,9	2,7	0,7	-0,3	2,3
III	1,7	3,3	1,6	1,3	0,7	-0,2	2,1
IV	2,2	4,6	2,2	4,7	0,8	0,0	2,1
V	3,4	5,2	3,7	15,3	2,1	1,9	2,4
VI	4,4	8,1	4,1	17,8	2,3	2,1	2,7
VII	4,6	9,1	3,7	16,1	2,5	2,3	2,8
VIII	4,6	9,3	3,5	14,8	2,5	2,4	2,9
IX	4,4	8,1	3,7	15,9	2,6	2,4	3,0
X	4,5	7,7	4,0	19,2	2,8	2,5	3,3
XI	4,5	7,7	4,0	19,1	2,7	2,4	3,4
XII	4,4	7,8	3,7	17,0	2,6	2,2	3,4
2005 I	3,7	6,7	3,4	9,9	2,3	1,6	3,2
II	3,6	5,9	3,4	10,2	2,3	1,7	3,2
III	3,4	5,3	3,3	9,1	2,4	1,5	3,6
IV	3,0	3,7	3,7	11,9	2,3	1,4	3,5
V	2,5	4,3	3,0	6,8	1,2	-0,4	3,3
VI	1,4	0,4	3,3	8,4	0,9	-0,6	3,0
VII	1,3	-0,8	4,2	13,1	0,8	-0,7	2,9
VIII	1,6	0,5	4,4	14,7	0,7	-0,9	2,8
IX	1,8	1,0	4,7	16,5	0,6	-1,0	2,9
X	1,6	0,8	4,4	12,8	0,4	-1,1	2,6
XI	1,0	-0,5	3,9	9,6	0,2	-1,2	2,2
XII	0,7	-1,3	3,4	6,4	0,2	-1,2	2,2
I-XII 2004 r.	3,5	6,3	3,2	12,4	1,9	1,4	2,7
I-XII 2005 r.	2,1	1,6	2,9	10,8	1,2	-0,1	2,9

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 7

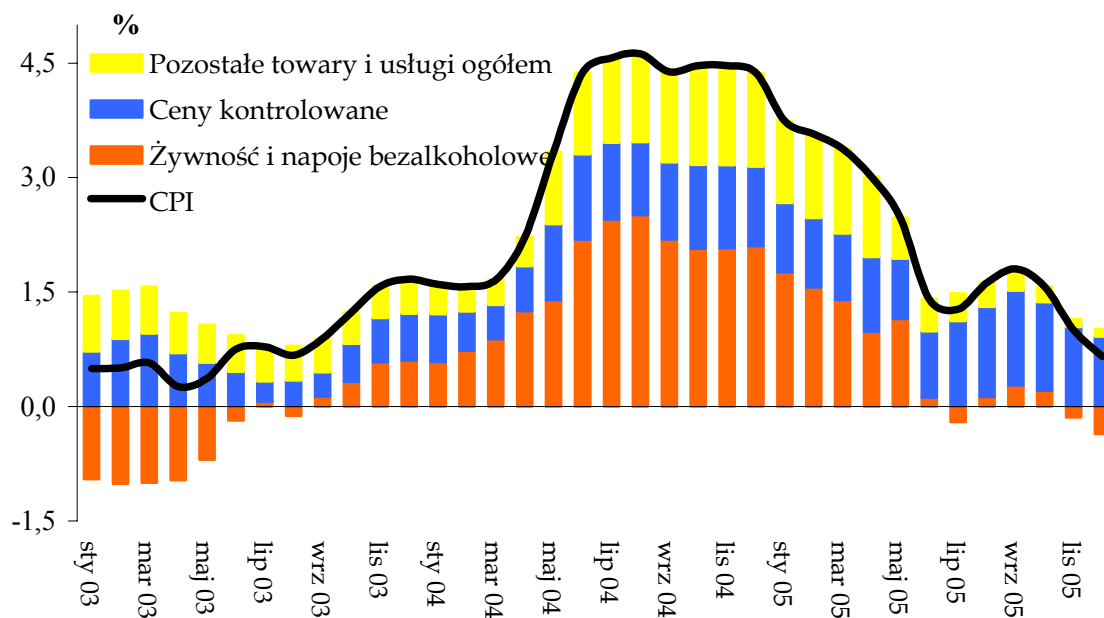
## Zmiany (r/r) CPI i głównych kategorii cen w latach 2003 - 2005



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 8

## Dekompozycja CPI (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

## **Ceny żywności i napojów bezalkoholowych**

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w grudniu 2005 r. obniżyły się o 1,3% r/r przyczyniając się tym samym do obniżenia inflacji mierzonej indeksem CPI o 0,4 pkt. proc., podczas gdy w analogicznym okresie 2004 r. odnotowano ich wysoki wzrost (o 7,8% r/r).

Przez pierwsze pięć miesięcy 2005 roku utrzymywała się wysoka, ale spadkowa tendencja dwunastomiesięcznego wskaźnika cen żywności i napojów bezalkoholowych: z 6,7% w styczniu obniżyła się do 4,3% w maju 2005 r. Natomiast w czerwcu 2005 r. w wyniku ustąpienia efektów cenowych związanych z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej oraz w wyniku sezonowego spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych w miesiącach letnich, roczna dynamika tych cen wyniosła 0,4%. W kolejnych miesiącach 2005 r. na kształtowanie się dynamiki cen w tej grupie miały wpływ czynniki o charakterze jednorazowym, takie jak rosnąca podaż mięsa wieprzowego. Tendencje spadkowe cen mięsa dodatkowo pogłębiały obawy konsumentów związane z pojawiającymi się informacjami o odkryciu przypadków ptasiej grypy w Europie oraz wprowadzenie przez władze rosyjskie od listopada 2005 r. zakazu importu polskiej żywności, jakkolwiek efekt ten był łagodzony wzrostem eksportu do krajów UE.. Obniżeniu cen żywności i napojów bezalkoholowych sprzyjały również wysokie zbiory zbóż w 2005 r., uzupełniane dużymi zapasami ze zbiorów w 2004 r.

## **Ceny kontrolowane**

W grudniu 2005 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen kontrolowanych wyniosło 3,4%, tj. ukształtowało się na tym samym poziomie co na początku 2005 r. Najważniejszym czynnikiem, który przyczynił się do utrzymywania relatywnie wysokiej dynamiki cen kontrolowanych w analizowanym okresie był wzrost cen gazu (o 11,3% r/r) i paliw (o 6,4% r/r) związany ze wzrostem cen ropy naftowej na światowych rynkach. Wzrost cen paliw i gazu łącznie stanowił 52% wzrostu cen kontrolowanych (1,8 pkt. proc.). Ponadto w 2005 r. znacznie wzrosły ceny wyrobów tytoniowych (o 7,3% r/r), co było wynikiem podwyższenia podatku akcyzowego, ze względu na konieczność dostosowania jego wysokości do poziomu wymaganego w Unii Europejskiej. Zmiana taryf na energię elektryczną wpłynęła na wzrost jej cen o 3,4% (r/r). Na poziomie sprzed roku utrzymały się natomiast ceny napojów alkoholowych.

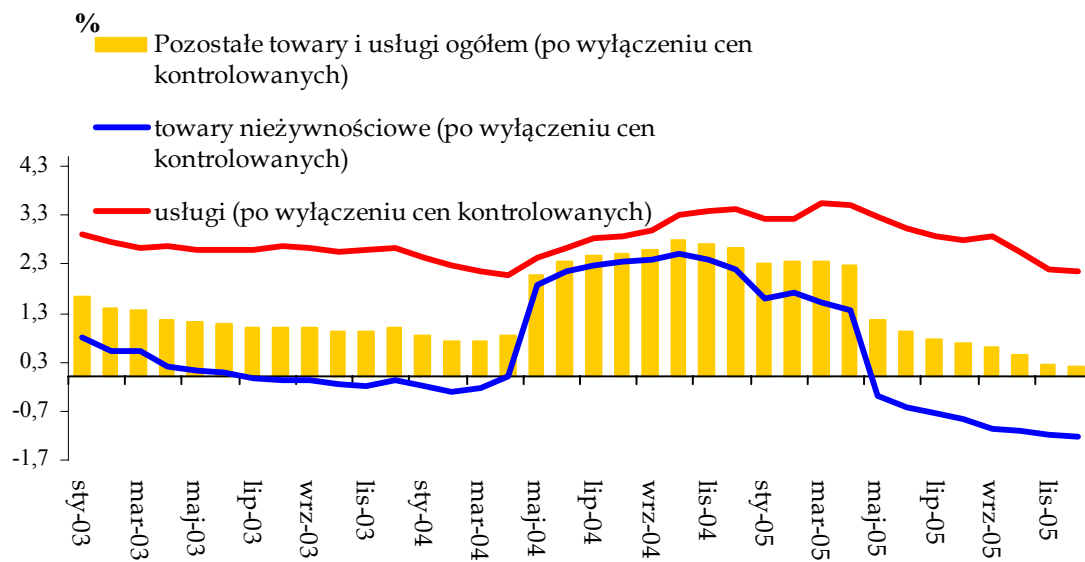
## **Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych**

Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych obniżyły się z 2,3% r/r w styczniu 2005 r. do 0,2% r/r w grudniu 2005 r. Główną przyczyną obniżenia się rocznej dynamiki cen w grupie pozostałe towary i usługi było ustąpienie wspomnianego wcześniej efektu bazy. Należy pamiętać, że wraz ze wstąpieniem Polski do UE podniesiona została stawka podatku VAT na niektóre towary i usługi (m.in. na towary budowlane, odzież dziecięcą), co doprowadziło do jednorazowego wzrostu cen znajdującego odzwierciedlenie w zwiększeniu rocznych wskaźników inflacji, utrzymującym się do kwietnia 2005 r. włącznie.

Na osłabienie tempa wzrostu cen pozostałych wpłynął głównie spadek dynamiki cen towarów nieżywnościowych. W grudniu 2005 r. ceny tych towarów spadły o 1,2% r/r wobec wzrostu ich cen w styczniu 2005 r. o 1,6% r/r. Najgłębszy spadek cen zanotowano w kategoriach: odzież (o 5,2%), obuwiu (o 8,6%), sprzęt telekomunikacyjny (o 10,9%), sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny (o 8,9%), samochody osobowe (o 6,8%) oraz sprzęt gospodarstwa domowego (o 1,4%). Do obniżenia tempa wzrostu cen w grupie pozostałe towary i usługi konsumpcyjne przyczynił się również spadek tempa wzrostu cen usług, które zmniejszyły się z 3,2% r/r w styczniu 2005 r. do 2,2% r/r w grudniu 2005 r. Główną przyczyną osłabienia dynamiki tych cen był silny spadek cen usług internetowych, który wpłynął na obniżenie rocznego wzrostu cen usług w grudniu 2005 r. o ok. 0,3 pkt. proc.

Wykres 9

Zmiany (r/r) cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2003 - 2005

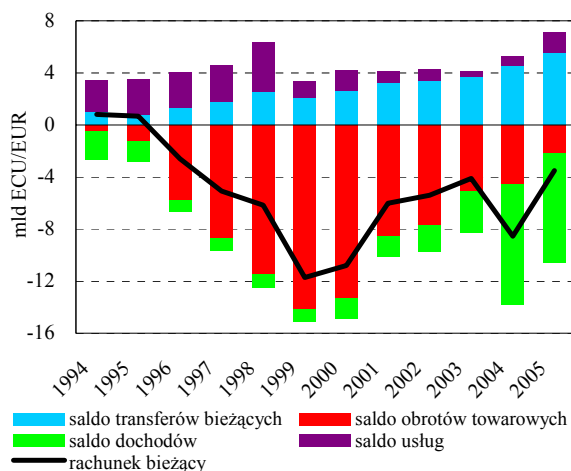


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

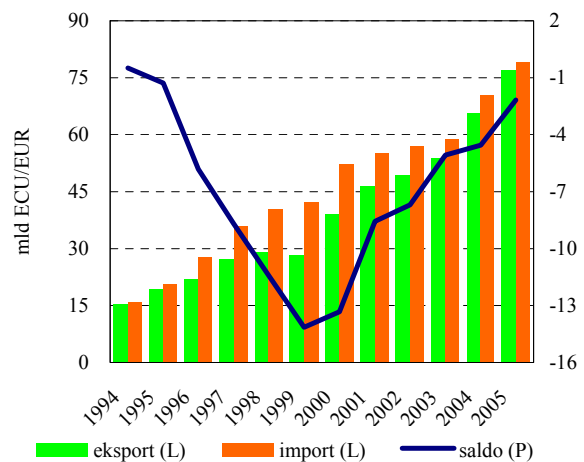
## Załącznik nr 3. Bilans płatniczy

W 2005 r. nastąpiło zmniejszenie ujemnego salda obrotów bieżących bilansu płatniczego, po jego przejściowym pogłębieniu się w roku poprzednim<sup>9</sup>. W 2005 r. deficyt rachunku obrotów bieżących wyniósł 3,5 mld EUR, był więc o ponad 5 mld EUR mniejszy w porównaniu z rokiem poprzednim. Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się z 4,1% w 2004 r. do 1,5% w 2005 r. Na poprawę salda obrotów bieżących w 2005 r. złożyło się przede wszystkim znaczne obniżenie się deficytu obrotów towarowych. Również zmiany salda pozostałych składowych oddziaływały w kierunku zmniejszenia deficytu bilansu obrotów bieżących.

**Wykres 10**  
**Bilans obrotów bieżących w latach 1994-2005**



**Wykres 11**  
**Eksport i import w latach 1994-2005**



Źródło: Dane NBP.

Rok 2005 był już szóstym z kolei rokiem obniżania deficytu w polskim handlu zagranicznym. Silne zmniejszenie ujemnego salda obrotów towarowych z 4,6 mld EUR w 2004 r. do 2,2 mld EUR w 2005 r. było odzwierciedleniem relatywnie dużej, w porównaniu z poprzednimi latami, różnicy między tempem wzrostu eksportu a importu<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Dane prezentowane w *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 r.* wskazujące wówczas na poprawę salda obrotów bieżących zostały we wrześniu 2005 r. zweryfikowane w skutek uwzględnienia w statystyce bilansu płatniczego reinwestowanych zysków od inwestycji bezpośrednich. Przed weryfikacją deficyt obrotów bieżących w 2004 r. wyniósł 3,0 mld EUR, natomiast po weryfikacji 8,5 mld EUR.

<sup>10</sup> Według danych NBP wartość eksportu w EUR zwiększyła się w 2005 r. o 17,1%, podczas gdy wartość importu wzrosła o 12,6% w porównaniu z rokiem poprzednim (wobec odpowiednio 22,3% i 19,5% w 2004 r.).

W 2005 r. wzrost wartości eksportu (wyrażonej w EUR) pozostawał relatywnie wysoki, chociaż był on nieco niższy w porównaniu z 2004 r.<sup>11</sup>.

W 2005 r. produkt krajowy brutto w strefie euro, na którą przypadało 54% polskiego eksportu, zwiększył się o 1,3% wobec 2,1% w roku poprzednim. Zwiększenie popytu sektora eksportowego w strefie euro oraz umacnianie się tendencji wzrostowych w popycie inwestycyjnym w tym regionie przyczyniło się do przyspieszenia w II połowie ub.r. polskiego eksportu do strefy euro. Wynika to głównie z faktu, że w polskim eksporcie do strefy euro dominują towary zaopatrzeniowe, które są wykorzystywane jako półprodukty i komponenty do produkcji eksportowej strefy euro.

Po znacznej aprecjacji złotego w 2004 r., w 2005 r. nominalny kurs złotego nadal umacniał się – średnioroczny kurs złotego był silniejszy wobec euro o 11,2%, natomiast wobec dolara amerykańskiego o 11,5%. Miarą odpowiednią do oceny zmian konkurencyjności producentów na rynkach międzynarodowych jest wskaźnik odzwierciedlający koszty produkcji. Ponadto, większość wymiany handlowej dotyczy jak dotąd produktów przemysłu przetwórczego. Dlatego odpowiednim wskaźnikiem konkurencyjności producentów na rynku międzynarodowym jest realny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. W okresie I kw. 2004 r. - IV kw. 2005 r. realny efektywny kurs złotego deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym umocnił się w mniejszym stopniu niż kurs nominalny, tj. o 5,3%. Realna aprecjacja kursu złotego była też w tym okresie mniejsza niż realna aprecjacja kursu korony czeskiej, słowackiej oraz forinta węgierskiego, które umocniły się odpowiednio o 13,6%, 8,9% i 6,6%.

Utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki eksportu, pomimo niższego popytu importowego na najważniejszych rynkach i umocnienia złotego, wynikało także z kontynuacji zachodzących w polskiej gospodarce zmian strukturalnych. Związane są one ze zwiększającym się znaczeniem bezpośrednich inwestycji zagranicznych w polskim eksporcie. Ich obecność prowadzi do coraz szerszego włączania się polskiej gospodarki do międzynarodowego podziału pracy. Wzrost udziału

---

<sup>11</sup> Według danych GUS tempo wzrostu wolumenu eksportu, w ujęciu rocznym, obniżyło się z 18,2% w 2004 r. do 10,8% w 2005 r. Wpływ obniżenia się dynamiki wolumenu na wartość eksportu został częściowo zrekomensowany przez przyspieszenie wzrostu cen transakcyjnych w EUR odpowiednio z 6,3% do 7,9%. Natomiast dynamika wolumenu importu obniżyła się z 17,3% w 2004 r. do 4,6% w 2005 r., podczas gdy wzrost jego cen (o 8,0%) okazał się znacznie wyższy w porównaniu z rokiem poprzednim (0,8%).

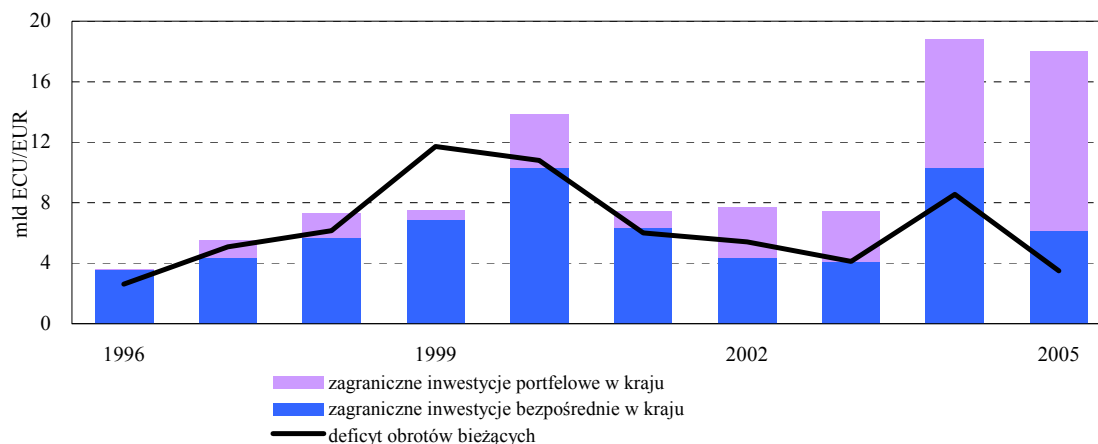


handlu korporacyjnego<sup>12</sup> sprawia, że eksport staje się coraz mniej wrażliwy zarówno na zmiany popytu, jak i na wahania kursów walutowych.

Na wzrost wartości importu wyrażonej w EUR w 2005 r. silnie wpłynął wzrost cen transakcyjnych spowodowany przede wszystkim wzrostem cen paliw na międzynarodowych rynkach<sup>13</sup>. Wpływ wysokich cen paliw na wartość importu został częściowo osłabiony w wyniku niższego wzrostu cen jednostkowych dóbr inwestycyjnych i konsumpcyjnych. Było to spowodowane zwiększeniem udziału krajów o niskich kosztach wytwarzania w polskim imporcie (przede wszystkim z Chin). Wzrost popytu inwestycyjnego, jaki miał miejsce w II połowie ub.r. przyczynił się do przyspieszenia dynamiki importu inwestycyjnego.

Wykres 12

### Deficyt obrotów bieżących a napływ inwestycji zagranicznych w latach 1996-2005



Źródło: Dane NBP.

W 2005 r. poprawiły się wszystkie główne wskaźniki finansowe obrazujące zewnętrzną równowagę polskiej gospodarki. Relacja deficytu obrotów bieżących i obrotów towarowych do PKB obniżyła się w porównaniu do lat 2002-2004. Deficyt obrotów bieżących był w latach 2004 i 2005 w całości sfinansowany napływem, uznawanego za bezpieczny, kapitału w postaci zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

<sup>12</sup> Handel korporacyjny polega na eksporcie i imporcie towarów między filiami korporacji zagranicznych zlokalizowanych w Polsce a przedsiębiorstwami macierzystymi oraz ich filiami znajdującymi się w innych krajach.

<sup>13</sup> Wartość importu ropy naftowej do Polski wzrosła w 2005 r. o 45% (wyrażonego w EUR). Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu ceny importowanej do Polski ropy naftowej o 42,3%, natomiast wielkość dostaw zwiększyła się zaledwie o 1,9% w porównaniu z rokiem poprzednim.

**Tabela 5****Główne wskaźniki równowagi zewnętrznej**

<b>Wskaźnik ostrzegawczy</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Saldo obrotów bieżących/PKB	-2,7%	-2,1%	-4,2%	-1,5%
Saldo płatności towarowych/PKB	-3,9%	-2,7%	-2,2%	-0,9%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	76,7%	92,5%	112,9%	141,4%
(Saldo obrotów bieżących+kapitałowych-inwestycje bezpośrednie)/PKB	-0,6%	-0,2%	0,9%	0,9%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług	28,2%	30,7%	35,4%	32,5%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	5,5	4,8	4,0	4,8

Źródło: Obliczenia NBP.

## **Załącznik nr 4. Podaż pieniądza**

W 2005 r. nastąpił wzrost dynamiki zadłużenia gospodarstw domowych w systemie bankowym. Najszybciej wzrastały kredyty mieszkaniowe, a wśród nich walutowe, jednak znacznemu przyspieszeniu uległo także tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych. Zwiększeniu uległ również stan zadłużenia bankowego przedsiębiorstw, jednak skala tego wzrostu była umiarkowana, szczególnie wobec przyspieszenia tempa wzrostu inwestycji odnotowanego w 2005 r. Z drugiej strony nadal utrzymywał się szybki wzrost stanu depozytów bankowych przedsiębiorstw, co może świadczyć o ich ograniczonych potrzebach pożyczkowych. Umiarkowanie wzrosły depozyty bankowe gospodarstw domowych. Równocześnie jednak szybko zwiększał się stan oszczędności finansowych utrzymywanych przez gospodarstwa domowe w formach alternatywnych wobec depozytów bankowych, przede wszystkim w jednostkach uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

### **Kredyty dla gospodarstw domowych**

Stan kredytów bankowych dla gospodarstw domowych zwiększył się w 2005 r. o 26,4 mld zł (24,0%) w ujęciu nominalnym. Część kredytów została zaciągnięta w walutach obcych, dlatego zmiany kursu złotego miały wpływ na dynamikę zmian wolumenu kredytów dla tego sektora. W warunkach porównywalnych, po wyeliminowaniu wpływu zmian kursowych, przyrost kredytów dla gospodarstw domowych w 2005 r. wyniósł 27,8 mld zł (25,0%). Rosnący trend dynamiki rocznej kredytów dla gospodarstw domowych został w ciągu roku dwukrotnie zaburzony – w maju i w październiku. W pierwszym przypadku jednorazowy wzrost dynamiki był skutkiem zaciągania przez gospodarstwa domowe kredytów na zakup akcji firmy paliwowej LOTOS oferowanych przez Skarb Państwa w ofercie publicznej. W drugim przypadku znaczny jednorazowy spadek dynamiki spowodowany był efektem bazy (w październiku 2004 r. nastąpił znaczny wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w związku z ofertą prywatyzacyjną banku PKO BP oraz WSiP).

Dekompozycja wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych w 2005 r., wskazuje na to, że głównym jego składnikiem były kredyty mieszkaniowe. Równocześnie udział we wzroście kredytów na cele konsumpcyjne był niewiele mniejszy.

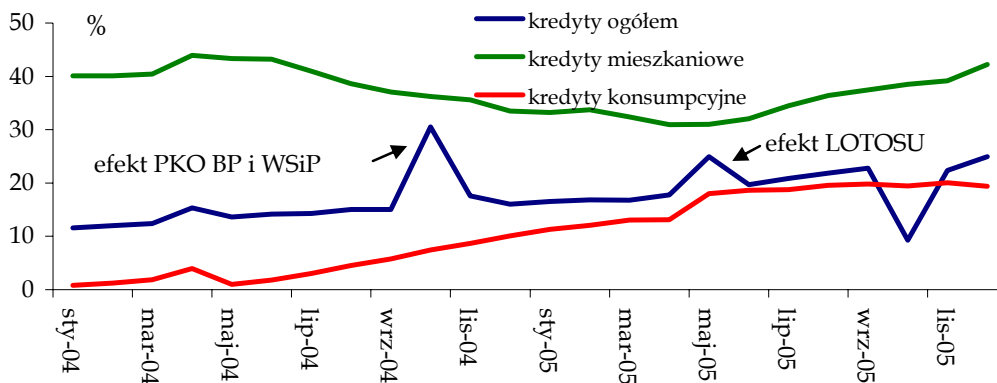
Stan kredytów mieszkaniowych zwiększył się o 14,6 mld zł w ujęciu nominalnym (40,8%), zaś po skorygowaniu o wpływ wahań kursu złotego – o 15,8 mld zł (42,2%). Kredyty mieszkaniowe denominowane w walutach obcych cieszyły się większą popularnością niż kredyty złotowe, co było skutkiem ich niższego oprocentowania oraz wzmożonych działań promocyjnych banków komercyjnych, zachęcających szczególnie do zadłużania się we frankach szwajcarskich. Stan mieszkaniowych kredytów walutowych (w warunkach porównywalnych, czyli po korekcie o wahania kursu złotego) zwiększył się w 2005 r. o 13,0 mld zł (61,3%), natomiast stan mieszkaniowych kredytów złotych – o 2,8 mld zł (18,2%).

Stan kredytów konsumpcyjnych zwiększył się w 2005 r. o 10,2 mld zł (19,0%) w ujęciu nominalnym. Po skorygowaniu o wpływ wahań kursu złotego przyrost wyniósł 10,4 mld zł (19,4%). Tendencja wzrostowa kredytów konsumpcyjnych została zapoczątkowana w połowie 2004 r. i w roku 2005 była ona kontynuowana. U jej podstaw leży poprawa kondycji finansowej gospodarstw domowych związana z przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego w ostatnich dwóch latach, któremu towarzyszy pojawienie się pozytywnych zmian na rynku pracy.

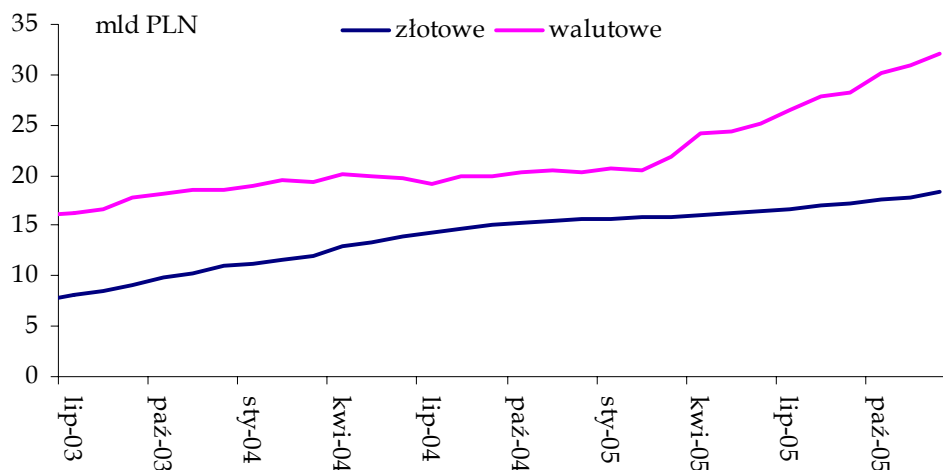
Powyższe zmiany wpłynęły także na strukturę zadłużenia bankowego gospodarstw domowych. Udział kredytów mieszkaniowych gospodarstw domowych w ogólnej wartości kredytów bankowych udzielonych dla tego sektora wyniósł w grudniu 2005 r. 37,1%, zaś udział kredytów konsumpcyjnych 46,9%. W grudniu 2004 r. było to odpowiednio 32,7% oraz 48,9%.

### Wykres 13

#### Kredyty dla gospodarstw domowych, roczne tempo wzrostu, dane skorygowane o wpływ wahań kursu walutowego



Źródło: Dane NBP.

**Kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych**

Źródło: Dane NBP.

**Kredyty dla przedsiębiorstw**

Zadłużenie przedsiębiorstw w polskim sektorze bankowym wzrosło w 2005 r. o 3,0 mld zł, natomiast zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw zwiększyło się w tym okresie o 3,1 mld euro.

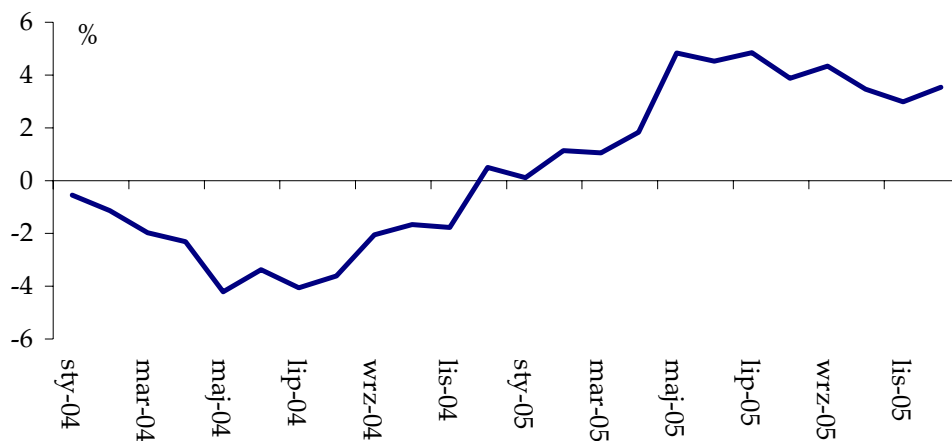
Stan kredytów bankowych dla przedsiębiorstw zwiększył się w 2005 r. o 3,0 mld zł (2,6%) w ujęciu nominalnym. W warunkach porównywalnych, po skorygowaniu o wpływ zmian kursowych wzrost był większy: 4,1 mld zł (3,5%). W pierwszej połowie roku roczne tempo wzrostu stopniowo rosło, natomiast w drugiej połowie ustabilizowało się na poziomie ok. 4%.

Pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego dynamika kredytów dla przedsiębiorstw była w 2005 r. stosunkowo niska. Może to być rezultatem bardzo dobrych wyników finansowych sektora w 2004 i 2005 r. Dysponując znaczną ilością własnych środków pieniężnych, przedsiębiorstwa mogą finansować działalność przy ograniczonym wykorzystaniu kredytów bankowych.

Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw wzrosło z 42,3 mld euro na koniec 2004 r. do 45,4 mld euro na koniec 2005 r., a więc o 7,3%. Utrzymywał się dynamiczny wzrost zadłużenia z tytułu kredytów handlowych (18,0% r/r), odzwierciedlający wzrastającą wymianę handlową z zagranicą. Pozostałe kategorie zadłużenia, łącznie z papierami dłużnymi wyemitowanymi przez polskie firmy, wzrastały w tempie zbliżonym do wzrostu zadłużenia krajowego (6,5% r/r).

Wykres 15

**Kredyty bankowe dla przedsiębiorstw, roczne tempo wzrostu, dane skorygowane o wpływ wahań kursu walutowego**

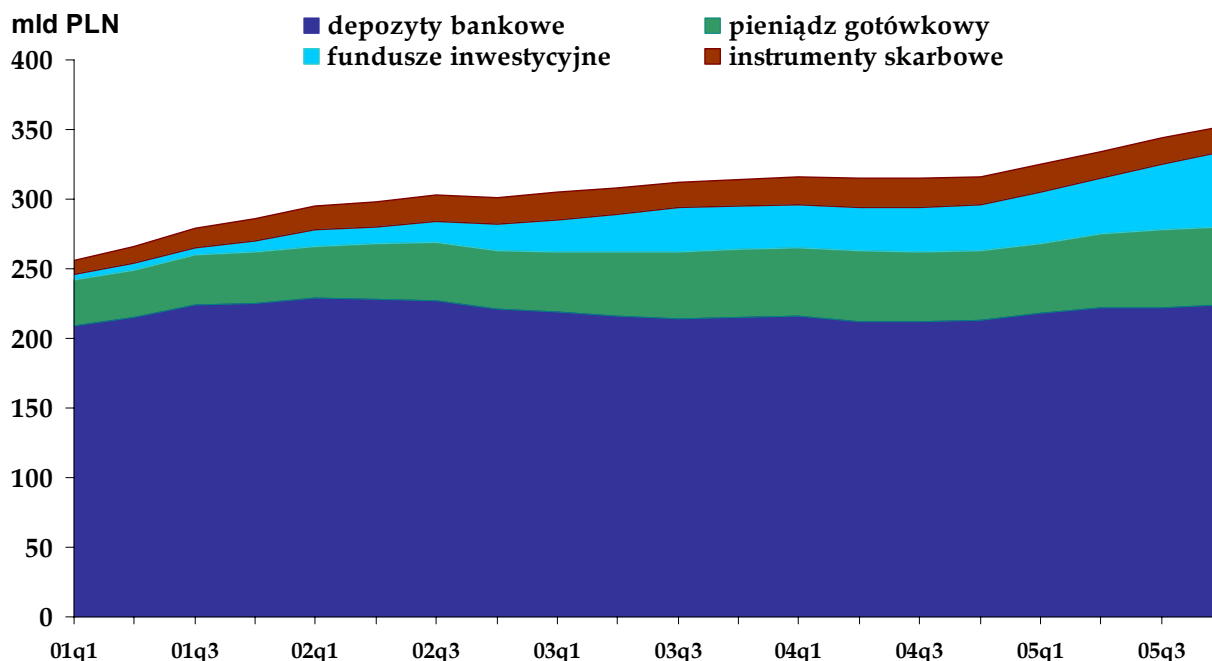


Źródło: Dane NBP.

**Depozyty gospodarstw domowych**

Depozyty bankowe gospodarstw domowych zwiększyły się w 2005 r. o 11,0 mld zł (5,2%) w ujęciu nominalnym. Po skorygowaniu o wahania kursu walutowego wzrost stanu depozytów wyniósł 10,6 mld zł (5,0%). Wzrost depozytów gospodarstw domowych następował w dwóch fazach: na początku 2005 r. oraz w grudniu. W okresie od stycznia do marca 2005 r. włącznie przyrost wyniósł 5,8 mld zł, a w grudniu 3,6 mld zł. Pozostała część przyrostu depozytów – około 1,2 mld zł – była rozłożona równomiernie na pozostałe miesiące.



Wybrane aktywa finansowe gospodarstw domowych<sup>15</sup>

## Depozyty bankowe przedsiębiorstw

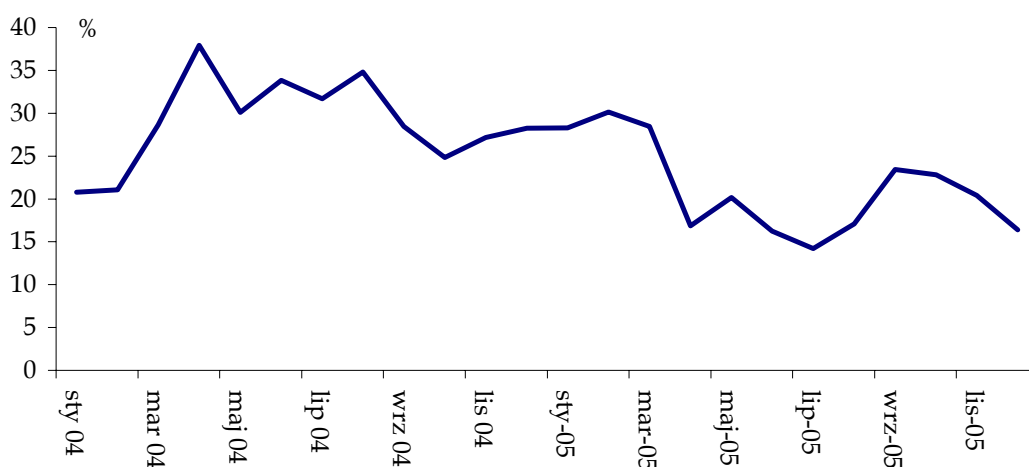
W 2005 r. depozyty bankowe przedsiębiorstw dynamicznie przyrastały. Wzrost nominalny wyniósł 14,6 mld zł (17,0%), zaś po skorygowaniu o wpływ wahań kursowych: 14,5 mld zł (16,4%). W ciągu roku roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw stopniowo się obniżało – w pierwszych miesiącach 2005 r. kształtowało się ono na poziomie ok. 30%, natomiast w grudniu spadło do 16,4%.

Szybki przyrost depozytów przedsiębiorstw pozostawał w związku z osiąganymi przez nie dobrymi wynikami finansowymi. Wraz z przyspieszaniem tempa wzrostu inwestycji finansowanych głównie z własnych środków, tempo wzrostu depozytów powinno się obniżyć.

<sup>15</sup> Wykres 17 nie odejmuje wszystkich rodzajów aktywów finansowych gospodarstw domowych, w szczególności posiadanych przez nie akcji.



**Depozyty przedsiębiorstw, roczne tempo wzrostu, dane po usunięciu wpływu wahań kursowych**



Źródło: Dane NBP.

### **Agregaty monetarne**

Opisane powyżej zmiany kredytów i depozytów znalazły odzwierciedlenie w kształtowaniu się agregatów monetarnych. Roczne tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 utrzymywało się przez cały rok na poziomie ok. 10%. W grudniu 2005 r. wyniosło ono 10,4% w ujęciu nominalnym (9,7% realnie, po zdeflowaniu bieżącym wskaźnikiem CPI). Pieniądz wąski M1 wzrastał szybciej niż M3. Roczne tempo wzrostu M1 na koniec roku osiągnęło 18,3% w ujęciu nominalnym (17,5% realnie, po zdeflowaniu bieżącym wskaźnikiem CPI). Po okresie spadku w 2004 r., tempo wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu w 2005 r. zwiększało się osiągając w grudniu wartość 12,7% nominalnie (11,9% realnie, po zdeflowaniu CPI). Przejściowy spadek dynamiki gotówki w obiegu w 2004 r. był wynikiem przesunięcia, jakie nastąpiło w strukturze wąskiego pieniądza M1.

Tabela 6

## Podaż pieniądza w latach 2004 i 2005

	Stan na 31 XII 2004	Stan na 31 XII 2005	Przyrost	Roczne tempo wzrostu nominalnie	Roczne tempo wzrostu realnie*
	mln zł	mln zł	mln zł	%	%
Podaż pieniądza M1	175 815,4	208 033,6	32 218,2	18,3	17,5
Podaż pieniądza M3	373 409,1	412 346,0	38 936,9	10,4	9,7
Pieniądz gotówkowy w obiegu	50 710,2	57 154,7	6 444,5	12,7	11,9
Depozyty i inne zobowiązania	315 672,3	345 340,0	29 667,6	9,4	8,6
Gospodarstwa domowe	196 524,5	203 549,1	7 024,6	3,6	2,9
Niemonetarne instytucje finansowe	11 395,8	15 180,6	3 784,8	33,2	32,3
Przedsiębiorstwa	85 099,9	99 415,6	14 315,7	16,8	16,0
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8 937,7	9 708,1	770,4	8,6	7,9
Instytucje samorządowe	11 320,7	13 702,0	2 381,2	21,0	20,2
Fundusze ubezpieczeń społecznych	2 393,6	3 784,5	1 390,9	58,1	57,0
Pozostałe składniki M3	7 026,6	9 851,4	2 824,8	40,2	39,2

\* Deflator: wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych CPI

Źródło: Dane NBP.

Tabela 7

## Należności i zobowiązania systemu bankowego w latach 2004 i 2005

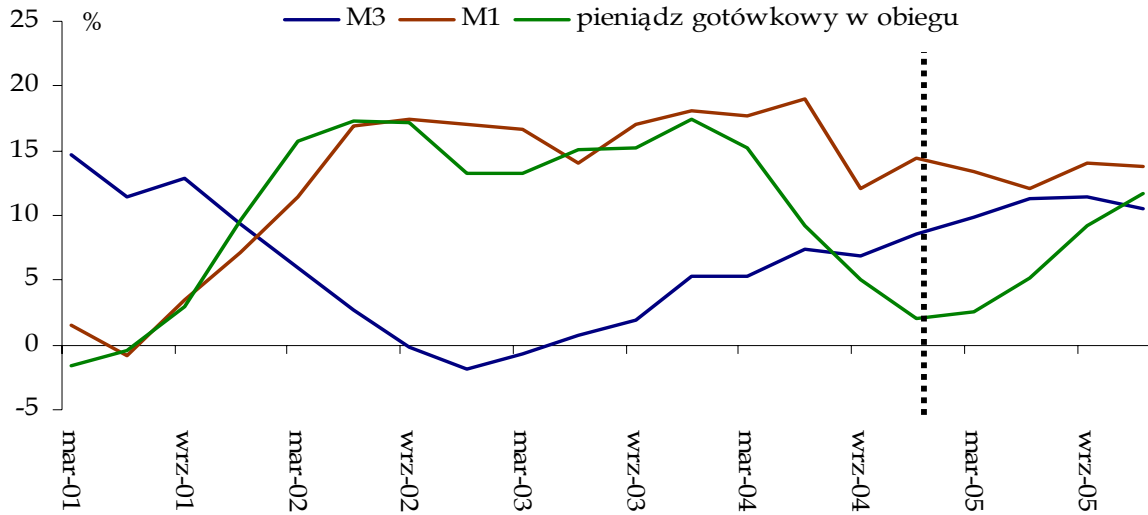
	Stan na 31 XII 2004	Stan na 31 XII 2005	Przyrost	Roczne tempo wzrostu nominalnie	Roczne tempo wzrostu realnie*
	mln zł	mln zł	mln zł	%	%
Należności ogółem	272757,5	303300,3	30542,8	11,2	10,4
Gospodarstwa domowe	114996,9	141251,8	26254,9	22,8	22,0
Niemonetarne instytucje finansowe	15564,6	15946,7	382,1	2,5	1,7
Przedsiębiorstwa	123328,5	126459,9	3131,4	2,5	1,8
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	714,9	835,9	121,0	16,9	16,1
Instytucje samorządowe	13349,3	14253,8	904,6	6,8	6,0
Fundusze ubezpieczeń społecznych	4803,4	4552,2	-251,2	-5,2	-5,9

\* Deflator: wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych CPI

Źródło: Dane NBP.

Wykres 19

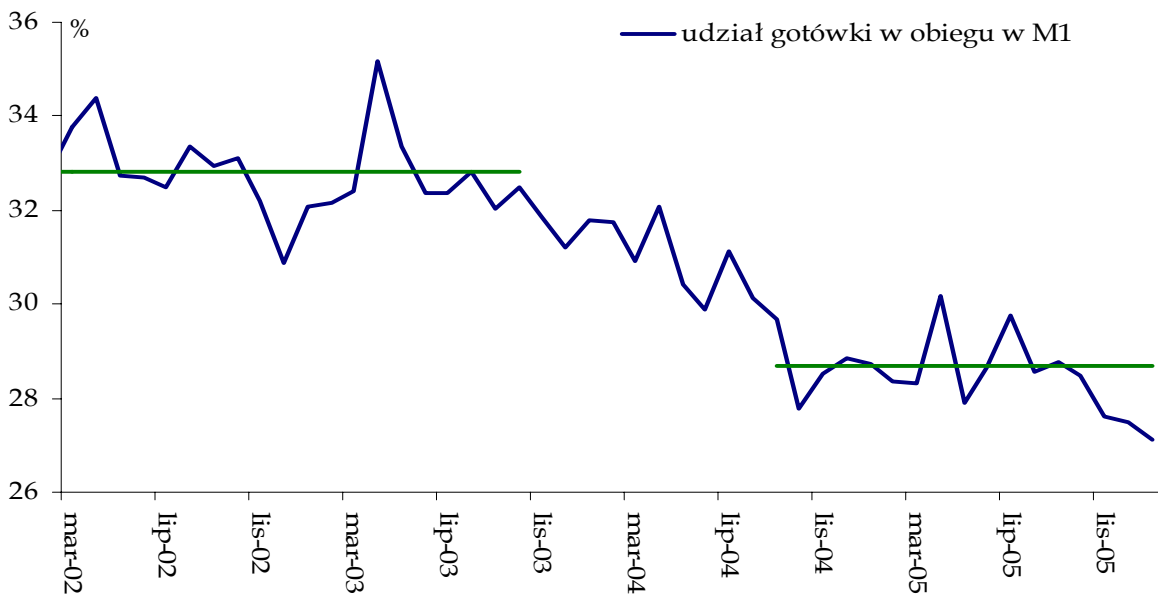
**Agregaty monetarne M3 i M1 oraz pieniąż gotówkowy w obiegu, roczne tempa wzrostu**



Źródło: Dane NBP.

Wykres 20

**Udział gotówki w obiegu w agregacie monetarnym M1**



Źródło: Dane NBP.

## Załącznik nr 5. Projekcje inflacji NBP

Bardzo ważnym instrumentem komunikacji z uczestnikami rynku jest przygotowywany kwartalnie przez RPP *Raport o inflacji* oraz dołączana do niego projekcja inflacji, opracowywana przez ekonomistów NBP. *Raport o inflacji* jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Warto zaznaczyć, że ze względu na zmiany terminu publikacji danych GUS dotyczących rachunków narodowych, w 2005 r. zmieniono harmonogram publikacji *Raportów o inflacji*, co oznaczało, że po *Raportach* z lutego, maja i sierpnia przesunięto przygotowanie kolejnej projekcji i *Raportu* z listopada 2005 r. na styczeń 2006 r.

W związku z koniecznością uwzględnienia opóźnień w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych, w prowadzeniu polityki pieniężnej zorientowanej na przyszłość RPP wykorzystywała m.in. projekcje inflacji. Jednocześnie publikacja w *Raportach o inflacji* wyników projekcji oraz oceny bilansu czynników wpływających na przyszłą inflację zapewniały przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej.

Od sierpnia 2004 r., w *Raportach o inflacji* zamieszczane są wyniki projekcji inflacji (a od maja 2005 r. także wyniki projekcji PKB). Przedstawiana w rozdziale 4. *Raportu* projekcja sporządzana jest z wykorzystaniem ekonometrycznego modelu gospodarki polskiej ECMOD<sup>16</sup> przez zespół ekonomistów NBP. Każdorazowo horyzont projekcji obejmuje rok jej sporządzenia i dwa pełne lata po nim następujące. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

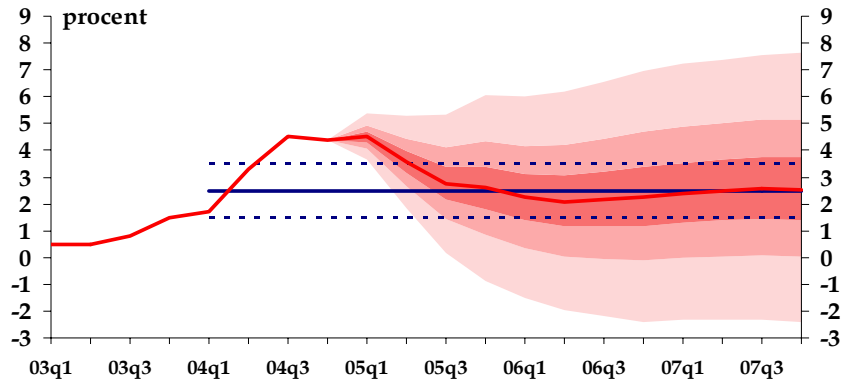
Poniżej zamieszczono wykresy wachlarzowe przedstawiające wyniki projekcji opublikowanych w 2005 r. Wykresy wachlarzowe obrazują główne źródła niepewności (np. niepewność związaną z założeniami zewnętrznymi). Rodzaje niepewności nie uwzględnione na wykresie wachlarzowym są szczegółowo omawiane w opisie projekcji znajdującym się w *Raportach o inflacji* (zob. ramka).

---

<sup>16</sup> Opis modelu opublikowano w: Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., *Model gospodarki polskiej ECMOD*, Materiały i Studia NBP, nr zeszytu 194, maj 2005.

Wykres 21

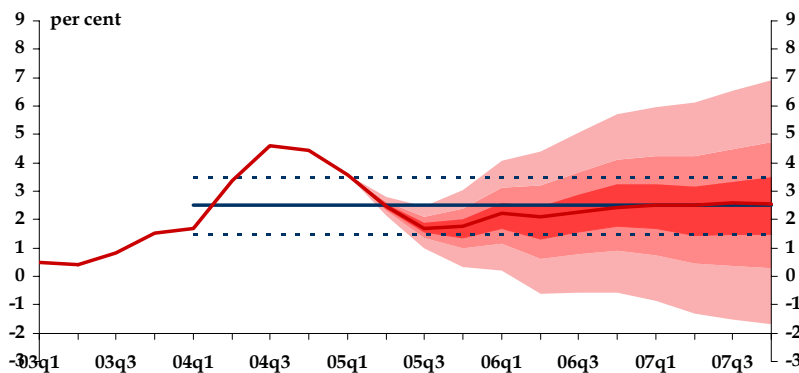
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP - luty 2005 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, luty 2005 r., NBP.

Wykres 22

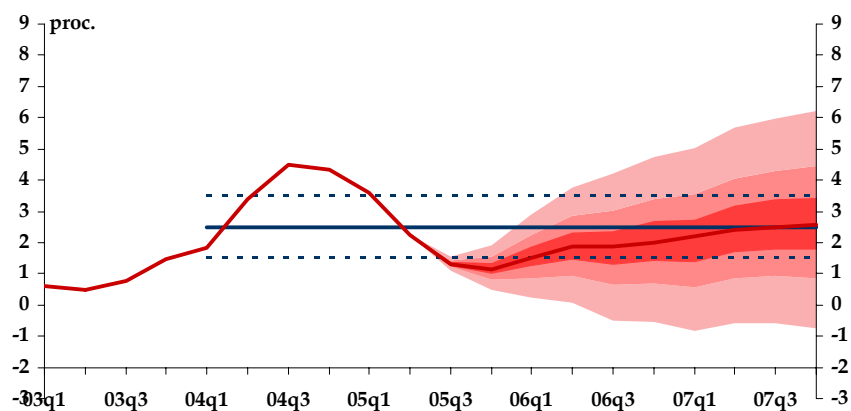
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – maj 2005 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, maj 2005 r., NBP.

Wykres 23

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP - sierpień 2005 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, sierpień 2005 r., NBP.

### **Jak czytać wykresy wachlarzowe?**

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest ryzykiem i niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji banki centralne prezentują na wykresach wachlarzowych. Szerokość "wachlarza" pokazuje ogólny poziom ryzyka, które zazwyczaj zmienia się z kwartału na kwartał. Im dalej w przyszłość, tym jest ona większa, gdyż niepewność ocen przyszłości zwykle rośnie wraz z wydłużaniem horyzontu czasowego.

W projekcjach inflacji tworzonych w NBP dla każdego z kwartałów wyznacza się rozkład prawdopodobieństwa jej możliwych realizacji. Jako projekcję centralną przyjmuje się realizację najbardziej prawdopodobną, czyli dominantę rozkładów w poszczególnych kwartałach. Równocześnie wokół median rozkładów buduje się 30-procentowe przedziały ufności. Tworzą one centralny pasek wachlarza, o najciemniejszym odcieniu. Prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się w tym pasku wynosi właśnie 30%. Następnie jest on poszerzany z obu stron tak, by prawdopodobieństwo znalezienia się zmiennej w przesuniętych granicach wzrosło o kolejne 30 punktów procentowych – 15 z góry, 15 z dołu. Kolejne rozszerzenia tworzą paski wachlarza zaznaczone coraz mniej intensywnymi odcieniami. Całkowita szerokość wachlarza reprezentuje 90-procentowy pas ufności wokół median – prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się w wachlarzu wynosi właśnie 90%.

Z Wykresu 23 odnoszącego się do sierpniowej projekcji inflacji wynika na przykład, że prawdopodobieństwo, iż inflacja w I kw. 2006 r. mieści się będzie w przedziale odchyień od celu inflacyjnego wynosi ok. 52%, prawdopodobieństwo inflacji wyższej wynosi ok. 1%, natomiast prawdopodobieństwo niższej – ok. 47%. Dla I kw. 2007 r. prawdopodobieństwa te są równe odpowiednio 42%, 20% i 38%. Za wyjątkiem III kw. 2006 i I kw. 2007 r. projekcja inflacji charakteryzuje się asymetrią dodatnią, co oznacza większe prawdopodobieństwo inflacji powyżej ścieżki centralnej niż poniżej.

Na wykresach wachlarzowych zobrazowana została niepewność związana z założeniami zewnętrznymi wobec modelu prognostycznego oraz z niedokładnością statystycznego odwzorowania w modelu związków między zmiennymi makroekonomicznymi. Wykresy wachlarzowe nie uwzględniają jednak wszystkich rodzajów niepewności, m.in. niepewności związanej z możliwymi zmianami w strukturze polskiej gospodarki, przybliżonym charakterem odwzorowania rzeczywistości przez model oraz możliwym brakiem stabilności w czasie oszacowanych zależności. Źródła niepewności nie uwzględnionej na wykresie wachlarzowym są szczegółowo omawiane w *Raportach o inflacji*.

## Załącznik nr 6. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2005 r.

Data podjęcia wniosku	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania członków Rady
26.01.2005	Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne	Głos Przewodniczącego RPP rozstrzygnął, że wniosek nie przeszedł	<b>Za:</b> J. Czekaj M. Pietrewicz S. Nieckarz A. Sławiński A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga S. Owsiak H. Wasilewska-Trenkner
25.02.2005	Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne	Wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner <b>Przeciw:</b> J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna
25.02.2005	Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na łagodne	RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na łagodne	<b>Za:</b> J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna

			<b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner
30.03.2005	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w NBP	RPP obniżyła wysokość wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> D. Filar
26.04.2005	Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2004 r.		<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
27.04.2005	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna



27.04.2005	Wniosek w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne	RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej	<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
24.05.2005	Uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 r.		<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
24.05.2005	Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2004 r.		<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
24.05.2005	Uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2004 r.		<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz

			M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
25.05.2005	Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne	Głos Przewodniczącego RPP rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty	<b>Za:</b> J. Czekaj S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz D. Filar S. Nieckarz M. Noga H. Wasilewska-Trenkner
29.06.2005	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
29.06.2005	Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne	RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej	<b>Za:</b> J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz D. Filar

			M. Noga H. Wasilewska-Trenkner
27.07.2005	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<b>Za:</b> J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner
27.07.2005	Wniosek w sprawie utrzymania nastawienia łagodnego w polityce pieniężnej	Wniosek uzyskał większość głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej	<b>Za:</b> J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner
27.07.2005	Wniosek w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne	Wniosek nie uzyskał większości głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej	<b>Za:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner <b>Przeciw:</b> J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna
31.08.2005	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych,	Obniżka stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów	<b>Za:</b> J. Czekaj S. Nieckarz

	oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	refinansowych i lokaty terminowej o 0,25 pkt. proc. oraz stopy redyskontowej weksli o 0,5 pkt. proc.	S. Owskiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner
31.08.2005	Wniosek w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne	Wniosek nie uzyskał większości głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej	<b>Za:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner <b>Przeciw:</b> J. Czekał S. Nieckarz S. Owskiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna
27.09.2005	Uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych		<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekał D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owskiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
28.09.2005	Wniosek w sprawie rezygnacji z określania przez RPP nastawienia w polityce pieniężnej	Wniosek uzyskał większość głosów – RPP podjęła decyzję o rezygnacji z określania nastawienia w polityce pieniężnej.	<b>Za:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga S. Owskiak M. Pietrewicz H. Wasilewska-Trenkner

			<b>Przeciw:</b> J. Czekaj S. Nieckarz A. Sławiński A. Wojtyna
28.09.2005	Uchwała w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2006		<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
25.10.2005	Uchwała w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe NBP za rok obrotowy 2005 i za rok 2006		<b>Za:</b> L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
30.11.2005	Wniosek w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne	Wniosek nie uzyskał większości głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej	<b>Za:</b> L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner <b>Przeciw:</b> J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna

20.12.2005	Uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego		<b>Za:</b> L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
20.12.2005	Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego		<b>Za:</b> L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
20.12.2005	Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku		<b>Za:</b> L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna