

NARODOWY BANK POLSKI

RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

SPRAWOZDANIE

Z WYKONANIA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W 2004 ROKU

WARSZAWA, 2005 R.

SPIS TREŚCI:

SYNTEZA	3
REALIZACJA CELU INFLACYJNEGO W 2004 R.	10
STAN KONIUNKTURY I PRZEBIEG PROCESÓW INFLACYJNYCH	10
CZYNNIKI ZEWNĘTRZNE	14
CENY ŻYWNOŚCI, CENY KONTROLOWANE	16
POLITYKA FISKALNA	18
DECYZJE RPP	20
UWARUNKOWANIA INSTYTUCJONALNE WZROSTU GOSPODARCZEGO I INFLACJI W 2004 R. I W DŁUŻSZYM OKRESIE	24
INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ	27
PŁYNNOŚĆ SEKTORA BANKOWEGO	27
STOPY PROCENTOWE	27
OPERACJE OTWARTEGO RYNKU	29
REZERWA OBOWIĄZKOWA	31
OPERACJE KREDYTOWO-DEPOZYTOWE I KREDYT TECHNICZNY	33
ZAŁĄCZNIK NR 1 CENY TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH.....	35
ZAŁĄCZNIK NR 2 CENY PRODUKCJI SPRZEDANEJ PRZEMYSŁU.....	42
ZAŁĄCZNIK NR 3 PKB I POPYT KRAJOWY	45
ZAŁĄCZNIK NR 4 NIERÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA	48
ZAŁĄCZNIK NR 5 PODAŻ PIENIĄDZA.....	52
ZAŁĄCZNIK NR 6. WYNIKI GŁOSOWAŃ CZŁONKÓW RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI I UCHWAŁAMI W 2004 R.....	59

SYNTEZA

1. Zgodnie z art. 227 par.1 Konstytucji RP „centralnym bankiem państwa jest Narodowy Bank Polski. Przysługuje mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej. Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza.” Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. 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”.

W lutym 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej pierwszej kadencji przyjęła *Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku*, która stała się podstawą zatwierdzonych przez tę samą Radę *Założeń polityki pieniężnej na 2004 r.* Rada Polityki Pieniężnej drugiej kadencji, w lutym 2004 r. w komunikacie po posiedzeniu RPP, potwierdziła podstawowe ustalenia zawarte w *Strategii*, stwierdzając, że:

- polityka pieniężna będzie prowadzona w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI); do momentu wejścia do ERM II powinien być utrzymany system płynnego kursu walutowego,
- celem polityki pieniężnej jest stabilizowanie stopy inflacji na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy,
- najbardziej korzystne dla Polski jest przyjęcie strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie.

Realizacja *ciągłego* celu inflacyjnego oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej w ujęciu miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku, a nie jak w latach 1999-2003, wyłącznie w grudniu do grudnia poprzedniego roku. *Strategia* zakłada, że w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i silnych wstrząsów, przyczyniających się do wyjścia inflacji poza pasmo dopuszczalnych wahań, Rada będzie podejmować działania zapewniające powrót inflacji do przedziału wahań, a następnie w pobliże samego celu. Okres powrotu inflacji do celu zależy przede wszystkim od długości opóźnień cechujących mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej w Polsce oraz siły i charakteru wstrząsów. Doświadczenia międzynarodowe oraz badania nad procesem transmisji w Polsce wskazują, że skutki dla

inflacji większości wstrząsów można, bez doprowadzania do nadmiernych wahań produkcji, neutralizować w horyzoncie 1-3 lat od momentu zmiany stóp procentowych.

2. Ze względu na fakt, że od momentu podjęcia decyzji dotyczących stóp procentowych do najsilniejszego ich wpływu na inflację upływa około sześć kwartałów, procesy inflacyjne w 2004 r. kształtowały się pod wpływem polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2002-2003. Wiosną 2004 r. w polskiej gospodarce wystąpiły nieoczekiwane silne wstrząsy w postaci wzrostu cen żywności i ropy naftowej, które znalazły odzwierciedlenie w znacznym wzroście inflacji CPI.

3. W 2004 r. obserwowano utrwalenie zapoczątkowanego w roku poprzednim ożywienia polskiej gospodarki, na które nałożył się silny impuls popytowy związany z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej (UE). Tempo wzrostu PKB w 2004 r. wyniosło 5,4%, co oznacza, że polska gospodarka rozwijała się ponad 2-krotnie szybciej niż kraje UE-25, gdzie wzrost PKB szacuje się na 2,5% rocznie. Wzrost gospodarczy w poszczególnych kwartałach 2004 r. był jednak zróżnicowany - znacznie szybszy w pierwszej niż w drugiej połowie roku. Tempo wzrostu PKB po osiągnięciu bardzo wysokiego poziomu w I kwartale 2004 r. (blisko 7%) stopniowo ulegało zmniejszeniu i w ostatnim kwartale tego samego roku wyniosło około 4% .

Szybki wzrost PKB w pierwszej połowie roku wskazywał na możliwość, że bieżące PKB osiągnie i w dłuższej perspektywie przekroczy poziom potencjalnego PKB, co oznaczałoby domknięcie się ujemnej luki popytowej i mogłoby skutkować pojawieniem się presji inflacyjnej. W szczególności spodziewano się zwiększenia dynamiki nakładów inwestycyjnych, na co mogły wskazywać pozytywne tendencje w tym zakresie w sektorze przedsiębiorstw, a zwłaszcza w przemyśle. Równocześnie oczekiwano co najmniej utrzymania dynamiki spożycia indywidualnego, szczególnie w przypadku wzrostu płac nominalnych w następstwie rosnącej inflacji i podwyższonych oczekiwań inflacyjnych (efekty drugiej rundy). W drugiej połowie 2004 r., wraz z napływem nowych danych, okazało się, że szybki wzrost gospodarczy notowany w I i II kwartale był efektem działania czynników jednorazowych i wiązał się m.in. z przejściowym wzrostem popytu towarzyszącym przystąpieniu Polski do UE. Publikowane dane wskazywały na słabsze od prognozowanego ożywienie inwestycyjne, dynamika płac realnych obniżyła się, a ponadto wyhamowane zostało wyjątkowo silne w I połowie roku tempo wzrostu zapasów. W

rezultacie znaczne przyspieszenie wzrostu PKB w pierwszej połowie 2004 r. nie miało charakteru trwałego i w konsekwencji perspektywa domknięcia ujemnej luki popytowej ponownie się oddaliła.

4. Wysoka dynamika wzrostu gospodarczego w 2004 r. wynikała z silnego ożywienia w przemyśle i usługach rynkowych, których udział we wzroście wartości dodanej ogółem wyniósł odpowiednio 2,4 pkt. proc. oraz 2,3 pkt. proc. Szczególnie silnie rozwijał się przemysł przetwórczy. Jego wysoka dynamika wiązała się z rosnącym eksportem i poprawą konkurencyjności na rynku wewnętrznym. Przyspieszenie dynamiki usług wynikało natomiast ze wzrostu obrotów w handlu (szczególnie w okresie boomu przedakcesyjnego) oraz korzystnej koniunktury w łączności i pośrednictwie finansowym, co wiązało się z ogólnym wzrostem aktywności gospodarczej.

Analiza PKB od strony popytu wskazuje, że największy udział we wzroście PKB miało spożycie (2,84 pkt. proc.). Po trzyletnim okresie spadku, wzrosły nakłady na środki trwałe, a ich udział we wzroście PKB wyniósł 1 pkt. proc. Wzrostowi aktywności gospodarczej towarzyszył również proces odbudowy zapasów, w wyniku czego ich wkład do wzrostu PKB wyniósł 1,3 pkt. proc. Silną dynamiką wzrostu charakteryzował się eksport, czemu sprzyjało polepszenie koniunktury wśród głównych partnerów handlowych, akcesja Polski do UE oraz korzystny dla eksporterów kurs złotego w pierwszej połowie roku. Natomiast import wzrósł wolniej i w rezultacie wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni i wyniósł 0,3 pkt. proc. Deficyt obrotów bieżących zmniejszył się do ok. 1,5% PKB, co oznacza dalsze ograniczenie nierównowagi zewnętrznej.

5. Procesy inflacyjne w 2004 r. pozostawały pod silnym wpływem wstrząsów cenowych związanych z przystąpieniem Polski do UE oraz wzrostem cen surowców na rynkach światowych. W pierwszych trzech miesiącach 2004 r. inflacja mierzona wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) utrzymywała się na poziomie 1,6-1,7% r/r, a więc nieco poniżej celu inflacyjnego. Począwszy od II kw. nastąpiło znaczne przyspieszenie tempa wzrostu cen do 4,6% r/r w lipcu i sierpniu ub. r. W II połowie 2004 r. tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywało się na podwyższonym poziomie 4,4-4,6%, tj. powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego. Utrzymująca się od maja 2004 r. wyższa od celu inflacja była w głównej mierze efektem wzrostu cen związanego z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej

(wzrost cen żywności i zwiększenie stawki podatków pośrednich) oraz wzrostu cen ropy i innych surowców na rynkach światowych. O wpływie tych czynników na stopę inflacji świadczy fakt, że od kwietnia 2004 r. wskaźnik inflacji bazowej netto, który nie uwzględnia zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz paliw, kształtował się na poziomie znacznie niższym niż inflacja mierzona wskaźnikiem CPI.

6. Jednym z czynników, które miały wpływ na decyzje Rady Polityki Pieniężnej była niepewność dotycząca sytuacji w finansach publicznych. Mimo spodziewanego lepszego wykonania budżetu niż przyjęto w Ustawie Budżetowej na 2004 r., deficyt strukturalny finansów publicznych uległ zwiększeniu. Radę niepokoiło opóźnianie reform ograniczających deficyt i potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych. Opóźnianie koniecznych reform mogło spowodować zaburzenia na rynkach finansowych, skutkujące wzrostem rentowności skarbowych papierów wartościowych oraz osłabieniem kursu złotego, stanowiącym istotny czynnik ryzyka inflacyjnego. Ponadto, dalsze narastanie długu publicznego mogło zagrozić trwałości wzrostu gospodarczego. W szczególności, Radę niepokoiły:

- niskie zaawansowanie prac nad pakietem legislacyjnym ustaw przygotowanym przez rząd w lutym 2004 r. w ramach *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*,
- utrzymująca się niepewność co do ostatecznego kształtu budżetu na 2005 r. z powodu m.in. uwzględnienia w budżecie efektów finansowych ustaw podwyższających składki ubezpieczeniowe dla przedsiębiorców oraz dla rolników, które nie zostały uchwalone przez parlament. Okazało się, że parlament faktycznie nie poparł części przedłożonych przez rząd rozwiązań ograniczających deficyt sektora finansów publicznych,
- rosnąca niestabilność polityczna, zmniejszająca prawdopodobieństwo przyjęcia ustaw mających na celu ograniczenie wydatków publicznych.

7. Rada Polityki Pieniężnej dokonała w 2004 r. trzech podwyżek stóp procentowych NBP – w czerwcu, lipcu i sierpniu. Łącznie stopa referencyjna została podwyższona z 5,25% do 6,5%, stopa redyskonta weksli z 5,75% do 7,0%, stopa kredytu lombardowego z 6,75% do 8,0%, a stopa depozytowa z 3,75% do 5,0%.

Podwyżki stóp procentowych miały ograniczyć ryzyko pojawienia się wtórnych skutków wzrostu inflacji związanego z przystąpieniem Polski do UE oraz wzrostem cen ropy naftowej i innych surowców na rynkach światowych. Obserwowany w połowie 2004 r. wzrost inflacji

w warunkach umacniania się ożywienia gospodarczego mógł wywołać trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych. Taka sytuacja rodziłaby ryzyko wzrostu presji płacowej i – w konsekwencji – utrwalenia inflacji na podwyższonym poziomie, czyli wystąpienia tzw. *efektów drugiej rundy*. Ocenie ryzyka pojawienia się wtórnych efektów wzrostu inflacji towarzyszyła znaczna niepewność. Do jego zwiększenia przyczyniała się przede wszystkim siła występujących w gospodarce wstrząsów oraz relatywnie krótki okres niskiej inflacji w Polsce. Z kolei głównym czynnikiem, który mógł ograniczyć wpływ wzrostu oczekiwań inflacyjnych na wzrost wynagrodzeń było utrzymujące się wysokie bezrobocie. Ponadto, w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej mógł oddziaływać potencjalny wpływ wstrząsów podażowych i towarzyszącego im wzrostu cen na spadek popytu.

Przy podejmowaniu decyzji o podniesieniu stóp procentowych intencją RPP było przekazanie uczestnikom rynku wyraźnego sygnału, że bank centralny jest zdeterminowany zrealizować cel inflacyjny w średnim okresie, a zatem, że wzrost inflacji ma charakter przejściowy. Kierując się powyższymi przesłankami w *Założeniach polityki pieniężnej na 2005 r.* Rada zadeklarowała, że będzie kontynuować działania zmierzające do szybkiego obniżenia inflacji do poziomu 2,5% w ciągu 5-7 kwartałów.

W IV kw. 2004 r. perspektywy inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej istotnie się poprawiły. Ograniczeniu przyszłej presji inflacyjnej sprzyjały przede wszystkim:

- dokonane w miesiącach letnich 2004 r. podwyżki stóp procentowych,
- niskie tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach wskazujące, że w analizowanym okresie efekty drugiej rundy nie wystąpiły, co wiązało się przede wszystkim z wysokim bezrobociem,
- wygaśnięcie cenowych skutków przystąpienia Polski do Unii Europejskiej,
- silny trend aprecjacyjny złotego, oddziałujący w kierunku obniżenia inflacji poprzez obniżenie cen towarów importowanych i osłabienie aktywności gospodarczej; trend ten wynikał głównie ze spadku premii za ryzyko inwestowania w Polsce w związku z przystąpieniem do UE oraz ustabilizowania się sytuacji politycznej w kraju.

W związku z poprawiającymi się w IV kwartale 2004 r. perspektywami inflacji, w opinii Rady, nie było konieczności dokonywania dalszych podwyżek stóp procentowych. Prowadzeniu polityki pieniężnej towarzyszyła niepewność dotycząca kursu walutowego.

Jednocześnie, projekcje inflacji opracowywane w NBP potwierdzały ocenę Rady, że prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej było nadal wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu inflacyjnego. Rada utrzymała więc do końca 2004 r. restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

8. W warunkach zwiększonej niepewności Rada za szczególnie ważne uznała, aby przesłanki jej decyzji były przedstawiane w sposób zrozumiały i przejrzysty. W ramach podjętych w 2004 r. działań ukierunkowanych na poprawę komunikacji banku centralnego z otoczeniem dokonano zmiany formuły *Raportu o inflacji* oraz przyspieszono termin jego publikacji. Ponadto od sierpnia 2004 r. w *Raporcie* rozpoczęto publikację projekcji inflacji, sporządzanej przy założeniu utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie w całym horyzoncie projekcji. Projekcje inflacji opracowywane są przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego, pod kierunkiem Wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. W 2004 r. zmieniła się także formuła komunikatów RPP. Rada starała się by komunikaty były, w większym niż dotychczas stopniu, ukierunkowane na przyszłość oraz przedstawiały ocenę bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Zmiany te powinny doprowadzić do lepszego zrozumienia i przewidywalności zmian parametrów polityki pieniężnej. Rada wyraża nadzieję, że w dłuższym okresie większa przejrzystość przyczyni się do zwiększenia skuteczności polityki pieniężnej.

9. W 2004 r. odbyły się trzy spotkania RPP z przedstawicielami resortów gospodarczych Rządu RP. Spotkania te poświęcone były analizie bieżącej i przyszłej sytuacji sektora finansów publicznych oraz zagadnieniom związanym z przyszłym uczestnictwem Polski w mechanizmie ERM II i przystąpieniem do strefy euro. Warunkiem przyjęcia wspólnej waluty jest spełnienie tzw. kryteriów z Maastricht. W efekcie przejściowego wzrostu inflacji w 2004 r. od sierpnia ubiegłego roku Polska przestała spełniać kryterium stabilności cen. Jednak wraz z oczekiwanym spadkiem inflacji do poziomu spójnego z celem 2,5% r/r, również średnioroczne tempo wzrostu cen powinno się obniżyć do poziomu umożliwiającego ponowne spełnienie kryterium stabilności cen. W rezultacie polityka pieniężna w 2004 r., zorientowana na możliwie szybkie sprowadzenie inflacji do celu inflacyjnego, sprzyjała realizacji strategii szybkiego przystąpienia Polski do strefy euro.

10. W 2004 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. W celu odpowiedniego kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych, NBP posługiwał się następującymi instrumentami: operacje otwartego rynku, operacje kredytowo-depozytowe oraz rezerwa obowiązkowa. Wpływając na poziom nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który byłby spójny z założonym celem inflacyjnym. W 2004 r., podobnie jak w latach poprzednich, stopami wytyczającymi kierunek prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej, były: stopa referencyjna, stopa lombardowa i stopa depozytowa.

W 2004 r. utrzymywała się nadpłynność sektora bankowego. W ujęciu średniorocznym nadpłynność, mierzona skalą emisji bonów pieniężnych NBP, ukształtowała się na poziomie 5,275 mln zł w porównaniu z 6,251 mln zł w 2003 r. Spadek nadpłynności wynikał, przede wszystkim, ze zmiany struktury absorpcji środków z sektora bankowego – w 2004 r. wzrósł poziom środków, które były absorbowane przez MF i utrzymywane w postaci lokat terminowych w banku centralnym.

W 2004 r. wprowadzono zmiany w zasadach utrzymywania i naliczania rezerwy obowiązkowej, które zbliżyły system rezerwy obowiązkowej NBP do standardów Eurosystemu.

REALIZACJA CELU INFLACYJNEGO W 2004 R.

Niniejsze sprawozdanie dotyczy realizacji polityki pieniężnej w 2004 r., której założenia zostały sformułowane przez Radę Polityki Pieniężnej pierwszej kadencji. Punktem wyjścia dla *Założeń polityki pieniężnej na 2004 r.* były postanowienia *Strategii polityki pieniężnej po 2003 r.* Jej podstawowe elementy zostały potwierdzone przez obecną RPP w lutym 2004 r.

Zgodnie ze *Strategią i Załoženiami*, w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego od stycznia 2004 r. realizowany jest ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% w ujęciu rok do roku, z symetrycznym przedziałem dopuszczalnych odchyień +/- 1 punkt procentowy.

Realizacja *ciągłego* celu inflacyjnego oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej w ujęciu miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku, a nie jak w latach 1999-2003, wyłącznie w grudniu do grudnia poprzedniego roku. W przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i silnych wstrząsów, przyczyniających się do wyjścia inflacji poza pasmo dopuszczalnych wahań, Rada będzie podejmować działania zapewniające powrót inflacji do przedziału wahań, a następnie w pobliże samego celu. Okres powrotu inflacji do celu zależy przede wszystkim od długości opóźnień cechujących mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej w Polsce oraz siły i charakteru wstrząsów. Doświadczenia międzynarodowe oraz badania nad procesem transmisji w Polsce wskazują, że skutki dla inflacji większości wstrząsów można, bez doprowadzania do nadmiernych wahań produkcji, neutralizować w horyzoncie 1-3 lat od momentu zmiany stóp procentowych.

Ze względu na fakt, że od momentu podjęcia decyzji dotyczących stóp procentowych do najsilniejszego ich wpływu na inflację upływa około sześć kwartałów, procesy inflacyjne w 2004 r. kształtowały się pod wpływem polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2002-2003. Wiosną 2004 r. w polskiej gospodarce wystąpiły nieoczekiwane silne wstrząsy w postaci wzrostu cen żywności i ropy naftowej, które znalazły odzwierciedlenie w znacznym wzroście inflacji CPI.

Stan koniunktury i przebieg procesów inflacyjnych

W 2004 r. obserwowano utrwalenie zapoczątkowanego w roku poprzednim ożywienia polskiej gospodarki. Tempo wzrostu PKB wyniosło 5,4%, co oznacza, że polska gospodarka rozwijała się ponad 2-krotnie szybciej niż kraje UE-25, gdzie wzrost PKB szacuje się na 2,5% rocznie. Wzrost gospodarczy w poszczególnych kwartałach 2004 r. był jednak zróżnicowany - znacznie szybszy w pierwszej niż w drugiej połowie roku. Tempo wzrostu PKB, po osiągnięciu

bardzo wysokiego poziomu w I kwartale 2004 r. (blisko 7%), stopniowo uległo zmniejszeniu i w ostatnim kwartale tego samego roku wyniosło około 4%.

Szybki wzrost PKB w pierwszej połowie roku wskazywał na możliwość, że bieżące PKB osiągnie i w dłuższej perspektywie przekroczy poziom potencjalnego PKB, co oznaczałoby domknięcie się ujemnej luki popytowej i mogłoby skutkować pojawieniem się presji inflacyjnej. W szczególności spodziewano się zwiększenia dynamiki nakładów inwestycyjnych, na co mogły wskazywać pozytywne tendencje w tym zakresie w sektorze przedsiębiorstw, a zwłaszcza w przemyśle. Równocześnie oczekiwano co najmniej utrzymania dynamiki spożycia indywidualnego, szczególnie w przypadku wzrostu płac nominalnych w następstwie rosnącej inflacji i podwyższonych oczekiwań inflacyjnych (efekty drugiej rundy). W drugiej połowie roku, wraz z napływem nowych danych, okazało się, że szybki wzrost gospodarczy, notowany w I i II kwartale był efektem działania czynników jednorazowych i wiązał się m.in. z przejściowym wzrostem popytu towarzyszącym przystąpieniu Polski do UE. Publikowane dane wskazywały na słabsze od prognozowanego ożywienie inwestycyjne, dynamika płac realnych obniżyła się, a ponadto wyhamowane zostało wyjątkowo silne w I połowie roku tempo wzrostu zapasów. W rezultacie znaczne przyspieszenie wzrostu PKB w pierwszej połowie 2004 r. nie miało charakteru trwałego i w konsekwencji perspektywa domknięcia ujemnej luki popytowej ponownie się oddaliła.

Procesy inflacyjne w 2004 r. pozostawały pod silnym wpływem wstrząsów cenowych związanych z przystąpieniem Polski do UE oraz wzrostem cen surowców na rynkach światowych. W pierwszych trzech miesiącach 2004 r. inflacja mierzona wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) utrzymywała się na poziomie 1,6-1,7% r/r, a więc nieco poniżej celu inflacyjnego. Począwszy od II kw. nastąpiło znaczne przyspieszenie tempa wzrostu cen do 4,6% r/r w lipcu i sierpniu ub. r. W II połowie 2004 r. tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywało się na podwyższonym poziomie 4,4-4,6%, tj. powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego (patrz Załącznik nr 1).

Wśród impulsów inflacyjnych w okresie poprzedzającym akcesję oraz w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE należy wymienić przede wszystkim: zwiększenie popytu wewnętrznego i zewnętrznego na niektóre krajowe surowce i towary, wprowadzenie uregulowań UE dotyczących podatków pośrednich, polityki celnej, polityki rolnej, jak również skutki występujących w tym czasie zaburzeń na światowych rynkach surowców energetycznych i przemysłowych. W największym stopniu do wzrostu inflacji przyczyniły się nieoczekiwane silne wstrząsy cenowe w postaci wzrostu cen żywności i ropy naftowej. O sile tych wstrząsów

świadczyło m. in. pojawienie się dużej różnicy pomiędzy wskaźnikiem CPI a wskaźnikiem bazowej inflacji netto, który nie uwzględnia zmian cen żywności i paliw (Tablica nr 1).

Tablica nr 1

Wybrane roczne wskaźniki inflacji bazowej oraz CPI

	Po wyłączeniu cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	15% średnia obciążona	CPI
wrz-03	0,9	1,2	0,9
paź-03	1,2	1,2	1,3
lis-03	1,3	1,4	1,6
gru-03	1,4	1,5	1,7
sty-04	1,2	1,5	1,6
lut-04	1,1	1,5	1,6
mar-04	1,1	1,5	1,7
kwi-04	1,2	2,0	2,2
maj-04	2,0	2,7	3,4
cze-04	2,3	3,2	4,4
lip-04	2,3	3,1	4,6
sie-04	2,3	3,2	4,6
wrz-04	2,4	3,1	4,4
paź-04	2,4	3,1	4,5
lis-04	2,4	3,2	4,5
gru-04	2,4	3,1	4,4

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Przyspieszenie inflacji odbywało się w warunkach umacniania się ożywienia gospodarczego. Wzrostowi inflacji, która w czerwcu przekroczyła górną granicę dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego, towarzyszył znaczący wzrost oczekiwań inflacyjnych. Dotyczył on zarówno osób prywatnych, jak i analityków bankowych (Tablice nr 2 i 3). Jak wynikało z badań GUS wzrastały też oczekiwania cenowe w handlu detalicznym i przetwórstwie przemysłowym (Tablica nr 4). Kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych w 2004 r. było niepokojące nie tylko ze względu na sam wzrost oczekiwanej przez gospodarstwa domowe stopy inflacji, ta bowiem ma w Polsce charakter w znacznym stopniu adaptacyjny i zwykle podąża za bieżącą inflacją. Znamienne dla pierwszej połowy 2004 r. było znaczące pogorszenie struktury odpowiedzi, w tym znaczny wzrost grupy respondentów oczekujących w perspektywie roku inflacji wyższej od bieżącej. Ponadto czynnikiem zwiększającym presję inflacyjną była trwająca od 2003 r. deprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego, która w warunkach domykającej się luki popytowej mogła prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej.

Tablica nr 2

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych (za 12 miesięcy)

gru-03	sty-04	lut-04	mar-04	kwi-04	maj-04	Cze-04	lip-04	się-04	wrz-04	paź-04	Lis-04	gru-04
1,6	2,1	2,2	2,4	2,5	2,4	2,7	4,0	4,5	4,6	4,4	4,0	4,3

Źródło: ankieta firmy Ipsos, obliczenia NBP.

Tablica nr 3

Prognozy inflacyjne analityków bankowych (za 11 miesięcy)

gru-03	sty-04	lut-04	mar-04	kwi-04	maj-04	Cze-04	lip-04	się-04	wrz-04	paź-04	Lis-04	gru-04
2,5	2,6	2,6	2,8	2,9	2,9	2,7	2,8	2,8	2,7	2,5	2,7	2,7

Źródło: ankieta firmy Reuters, obliczenia NBP.

Tablica nr 4

Wskaźniki koniunktury (wyrównane sezonowo)**(Prognoza – ceny)**

	sty-04	lut-04	mar-04	kwi-04	maj-04	cze-04	lip-04	sie-04	wrz-04	Paź-04	lis-04	Gru-04
Przetwórstwo przemysłowe	11,7	10,6	16,1	26,6	25,1	26,2	20,4	13,3	10,3	10,9	-1,7	-6,1
Handel detaliczny	15,9	23,7	29,9	38,5	43,0	45,8	43,5	32,1	30,0	27,3	25,2	23,6

Wskaźniki są obliczane w formie sald powstających jako różnica między procentem odpowiedzi pozytywnych i negatywnych.

Źródło: GUS.

Wraz z ustępowaniem przejściowych impulsów inflacyjnych, wyhamowaniu uległ wzrost bieżącego tempa wzrostu cen oraz oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych. Mimo utrzymania się oczekiwań na podwyższonym poziomie w 2004 r. nie odnotowano sygnałów wskazujących na wystąpienie żądań płacowych. Utrzymana została obserwowana od połowy 2002 r. tendencja, zgodnie, z którą dynamika wynagrodzeń realnych i nominalnych pozostawała znacznie niższa od dynamiki realnej produktywności na zatrudnionego. Wysoka dyscyplina płac w przedsiębiorstwach wzmacniała ich konkurencyjność i stwarzała przesłanki dla osiągnięcia wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w dłuższej perspektywie.

W IV kw. 2004 r. perspektywy inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej istotnie się poprawiły. Ograniczeniu przyszłej presji inflacyjnej sprzyjały przede wszystkim:

- dokonane w miesiącach letnich 2004 r. podwyżki stóp procentowych,
- wysoka dyscyplina płac w przedsiębiorstwach przy utrzymującym się wysokim tempie wydajności pracy, która wskazywała, że w analizowanym okresie efekty drugiej rundy nie wystąpiły, co wiązało się przede wszystkim z wysokim bezrobociem,
- wygaśnięcie cenowych skutków przystąpienia Polski do Unii Europejskiej,
- silny trend aprecjacyjny złotego przy stabilnym poziomie stóp procentowych, oddziałujący w kierunku obniżenia inflacji poprzez obniżenie cen towarów importowanych i poprzez osłabienie aktywności gospodarczej.

Czynniki zewnętrzne

W 2004 r. tempo wzrostu w gospodarce światowej przyspieszyło. Zgodnie z oczekiwaniami poprawa koniunktury objęła wszystkie najważniejsze regiony świata (Tablice 5 i 6). Tempo wzrostu PKB w strefie euro ukształtowało się na poziomie 2,0%, co odpowiadało założeniom. Wyraźnie szybciej od oczekiwań rozwijały się natomiast gospodarki USA i Chin. Wysoki wzrost popytu, zarówno inwestycyjnego, jak i konsumpcyjnego w tych krajach był podstawowym czynnikiem silnego wzrostu cen na międzynarodowych rynkach surowcowych, zwłaszcza w zakresie paliw¹ i metali. W warunkach rosnącego popytu i postępującej deprecjacji dolara amerykańskiego ceny dolarowe surowców, w tym ceny ropy naftowej, wzrosły w 2004 r. o ponad 30%².

Tablica nr 5

Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej w latach 2003-2004

	2003	2004				
	I-IV	I-IV	I	II	III	IV
Stany Zjednoczone – wzrost PKB (w %) ¹	3,0	4,4	5,0	4,8	4,0	3,9
Strefa euro – wzrost PKB (w %) ¹	0,5	2,0	1,6	2,2	1,9	1,6
w tym Niemcy	-0,1	1,6	1,6	1,9	1,2	1,5
Cena ropy naftowej (gat. Brent, USD/b) ²	28,8	38,3	32,0	35,3	41,5	43,9
Stany Zjednoczone – inflacja CPI (w %) ³	2,3	2,7	1,8	2,9	2,7	3,3
Strefa euro – inflacja CPI (w %) ³	2,1	2,2	1,7	2,3	2,2	2,3
Stany Zjednoczone – stopa funduszy federalnych ⁴	1,00	2,25	1,00	1,25	1,75	2,25
Strefa euro – stopa refinansowa ⁴	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

¹ w stosunku do odpowiedniego okresu roku poprzedniego

² średnia w okresie

³ średnia w okresie w stosunku do odpowiedniego okresu roku poprzedniego

⁴ stan na koniec okresu

Źródło: Bloomberg, Eurostat, Międzynarodowa Agencja Energetyki.

Wzrost cen surowców i materiałów na rynkach światowych znalazł odzwierciedlenie w kształtowaniu się wskaźnika PPI w Polsce. W 2004 r. obserwowano dynamiczny wzrost wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu, który wynikał głównie z działania czynników o charakterze popytowym. Średnioroczna dynamika cen producentów wyniosła 7%, przy czym największy wzrost cen zanotowano w sekcji górnictwo i kopalnictwo (23,7%). W działach mniej uzależnionych od surowców oraz w działach nastawionych na produkcję eksportową w 2004 r. presja inflacyjna była umiarkowana.

¹ W 2004 r. w przyroście popytu na ropę naftową udział USA i Chin wyniósł łącznie 60%.

Tablica nr 6

Prognozy wzrostu PKB na 2004 r.

	Wiosna 2003	Jesień 2003	Wiosna 2004	Jesień 2004	Realizacja
USA	2,5	3,8	3,4	4,4	4,4
Niemcy	2,0	1,6	1,5	1,9	1,6
UE-15	2,4	2,0	2,0	2,3	2,2
Strefa euro	2,3	1,8	1,7	2,1	2,0

Źródło: Komisja Europejska

Ożywienie w gospodarce światowej przyczyniło się do przyspieszenia obrotów w polskim handlu zagranicznym w wyniku zwiększenia popytu na polskie towary (co znalazło odzwierciedlenie we wzroście wolumenu eksportu), jak i wzrostu cen na rynkach międzynarodowych (prowadzącego do wzrostu cen transakcyjnych). Jednocześnie wysoka dynamika eksportu wyrobów przetworzonych spowodowała zwiększenie importu, głównie zaopatrzeniowego. Wpływ wyraźnie wyższych cen ropy naftowej na krajową inflację osłabiała utrzymująca się od II kwartału 2004 r. aprecjacja złotego, szczególnie w stosunku do dolara amerykańskiego, gdyż światowe ceny surowców ustalane są przede wszystkim w tej walucie.

Tablica nr 7

Indeks kursu złotego efektywnego

(% zmiana do analogicznego kwartału roku poprzedniego)

Indeks kursu złotego efektywnego	II Q 2003	III Q 2003	IV Q 2003	I Q 2004	II Q 2004	III Q 2004	IV Q 2004
Nominalny	-10,8	-4,7	-10,1	-9,9	-6,8	0,8	10,1
Deflowany CPI	-11,9	-5,4	-10,1	-9,7	-5,7	3,1	12,4
Deflowany PPI	-9,8	-3,4	-7,8	-5,9	-0,3	6,7	13,8
Deflowany jednostkowymi kosztami pracy*	-19,5	-11,9	-23,2	-23,3	-18,4	-5,3	8,6**

„*” – obliczono jako relacja kosztu płacowego, przypadająca na jednego zatrudnionego, do wydajności pracy mierzonej za pomocą produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze

„**” – szacunek oparty na danych EBC oraz NBP (na bazie danych miesięcznych GUS).

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP, EC i GUS.

W pierwszych czterech miesiącach 2004 roku kurs złotego kontynuował tendencję deprecjacyjną z lat 2002-2003 i kształtował się w przedziale 4,66-4,91 względem euro oraz 3,65-3,98 względem dolara amerykańskiego. Natomiast począwszy od maja do końca 2004 r. kurs złotego umacniał się, przy czym skala aprecjacji wyraźnie przekraczała oczekiwania rynków

² Źródło: HWWA.

finansowych. W efekcie, w 2004 r. złoty umocnił się wobec EUR o 13,5%, a wobec USD o 21,1³.

Prognozowanie kursu walutowego obarczone jest dużą niepewnością, a nawet wyjaśnienie zaistniałych tendencji na rynku walutowym przy pomocy zmiennych ekonomicznych jest możliwe tylko w bardzo ograniczonym stopniu. Ex post można sformułować hipotezę, że aprecjacja złotego, której skala była zaskoczeniem dla uczestników rynku walutowego, nastąpiła przede wszystkim w wyniku spadku premii za ryzyko inwestowania w Polsce, co związane było z wejściem Polski do UE oraz przejściowym ustabilizowaniem się sytuacji politycznej w kraju. Jednocześnie za umocnieniem złotego przemawiała dalsza poprawa salda obrotów bieżących, niskie jednostkowe koszty pracy oraz wysokie tempo wzrostu gospodarczego. W kierunku umocnienia kursu złotego oddziaływały także dokonane przez Radę podwyżki stóp procentowych.

Tendencję do umacniania się polskiej waluty oraz innych walut krajów regionu wzmacniały także zjawiska międzynarodowe: obniżenie ryzyka inwestowania na rynkach wschodzących oraz niskie stopy procentowe głównych walut światowych. Czynniki te, w połączeniu z wysoką podażą polskich papierów skarbowych, sprzyjały zwiększonemu napływowi zagranicznego kapitału portfelowego.

Ceny żywności, ceny kontrolowane

Wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2004 r. w ujęciu średniorocznym wyniósł 6,3%, a więc o prawie 4 pkt. proc. wyżej niż przewidywano w *Założeniach polityki pieniężnej na 2004 r.* (2,4%). Największe odchylenia faktycznych zmian cen od prognoz miały miejsce w przypadku cen cukru, masła, mleka oraz mięsa i wystąpiły w okresie przed i tuż po akcesji Polski do UE.

Analizując przyczyny rozbieżności między prognozowanymi a rzeczywistymi wzrostami cen, należy zwrócić uwagę, że ceny żywności i napojów bezalkoholowych należą do najbardziej zmiennych składników koszyka cen towarów i usług konsumpcyjnych, między innymi dlatego że zależą w dużym stopniu od nieprzewidywalnych warunków pogodowych. Na tę występującą co roku niepewność nałożyły się w 2004 r. dodatkowe, nie do końca przewidywalne, zmiany cen związane z wejściem Polski do UE.

³ Zmiana wartości kursu liczona jako poziom na koniec grudnia 2004 r. względem poziomu na koniec grudnia 2003 r.

Bardziej szczegółowa analiza przyczyn wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2004 r. wskazuje na wystąpienie zewnętrznego wstrząsu popytowego związanego z wejściem do UE (dotyczyło to szczególnie wzrostu popytu na polskie mięso i przetwory mleczne w krajach Unii Europejskiej) oraz na kontynuację negatywnego wstrząsu podażowego z 2003 r., spowodowanego niższą podażą wielu produktów rolnych (głównie zbóż). Należy podkreślić, że Narodowy Bank Polski nie prognozuje samodzielnie cen surowców rolnych, będących głównym źródłem informacji do prognozy cen żywności, a opiera się na wszystkich dostępnych zewnętrznych źródłach informacji na temat ich poziomów oraz czynników je kształtujących (w tym popytu, konkurencyjności, podaży, warunków klimatycznych, itd.) udostępnianych przez specjalistyczne instytuty i agencje. Wspomniane rozbieżności między prognozą cen a ich faktycznym poziomem wynikały więc głównie z trudności w oszacowaniu skali zmian cen na rynku rolnym związanych z akcesją, w tym zmian w popycie zewnętrznym na polskie produkty rolne. Należy zwrócić uwagę, że w okresie przygotowywania założeń dostępne były prognozy zewnętrzne z I połowy 2003 r. Wprawdzie prognozy zewnętrzne zakładały ożywienie eksportu w wyniku przyjęcia Wspólnej Taryfy Celnej, lecz nie w takim stopniu, jaki miał faktycznie miejsce. Otwarcie rynków rolnych w ramach UE w ciągu pierwszych kilku miesięcy po akcesji, przyczyniło się do silnego wzrostu popytu zewnętrznego na polską żywność. Eliminacja wszystkich ograniczeń w handlu żywnością pomiędzy Polską a UE dodatkowo ujawniła znacznie wyższą od spodziewanej konkurencyjność wielu polskich artykułów żywnościowych; przede wszystkim mięsa wołowego, mięsa drobiowego i produktów mleczarskich. Przykładem może być wołowina. W związku z tym, że przed akcesją ceny mięsa wołowego w Polsce były dużo niższe aniżeli w krajach UE, oczekiwano, że jego import wzbudzi zainteresowanie konsumentów na wspólnym rynku. Jednak ze względu na niższą w porównaniu do unijnej jakość mięsa, spodziewano się, że jego ceny będą rosły stosunkowo powoli. Tymczasem faktyczny wzrost cen wołowiny był dużo szybszy. W pierwszej połowie 2004 r. wzrost konkurencyjności cenowej na rynkach międzynarodowych wzmacniał dodatkowo korzystny dla krajowych eksporterów kurs EUR/PLN.

Kolejnym czynnikiem dynamizującym ceny żywności, w okresie luty-kwiecień 2004 r., był popyt na niektóre artykuły żywnościowe, związany z obawami społeczeństwa odnośnie wzrostu ich cen po akcesji. Wzrost popytu spowodował znaczny przejściowy wzrost cen, co było szczególnie widoczne w przypadku cukru.

Wzrost cen kontrolowanych w 2004 r. w ujęciu średniorocznym wyniósł 3,2%, podczas gdy w sierpniu 2003 r. przewidywano, że wyniesie on 1,9%. Wyższy niż prognozowany wzrost

cen kontrolowanych wynikał głównie z podwyżek cen paliw na skutek wyższego od oczekiwań wzrostu cen ropy na światowych rynkach. Wzrost cen paliw stanowił 1,7 pkt. proc. (czyli 53,8%) wzrostu cen kontrolowanych.

Polityka fiskalna

Istotnym czynnikiem kształtującym warunki realizacji polityki pieniężnej oraz wpływającym na wzrost gospodarczy w dłuższym okresie jest sytuacja finansów publicznych. Polityka fiskalna poprzez swoje oddziaływanie na popyt globalny wywiera wpływ na inflację. Luźna polityka fiskalna wiąże się z koniecznością utrzymywania wyższych realnych stóp procentowych w celu osiągnięcia niskiej i stabilnej inflacji. Wyższe stopy procentowe prowadzą do ograniczenia inwestycji prywatnych, jednak podwyższona inflacja bez odpowiedniej reakcji polityki pieniężnej negatywnie wpływa na inwestycje. Tym samym, nieoptymalny układ polityki makroekonomicznej, łączący restrykcyjną politykę pieniężną z luźną polityką fiskalną, powoduje wzrost kosztu utrzymywania stabilności cen w postaci niższego - w porównaniu z układem optymalnym - wzrostu PKB.

W 2004 r. przewidywany był wzrost deficytu sektora finansów publicznych, istniało duże prawdopodobieństwo przekroczenia przez dług publiczny II progu ostrożnościowego (55% PKB), niejasne były także perspektywy fiskalne w średnim okresie. Radę niepokoiło opóźnianie reform ograniczających deficyt i potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych. Opóźnianie koniecznych reform mogło spowodować zaburzenia na rynkach finansowych, skutkujące wzrostem rentowności skarbowych papierów wartościowych oraz osłabieniem kursu złotego, stanowiącym istotny czynnik ryzyka inflacyjnego. Ponadto, dalsze narastanie długu publicznego mogło zagrozić trwałości wzrostu gospodarczego. W szczególności, Radę niepokoiły:

- niskie zaawansowanie prac nad pakietem legislacyjnym ustaw przygotowanym przez rząd w lutym 2004 r. w ramach *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*,
- utrzymujące się obawy, co do ostatecznego kształtu budżetu na 2005 r. z powodu m.in. uwzględnienia w budżecie efektów finansowych ustaw podwyższających składki ubezpieczeniowe dla przedsiębiorców oraz dla rolników, które nie zostały uchwalone przez parlament. W istocie, okazało się, że parlament nie poparł części przedłożonych przez rząd rozwiązań ograniczających deficyt sektora finansów publicznych,
- rosnąca niestabilność polityczna, zmniejszająca prawdopodobieństwo przyjęcia ustaw mających na celu ograniczenie wydatków publicznych.

Zgodnie z *Ustawą budżetową*, w 2004 r. zakładano istotny wzrost nierównowagi sektora finansów publicznych i w konsekwencji potrzeb pożyczkowych państwa. Planowany wzrost deficytu sektora o ok. 2% PKB w stosunku do 2003 r. wynikał w dużej mierze z wysokiego wzrostu wydatków publicznych związanego z akcesją Polski do UE. Złożyły się na to: wpłata netto⁴ składki członkowskiej do budżetu UE, zapewnienie środków na współfinansowanie funduszy strukturalnych, w tym poprzez zwiększenie udziału jednostek samorządu terytorialnego w podatkach dochodowych, oraz uzupełnienie dopłat bezpośrednich dla rolników z budżetu krajowego. Ponadto, w związku ze zmianą zasad rozliczania podatków pośrednich w momencie wejścia do UE, w 2004 r. przewidywano jednorazowy spadek wpływów z tego tytułu.

W 2004 r. deficyt budżetu państwa był nadal bardzo wysoki i w stosunku do 2003 r. zwiększył się o 0,2% PKB⁵. Według informacji Ministerstwa Finansów deficyt całego sektora finansów publicznych (w ujęciu kasowym) wyniósł w 2004 r. 4,8% PKB (po korekcie wydatków o transfery do otwartych funduszy emerytalnych - o 0,6 pkt. proc. PKB powyżej wielkości z 2003 r.). Deficyt kasowy ukształtował się zatem poniżej wielkości planowanej na 2004 r., na co wpływ miał niższy od zakładanego deficyt budżetu państwa oraz lepszy niż przewidywano wynik pozostałych jednostek sektora finansów publicznych. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych oraz jednostki samorządu terytorialnego osiągnęły w 2004 r. dodatnie saldo, a nie jak zakładano deficyt.

O braku poprawy sytuacji sektora finansów publicznych w 2004 r. świadczy wzrost deficytu strukturalnego. Deficyt ten, z definicji oczyszczony z wpływu czynników cyklicznych, wzrósł w 2004 r. w stosunku do 2003 r. o 0,9% PKB⁶, a więc więcej niż deficyt sektora finansów publicznych.

⁴ Wydatki z tytułu składki członkowskiej pomniejszone o środki uzyskane przez budżet państwa z UE (m.in. rekompensata na poprawę płynności budżetowej).

⁵ W warunkach porównywalnych (tj. skorygowaniu wydatków budżetu państwa o dotacje dla FUS z tytułu ubytku składek na ubezpieczenia społeczne przekazywanych do OFE, które w 2004 r. zostały wyłączone z wydatków i zaklasyfikowane w pozycji rozchodów) deficyt budżetu państwa zwiększył się w stosunku do 2003 r. o 1,4 % PKB.

⁶ Od 2004 r. elementem trwale zwiększającym deficyt strukturalny jest wpłata netto składki członkowskiej do budżetu UE.

Miary nierównowagi finansów publicznych

	2003	2004	
	Wykonanie	Ustawa budżetowa	Wykonanie
	mld zł		
Deficyt budżetu państwa	-37,0	-45,3	-41,4
Deficyt kasowy sektora finansów publicznych	-44,6	-54,3	-42,0
Deficyt kasowy s. f. p. skorygowany *	-34,7		
	% PKB		
Deficyt budżetu państwa	-4,5	-5,3	-4,7
Deficyt kasowy sektora finansów publicznych	-5,4	-6,3	-4,8
Deficyt kasowy s. f. p. skorygowany *	-4,2		

* Zgodnie z metodologią przyjętą w 2004 r., deficyt kasowy sektora finansów publicznych w 2003 r. pomniejszono o transfer środków na pokrycie składek ubezpieczeniowych przekazanych do otwartych funduszy emerytalnych.

W efekcie wyższych niż przewidywano przychodów z prywatyzacji oraz silnej aprecjacji złotego (wpływającej na obniżenie wartości zobowiązań zagranicznych w wyrażeniu złotowym) relacja państwowego długu publicznego (z poręczeniami i gwarancjami) do PKB na koniec 2004 r. ukształtowała się na poziomie 50,3%, tj. poniżej wielkości z 2003 r.

W 2004 r. nastąpiła znacząca zmiana w strukturze finansowania długu publicznego. Istotnie zwiększył się udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu (z 16,4% w 2003 r. do 21,4% na koniec 2004 r.)⁷, natomiast udział krajowego sektora bankowego w tym finansowaniu zmniejszył się (z 34,1% w 2003 r. do 29,4% w 2004 r.). Zaangażowanie krajowego sektora pozabankowego w finansowanie długu pozostało na podobnym jak w 2003 r. poziomie wynoszącym 49,2%.

Decyzje RPP

Przyspieszenie inflacji w warunkach umacniania się ożywienia gospodarczego oraz spodziewana kontynuacja wzrostowych tendencji w gospodarce, prowadząca do stopniowego

⁷ Wartość inwestycji nierezydentów w rządowe papiery skarbowe wzrosła z 41,1 mld zł w grudniu 2003 r. do 62,3 mld zł w grudniu 2004 r.

zwiększenia presji inflacyjnej, przyczyniły się do tego, że w lutym 2004 r. Rada zasygnalizowała możliwość zmiany nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne. Zmiana taka została dokonana w kwietniu 2004 r. Uzasadniając decyzję o zmianie nastawienia wskazano na fakty świadczące o znacznym ryzyku przyspieszenia inflacji i przekroczenia górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego, w tym przede wszystkim wzrost oczekiwań inflacyjnych i ryzyko ich utrwalenia oraz deprecjację nominalnego efektywnego kursu złotego.

Choć większość wstrząsów, które dotknęły polską gospodarkę na wiosnę 2004 r., miała przejściowy charakter, istniała niepewność co do tego, w jaki sposób wstrząsy te przyczynią się do wzrostu presji inflacyjnej. W warunkach znacznego wzrostu oczekiwań inflacyjnych istniało ryzyko pojawienia się wyższych żądań płacowych i w rezultacie utrwalenia się inflacji na poziomie znacznie przekraczającym cel inflacyjny ustalony przez Radę na poziomie 2,5%. Na ryzyko wystąpienia *efektów drugiej rundy* wskazywała m.in. siła występujących w gospodarce wstrząsów oraz krótki okres niskiej inflacji w Polsce. Ponadto, w ocenie Rady realizacji wyższych żądań płacowych sprzyjały wzmacniające się ożywienie gospodarcze i wysokie zyski przedsiębiorstw. Z kolei głównym czynnikiem, który mógł ograniczyć wpływ wzrostu oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac było utrzymujące się wysokie bezrobocie. Dodatkowo, wstrząsy podażowe i towarzyszący im wzrost cen mogły się przyczynić do ograniczenia popytu i tym samym zmniejszenia presji inflacyjnej.

W okresie czerwiec - sierpień 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie podwyższyła podstawowe stopy NBP - w czerwcu o 0,5 pkt. proc., w lipcu o 0,25 pkt. proc., a w sierpniu o 0,5 pkt. proc. Przyjęta sekwencja podwyżek stóp procentowych odzwierciedlała napływające z gospodarki informacje, które zmieniały bilans ryzyk dla przyszłej ścieżki inflacji w okresie wyraźnie podwyższonej niepewności towarzyszącej przystąpieniu Polski do UE. Należy jednak podkreślić, że z punktu widzenia wpływu na przebieg procesów inflacyjnych istotna jest przede wszystkim łączna skala dokonanych podwyżek, a nie ich sekwencja.

Przy podejmowaniu decyzji o podniesieniu stóp procentowych intencją Rady było przekazanie uczestnikom rynku wyraźnego sygnału, że bank centralny jest zdeterminowany zrealizować cel inflacyjny w średnim okresie, a wzrost inflacji ma charakter przejściowy. Kierując się powyższymi przesłankami w *Założeniach polityki pieniężnej na 2005 r.* Rada zadeklarowała, że będzie kontynuować działania zmierzające do szybkiego obniżenia inflacji do poziomu 2,5% w ciągu 5-7 kwartałów. Decyzje RPP miały przeciwdziałać trwałemu wzrostowi oczekiwań inflacyjnych. Wprawdzie oczekiwania te w Polsce są w znacznym stopniu adaptacyjne, jednak w okresie poprzedzającym wejście Polski do UE oraz kolejnych kilku

miesiącach kształtowały się one wyżej niż wskazywałyby na to wskaźniki bieżącej inflacji. Świadczy to o tym, że oczekiwania inflacyjne w pewnych okresach są również ukierunkowane na przyszłość.

W związku z poprawiającymi się w IV kwartale 2004 r. perspektywami inflacji, w opinii Rady nie było konieczności dokonywania dalszych podwyżek stóp procentowych. Rada dostrzegła jednak znaczną niepewność dotyczącą kształtowania się kursu złotego. Prowadząc politykę pieniężną w ramach strategii BCI oraz systemu płynnego kursu walutowego NBP może interweniować na rynku walutowym. W 2004 r. NBP nie interweniował na rynku walutowym.

W 2004 r., w warunkach wzrostu zarówno inflacji jak i nominalnych stóp procentowych NBP, nastąpił spadek realnych stóp procentowych. W styczniu 2004 r. stopa referencyjna deflowana oczekiwaniami inflacyjnymi gospodarstw domowych wynosiła 3,1%. W kolejnych miesiącach roku obserwowany był jej spadek do poziomu 1,4% w sierpniu. W ostatnich miesiącach roku stopa ta wzrosła, przyjmując w grudniu wartość 2,1%.

Wstrząsy podażowe i popytowe, które w 2004 r. dotknęły polską gospodarkę oraz znaczne wahania kursu walutowego znacząco zwiększyły zakres niepewności, jaka towarzyszyła prowadzeniu polityki pieniężnej. W warunkach zwiększonej niepewności Rada za szczególnie ważne uznała, aby przesłanki jej decyzji były przedstawiane w sposób zrozumiały i przejrzysty. Badania wskazują, że przejrzysta i wiarygodna polityka pieniężna przyczynia się do lepszego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego, a tym samym ułatwia przywracanie inflacji do celu po wystąpieniu wstrząsu oraz obniża koszt procesu dostosowawczego.

W ramach podjętych w 2004 r. działań ukierunkowanych na poprawę komunikacji banku centralnego z otoczeniem, zmieniono formułę *Raportu o inflacji*, który jest dokumentem zawierającym aktualną ocenę procesów inflacyjnych i determinant inflacji oraz opisującym prowadzoną politykę pieniężną. Przyspieszenie terminu publikacji *Raportu o inflacji* oraz uwzględnienie w nim najnowszych dostępnych informacji pozwoliło na lepsze wyjaśnianie przesłanek decyzji dotyczących bieżącej polityki pieniężnej. Ponadto od sierpnia 2004 r. w *Raporcie* rozpoczęto publikację projekcji inflacji, sporządzanej przy założeniu utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie w całym horyzoncie projekcji. Projekcje inflacji opracowywane są przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego, pod kierunkiem Wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Począwszy od sierpnia 2004 r. każdej publikacji *Raportu o inflacji* towarzyszą konferencje prasowe oraz

spotkania z analitykami rynków finansowych mające dodatkowo służyć poprawie komunikacji banku centralnego z otoczeniem. W 2004 r. zmieniła się także formuła komunikatów RPP. Rada starała się, by komunikaty były, w większym niż dotychczas stopniu, ukierunkowane na przyszłość oraz przedstawiały ocenę bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Zmiany te powinny doprowadzić do lepszego zrozumienia i przewidywalności zmian parametrów polityki pieniężnej. Rada wyraża nadzieję, że w dłuższym okresie większa przejrzystość przyczyni się do zwiększenia skuteczności polityki pieniężnej.

W 2004 r. odbyły się trzy spotkania RPP z przedstawicielami resortów gospodarczych Rządu RP. Spotkania te poświęcone były analizie bieżącej i przyszłej sytuacji sektora finansów publicznych oraz zagadnieniom związanym z przyszłym uczestnictwem Polski w mechanizmie ERM II i przystąpieniem do strefy euro. Warunkiem przyjęcia wspólnej waluty jest spełnienie tzw. kryteriów z Maastricht. W rezultacie przejściowego wzrostu inflacji w 2004 r. od sierpnia ubiegłego roku Polska przestała spełniać kryterium stabilności cen. Jednak wraz z oczekiwanym spadkiem inflacji do poziomu spójnego z celem 2,5% r/r, również średnioroczne tempo wzrostu cen powinno się obniżyć do poziomu umożliwiającego ponowne spełnienie kryterium stabilności cen. W rezultacie polityka pieniężna w 2004 r., zorientowana na możliwie szybkie sprowadzenie inflacji do celu inflacyjnego, sprzyjała realizacji strategii możliwie szybkiego przystąpienia Polski do strefy euro.

Ze względu na opóźnienia, z jakimi polityka pieniężna wywiera wpływ na gospodarkę, pełna ocena polityki pieniężnej w 2004 r. będzie możliwa dopiero w 2006 r.

UWARUNKOWANIA INSTYTUCJONALNE WZROSTU GOSPODARCZEGO I INFLACJI W 2004 R. I W DŁUŻSZYM OKRESIE

Analizy wzrostu gospodarczego pokazują, że tradycyjny model jego objaśniania, ograniczony do obserwacji zmian nakładów czynników produkcji: pracy, kapitału i ziemi oraz ewolucji stosowanych technologii, nie wystarcza do wytłumaczenia różnic w tempach wzrostu i poziomie rozwoju krajów. Wyposażenie w zasoby naturalne i potencjał demograficzny ani nie jest czynnikiem wystarczającym, by osiągnąć wysokie i trwałe tempo wzrostu gospodarczego ani też koniecznym. Współczesne modele wzrostu gospodarczego traktują postęp techniczny i organizacyjny jako czynnik wzrostu o fundamentalnym znaczeniu. Zależy on z kolei głównie od czynników instytucjonalnych, określających w sumie instytucjonalne ramy gospodarowania w danym kraju.

Słabości instytucjonalne, tworząc bariery działalności gospodarczej dla przedsiębiorstw na poziomie mikroekonomicznym i ograniczając mechanizm konkurencji, obniżają efektywność wykorzystania czynników produkcji w skali całej gospodarki. To osłabienie podażowej strony gospodarki ma daleko idące implikacje dla prowadzenia polityki pieniężnej; niższe staje się tempo wzrostu potencjalnego PKB, które jest spójne z przyjętym celem inflacyjnym. Oznacza to, że udane reformy ograniczające bariery systemowe pozwoliłyby gospodarce znaleźć się na wyższej nieinflacyjnej ścieżce wzrostu bez konieczności podwyższania stóp procentowych. Ponadto, niższa efektywność podażowej strony gospodarki związana z mało elastycznym funkcjonowaniem rynków, oznacza większe wahania rzeczywistego PKB wokół trendu i wynikające stąd koszty jego stabilizowania.

Przez czynniki instytucjonalne rozumie się, ogólnie rzecz biorąc, formalne (tzn. usankcjonowane prawem) i nieformalne reguły, według których działają jednostki i inne podmioty gospodarcze, w tym przedsiębiorstwa. Są to przede wszystkim:

- przepisy prawne i procedury biurokratyczne, dotyczące uruchamiania i zamykania działalności gospodarczej,
- typ i poziom ochrony praw własności,
- zasady zawierania kontraktów i egzekucji należności,
- zakres i typ regulacji rynku pracy,
- przepisy podatkowe,

- stopień rozwoju i zasady funkcjonowania systemu finansowego,
- prawodawstwo w zakresie ochrony przed praktykami monopolistycznymi,
- stopień liberalizacji obrotów gospodarczych z zagranicą,
- niezależność banku centralnego.

Dobrze funkcjonujące instytucje sprzyjają aktywności ekonomicznej jednostek i gwarantują im zachowanie korzyści z ich działalności. Na przykład, aktywności ekonomicznej sprzyja swoboda zakładania firm, połączona z możliwie prostymi i tanimi procedurami ich rejestracji. Gwarancje własności sprzyjają rozwojowi firm, bowiem właściciele, pewni praw do wygosparowanych zysków, będą owe zyski inwestować w kapitał rzeczowy i ludzki. Rozwojowi firm sprzyjać też będą: dostosowany do ich potrzeb system finansowy, pozwalające na elastyczne zmiany w zatrudnieniu przepisy kodeksu pracy, ochrona własności intelektualnej i ochrona konkurencji. Niejasne uregulowania praw własności lub nieefektywne metody jego egzekucji prowadzą do marnotrawstwa środków i nieefektywności oraz do upolitycznienia gospodarki.

Porównania międzynarodowe pokazują, że czynniki instytucjonalne tłumaczą w dużym stopniu zróżnicowanie:

- poziomów rozwoju gospodarczego,
- stóp wzrostu
- stabilności wzrostu gospodarczego.

Reformy instytucjonalne stanowiły podstawowy czynnik wzrostu gospodarczego w Polsce w okresie transformacji. Dzięki tym reformom możliwe stało się członkostwo Polski w OECD i Unii Europejskiej. Pomimo, że obecnie polskie prawo i instytucje nie odbiegają od rozwiązań przyjętych w krajach UE, to podstawowym problemem jest egzekwowanie istniejącego prawa i funkcjonowanie instytucji. Istniejące nadal bariery instytucjonalne są główną przyczyną problemów społeczno-gospodarczych, hamują obserwowane obecnie ożywienie gospodarki i budzą obawy o jego trwałość. Badania szeregu ośrodków (OECD, Bank Światowy, EBOR i krajowe ośrodki badawcze) oraz NBP wskazują na następujące słabości sfery instytucjonalnej w Polsce:

- zdecydowanie bardziej skomplikowany niż w większości dotychczasowych państw Unii Europejskiej proces rejestracji nowych przedsiębiorstw w Polsce,
- długi czas dochodzenia zobowiązań umownych,

- wysoki stopień regulacji stosunków pracy, istotnie hamujący tworzenie nowych miejsc pracy,
- duże obciążenia kosztów pracy, które są jednym z głównych czynników ograniczających wzrost popytu na pracę w gospodarce i skłaniających do poszukiwania zatrudnienia w szarej strefie,
- znaczny udział sektora państwowego w odniesieniu do ważnych dla gospodarki gałęzi oraz znaczny zakres pomocy publicznej dla niektórych z nich, oznaczający marnotrawstwo środków i ograniczanie rozwoju konkurencji na tych rynkach.

W 2004 r. wprowadzono szereg zmian systemowych mających wpływ na uwarunkowania wzrostu gospodarczego i inflacji w dłuższym okresie. Najważniejsze z tych zmian to:

- obniżenie stawki podatku dochodowego od osób prawnych (CIT) z 27% do 19%,
- wprowadzenie możliwości rozliczania się według stawki 19% dla osób prowadzących działalność gospodarczą,
- zmiana systemu finansowania jednostek samorządu terytorialnego, polegająca na wzroście udziału samorządów w podatkach dochodowych PIT (z 30,1% do 45,74%) i CIT (z 5,5% do 24,01%),
- przywrócenie przepisu kodeksu pracy, ograniczającego do dwóch maksymalną liczbę kolejno następujących po sobie umów na czas określony nawiązywanych z tym samym pracownikiem. Od końca listopada 2002 r. do końca kwietnia 2004 r. obowiązywał przejściowy zapis umożliwiający zawieranie dowolnej liczby umów czasowych z poszczególnymi pracownikami. Przywrócenie reglamentacji umów na czas określony wynikało z konieczności dostosowań polskiego prawa pracy do wymogów prawnych Unii Europejskiej.

Można oceniać, że w 2004 r. nastąpiła pewna poprawa systemowych uwarunkowań wzrostu gospodarczego. Jednak utrzymujące się w Polsce słabości instytucjonalne oraz wysoki strukturalny deficyt sektora finansów publicznych stanowią poważną przeszkodę dla szybszego zmniejszenia różnicy w poziomie rozwoju pomiędzy Polską i krajami rozwiniętymi i wyraźnej poprawy sytuacji na rynku pracy.

INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W 2004 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. W celu odpowiedniego kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych, NBP posługiwał się następującym zestawem instrumentów: operacje otwartego rynku, operacje kredytowo-depozytowe oraz rezerwa obowiązkowa. Wpływając na poziom nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który byłby spójny z założonym celem inflacyjnym.

Płynność sektora bankowego

Na poziom płynności sektora bankowego w 2004 r. wpływało kształtowanie się wielu czynników. Do zmniejszenia skali nadpłynności, mierzonej jako średnie w miesiącu saldo bonów pieniężnych NBP, przyczyniły się głównie: wzrost salda depozytów budżetowych utrzymywanych w banku centralnym, przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu, zwiększenie poziomu rezerwy obowiązkowej oraz sprzedaż walut netto przez NBP. Na zwiększenie skali nadpłynności wpłynęły m.in.: wpłata z zysku NBP do budżetu państwa, wypłata odsetek od obligacji NBP, wypłata dyskonta od bonów pieniężnych NBP oraz wypłata odsetek od rezerwy obowiązkowej.

Czynnikiem, który najsilniej oddziaływał na kształtowanie się poziomu płynności sektora bankowego, były depozyty budżetu państwa w banku centralnym. Poziom środków utrzymywanych przez MF w NBP charakteryzował się dużą zmiennością. Do największego ograniczenia poziomu płynności doszło w okresie kwiecień-maj 2004 r., kiedy znaczna jej część została zaabsorbowana z rynku przez MF, a następnie ulokowana w banku centralnym. Sytuację tę zmieniło dopiero rozpoczęcie przez MF lokowania, od maja 2004 r., części nadwyżek budżetowych w sektorze bankowym oraz przekazanie do budżetu części zysku NBP za 2003 r. z końcem czerwca 2004 r.

Średni poziom nadpłynności, mierzony skalą emisji bonów pieniężnych NBP, spadł w 2004 r. do poziomu 5.275 mln zł, w porównaniu z 6.251 mln zł w 2003 r.

Stopy procentowe

Polityka pieniężna w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego polega na utrzymywaniu oficjalnych stóp procentowych NBP na poziomie spójnym z założonym celem.

Operacje otwartego rynku oraz operacje kredytowo-depozytowe wpływają na poziom stóp procentowych rynku międzybankowego i pośrednio na oprocentowanie depozytów i kredytów w bankach komercyjnych, co z kolei oddziałuje na decyzje gospodarstw domowych dotyczące oszczędności i konsumpcji oraz poziom inwestycji przedsiębiorstw.

W 2004 r., podobnie jak w latach poprzednich, stopami wytyczającymi kierunek prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej, były: stopa referencyjna, stopa lombardowa i stopa depozytowa.

Stopa referencyjna wyznaczała minimalną rentowność bonów pieniężnych sprzedawanych w ramach operacji otwartego rynku. Okres zapadalności emitowanych w 2004 r. bonów pieniężnych NBP wynosił 14 dni. Minimalne oprocentowanie absorbujących płynność krótkookresowych operacji otwartego rynku informowało o bieżącym kierunku polityki pieniężnej i oddziaływało na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności.

Stopa lombardowa wyznaczała koszt pozyskania przez banki pieniądza w banku centralnym na termin O/N (*overnight*).

Stopa depozytowa wyznaczała cenę, jaką bank centralny oferował bankom komercyjnym za złożenie w NBP depozytu na termin O/N.

Stopy depozytowa oraz lombardowa tworzyły korytarz wahań dla krótkoterminowych stóp procentowych rynku międzybankowego, którego środek wyznaczała stopa referencyjna. Zachowana została szerokość korytarza w wysokości +/- 1,5 pkt. proc.

W 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej dokonała trzykrotnie podwyżki stopy referencyjnej oraz stopy lombardowej i depozytowej (Tablica nr 9). Stopy te zostały podniesione w ciągu roku o 1,25 pkt proc.

W ślad za podwyżkami stopy referencyjnej wzrosły krótkoterminowe stopy procentowe rynku międzybankowego. Stawka WIBOR 2W, na którą bank centralny bezpośrednio wpływał za pomocą operacji otwartego rynku, oscylowała wokół stopy referencyjnej NBP i utrzymywała się w korytarzu wahań krótkoterminowych stóp procentowych.

Tablica nr 9

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian oficjalnych stóp procentowych w 2004 r.

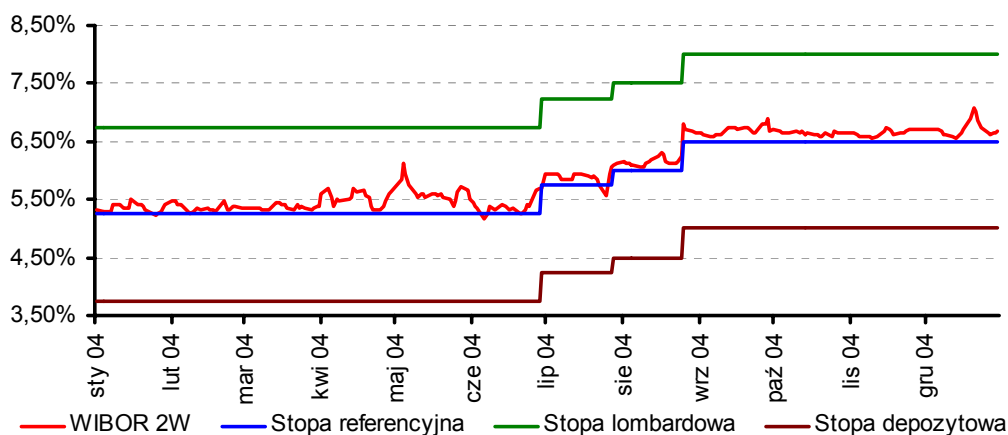
Data podjęcia decyzji*	Decyzja:
30 czerwca	- Podwyższenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 5,25% do 5,75% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,75% do 7,25% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 5,75% do 6,25% - Podwyższenie stopy depozytowej z 3,75% do 4,25%.
28 lipca	- Podwyższenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 5,75% do 6,0% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,25% do 7,5% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 6,25% do 6,5% - Podwyższenie stopy depozytowej z 4,25% do 4,5%.
25 sierpnia	- Podwyższenie minimalnej stopy rentowności 14-dniowych operacji otwartego rynku z 6,0% do 6,5% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,5% do 8,0% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 6,5% do 7,0% - Podwyższenie stopy depozytowej z 4,5% do 5,0%.

Źródło: dane NBP.

*decyzje wchodziły w życie następnego dnia roboczego

Wykres nr 1

Stopy oficjalne NBP i dwutygodniowa stawka rynku międzybankowego WIBOR 2W w 2004 r.



Źródło: dane NBP

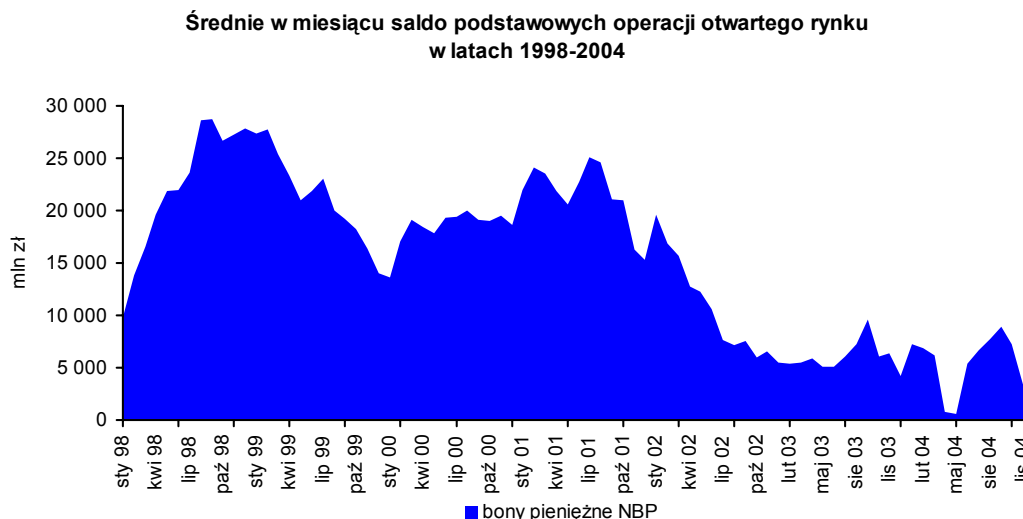
Operacje otwartego rynku

W 2004 r. NBP miał do dyspozycji, podobnie jak w roku poprzednim, następujące kategorie operacji otwartego rynku: podstawowe, dostrajające i strukturalne.

NBP przeprowadzał regularnie, raz w tygodniu, **podstawowe operacje** otwartego rynku. Wykorzystywane one były do absorbowania występującej w sektorze bankowym nadpłynności i polegały na emisji bonów pieniężnych NBP z 14-dniowym terminem zapadalności.

Skalę operacji absorbujących płynność, prowadzonych w celu regulowania poziomu płynności w sektorze bankowym, przedstawia poniższy wykres.

Wykres nr 2



Źródło: dane NBP.

Poziom emisji bonów pieniężnych NBP zmniejszył się w ciągu 2004 r. o 1,8 mld zł i w grudniu 2004 r. wyniósł średnio 2,3 mld zł. Spadek ten był efektem ograniczenia płynności sektora bankowego, w wyniku wzrostu salda złotych środków budżetowych utrzymywanych w NBP, przyrostu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wzrostu poziomu rezerwy obowiązkowej.

W wyjątkowych sytuacjach (np. w przypadku znacznych zaburzeń płynności bądź powstania zagrożenia dla funkcjonowania systemu płatniczego), NBP mógł zastosować **operacje dostrajające**. Operacje te mogły przyjmować zarówno formę operacji zasilających, jak i absorbujących, zaś ich termin miał zależeć od długości występowania zaburzenia. Instrument ten w 2004 r. nie był wykorzystany.

W 2004 r. nie zaistniały również uwarunkowania rynkowe, które wymagałyby zmiany długoterminowej struktury płynności sektora bankowego i zastosowania **operacji strukturalnych**.

W 2004 r. operacje otwartego rynku były prowadzone z grupą 14 podmiotów, tj. z 13 bankami – dealerami rynku pieniężnego oraz Bankowym Funduszem Gwarancyjnym. Banki-dealerzy zostały wyłonione zgodnie z jednolitymi kryteriami kwalifikacyjnymi Indeksu

Aktywności Dealerskiej (IAD). Wykazały się one dużą aktywnością na rynku instrumentów terminowych na stopę procentową (FRA i IRS) oraz miały znaczny udział w rynku skarbowych papierów wartościowych (bonów i obligacji), bonów pieniężnych NBP, lokat międzybankowych oraz na rynku FX swapów.

Rezerwa obowiązkowa

Banki utrzymują rezerwę obowiązkową w NBP na rachunkach bieżących lub rachunkach rezerwy obowiązkowej. Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowią środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych oraz uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych.⁸ Wyłączone z podstawy naliczania rezerwy są m.in. środki przyjęte od innego banku krajowego oraz pozyskane z zagranicy na co najmniej 2 lata. Rezerwa obowiązkowa jest naliczana i utrzymywana w złotych. Stopa rezerwy dla wszystkich rodzajów zobowiązań – poza środkami pozyskanymi ze sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu - wynosi 3,5%. Wszystkie banki pomniejszają kwotę naliczonej rezerwy obowiązkowej o równowartość 500 tys. euro.

Rezerwa 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 wahań płynności w sektorze bankowym na zmienność rynkowych stóp procentowych.

W 2004 r. wprowadzono następujące zmiany w zasadach utrzymywania i naliczania rezerwy obowiązkowej:

- z dniem 1 maja 2004 r. – zgodnie z art. 39 ust. 4 i 5 ustawy o NBP – środki rezerwy obowiązkowej zostały oprocentowane. Rada Polityki Pieniężnej ustaliła wysokość oprocentowania na poziomie 0,9 stopy redyskontowej weksli. 80% naliczonych odsetek od rezerwy obowiązkowej, tj. 334,7 mln zł NBP przekazał na utworzony w 2004 r. Fundusz Poręczeń Unijnych, pozostałe 20 % w kwocie 83,7 mln zł zwiększyło dochody banków.⁹

⁸ Zasady naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej określała do 30 kwietnia 2004 r. uchwała 64/2001 Zarządu NBP z dnia 21 grudnia 2001 r. z późniejszymi zmianami, a od 1 maja uchwała 15/2004 Zarządu NBP z dnia 13 kwietnia 2004 r. z późniejszymi zmianami.

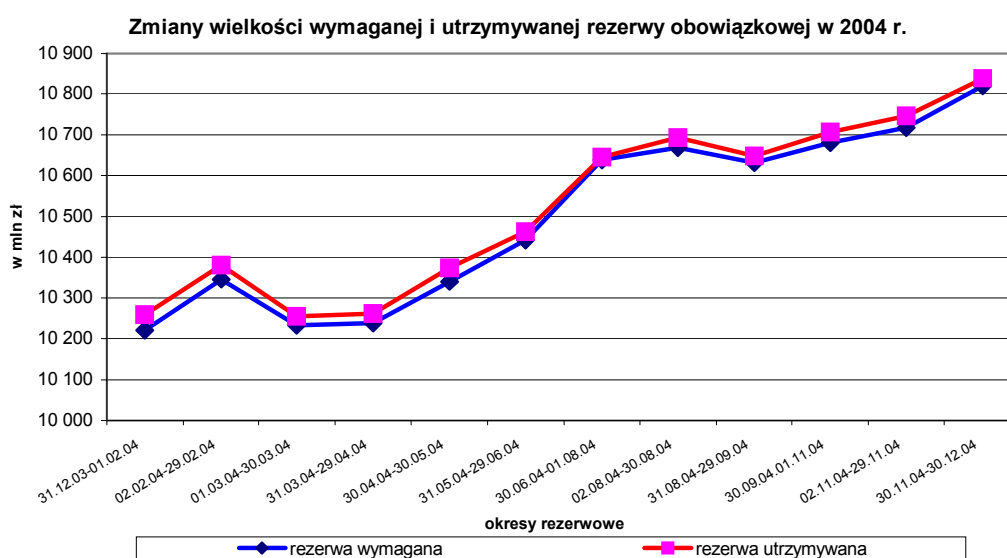
⁹ W dniu 30 października 2003 r. zostało podpisane przez Wiceprezesa Rady Ministrów, Ministra Finansów i Związek Banków Polskich w obecności Prezesa NBP porozumienie, w którym m.in. zdecydowano o powołaniu

- począwszy od 30 czerwca 2004 r., Rada Polityki Pieniężnej ustaliła zerową stopę rezerwy obowiązkowej od środków uzyskanych przez banki z tytułu sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu. Ustalenie przez RPP – analogicznie jak w Eurosystemie – zerowej stopy rezerwy wpłynęło pozytywnie na rozszerzenie zasięgu dokonywanych transakcji typu repo poza sektor bankowy oraz na poprawę konkurencyjności polskich banków wobec banków działających w strefie euro.
- z dniem 1 września 2004 r.- zgodnie z art. 38 ust. 2 – zostały wyłączone z podstawy naliczania rezerwy obowiązkowej środki pozyskane na podstawie umów o prowadzenie indywidualnych kont emerytalnych.

Zmiany te, z wyjątkiem ostatniej, zbliżyły system rezerwy obowiązkowej NBP do standardów Eurosystemu.

Poziom rezerwy obowiązkowej na dzień 31.12.2004 r. wynosił 11.097 mln zł. W porównaniu do stanu na dzień 31.12.2003 r. wzrósł o 876 mln zł (8,6%). Na zmianę wielkości rezerwy w 2004 r. wpływ miał przyrost depozytów stanowiących podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej – 7,6% w skali rocznej.

Wykres nr 3



Źródło: dane NBP

Funduszu Poręczeń Unijnych i przeznaczaniu części środków pochodzących z oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej na jego zasilenie.

We wszystkich okresach rezerwowych utrzymywała się niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w NBP w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej.¹⁰ W poszczególnych okresach nadwyżka ta wahała się od 7 mln zł w lipcu (0,06%) do 34 mln zł w maju (0,3%). Przeciętne dodatnie odchylenie utrzymywanej w 2004 r. w sektorze bankowym rezerwy - w porównaniu do wymaganej - wynosiło 23 mln zł (0,2% rezerwy wymaganej) i było niższe od analogicznej wartości w 2003 roku o 2 mln zł.

Utrzymujące się w 2004 roku minimalne różnice pomiędzy rezerwą utrzymywaną a wymaganą były efektem poprawy zarządzania aktywami w bankach, wykorzystywania instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami w NBP (operacje otwartego rynku, depozyt na koniec dnia, kredyt lombardowy) oraz wprowadzenia oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej. Dodatkowym czynnikiem usprawniającym zarządzanie środkami banków były codzienne publikacje NBP o poziomie rezerwy wymaganej i stanach środków na rachunkach w NBP w dniu poprzednim (strona NBPM w serwisie Reuters).

Operacje kredytowo-depozytowe i kredyt techniczny

Operacje kredytowo-depozytowe z bankiem centralnym, przeprowadzane z inicjatywy banków komercyjnych, stanowiły źródło krótkoterminowego uzupełniania płynności sektora bankowego bądź lokowania nadwyżek wolnych środków na termin O/N w NBP. Do operacji kredytowo-depozytowych zalicza się kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia. Celem tych operacji jest łagodzenie wahań stóp na rynku międzybankowym.

Wykorzystywany przez banki kredyt lombardowy zapewniał uzupełnianie ich bieżącej płynności. Stopa procentowa kredytu lombardowego określała koszt pozyskania pieniądza w NBP, wyznaczając górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym¹¹.

W 2004 r. banki korzystały z kredytu lombardowego w celu uzupełnienia niedoboru środków na rachunku bieżącym. Był on zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi. Łączna kwota wykorzystanego kredytu lombardowego w skali roku wyniosła 8,0 mld zł, wobec

¹⁰ Minimalne nadwyżki utrzymywanej rezerwy w stosunku do poziomu wymaganego wiążą się z uśrednionym systemem rezerwy obowiązkowej. Banki zabezpieczają się przed ryzykiem popełnienia błędu w ustalaniu średniomiesięcznego poziomu rezerwy utrzymanej i tym samym przed odsetkami karnymi naliczonymi za niewywiązanie się z obowiązku rezerwowego.

11,6 mld zł w 2003 r. Banki zadłużały się głównie w dniach kończących okresy utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Nadwyżki płynnych środków banki lokowały na rachunkach lokat terminowych w NBP w postaci depozytu składanego na koniec dnia z terminem zwrotu w następnym dniu operacyjnym. Stopa depozytowa wyznaczająca rentowność tego instrumentu, stanowiła dolne ograniczenie korytarza wahań krótkoterminowych stóp rynkowych.

W 2004 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP w kwocie ogółem 113,6 mld zł. Były one wyższe o 67,6 % w stosunku tego samego okresu roku poprzedniego. Wysokość jednostkowego depozytu wahała się od 370 tys. zł do 7,9 mld zł. Najwyższe kwoty banki lokowały w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej, a także w okresie kwiecień-maj (zaburzenia płynności spowodowane zmianami poziomu środków budżetu państwa w NBP) oraz w trakcie transakcji prywatyzacyjnej banku PKO BP.

W 2004 r. banki codziennie korzystały z kredytu technicznego zaciąganego i spłacanego w ciągu dnia operacyjnego. Jest to kredyt nieoprocentowany i zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi, pełniący rolę instrumentu usprawniającego rozliczenia i zarządzanie płynnością w systemie bankowym w skali dnia operacyjnego. Dzielne zadłużenie banków z tytułu kredytu technicznego wahało się pomiędzy 4,0 mld zł a 8,7 mld zł.

¹¹ Stawka O/N na rynku może być wyższa od stopy lombardowej w przypadku, gdy bank nie posiada wymaganych zabezpieczeń dla zaciągnięcia kredytu lombardowego.

ZALĄCZNIK NR 1 CENY TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH

W grudniu 2004 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wynosiło 4,4% r/r. W przebiegu procesów inflacyjnych w 2004 r. można wyodrębnić kilka etapów. W I kwartale inflacja utrzymywała się na wyrównanym niskim poziomie (1,6-1,7%), zbliżonym do występującego w IV kwartale 2003 r. W okresie bezpośrednio poprzedzającym wstąpienie Polski do UE oraz w pierwszych miesiącach członkostwa, nastąpiło znaczne przyspieszenie tempa wzrostu cen konsumpcyjnych, które w lipcu wzrosło do 4,6%. Rosnąca presja na wzrost cen wynikała m. in. ze zwiększenia popytu wewnętrznego i zewnętrznego na niektóre krajowe surowce i towary, wprowadzenia uregulowań UE dotyczących podatków pośrednich, polityki celnej, polityki rolnej. Ponadto na światowych rynkach miał miejsce silny wzrost cen surowców energetycznych i przemysłowych (przede wszystkim ropy naftowej, węgla oraz miedzi). Pod wpływem tych czynników w drugiej połowie 2004 r. inflacja pozostawała na podwyższonym poziomie, w przedziale 4,4-4,6%.

Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych 2004 r. był efektem wzrostu:

- cen żywności i napojów bezalkoholowych o 7,8%, stanowiącego 48% łącznego wzrostu cen konsumpcyjnych,
- cen kontrolowanych o 3,7%, który przyczynił się w ok. 24% do wzrostu CPI,
- cen pozostałych towarów i usług o 2,6%, który przyczynił się w 28% do ogólnego wzrostu cen.

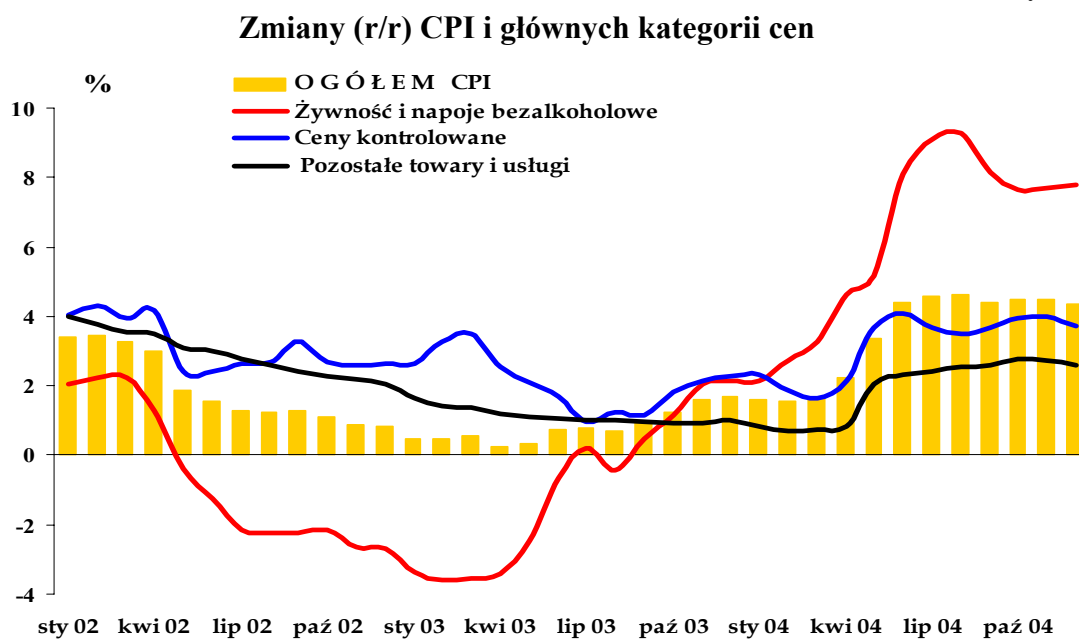
Tablica nr 10

Zmiany (r/r) podstawowych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz struktura wag w latach 2003 -2004

	2003	2004	2003				2004				2003	2004
	Struktura wag w %		III	VI	IX	XII	III	VI	IX	XII	I-XII	
			Analogiczny okres roku poprzedniego = 100									
CPI	100,0	100,0	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,4	4,4	4,4	0,8	3,5
Żywność i napoje bezalkoholowe	28,16	26,95	-3,5	-0,6	0,5	2,1	3,3	8,1	8,1	7,8	-1,0	6,3
Ceny kontrolowane	27,22	27,28	3,5	1,7	1,2	2,3	1,7	4,1	3,7	3,7	2,1	3,2
<i>Paliwo</i>	<i>3,65</i>	<i>3,80</i>	<i>17,4</i>	<i>5,5</i>	<i>5,1</i>	<i>4,4</i>	<i>1,3</i>	<i>17,8</i>	<i>15,9</i>	<i>17,0</i>	<i>7,9</i>	<i>12,4</i>
Pozostałe towary i usługi	44,62	45,77	1,4	1,1	1,0	1,0	0,7	2,3	2,6	2,6	1,1	1,9
<i>Towary nieżywnościowe</i>	<i>26,72</i>	<i>27,29</i>	<i>0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>2,4</i>	<i>2,2</i>	<i>0,1</i>	<i>1,4</i>
<i>Usługi</i>	<i>17,90</i>	<i>18,48</i>	<i>2,7</i>	<i>2,6</i>	<i>2,6</i>	<i>2,6</i>	<i>2,1</i>	<i>2,7</i>	<i>3,0</i>	<i>3,4</i>	<i>2,7</i>	<i>2,7</i>

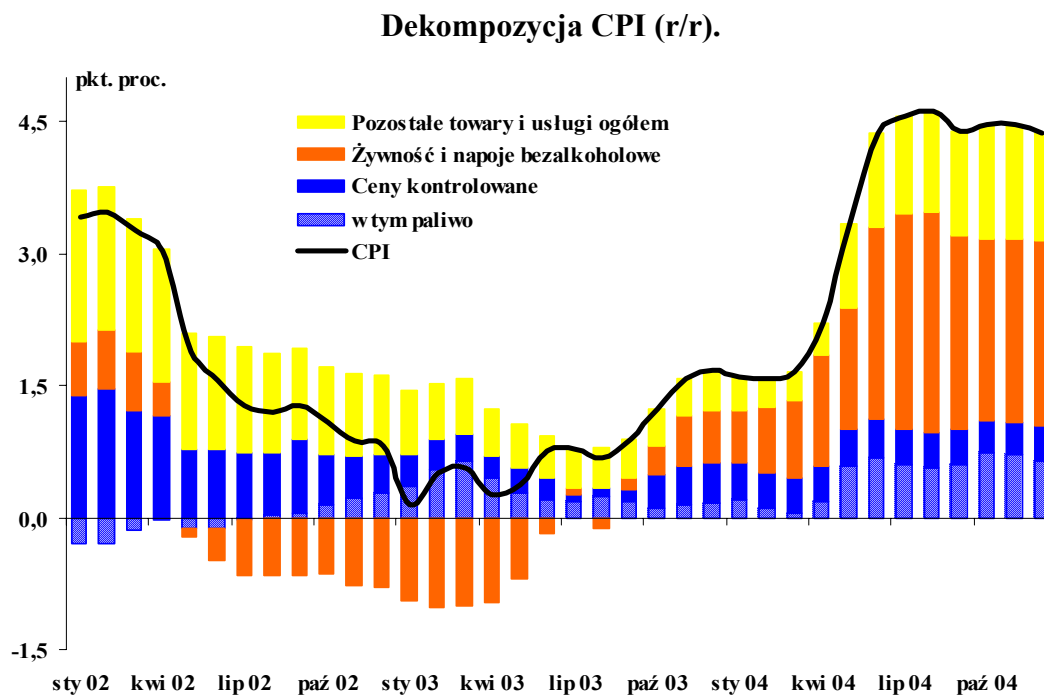
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres nr 4



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres nr 5



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

W 2004 r. utrzymywał się silny wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych, który w największym stopniu wpłynął na przyspieszenie inflacji mierzonej indeksem CPI. Ze względu na silny wzrost cen w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE roczna dynamika tej kategorii w grudniu 2004 r. ukształtowała się na wysokim poziomie 7,8% r/r (przed rokiem 2,1% r/r), znacznie przewyższając tempo ogólnego wzrostu cen.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w 2004 r. wzrastały szybciej niż w roku poprzednim. W okresie od stycznia do grudnia 2004 r. przyspieszenie dynamiki cen detalicznych odnotowano prawie we wszystkich grupach żywności, z wyjątkiem warzyw. Najbardziej, o 24,8%, wzrosły ceny cukru, miodu i wyrobów czekoladowych (w ramach tej grupy najbardziej podrożał cukier o 67,1%). Największe podwyżki w tej grupie cen skumulowały się w okresie przedakcesyjnym (w kwietniu 2004 r. ceny cukru wzrosły o 48,5%). Przyczyną były wzmożone zakupy konsumentów wynikające z obaw o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE. Silny wpływ na wzrost cen żywności w 2004 r. miały ceny mięsa, które wzrosły w okresie dwunastu miesięcy 2004 r. o 15,6%, głównie na skutek ograniczonej od wielu miesięcy produkcji mięsa wieprzowego oraz swobodnego, od 1 maja 2004 r., obrotu handlowego w ramach unijnego rynku. Ceny mięsa, po przyspieszeniu wzrostu w okresie okołoakcesyjnym (w okresie od maja do lipca br. wzrost o 13%), do końca 2004 r. utrzymywały się w skali roku na wysokim poziomie. Ceny olejów i pozostałych tłuszczów wzrosły o 10,4% ze względu na ograniczenia w podaży tłuszczów zwierzęcych oraz zwiększony popyt zewnętrzny na polskie masło. Z powodu niższej podaży, wynikającej ze słabszych zbiorów zbóż w 2003 r., do połowy 2004 r. oraz słabszej niż oczekiwano reakcji cen detalicznych na bardzo dobre zbiory w 2004 r. odnotowano również dwunastomiesięczny wzrost cen w grupie „pieczywo i produkty zbożowe” (o 5,8%).

Poniższa tablica przedstawia założenia prognozy cen żywności i napojów bezalkoholowych z sierpnia 2003 r. oraz faktyczne wskaźniki tych cen w 2004 r.

Tablica nr 11

Wyszczególnienie	Prognoza z sierpnia 2003 r.	Realizacja	Główne przyczyny różnic
	średniorocznie		
Żywność i napoje bezalkoholowe	102,4	106,3	
pieczywo i produkty zbożowe	103,0	105,3	Na skutek głębokiego spadku produkcji zbóż w Polsce sezon 2003/04 charakteryzował się wysokim wzrostem cen płaconych producentom. Prognoza cen detalicznych pieczywa i produktów zbożowych bazowała na prognozie cen zbóż ekspertów rolnych, którzy przewidywali wzrost tych cen w I połowie 2004 r. jednak w znacznie słabszej skali. Natomiast w II połowie roku 2004 r. w wyniku przewidywanych wysokich zbiorów w 2004 r. oraz przejścia unijnego systemu interwencji oraz regulacji cenowych przewidywano spadek cen zbóż od lipca 2004 r. Ceny skupu głównych zbóż uległy znaczącemu obniżeniu (zgodnie z oczekiwaniami), co nie wpłynęło na obniżenie cen detalicznych produktów zbożopochodnych.
mięso	103,1	109,6	W I połowie 2004 r. przewidywano, iż wraz z pogłębiającym się spadkiem podaży trzody chlewnej, ceny wieprzowiny będą sukcesywnie wzrastać. Przed przystąpieniem Polski do UE również przewidywano, iż nastąpi dostosowanie cen mięsa w Polsce do poziomu UE. Oczekiwano jednak, iż będzie to proces stopniowy, długookresowy. Odnotowana w pierwszych miesiącach po akcesji wyżka cen spowodowała, iż polskie ceny rolne zbliżyły się do poziomu cen w pozostałych krajach poszerzonej UE. Główną przyczyną wzrostu cen detalicznych mięsa był wzrost wolumenu eksportu głównych gatunków mięs (wołowego - ogółem o 129%, do UE-15 - wzrost o 172%) wieprzowego (ogółem - spadek o 26,6%, do UE - wzrost 70,8%) i drobiowego (ogółem o 14,2% i do UE-15 - 20%).
ryby	100,3	100,5	
mleko, sery, jaja	100,8	105,1	Wzrost cen mleka na skutek wzrostu wolumenu eksportu z 418 t w 2003 r. do 49617 t w 2004 r. - tj 118-krotny wzrost, natomiast serów i twarogów o 54,6%.
oleje i pozostałe tłuszcze	100,7	110,8	Wzrost cen masła na skutek wzrostu wolumenu eksportu ogółem o 195%, a do UE-15 o 135,7%.
owoce	101,5	103,1	
warzywa	100,2	98,2	
cukier, miód, wyroby cukiernicze	101,6	117,0	Wzmoczony popyt wewnętrzny na cukier wynikający z obaw konsumentów o wzrost cen po przystąpieniu do UE.
napoje bezalkoholowe	101,3	101,8	
pozostała żywność	98,3	100,2	

Z dniem 1 maja 2004 roku sektor rolno-spożywczy w Polsce znalazł się pod wpływem wstrząsu popytowego w związku z objęciem go zasadami jednolitego rynku i rozbudowanego instrumentarium Wspólnej Polityki Rolnej.

Pełne otwarcie rynków rolnych w ramach UE przyczyniło się w ciągu pierwszych kilku miesięcy po akcesji do silnego wzrostu popytu zewnętrznego na polską żywność na niespotykaną dotąd skalę. W konsekwencji nastąpił znaczący wzrost krajowych cen najważniejszych surowców rolnych, a co za tym idzie cen żywności i znaczący wzrost wskaźnika inflacji w pierwszych miesiącach po akcesji. We wrześniu i październiku bieżące tempo wzrostu cen żywności wyraźnie spadło.

W pierwszej połowie 2004 r. wzrost konkurencyjności cenowej na rynkach międzynarodowych wzmocnił bardzo korzystny dla krajowych eksporterów kurs EUR/PLN. Eliminacja wszystkich ograniczeń w handlu żywnością pomiędzy Polską a UE natychmiast ujawniła wysoką konkurencyjność cenową wielu polskich artykułów żywnościowych, przede wszystkim mięsa wołowego, mięsa drobiowego i produktów mleczarskich (masła, mleka w proszku i serów dojrzewających).

Coraz szerszy udział polskich eksporterów i producentów we wspólnotowych mechanizmach handlowych i interwencyjnych wynikających ze Wspólnej Polityki Rolnej prowadzić będzie w dłuższym okresie do stabilizacji cen na rynku wewnętrznym, ale na znacznie wyższym poziomie niż przed akcesją (z wyjątkiem zbóż, dla których zmiana mechanizmu wsparcia spowodowała trwałą obniżkę cen po zbiorach 2004 roku). Czynniki stabilizujące rynek rolny w Polsce do połowy 2005 roku to przede wszystkim wysokie zbiory zbóż w Polsce i w regionie, co przekłada się na znacząco niższe ceny pasz, a z pewnym opóźnieniem na niższe ceny mięsa.

Jednocześnie po 1 maja 2004 r. znacząco rozszerzona została lista towarów, które mogą zostać objęte subsydiami eksportowymi. Do 1 maja 2004 r. Polska stosowała subsydia eksportowe głównie do cukru, mięsa wieprzowego i mleka w proszku. Obecnie polscy eksporterzy mogą ubiegać się o dopłaty do eksportu z budżetu wspólnotowego do wielu nowych produktów, m. in. śmietany, masła, serów, mięsa wołowego i drobiowego, zbóż. Najnowsze dane dotyczące handlu zagranicznego towarami rolno-spożywczymi wskazują na utrzymujący się roczny wzrost eksportu pomimo aprecjacji złotego wobec walut obcych.

Ceny kontrolowane

W analizowanym okresie inflacja w grupie cen kontrolowanych uległa przyspieszeniu z 2,3% (r/r) w grudniu 2003 r. do 3,7% (r/r) w grudniu 2004 r. Podstawowym czynnikiem prowadzącym do wzrostu tych cen były podwyżki cen paliw na rynku krajowym, które w grudniu 2004 r. wzrosły o 17,0% (r/r), przede wszystkim w wyniku rosnących cen ropy naftowej na świecie.

Spośród głównych grup cen kontrolowanych powyżej ogólnego wskaźnika cen kontrolowanych kształtowało się tempo wzrostu cen paliw (17,0%), wyrobów tytoniowych (7,5%) i gazu (4,3%). Wzrost cen paliw i gazu wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen ropy na światowych rynkach. Natomiast wzrost cen wyrobów tytoniowych był efektem podwyższania akcyzy, ze względu na konieczność dostosowania jej wysokości do poziomu wymaganego w Unii Europejskiej. Roczny spadek cen wystąpił jedynie w przypadku napojów alkoholowych (o 0,8%).

W 2004 r. nie wprowadzono nowych taryf na energię elektryczną i gaz.

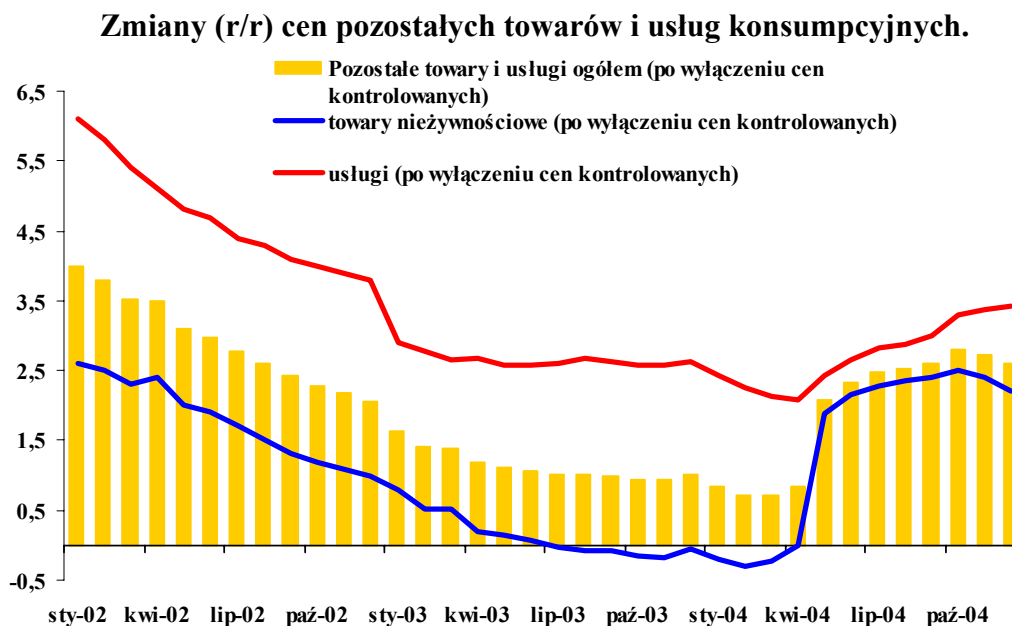
Poniższa tablica przedstawia założenia prognozy cen kontrolowanych z sierpnia 2003 r. oraz faktyczne wskaźniki tych cen w 2004 r.

Tablica nr 12

Wyszczególnienie	Prognoza z sierpnia 2003 r.	Realizacja	Główne przyczyny różnic
	średniorocznie		
Ceny kontrolowane	101,9	103,2	
Napoje alkoholowe	99,4	99,8	
Wyroby tytoniowe	103,1	107,0	Ceny wyrobów tytoniowych wzrosły silniej niż wynikałoby to ze wzrostu akcyzy. Średni wzrost akcyzy w 2004 r. wyniósł ok. 9%, co przy uwzględnieniu udziału tego podatku w cenie detalicznej powinno wpłynąć na wzrost cen wyrobów tytoniowych o ok. 4%.
Paliwo	100,9	112,4	- Znaczny wzrost cen ropy. Do prognozy cen paliw w sierpniu 2003 r. przyjęto średni poziom cen ropy w 2004 r. na poziomie 25 USD/b, faktycznie średni poziom cen ropy w 2004 r. wyniósł 38,3 USD/b, - Gdyby zrealizowała się prognoza cen paliw z sierpnia 2003 r., wówczas roczny wzrost cen kontrolowanych w grudniu 2004 r. wyniósłby 1,9%.
Energia elektryczna	103,7	101,9	Brak zmiany taryf w 2004 r.
Gaz	104,9	104,6	Brak zmiany taryf.
Ciepła woda	103,8	103,9	
Centralne ogrzewanie	102,6	101,4	
Pozostałe grupy cen kontrolowanych	101,3	100,5	

Tempo wzrostu cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych¹² zwiększyło się z 1,0% (r/r) w grudniu 2003 r. do 2,6% (r/r) w grudniu 2004 r. Przyspieszenie tempa wzrostu tych cen wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen towarów nieżywnościowych w maju 2004 r. i związane było z regulacjami związanymi z przystąpieniem Polski do UE, tj. zmianą stawek VAT (wzrost z 7% na 22%) na materiały do konserwacji mieszkania. Z powodu wzrostu światowych cen węgla również w tym okresie znacznie podrożał opał, w tym najsilniej koks. W rezultacie roczna dynamika cen towarów nieżywnościowych w kolejnych miesiąca II półrocza ub. r. pozostawała na wysokim poziomie wynosząc w grudniu 2004 r. 2,2% (r/r) wobec spadku ich cen o 0,1% (r/r) w grudniu 2003 r. W 2004 r. zanotowano również wzrost dynamiki cen usług z 2,6% (r/r) w grudniu 2003 r. do 3,4% (r/r) w grudniu 2004 r., niemniej był on słabszy od obserwowanego w przypadku towarów nieżywnościowych.

Wykres nr 6



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹² Do grupy cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są ceny towarów i usług, kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe, tj. wyłączone z nich zostały grupy cen kontrolowanych.

ZALĄCZNIK NR 2 CENY PRODUKCJI SPRZEDANEJ PRZEMYSŁU

W 2004 r. obserwowano silny wzrost wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (średniorocznie 7% wobec 2,6% w 2003 r.). Największy wzrost cen zanotowano w sekcji górnictwo i kopalnictwo (23,7%) podczas gdy w sekcji przetwórstwo przemysłowe ceny wzrosły o 6,7%, a w energetyce o 1,9%. W przebiegu wskaźnika cen producentów (PPI) w 2004 roku wyróżnić można dwa okresy. W pierwszej połowie roku ceny producentów wzrastały dynamicznie (w tym w pierwszym kwartale o 2% kw/kw, a w drugim o 4,1% kw/kw), co przyczyniło się do wzrostu cen o ponad 8% w ujęciu rocznym. Natomiast druga połowa roku charakteryzowała się stabilizacją cen i stopniowym spadkiem wskaźnika rocznego (szczególnie w IV kwartale). W grudniu 2004 r. wzrost PPI wyniósł 5,2% r/r.

Tablica nr 13

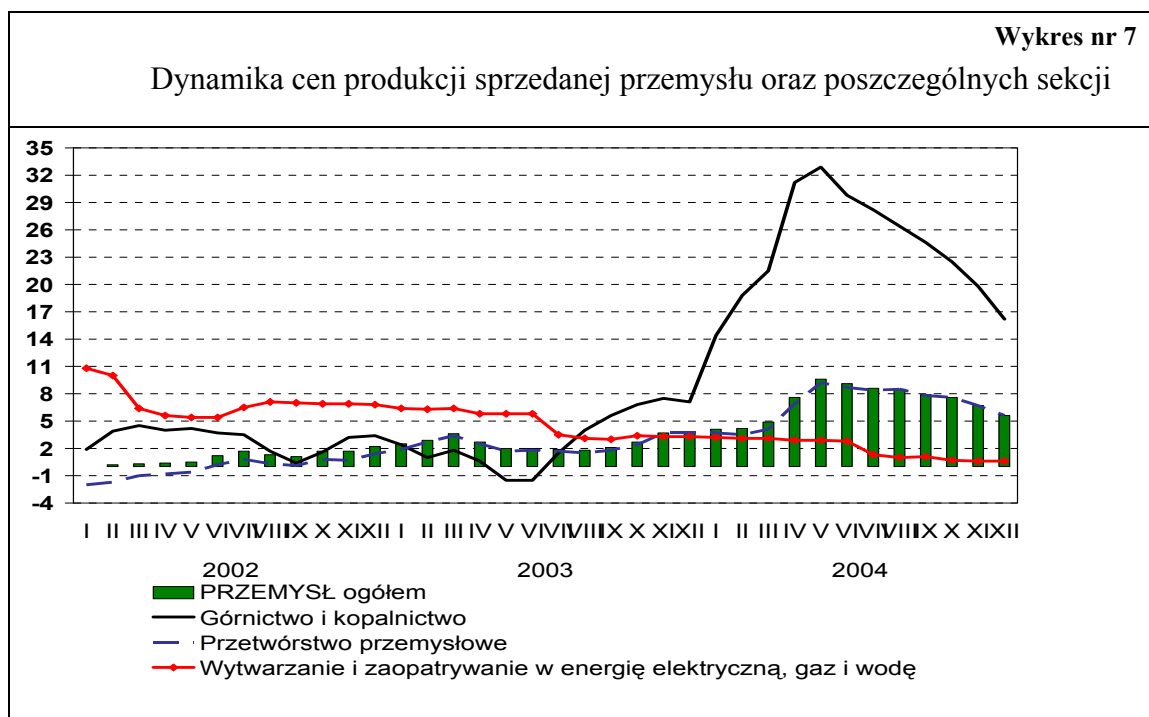
Wyszczególnienie	2004									
	szacunkowa struktura wag w %	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I-XII
		analog. okres poprzed.roku=100				poprzedni kwartał =100				
PRZEMYSŁ PPI w tym:	100.0	104.4	108.8	108.3	106.5	102.0	104.1	100.6	99.7	107.0
-górnictwo i kopalnictwo	5.0	118.2	131.3	126.4	119.3	110.6	107.5	101.0	99.3	123.7
-przetwórstwo przemysłowe	84.7	103.8	108.3	108.3	106.5	101.7	104.4	100.6	99.7	106.7
-wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	10.3	103.1	102.9	101.1	100.6	100.1	100.3	100.2	100.0	101.9
BUDOWNICTWO		99.7	102.1	103.7	104.6	100.4	102.3	101.5	100.4	102.5
Ceny producentów na rynku krajowym	73.1	103.5	108.6	109.3	108.8	101.9	104.6	101.6	100.4	107.5

Zródło: Dane GUS.

Inflacja cen producentów w 2004 roku wynikała głównie ze wzrostu cen surowców i materiałów na rynkach światowych oraz zmian kursów walutowych. Ponadto, od drugiego kwartału wystąpił wzrost presji inflacyjnej ze strony czynników popytowych, w rezultacie przystąpienia Polski do UE.

Po pierwsze, w 2004 r. nastąpił wzrost cen surowców i materiałów na rynkach światowych. Ceny ropy naftowej (typu BRENT) wyrażone w USD wzrosły średnio w roku o ponad 31%, co spowodowało wzrost średniorocznego wskaźnika cen w dziale wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej o 37,4%. Ceny miedzi na rynkach światowych wzrosły o ponad 61%, a w konsekwencji o ponad 40% wzrosły ceny w dziale kopalnictwo rud metali. Wzrost cen wyrobów stalowych na rynkach międzynarodowych o ponad 50% przełożył się na 27,8% wzrost cen w dziale produkcja metali. Ceny węgla na rynkach światowych wzrosły

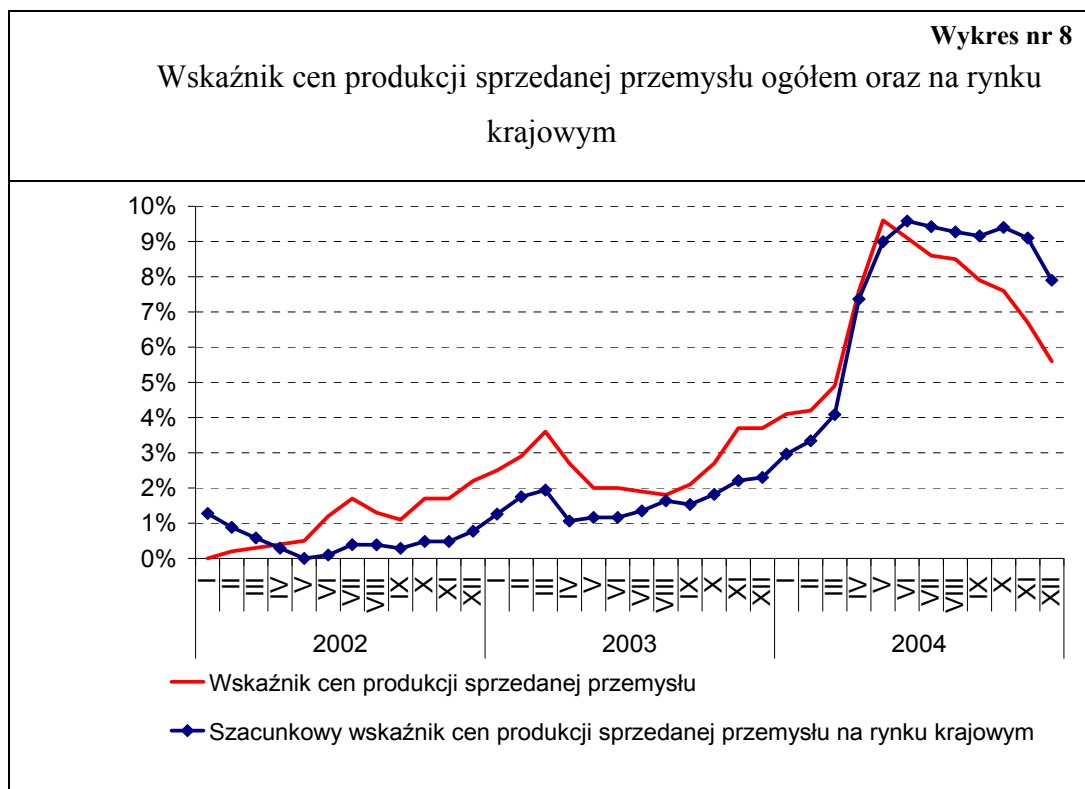
o ponad 68% przez co ceny producentów w dziale górnictwo węgla kamiennego i brunatnego wzrosły o 23,1%.



Po drugie, do wzrostu cen w I kwartale 2004 r. przyczyniło się osłabienie złotego (wzrost cen uzyskiwanych w eksporcie, wzrost kosztów importu).

Ponadto na skutek akcesji Polski do UE wzrosły ceny w dziale produkcja artykułów spożywczych i napojów (średnio w roku o 7,2%). Ze względu na wagę tego działu w przemyśle (około 18%), podwyżki te miały istotny wpływ na wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu ogółem.

Z kolei do spadku dynamiki cen w drugiej połowie 2004 r. przyczynił się przede wszystkim spadek cen uzyskiwanych w eksporcie, głównie na skutek umocnienia złotego (w IV kwartale 2004 r. w ujęciu r/r zanotowano deflację cen producentów dla produktów eksportowych). Z kolei w przypadku PPI krajowego do końca 2004 r. obserwowano wysoką dynamikę cen (7,9% w grudniu 2004 r.).



Źródło: Dane GUS.

W II połowie 2004 r. ceny surowców na rynkach światowych, za wyjątkiem ropy naftowej, ustabilizowały się, co przyczyniło się do stabilizacji, a następnie spadków cen w ujęciu rocznym w działach silnie zależnych od surowców, tj. produkcji metali i górnictwie węgla.

W działach mniej uzależnionych od surowców oraz w działach nastawionych na produkcję eksportową wzrosty cen w 2004 r. były umiarkowane, a w czterech działach (produkcja wyrobów tytoniowych, produkcja masy włóknistej oraz papieru, produkcja sprzętu RTV, produkcja instrumentów medycznych) zanotowano średnioroczną deflację cen producentów.

ZALĄCZNIK NR 3 PKB I POPYT KRAJOWY

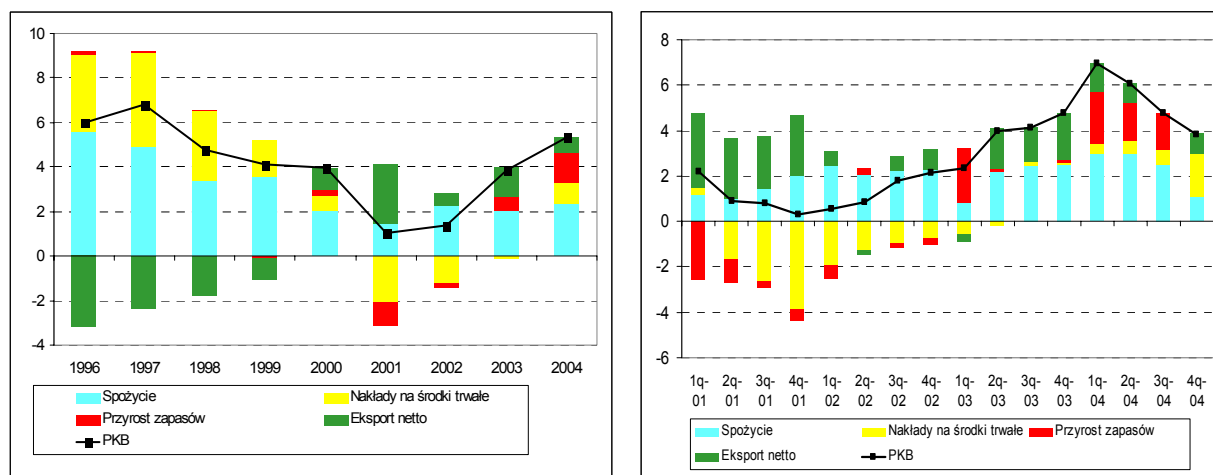
W 2004 r. popyt krajowy wzrósł o 5% wobec 2,6% w 2003 r. Zwiększenie rocznej dynamiki popytu krajowego było głównie wynikiem silnego wzrostu akumulacji (12,1%), wyższa była również dynamika spożycia ogółem (3,4%). W 2004 r. piąty rok z rzędu odnotowano poprawę eksportu netto, przy czym tempo zmniejszania się jego ujemnego salda było wyraźnie mniejsze niż w 2003 r.

Odpowiednik produktu krajowego brutto po stronie wytwarzania, czyli wartość dodana brutto¹³ wzrosła o 5,1%, co wynikało z silnego ożywienia w przemyśle i usługach rynkowych (wkłady do wzrostu wartości dodanej ogółem odpowiednio 2,4 pkt. proc. oraz 2,3 pkt. proc.). Na przyspieszenie w usługach największy wpływ miał wzrost obrotów w handlu i naprawach¹⁴, szczególnie w okresie boomu przedakcesyjnego. Z kolei o skali przyrostu produkcji przemysłowej decydował przemysł przetwórczy, którego dynamika wiązała się z rosnącym eksportem i poprawą konkurencyjności na rynku wewnętrznym.

Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1996-2004 przedstawia tablica nr 14, udział poszczególnych składników we wzroście PKB wykres nr 9, a dynamikę PKB i popytu krajowego według kwartałów tablica nr 15¹⁵.

Wykres nr 9

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

¹³ Produkt krajowy brutto jest równy wartości dodanej brutto, powiększonej o saldo podatków od produktów (w tym ceł importowych) i dotacji do produktów.

¹⁴ Dynamika roczna 6,3%, a wkład do wzrostu wartości dodanej w sektorze usług 2,5 pkt. proc.

¹⁵ W przeciwieństwie do danych rocznych, dane kwartalne nie uwzględniają rewizji rachunków narodowych dokonanej przez GUS 13 maja 2005 r.

Tablica nr 14

PKB i popyt krajowy w latach 1996 – 2004

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Dynamika (poprzedni rok = 100, ceny stałe)								
PKB	106,0	106,8	104,8	104,1	104,0	101,0	101,4	103,8	105,4
Popyt krajowy	109,4	109,1	106,3	104,8	102,8	98,4	100,8	102,6	105,0
Spożycie	107,1	106,1	104,2	104,5	102,5	101,7	102,7	102,5	103,4
Spożycie indywidualne	108,6	106,9	104,8	105,2	102,8	102,1	103,3	103,1	103,4
Akumulacja	119,5	120,8	113,8	106,1	103,9	87,4	93,2	103,2	112,1
Nakłady brutto na śr. trwałe	119,7	121,7	114,2	106,8	102,7	91,2	94,2	99,8	105,3
Eksport	112,0	112,2	114,3	97,4	123,2	103,1	104,8	114,2	110,2
Import	128,0	121,4	118,5	101,0	115,6	94,7	102,6	109,3	108,7
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc.	-3,2	-2,4	-1,8	-1,0	1,0	2,7	0,5	1,1	0,3
	Struktura PKB w cenach bieżących								
Popyt krajowy	101,5	104,0	104,9	106,0	106,5	103,7	103,3	102,5	102,0
Spożycie	81,0	81,0	80,3	81,1	81,9	82,9	84,5	83,6	81,9
Akumulacja	20,5	23,0	24,6	24,9	24,7	20,7	18,9	18,9	20,0
Eksport netto	-1,5	-4,0	-4,9	-6,0	-6,5	-3,7	-3,3	-2,5	-2,0

Źródło: Dane GUS.

Tablica nr 15

Dynamika PKB i popytu krajowego wg kwartałów (Analogiczny okres poprzedniego roku = 100)

	Rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I-IV kw.
Wartość dodana brutto	2004	106,4	105,6	104,5	103,8	105,0
	2003	102,0	104,0	104,0	104,6	103,7
Przemysł	2004	114,4	112,7	107,4	105,1	109,7
	2003	102,8	106,9	106,9	108,4	106,3
Budownictwo	2004	96,1	97,2	96,8	101,4	98,6
	2003	82,4	94,7	100,3	102,2	97,1
Usługi rynkowe	2004	105,7	105,1	104,9	104,2	105,0
	2003	102,6	104,4	103,4	104,0	103,6
PKB	2004	106,9	106,1	104,8	103,9	105,3
	2003	102,3	104,0	104,1	104,7	103,8
Popyt krajowy	2004	105,5	105,1	104,6	102,9	104,5
	2003	102,6	102,1	102,5	102,7	102,5
Spożycie ogółem	2004	103,3	103,5	102,9	101,5	102,8
	2003	100,9	102,6	102,9	103,3	102,4
Spożycie indywidualne	2004	103,9	103,8	103,5	101,8	103,2
	2003	101,3	103,8	103,5	103,8	103,1
Akumulacja brutto	2004	120,7	113,4	112,6	107,0	111,9
	2003	115,6	99,7	100,9	101,0	102,8
Nakłady na środki trwałe brutto	2004	103,5	103,6	104,1	107,2	105,1
	2003	96,3	98,9	101,0	100,4	99,5

Źródło: Dane GUS.

Duży wzrost akumulacji w 2004 r. wynikał z procesu odbudowywania poziomu rzeczowych środków obrotowych po ich głębokim spadku w latach 2001-2002. Wyhamowanie tempa narastania zapasów w IV kwartale 2004 r. wskazuje, iż proces ten w dużej mierze uległ zakończeniu. Na wzrost rocznej dynamiki akumulacji w 2004 r. złożył się ponadto odnotowany pierwszy raz od czterech lat wzrost nakładów brutto na środki trwałe (5,3%). Szczególnie silny wzrost nakładów brutto na środki trwałe wystąpił w IV kw. 2004 r. Wyraźne ożywienie popytu inwestycyjnego nastąpiło w sektorze przedsiębiorstw, szczególnie przemysłu przetwórczego.

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego w 2004 r. było silniejsze niż przed rokiem i nadal przewyższało dynamikę realnych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Mimo poprawy sytuacji na rynku pracy, realne dochody z pracy najemnej pozostały na poziomie roku poprzedniego. Wzrosły też świadczenia społeczne. Ich dynamika była niższa niż przed rokiem. Istotnymi źródłami finansowania przyrostu konsumpcji w 2004 r. były również wzrastające dochody z działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochody prywatnych właścicieli, a także nierejestrowanych składników dochodów. Ponadto, choć w mniejszym stopniu niż przed rokiem, źródłem finansowania przyrostu konsumpcji był spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych.

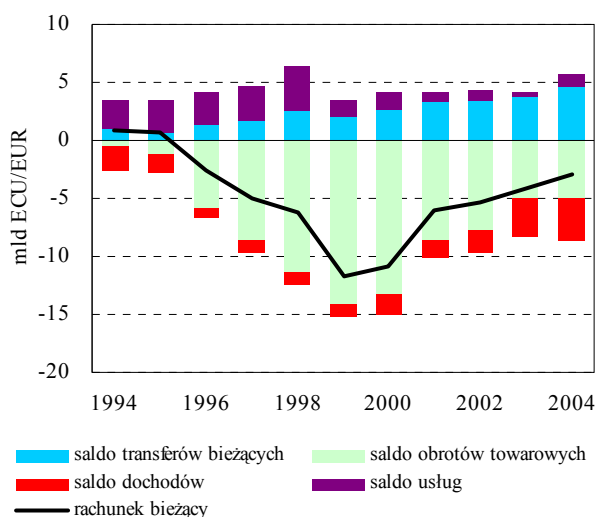
W 2004 r. kontynuowana była silna dynamika eksportu, czemu sprzyjało polepszenie koniunktury w gospodarce światowej, akcesja Polski do Unii Europejskiej oraz korzystny dla eksporterów kurs złotego w pierwszej połowie roku. Utrzymała się dość wysoka dynamika importu, jednak wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał dodatni, aczkolwiek istotnie mniejszy niż w 2003 r. Nastąpiło dalsze ograniczenie nierównowagi zewnętrznej, mierzone spadkiem oszczędności zagranicznych¹⁶ w relacji do PKB do ok. 1,5% z 2,2% w 2003 r. Spadkowi stopy oszczędności zagranicznych towarzyszył wzrost relacji oszczędności krajowych do PKB z 16,7% w 2003 r. do 18,6% w 2004 r., który był rezultatem istotnego polepszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Ujemnie na stopę oszczędności w gospodarce oddziaływało pogorszenie deficytu finansów publicznych oraz spadek skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych.

¹⁶ Wg rachunków narodowych.

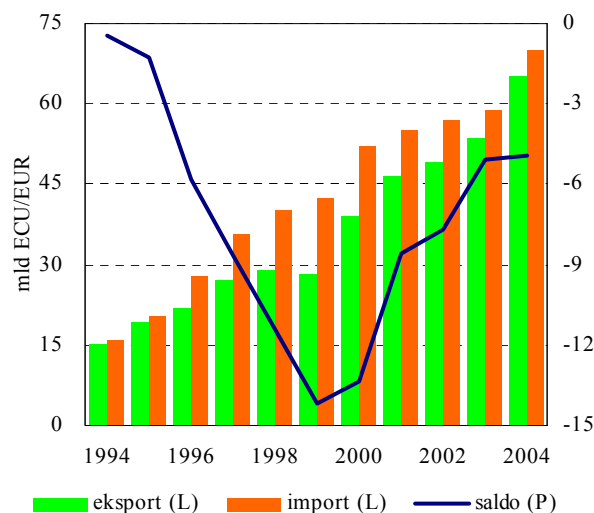
ZALĄCZNIK NR 4 NIERÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA

Rok 2004 był piątym z kolei rokiem obniżania się deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Wg wstępnych szacunków wyniósł on 2,96 mld EUR, tzn. był o 1,15 mld EUR mniejszy niż w 2003 r. i o 8,76 mld EUR mniejszy niż w 1999 r. W efekcie, relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się w ciągu pięciu ostatnich lat z 8,1% do 1,5 %. Poprawa salda obrotów bieżących w 2004 r. wynikała głównie ze zwiększenia się dodatniego salda transferów bieżących¹⁷ oraz usług, a także zmniejszenia deficytu obrotów towarowych. W kierunku pogłębienia się nierównowagi na rachunku obrotów bieżących oddziaływał wzrost ujemnego salda dochodów.

Wykres nr 10
Bilans obrotów bieżących w latach 1994-2004



Wykres nr 11
Eksport i import w latach 1994-2004



Źródło: Dane NBP.

Źródło: Dane NBP.

¹⁷ Na poprawę salda tej pozycji bilansu obrotów bieżących wpłynęły przede wszystkim transfery unijne, których napływ netto uwzględniany w tej części bilansu płatniczego wyniósł w 2004 r. 0,94 mld EUR. Pozostała część transferów unijnych w wysokości 0,62 mld EUR została zarejestrowana na rachunku kapitałowym bilansu płatniczego.

Na kształtowanie się wartości obrotów towarowych oddziaływała deprecjacja kursu dolara amerykańskiego wobec euro, zaniżając dynamikę obrotów wyrażoną w EUR w stosunku do dynamiki liczonej w USD i PLN¹⁸.

Wzrost obrotów handlowych (licząc w EUR) okazał się w 2004 r. najwyższy od 2000 r. Na przyspieszenie dynamiki eksportu wpłynęły:

- wzrost popytu importowego w gospodarkach najważniejszych partnerów handlowych Polski¹⁹,
- działalność przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego, o czym świadczy wysoka dynamika eksportu w grupach o najwyższym udziale spółek zagranicznych (maszyny i urządzenia oraz sprzęt transportowy). Dodatkowo w 2004 r. znacząco zwiększył się ich udział w eksporcie do Rosji,
- zwiększenie się światowego zapotrzebowania na wyroby metalurgiczne i węgiel – powodujące wzrost ich cen na rynkach międzynarodowych,
- efekty związane z przystąpieniem do Unii Europejskiej. Przystąpienie do UE miało szczególnie pozytywny wpływ na sprzedaż artykułów rolnych. Wzrost eksportu rolnego w okresie maj-grudzień 2004 r. był przeszło dwukrotnie wyższy niż przed akcesją. Było to z jednej strony efektem wyeliminowania ceł w handlu rolnym z krajami Unii, z drugiej – objęcia polskich produktów rolnych dopłatami do eksportu do krajów trzecich.
- korzystna pozycja konkurencyjna polskich eksporterów wobec partnerów zagranicznych mierzona zmianami realnego efektywnego kursu walutowego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy (REER ULC). Poprawa tak mierzonej konkurencyjności widoczna była bardzo wyraźnie w pierwszej połowie 2004 r. (spadek REER ULC o 21% w relacji do analogicznego okresu 2003 r.). Od III kw. 2004 r. można jednak zaobserwować stopniowe osłabienie pozycji konkurencyjnej polskich eksporterów, na co wpływało umacnianie się kursu złotego oraz mniejszy spadek jednostkowych kosztów pracy w Polsce. Ogółem w 2004

¹⁸ W 2004 r. wartość eksportu wyrażona w EUR zwiększyła się o 22,0% w porównaniu z rokiem poprzednim. Wzrost ten był przeszło dwukrotnie wyższy niż w 2003 r. (9,1%). Natomiast wartość importu wzrosła o 19,1%, podczas gdy w 2002 r. zwiększyła się zaledwie o 3,3%. Wartość eksportu wyrażona w USD zwiększyła się w 2004 r. o 33,8% (podczas gdy w 2003 r. o 30,5%), a wartość importu zwiększyła się o 30,6% (wobec 23,6% w 2003 r.). Natomiast wartość złotowa eksportu w 2004 r. wzrosła o 25,1% (w 2003 r. o 24,5%), a importu o 22,3% (17,9%).

¹⁹ Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Niemczech (po trzech latach stagnacji PKB zwiększył się w 2004 r. o 1,6%) znalazło odzwierciedlenie w prawie dwukrotnie szybszym wzroście eksportu do tego kraju w porównaniu z rokiem 2003.

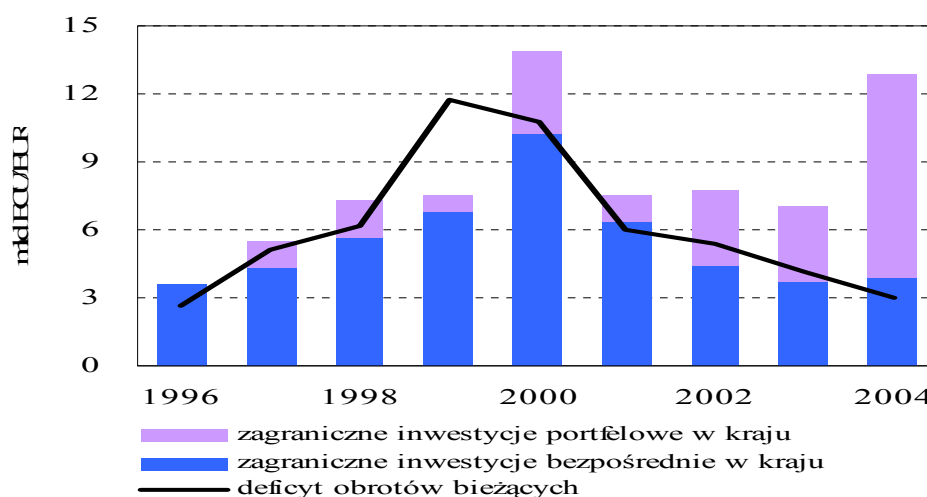
r. średnia wartość wskaźnika REER ULC zmniejszyła się o 11,1% przy spadku jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym wyrażonych w złotych o 8,8% w stosunku do 2003 r.²⁰

Z kolei do przyspieszenia dynamiki importu przyczyniły się:

- wzrost przywozu o charakterze zaopatrzeniowym związany ze zwiększeniem produkcji przeznaczonej na eksport,
- wzrost cen surowców na rynkach światowych – głównie ropy naftowej,
- na początku 2004 r. antycypacja skutków przystąpienia do UE, związana głównie z wprowadzeniem wyższych stawek podatku VAT.

Wykres nr 12

Deficyt obrotów bieżących a napływ inwestycji zagranicznych w latach 1996-2004



Źródło: Dane NBP

W 2004 r. poprawiła się struktura finansowania deficytu obrotów bieżących (wykres 12 i tablica 16). Został on z nadwyżką sfinansowany napływem długoterminowego kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (wobec blisko 85% w 2003 r.). Poprawa ta wynikała z istotnego zmniejszenia deficytu obrotów bieżących przy utrzymaniu inwestycji bezpośrednich na dotychczasowym poziomie (3,5 mld EUR). Jednocześnie wzrósł napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji portfelowych (8,0 mld EUR), przede wszystkim w papiery dłużne. Główne wskaźniki ostrzegawcze pozostały na bezpiecznym poziomie.

²⁰ Do obliczenia REER ULC w IV kw. 2004 r. wykorzystano szacunki EBC.

Tablica nr 16

Główne wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	2001	2002	2003	2004
Saldo obrotów bieżących/PKB	-2,9%	-2,7%	-2,2%	-1,5%
Saldo płatności towarowych/PKB	-4,2%	-3,8%	-2,8%	-2,3%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	107,7%	76,7%	84,9%	143,8%
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB	0,2%	-0,6%	-0,3%	-1,1%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług	31,5%	28,2%	30,7%	20,5%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	5,5	5,1	4,8	4,0

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

ZAŁĄCZNIK NR 5 PODAŻ PIENIĄDZA

W 2004 r. zadłużenie gospodarstw domowych w sektorze bankowym znacznie wzrosło. W pierwszych dwóch kwartałach 2004 r. depozyty gospodarstw domowych spadały, jednak w drugiej połowie roku trend ten uległ zahamowaniu. W ostatnich miesiącach roku zanotowano wzrost depozytów gospodarstw domowych w sektorze bankowym. W 2004 r. obserwowano ujemne roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Na koniec 2004 r. zadłużenie tego sektora w bankach komercyjnych, po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych, kształtowało się jednak na poziomie zbliżonym do notowanego w grudniu 2003 r.. Ograniczonej akcji kredytowej towarzyszył znaczny wzrost depozytów na rachunkach przedsiębiorstw. Na nominalne zmiany depozytów i kredytów silny wpływ miała aprecjacja złotego obserwowana od II kw. 2004 r.

Kredyty dla gospodarstw domowych

W 2004 r. wzrosła wartość kredytów dla gospodarstw domowych. Zadłużenie tego sektora w bankach komercyjnych wzrosło nominalnie o 13,5 mld zł (13,3%). Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych wzrost ten był znacznie większy i wyniósł 18,0 mld zł (18,1%). W ciągu roku odnotowano dwa okresy znacznego przyspieszenia dynamiki kredytów – kwiecień oraz październik. Do znaczącego wzrostu akcji kredytowej w kwietniu 2004 r. przyczyniły się wzmożone zakupy spowodowane obawą o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE. W październiku rekordowy przyrost kredytów dla gospodarstw domowych wynikał z pozyskiwania środków na zakup akcji Banku PKO BP oraz Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych, prywatyzowanych w ofercie publicznej.

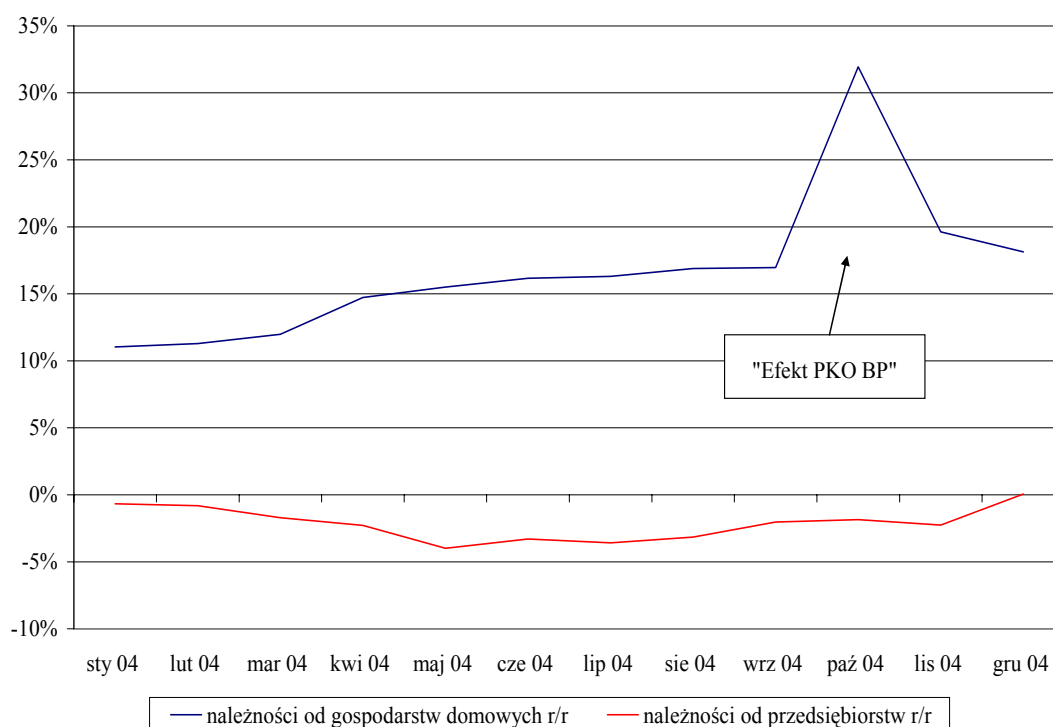
W 2004 r. do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych przyczyniały się głównie kredyty mieszkaniowe, jednak od połowy roku rosło znaczenie kredytów konsumpcyjnych we wzroście należności od tego sektora. Po usunięciu wpływu wahań kursowych, w całym 2004 r. przyrost kredytów mieszkaniowych stanowił 65,3% wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych ogółem, natomiast kredyty konsumpcyjne były odpowiedzialne za 33,9% tego wzrostu. O ile jednak w pierwszej połowie 2004 r. cały wzrost należności od gospodarstw domowych wynikał z przyrostu kredytów mieszkaniowych, o tyle w drugiej połowie roku udział kredytów konsumpcyjnych we wzroście ogółu kredytów dla tego sektora przekraczał nieznacznie udział kredytów na cele mieszkaniowe. W grudniu 2004 r. udział kredytów mieszkaniowych w

strukturze zadłużenia gospodarstw domowych wynosił 43,1%, natomiast w przypadku kredytów konsumpcyjnych był on równy 56,1%.

W 2004 r. wzrosło średnie ważone oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych, które w grudniu 2004 r. wyniosło 10,4%, wobec 9,6% w styczniu. Do zwiększenia kosztu kredytu przyczyniał się wzrost stóp procentowych NBP, podczas gdy rosnąca konkurencja w sektorze banków komercyjnych i niebankowych instytucji finansowych oraz poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych oddziaływały w kierunku łagodzenia warunków przyznawania kredytów.

Wykres nr 13

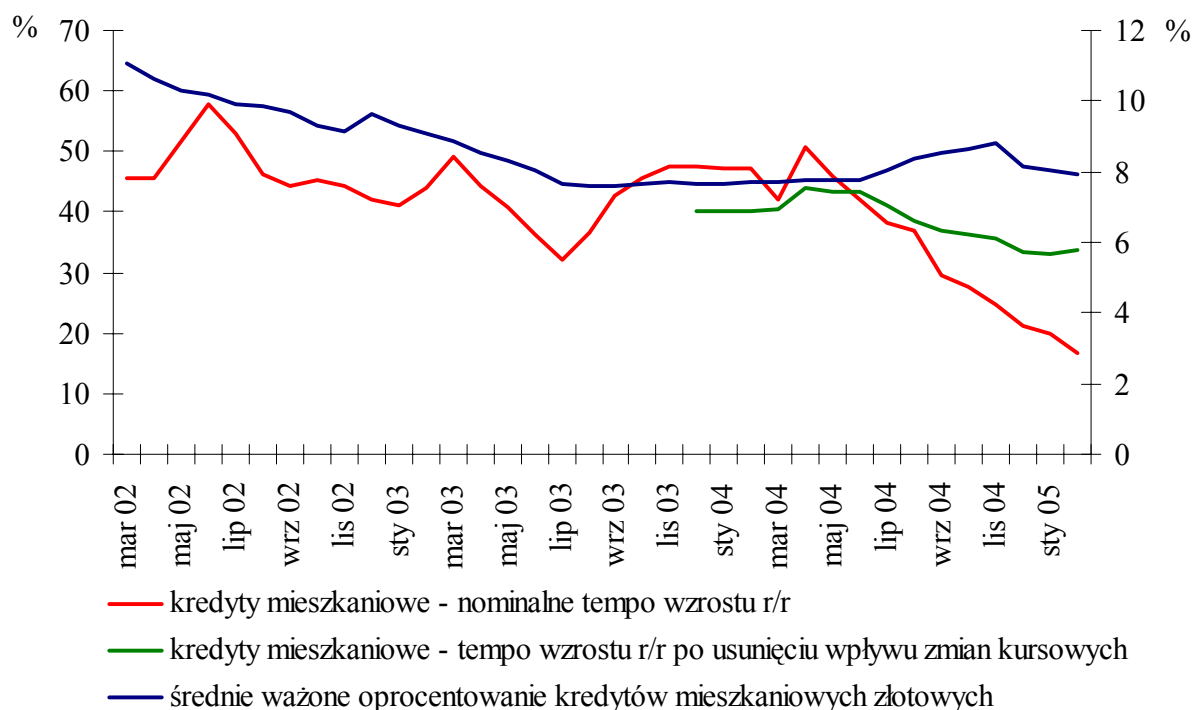
Roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych w sektorze bankowym po usunięciu wpływu wahań kursowych.



Źródło: NBP

Wykres nr 14

Roczne tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (proc., lewa oś) oraz oprocentowanie kredytów mieszkaniowych (proc., prawa oś)



Źródło: NBP

Kredyty dla przedsiębiorstw

Ożywienie gospodarcze nie znalazło pełnego odzwierciedlenia na rynku kredytów dla przedsiębiorstw. W 2004 r. nastąpił niewielki wzrost akcji kredytowej dla tego sektora. Wprawdzie nominalnie zobowiązania przedsiębiorstw w sektorze bankowym zmniejszyły się o 5,2 mld zł (-3,9%), jednak spadek ten w całości wynikał z aprecjacji złotego. Po usunięciu wpływu wahań kursowych zadłużenie sektora przedsiębiorstw w bankach komercyjnych wzrosło o 0,1 mld zł (0,1%).

W ciągu niemalże całego 2004 r. roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw, skorygowanych o wahania kursowe, przyjmowało wartości ujemne, jedynie w grudniu było ono większe od zera. Po spadku kredytów dla przedsiębiorstw w pierwszej połowie 2004 r., w ostatnich miesiącach roku odnotowano ich wzrost, głównie za sprawą kredytów operacyjnych. Niewielki przyrost kredytów może wynikać ze znacznej poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, jaka nastąpiła w 2004 r. Przedsiębiorstwa, dysponując znacznymi środkami własnymi mogą finansować swoją działalność bez zadłużania się w sektorze bankowym.

Średnie ważone oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw wzrosło z 7,1% w styczniu 2004 r. do 8,3% w grudniu 2004 r. Badania ankietowe NBP wskazują, że w 2004 r. poziom oprocentowania kredytów nadal nie był postrzegany przez przedsiębiorców jako bariera rozwoju ich działalności.

Depozyty gospodarstw domowych

W pierwszej połowie 2004 r. miał miejsce spadek depozytów gospodarstw domowych. Roczna dynamika zobowiązań banków komercyjnych wobec tego sektora, po skorygowaniu o różnice kursowe, stopniowo jednak wzrastała i od września zaczęła przyjmować wartości dodatnie. W grudniu 2004 r. stan depozytów gospodarstw domowych był o 0,2 mld zł (0,1%) większy niż przed rokiem. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych wzrost ten był znacznie większy i wynosił 5,9 mld zł (3,1%).

Gospodarstwa domowe lokują swoje oszczędności finansowe także poza sektorem bankowym. W 2004 r., podobnie jak w roku poprzednim, tempo wzrostu aktywów finansowych gospodarstw domowych gromadzonych w innych niż banki instytucjach finansowych znacznie przewyższało tempo wzrostu depozytów bankowych. Wartość jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, depozytów w SKOK oraz obligacji i bonów skarbowych w posiadaniu gospodarstw domowych wzrosła w tym okresie o 6,4 mld zł (12,2%). Prowadzi to do zmiany struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych i spadku udziału depozytów bankowych w tej strukturze.

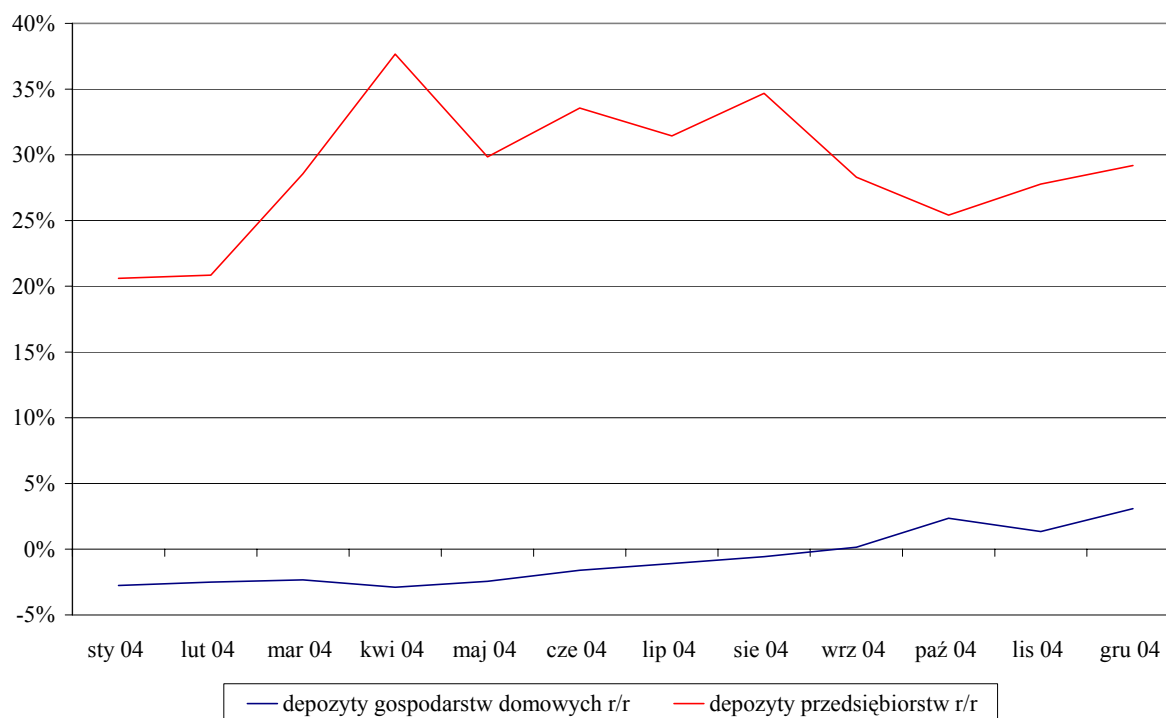
Depozyty przedsiębiorstw

W 2004 r. miał miejsce dynamiczny wzrost depozytów na rachunkach przedsiębiorstw. W ciągu całego roku roczne tempo wzrostu tej kategorii przekraczało 20%. W grudniu 2004 r. stan depozytów przedsiębiorstw był o 16,9 mld zł (24,8%) większy niż przed rokiem, natomiast po usunięciu wpływu wahań kursowych ich wzrost wynosił 19,8 mld zł (29,2%).

Silna tendencja wzrostowa depozytów przedsiębiorstw wynikała ze zwiększonych przychodów i poprawy wyników finansowych tego sektora w warunkach ożywienia gospodarczego. Przyrost środków na rachunkach przedsiębiorstw był szczególnie wysoki w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UE. Towarzyszył mu silny wzrost produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej, związany ze wzmożonymi zakupami gospodarstw domowych, ale słaby wzrost inwestycji.

Wykres nr 15

Roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych w sektorze bankowym, po usunięciu wpływu wahań kursowych.



Źródło: NBP

Agregaty monetarne

Opisane wyżej tendencje na rynku kredytów i depozytów znajdują odzwierciedlenie w zmianach podstawowych agregatów monetarnych (Tablica nr 17). W 2004 r. podaż pieniądza M3 zwiększyła się nominalnie o 29,4 mld zł (8,7%). Po usunięciu wpływu wahań kursowych wzrost ten był jeszcze większy i wyniósł 38,3 mld zł (11,3%). W konsekwencji, w 2004 r. roczne tempo wzrostu podaży szerokiego pieniądza charakteryzował trend wzrostowy. Zwiększyło się ono z 4,8% w styczniu do 11,3% grudniu 2004 r.

W 2004 r. nastąpił znaczny spadek dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków. Roczne tempo wzrostu gotówki obniżyło się z 15,9% w styczniu do 3,2% w grudniu 2004 r. Zmiany te należy interpretować jako powrót do równowagi po utrzymującej się od początku 2002 r. bardzo wysokiej dynamice pieniądza gotówkowego. Udział gotówki w obiegu poza kasami banków w agregacie M3 zmniejszył się z 14,5% w grudniu 2003 r. do 13,7% na koniec 2004 r.

Tablica nr 17

Podaż pieniądza w latach 2003-2004

Wyszczególnienie	Stan na 31.XII.2003	Stan na 31.XII.2004	Przyrost	Roczne tempo wzrostu nominalnie	Roczne tempo wzrostu realnie ^a
	mld zł			%	
I. Podaż pieniądza M1	158 064,7	175 780,4	17 715,7	11,2	6,5
II. Podaż pieniądza M3	340 048,9	369 470,1	29 421,2	8,7	4,1
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków)	49 417,0	50 775,5	1 358,6	2,7	-1,6
2. Depozyty i inne zobowiązania	288 347,3	311 747,9	23 400,5	8,1	3,6
2.1. Gospodarstwa domowe	192 441,5	192 585,1	143,5	0,1	-4,1
2.2. Niemonetarne instytucje finansowe	8 941,5	11 336,5	2 395,0	26,8	21,4
2.3. Przedsiębiorstwa	68 236,1	85 174,0	16 937,9	24,8	19,6
2.4. Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8 576,7	8 937,9	361,3	4,2	-0,2
2.5. Instytucje samorządowe	8 791,1	11 320,7	2 529,6	28,8	23,3
2.6. Fundusze ubezpieczeń społecznych	1 360,4	2 393,6	1 033,2	75,9	68,5
3. Pozostałe składniki M3	2 284,6	6 946,7	4 662,1	204,1	191,3

^a Jako deflatora użyto wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych

Źródło: NBP

Tablica nr 18

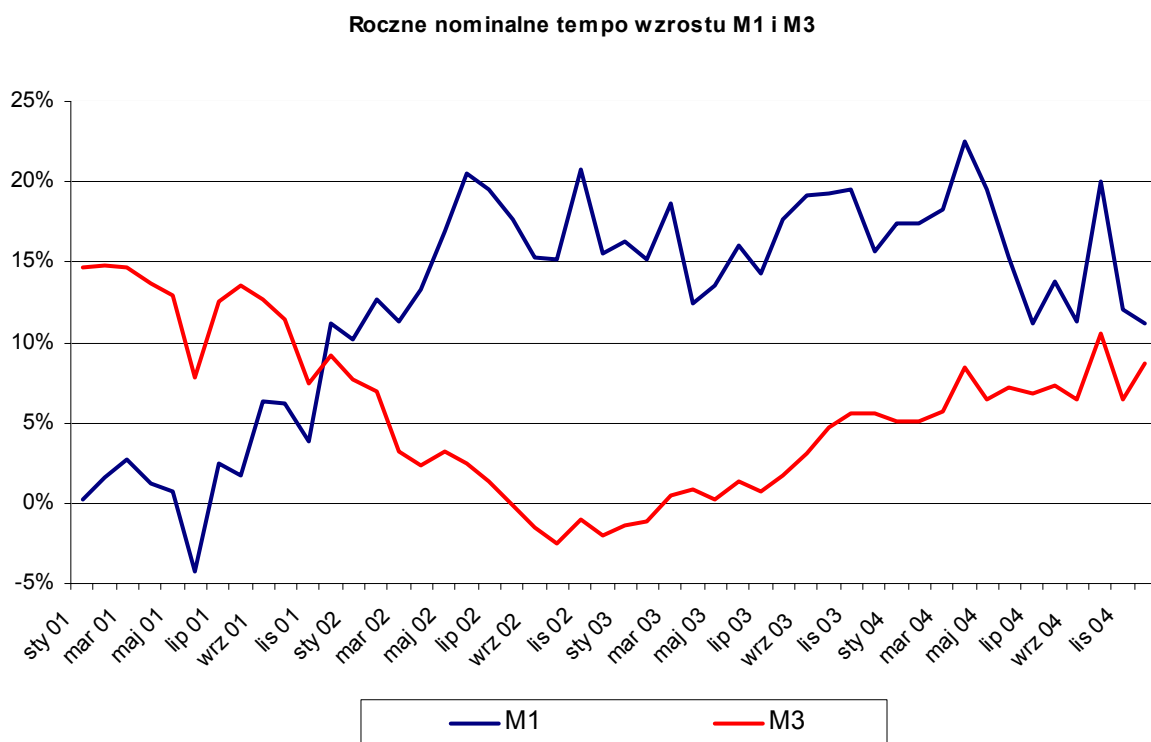
Należności systemu bankowego w latach 2003-2004

Wyszczególnienie	Stan na 31.XII.2003	Stan na 31.XII.2004	Przyrost	Roczne tempo wzrostu nominalnie	Roczne tempo wzrostu realnie ^a
	mld zł			%	
Należności ogółem	264 268,1	271 812,1	7 544,0	2,9	-1,5
Gospodarstwa domowe	101 970,3	115 485,9	13 515,6	13,3	8,5
Niemonetarne instytucje finansowe	11 394,6	10 170,3	-1 224,3	-10,7	-14,5
Przedsiębiorstwa	132 365,1	127 201,5	-5 163,6	-3,9	-8,0
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	826,3	773,3	-53,0	-6,4	-10,4
Instytucje samorządowe	12 852,7	13 377,7	525,0	4,1	-0,3
Fundusze ubezpieczeń społecznych	4 859,1	4 803,4	-55,7	-1,1	-5,3

^a Jako deflatora użyto wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych

Źródło: NBP

Wykres nr 16



Źródło: NBP

ZALĄCZNIK NR 6. WYNIKI GŁOSOWAŃ CZŁONKÓW RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI I UCHWAŁAMI W 2004 R.

Data podjęcia wniosku	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania członków Rady
30.03.2004.	uchwała w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
31.03.2004.	uchwała w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna

26.04.2004.	uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
27.04.2004.	wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna Przeciw: S.Nieckarz M.Pietrewicz
18.05.2004.	uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
18.05.2004.	uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak

			M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
18.05.2004.	uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
30.06.2004.	wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: M.Pietrewicz Przeciw: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
30.06.2004.	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	podwyżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna Przeciw: M.Pietrewicz
28.07.2004.	wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: L.Balcerowicz D.Filar

			<p>Przeciw: J.Czekaj S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna</p>
28.07.2004.	wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek uzyskał większość głosów	<p>Za: L.Balcerowicz D.Filar M.Noga A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna</p> <p>Przeciw: J.Czekaj S.Nieckarz S.Owsiak M.Pietrewicz</p>
28.07.2004.	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	podwyżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<p>Za: L.Balcerowicz D.Filar M.Noga A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna</p> <p>Przeciw: J.Czekaj S.Nieckarz S.Owsiak M.Pietrewicz</p>
25.08.2004.	wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	wniosek uzyskał większość głosów	<p>Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna</p>

			Przeciw: S.Nieckarz M.Pietrewicz
25.08.2004.	wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: S.Nieckarz M.Pietrewicz Przeciw: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
25.08.2004.	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	podwyżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna Przeciw: S.Nieckarz M.Pietrewicz
28.09.2004.	uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
28.09.2004.	uchwała w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2005		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga

			<p>S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna Przeciw: S.Nieckarz M.Pietrewicz</p>
26.10.2004.	uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat NBP		<p>Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna</p>
23.11.2004.	uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego NBP na rok 2005		<p>Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna <i>S.Nieckarz był nieobecny na posiedzeniu</i></p>
23.11.2004.	uchwała w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe NBP za rok obrotowy 2004		<p>Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna</p>

			<i>S.Nieckarz był nieobecny na posiedzeniu</i>
14.12.2004.	uchwała w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna