



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku

Warszawa, 2007 r.

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2006 r.....	3
2. Polityka pieniężna w 2006 r.....	7
3. Instrumenty polityki pieniężnej.....	16
3.1. Nadpłynność sektora bankowego.....	16
3.2. Instrumenty polityki pieniężnej.....	17
Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny	25
Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	28
Załącznik nr 3. Bilans płatniczy	32
Załącznik nr 4. Pieniądz i kredyt.....	36
Załącznik nr 5. Projekcje inflacji NBP.....	43
Załącznik nr 6. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2006 r.	47

1. Strategia polityki pieniężnej w 2006 r.

Niniejsze sprawozdanie dotyczy realizacji polityki pieniężnej w 2006 r., której zasady zostały sformułowane w dokumencie *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*.

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 ± 1 punkt procentowy.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2006* Rada przedstawiła sposób rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji:

- Po pierwsze, określenie cel *ciągły* oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się rocznymi i kwartalnymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP i w budżecie państwa. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej.
- Po drugie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań bez określenia jego środka. Rozwiązanie takie pozwala na zakotwiczenie

oczekiwań inflacyjnych, co sprzyja prowadzeniu polityki pieniężnej, która w reakcji na wstrząsy wymaga mniejszych i rzadszych zmian stóp procentowych.

- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest pojawianie się wstrząsów. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różne są skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. Bank centralny zazwyczaj nie reaguje na takie odchylenia inflacji, które uznaje za przejściowe i które mieszczą się w przedziale wahań wokół celu. W krajach o trwale niskiej stopie inflacji bank nie musi reagować nawet wówczas, gdy przejściowo inflacja odchyli się poza granice tego przedziału. W przypadku wstrząsów, które oceniane są jako powodujące trwałe odchylenie inflacji od celu, bank centralny odpowiednio modyfikuje politykę pieniężną.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy będzie także zależała od ich przyczyn i charakteru. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi problem relatywnie łatwiejszy, ponieważ w tym przypadku inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Przy inercyjnym charakterze oczekiwań inflacyjnych, podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą i w dalszej kolejności presję inflacyjną.

Wstrząsy podażowe stanowią trudniejszy problem dla polityki pieniężnej, bowiem w tym przypadku produkcja i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. 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. Reakcja banku centralnego powinna zależeć od oceny trwałości wstrząsu.

- Po piąte, 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 trwały wzrost 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 szóste, 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 opóźnienie, jakie występuje od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację.
- Po siódme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez pewien czas na określonym poziomie. Utrzymanie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartałów) na niezmiennym poziomie jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdyż prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
- Po ósme, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności. Wysoka niepewność wynika między innymi z faktu, że modele wykorzystywane przez bank centralny do prognozowania inflacji mogą zacząć gorzej 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 przedstawiana otoczeniu jako dążenie do zrealizowania celu inflacyjnego w warunkach niepewności, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.

- Po dziewiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego.
- Po dziesiąte, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji Rada będzie także brała pod uwagę długość okresu utrzymywania się niskiej inflacji.

Ponadto Rada wyraziła przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków umożliwiających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie.

2. Polityka pieniężna w 2006 r.

Oceniając politykę pieniężną w 2006 r. należy uwzględnić, że podobnie jak w latach poprzednich, była ona prowadzona w warunkach niepewności. Decyzje banku centralnego są podejmowane na podstawie informacji i prognoz dostępnych w chwili ich podejmowania, co sprawia, że z późniejszej perspektywy nie zawsze muszą się one wydawać trafne z punktu widzenia konieczności utrzymania inflacji jak najbliższej celu. Natura polityki pieniężnej, a w tym przede wszystkim znaczne opóźnienia pomiędzy decyzjami banku centralnego i ich skutkami dla gospodarki sprawia, że decyzje muszą być podejmowane z wyprzedzeniem i że ich późniejsza ocena musi uwzględniać niepewność im towarzyszącą. Dlatego też ocena polityki pieniężnej w przeszłości wymaga uwzględnienia informacji dostępnych w momencie podejmowania decyzji, a nie informacji dostępnych w późniejszym okresie.

Główną przyczyną niepewności w polityce pieniężnej jest fakt, że od momentu podjęcia decyzji dotyczących stóp procentowych do ich najsilniejszego wpływu na inflację upływa kilka kwartałów. Dlatego też procesy inflacyjne w 2006 r. kształtowały się w znacznym stopniu pod wpływem polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2004-2005. Natomiast polityka pieniężna prowadzona w 2006 r. będzie oddziaływać przede wszystkim na procesy inflacyjne w 2007 i 2008 r. Opóźnienia w procesie transmisji impulsów polityki pieniężnej sprawiają, że jedną z przesłanek, którymi kierowała się Rada Polityki Pieniężnej przy podejmowaniu decyzji dotyczących poziomu stóp procentowych w 2006 r. były, tak jak w latach poprzednich, projekcje inflacji¹.

Polityka pieniężna w 2006 r. była prowadzona w warunkach stopniowego wzrostu inflacji, zarówno mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), jak i inflacji netto². Inflacja rosła jednak z bardzo niskiego poziomu i utrzymywała się przez cały rok poniżej celu wyznaczonego przez RPP (2,5%). Ponadto, przez większą część roku (z wyjątkiem sierpnia i września) inflacja kształtowała się poniżej dolnej granicy przedziału odchyień od celu

¹ Projekcje inflacji opracowane w 2006 r. i opublikowane w *Raportach o Inflacji* zostały przedstawione w załączniku 5.

² Inflacja netto to inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności oraz cen paliw.

(1,5%). Roczny wskaźnik CPI wzrósł z 0,6% w styczniu do 1,4% w grudniu 2007 r. Wzrost wskaźnika CPI w ujęciu średniorocznym wyniósł 1,0%.

Kształtowanie się inflacji na tak niskim poziomie było spowodowane oddziaływaniem kilku czynników, o różnym i trudnym do precyzyjnego oszacowania wpływie. Do niskiej inflacji przyczyniła się aprecjacja kursu złotego w latach 2004-2006, chociaż w 2006 r. skala aprecjacji była nieznaczna. Do ukształtowania się inflacji na niskim poziomie przyczyniła się również polityka stóp procentowych NBP w 2004 r., której celem miało być powstrzymanie wpływu wstrząsu cenowego związanego z przystąpieniem Polski do UE na przyszłą inflację, a także decyzje w polityce pieniężnej w 2005 r. Ponadto, w kierunku ograniczenia tempa wzrostu cen w 2006 r. oddziaływał nieoczekiwanie słaby wzrost popytu krajowego i PKB w 2005 r. Dodatkowym czynnikiem łagodzącym presję płacową i inflacyjną była wysoka, choć obniżająca się stopa bezrobocia. Na te procesy nałożyło się oddziaływanie takich procesów globalizacyjnych jak rosnąca otwartość gospodarki i związana z nią wzrastająca konkurencja cenowa i płacowa, wzrost importu towarów pochodzących z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz zmniejszenie wpływu wysokich cen ropy na inflację³, które ograniczają tempo wzrostu cen konsumpcyjnych.

W 2006 r. nasilającemu się ożywieniu polskiej gospodarki towarzyszył stopniowy wzrost inflacji. Następowало przyspieszenie popytu konsumpcyjnego i jeszcze szybsze ożywienie popytu inwestycyjnego. Szybki wzrost PKB przyczyniał się do stopniowego domykania luki popytowej. Jednocześnie, utrzymywała się bardzo wysoka dynamika eksportu, związana z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej i z wysokim wzrostem gospodarek naszych głównych partnerów handlowych. O zwiększonym potencjale eksportowym polskiej gospodarki świadczyło to, że mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego i wzrostu dynamiki importu, deficyt rachunku obrotów bieżących ukształtował się w roku 2006 na bezpiecznym poziomie 2,3% PKB⁴.

Wzrost gospodarczy przyczynił się do szybkiego wzrostu liczby pracujących i spadku stopy bezrobocia. Jednocześnie wynagrodzenia rosły szybciej niż wydajność pracy. W 2006 r., mimo spadku jednostkowych kosztów pracy w przemyśle, wzrost jednostkowych kosztów pracy

³ Szczegółowe informacje na temat kształtowania się produktu krajowego i jego składowych oraz cen znajdują się w załącznikach 1 i 2.

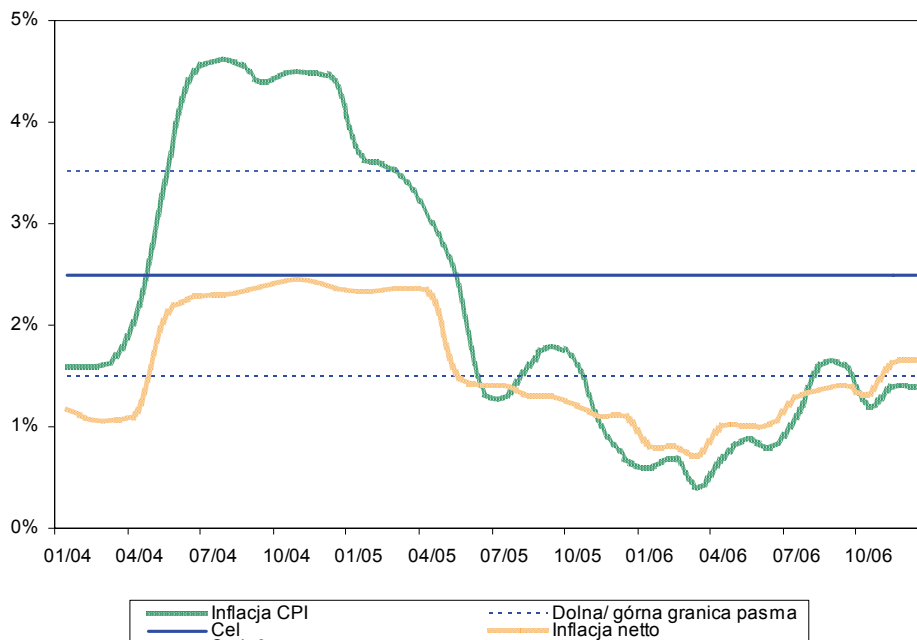
⁴ Szczegółowe informacje dotyczące bilansu płatniczego w 2006 r. zostały przedstawione w załączniku 3.

w całej gospodarce oddziaływał w kierunku wzrostu inflacji. W tym samym kierunku oddziaływał też wzrost cen importu, chociaż był on łagodzony przez spadek cen niektórych towarów, zwłaszcza importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

Wpływ cen żywności i cen paliw na inflację był w 2006 r. różnokierunkowy. W pierwszej połowie roku dynamika cen żywności była czynnikiem obniżającym inflację, natomiast od sierpnia ceny żywności ją zwiększały, na co wpłynęły niższe zbiory spowodowane suszą. Do sierpnia ceny paliw przyczyniały się do wzrostu inflacji. W ostatnich miesiącach 2006 r. spadek cen ropy naftowej połączony z aprecjacją złotego wobec dolara amerykańskiego obniżał inflację. O niewielkim, w skali roku, łącznym wpływie wymienionych czynników na inflację świadczy nieznaczna rozbieżność pomiędzy wskaźnikami CPI i inflacji netto.

Wykres 1

Inflacja i cel w latach 2004-2006

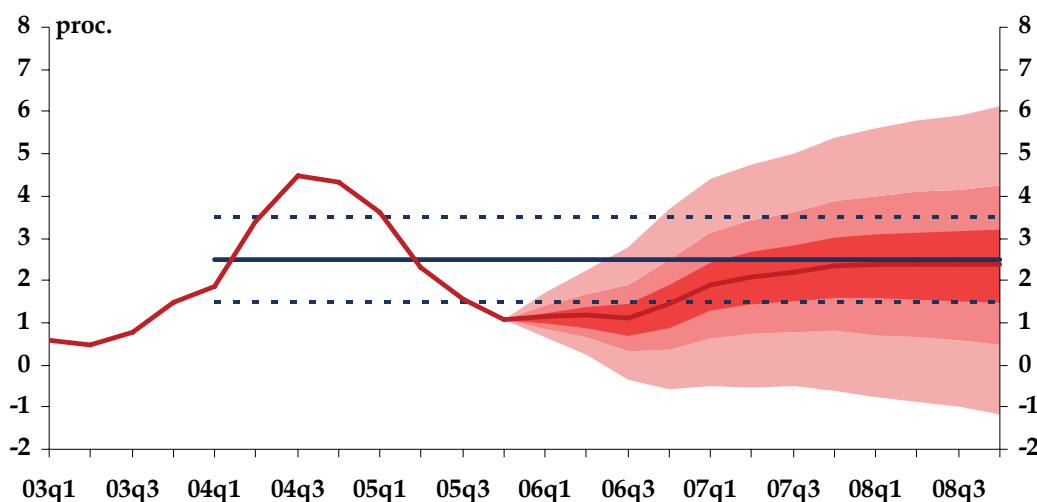


Źródło: GUS i NBP

W 2006 r. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie, w styczniu i w lutym, obniżyła stopy procentowe. Styczniowa projekcja inflacji, wskazywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w końcu 2007 r. powróci w okolice celu inflacyjnego (2,5%) i w 2008 r. utrzyma się na poziomie zbliżonym do celu. Jednak prognozowana inflacja rosła wolniej niż w poprzedniej projekcji, opublikowanej w sierpniu 2005 r. Dokonana w styczniu 2006 r. przez RPP ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację wskazywała, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest wyraźnie wyższe niż prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu cen będzie wyższe niż 2,5%. W związku z tym, na styczniowym posiedzeniu Rada podjęła decyzję o obniżeniu podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc.

Wykres 2

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – styczeń 2006 r.



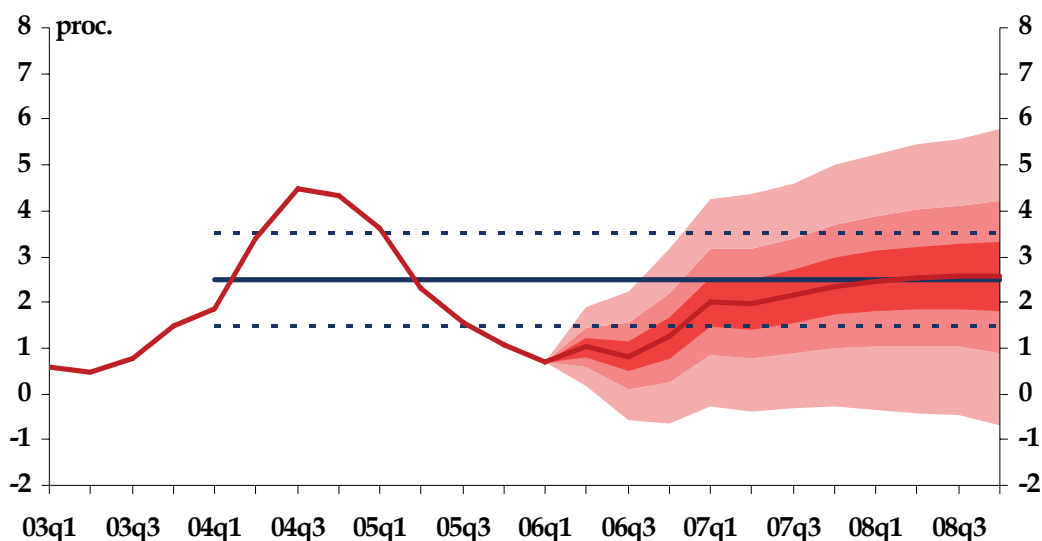
Źródło: *Raport o inflacji*, styczeń 2006 r., NBP.

Napływ nowych danych, w tym dotyczących aprecjacji złotego i niższego, niż oczekiwano, poziomu inflacji w styczniu, wskazujących na wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji poniżej wyniku styczniowej projekcji skłonił RPP do obniżenia stóp procentowych w lutym o kolejne 25 punktów bazowych. W efekcie stopa referencyjna ukształtowała się na poziomie 4%.

Informacje napływające w kolejnych miesiącach wskazywały na umacnianie się tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce. Wzrost PKB w I kwartale 2006 r. przekroczył 5%, a zgodnie z kwietniową projekcją makroekonomiczną zbliżona dynamika miała się utrzymać w kolejnych latach. Obniżki stóp, dokonane w pierwszym kwartale, szybszy wzrost gospodarczy, a także poprawa sytuacji na rynku pracy i prognozowane przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy spowodowały, że kwietniowa projekcja inflacji sygnalizowała wzrost presji inflacyjnej. Projekcja wskazywała, że do 2008 r., luka popytowa pozostanie ujemna, ale będzie się domykać w tempie szybszym od przewidywanego w projekcji styczniowej. Dodatkowym czynnikiem ryzyka, który ujawnił się w drugim kwartale, był wzrost nacisków płacowych w sferze budżetowej

Wykres 3

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – kwiecień 2006 r.



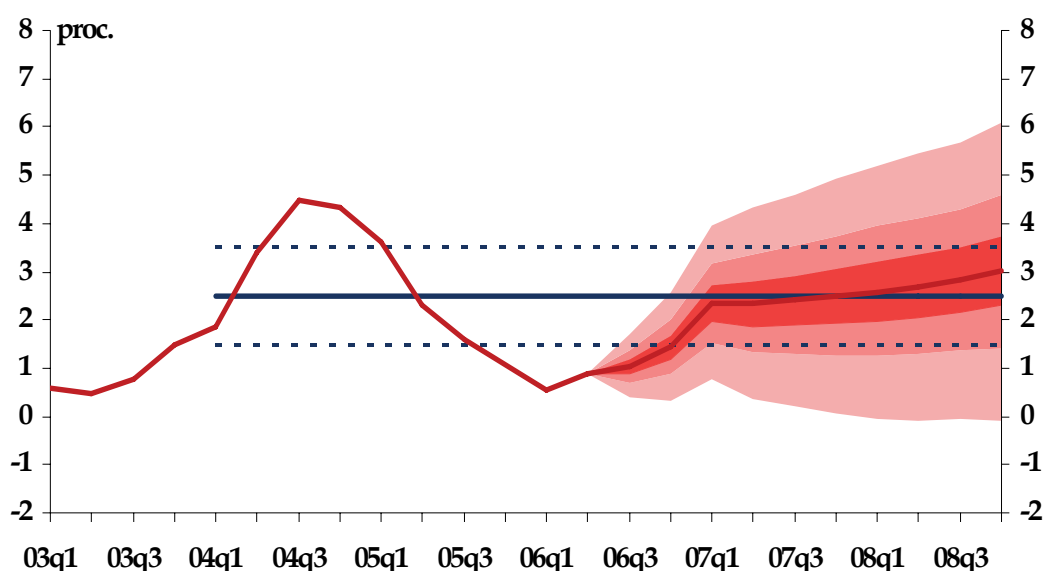
Źródło: *Raport o inflacji*, kwiecień 2006 r., NBP.

W kolejnych miesiącach umacniały się tendencje wzrostowe w polskiej gospodarce. Szacowano, że dynamika PKB w II kwartale ponownie przekroczyła 5%, a kolejna, lipcowa projekcja przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w II połowie 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%). Projekcja

wskazywała, że w 2008 r. inflacja będzie nadal stopniowo wzrastać, a jej poziom utrzyma się w przedziale odchyłeń od celu inflacyjnego. Lipcowa projekcja wskazywała ponadto wyższą, niż projekcja kwietniowa, ścieżkę wzrostu popytu krajowego, PKB i inflacji na kolejne lata. Umacniające się ożywienie w gospodarce i rosnące prawdopodobieństwo wzrostu inflacji utwierdziło Radę w przekonaniu, że stopy procentowe nie powinny być dalej obniżane, mimo kształtowania się inflacji bieżącej na niskim poziomie.

Wykres 4

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – lipiec 2006 r.



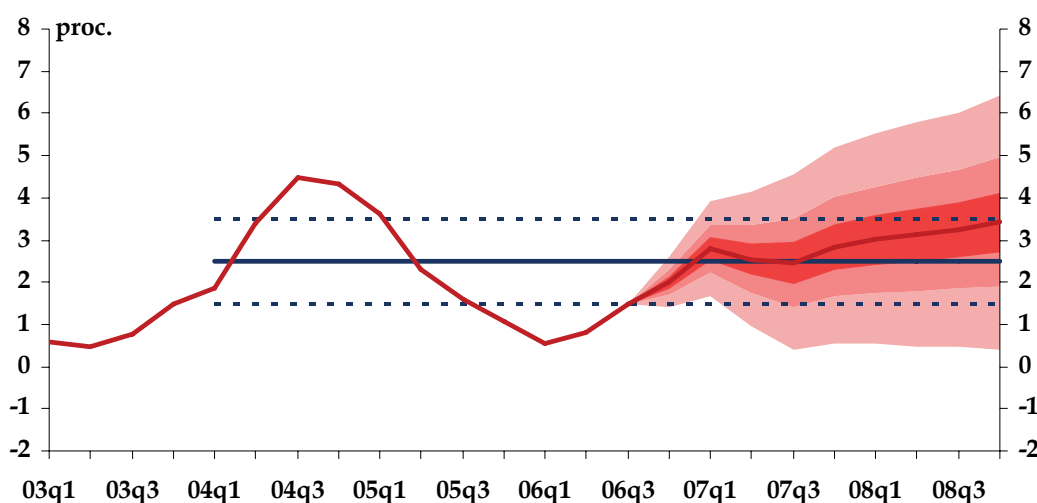
Źródło: *Raport o inflacji*, lipiec 2006 r., NBP.

Napływające w kolejnych miesiącach dane potwierdzały, że ożywienie polskiej gospodarki ma charakter trwały. Wzrost gospodarczy w II kwartale okazał się znacząco wyższy niż przewidywano w lipcowej projekcji, a dane miesięczne, dotyczące między innymi sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej pozwalały oczekiwać, że także w III kwartale wzrost gospodarczy mógł być niedoszacowany. Systematycznie, choć powoli, rósł wskaźnik bieżącej inflacji, zarówno CPI, jak i inflacji netto. W sierpniu wskaźnik CPI wzrósł ponad dolną granicę przedziału wahań wokół celu inflacyjnego, jednak wzrost ten wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen żywności, który był efektem suszy.

Z opracowanej w październiku projekcji inflacji wynikało, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w I kw. 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%). Projekcja wskazywała, że w 2008 r. inflacja będzie nadal stopniowo wzrastać i w II połowie 2008 r. jej poziom będzie zbliżony do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego.

Wykres 5

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – październik 2006 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, październik 2006 r., NBP.

Dane, napływające do końca roku nie zmieniły znacząco obrazu sytuacji. W szczególności dane dotyczące produkcji budowlano-montażowej, wzrostu nakładów inwestycyjnych dużych i średnich przedsiębiorstw a także liczby pracujących w gospodarce w III kw. potwierdzały trwałość ożywienia gospodarczego i stopniowy wzrost presji inflacyjnej.

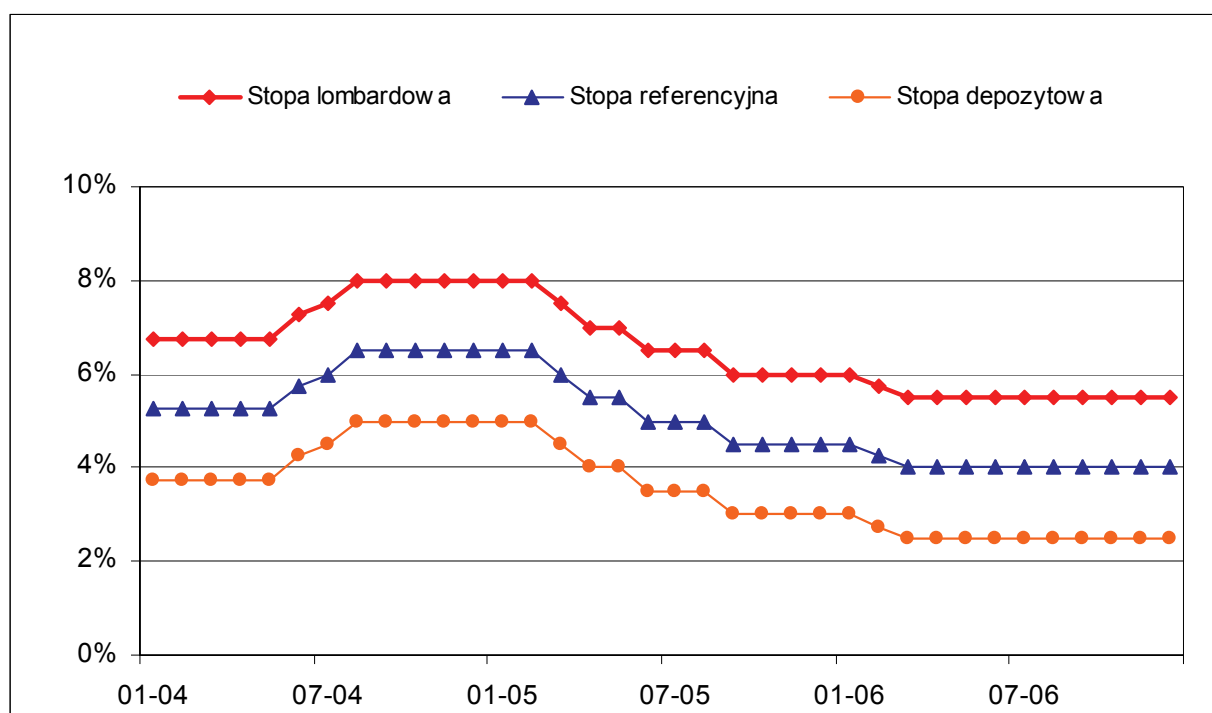
Z uwagi na opóźnienia w procesie transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki, przy podejmowaniu decyzji o poziomie stóp procentowych uwzględniano przede wszystkim przewidywany rozwój wydarzeń w przyszłości. Wynika stąd istotna rola prognoz, w tym, w szczególności projekcji inflacji. Model prognostyczny jest jednak, z natury rzeczy narzędziem niedoskonałym i dlatego wyniki projekcji uzyskane na jego podstawie stanowiły ważną, ale nie jedyną przesłankę podejmowania decyzji.

W trakcie posiedzeń w 2006 r. Rada wielokrotnie dyskutowała o roli czynników, które mogły nie zostać w dostateczny sposób ujęte w modelu prognostycznym. Przedmiotem dyskusji były między innymi perspektywy trwałości ożywienia na rynku pracy i związana z tym presja na wzrost wynagrodzeń w Polsce, wpływ procesów globalizacyjnych i kształtowania się światowych cen surowców na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, perspektywy poprawy stanu finansów publicznych oraz krótko- i średniookresowy wpływ przystąpienia Polski do UE na kurs złotego i inflację. Na posiedzeniach omawiano także: przyszły wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania na inflację w Polsce, znaczenie utrzymywania się niskiej inflacji netto dla przyszłej inflacji CPI, doświadczenia innych krajów, w których inflacja kształtowała się przez pewien czas poniżej celu inflacyjnego oraz perspektywy kształtowania się kursu złotego. Rada rozważała także, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: wzrost znaczenia czynników globalnych wobec czynników krajowych, ewentualne silniejsze niż oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie w 2007 r., dynamika agregatów monetarnych i sytuacja finansowa przedsiębiorstw⁵.

Ważnym elementem polityki pieniężnej opartej o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego jest komunikacja z szeroko pojętym otoczeniem gospodarczym. W jej ramach Rada przedstawia swoje oceny aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. W 2006 roku, podobnie jak w latach poprzednich, najważniejszymi instrumentami w sferze komunikacji były cokwartalne *Raporty o inflacji* oraz comiesięczne komunikaty i konferencje prasowe po posiedzeniach RPP. Zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2006* Rada dążyła do zwiększenia przejrzystości i jednoznaczności komunikacji z otoczeniem. Istotnym elementem zwiększenia przejrzystości prowadzonej polityki było coraz pełniejsze przedstawianie w rozdziale "Polityka pieniężna" *Raportu o inflacji* najważniejszych problemów będących przedmiotem dyskusji na decyzyjnych posiedzeniach RPP. Rada podejmowała także działania zmierzające do rozpoczęcia publikowania syntetycznego opisu dyskusji na swoich decyzyjnych posiedzeniach (*minutes*).

⁵ Szerszy opis dyskusji i argumentów podnoszonych na posiedzeniach przedstawiono w *Raportach o inflacji* opublikowanych w 2006 r. oraz w styczniu 2007 r.

Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2004-2006



Źródło: NBP

3. Instrumenty polityki pieniężnej

W 2006 r. NBP realizował politykę pieniężną, oddziałując na poziom inflacji za pomocą stopy procentowej. RPP określała wysokość oficjalnych stóp procentowych NBP, które wyznaczały rentowności instrumentów polityki pieniężnej oraz ustaliła zasady przeprowadzania operacji otwartego rynku. W celu kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych, NBP wykorzystywał następujące instrumenty: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową. Wpływając na poziom krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, aby był on spójny z założonym celem inflacyjnym.

3.1. Nadpłynność sektora bankowego

Nadpłynność sektora bankowego rosła w 2006 r., podobnie jak w roku poprzednim. Jej poziom, mierzony jako średnioroczne saldo bonów pieniężnych NBP, wyniósł 19.758 mln zł i był wyższy o 3.059 mln zł, (tj. o 18%) w porównaniu do średniego poziomu z 2005 r. Łączna absorpcja środków pieniężnych z sektora bankowego, mierzona skalą emisji bonów pieniężnych NBP oraz poziomem lokat MF w NBP, wyniosła w 2006 r. średnio 24.823 mln zł i była wyższa o 3.116 mln zł w porównaniu do 2005 r. Dodatkowo, w obiegu pozostawały obligacje⁶ w kwocie 7.816 mln zł, których termin zapadalności przypada na 2012 r.

Do wzrostu nadpłynności sektora bankowego przyczyniły się w największym stopniu operacje walutowe banku centralnego. W okresie od 1 stycznia do 31 grudnia 2006 r. saldo skupu i sprzedaży walut obcych przez NBP, wynikające głównie z napływu do Polski środków z funduszy UE, wyniosło 5.589 mln zł po stronie skupu walut. Innymi czynnikami działającymi w kierunku wzrostu płynności były m.in. środki wypłacane przez NBP z tytułu: wpłaty z zysku NBP do budżetu państwa, dyskonta bonów pieniężnych NBP oraz odsetek od rezerwy obowiązkowej i obligacji NBP.

⁶ Wyemitowane przez NBP w 2002 r., zgodnie z uchwałą nr 5/6/PPK/2002 Zarządu NBP z dnia 8 lutego 2002 r. w sprawie emisji przez NBP obligacji przeznaczonych na zamianę części obligacji nabytych przez banki w związku z obniżeniem stóp rezerwy obowiązkowej.

Przyrost nadpłynności był ograniczany głównie przez zwiększenie poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu – średnio o 9.223 mln zł w ciągu 2006 r. W podobnym kierunku oddziaływały wyższy poziom rezerwy obowiązkowej (o 1.277 mln zł) oraz wzrost depozytów budżetowych w NBP (o 529 mln zł).

Od 2006 r., w celu usprawnienia zarządzania przez banki komercyjne bieżącym poziomem płynności, NBP rozszerzył zakres publikowanych danych. Obok dotychczas ogłaszanych informacji, dotyczących poziomu rezerwy wymaganej, rachunku bieżącego banków w NBP, depozytu na koniec dnia oraz wykorzystanego kredytu lombardowego, NBP publikuje raz w tygodniu prognozę średniego poziomu rachunku bieżącego banków w okresie zapadalności podstawowej operacji otwartego rynku. Ponadto, codziennie aktualizowana jest wartość średniego poziomu rachunku bieżącego banków w NBP w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

3.2. Instrumenty polityki pieniężnej

Stopa procentowa

W 2006 r. podstawowym instrumentem polityki pieniężnej była krótkoterminowa stopa procentowa. Rada Polityki Pieniężnej określała wysokość stóp procentowych NBP, które wyznaczały oprocentowanie instrumentów polityki pieniężnej, tj.: operacji otwartego rynku, rezerwy obowiązkowej oraz operacji depozytowo-kredytowych.

Główną stopą NBP była stopa referencyjna. Stopa ta oddziaływała na poziom stawki rynkowej o terminie porównywalnym z zapadalnością podstawowych operacji otwartego rynku (WIBOR SW⁷). Stopy depozytowa i lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych *overnight* na rynku międzybankowym.

W 2006 r. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżała stopy podstawowe NBP. Stopa referencyjna została obniżona łącznie z 4,50% do 4,00%, stopa lombardowa z 6,00% do 5,50%, a

⁷ WIBOR SW (ang. *Warsaw Interbank Offer Rate Spot Week*) – stawka, po której banki są gotowe udzielić pożyczki na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych na okres 7 dni. Obliczana jest jako średnia arytmetyczna z kwotowań przekazywanych przez uczestników tzw. fixingu, przeprowadzanego każdego dnia roboczego o godz. 11.00 i publikowana na stronie serwisu informacyjnego Reuters (WIBO). Organizatorem fixingu jest ACI Polska.

depozytowa z 3,00% do 2,50%. 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 2006 r.

Data podjęcia decyzji*	Decyzja:
31 stycznia 2006 r.	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku z 4,5% do 4,25% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,0% do 5,75% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 4,75% do 4,5% - Obniżenie stopy depozytowej z 3,0% do 2,75%.
28 lutego 2006 r.	<ul style="list-style-type: none"> - Obniżenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku z 4,25% do 4,0% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 5,75% do 5,5% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 4,5% do 4,25% - Obniżenie stopy depozytowej z 2,75% do 2,5%.

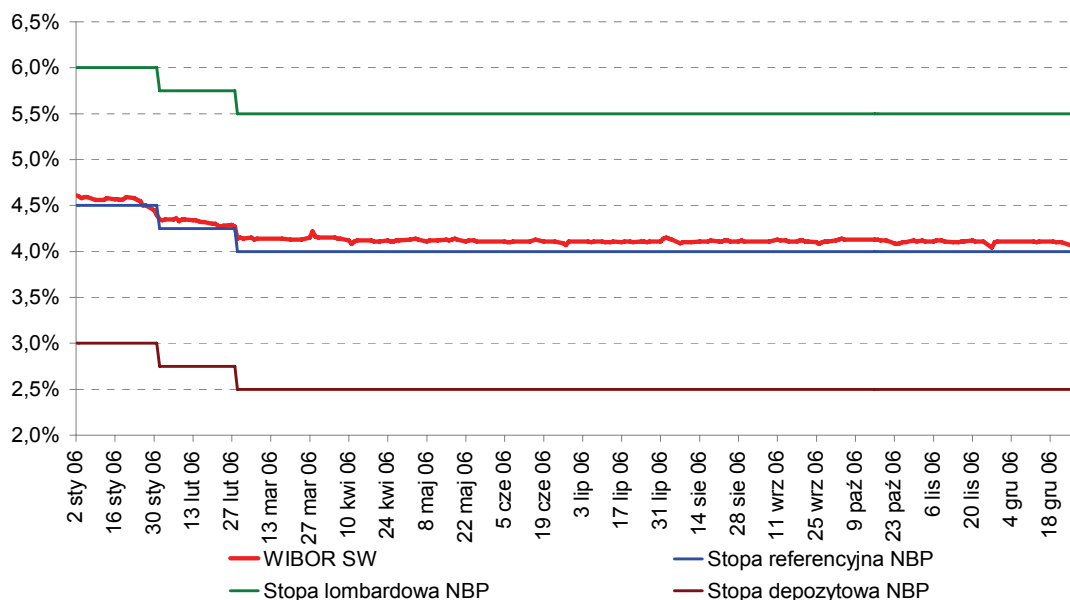
Źródło: Dane NBP.

*Decyzje wchodziły w życie następnego dnia roboczego

W ślad za obniżkami stopy referencyjnej spadały krótkoterminowe stopy procentowe na rynku międzybankowym. Stawka WIBOR SW oscylowała wokół stopy referencyjnej NBP i utrzymywała się w korytarzu wahań wyznaczonym przez stopy lombardową i depozytową NBP. Na ogół stawka ta kształtowała się powyżej stopy referencyjnej NBP, a jej średnie odchylenie od stopy referencyjnej wyniosło w 2006 r. 11 punktów bazowych i było wyższe o 2 punkty bazowe w porównaniu do roku poprzedniego. Średnie odchylenie stawki POLONIA⁸ od stopy referencyjnej NBP w 2006 r. wyniosło 13 punktów bazowych, natomiast stawki WIBOR O/N – 14 punktów bazowych wobec odpowiednio 26 i 22 punktów bazowych w 2005 r.

⁸ POLONIA (ang. *Polish Overnight Index Average*) - średnia stawka *overnight* ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

Stopy podstawowe NBP oraz stawka rynku międzybankowego WIBOR SW w 2006 r.



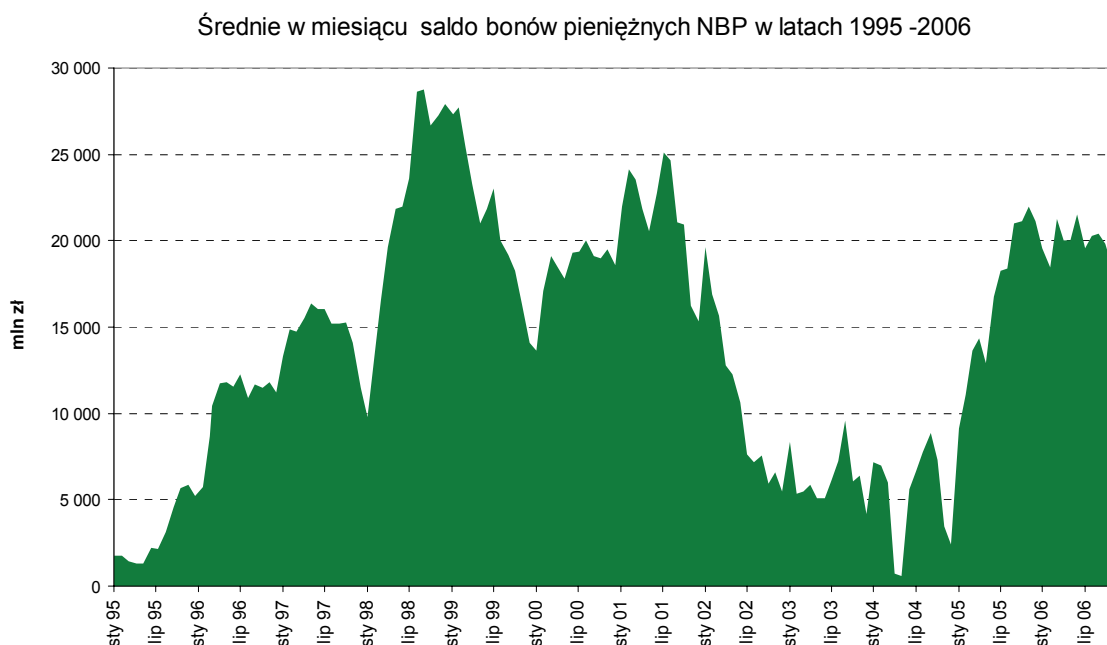
Źródło: Dane NBP.

Operacje otwartego rynku

W 2006 r. operacje otwartego rynku były podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego. W ramach tego rodzaju operacji NBP mógł stosować operacje podstawowe, dostrajające oraz strukturalne.

Operacje podstawowe były przeprowadzane w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Stosowano je, podobnie jak w roku poprzednim, w sposób regularny raz w tygodniu – w każdy piątek.

Wykres 8



Źródło: Dane NBP.

Od 1 stycznia 2006 r. dostęp do operacji podstawowych uzyskały wszystkie banki uczestniczące w systemie SORBNET, posiadające jednocześnie rachunek w Rejestrze Papierów Wartościowych prowadzonym w NBP oraz aplikację ELBON.

W 2006 r. Narodowy Bank Polski, poza podstawowymi operacjami otwartego rynku, miał również możliwość przeprowadzania operacji dostrajających. Operacje te mogły zostać podjęte w przypadku nieoczekiwanej, krótkoterminowej zmiany płynności sektora bankowego, prowadzącej do niepożądanych – z punktu widzenia polityki pieniężnej – wahań krótkoterminowych stóp procentowych. Operacje dostrajające mogły mieć charakter zarówno operacji absorbujących, jak i zasilających. Dostęp do nich posiadało 13 banków najbardziej aktywnych na rynku pieniężnym i walutowym, z którymi Narodowy Bank Polski podpisał

umowy⁹ w sprawie pełnienia funkcji Dealera Rynku Pieniężnego. W 2006 r. nie wystąpiły przesłanki do przeprowadzenia operacji dostrajających.

W 2006 r. nie zaistniała również konieczność zmiany długoterminowej struktury płynności sektora bankowego. Operacje strukturalne mogły polegać na emisji lub przedterminowym wykupie przez NBP własnych obligacji oraz zakupie lub sprzedaży papierów wartościowych na rynku wtórnym.

Rezerwa obowiązkowa

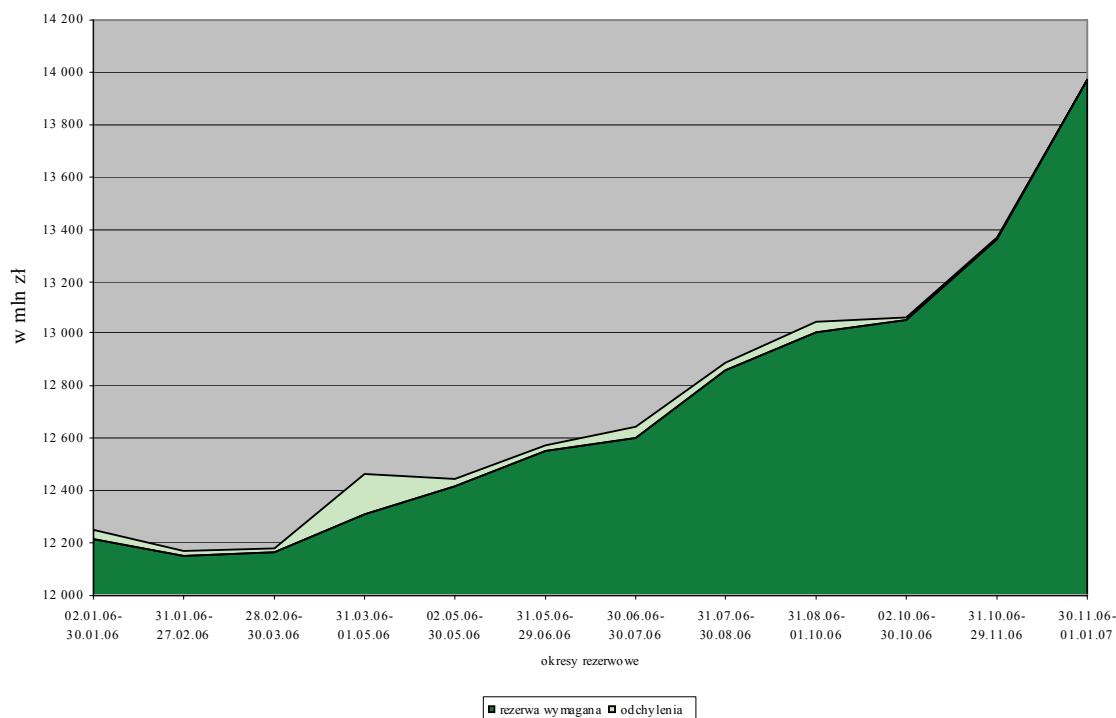
W 2006 r. obowiązki utrzymywania rezerwy obowiązkowej na rachunkach w NBP podlegały banki i oddziały banków zagranicznych działające w Polsce. Rezerwa obowiązkowa była utrzymywana w systemie uśrednionym. Banki były zobowiązane do utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie rezerwowym na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej.

Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowiły zwrotne środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych oraz uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych. Z podstawy naliczania wyłączone były środki przyjęte od innego banku krajowego, pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata oraz gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach mieszkaniowych i indywidualnych kontach emerytalnych. Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych. Stopy rezerwy nie zostały zmienione w 2006 r. i wynosiły 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków pozyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przerwaniem odkupu, od których stopa rezerwy wynosiła 0%. Wartość naliczonej rezerwy banki pomniejszały o równowartość 500 tys. euro. Środki rezerwy obowiązkowej były oprocentowane. Od maja 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej ustaliła ich oprocentowanie na poziomie 0,9 stopy redyskontowej weksli.

Poziom rezerwy obowiązkowej na dzień 31 grudnia 2006 r. wyniósł 13 970 mln zł i w porównaniu do stanu na 31 grudnia 2005 r. wzrósł o 1 905 mln zł (15,8%).

⁹ Ocena aktywności banków na rynku pieniężnym i walutowym dokonywana jest corocznie według określonych przez NBP kryteriów kwalifikacyjnych Indeksu Aktywności Dealerskiej (IAD).

Zmiany w poziomie rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej
w 2006 roku



Źródło: Dane NBP.

Na wzrost wielkości rezerwy obowiązkowej największy wpływ w 2006 r. miały:

- przyrost o 11,9% depozytów stanowiących podstawę jej naliczania, objętych dodatnią stopą rezerwy,
- wygaśnięcie z dniem 1 grudnia 2006 r. zwolnienia z obowiązku utrzymywania rezerwy w odniesieniu do jednego z banków.

We wszystkich okresach rezerwowych na rachunkach banków utrzymywała się niewielka (przeciętnie o 35 mln zł, tj. o 0,28%) nadwyżka średniego stanu środków w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej. W poszczególnych okresach nadwyżka ta wyniosła od 2 mln zł w grudniu (0,02%) do 157 mln zł w kwietniu (1,27%). Utrzymujące się minimalne różnice pomiędzy rezerwą wymaganą a utrzymywaną w poszczególnych okresach rezerwowych były efektem:

- prawidłowego zarządzania aktywami w bankach,

- korzystania przez banki z instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (kredyt techniczny, depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy), oraz
- wprowadzenia oprocentowania środków rezerwy tylko do wysokości rezerwy wymaganej (od 1 maja 2004 r.).

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe obejmowały dwa instrumenty oferowane przez bank centralny - depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy. Miały one na celu stabilizowanie poziomu płynności na rynku międzybankowym i ograniczanie skali wahań stawki rynkowej *overnight*. Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków komercyjnych. Przy ich użyciu banki mogły lokować nadwyżkę wolnych środków bądź uzupełniać niedobór płynności w banku centralnym.

Stopa depozytowa stanowiła dolne ograniczenie wahań stawki *overnight* na rynku międzybankowym. Stopa lombardowa wyznaczała maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP i określała jednocześnie jej górną granicę.

- W 2006 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP na termin *overnight* w łącznej kwocie 54,7 mld zł. Były one niższe o 3,9% w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim, których suma wyniosła 56,9 mld zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 149,9 mln zł wobec 155,9 mln zł w 2005 r.
- Łączna wysokość depozytu na koniec dnia, składanego przez banki, wahała się od 0,3 mln zł do 5,7 mld zł. Najwyższe kwoty środków lokowane były w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.
- W 2006 r. banki korzystały z kredytu lombardowego pod zastaw skarbowych papierów wartościowych, uzupełniając bieżącą płynność w NBP głównie pod koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Łączna kwota wykorzystanego w 2006 r. kredytu wyniosła 15,5 mld zł wobec 10,3 mld zł w 2005 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 42,6 mln zł w stosunku do 28,4 mln zł w 2005 r.

Pozostałe operacje

Ważnym elementem systemu rozliczeniowego pozostawał kredyt techniczny, będący formą nieoprocentowanej pożyczki z banku centralnego, spłacany w ciągu tego samego dnia operacyjnego. Kredyt pełnił rolę instrumentu ułatwiającego bankom zarządzanie płynnością w ciągu dnia operacyjnego oraz przebieg rozrachunku międzybankowego. Był on zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi.

W 2006 r. NBP oferował:

- kredyt techniczny w złotych.

Dzienne zasilenie banków w płynność kredytem technicznym kształtowało się w granicach od 4,6 do 17,1 mld zł i było wyższe o 48 % w stosunku do 2005 r.,

- kredyt śróddzienny w EUR, pełniący rolę instrumentu zapewniającego płynność rozrachunku w systemie SORBNET – EURO.

Zabezpieczenie kredytu stanowiły wybrane papiery skarbowe, zaakceptowane przez Europejski Bank Centralny. W 2006 r. dzienne zasilenie banków w płynność kredytem śróddziennym wahało się od 251,7 tys. EUR do 5,0 mln EUR.

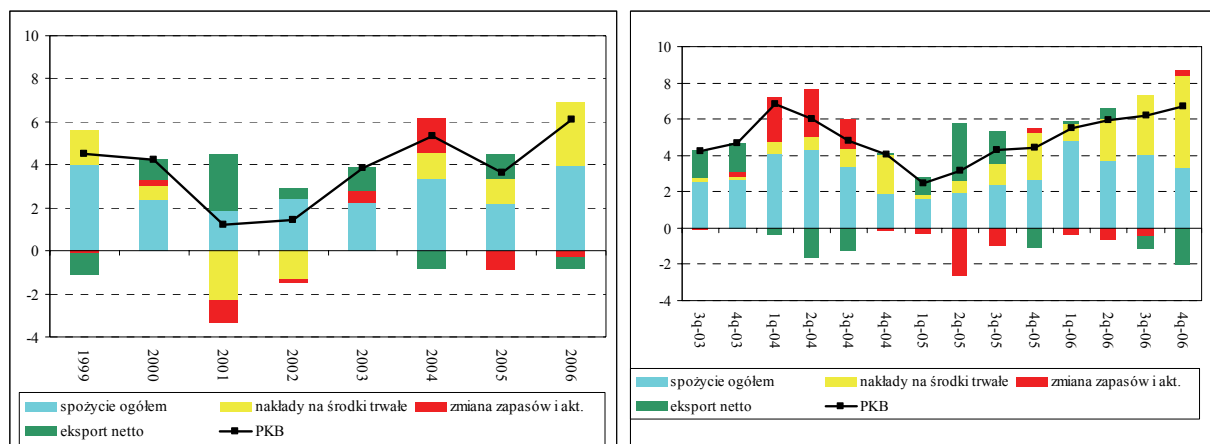
Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny

W 2006 r. popyt krajowy wzrósł o 6,6% wobec 2,4% w 2005 r. Zwiększenie rocznej dynamiki popytu krajowego było wynikiem dużo wyższej niż rok wcześniej dynamiki spożycia indywidualnego (wzrost z 2,0% do 5,2%) i nakładów brutto na środki trwałe (wzrost z 6,5% do 16,5%). Ponieważ w 2006 r. spożycie publiczne wzrosło o 3,9%, dynamika spożycia ogółem wyniosła 4,8%. W 2006 r. zapasy rosły wolniej niż rok wcześniej i dynamika akumulacji brutto (14,1%) była niższa niż inwestycji. Eksport rósł wolniej niż import, co oznacza odwrócenie tendencji z lat 2000-2005 (z wyjątkiem 2004 roku).

Dynamika wartości dodanej brutto¹⁰ w 2006 r. wyniosła 6,2% przy wzroście tej kategorii o 3,3% rok wcześniej. Wzrost wartości dodanej brutto w 2006 r. był przede wszystkim efektem ożywienia w usługach rynkowych i przemyśle (wkłady do wzrostu wartości dodanej ogółem wyniosły odpowiednio 2,4 pkt. proc. oraz 2,3 pkt proc.), a w drugiej połowie roku – także w budownictwie. O skali przyrostu wartości dodanej w usługach rynkowych zadecydowały handel i naprawy.

Wykres 10

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

¹⁰ Produkt krajowy brutto jest równy wartości dodanej brutto, powiększonej o saldo podatków od produktów (w tym cel importowych) i dotacji do produktów.

Tabela 2

PKB i popyt krajowy w latach 1999 – 2006

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Dynamika							
PKB	4,5	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,1
Popyt krajowy	5,2	3,1	-1,3	0,9	2,7	6,0	2,4	6,6
Spożycie	5,0	2,9	2,3	3,0	2,6	4,0	2,7	4,8
Spożycie indywidualne	5,4	3,1	2,3	3,4	2,0	4,4	2,0	5,2
Akumulacja	6,0	3,9	-13,4	-7,2	3,3	14,7	1,4	14,1
Nakłady brutto na środki trwałe	6,6	2,7	-9,7	-6,3	-0,1	6,4	6,5	16,5
Eksport	-2,5	23,2	3,1	4,8	14,2	14,0	8,0	14,5
Import	1,0	15,5	-5,3	2,7	9,3	15,2	4,7	15,8
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc.	-1,0	0,9	2,6	0,5	1,1	-0,8	1,1	-0,5
	Struktura PKB w cenach bieżących							
Popyt krajowy	105,9	106,4	103,7	103,4	102,6	102,0	100,3	100,8
Spożycie	80,7	81,6	82,9	84,8	83,8	81,9	81,1	80,2
Akumulacja	25,3	24,8	20,8	18,6	18,7	20,1	19,2	20,5
Eksport netto	-5,9	-6,4	-3,7	-3,4	-2,6	-2,0	-0,3	-0,8

Źródło: Dane GUS.

Dynamika nakładów inwestycyjnych brutto w 2006 r. była dużo wyższa niż rok wcześniej, natomiast przyrosty zapasów były niższe. Wzrost dynamiki nakładów inwestycyjnych był częściowo rezultatem rosnącego napływu funduszy strukturalnych z Unii Europejskiej.

W wyniku dużo szybszego niż w poprzednim roku wzrostu dochodów do dyspozycji, dynamika spożycia indywidualnego w 2006 r. była znacznie wyższa niż przed rokiem. Poprawa sytuacji na rynku pracy przyczyniła się do wzrostu dochodów z pracy najemnej w 2006 r. o 7,2% (w cenach bieżących, dane o dochodach według szacunków NBP), a w efekcie rewaloryzacji rent i emerytur świadczenia społeczne wzrosły o 4,7%. Istotnymi źródłami finansowania przyrostu konsumpcji w 2006 r. były wzrastające dochody z działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochody z własności. Wyплаты dla rolników w ramach Wspólnej Polityki Rolnej były natomiast w 2006 r. zbliżone do poziomu z 2005 r.

Rok 2006 był piątym z kolei rokiem, w którym rósł eksport i import. Tempo wzrostu obrotów handlowych było znacznie wyższe niż w roku poprzednim i znacznie przewyższało dynamikę wzrostu PKB. W warunkach szybko rosnącego popytu krajowego, w ubiegłym roku

import rósł szybciej niż eksport, czego efektem był ujemny wkład eksportu netto do realnego wzrostu PKB. W konsekwencji nieznacznie wzrósł deficyt rachunku obrotów bieżących (w relacji do PKB z 1,7% w 2005 r. do 2,3% w 2006 r.).

Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W 2006 r. wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu rocznym (inflacja) pozostawał na niskim poziomie. W pierwszej połowie roku roczna inflacja utrzymywała się na poziomie poniżej 1% (od 0,6% w styczniu do 0,8% w czerwcu), na co złożyły się spadki (w ujęciu rocznym) cen żywności i cen pozostałych towarów i usług, przy jednocześnie wysokiej dynamice cen kontrolowanych. W drugiej połowie 2006 r. roczna inflacja znajdowała się w pobliżu dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (od 1,1% w lipcu do 1,4% w grudniu), na co złożyły się rosnące ceny żywności i ceny pozostałych towarów i usług, przy jednocześnie obniżającym się wzroście cen kontrolowanych. O niskiej inflacji w całym 2006 r. świadczy średnioroczny wskaźnik inflacji, który wyniósł 1,0%.

Wskaźnik **cen żywności i napojów bezalkoholowych** w 2006 r. zmieniał się od -0,9% r/r w styczniu do 1,8% r/r w grudniu (najwyższa dynamika tych cen obserwowana była we wrześniu: 2,4% r/r). W pierwszej połowie 2006 r. utrzymywał się spadek cen w ujęciu rocznym, głównie w wyniku spadków cen mięsa¹¹. Jednocześnie, utrzymywała się niska dynamika innych towarów żywnościowych (poza warzywami). W drugiej połowie 2006 r. ceny żywności kształtowały się odmiennie. W miesiącach letnich, głównie na skutek obniżenia podaży produkcji roślinnej spowodowanej suszą, dynamika cen żywności gwałtownie przyspieszyła i we wrześniu osiągnęła poziom 2,4% r/r. Największy wpływ na odwrócenie wcześniejszej tendencji spadkowej miały wzrosty cen pieczywa i produktów zbożowych oraz warzyw, jednakże również dynamika pozostałych grup nieznacznie wzrosła. W tym samym czasie zmniejszała się stopniowo siła łagodzącego wpływu niskich cen mięsa. W IV kwartale 2006 r. dynamika cen żywności nieznacznie się obniżała lecz wciąż pozostawała na stosunkowo wysokim poziomie.

¹¹ Spadek cen mięsa (w ujęciu rocznym) nastąpił na skutek wysokiej podaży na tym rynku przy jednoczesnym ograniczeniu popytu na mięso w wyniku odkrycia przypadków ptasiej grypy w Polsce oraz restrykcji w eksporcie polskiej żywności do Rosji (wprowadzone w listopadzie 2005 r.) i na Ukrainę (w marcu 2006 r.).

Tabela 3

Zmiany (r/r) głównych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2005 - 2006

	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Ceny kontrolowane	Pozostałe towary i usługi		w tym:	
				<i>w tym:</i> paliwa	usługi	towary nieżywnościowe	usługi
Struktura wag w CPI							
2005	100,00	26,94	26,62	<i>3,84</i>	46,44	<i>26,81</i>	<i>19,63</i>
2006	100,00	27,18	27,52	<i>3,89</i>	45,30	<i>26,69</i>	<i>18,61</i>
Zmiana do analogicznego okresu roku poprzedniego w %							
2005 I	3,7	6,7	3,4	<i>9,9</i>	2,3	<i>1,6</i>	<i>3,2</i>
II	3,6	5,9	3,4	<i>10,2</i>	2,3	<i>1,7</i>	<i>3,2</i>
III	3,4	5,3	3,3	<i>9,1</i>	2,4	<i>1,5</i>	<i>3,6</i>
IV	3,0	3,7	3,7	<i>11,9</i>	2,3	<i>1,4</i>	<i>3,5</i>
V	2,5	4,3	3,0	<i>6,8</i>	1,2	<i>-0,4</i>	<i>3,3</i>
VI	1,4	0,4	3,3	<i>8,4</i>	0,9	<i>-0,6</i>	<i>3,0</i>
VII	1,3	-0,8	4,2	<i>13,1</i>	0,8	<i>-0,7</i>	<i>2,9</i>
VIII	1,6	0,5	4,4	<i>14,7</i>	0,7	<i>-0,9</i>	<i>2,8</i>
IX	1,8	1,0	4,7	<i>16,5</i>	0,6	<i>-1,0</i>	<i>2,9</i>
X	1,6	0,8	4,4	<i>12,8</i>	0,4	<i>-1,1</i>	<i>2,6</i>
XI	1,0	-0,5	3,9	<i>9,6</i>	0,2	<i>-1,2</i>	<i>2,2</i>
XII	0,7	-1,3	3,4	<i>6,4</i>	0,2	<i>-1,2</i>	<i>2,2</i>
2006 I	0,6	-0,9	3,6	<i>6,4</i>	-0,4	<i>-1,6</i>	<i>1,4</i>
II	0,7	-0,2	3,3	<i>4,6</i>	-0,4	<i>-1,6</i>	<i>1,4</i>
III	0,4	-0,7	3,2	<i>3,4</i>	-0,6	<i>-1,6</i>	<i>0,8</i>
IV	0,7	-0,6	4,3	<i>4,4</i>	-0,6	<i>-1,7</i>	<i>0,9</i>
V	0,9	-0,2	4,5	<i>7,1</i>	-0,6	<i>-1,6</i>	<i>0,8</i>
VI	0,8	-0,5	4,3	<i>5,9</i>	-0,6	<i>-1,6</i>	<i>1,0</i>
VII	1,1	0,2	3,8	<i>4,6</i>	0,0	<i>-1,7</i>	<i>2,5</i>
VIII	1,6	1,8	3,9	<i>4,9</i>	0,1	<i>-1,7</i>	<i>2,7</i>
IX	1,6	2,4	3,0	<i>-1,1</i>	0,2	<i>-1,5</i>	<i>2,5</i>
X	1,2	2,2	1,9	<i>-6,2</i>	0,2	<i>-1,3</i>	<i>2,4</i>
XI	1,4	2,2	1,8	<i>-7,1</i>	0,7	<i>-1,2</i>	<i>3,5</i>
XII	1,4	1,8	1,9	<i>-6,3</i>	0,8	<i>-1,1</i>	<i>3,6</i>
I-XII 2005							
r.	2,1	2,1	3,7	<i>10,8</i>	1,2	<i>-0,1</i>	<i>2,9</i>
I-XII 2006							
r.	1,0	0,6	3,3	<i>1,5</i>	-0,1	<i>-1,5</i>	<i>2,0</i>

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS

Wskaźnik **cen kontrolowanych**¹² w 2006 r. zmieniał się od 3,6% r/r w styczniu do 1,9% r/r w grudniu (najwyższa dynamika tych cen obserwowana była we maju: 4,5% r/r). W 2006 r. roczna dynamika cen kontrolowanych była determinowana głównie zmienną dynamiką cen paliw i cen gazu. Inne grupy cen spośród cen kontrolowanych charakteryzowały się względnie stabilną dynamiką. I tak, roczne wskaźniki zmian cen wyrobów tytoniowych, energii elektrycznej, ciepłej wody i centralnego ogrzewania w całym roku przewyższały wartość wskaźnika cen kontrolowanych, natomiast transport kontrolowany i łączność działały hamująco na tempo zmian cen kontrolowanych. W kształtowaniu się cen kontrolowanych w 2006 r. można wyróżnić dwa okresy. W okresie od stycznia do września 2006 r. roczne tempo zmian cen kontrolowanych utrzymywało się na wysokim poziomie, osiągając w maju najwyższy poziom w ciągu roku (4,5% r/r). Przyczyniły się do tego podwyżki cen gazu w styczniu (o 4,3% m/m) i kwietniu (o 10,0% m/m), pod wpływem których roczny wskaźnik cen gazu ukształtował się odpowiednio w wysokości 13,9% oraz 26,6%, a także rosnące ceny paliw wywołane wzrostem cen ropy naftowej i benzyn na rynku światowym. Z kolei, od października do grudnia 2006 r. roczny wzrost cen kontrolowanych uległ zahamowaniu, głównie pod wpływem spadku cen paliw (w grudniu do -6,3% r/r) oraz ograniczenia wzrostu cen gazu wywołanego ustąpieniem efektu bazy w październiku 2006 r.

Wskaźnik **cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych** w 2006 r. stopniowo zwiększał się z -0,4% r/r w styczniu 2006 r. do +0,8% r/r w grudniu 2006 r. Złożył się na to przede wszystkim wzrost dynamiki cen usług do 3,6% r/r w grudniu 2006 r., wobec 1,4% w styczniu 2006 r. Na wzrost dynamiki cen usług w znacznym stopniu wpłynęły efekty statystyczne związane ze zmianami cen usług internetowych¹³. Dynamika cen usług po wyłączeniu cen usług internetowych była niższa i wzrosła z 2,3% r/r w styczniu 2006 r. do 2,5% r/r w grudniu. W

¹² Do cen kontrolowanych zaliczamy te towary i usługi, których ceny kształtują się nie w pełni pod wpływem czynników rynkowych. W grupie tej znajdują się towary, których cena detaliczna w znacznym stopniu składa się z podatku akcyzowego (paliwa, napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe) oraz towary i usługi, na których ceny istotny wpływ wywierają instytucje rządowe i samorządowe (usługi administracji publicznej, niektóre usługi transportowe) oraz regulatorzy rynku (energia elektryczna, gaz, łączność).

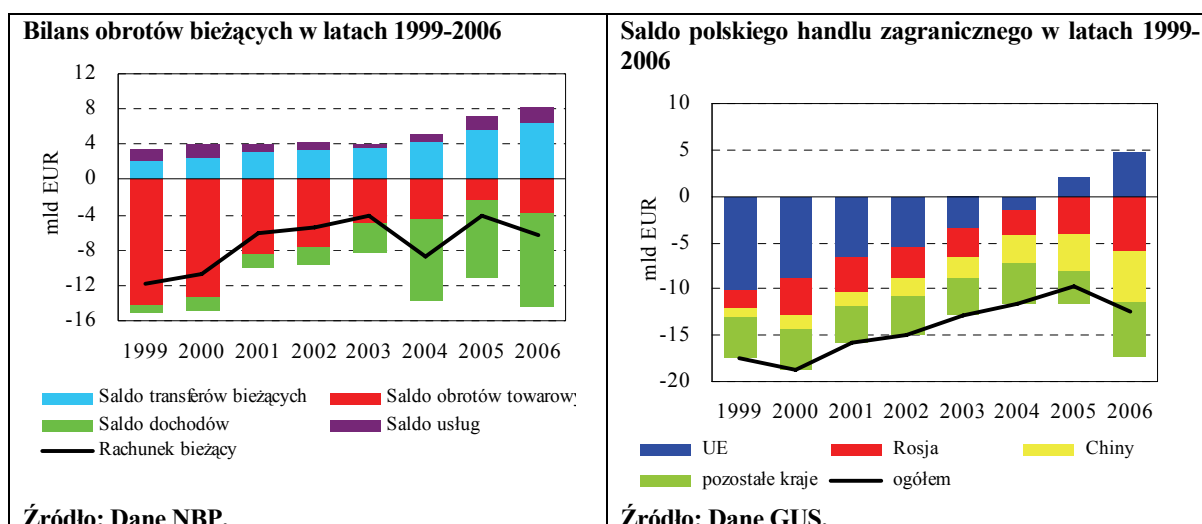
¹³ Na roczną dynamikę cen usług internetowych (wzrost z -27,3% w styczniu 2006 r. do +55,3% w grudniu 2006r. oddziaływały silne efekty statystyczne związane z rozpoczęciem w listopadzie 2005 r. (spadek o 34,9% m/m) i zakończeniem w lipcu 2006 r. (wzrost o 60,0% m/m) promocji cenowej u jednego z ich dostawców.

kierunku obniżenia rocznej dynamiki wzrostu cen pozostałych towarów i usług oddziaływały spadki cen towarów nieżywnościowych (-1,6% w styczniu 2006 r. wobec 1,1% w grudniu 2006 r.). Na obniżenie cen towarów złożyły się przede wszystkim utrzymujące się spadki cen odzieży i obuwia, sprzętu elektronicznego, czyli towarów w znacznej części importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Jednocześnie, spadek cen towarów nieżywnościowych był ograniczony przez wzrost cen opału (o 5,5% r/r w grudniu 2006 r. wobec 2,8% w styczniu 2006 r.) oraz wzrost dynamiki cen materiałów do konserwacji mieszkania (z -0,7% r/r w styczniu 2006 r. do +2,1% r/r w grudniu 2006 r.).

Załącznik nr 3. Bilans płatniczy

W 2006 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego wzrósł o ponad 2,1 mld EUR w porównaniu z rokiem poprzednim. Ujemne saldo rachunku obrotów bieżących wyniosło 6,3 mld EUR, a relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wzrosła z 1,7% w 2005 r. do 2,3% w 2006 r. Na pogorszenie salda obrotów bieżących złożyło się pogłębienie deficytu w obrotach towarowych i w dochodach. Podobnie jak w 2005 r., w kierunku zmniejszenia deficytu bilansu obrotów bieżących oddziaływał wzrost nadwyżki w pozycjach transferów bieżących oraz usług.

Wykres 11



Wobec istotnego przyspieszenia popytu w polskiej gospodarce, jak również w jej otoczeniu, w 2006 r. wzrosła dynamika obrotów, zarówno w eksporcie jak i w imporcie¹⁴. Wzrost wartości importu był najwyższy w ciągu ostatnich sześciu lat i po raz pierwszy od 1999 r., dynamika importu był wyższa w porównaniu z dynamiką eksportu¹⁵. Na taki wynik w imporcie wpływał zarówno silny

¹⁴ W 2006 r. wolumen eksportu wzrósł o 15,9% r/r (wobec wzrostu o 10,6% w 2005 r.), natomiast wolumen importu zwiększył o 15,8% r/r (5,2%); W 2006 r. wartość importu zwiększyła się o 23,2% (wobec 13,8% w 2005 r.), podczas gdy eksportu – o 22,6% (19,6%).

¹⁵ Według danych GUS w 2006 r. ujemne saldo w polskim handlu zagranicznym wyniosło 12,5 mld EUR wobec 9,7 mld EUR w 2005 r.

wzrost dynamiki wolumenu jak i cen importowych. Wyższy wzrost cen transakcyjnych¹⁶ w imporcie wobec cen w eksporcie przyczynił się do pogorszenia terms of trade w polskim handlu zagranicznym¹⁷. Do przyspieszenia dynamiki importu przyczynił się wysoki wzrost popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego w Polsce, wzrost popytu ze strony sektora eksportowego, a także dalszy wzrost cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych¹⁸.

Analiza zmian salda handlu zagranicznego wg najważniejszych partnerów handlowych Polski wskazuje, że na pogłębienie się deficytu w 2006 r.łożył się przede wszystkim dalszy wzrost ujemnego salda w handlu z krajami nie należącymi do Unii Europejskiej, a zwłaszcza z Rosją i Chinami. Jednocześnie nastąpił dalszy wzrost dodatniego salda w handlu z krajami Unii Europejskiej¹⁹, co wynikało z przyspieszenia dynamiki eksportu do strefy euro w porównaniu z rokiem 2005. Najwyższy od 2000 r. wzrost popytu krajowego w strefie euro wpływał na silne przyspieszenia popytu importowego w tym regionie. Wzrost popytu ze strony sektora eksportowego strefy euro²⁰ znalazł wyraz przede wszystkim w zwiększeniu się importu dóbr pośrednich. Duży udział tej grupy produktów w polskim eksporcie oraz coraz intensywniejsze powiązania polskiej gospodarki ze strefą euro sprawiły, że wzrost importu z Polski w 2006 r. należał do najwyższych spośród głównych partnerów handlowych strefy euro²¹.

W 2006 r. nominalny kurs złotego nadal umacniał się – średnioroczny kurs złotego był silniejszy wobec euro o 3,2%, natomiast wobec dolara amerykańskiego o 4,1%. W okresie I kw. 2006 r. - IV kw. 2006 r. realny efektywny kurs złotego deflowany jednostkowymi kosztami pracy²² w

¹⁶ Ceny transakcyjne importu wyrażone w EUR wzrosły w 2006 r. o 6,4% (wobec 8,1% w 2005 r.), podczas gdy ceny eksportu o 5,8% (8,2%).

¹⁷ W 2006 r. wskaźnik terms of trade wyniósł 99,5 wobec 100,1 w roku poprzednim.

¹⁸ Ceny importu ropy naftowej do Polski wyrażone w EUR wzrosły w 2006 r. o 24,8% w porównaniu z rokiem poprzednim (wobec wzrostu o 42,2% w 2005 r.)

¹⁹ Złożyło się na to zarówno zmniejszenie się deficytu w handlu z krajami strefy euro oraz zwiększenie dodatniego salda zarówno z pozostałymi krajami „starej” Unii, jak i nowymi krajami członkowskimi UE.

²⁰ Wolumen eksportu strefy euro w 2006 r. zwiększył się o 8,3% (wobec wzrostu o 4,2% w 2005 r.)

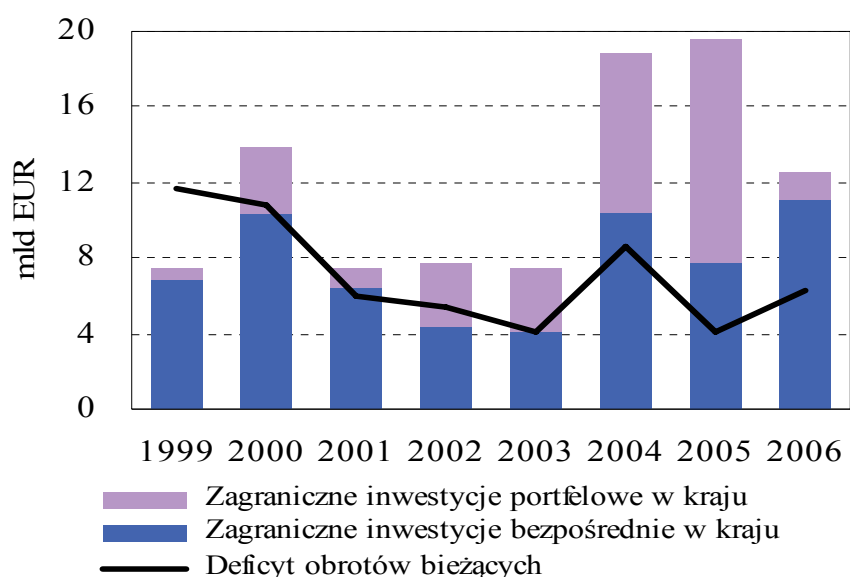
²¹ Tempo wzrostu wartości importu z Polski strefy euro wyniosło w 2006 r. 26%, wobec wzrostu o 13% całego zewnętrznego importu tego regionu. Por. Euro-indicators, news release 42/2007z 22 marca 2007, Eurostat.

²² Miarą odpowiednią do oceny zmian konkurencyjności producentów na rynkach międzynarodowych jest wskaźnik odzwierciedlający koszty produkcji. Ponadto, większość wymiany handlowej dotyczy jak dotąd produktów

przemysle przetwórczym umocnił się w mniejszym stopniu niż kurs nominalny, tj. o 0,6% wobec 3,6% dla nominalnego efektywnego kursu złotego²³. Realna aprecjacja efektywnego kursu złotego deflowanego indeksem cen konsumpcyjnych²⁴ wyniosła w 2006 r. 2,7%.

Wykres 12

Deficyt obrotów bieżących a napływ inwestycji zagranicznych w latach 1999-2006



Źródło: Dane NBP.

W 2006 r. większość głównych wskaźników finansowych obrazujących zewnętrzną równowagę polskiej gospodarki pogorszyła się nieznacznie w porównaniu do 2005 r. Nadal jednak utrzymały się one na bezpiecznym poziomie. Deficyt obrotów bieżących został w całości sfinansowany napływem kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich. Obniżyła się relacja obsługi zadłużenia zagranicznego do wartości eksportu towarów i usług.

przemysłu przetwórczego. Dlatego odpowiednim wskaźnikiem konkurencyjności producentów na rynku międzynarodowym jest realny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. W obliczeniach wykorzystano dane szacunkowe za IV kw. 2006 r.

²³ Zmiana r/r na podstawie danych miesięcznych.

²⁴ Dotyczy średniorocznego realnego efektywnego kursu walutowego deflowanego indeksem cen konsumpcyjnych obliczonego na podstawie danych miesięcznych.

Tabela 4

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	2004	2005	2006
Saldo obrotów bieżących/PKB	-4,2%	-1,7%	-2,3%
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,8%	-1,4%	-1,7%
Saldo płatności towarowych/PKB	-2,2%	-0,9%	-1,5%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	111,4%	126,2%	123,9%
(Saldo obrotów bieżących+kapitałowych+inwestycje bezpośrednie)/PKB	0,9%	0,8%	1,2%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług	35,4%	32,3%	29,8%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,0	4,7	4,0

Źródło: obliczenia NBP

Załącznik nr 4. Pieniądz i kredyt

W 2006 r. utrzymał się wzrostowy trend tempa zadłużenia gospodarstw domowych w monetarnych instytucjach finansowych (MIF)²⁵, czemu sprzyjała stała poprawa sytuacji dochodowej ludności. Rosły głównie kredyty denominowane w walutach obcych na cele mieszkaniowe. W drugim półroczu zaobserwowano stopniową zmianę preferencji pożyczkobiorców w kierunku kredytów złotych.

Pomimo znacznego przyrostu kredytów mieszkaniowych, nie odnotowano spadku popytu na kredyty konsumpcyjne. Było to możliwe dzięki wydłużaniu przez banki okresu kredytowania gospodarstw domowych. Wynikało to również z wyraźnego spadku oprocentowania kredytów mieszkaniowych oraz ze wzrostu dochodów do dyspozycji ludności.

Po kilkuletnim okresie stagnacji, nastąpiło wyraźne ożywienie na rynku kredytowym przedsiębiorstw. Poprawa klimatu inwestycyjnego sprzyjała wzrostowi zainteresowania ze strony podmiotów gospodarczych kredytami złotowymi, głównie średnio- i długoterminowymi.

W 2006 r. utrzymała się tendencja, zaobserwowana rok wcześniej, systematycznej realokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych w kierunku pozabankowych form oszczędzania. Było to spowodowane przede wszystkim z niską dochodowością środków lokowanych na rachunkach bankowych.

Szybki rozwój akcji kredytowej banków dla gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw znalazł swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się agregatów monetarnych. Na koniec 2006 r. tempo przyrostu pieniądza M3 przekroczyło poziom 15% r/r.

²⁵ Sektor monetarnych instytucji finansowych obejmuje oprócz banków działających w Polsce oraz rezydujących w kraju oddziałów instytucji kredytowych i oddziałów banków zagranicznych także spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe (SKOK) oraz fundusze rynku pieniężnego (FRP). Do sektora MIF nie zalicza się natomiast instytucji bankowych, które ogłosiły upadłość bądź są likwidowane lub w organizacji. Dla zapewnienia porównywalności, dane za okres grudnia 2004 r. zostały uzupełnione o informacje ze SKOK-ów.

Kredyty dla gospodarstw domowych

Całkowity przyrost zadłużenia gospodarstw domowych w monetarnych instytucjach finansowych wyniósł w 2006 r. 47,2 mld zł (33,4%) wobec 26,3 mld zł (22,8%) rok wcześniej. Na koniec grudnia 2006 r. wartość zadłużenia osiągnęła poziom 188,5 mld zł.

Gospodarstwa domowe korzystały ze środków kredytowych przede wszystkim do finansowania wydatków mieszkaniowych. Wartość zadłużenia z tego tytułu w bankach zwiększyła się o 27,3 mld zł, a tempo przyrostu wzrosło w okresie ub. roku o 13,3 p.p. do 54,1%.

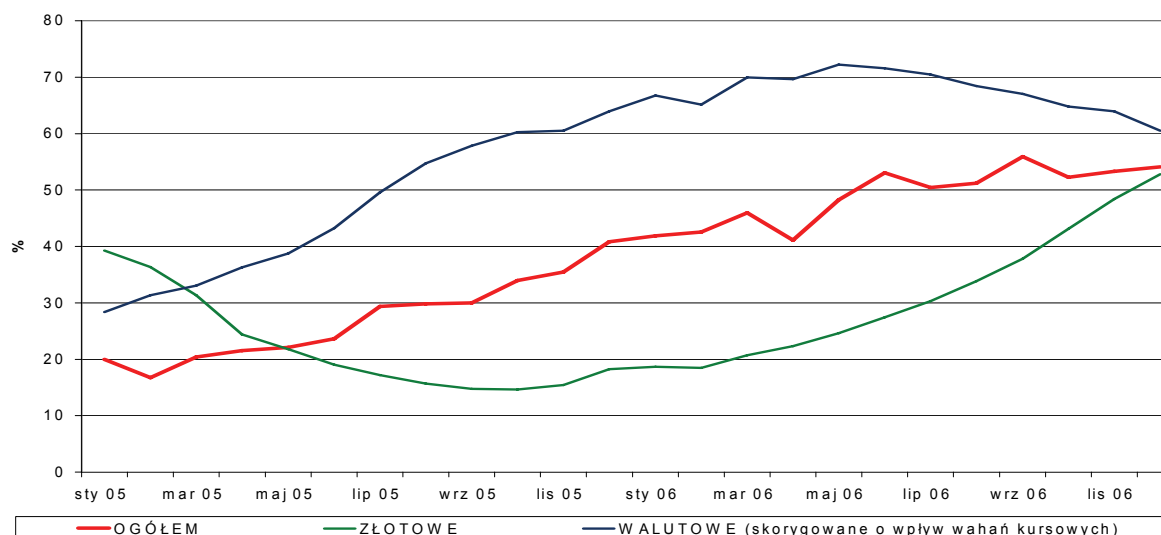
Wykres 13

Roczne tempo zmian zadłużenia gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP

Większość przyrostu bankowych kredytów mieszkaniowych stanowiły kredyty denominowane w walutach obcych. Ich wartość w 2006 r. wzrosła o 17,6 mld zł (54,9%) wobec 9,7 mld zł (52,8%) wzrostu kredytów złotych. W wyniku zmian kursowych, w 2006 r. spadek wartości zadłużenia walutowego na cele mieszkaniowe wyniósł 1,8 mld zł. Znaczenie tego czynnika było szczególnie widoczne w drugim półroczu. Pomiędzy czerwcem a grudniem ub. roku, tempo zmian mieszkaniowych kredytów walutowych obniżyło się z 71,6% do 60,5% r/r (według danych surowych: z 69,8% do 54,9% r/r).

Wykres 14**Roczne tempo zmian bankowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych**

Źródło: Dane NBP

Wyhamowaniu dynamiki zadłużenia walutowego towarzyszył wyraźny wzrost zainteresowania gospodarstw domowych kredytami złotowymi na cele mieszkaniowe. Ich wskaźnik zmian wzrósł w 2006 r. o 34,5 p.p. do 52,8% r/r.

Wysoki popyt na kredyty mieszkaniowe nie spowodował obniżenia popytu na kredyty o charakterze konsumpcyjnym²⁶. Ich wartość wzrosła w 2006 r. o 13,7 mld zł (21,5%). Mimo wysokiego oprocentowania, wynoszącego średnio ponad 14%, tempo przyrostu kredytów konsumpcyjnych utrzymywało się na stabilnym poziomie ok. 20% r/r od połowy 2005 r.

Kredyty dla przedsiębiorstw

Roczne tempo zmian zadłużenia przedsiębiorstw wobec MIF wzrosło w 2006 r. o 11,1 p.p. do 14,1%. Całkowita wartość zadłużenia przedsiębiorstw wyniosła na koniec grudnia ub. roku 140,2 mld zł – o 17,3 mld zł więcej w porównaniu z końcem 2005 r.

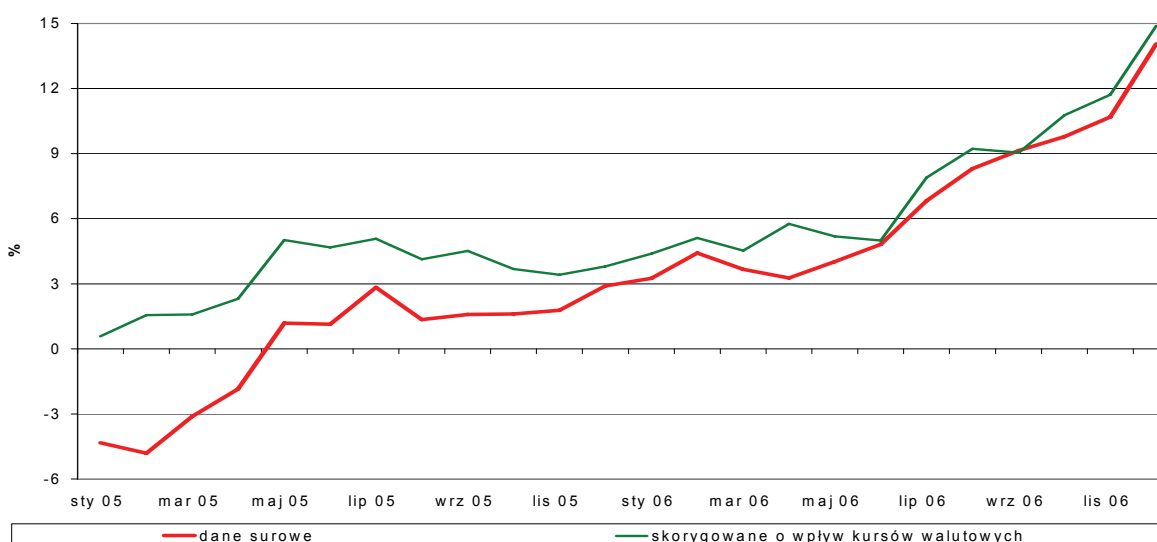
Największy udział w przyroście zadłużenia stanowiły kredyty udzielone przez banki na przedsięwzięcia prorozwojowe – o okresie spłaty powyżej 5 lat. Pod koniec ub. roku wyraźnie wzrosło zainteresowanie kredytami średnioterminowymi – od 1 roku do 5 lat włącznie. Na koniec

²⁶ Obejmują kredyty w rachunku bieżącym, kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych, na zakupy w systemie sprzedaży ratalnej oraz pozostałe – głównie kredyty samochodowe, gotówkowe i sezonowe.

grudnia 2006 r. charakteryzowały się one najwyższym tempem wzrostu (17,7% r/r wobec 8,2% r/r rok wcześniej). Kredyty długoterminowe wzrosły w tym okresie o 15,1% r/r (6,4% r/r w 2005 r.), a krótkoterminowe – do 1 roku z rachunkami bieżącymi – o 10,2% r/r (rok wcześniej ich spadek wyniósł 4,7% r/r).

Wykres 15

Roczne tempo zmian zadłużenia przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP

Do finansowania zarówno bieżącej działalności, jak też przedsięwzięć inwestycyjnych, przedsiębiorstwa wykorzystywały przede wszystkim kredyty złotowe. Ich tempo wzrostu systematycznie rosło począwszy od I kwartału ub. roku, osiągając na koniec roku poziom 15,7% r/r (o 11,5 p.p. więcej niż rok wcześniej). Po redukcji wartości kredytów walutowych w 2005 r. o 0,8 mld zł (2,7%), w ub. roku nastąpił ich przyrost o 2,4 mld zł (8,5%). Udział kredytów denominowanych w walutach obcych był dość stabilny i utrzymywał się na poziomie ok. 22%.

Jak wskazują dane bilansu płatniczego, znaczącym uzupełnieniem krajowych źródeł finansowania przedsiębiorstw było zadłużenie zagraniczne, które wzrosło w 2006 r. o 31 mld zł (16,7%) do 216,7 mld zł, głównie w wyniku przyrostu kredytów niehandlowych od inwestorów bezpośrednich (o 18,3 mld zł, tj. o 35,8%). Wartość kredytów handlowych zwiększyła się w tym okresie o 6 mld zł (10,9%). Redukcji o 4,9 mld zł (32,1%) uległa natomiast wartość dłużnych papierów wartościowych w posiadaniu zagranicznych inwestorów portfelowych.

Depozyty gospodarstw domowych

W 2006 r. utrzymała się tendencja dalszej realokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych w kierunku pozabankowych form oszczędzania. Rachunki ludności w monetarnych instytucjach finansowych systematycznie traciły na znaczeniu jako forma inwestycji, co wynikało przede wszystkim z ich niskiej dochodowości. W efekcie, redukcja oszczędności na kontach terminowych gospodarstw domowych²⁷ w 2006 r. wyniosła 4,1 mld zł (2,7%).

W przeciwieństwie do lokat terminowych, monetarne instytucje finansowe odnotowały wysoki – o 23,5 mld zł - przyrost depozytów bieżących gospodarstw domowych. Był on prawie dwukrotnie wyższy niż w 2005 r. Roczny wskaźnik zmian depozytów bieżących zwiększył się w 2006 r. o 12,7 p.p. do 33,1%.

Lokaty bankowe nadal stanowią główną formę przechowywania oszczędności gospodarstw domowych. W minionym roku ich udział w aktywach finansowych tego sektora obniżył się jednak o 5,7 p.p. do 45,9%. Równocześnie o 4,5 p.p. do 18,2% wzrosło znaczenie aktywów funduszy inwestycyjnych. W sumie w 2006 r. wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się o 93,7 mld zł (22,2%). Blisko 40% przyrostu stanowiły aktywa funduszy inwestycyjnych.

Tabela 5

Aktywa finansowe gospodarstw domowych

WYSZCZEGÓLNIENIE	XII 05	III 06	VI 06	IX 06	XII 06
1. Depozyty bankowe	218.4	222.1	226.3	229.6	237.2
2. Akcje ¹	25.8	30.8	32.1	38.1	45.3
3. Aktywa funduszy inwestycyjnych ²	57.9	68.8	72.9	80.1	94.0
4. Zakład ubezpieczeń na życie ^{3,4}	41.8	44.2	46.8	49.3	53.1
5. Wartość depozytów w SKOK	5.0	5.2	5.3	5.4	5.6
6. Obligacje skarbowe ⁵	15.2	14.5	13.3	12.6	12.1
7. Bony skarbowe ⁶	1.6	1.2	0.8	0.9	0.8
8. Pieniądz gotówkowy w obiegu (bez kas banków) ⁷	57.2	58.4	64.2	66.2	68.8
9. Obligacje bankowe	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
OGÓŁEM (poz. 1 - 9)	423.1	445.2	461.7	482.2	516.8

1. Akcje i prawa do akcji przechowywane na rachunkach w biurach i domach maklerskich oraz w bankach powierniczych.
- dla okresów sprawozdawczych: dla grudnia 2005 r. według danych GUS, dla czerwca i grudnia 2006 r. według danych GUS i KNF, dla pozostałych okresów szacunki NBP.

2. Nie uwzględniono danych z funduszy, o których wiadomo, że skierowane są tylko do osób prawnych.

3. Przyjęto wartość rezerw techniczno-ubezpieczeniowych na życie (łącznie z rezerwami, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający).

4. Szacunek własny.

5. Według danych z Ministerstwa Finansów

6. Według danych z Departamentu Operacji Krajowych.

7. Przyjęto założenie, że całość gotówki na rynku jest w posiadaniu gospodarstw domowych.

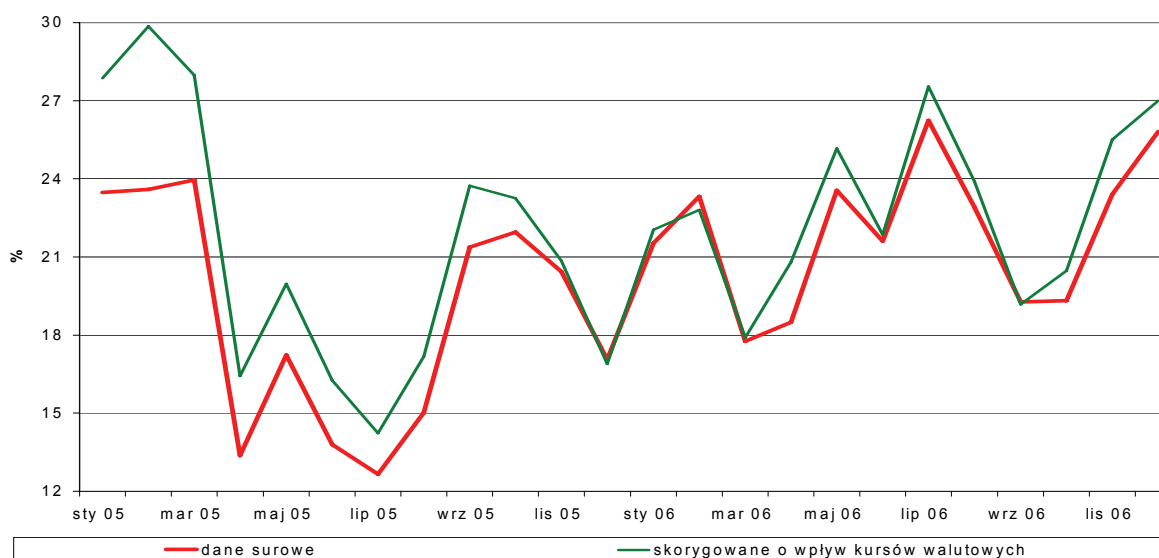
²⁷ Wraz z depozytami powyżej 2 lat oraz z depozytami z okresem wypowiedzenia powyżej 3 miesięcy - niezaliczanych do pieniądza M3.

Depozyty przedsiębiorstw

Roczne tempo zmian depozytów przedsiębiorstw²⁸ wzrosło w 2006 r. o 8,8 p.p. do 25,8%, osiągając na koniec grudnia stan 126,5 mld zł – o 26 mld zł (25,8%) więcej w porównaniu z końcem 2005 r. Rok wcześniej przyrost depozytów tego sektora był niższy o ponad 11 mld zł.

Wykres 16

Roczne tempo zmian depozytów przedsiębiorstw



Zródło: Dane NBP

Wysoki poziom środków pieniężnych na rachunkach przedsiębiorstw wskazuje na ich dobrą sytuację płynnościową. Jak wynika z prowadzonych przez NBP badań ankietowych²⁹, na koniec grudnia 2006 r. istotnie wzrósł odsetek respondentów dobrze oceniających poziom płynności finansowej. W tym czasie 74,9% ankietowanych przedsiębiorstw nie zgłaszało problemów z utrzymaniem płynności finansowej – o 5,6 p.p. więcej niż w tym samym okresie 2005 r.

²⁸ Wraz z depozytami powyżej 2 lat oraz z depozytami z okresem wypowiedzenia powyżej 3 miesięcy - niezaliczanych do pieniądza M3.

²⁹ WSTĘPNA INFORMACJA O KONDYCJI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM STANU KONIUNKTURY W I KW 2007 - Departament Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP. (Dostępne na stronie www.nbp.pl)

Agregaty monetarne

Szybki rozwój akcji kredytowej banków dla gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw znalazł swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się agregatów monetarnych w 2006 r. Wartość agregatu M3 wzrosła w tym czasie o 64,5 mld zł (15,6%) do 477 mld zł – wielkość przyrostu była o 25,5 mld zł wyższa niż w 2005 r. Po fazie stabilizacji tempa zmian szerokiego pieniądza na poziomie nieznacznie przekraczającym 10% r/r, w drugim półroczu 2006 r. obserwowany był wyraźny wzrost tego wskaźnika. W całym okresie jego wartość wzrosła o 5,2 p.p. do 15,6 % r/r. Najszybciej rosły najbardziej płynne komponenty pieniądza, wchodzące w skład agregatu M1 (pieniądz gotówkowy w obiegu i depozyty bieżące). Ich roczne tempo przyrostu zwiększyło w porównaniu z końcem 2005 r. o 7 p.p. do 25,3%. Wzrosło także tempo zmian mniej płynnych składników szerokiego pieniądza (M3 - M1) – o 2,4 p.p. do 5,8% r/r.

Wśród komponentów wąskiego pieniądza M1, należy podkreślić prawie dwukrotnie wyższy niż w 2005 r. przyrost nominalny pieniądza gotówkowego – o 11,6 mld zł wobec 6,4 mld zł w 2005 r. Było to głównie związane z rosnącymi dochodami ludności, co prowadziło do wyższego popytu transakcyjnego na pieniądz gotówkowy.

Tabela 6

Agregaty monetarne i ich komponenty

WYSZCZEGÓLNIENIE	stany		przyrosty	
	gru 06	gru 05	w mld zł	%
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków)	68.8	57.2	11.6	20.3
2. Depozyty i inne zobowiązania	191.8	150.9	41.0	27.2
- Gospodarstwa domowe	223.1	203.5	19.6	9.6
- Niemonetarne instytucje finansowe	19.2	15.2	4.1	26.7
- Przedsiębiorstwa	125.2	99.5	25.7	25.8
- Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	10.4	9.7	0.7	7.5
- Instytucje samorządowe	14.6	13.7	0.9	6.3
- Fundusze ubezpieczeń społecznych	4.7	3.8	0.9	23.4
3. PIENIĄDZ M1(1+2)	260.6	208.0	52.6	25.3
4. Depozyty z terminem wypowiedzenia do 3 miesięcy (włącznie)	0.0	0.0	0.0	18.3
5. PIENIĄDZ M2	466.0	402.5	63.4	15.8
6. PIENIĄDZ M3	477.0	412.5	64.5	15.6

Źródło: Dane NBP

Tabela 7

Należności MIF od sektorów krajowych

WYSZCZEGÓLNIENIE	stany		przyrosty	
	gru 06	gru 05	w mld zł	%
Kredyty, pożyczki i inne należności	361.0	292.9	68.1	23.3
- Gospodarstwa domowe	188.5	141.3	47.2	33.4
- Niemonetarne instytucje finansowe	14.0	11.4	2.6	23.0
- Przedsiębiorstwa	140.2	122.9	17.3	14.1
- Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	1.0	0.8	0.2	19.4
- Instytucje samorządowe	14.8	11.9	2.8	23.6
- Fundusze ubezpieczeń społecznych	2.6	4.6	-2.0	-43.0

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.

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.

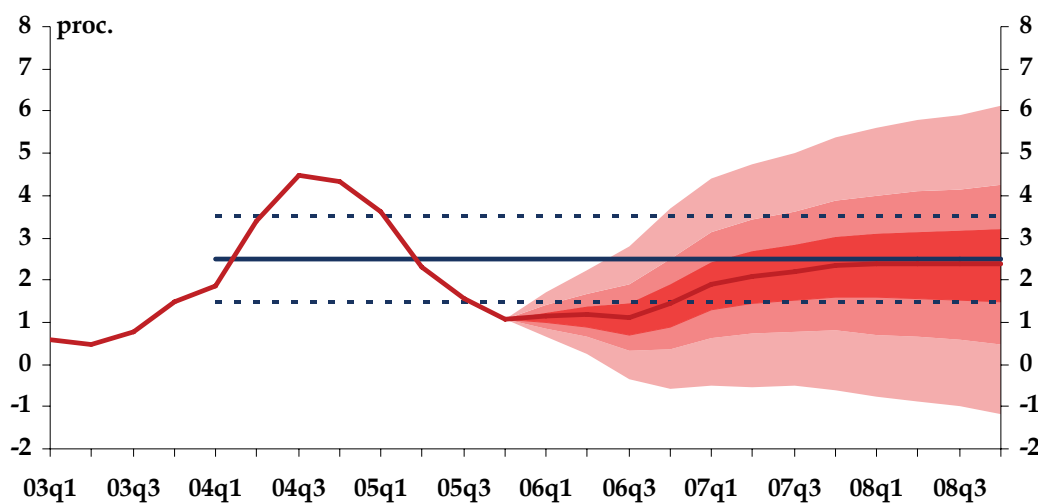
Od sierpnia 2004 r., w *Raportach o inflacji* zamieszczane są wyniki projekcji inflacji (a od maja 2005 r. także wyniki projekcji PKB). Przedstawiana w rozdziale 4. Raportu projekcja sporządzana jest z wykorzystaniem ekonometrycznego modelu gospodarki polskiej ECMOD³⁰ przez zespół ekonomistów NBP. Każdorazowo horyzont projekcji obejmuje rok jej sporządzenia i dwa pełne lata po nim następujące. Projekcja jest sporządzana przy założeniu utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie. 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 2006 r. Wykresy wachlarzowe obrazują główne źródła niepewności (np. niepewność związaną z kształtowaniem się cen żywności). Rodzaje niepewności nie uwzględnione na wykresie wachlarzowym są szczegółowo omawiane w opisie projekcji znajdującym się w *Raportach o inflacji*.

³⁰ 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. Skrócony opis najnowszej wersji modelu jest dostępny na stronie internetowej NBP pod adresem http://www.nbp.pl/Publikacje/o_polityce_pienieznej/raport_o_inflacji/ecmod_kwiecien.pdf

Wykres 17

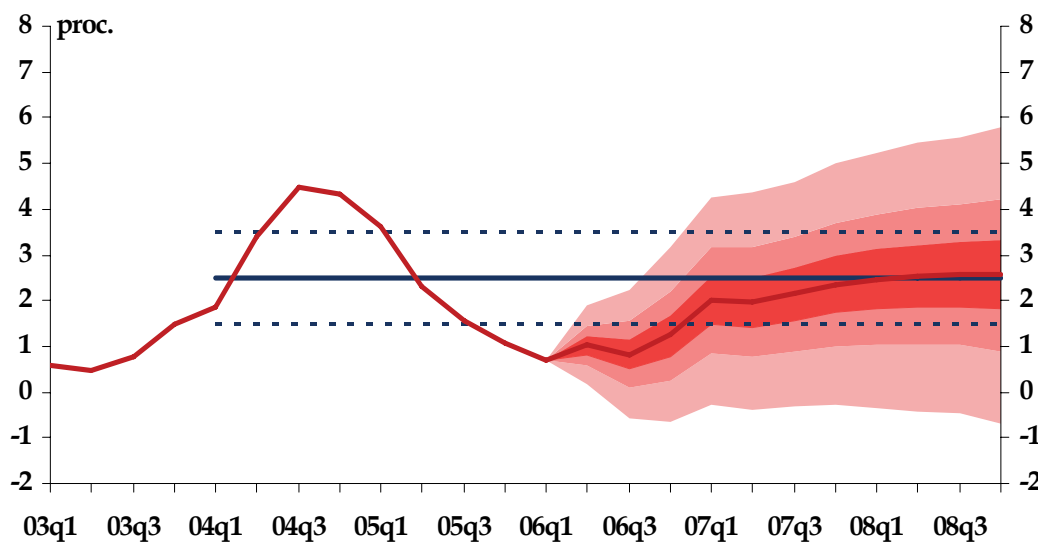
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – styczeń 2006 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, styczeń 2006 r., NBP.

Wykres 18

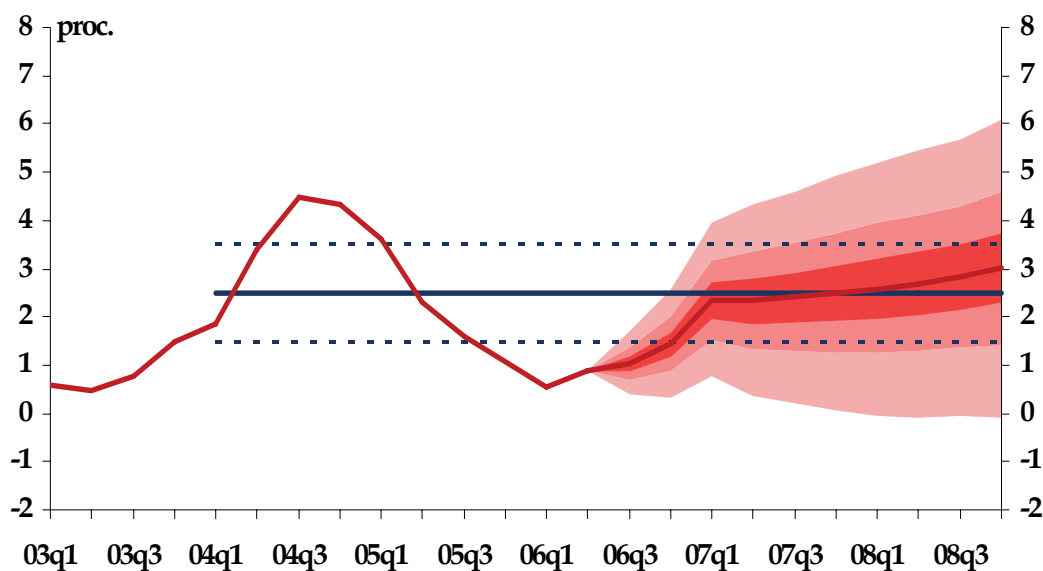
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – kwiecień 2006 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, kwiecień 2006 r., NBP.

Wykres 19

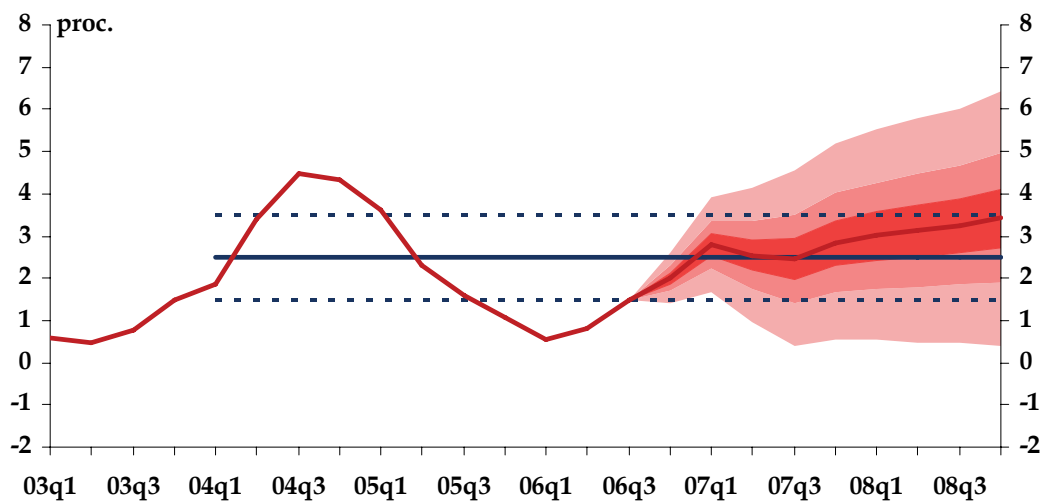
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – lipiec 2006 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, lipiec 2006 r., NBP.

Wykres 20

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – październik 2006 r.



Źródło: *Raport o inflacji*, październik 2006 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 odnoszącego się do lipcowej projekcji inflacji wynika na przykład, że prawdopodobieństwo, iż inflacja w I kw. 2007 r. mieścić się będzie w przedziale odchyień od celu inflacyjnego wynosi ok. 70%, prawdopodobieństwo inflacji wyższej wynosi ok. 10%, natomiast prawdopodobieństwo niższej – ok. 20%. Dla I kw. 2008 r. prawdopodobieństwa te są równe odpowiednio 47%, 28% i 25%. Projekcja inflacji charakteryzuje się nieznaczną asymetrią, co oznacza w przybliżeniu równe prawdopodobieństwa inflacji powyżej i poniżej ścieżki centralnej.

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 2006 r.

data	przedmiot wniosku lub uchwały	decyzja RPP	wyniki głosowania Członków Rady
31.01.2006.	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.	<p>Za: J.Czekaj S.Nieckarz S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna</p> <p>Przeciw: L.Balcerowicz D.Filar M.Noga</p>
28.02.2006.	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.	<p>Za: J.Czekaj S.Nieckarz S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński A.Wojtyna</p> <p>Przeciw: L.Balcerowicz D.Filar M.Noga H.Wasilewska-Trenkner</p>
25.04.2006	uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2005 r.		<p>Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga</p>

30.05.2006.	uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2005		S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
30.05.2006.	uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2005 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
30.05.2006.	uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2005.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna

27.09.2006.	uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych		A. Wojtyna
			Za: L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
27.09.2006.	uchwała w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2007		Za: L. Balcerowicz J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
25.10.2006.	wniosek w sprawie podwyższenia wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner Przeciw: J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna
29.11.2006.	wniosek w sprawie podwyższenia wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: L. Balcerowicz D. Filar M. Noga

				<p>H. Wasilewska-Trenkner</p> <p>Przeciw: J. Czekaj S. Nieckarz S. Owskiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna</p>
19.12.2006.	uchwała w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim			<p>Za: L. Balcerowicz D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owskiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p><i>J. Czekaj był nieobecny na posiedzeniu.</i></p> <p>Za: L. Balcerowicz D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owskiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p><i>J. Czekaj był nieobecny na posiedzeniu.</i></p>
19.12.2006.	uchwała w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim			<p>Za: L. Balcerowicz D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owskiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p><i>J. Czekaj był nieobecny na posiedzeniu.</i></p>
19.12.2006.	wniosek w sprawie podwyższenia wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów		<p>Za: L. Balcerowicz D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner</p> <p>Przeciw: S. Nieckarz</p>

				S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna <i>J. Czekał był nieobecny na posiedzeniu.</i>
--	--	--	--	--