

Raport o inflacji Czerwiec 2008

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Czerwiec 2008

Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4. Raportu projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	9
1.1 Wskaźniki inflacji	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne	15
Determinanty inflacji	17
2.1 Popyt	17
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	18
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	19
2.1.3 Popyt inwestycyjny	21
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	23
2.2 Produkcja	26
2.3 Rynek pracy	27
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	27
2.3.2 Płace i wydajność	29
2.4 Inne koszty i ceny	31
2.4.1 Ceny zewnętrzne	31
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	32
2.5 Rynki finansowe	33
2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe	33
2.5.2 Kurs walutowy	42
2.5.3 Kredyt i pieniądz	43
Polityka pieniężna w okresie luty–czerwiec 2008 r.	49
Projekcja inflacji i PKB	65
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od stycznia do kwietnia 2008 r.	75

Synteza

Po okresie silnego wzrostu w IV kw. 2007 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w okresie styczeń–kwiecień br. ustabilizowało się, kształtując się w przedziale 4,0–4,2%, a następnie w maju br. wzrosło do 4,4%. Na utrzymanie wskaźnika inflacji w pierwszych pięciu miesiącach bieżącego roku powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%) wpływał przede wszystkim wzrost dynamiki cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz cen nośników energii, choć dynamika cen w wielu innych grupach towarów i usług również wykazywała tendencję rosnącą. W okresie tym do utrzymania inflacji na stosunkowo wysokim poziomie przyczyniła się również wysoka dynamika cen żywności.

W analizowanym okresie w kierunku wzrostu inflacji oddziaływały czynniki globalne przejawiające się przede wszystkim wzrostem cen surowców, w szczególności cen nośników energii, oraz wzrost cen regulowanych, zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych. W tym samym kierunku oddziaływały również wzrost popytu krajowego i presja kosztowa wynikająca z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy. Z drugiej strony utrzymywało się dezinflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Do ograniczenia inflacji przyczyniała się także obserwowana w tym okresie aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego.

W analizowanym okresie wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej. W maju br. roczne tempo wzrostu dwóch spośród sześciu miar inflacji bazowej przekraczało roczną dynamikę wskaźnika CPI. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrastała stopniowo z 1,3% w grudniu ub.r. do 2,1% w kwietniu i maju br.

Od grudnia 2007 r. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych kształtują się na poziomie powyżej 3,0%, nie przekraczając jednak górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%). W badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych odsetek respondentów, którzy oczekują, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły szybciej niż w momencie przeprowadzania badania oraz tych, którzy oczekują, że ceny będą rosły w takim samym tempie, wzrósł z 74% w grudniu ub.r. do 79% w maju br., a następnie w czerwcu obniżył się do poziomu z grudnia ub.r. Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wzrosła do 4,7% w kwietniu br. (z 3,2% w grudniu ub.r.), a następnie obniżyła się do 4,3% w czerwcu.

IV kw. 2007 r. był trzecim z kolei, w którym obniżały się ceny importu wyrażone w PLN, do czego przyczyniła się aprecjacja złotego. Po trwającym od II kw. 2006 r. wzroście cen transakcyjnych eksportu, w IV kw. ub.r. nastąpił ich spadek. W efekcie szybszego spadku cen eksportu niż cen importu w IV kw. 2007 r. pogorszyły się *terms of trade*. Spadek cen transakcyjnych w imporcie nastąpił pomimo wyraźnego wzrostu cen ropy naftowej

w ujęciu rocznym. Silny wzrost cen ropy na rynkach światowych obserwowany od IV kw. ub.r. tylko częściowo został zamortyzowany przez aprecjację kursu złotego wobec dolara amerykańskiego.

W I kw. 2008 roku zanotowano wzrost rocznego wskaźnika PPI do 3,0% r/r. Tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym przewyższało dynamikę cen producentów ogółem o ponad 2 pkt. proc., co było związane ze spadkiem cen eksportowych w tym okresie. Spadek ten był efektem aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego. Wzrost dynamiki cen producentów względem IV kw. 2007 roku odnotowano we wszystkich sekcjach przemysłu.

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł i budownictwo). Według szacunków GUS w I kw. 2008 r. PKB wzrósł o 6,1% w ujęciu rocznym, czyli w tempie nieznacznie niższym od odnotowanego w IV kw. ub.r. i zgodnym z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*. Dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywa dynamiczny wzrost konsumpcji oraz inwestycji. W dalszym ciągu obserwuje się szybki wzrost eksportu, jednak ze względu na utrzymującą się wysoką dynamikę popytu krajowego i towarzyszący jej dynamiczny wzrost importu, któremu sprzyja także aprecjacja kursu złotego, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostaje od IV kw. 2005 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wysokiemu poziomowi aktywności gospodarczej oraz ożywieniu na rynku pracy towarzyszy wzrost inflacji bazowej oraz rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących. Do wzrostu inflacji CPI przyczynia się w znacznym stopniu silny wzrost cen produktów rolno-spożywczych oraz surowców energetycznych na rynkach światowych, a także znaczące podwyżki cen regulowanych w Polsce.

W I kw. 2008 r. realny PKB wzrósł o 6,1% r/r (wobec 6,4% r/r w IV kw. 2007 r.), zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*. W I kw. br. wzrost spożycia indywidualnego był wyższy niż w IV kw. ub.r. (5,6% r/r wobec 3,6% r/r) oraz wyższy od oczekiwań przedstawionych w poprzednim *Raporcie*. Według szacunków GUS w I kw. br. spożycie publiczne obniżyło się (o 1,1% r/r), podczas gdy w lutowym *Raporcie* oczekiwano wzrostu tej kategorii. W I kw. 2008 r. nakłady brutto na środki trwałe nadal szybko rosły – ich dynamika osiągnęła 15,7% r/r. W efekcie stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB) wzrosła do poziomu 21,8%.

W I kw. 2008 r., zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, dynamika wartości dodanej brutto obniżyła się w stosunku do poprzedniego kwartału, utrzymując się jednak na wysokim poziomie (5,5% r/r wobec 6,3% r/r w IV kw. 2007 r.). Wkłady najważniejszych sekcji gospodarki (przemysłu, budownictwa i usług rynkowych) do wzrostu wartości dodanej ogółem w I kw. 2008 r. były nieco niższe niż w IV kw. ub.r. Wartość dodana w usługach nierynkowych i wartość dodana w rolnictwie działały w kierunku obniżenia wzrostu wartości dodanej brutto.

Mimo poprawy salda handlu zagranicznego, w I kw. 2008 r. w porównaniu z IV kw. 2007 r. nastąpiło pogłębienie deficytu obrotów bieżących. Złożyło się na to obniżenie dodatniego salda usług i transferów bieżących. Jednocześnie zmniejszyło się nieco ujemne saldo dochodów. W efekcie deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (w ujęciu czterech kwartałów) wzrósł do 4,0% (wobec 3,7% w IV kw. 2007 r.).

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w okresie styczeń–maj 2008 r. budżet państwa odnotował deficyt w wysokości 1,9 mld zł. Do znacznie lepszego niż przewi-

dywano wyniku budżetu państwa (Ministerstwo Finansów planowało, że po pięciu miesiącach 2008 r. w budżecie państwa wystąpi deficyt na poziomie 12,4 mld zł) przyczyniło się w zasadniczym stopniu niskie wykonanie wydatków, wynikające z opóźnień w realizacji niektórych zadań, ale także wysokie dochody budżetowe, pochodzące głównie z podatków. Z prognozy przedstawionej przez Komisję Europejską (KE) w kwietniu br. wynika, że w latach 2008–2009 deficyt sektora finansów publicznych pozostanie na poziomie niższym od wartości referencyjnej dla kryterium fiskalnego z Maastricht (3% PKB). Stanowiło to podstawę do złożenia przez KE w czerwcu br. wniosku rekomendującego Radzie UE zakończenie procedury nadmiernego deficytu (EDP), którą Polska została objęta w lipcu 2004 r.

W I kw. 2008 r. dynamika liczby pracujących w gospodarce ponownie wzrosła. Odzwierciedleniem rosnącego popytu na pracę był szybki wzrost liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw oraz dalszy spadek bezrobocia. Stopa bezrobocia i liczba bezrobotnych według BAEL obniżyły się do najniższego poziomu od początku prowadzenia badań w 1992 r. (odpowiednio 8,1% i 1361 tys. w I kw. 2008 r.). Na wysokim poziomie utrzymuje się odsetek pracodawców, którzy mają trudności z zatrudnieniem pracowników. Od początku 2006 r. do III kw. 2007 r. rosnącej liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszył spadek liczby aktywnych zawodowo. W IV kw. 2007 r. liczba aktywnych zawodowo przestała spadać, a w I kw. 2008 r. zwiększyła się o 0,9% r/r. W I kw. br. odnotowano również wzrost współczynnika aktywności zawodowej.

W I kw. 2008 r. odnotowano przyspieszenie dynamiki nominalnych wynagrodzeń w gospodarce (10,1% r/r wobec 8,9% r/r w IV kw. 2007 r.) oraz w sektorze przedsiębiorstw (11,4% r/r wobec 10,0% r/r w III i IV kw. ub.r.). W I kw. br. wynagrodzenia w gospodarce rosły szybciej niż wydajność pracy. Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w I kw. 2008 r. była wyższa niż w poprzednim kwartale (8,5% r/r wobec 6,7% r/r) i jednocześnie najwyższa od IV kw. 1998 r.

Od czasu publikacji ostatniego *Raportu* rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro początkowo obniżyły się ze względu na niepewność dotyczącą stopnia trwałości recesji w Stanach Zjednoczonych i jej negatywnego wpływu na koniunkturę w strefie euro. Następnie, od połowy marca 2008 r., obserwowano wzrost rentowności tych obligacji w wyniku spadku awersji do ryzyka na globalnych rynkach, która jednak utrzymuje się na podwyższonym poziomie. Poprawa nastrojów wśród globalnych inwestorów przyczyniła się do wyhamowania w kwietniu br. wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych. W maju i czerwcu br. rentowności długoterminowych obligacji skarbowych powróciły do trendu wzrostowego, osiągając kilkuletnie maksimum, co było konsekwencją wzrostu niepewności dotyczącej docelowego poziomu głównej stopy NBP w bieżącym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Z kolei sytuacja na krajowym rynku akcji odzwierciedlała nastroje panujące na rynkach międzynarodowych. Od publikacji ostatniego *Raportu* kursy akcji na GPW poruszały się w trendzie horyzontalnym, na poziomach wyznaczonych przez gwałtowne spadki ze stycznia.

Od końca lutego 2008 r. istotnej zmianie uległy oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego oczekuje się obecnie, że stopa funduszy federalnych zostanie podwyższona do poziomu 2,50% w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy. Również w strefie euro oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych uległy zmianie od lutego 2008 r. – aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwania wzrostu oprocentowania do poziomu 4,25%

w III kw. br., a do końca roku do poziomu 4,50%. W Polsce oczekiwania rynkowe zawarte w stawkach kontraktów FRA (skorygowanych o premię płynnościową/kredytową) wskazują, że stopa referencyjna NBP może wzrosnąć w br. do poziomu 6,25–6,50%.

W I kw. 2008 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym nie zmieniła się znacząco w stosunku do IV kw. 2007 r. Wysokie, w relacji do dochodów, ceny mieszkań oraz pogarszająca się dostępność kredytów mieszkaniowych okazały się skuteczną barierą ograniczającą znaczące podwyżki cen na rynku nieruchomości. Przy uwzględnieniu inflacji, ukrytych promocji oraz wyraźnej różnicy pomiędzy cenami ofertowymi i transakcyjnymi, nastąpiła stabilizacja lub niewielki spadek cen mieszkań oraz stabilizacja popytu na mieszkania.

Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiło umocnienie nominalnego kursu złotego wobec euro oraz dolara amerykańskiego. W tym czasie obserwowane było również umocnienie względem euro korony czeskiej, korony słowackiej oraz forinta węgierskiego.

Od początku 2008 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się nieco powyżej 26% r/r. Nadal szybko rosły kredyty dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości, przy malejącej dynamice kredytów inwestycyjnych. Z kolei tempo wzrostu kredytów na finansowanie działalności bieżącej utrzymało się na stabilnym poziomie i było wciąż istotnie wyższe niż kredytów na inwestycje. W pierwszych miesiącach 2008 r. nadal silnie rosły kredyty dla gospodarstw domowych, na co złożyły się zarówno bardzo dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych jak i szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych, obserwowane pomimo zaostżenia polityki kredytowej banków w obu segmentach.

Na posiedzeniach w lutym i marcu 2008 r. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe każdorazowo o 0,25 pkt. proc. Na posiedzeniach w kwietniu i maju br. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie. Na posiedzeniu w czerwcu br. Rada ponownie podwyższyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP (ang. *minutes*) w lutym, marcu, kwietniu i maju 2008 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady* w czerwcu br. umieszczone są w rozdziale "Polityka pieniężna w okresie luty–czerwiec 2008 r." *Opis dyskusji* na czerwcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 24 lipca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

W rozdziale IV *Raportu* przedstawiono przygotowaną przez analityków NBP projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Prognozowane w czerwcowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest do końca 2009 r. wyższe od oczekiwanego w lutowej projekcji, natomiast w 2010 r. jest niższe od przewidywanego w lutowej projekcji. Przy założeniu niezmienionych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem prognozowana inflacja znajdzie się w przedziale 3,8–4,7% w 2008 r. (wobec 3,6–4,7% w projekcji lutowej), 2,5–5,8% w 2009 r. (wobec 2,6–4,9%) oraz 0,1–5,7% w 2010 r. (wobec 2,1–4,8%).

Zgodnie z czerwcową projekcją z modelu NECMOD, roczne tempo wzrostu PKB znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,3–5,5% w 2008 r. (wobec 4,4–5,8% w projekcji lutowej), 3,4–6,2% w 2009 r. (wobec 3,5–6,1%) oraz 3,8–6,8% w 2010 r. (wobec 3,6–6,9%).

Przebieg procesów inflacyjnych

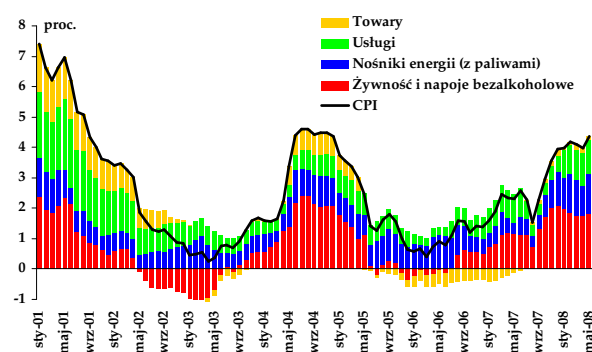
1.1 Wskaźniki inflacji

Po okresie silnego wzrostu w IV kw. 2007 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w okresie styczeń–kwiecień br. ustabilizowało się, kształtując się w przedziale 4,0–4,2%, a następnie w maju br. wzrosło do 4,4% (Wykres 1.1)¹.

Na utrzymanie wskaźnika inflacji w pierwszych pięciu miesiącach bieżącego roku powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%) wpływał przede wszystkim wzrost dynamiki cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz cen nośników energii, choć dynamika cen w wielu innych grupach towarów i usług również wykazywała tendencję rosnącą. W okresie tym do utrzymania inflacji na stosunkowo wysokim poziomie przyczyniła się również wysoka dynamika cen żywności.

W analizowanym okresie w kierunku wzrostu inflacji oddziaływały czynniki globalne przejawiające się przede wszystkim wzrostem cen surowców, w szczególności cen nośników energii, oraz wzrost cen regulowanych, zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych. W tym samym kierunku oddziaływały również wzrost popytu krajowego i presja kosztowa wynikająca z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy. Z drugiej strony utrzymywało się deflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Do ograniczenia inflacji przyczyniała się także

Wykres 1.1:
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.

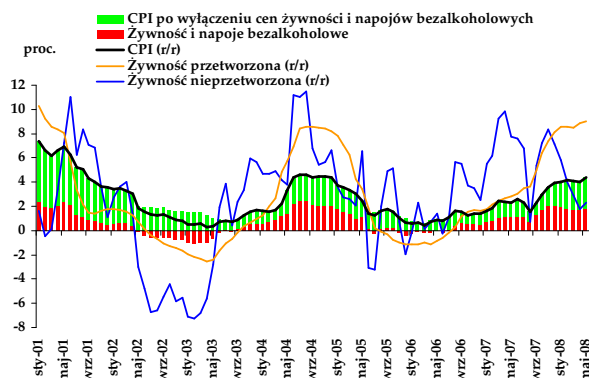


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹W marcu 2008 r. GUS dokonał corocznej rewizji wskaźnika CPI według nowej struktury wag stosowanych do jego obliczania. W efekcie roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w styczniu br. zrewidowano w dół o 0,3 pkt. proc. w stosunku do danych wstępnych opublikowanych w lutym br. (z 4,3% do 4,0%).

Wykres 1.2:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – żywność i napoje bezalkoholowe.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

obserwowana w tym okresie aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego.

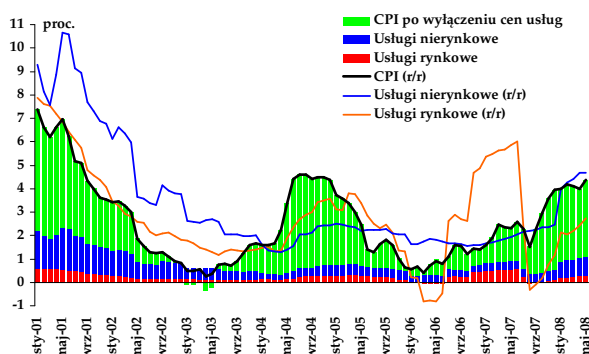
Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Po okresie szybkiego wzrostu w IV kw. 2007 r., w pierwszych czterech miesiącach br. roczna dynamika cen żywności obniżała się stopniowo, a następnie wzrosła nieznacznie w maju br. W kierunku spadku rocznej dynamiki cen żywności w okresie styczeń–kwiecień br. oddziaływał przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności nieprzetworzonej związany z korzystniejszą niż w ubiegłym roku sytuacją podażową (głównie na rynku warzyw). Pod koniec I kw. br. osłabły także wzrostowe tendencje cen na światowych rynkach surowców rolnych. Informacje o możliwym wzroście podaży surowców rolnych w 2008 r. (m.in. o wzroście zbiorów zbóż na świecie) przekładały się na obniżki cen na rynkach niektórych towarów. Po okresie stabilizacji na wysokim poziomie w I kw. 2008 r., w kwietniu i maju br. tempo wzrostu cen żywności przetworzonej w Polsce nieznacznie wzrosło. Czynnikiem, który oddziaływał w kierunku utrzymania wysokiej dynamiki cen żywności przetworzonej był wzrost kosztów produkcji, w tym cen podstawowych produktów rolniczych na rynku krajowym oraz cen energii.

Można oczekiwać, że w dalszej części roku ceny surowców rolnych oraz żywności na rynkach światowych, których szybki wzrost w IV kw. 2007 r. przyczynił się do wzrostu bieżącej inflacji w Polsce i wielu innych krajach (Tabela 1.1), pozostaną na wysokim poziomie, jednak dynamika tych cen ulegnie obniżeniu. W kierunku wzrostu cen żywności mogą jednak oddziaływać niekorzystne warunki agrometeorologiczne w kraju (susza).

Wykres 1.3:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny usług

W analizowanym okresie znacznie wzrosła roczna dynamika cen usług, na co złożył się zarówno wzrost dynamiki cen usług nierynkowych, jak i rynkowych (Wykres 1.3). Dynamika cen usług nierynkowych wzrosła do 4,7% r/r w maju br. wobec 2,5% r/r w grudniu ub.r. Do wzrostu dynamiki cen usług nierynkowych w największym

Tabela 1.1: Roczne wskaźniki CPI w wybranych krajach.

Zmiana r/r (w proc.)	2007							2008				
	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj
Austria	2,0	2,1	1,7	2,1	2,8	3,1	3,6	3,2	3,2	3,5	3,3	3,7
Belgia	1,3	1,4	1,1	1,5	2,2	2,9	3,1	3,5	3,6	4,4	4,2	5,2
Finlandia	2,4	2,6	2,3	2,6	2,7	2,9	2,6	3,9	3,7	3,8	3,5	4,2
Francja	1,2	1,1	1,2	1,5	2,0	2,4	2,6	2,8	2,8	3,2	3,0	3,3
Grecja	2,6	2,5	2,5	2,9	3,1	3,9	3,9	3,9	4,4	4,4	4,4	4,9
Hiszpania	2,4	2,2	2,2	2,7	3,6	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,2	4,6
Holandia	1,7	1,5	1,1	1,3	1,6	1,9	1,9	2,0	2,2	2,2	2,0	2,3
Irlandia	4,9	5,0	4,8	4,6	4,8	5,0	4,7	4,3	4,8	5,0	4,3	4,7
Luksemburg	2,0	1,9	1,9	2,1	2,9	3,2	3,4	3,3	3,1	3,5	3,5	4,0
Niemcy	1,9	2,1	2,2	2,7	2,8	3,2	3,1	2,8	2,8	3,1	2,4	3,0
Portugalia	2,4	2,4	2,4	2,1	2,1	2,6	2,8	2,7	2,9	2,9	3,1	2,8
Słowenia	3,6	3,8	3,5	3,5	5,1	5,7	5,6	6,4	6,5	6,9	6,5	6,4
Włochy	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,4	2,6	3,0	2,9	3,3	3,3	3,6
Stany Zjednoczone	2,7	2,4	2,0	2,8	3,5	4,3	4,1	4,3	4,0	4,0	3,9	4,2
Dania	1,4	1,2	1,1	1,2	1,7	2,5	2,3	2,9	3,1	3,1	3,2	3,4
Norwegia	0,4	0,4	0,4	-0,3	-0,2	1,5	2,8	3,7	3,7	3,2	3,1	3,1
Szwecja	1,9	1,9	1,8	2,2	2,7	3,3	3,5	3,2	3,1	3,4	3,4	4,0
Wielka Brytania	2,4	1,9	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	2,2	2,5	2,5	3,0	3,3
Polska	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4
Czechy	2,5	2,3	2,4	2,8	4,0	5,0	5,4	7,5	7,5	7,1	6,8	6,8
Słowacja	2,5	2,3	2,3	2,8	3,3	3,1	3,4	3,8	4,0	4,2	4,3	4,6
Węgry	8,6	8,4	8,3	6,4	6,7	7,1	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	7,0
Estonia	5,8	6,4	5,7	7,2	8,5	9,1	9,6	11,0	11,3	10,9	11,4	11,3
Litwa	4,8	5,1	5,5	7,1	7,6	7,8	8,1	9,9	10,8	11,3	11,7	12,0
Łotwa	8,8	9,5	10,1	11,4	13,2	13,7	14,1	15,7	16,7	16,7	17,4	17,9

Źródło: Dane Eurostat, GUS, krajowe urzędy statystyczne.

Uwaga: Wskaźniki krajowe nie są w pełni porównywalne ze względu na różnice metodologiczne (w tym różne systemy wag i różne metody pomiaru).

stopniu przyczynił się wzrost cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania, który wynikał głównie ze wzrostu cen usług wywozu nieczystości (śmieci) w wyniku znacznych podwyżek opłat na rzecz samorządów (podatek ekologiczny)². W tej grupie wzrosły również ceny usług związanych z zaopatrywaniem w wodę, usług kanalizacyjnych oraz koszty zarządu i administracji mieszkań. Roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się także w grupach usług medycznych, edukacyjnych oraz usług związanych z transportem.

²Od stycznia do maja br., licząc narastająco, dynamika cen usług wywozu nieczystości (śmieci) wyniosła 36,7%.

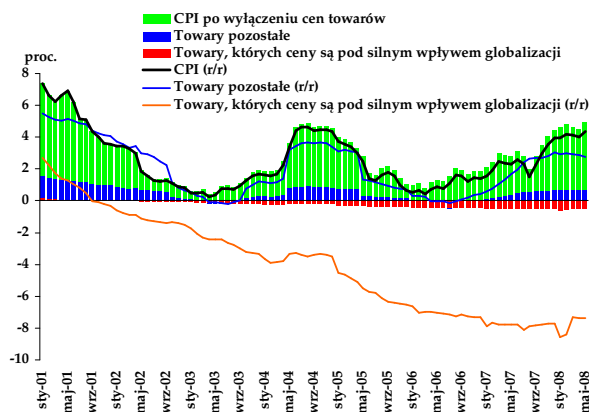
Skala wzrostu dynamiki cen usług rynkowych była mniejsza niż w przypadku usług nierynkowych (2,7% r/r w maju wobec 1,2% r/r w grudniu ub.r.). Na wzrost cen usług rynkowych złożył się przede wszystkim dalszy wzrost cen w kategorii *restauracje i hotele* i w turystyce zorganizowanej oraz cen usług związanych z higieną osobistą (usługi fryzjerskie itp.), które w znacznym stopniu zależą od kształtowania się dochodów gospodarstw domowych. Wzrost cen usług rynkowych wynika ze wzrostu popytu konsumpcyjnego oraz wzrostu jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze.

Do ograniczenia rocznego tempa wzrostu cen usług w analizowanym okresie nadal przyczyniał się spadek cen usług internetowych³. Roczne tempo wzrostu cen usług ogółem po wyłączeniu cen usług internetowych w maju br. zwiększyło się do 4,8%, wobec 2,9% w grudniu 2007 r.

Ceny towarów

Wykres 1.4:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W analizowanym okresie roczna dynamika cen towarów kształtowała się na niskim poziomie⁴. Na kształtowanie się cen towarów istotny wpływ wywierały zmiany cen odzieży i obuwia. Po sezonowym obniżeniu się dynamiki ich cen w pierwszych dwóch miesiącach roku, w marcu br. ceny te nieoczekiwanie wzrosły⁵. Wskutek wzro-

³W sierpniu 2007 r. nastąpił silny spadek cen usług internetowych (o 31,8% m/m), który wynikał z promocyjnego obniżenia tych cen u jednego z operatorów. W okresie styczeń–maj br. roczny wskaźnik cen usług internetowych nadal obniżał dynamikę wskaźnika CPI. Statystyczny efekt bazy związany ze spadkiem tych cen w sierpniu 2007 r. wygaśnie w sierpniu br., co *ceteris paribus* przyczyni się do wzrostu rocznej dynamiki CPI w tym miesiącu. Pomimo niewielkiego udziału cen usług internetowych w koszyku wykorzystywanym do obliczania wskaźnika CPI, obserwowane od 2005 r. zmiany cen tych usług są na tyle duże, że powodują znaczące spadki lub wzrosty całego wskaźnika CPI, a także tych jego składowych, do których zaliczane są te usługi. Zmiany cen usług internetowych i ich wpływ na inflację omawiane były również w poprzednich *Raportach*.

⁴Zgodnie z przyjętą w *Raporcie* definicją, kategoria towarów nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii (łącznie z paliwami).

⁵Wzrost cen odzieży i obuwia o 1,0% m/m w marcu br. był zjawiskiem nietypowym, biorąc pod uwagę kształtowanie się cen w tej kategorii w przeszłości. Zaobserwowany w marcu br. wzrost cen w tej grupie należy w dużym stopniu przypisać zmianom metodologii statystycznej rejestracji

Tabela 1.2: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

ZMIANY r/r (w proc.)	2007							2008				
	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj
CPI	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	2,7	2,3	1,4	2,2	2,9	3,4	3,7	3,8	3,7	3,8	3,8	3,9
Cen o największej zmienności	2,2	2,0	1,6	2,1	2,9	3,5	4,1	4,2	4,2	4,2	4,3	4,5
Cen o największej zmienności i cen paliw	2,2	1,9	1,7	2,1	2,6	3,0	3,4	3,6	3,8	3,9	4,2	4,4
Cen żywności i energii	1,5	1,1	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	1,6	1,8	2,0	2,1	2,1
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1,8	1,5	1,2	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	2,5	2,7	2,8	3,2
15% średnia obciąża	2,2	2,3	2,1	2,4	2,9	3,2	3,4	3,7	4,2	4,2	4,1	4,5
ZMIANY m/m (w proc.)	2007							2008				
	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj
CPI	0,0	-0,3	-0,4	0,8	0,6	0,7	0,3	0,7	0,4	0,4	0,4	0,8
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	-0,2	-0,5	-0,6	1,0	0,8	0,7	0,3	0,9	0,1	0,4	0,4	0,6
Cen o największej zmienności	-0,4	0,5	0,1	0,7	0,8	1,1	0,8	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0
Cen o największej zmienności i cen paliw	-0,6	0,5	0,1	0,7	0,9	1,0	0,9	0,4	0,1	0,3	0,3	-0,2
Cen żywności i energii	0,2	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0,2	0,2	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,7	0,6	0,3	0,2	0,6
15% średnia obciąża	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0,3	0,1	0,0	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,1	0,5
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4
Inflacja "netto"	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,2

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

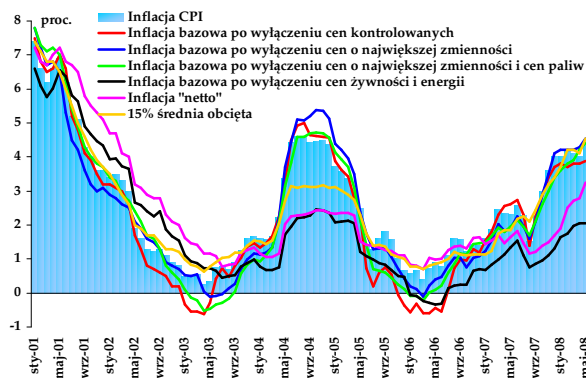
Od czerwca br. NBP wprowadził nową miarę inflacji bazowej – **inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii**. Miara ta wyłącza ze wskaźnika CPI ceny żywności i napojów bezalkoholowych oraz ceny paliw i nośników energii (energia elektryczna, gaz, opał, itp.). Konstrukcja i interpretacja inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii jest zbliżona do używanej dotychczas inflacji bazowej "netto". Zmiany cen nośników energii, które w ostatnim okresie cechują się zwiększoną zmiennością, mają dla polskiej gospodarki charakter szoków podażyowych, zaburzając obraz ogólnego trendu poziomu cen. Dlatego uzasadnione jest ich wyłączenie w ramach nowej miary inflacji bazowej. Intencją NBP jest zastąpienie przez nową miarę dotychczasowej najpopularniejszej miary, tj. inflacji "netto". Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii została również wykorzystana w modelu makroekonomicznym NECMOD do przygotowania Projektacji inflacji, zawartej w IV rozdziale *Raportu*.

stu dynamiki cen odzieży i obuwnia zmniejszyła się skala spadku cen (w ujęciu rocznym) w gru-

tych cen, związanej z przesunięciami okresów sezonowych wyprzedaży towarów.

Wykres 1.5:

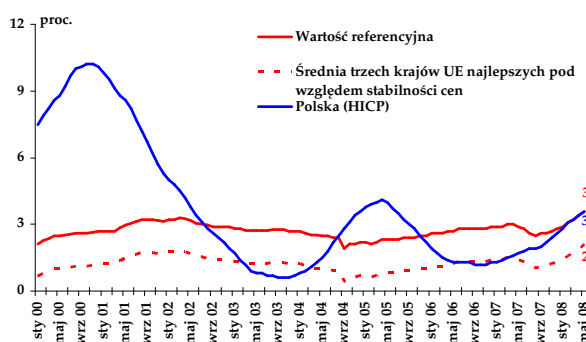
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.6:

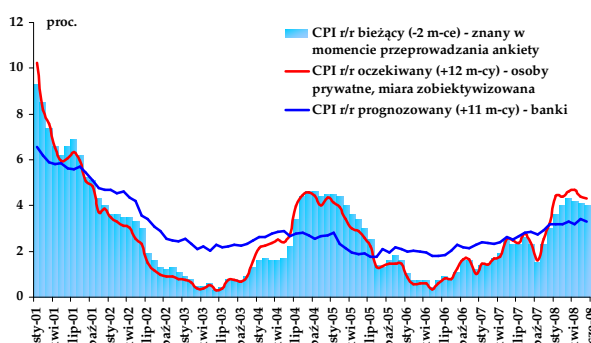
Inflacja HICP w Polsce (12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht.



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.7:

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, obliczenia NBP.

pie towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji⁶, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania (Wykres 1.4).

W analizowanym okresie ustabilizowała się dynamika cen pozostałych towarów, co było wypadkową dwóch przeciwstawnych tendencji. Z jednej strony obniżeniu uległa dynamika cen materiałów do konserwacji mieszkania, co można przypisać zarówno efektom wysokiej bazy statystycznej roku poprzedniego, jak i osłabieniu popytu mieszkaniowego. Z drugiej strony w większości grup towarowych w tej kategorii cen mieliśmy do czynienia ze wzrostem dynamiki cen, w tym – w wyniku wprowadzenia od stycznia br. podwyższonej stawki podatku akcyzowego – z wyraźnym wzrostem dynamiki cen w grupie cen wyrobów tytoniowych.

Ceny nośników energii

W okresie styczeń–maj br. roczna dynamika cen nośników energii kształtowała się na wysokim poziomie, na co złożył się przede wszystkim znaczny wzrost cen energii elektrycznej (w styczniu, lutym i maju), cen gazu (na przełomie kwietnia i maja) oraz cen opału. W pierwszych czterech miesiącach roku w przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast spadek dynamiki cen paliw, który wynikał zarówno ze statystycznego efektu bazy⁷, jak i aprecjacji nominalnego kursu walutowego, szczególnie wobec dolara amerykańskiego. W maju w reakcji na silny wzrost cen ropy na rynkach światowych nastąpił natomiast znaczny wzrost cen paliw w kraju. Ze względu na wzrost bieżących i prognozowanych cen ropy na rynkach światowych oraz dokonane już podwyżki cen nośników energii, dynamika tych cen będzie w najbliższej przyszłości utrzymywać się na wysokim poziomie.

⁶Do grupy tych towarów zalicza się: odzież, obuwie, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, instrumenty muzyczne, gry, zabawki, sprzęt sportowy i kempingowy, urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

⁷W okresie od stycznia do kwietnia br., licząc narastająco, ceny paliw w kraju spadły o 1,8%, podczas gdy w analogicznym okresie 2007 r. wzrosły o 9,6%.

Inflacja bazowa

W analizowanym okresie wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej (Wykres 1.5). W maju br. roczne tempo wzrostu dwóch spośród sześciu miar inflacji bazowej przekraczało roczną dynamikę wskaźnika CPI. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrastała stopniowo z 1,3% w grudniu ub.r. do 2,1% w kwietniu i maju br.

Kryterium inflacyjne z Maastricht

W okresie styczeń–maj 2008 r. dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania przez dany kraj inflacyjnego kryterium z Maastricht, kształtowała się na poziomie nieprzekraczającym wartości referencyjnej (Wykres 1.6).

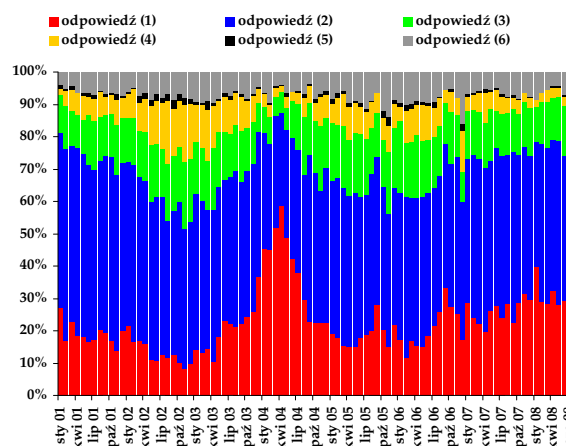
1.2 Oczekiwania inflacyjne

Od grudnia 2007 r. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych kształtują się na poziomie powyżej 3,0%, nie przekraczając jednak górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%) (Wykres 1.7).

W badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych odsetek respondentów, którzy oczekują, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły szybciej niż w momencie przeprowadzania badania oraz tych, którzy oczekują, że ceny będą rosły w takim samym tempie, wzrósł z 74% w grudniu ub.r. do 79% w maju br., a następnie w czerwcu obniżył się do poziomu z grudnia ub.r. (Wykres 1.8). Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wzrosła do 4,7% w kwietniu br. (z 3,2% w grudniu ub.r.), a następnie obniżyła się do 4,3% w czerwcu (Wykres 1.7). Za wzrost oczekiwanej inflacji o 1,1 pkt. proc. w czerwcu br. w stosunku do grudnia ub.r. w 82% odpowiadają zmiany bieżącej inflacji, a w 18% zmiany struktury odpowiedzi respondentów sondaży konsumenckich Ipsos.

Wykres 1.8:

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych – struktura odpowiedzi na pytanie Ipsos.

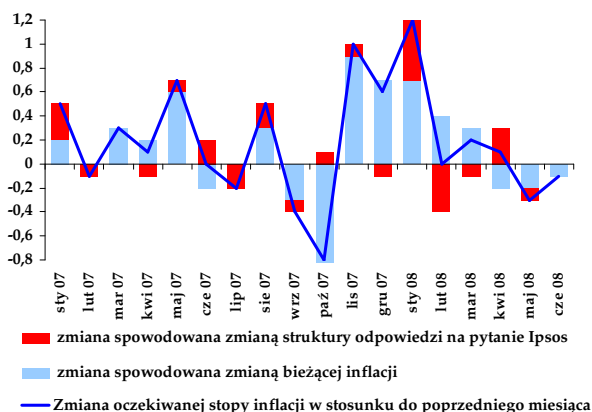


Źródło: Dane Ipsos.

Pytanie ankiety Ipsos: "Jak Pan(i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż teraz; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) będą takie same jak teraz; (5) będą niższe; (6) trudno powiedzieć?"

Wykres 1.9:

Decompozycja zmian zobiektywizowanej miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych.



Źródło: Dane Ipsos, obliczenia NBP.

Determinanty inflacji

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł i budownictwo). Według szacunków GUS w I kw. 2008 r. PKB wzrósł o 6,1% w ujęciu rocznym, czyli w tempie nieznacznie niższym od odnotowanego w IV kw. ub.r. i zgodnym z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*. Dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywa dynamiczny wzrost konsumpcji oraz inwestycji. W dalszym ciągu obserwuje się szybki wzrost eksportu, jednak ze względu na utrzymującą się wysoką dynamikę popytu krajowego i towarzyszący jej dynamiczny wzrost importu, któremu sprzyja także aprecjacja kursu złotego, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostaje od IV kw. 2005 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wysokiemu poziomowi aktywności gospodarczej oraz ożywieniu na rynku pracy towarzyszy wzrost inflacji bazowej oraz rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących. Do wzrostu inflacji CPI przyczynia się w znacznym stopniu silny wzrost cen produktów rolno-spożywczych oraz surowców energetycznych na rynkach światowych, a także znaczące podwyżki cen regulowanych w Polsce.

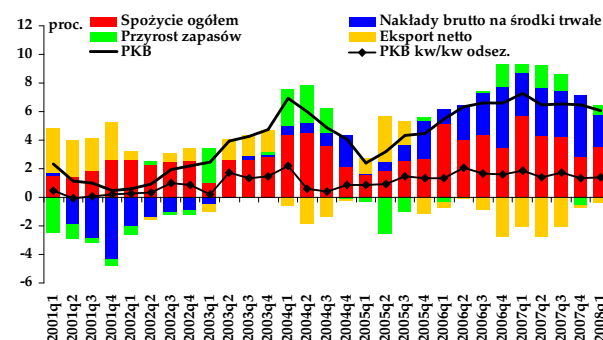
2.1 Popyt

W I kw. 2008 r. realny PKB wzrósł o 6,1% r/r (wobec 6,4% r/r w IV kw. 2007 r.), zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu* (Tabela 2.1⁸, Wykres 2.1). Znacząco wzrosło spożycie indywidualne oraz utrzymało się bardzo szybkie tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. W efekcie nadal rósł popyt krajowy (dynamika 6,3% r/r w I kw. br. wobec 6,5% r/r w IV kw. ub.r.). Import wzrastał szybciej niż eksport, przyczyniając się do utrzymania ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

W ocenie NBP średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego pozostają korzystne, choć w

Wykres 2.1:

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

⁸W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może różnić się od prezentowanej przez GUS.

Tabela 2.1: Tempo wzrostu PKB i składników popytu.

Zmiana kw\kw wyrównana sezonowo (proc.)	2006				2007				2008
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
PKB	1,3	2,1	1,7	1,6	1,9	1,4	1,7	1,3	1,4
Popyt krajowy	1,9	1,7	2,3	3,0	1,6	1,8	1,8	1,1	2,0
Spożycie ogółem	1,4	1,3	1,4	1,2	1,5	0,9	1,4	1,0	0,9
Spożycie indywidualne	1,5	1,4	1,5	1,1	1,3	0,8	1,6	1,0	1,3
Akumulacja	3,6	3,6	6,2	9,9	2,1	5,2	3,2	1,7	5,7
Nakłady na środki trwałe brutto	2,2	5,6	4,3	4,6	5,4	2,9	3,6	3,5	4,3

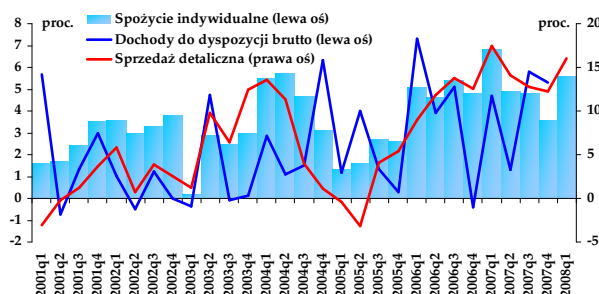
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

2008 r. oczekiwane jest osłabienie dynamiki PKB w porównaniu z 2007 r. Nadal jednak tempo wzrostu PKB pozostanie wysokie, do czego przyczyniać się będą przede wszystkim – podobnie jak w poprzednich kwartałach – systematycznie rosnące spożycie indywidualne oraz nakłady brutto na środki trwałe. Ze względu na silne ożywienie popytu krajowego i towarzyszący mu wzrost importu, przy jednoczesnym osłabieniu dynamiki eksportu, ujemne saldo handlu zagranicznego pozostanie czynnikiem zmniejszającym dynamikę PKB.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Wykres 2.2:

Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe).



Źródło: Dane GUS.

W I kw. 2008 r. wzrost spożycia indywidualnego był wyższy niż w IV kw. 2007 r. (5,6% r/r wobec 3,6% r/r) oraz wyższy od oczekiwań przedstawionych w poprzednim *Raporcie*. Według szacunków GUS w I kw. br. spożycie publiczne obniżyło się (o 1,1% r/r), podczas gdy w lutowym *Raporcie* oczekiwano wzrostu tej kategorii.

Wysoka dynamika spożycia indywidualnego była efektem systematycznie rosnących dochodów gospodarstw domowych (Wykres 2.2), do czego przyczyniał się przede wszystkim silny wzrost dochodów z pracy najemnej, zwłaszcza w sektorze przedsiębiorstw (wzrost nominalnego funduszu płac o 18,1% r/r). Fundusz nabywczy gospodarstw domowych był dodatkowo wspierany przez nadal szybko rosnące kredyty konsumpcyjne (patrz rozdział 2.5.3 Kredyt i pieniądź). W efekcie w

I kw. br. dynamika sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) wyniosła 16,0% r/r wobec 12,2% r/r w IV kw. ub.r.

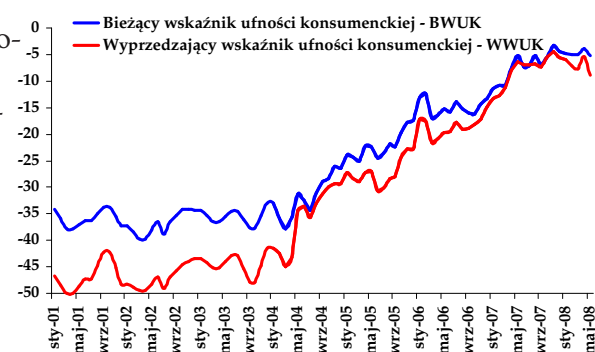
Wobec obniżenia się tempa wzrostu gospodarczego, w I kw. 2008 r. nastroje konsumentów dotyczące oczekiwań na najbliższy rok pogorszyły się nieco w stosunku do IV kw. ub.r., pozostając jednak na historycznie wysokim poziomie (Wykres 2.3). Źródłem gorszych niż w poprzednim kwartale oczekiwań konsumentów jest przede wszystkim obniżenie ocen przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Uwzględniając utrzymujące się korzystne perspektywy wzrostu, można zatem oczekiwać, że w najbliższych kwartałach spożycie indywidualne pozostanie istotnym czynnikiem wzrostu PKB.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w okresie styczeń–maj 2008 r. budżet państwa odnotował deficyt w wysokości 1,9 mld zł⁹. Do znacznie lepszego niż przewidywano wyniku budżetu państwa¹⁰ przyczyniło się w zasadniczym stopniu niskie wykonanie wydatków, wynikające z opóźnień w realizacji niektórych zadań, ale także wysokie dochody budżetowe, pochodzące głównie z podatków. Wydatki budżetowe wzrosły w tym okresie o 8,1% r/r, a dochody podatkowe o 10,5% r/r. W kolejnych miesiącach br. można oczekiwać przyspieszenia dynamiki wydatków budżetowych, co przy utrzymaniu wzrostu dochodów na poziomie podobnym do odnotowanego w styczniu–maju br. będzie oznaczało stopniowe narastanie deficytu budżetowego, którego wielkość na koniec 2008 r. może ukształtować się jednak poniżej założonych w budżecie 27,1 mld zł.

W I kw. 2008 r. korzystnie kształtowała się również sytuacja finansowa pozostałych jednostek sektora finansów publicznych. W rezultacie uzyskania wysokich dochodów z podatków oraz niskiej

Wykres 2.3:
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.
Od stycznia 2004 r. badanie przeprowadzane jest z częstotliwością miesięczną (wcześniej z kwartalną).

⁹W tym samym okresie lat ubiegłych występowały istotnie wyższe deficyty: 14,7 mld zł w 2006 r., 4,3 mld zł w 2007 r.

¹⁰Ministerstwo Finansów planowało, że po pięciu miesiącach 2008 r. w budżecie państwa wystąpi deficyt na poziomie 12,4 mld zł, czyli 45,9% planu rocznego.

realizacji wydatków (głównie na finansowanie projektów i programów unijnych), jednostki samorządu terytorialnego osiągnęły w I kw. br. bardzo wysoką nadwyżkę budżetową (10,2 mld zł)¹¹. Dobra sytuacja gospodarcza pozytywnie wpływała na przychody funduszy celowych z tytułu składek, w tym Narodowego Funduszu Zdrowia i Funduszu Pracy. Z kolei Fundusz Ubezpieczeń Społecznych odnotował spodziewany istotny ubytek wpływów z tytułu obniżki składki rentowej, a także wzrost wypłat świadczeń. Mimo to wysoka dynamika funduszu płac, przekładająca się na wysokie bieżące wpływy ze składek, oraz dotacje otrzymywane z budżetu państwa pozwoliły Funduszowi realizować swoje zadania bez zaciągania kredytów w bankach.

Zgodnie z *Programem Konwergencji, Aktualizacja 2007* z marca 2008 r., w związku z przyjętymi zmianami w polityce fiskalnej¹², w 2008 r. deficyt sektora finansów publicznych według standardów UE (ESA'95 z OFE poza sektorem) wyniesie ok. 2,5% PKB, wobec 2,0% PKB w 2007 r. Zakładane na 2009 r.¹³ zmniejszenie deficytu sektora o 0,5 pkt. proc. PKB obarczone jest natomiast znaczną niepewnością, głównie ze względu na wprowadzenie dwóch obniżonych stawek podatku dochodowego PIT. Dodatkowe źródło ryzyka stanowi silna presja na wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz nieuregulowana prawnie kwestia przyznawania emerytur pomostowych.

Z prognozy przedstawionej przez Komisję Europejską (KE) w kwietniu br. wynika, że w latach 2008–2009 deficyt sektora finansów publicznych pozostanie na poziomie niższym od wartości referencyjnej dla kryterium fiskalnego z Ma-

¹¹W I kw. lat ubiegłych budżety jednostek samorządu terytorialnego również uzyskiwały nadwyżki, jednak ich poziom był niższy. W I kw. 2006 r. nadwyżka wyniosła 5,8 mld zł, zaś w I kw. 2007 r. 8,1 mld zł.

¹²Do najważniejszych zmian systemowych w 2008 r. należą: dalsze obniżenie składki rentowej, waloryzacja kwot progów podatkowych, wprowadzenie ulgi rodzinnej w podatku PIT, powrót do mechanizmu corocznej waloryzacji rent i emerytur o wskaźnik inflacji powiększony o 20% realnego wzrostu wynagrodzeń w gospodarce narodowej (szczególnie istotny w 2008 r. ze względu na skumulowaną z dwóch lat waloryzację) oraz przyspieszona likwidacja tzw. starego portfela emerytur.

¹³Na podstawie *Programu Konwergencji, Aktualizacja 2007* z marca 2008.

astricht (3% PKB)¹⁴. Stanowiło to podstawę do złożenia przez KE w czerwcu br. wniosku rekomendującego Radzie UE zakończenie procedury nadmiernego deficytu (EDP), którą Polska została objęta w lipcu 2004 r.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

W I kw. 2008 r. nakłady brutto na środki trwałe nadal szybko rosły – ich dynamika osiągnęła 15,7% r/r (Wykres 2.4). W efekcie stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB) wzrosła do poziomu 21,8%¹⁵ (Wykres 2.5).

Ożywienie aktywności inwestycyjnej w I kw. br. dotyczyło w szczególności sektora przedsiębiorstw. W przedsiębiorstwach niefinansowych zatrudniających powyżej 49 pracowników nakłady na nowe środki trwałe wzrosły realnie o ok. 24% r/r¹⁶. Nadal poprawiała się sytuacja w budownictwie mieszkaniowym, natomiast nakłady inwestycyjne sektora rządowego i samorządowego obniżyły się w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

W I kw. br. 35,5% wydatków poniesionych na cele inwestycyjne w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych przypadało na nakłady na budynki i budowlę, zaś 63,3% na zakup maszyn, urządzeń technicznych i narzędzi oraz środków transportu. Tym samym udział nakładów na budynki i budowlę w wydatkach inwestycyjnych zwiększył się o 3,2 pkt. proc. w porównaniu do I kw. 2007 r., na co wpływ mógł mieć dynamiczny wzrost cen dóbr i usług budowlanych oraz będący efektem umocnienia się złotego niższy koszt zakupu importowanych maszyn i urządzeń.

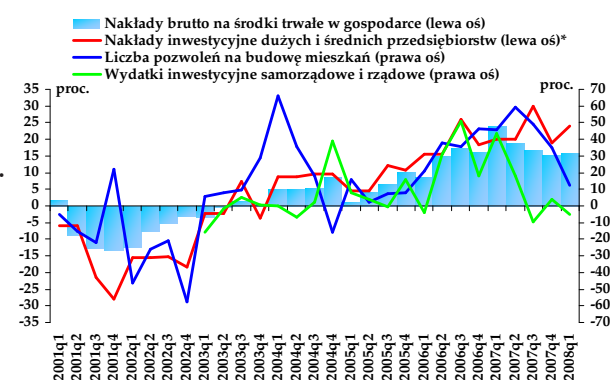
Według badań koniunktury NBP prognozy inwestycji na 2008 r. są nadal korzystne, choć oczekuje się obniżenia dynamiki inwestycji w porównaniu do 2007 r. W II kw. br. respondenci pla-

¹⁴Prognozy Komisji Europejskiej wskazują na deficyt sektora finansów publicznych w 2008 r. na poziomie 2,5% PKB i jego wzrost do 2,6% PKB w 2009 r.

¹⁵Stopa inwestycji obliczona jest na podstawie danych za ostatnie 4 kwartały. Spośród dwunastu nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej, jedynie trzy (Malta, Cypr i Węgry) odnotowały w 2007 r. niższą stopę inwestycji niż Polska.

¹⁶Patrz: *Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju. Kwiecień 2008 r.*, GUS.

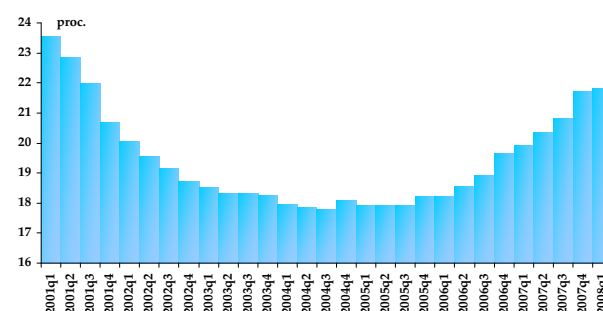
□ Wykres 2.4:
Inwestycje w gospodarce (r/r).



Źródło: Dane GUS, dane Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

* Ze względu na brak danych dotyczących inwestycji przedsiębiorstw w I i II kw. poszczególnych lat, na wykresie pokazano dynamikę dla I poł. roku.

□ Wykres 2.5:
Stopa inwestycji w gospodarce (relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB w ujęciu nominalnym; dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

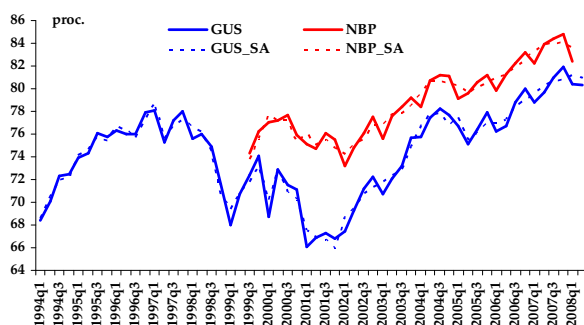
Tabela 2.2: Struktura nakładów brutto na środki trwałe w Polsce.

Udział (proc.)	2006				2007			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
Maszyny i urządzenia	32,0	29,1	29,7	28,6	33,7	28,9	28,9	27,1
Środki transportu	13,4	14,3	14,0	11,4	11,1	12,0	12,1	11,3
Budownictwo mieszkaniowe	20,9	20,7	18,8	13,1	14,7	14,2	14,5	10,1
Pozostałe budynki i budowle	30,2	31,2	33,5	43,0	37,4	41,2	40,6	47,5
Pozostałe inwestycje	3,6	4,7	3,9	3,7	2,9	3,5	3,7	3,8

Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.6:

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP).



Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów. Natomiast próba NBP liczyła w marcu 2008 r. 902 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna co do wielkości przedsiębiorstw.

nują rozpocząć mniej nowych zadań inwestycyjnych niż w I kw. br. oraz mniej niż w analogicznym okresie ub.r. Do kontynuowania działalności inwestycyjnej skłania przedsiębiorstwa nadal wysoki, choć obniżający się, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych¹⁷ (Wykres 2.6). Wysokiej aktywności inwestycyjnej sprzyja także wysoka zdolność do finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw, do czego przyczynia się przede wszystkim wciąż dobra, mimo nieznacznego pogorszenia, sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz napływ funduszy strukturalnych. Do podejmowania przedsięwzięć inwestycyjnych zachęca również relatywnie wysoka stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału (Wykres 2.7).

Po stronie czynników, które w najbliższych kwartałach będą negatywnie oddziaływać na inwestycje przedsiębiorstw, należy wymienić pogorszenie się perspektyw zbytu¹⁸, dalsze zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów zarówno dla dużych firm, jak i dla małych i średnich przedsiębiorstw¹⁹, wzrost kosztów prowadzenia działalności (w tym kosztów wynagrodzeń, materiałów i surowców oraz energii), a także zwiększenie się kosztów pozyskania kapitału. Ponadto pogorszenie koniunktury światowej w ocenie przedsiębiorców pod-

¹⁷Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2008 r.*, NBP.

¹⁸Wyniki badań ankietowych NBP sugerują, że w w sektorze przedsiębiorstw zmniejszył się optymizm wobec przyszłego popytu; por. *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2008 r.*

¹⁹Na zaostrzenie polityki kredytowej wskazują wyniki badań ankietowych NBP; por. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kw. 2008 r.*

wyższe ryzyko nieuzyskania oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji.

Rosnący napływ funduszy unijnych sprawia, że perspektywy aktywności inwestycyjnej w sektorze rządowym i samorządowym w najbliższych kwartałach pozostają korzystne. Rośnie natomiast niepewność związana z rozwojem sytuacji na rynku mieszkaniowym w warunkach stabilizacji, a nawet pewnych obniżek cen.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących²⁰

Popyt zewnętrzny

W strefie euro, która jest największym dla Polski rynkiem eksportowym, w I kw. 2008 r. dynamika wzrostu gospodarczego wyniosła 2,2% i była nieco wyższa niż w IV kw. ub.r. Niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu PKB było wynikiem istotnie wyższej dynamiki wzrostu gospodarczego w Niemczech. W kierunku zmniejszenia dynamiki PKB oddziaływało natomiast obniżenie się aktywności gospodarczej w wielu pozostałych krajach strefy euro²¹. W porównaniu z IV kw. 2007 r. zmieniła się struktura wzrostu gospodarczego w strefie euro: silnie wzrósł wkład eksportu netto do wzrostu PKB²² (Wykres 2.8).

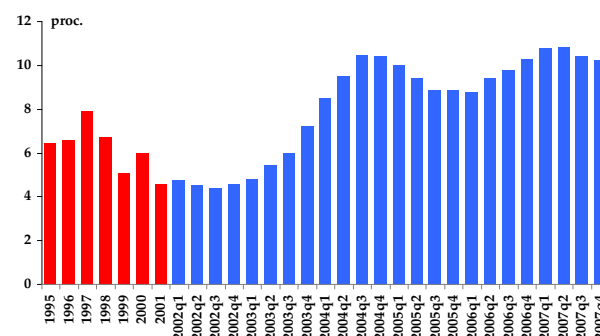
²⁰Dane dotyczące eksportu i importu przedstawione w tym rozdziale odnoszą się do wielkości wyrażonych w EUR.

²¹W I kw. 2008 r. PKB w Niemczech wzrósł o 2,6% r/r (wobec 1,8% r/r w IV kw. 2007 r.), natomiast średni wzrost PKB w pozostałych krajach strefy euro wyniósł 2,0% r/r (wobec 2,3% r/r). Tempo wzrostu w poszczególnych krajach było silnie zróżnicowane, np. w Grecji PKB w I kw. br. wzrósł o 3,6% r/r, podczas gdy we Włoszech zaledwie o 0,2% r/r.

²²Udział eksportu netto we wzroście PKB strefy euro wyniósł w I kw. 2008 r. 0,6 pkt. proc. (wobec 0,2 pkt. proc. w IV kw. 2007 r.). W znacznym stopniu odzwierciedlało to istotny wkład handlu zagranicznego do wzrostu PKB w Niemczech; w I kw. br. wkład ten wyniósł 1,4 pkt. proc., natomiast w pozostałych krajach strefy euro był znacznie niższy (0,2 pkt. proc.). Relatywnie dobre wyniki niemieckiego eksportu są efektem wysokiej konkurencyjności produktów niemieckich, do czego w dużej mierze przyczynił się proces przenoszenia poszczególnych etapów produkcji do nowych krajów członkowskich UE w celu obniżenia kosztów pracy oraz wysoka dyscyplina płac w gospodarce niemieckiej w ubiegłych latach. W konsekwencji eksporterzy niemieccy stali się bardziej konkurencyjni w stosunku do eksporterów z pozostałych krajów strefy euro i skutecznie konkurują

Wykres 2.7:

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego w sektorze przedsiębiorstw.



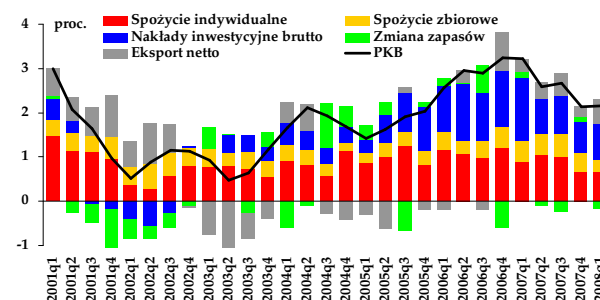
Źródło: Dane GUS, szacunki NBP.

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego liczona jako wynik operacyjny w stosunku do różnicy aktywów ogółem i zobowiązań bieżących: dane roczne i kwartałne (dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 49 osób.

Wykres 2.8:

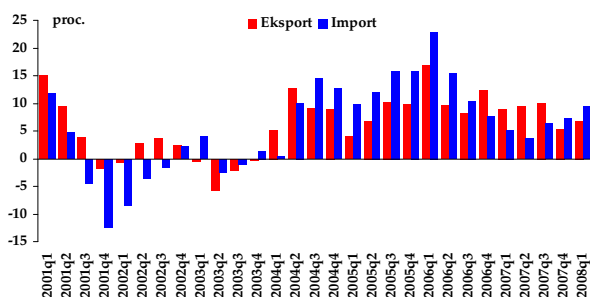
Wzrost gospodarczy w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.9:

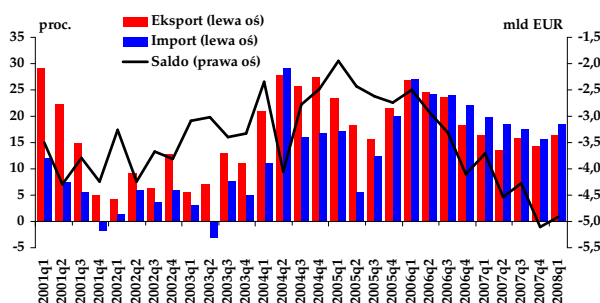
Eksport i import strefy euro (r/r).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.10:

Polski handel zagraniczny (eksport, import: r/r).



Źródło: Dane GUS.

Zwiększeniu się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB towarzyszyło przyspieszenie zarówno dynamiki eksportu jak i importu strefy euro²³ (Wykres 2.9). Wzrost dynamiki eksportu związany był przede wszystkim ze stosunkowo wysokim wzrostem sprzedaży do krajów Europy Środkowej i Wschodniej, WNP oraz azjatyckich krajów rozwijających się – regionów, w których nadal silnie rósł popyt. Jednocześnie obniżył się eksport do krajów rozwiniętych, na co złożył się głównie spadek wartości sprzedaży do Stanów Zjednoczonych i Japonii oraz znaczne osłabienie dynamiki eksportu do Wielkiej Brytanii.

Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiło dalsze obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego dla strefy euro²⁴. Na spowolnienie dynamiki wzrostu wskazują pogarszające się oceny sytuacji ekonomicznej zarówno ze strony przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Jednocześnie zrewidowano w dół prognozy wzrostu dla głównych partnerów handlowych strefy euro, co może oznaczać obniżenie przyszłej dynamiki handlu zagranicznego tego regionu. Niekorzystny wpływ na eksport strefy euro może mieć przede wszystkim spadek popytu ze strony Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, do czego przyczynia się, obok aprecjacji euro względem dolara amerykańskiego i funta brytyjskiego, także obniżenie aktywności gospodarczej w tych krajach²⁵.

z Chinami na rynkach międzynarodowych (o czym może świadczyć rosnący udział Niemiec w światowym eksporcie).

²³Wzrost dynamiki importu związany był przede wszystkim ze wzrostem cen ropy naftowej. Wzrost importu strefy euro po wyłączeniu paliw w I kw. br. wyniósł 2,4% r/r (wobec 4,0% r/r w IV kw. 2007 r.).

²⁴Opublikowany w czerwcu 2008 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że wzrost gospodarczy w strefie euro w 2008 r. wyniesie 1,7% (wobec 1,8% prognozowanych w lutym br.).

²⁵W I kw. 2008 r. amerykański PKB wzrósł o 2,5% r/r (0,2% kw/kw), a popyt importowy obniżył się o 0,6% r/r (-0,7% kw/kw), wobec wzrostu odpowiednio o 2,5% r/r (0,1% kw/kw) i 1,0% r/r (-0,4% kw/kw) w IV kw. 2007 r. Natomiast opublikowany w czerwcu 2008 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych w 2008 r. wyniesie 1,2% (wobec 1,6% prognozowanych w lutym br.). W I kw. 2008 r. PKB w Wielkiej Brytanii wzrósł o 2,5% r/r (0,4% kw/kw) wobec odpowiednio 2,8% r/r (0,6% kw/kw) w IV kw. 2007 r. Z kolei opublikowany w czerwcu 2008 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że wzrost gospodar-

Tabela 2.3: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu.

Zmiana (proc.)	2005				2006				2007			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*												
r/r	-4,2	-14,8	-7,2	-6,3	0,4	7,9	11,4	12,5	11,5	5,9	5,7	1,2
kw/kw	-5,1	-1,6	0,4	-0,1	1,8	5,7	3,6	0,8	0,9	0,5	3,4	-3,5
Ceny importu / Ceny krajowe producentów**												
r/r	-11,8	-13,7	-3,2	-2,2	-2,0	3,5	0,9	0,5	2,0	-3,0	-4,1	-4,8
kw/kw	1,8	-4,1	1,6	-1,5	2,1	1,3	-0,9	-1,8	3,5	-3,7	-2,0	-2,6
REER ULC***												
r/r	20,1	16,2	11,3	5,5	0,4	-0,2	-3,0	-1,1	-3,1	3,0	4,3	6,4
kw/kw	6,0	-2,9	1,8	0,6	0,9	-3,5	-1,0	2,5	-1,1	2,6	0,2	4,6

* Indeks jednostkowych kosztów pracy (ULC) obliczony jako relacja dynamiki kosztu płacowego, przypadająca na jednego zatrudnionego, do dynamiki wydajności pracy - mierzonej za pomocą produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.

** PPI krajowy w przetwórstwie przemysłowym.

*** Szacunek na bazie danych miesięcznych GUS oraz danych OECD. REER ULC (realny efektywny kurs walutowy): nominalny efektywny kurs walutowy skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym. Minus oznacza deprecjację.

Źródło: Dane Eurostat, OECD, GUS oraz szacunki NBP.

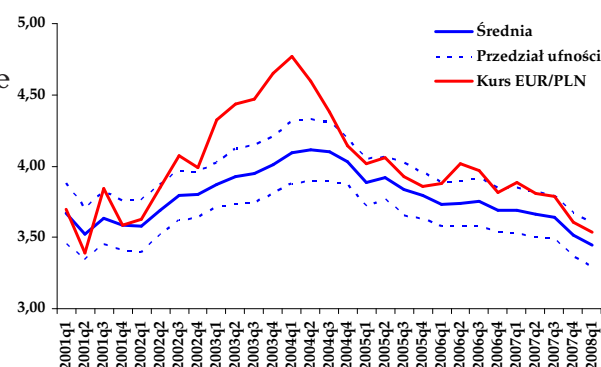
W I kw. 2008 r. nastąpiło przyspieszenie dynamiki importu strefy euro z Polski²⁶. Wzrosła także dynamika polskiego eksportu do pozostałych krajów, w tym zwłaszcza do WNP. W efekcie wzrost wartości polskiego eksportu w I kw. 2008 r. okazał się wyższy niż w poprzednich trzech kwartałach (Wykres 2.10). Równocześnie przyspieszyła dynamika importu, na co złożył się przede wszystkim wzrost wartości importowanych paliw oraz dalszy szybki wzrost importu z Chin. W efekcie obserwowanych zmian nastąpiło obniżenie się deficytu w polskim handlu zagranicznym w I kw. 2008 r. wobec IV kw. ub.r.

W IV kw. 2007 r. pogorszyła się pozycja konkurencyjna zarówno krajowych eksporterów, jak i krajowych producentów (Tabela 2.3). Równocześnie badania koniunktury NBP wskazują, że umocnieniu nominalnego kursu złotego towarzyszy w Wielkiej Brytanii w 2008 r. wyniesie 1,7% (wobec 1,7% prognozowanych w lutym br.).

²⁶ Według danych Eurostat import strefy euro z Polski wzrósł w I kw. 2008 r. o 21,9% r/r (wobec 16,5% r/r w IV kw. 2007 r.). Spośród głównych partnerów handlowych strefy euro wyższy wzrost importu odnotowano jedynie w przypadku Rosji, co związane było ze wzrostem cen ropy naftowej.

Wykres 2.11:

Deklarowany przez przedsiębiorstwa kurs graniczny opłacalności eksportu (EUR/PLN).



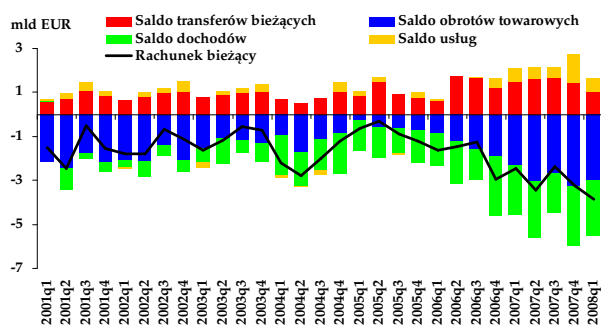
Źródło: Dane i szacunki NBP.

Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach szybkiego monitoringu NBP *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury*. Badanie obejmuje podmioty niefinansowe reprezentujące wszystkie sekcje PKD (poza rolnictwem, rybołówstwem i leśnictwem) zarówno sektora niepublicznego, jak i publicznego, w tym małe i średnie przedsiębiorstwa oraz duże jednostki.

Pytanie ankiety: "Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?"

Wykres 2.12:

Bilans obrotów bieżących i jego główne składowe.



Źródło: Dane NBP.

I kw. 2008 r. - na podstawie miesięcznych szacunków bilansu obrotów bieżących NBP za okres styczeń-marzec 2008 r.

szy umacnianie deklarowanego przez przedsiębiorstwa kursu granicznego opłacalności eksportu (Wykres 2.11), do czego przyczynia się wysoka relacja wydatków z tytułu importu do przychodów ze sprzedaży eksportowej²⁷.

Bilans obrotów bieżących²⁸

Mimo poprawy salda handlu zagranicznego, w I kw. 2008 r. w porównaniu z IV kw. 2007 r. nastąpiło pogłębienie deficytu obrotów bieżących. Złożyło się na to obniżenie dodatniego salda usług i transferów bieżących. Jednocześnie zmniejszyło się nieco ujemne saldo dochodów. W efekcie deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (w ujęciu czterech kwartałów) wzrósł do 4,0% (wobec 3,7% w IV kw. 2007 r.).

2.2 Produkcja

W I kw. 2008 r., zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, dynamika wartości dodanej brutto obniżyła się w stosunku do poprzedniego kwartału, utrzymując się jednak na wysokim poziomie (5,5% r/r wobec 6,3% r/r w IV kw. 2007 r.; Wykres 2.13).

Tabela 2.4: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników.

Zmiana kw\kw wyrównana sezonowo (proc.)	2006				2007				2008
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Wartość dodana ogółem	1,3	2,2	1,5	1,6	2,1	1,1	1,5	1,3	1,1
Przemysł	3,0	2,7	2,4	1,6	2,1	1,2	1,7	2,0	0,6
Budownictwo	-2,0	9,8	4,4	5,5	7,2	0,7	3,6	1,9	4,4
Usługi rynkowe	1,4	1,8	1,5	1,5	1,9	1,4	1,7	1,6	1,4

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wkłady najważniejszych sekcji gospodarki (przemysłu, budownictwa i usług rynkowych) do wzro-

²⁷ Zgodnie z danymi GUS ze sprawozdań F-01/I-01 w 2007 r. relacja wydatków z tytułu importu do przychodów ze sprzedaży eksportowej w badanej populacji eksporterów wyniosła 89,4%.

²⁸ Zmiany w bilansie obrotów bieżących w I kw. 2008 r. opisano na podstawie miesięcznych szacunków bilansu obrotów bieżących NBP za okres styczeń-marzec 2008 r. Dane za I kw. 2008 r. zostaną opublikowane 30 czerwca 2008 r.

stu wartości dodanej ogółem w I kw. 2008 r. były nieco niższe niż w IV kw. ub.r. Wartość dodana w usługach nierynkowych i wartość dodana w rolnictwie działały w kierunku obniżenia wzrostu wartości dodanej brutto.

W ocenie NBP, w 2008 r. utrzyma się wysoka dynamika wartości dodanej, choć będzie ona niższa niż w rekordowo dobrym 2007 r., na co wskazują m.in. wyniki badań koniunktury GUS (Wykres 2.14).

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

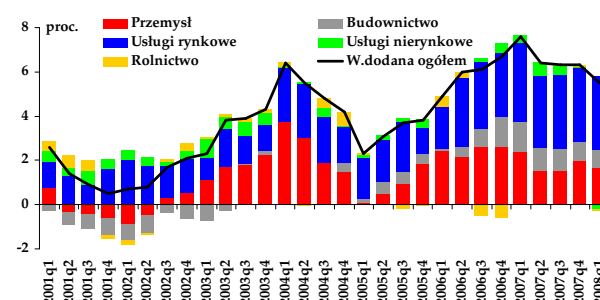
W I kw. 2008 r. dynamika liczby pracujących w gospodarce ponownie wzrosła (Wykres 2.15 i Tabela 2.5). Liczba pracujących według BAEL osiągnęła najwyższą wartość w historii badania (tj. od 1992 r.), natomiast liczba pracujących według danych opartych o sprawozdawczość przedsiębiorstw była najwyższa od III kw. 2000 r.²⁹ Przyspieszenie tempa wzrostu liczby pracujących było przede wszystkim wynikiem szybkiego wzrostu zatrudnienia w przemyśle, dzięki czemu w ciągu roku przybyło 490 tys. nowych miejsc pracy. Z kolei tempo wzrostu liczby pracujących w sektorze usług, który do IV kw. ub.r. generował najwięcej miejsc pracy, obniżyło się nieco. Nadal spadała liczba pracujących w rolnictwie.

Odzwierciedleniem rosnącego popytu na pracę był szybki wzrost liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.17) oraz dalszy spadek bezrobocia (Wykres 2.16). Stopa bezrobocia i liczba bezrobotnych według BAEL obniżyły się do najniższego poziomu od początku prowadzenia badań w 1992 r. (odpowiednio 8,1% i 1361 tys. w I kw. 2008 r.). Liczba ofert pracy zgłaszanych przez przedsiębiorców do urzędów pracy w I kw. 2008 r. wyniosła 300 tys., a zatem nie zmieniła się

²⁹Dane o liczbie pracujących na podstawie sprawozdawczości przedsiębiorstw przed 2000 r. nie są porównywalne z późniejszymi danymi ze względu na zmianę badanej populacji przedsiębiorstw (przed 2000 r. dane uwzględniają podmioty zatrudniające powyżej 5 osób, a po 2000 r. – podmioty zatrudniające powyżej 9 osób).

□ Wykres 2.13:

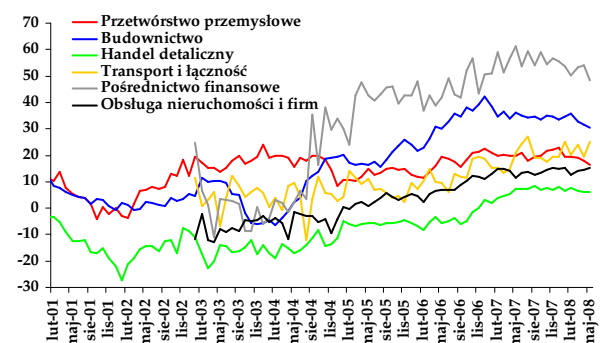
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ Wykres 2.14:

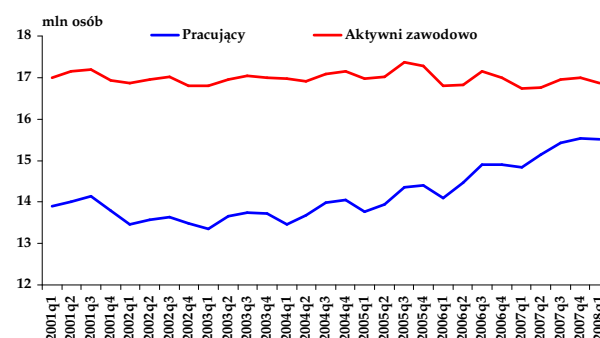
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

□ Wykres 2.15:

Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.5: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach.

	Pracujący w 2008q1		Wzrost w 2007q4		Wzrost w 2008q1		Wzrost w 2007q4	Wzrost w 2008q1
	tys. osób	struktura (proc.)	r/r tys. osób	r/r proc.	r/r tys. osób	r/r proc.	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	15 515	100,0	627	4,2	676	4,6	1,3	1,4
Poza rolnictwem indywidualnym	13 539	87,3	732	5,7	741	5,8	1,5	1,0
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 647	62,2	428	4,7	417	4,5	1,1	0,9
wieś	5 868	37,8	199	3,5	259	4,6	1,5	1,4
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 137	13,8	-108	-4,7	-77	-3,5	-0,7	-0,7
przemysłowy	4 936	31,8	363	8,1	490	11,0	2,5	3,1
usługowy	8 439	54,4	376	4,6	266	3,2	1,1	0,2
Sektor własności								
publiczny	4 265	27,5	-21	-0,5	50	1,2	0,4	-0,5
prywatny	11 250	72,5	647	6,1	626	5,9	1,7	2,0
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	11 942	77,0	621	5,5	632	5,6	1,5	1,1
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 970	19,1	31	1,1	65	2,2	-0,2	0,4
pomagający członkowie rodzin	604	3,9	-26	-4,2	-20	-3,2	0,7	2,1
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 160	26,5	232	7,3	44	1,4	2,3	-1,4
na czas nieokreślony	8 782	73,5	389	4,7	587	7,2	1,4	2,2

Dane BAEL odsezonowane na próbie od I kw. 1995 r. metodą TRAMO/SEATS.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

w stosunku do I kw. 2007 r. i wzrosła o 18,6% w stosunku do ostatniego kwartału ub.r.³⁰

Na wysokim poziomie utrzymuje się odsetek pracodawców, którzy mają trudności z zatrudnieniem zarówno wykwalifikowanych pracowników³¹, jak i pracowników w ogóle³². Również badania koniunktury NBP w II kw. 2008 r. wskazują, że trudności w pozyskaniu pracowników pozostają jed-

³⁰W IV kw. 2007 r. liczba ofert pracy wzrosła o 4,6% r/r, wobec wzrostu o 19,6% r/r średnio w I poł. 2007 r.

³¹Według badań koniunktury GUS, w budownictwie w maju 2008 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało 54,5% pracodawców (wobec 54,3% rok wcześniej), natomiast dynamiczny wzrost popytu na pracę w przetwórstwie przemysłowym spowodował wzrost tego odsetka do 28,7% w II kw. 2008 r. wobec 27,8% w analogicznym okresie ub.r.

³²W II kw. 2008 r. trudności z zatrudnieniem pracowników w ogóle deklarowało 12,8% firm z przetwórstwa przemysłowego wobec 13,1% rok wcześniej.

nym z głównych problemów sygnalizowanych przez przedsiębiorstwa, choć skala tych trudności przestała narastać. Ponownie wzrósł odsetek ofert zatrudnienia zgłoszonych do urzędów pracy, które pozostają niewykorzystane na koniec miesiąca³³.

Od początku 2006 r. do III kw. 2007 r. rosnącej liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszył spadek liczby aktywnych zawodowo (o 1,0% r/r w III kw. ub.r.). W IV kw. 2007 r. liczba aktywnych zawodowo przestała spadać³⁴, a w I kw. 2008 r. zwiększyła się o 0,9% r/r do 16 876 tys. W I kw. 2008 r. odnotowano również wzrost współczynnika aktywności zawodowej (o 0,5 pp. do 53,7%). Zmiany te mogą sygnalizować stopniowy wzrost podaży pracy w kraju, wynikający najprawdopodobniej ze zmniejszenia się skali emigracji zarobkowej osób młodych oraz wzrostu odsetka osób w wieku przedemerytalnym aktywnych na rynku pracy.

Wyniki badań koniunktury zarówno GUS, jak i NBP³⁵ wskazują, że w II kw. br. utrzymają się korzystne perspektywy zatrudnienia, w szczególności w budownictwie, handlu i usługach. Wskaźniki koniunktury NBP uległy jednak niewielkiemu pogorszeniu w stosunku do poprzedniego kwartału.

2.3.2 Płace i wydajność

W I kw. 2008 r. odnotowano przyspieszenie dynamiki nominalnych wynagrodzeń w gospodarce (10,1% r/r wobec 8,9% r/r w IV kw. 2007 r.) oraz w sektorze przedsiębiorstw (11,4% r/r wobec 10,0% r/r w III i IV kw. 2007 r.; Wykres 2.18)³⁶. Ze względu na wzrost dynamiki płac nominalnych przewyższający wzrost inflacji, w I kw. 2008 r. dynamika realnych płac również przyspieszyła.

³³W kwietniu 2008 r. 64% ofert zgłoszonych do urzędów pracy pozostało niewykorzystanych na koniec miesiąca, wobec 57% rok wcześniej.

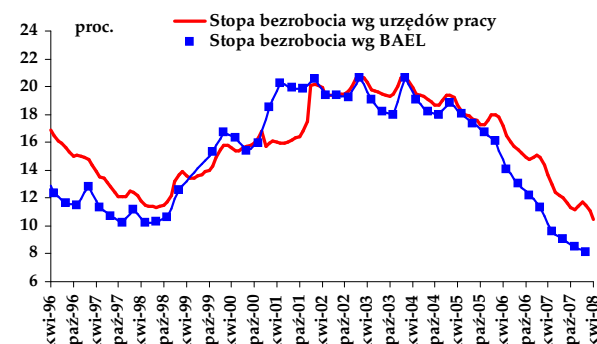
³⁴Dynamika liczby aktywnych zawodowo w IV kw. ub.r. wyniosła 0,0% r/r.

³⁵Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2008 r.*, NBP.

³⁶W kwietniu 2008 r. nominalne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 12,6% r/r, a w maju br. o 10,5% r/r.

Wykres 2.16:

Stopa bezrobocia rejestrowanego według danych z urzędów pracy oraz danych BAEL.



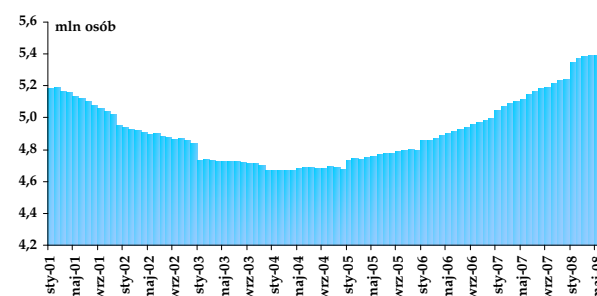
Źródło: Dane GUS.

Dane w całej próbie skorygowane o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2002.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia BAEL i rejestrowanego mają dwie przyczyny: (1) Inna jest definicja osoby bezrobotnej. Osoby zarejestrowane jako bezrobotne w Urzędach Pracy niekoniecznie spełniają definicję bezrobocia wykorzystywaną w badaniu BAEL (nie pracują, aktywnie poszukują pracy i są w stanie od razu ją podjąć); z drugiej strony nie wszyscy bezrobotni BAEL rejestrują się w Urzędach Pracy. Z obserwacji historycznych wynika, że w okresach niższego bezrobocia stopa bezrobocia rejestrowanego była wyższa niż stopa bezrobocia BAEL, co może wskazywać, iż w warunkach większego popytu na pracę w rejestrach Urzędów Pracy większy odsetek zaczynają stanowić osoby niespełniające kryteriów osoby bezrobotnej wg BAEL. (2) Inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych. Przy obliczeniu stopy bezrobocia BAEL do liczby aktywnych zawodowo wliczana jest, oprócz bezrobotnych, liczba osób zakwalifikowanych jako pracujących w badaniu BAEL. Przy obliczaniu stopy bezrobocia rejestrowanego liczba bezrobotnych jest dzielona przez sumę liczby bezrobotnych oraz oszacowanej przez GUS liczby pracujących w danym miesiącu.

Wykres 2.17:

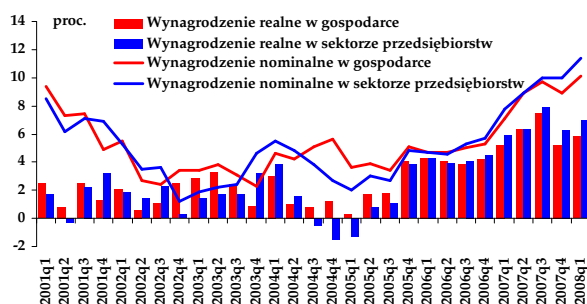
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.18:

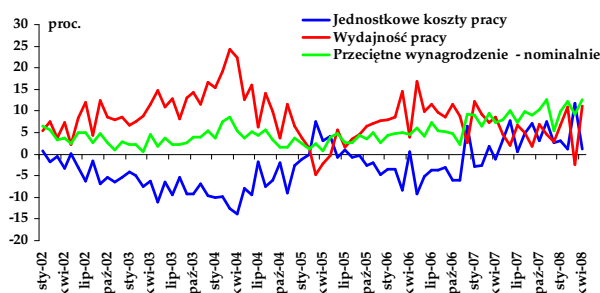
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.19:

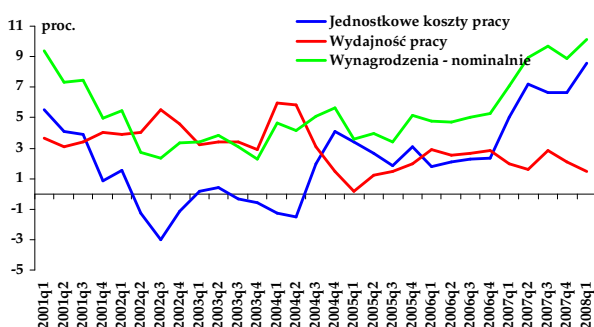
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.20:

Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W I kw. 2008 r. wynagrodzenia w gospodarce nadal rosły szybciej niż wydajność pracy³⁷. Ze względu na przyspieszenie dynamiki liczby pracujących przy nieco niższej dynamice PKB, w I kw. br. dynamika wydajności pracy obniżyła się w stosunku do IV kw. ub.r. (1,5% r/r wobec 2,1% r/r). Jednocześnie w I kw. br. odnotowano wzrost dynamiki wynagrodzeń (10,1% r/r wobec 8,9% r/r w IV kw. ub.r.). W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w I kw. 2008 r. była wyższa niż w poprzednim kwartale (8,5% r/r wobec 6,7% r/r)³⁸ i jednocześnie najwyższa od IV kw. 1998 r. (Wykres 2.20).

Od maja 2007 r. jednostkowe koszty pracy rosły również w przedsiębiorstwach przemysłowych (Wykres 2.19)³⁹. Wzrost jednostkowych kosztów pracy oddziałuje w kierunku nasilenia presji kosztowej w przedsiębiorstwach i może prowadzić do wzrostu inflacji. Czynnikiem ograniczającym przełożenie się wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację mogą być utrzymujące się cały czas bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw.

Według badań koniunktury NBP⁴⁰ odsetek przedsiębiorstw, które planują podwyżki w II kw. 2008 r. oraz średnia wysokość planowanych podwyżek wynagrodzeń są nieco niższe niż w poprzednim kwartale, choć wciąż wyższe niż rok wcześniej⁴¹. W opinii przedsiębiorców pogarsza się relacja między dynamiką wynagrodzeń i wydajności pracy; badania wskazują również, że presja na wzrost wynagrodzeń może się przesunąć z przedsiębiorstw

³⁷Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

³⁸Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

³⁹Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze).

⁴⁰Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2008 r.*, NBP.

⁴¹Mediana podwyżek w grupie przedsiębiorstw, które je przewidują, kształtuje się na poziomie 5,0%, zaś średnia wynosi 6,4%.

bardziej wydajnych, które już podniosły płace, na przedsiębiorstwa mniej wydajne. Ponadto w zdecydowanej większości ankietowanych przedsiębiorstw dwukrotne obniżenie składki rentowej (w lipcu 2007 r. oraz w styczniu 2008 r.) nie osłabiło nacisków na wzrost płac. Z drugiej strony według badań koniunktury NBP na niskim poziomie pozostaje odsetek firm, dla których wzrost wynagrodzeń stanowić ma główną przyczynę wzrostu cen oferowanych przez nie produktów – w II kw. br. wyniósł on 4,8% (spośród firm, które deklarowały, że podniosą płace). Do dalszego wzrostu płac w całej gospodarce mogą się natomiast przyczynić narastające żądania płacowe w sektorze publicznym.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

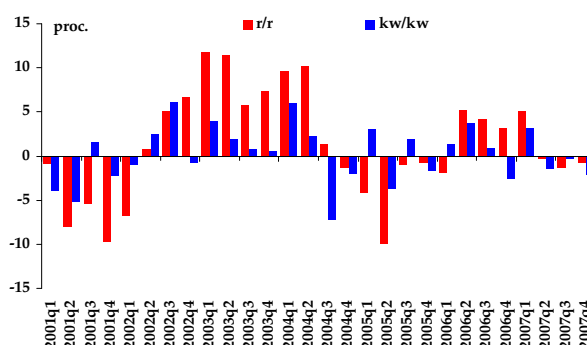
IV kw. 2007 r. był trzecim z kolei, w którym obniżały się ceny importu wyrażone w PLN (Wykres 2.21), do czego przyczyniła się aprecjacja złotego. Spadek cen transakcyjnych w imporcie nastąpił pomimo wyraźnego wzrostu cen ropy naftowej w ujęciu rocznym. Natomiast ceny pozostałych towarów importowanych traktowanych łącznie obniżyły się silniej niż w III kw. 2007 r. Po trwającym od II kw. 2006 r. wzroście cen transakcyjnych eksportu, w IV kw. ub.r. nastąpił ich spadek. W efekcie szybszego spadku cen eksportu niż cen importu w IV kw. 2007 r. pogorszyły się *terms of trade*.

Silny wzrost cen ropy na rynkach światowych obserwowany od IV kw. ub.r.⁴² tylko częściowo został zamortyzowany przez aprecjację kursu złotego wobec dolara amerykańskiego (Wykres 2.23). Do wzrostu cen ropy przyczyniał się przede wszystkim utrzymujący się relatywnie wysoki popyt w krajach rozwijających się. Szybszy od wzrostu produkcji ropy wzrost popytu oddziałuje w kierunku obniżenia światowych zapasów tego su-

⁴²Od czasu publikacji poprzedniego Raportu ceny ropy naftowej na światowych rynkach wykazują silny trend wzrostowy; od końca lutego br. wzrosły one o ponad 30 USD. 16 czerwca br. ceny ropy Brent osiągnęły nowe historyczne maksimum, przekraczając poziom 139 USD za baryłkę.

Wykres 2.21:

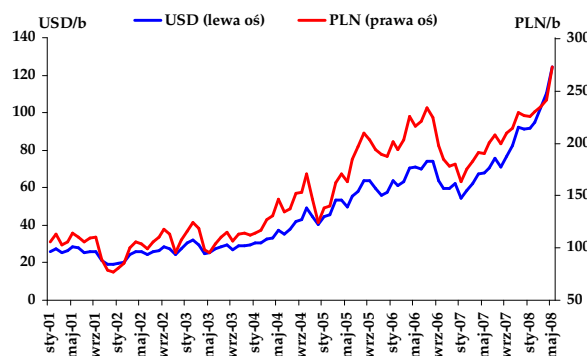
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.22:

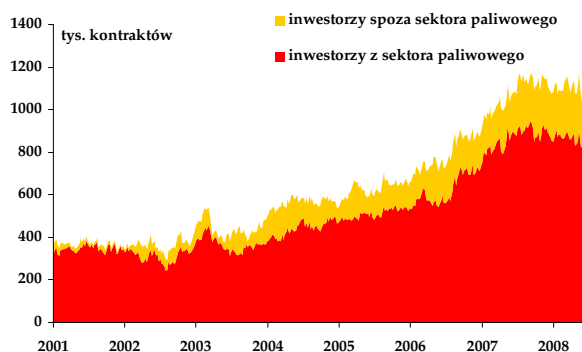
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 2.23:

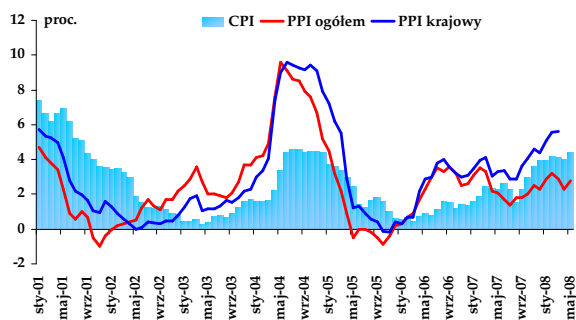
Liczba otwieranych kontraktów na ropę na rynku terminowym giełdy NYMEX.



Źródło: Dane: CFTC – Bloomberg

Wykres 2.24:

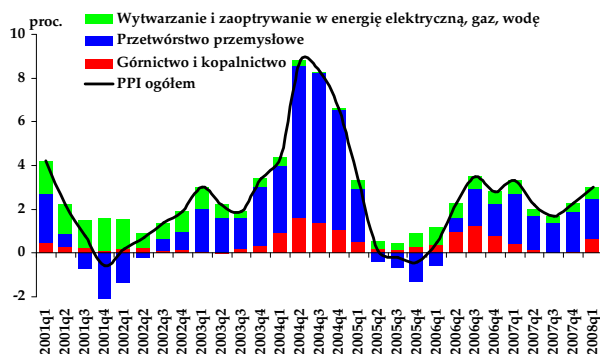
Zmiany CPI i PPI (r/r).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.25:

Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu.



Źródło: Dane GUS.

rowca. Sytuacja ta sprawia, że rynek ropy stał się atrakcyjnym celem inwestycji funduszy spekulacyjnych, szczególnie w warunkach niekorzystnych tendencji na rynkach finansowych. Wzrostowi bieżących cen ropy towarzyszyło wyraźne podwyższenie cen prognozowanych⁴³. Niskie zapasy oraz niewielkie nadwyżki mocy produkcyjnych będą w najbliższym czasie prawdopodobnie przyczyniały się do utrzymywania się cen ropy na wysokim poziomie.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej⁴⁴

W I kw. 2008 roku zanotowano wzrost rocznego wskaźnika PPI do 3,0% r/r (Wykres 2.24). Tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym przewyższało dynamikę cen producentów ogółem o ponad 2 pkt. proc., co było związane ze spadkiem cen eksportowych w tym okresie. Spadek ten był efektem aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego. Wzrost dynamiki cen producentów względem IV kw. 2007 roku odnotowano we wszystkich sekcjach przemysłu. W I kw. 2008 r. najwyższe tempo wzrostu cen producentów zanotowano w *górnictwie*. Ze względu na wysoki udział sekcji *przetwórstwo przemysłowe* w produkcji sprzedanej przemysłu, sekcja ta miała największy wkład do wzrostu wskaźnika cen producentów ogółem (Wykres 2.25). Działem przemysłu, w którym w I kw. 2008 r. odnotowano największą dynamikę cen produkcji sprzedanej, była produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (28,5% r/r).

⁴³ Między styczniem a czerwcem br. Departament Energii USA podwyższył prognozy cen ropy na 2008 r. o 35 USD (do 122,2USD/b), a na 2009 r. o 44,3 USD (do 126 USD/b).

⁴⁴ Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo*, *przetwórstwo przemysłowe* oraz *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*) odnoszące się do określonego miesiąca publikowane są w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach *przetwórstwa przemysłowego* oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym). Z tego powodu zakres czasowy analizy nie jest jednakowy dla wszystkich omawianych kategorii.

2.5 Rynki finansowe⁴⁵

2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe

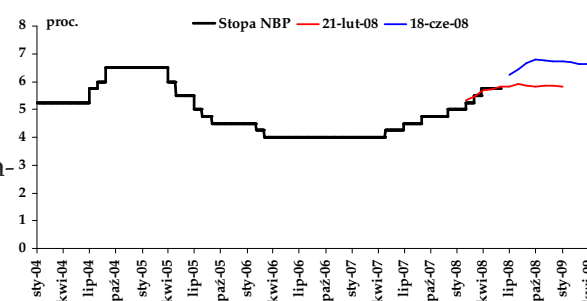
Od publikacji ostatniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie podwyższyła stopę referencyjną do poziomu 5,75%. Podwyżki, każda po 25 punktów bazowych, miały miejsce w lutym i marcu 2008 r., natomiast na posiedzeniach w kwietniu oraz maju 2008 r. Rada zadecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Zarówno podwyżki oprocentowania na posiedzeniach w lutym i marcu br., jak i brak zmian stóp procentowych na posiedzeniach w kwietniu i maju br., były oczekiwane przez większość analityków.

Analitycy ankietowani przez agencję Reutera w czerwcu br. oczekiwali podwyższenia stopy referencyjnej w tym roku do poziomu 6,00–6,25%⁴⁶. W porównaniu z lutym br. oczekiwania analityków co do wysokości stóp procentowych NBP w 2008 r. wzrosły o 25–50 punktów bazowych. Oczekiwania analityków na wzrost krajowych stóp procentowych kształtowały się pod wpływem rosnącej presji inflacyjnej związanej z poprawą sytuacji na rynku pracy oraz wzrostem cen ropy naftowej i żywności, a także pod wpływem utrzymującego się w pierwszych miesiącach 2008 r. wysokiego wzrostu gospodarczego.

Oczekiwania rynkowe zawarte w stawkach kontraktów FRA na przyszłą stopę WIBOR 3M wskazują na możliwość większej skali podwyżek stóp procentowych do końca br. (do 6,50–6,75%), niż oczekują analitycy, jednak kwotowania stawek WIBOR do pewnego stopnia są obecnie zaburzone przez zwiększenie premii płynnościowej/kredytowej na rynku depozytów międzybankowych. Kontrakty FRA skorygowane o premię płynnościową/kredytową wskazują, że stopa referencyjna NBP może wzrosnąć w br. do poziomu 6,25–6,50%. Notowania kontraktów IRS wskazują natomiast,

□ Wykres 2.26:

Oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA.



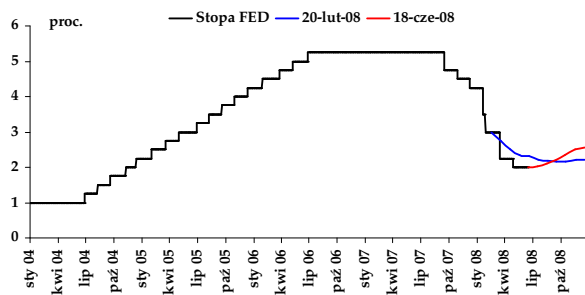
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

⁴⁵Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 18 czerwca 2008 r.

⁴⁶W ankiecie z 9 czerwca br. 56% analityków oczekiwało, że główna stopa procentowa NBP osiągnie w 2008 r. poziom 6,00%, 39% oczekiwało, że osiągnie 6,25%, a 5% oczekiwało głównej stopy na poziomie 6,50%.

Wykres 2.27:

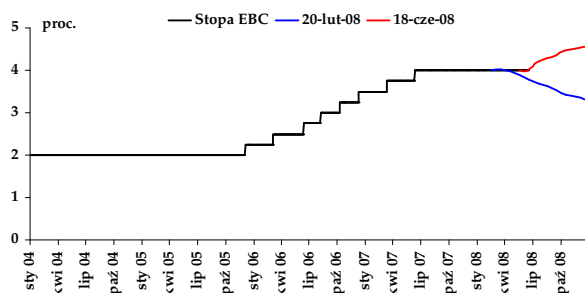
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.28:

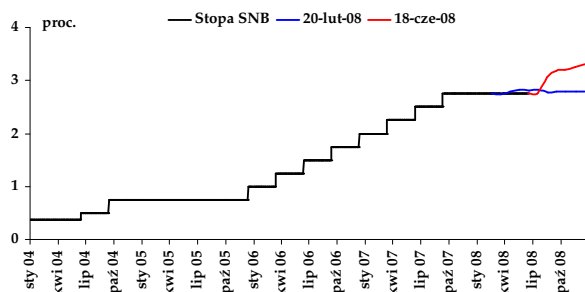
Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.29:

Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

że w roku 2009 nie oczekuje się zmiany stopy procentowej.

Od czasu publikacji ostatniego *Raportu* Fed obniżył główną stopę procentową łącznie o 100 punktów bazowych do poziomu 2,00%. Skala obniżek stopy funduszy federalnych w omawianym okresie była zgodna z oczekiwaniami rynku. Uzasadnieniem dla decyzji Fed było osłabienie popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w gospodarce amerykańskiej oraz utrzymywanie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych.

Od końca lutego 2008 r. istotnej zmianie uległy oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego oczekuje się obecnie, że stopa funduszy federalnych zostanie podwyższona do poziomu 2,50% w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy (Wykres 2.27).

Europejski Bank Centralny (EBC) od czerwca 2007 r. utrzymał stopę refinansową na niezmiennym poziomie 4,00%. Decyzja o utrzymaniu stopy procentowej EBC na niezmiennym poziomie w czerwcu br. była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, które uległy zmianie od lutego 2008 r. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwania wzrostu oprocentowania w strefie euro do poziomu 4,25% w III kw. br., a do końca roku do poziomu 4,50% (Wykres 2.28). Oczekiwania wzrostu stopy refinansowej wynikają z wysokiej bieżącej inflacji oraz nadal występujących ryzyk dla wzrostu inflacji w strefie euro w średnim okresie (poprawiająca się sytuacja na rynku pracy i nadal wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych).

Od publikacji ostatniego *Raportu* Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) utrzymał stopę procentową na niezmiennym poziomie 2,75%. W opinii SNB sytuacja ekonomiczna otoczenia zewnętrznego Szwajcarii prawdopodobnie przyczyni się do pewnego osłabienia koniunktury krajowej. Niemniej jednak oczekiwania rynkowe wskazują na podwyżkę stopy procentowej SNB o 25 punktów bazowych do poziomu 3,00% w III kw. br. i utrzymanie tego poziomu w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy (Wykres 2.29).

Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

Od czasu publikacji ostatniego *Raportu* rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro początkowo obniżyły się ze względu na niepewność dotyczącą stopnia trwałości recesji w Stanach Zjednoczonych i jej negatywnego wpływu na koniunkturę w strefie euro. Następnie, od połowy marca 2008 r., obserwowano wzrost rentowności tych obligacji w wyniku spadku awersji do ryzyka na globalnych rynkach (Wykres 2.30). Awersja do ryzyka utrzymuje się jednak na podwyższonym poziomie.

Poprawa nastrojów wśród globalnych inwestorów przyczyniła się do wyhamowania w kwietniu br. wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych (Wykres 2.31). Popyt na krajowe papiery wartościowe był zgłaszany głównie przez inwestorów krajowych, gdyż w analizowanym okresie inwestorzy zagraniczni nadal wycofywali się z polskiego rynku obligacji rządowych. W maju i czerwcu br. rentowności długoterminowych obligacji skarbowych powróciły do trendu wzrostowego, osiągając kilkuletnie maksimum, co było konsekwencją wzrostu niepewności dotyczącej docelowego poziomu głównej stopy NBP w bieżącym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Niewielki popyt na polskie papiery skarbowe znalazł odzwierciedlenie w odwołanych przez Ministerstwo Finansów przetargach obligacji.

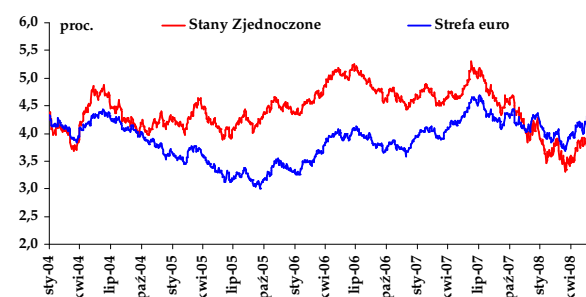
Po osiągnięciu w marcu br. najwyższego od trzech lat poziomu (ponad 230 punktów bazowych), w maju br. spread polskiej 10-letniej obligacji skarbowej względem analogicznej obligacji niemieckiej obniżył się do ok. 180 punktów bazowych.

Rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, utrzymuje się od kwietnia ub.r. na stabilnym poziomie (Wykres 2.34). Od końca 2005 r. Polska spełnia kryterium stóp procentowych.

W okresie styczeń–kwiecień br. wartość portfela obligacji skarbowych znajdujących się w posiadaniu nierezydentów zmniejszyła się istotnie. Utrzymujący się od listopada 2007 r. spadek zaangażowania nierezydentów na rynku krajowych

□ Wykres 2.30:

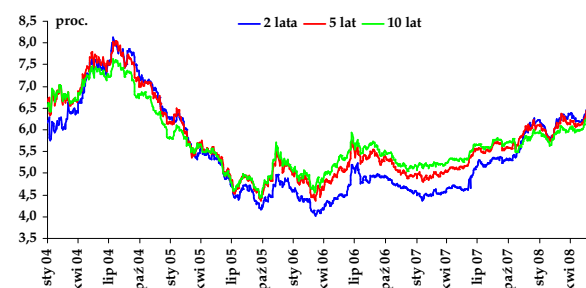
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

□ Wykres 2.31:

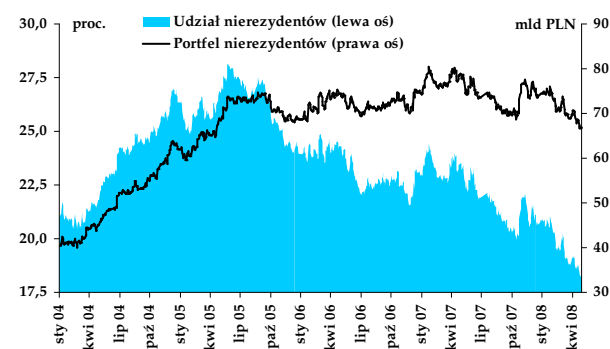
Rentowność polskich obligacji benchmarkowych



Źródło: Dane Reuters.

□ Wykres 2.32:

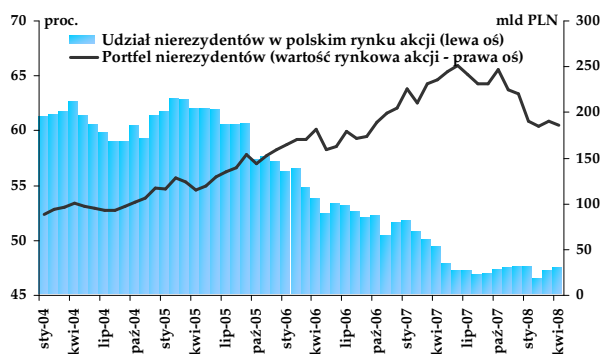
Zaangażowanie nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.33:

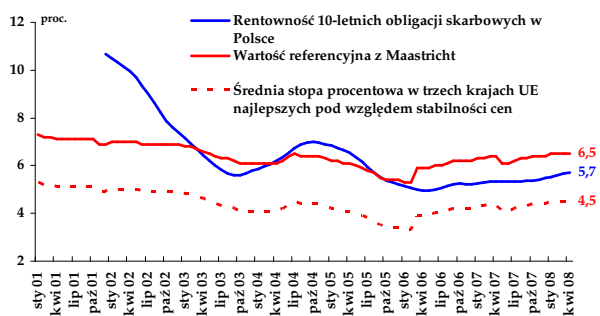
Zaangażowanie nierezydentów w polskim rynku akcji – ustalone wg wartości rynkowej akcji.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.34:

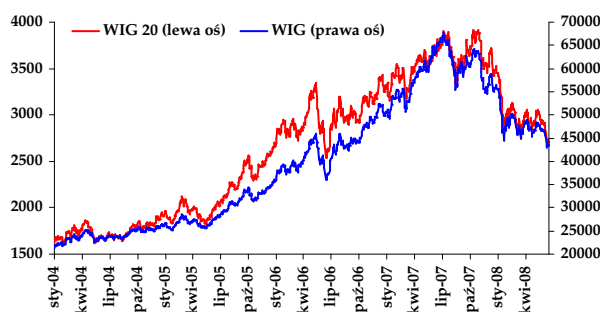
Rentowność obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych.



Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

Wykres 2.35:

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

papierów wartościowych wynikał początkowo z wysokiej awersji do ryzyka wśród inwestorów globalnych, a następnie z oczekiwań na dalsze wzrosty stóp procentowych w Polsce (Wykres 2.32).

Sytuacja na krajowym rynku akcji odzwierciedlała nastroje panujące na rynkach międzynarodowych. Od publikacji ostatniego *Raportu* kursy akcji na GPW poruszały się w trendzie horyzontalnym⁴⁷, na poziomach wyznaczonych przez gwałtowne spadki ze stycznia (Wykres 2.35). Po dotkliwych styczniowych spadkach, luty przyniósł na warszawską giełdę stabilizację. Pomimo pesymistycznych doniesień z rynku pracy i rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych oraz niekorzystnych nastrojów w strefie euro, na GPW, podobnie jak na światowych rynkach akcji, panował względny spokój. Było to skutkiem gwałtownej reakcji Fed na paniczną wyprzedaż akcji w pierwszej połowie stycznia – dwukrotnego obniżenia stóp procentowych, łącznie o 1,25 pkt. proc. W lutym nierezydenci w niewielkim stopniu powiększyli swoje portfele. W marcu na GPW powrócił umiarkowany optymizm, wspomagany dobrymi danymi makroekonomicznymi i informacjami o rosnących zyskach polskich spółek, jednak indeksy WIG i WIG20 nadal pozostawały w trendzie horyzontalnym. Jednocześnie drugi miesiąc z rzędu utrzymywała się niska aktywność inwestorów. Zagraniczni inwestorzy krótkoterminowi w niewielkim stopniu zredukowali w tym miesiącu swoje portfele. W kwietniu główne indeksy GPW odnotowały niewielkie spadki, co kontrastowało z silnymi wzrostami na głównych rynkach światowych. Nierezydenci dokonali w tym miesiącu niewielkich zakupów. Z punktu widzenia inwestorów rozliczających się w walutach obcych, przede wszystkim w dolarach, inwestycje na GPW w okresie stycznia–kwietnia przyniosły bardzo wysoki zwrot ze względu na silną aprecjację złotego. W maju na GPW wciąż utrzymywał się trend horyzontalny, natomiast w pierwszych dwóch tygodniach czerwca dominowały spadki cen akcji.

⁴⁷Trend horyzontalny oznacza poziomy ruch cen występujący wówczas, gdy siły popytu i podaży są niemalże wyrównane. Trend horyzontalny często jest okresem konsolidacji przed kontynuacją wzrostowego lub spadkowego ruchu cen.

Ceny mieszkań

W I kw. 2008 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym nie zmieniła się znacząco w stosunku do IV kw. 2007 r. Wysokie, w relacji do dochodów, ceny mieszkań oraz pogarszająca się dostępność kredytów mieszkaniowych okazały się skuteczną barierą ograniczającą znaczące podwyżki cen na rynku nieruchomości. Pomimo wcześniejszych zapowiedzi, motywowanych wzrostem kosztów terenów budowlanych i robót budowlano-montażowych, deweloperzy nie zdecydowali się na podwyżki cen mieszkań. Przy uwzględnieniu inflacji, ukrytych promocji oraz wyraźnej różnicy pomiędzy cenami ofertowymi i transakcyjnymi, nastąpiła stabilizacja lub niewielki spadek cen mieszkań oraz stabilizacja popytu na mieszkania.

Wzrost kosztów terenów oraz robót budowlano-montażowych, choć zauważalny, prawdopodobnie nie wpłynie istotnie na opłacalność budowy mieszkań, gdyż fundamentalne warunki prowadzenia działalności deweloperskiej nadal są bardzo korzystne. Pewne trudności finansowe mogą napotkać te przedsiębiorstwa, które zakupiły zbyt dużo terenów budowlanych pod przyszłe projekty, lub w celu przyspieszenia realizacji projektów zakupiły zbyt drogo tereny budowlane bądź gotowe projekty. W dalszym ciągu czynnikami ograniczającymi wzrost cen nowych mieszkań będą: spadek dostępności kredytów, wzrastająca liczba oddawanych mieszkań oraz rosnące zainteresowanie mieszkaniem z rynku wtórnego.

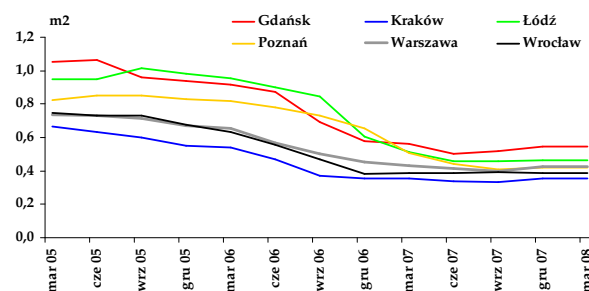
Na rynku wtórnym spadki cen ofertowych i transakcyjnych przyczyniły się do jego ożywienia. Wyraźny spadek cen dotyczył przede wszystkim mieszkań dużych lub tych o gorszej lokalizacji i technologii budowy.

Trzeci kwartał z rzędu można zaobserwować stabilizację wartości współczynników dostępności mieszkania oraz kredytowej dostępności mieszkania (Wykresy 2.36, 2.37, 2.38).

Wskaźniki cen produkcji budowlano-montażowej GUS wskazują, że dynamika kosztów budowy metra kwadratowego budownictwa mieszkaniowego uległa osłabieniu w I kw. br. W ujęciu rocznym pełne koszty budowy metra kwadratowego mieszkania wykazują tendencję wzrostową, na co

Wykres 2.36:

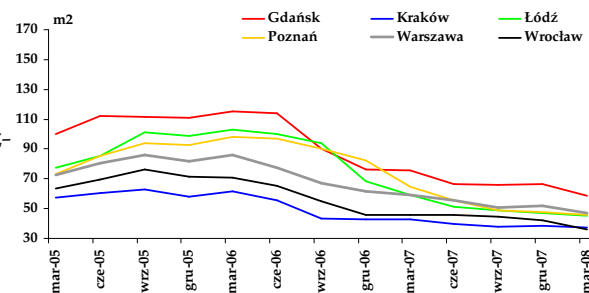
Dostępność mieszkania (liczba m² mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, którą można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw).



Źródło: Dane NBP, GUS.

Wykres 2.37:

Kredytowa dostępność mieszkania w PLN (liczba m² mieszkania, których zakup można sfinansować kredytem złotowym przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimalne wynagrodzenie w gospodarce).



Źródło: Dane NBP, GUS.

Tabela 2.6: Zmiana średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych.

	gru 2004	gru 2005	gru 2006	gru 2007	cze 2007	wrz 2007	gru 2007	mar 2008	mar 2008
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	Średnia cena (zł/m ²)
Rynek pierwotny									
Polska ogółem	9,1	7,9	51,5	21,1	13,6	2,9	-1,8	1,4	7586
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce ^{††}	8,9	12,6	56,1	19,7	7,7	2,5	-0,2	0,8	8217
Miasta wojewódzkie [‡]	9,1	15,0	45,2	22,7	11,9	3,5	-1,5	0,7	7948
Małe i średnie miasta [‡]	10,6	7,0	10,4	95,7	33,3	14,0	-4,3	-0,1	6364
Warszawa	12,8	12,9	54,3	13,1	2,6	4,1	-1,7	2,7	8817
Kraków	13,1	22,3	67,4	15,7	12,5	2,9	-3,2	-1,9	8076
Wrocław	4,8	17,9	101,2	8,1	8,3	-4,3	7,4	5,1	7888
Gdańsk	12,0	15,7	63,7	22,6	28,2	1,0	-9,8	-0,5	6827
Gdynia	6,6	8,5	46,0	48,5	5,2	6,0	5,8	-5,9	7704
Poznań	8,9	3,0	18,9	119,2	22,4	12,2	1,6	-5,2	8394
Łódź	4,7	-5,3	67,4	37,8	14,5	-0,6	-1,0	4,8	6366
Rynek wtórny									
Polska ogółem	0,9	8,7	77,6	10,9	1,1	0,3	-2,7	-3,0	5400
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce ^{††}	7,2	-1,6	84,1	4,6	3,4	1,1	-8,5	2,6	7205
Miasta wojewódzkie [‡]	2,2	4,5	82,2	3,6	0,2	-0,3	-3,4	-1,4	5883
Małe i średnie miasta [‡]	7,4	9,6	49,4	47,7	11,6	1,0	0,4	1,8	4813
Warszawa	6,9	15,1	55,6	14,5	9,1	4,9	-7,8	6,4	9909
Kraków	12,5	31,3	62,4	8,4	2,4	1,9	-2,8	-10,6	7265
Wrocław	16,6	13,8	74,8	11,1	-0,3	3,8	-1,5	0,9	7266
Gdańsk	6,5	18,9	82,5	24,2	5,1	-4,4	7,4	1,6	7174
Gdynia	10,5	17,7	77,8	10,4	6,3	-6,5	3,3	4,8	7015
Poznań	14,8	4,5	49,4	36,7	13,0	1,7	-2,7	0,0	6395
Łódź	4,9	3,9	74,5	47,3	7,2	2,2	3,5	-6,3	4610

[†] Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Łódź. Wyboru dokonano biorąc pod uwagę m.in. liczbę zawieranych transakcji, wielkość budownictwa mieszkaniowego, potencjał rozwojowy miasta.

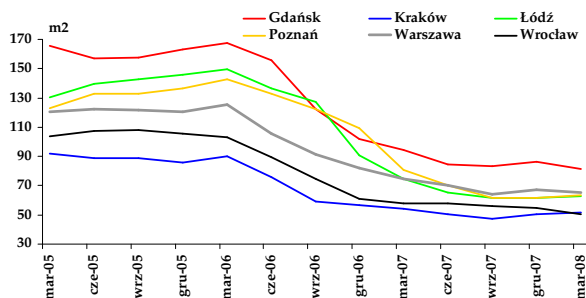
[‡] Średnie ważone liczbą ofert w próbie (wagi dla miast zmienne w zależności od wielkości próby).

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych z bazy cen ofertowych *PONT Info Nieruchomości*.

zasadniczy wpływ miała rosnąca cena ziemi, materiałów budowlanych oraz robocizny.

Wykres 2.38:

Kredytowa dostępność mieszkania w CHF (liczba m² mieszkania, których zakup można sfinansować kredytem w CHF przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimalne wynagrodzenie w gospodarce).



Źródło: Dane NBP, GUS.

Wskaźniki służące do oceny nierównowagi na rynku mieszkaniowym w Polsce

Obserwowane w ostatnich latach silne wahania cen nieruchomości w wielu krajach oraz ich następstwa w postaci zarówno zaburzeń na rynkach finansowych, jak i negatywnych efektów dla sfery realnej gospodarek tych krajów ponownie ożywiły dyskusję na temat powstawania i identyfikacji baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości. Warto zauważyć, że bańki spekulacyjne na rynkach aktywów występowały w przeszłości wielokrotnie. Jednym z bardziej znanych przykładów była bańka na rynku nieruchomości na Florydzie w latach 20. XX w., kiedy to w krótkim okresie ceny domów wzrosły czterokrotnie, by następnie spaść do wyjściowego poziomu. Ostatnim najbardziej spektakularnym przykładem bańki spekulacyjnej na rynku mieszkań, którego efektem są występujące od II poł. 2007 r. silne zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych, był bąbel na rynku mieszkaniowym w Stanach Zjednoczonych, związany m.in. z rozwojem rynku kredytów hipotecznych dla osób o niskiej zdolności kredytowej (tzw. subprime).

Bańki cenowe na rynkach aktywów mogą prowadzić do zaburzeń zarówno w sektorze finansowym, jak i sferze realnej gospodarki. Po pierwsze, nadmiernie wysokie ceny aktywów nie pełnią we właściwy sposób sygnalnej funkcji cen, co prowadzi do nieodpowiedniej alokacji zasobów. W efekcie zbyt wiele zasobów jest alokowanych w aktywach, których ceny rosną silniej, niż wskazują na to zmienne fundamentalne. Po drugie, pęknięcie bańki cenowej prowadzi do strat sektora finansowego, stwarzając ryzyko dla stabilności finansowej i zagrożenie osłabienia wzrostu gospodarczego. W przypadku baniek na rynku nieruchomości wpływ pęknięcia bańki na sytuację gospodarczą może być szczególnie silny ze względu na znaczący udział nieruchomości w majątku gospodarstw domowych.

Należy zwrócić uwagę, że nawet gwałtowny wzrost cen nie zawsze musi prowadzić do późniejszego silnego spadku nominalnych cen aktywów i związanych z tym zaburzeń. Realne obniżenie cen nieruchomości może także nastąpić stopniowo na skutek inflacji cen konsumpcyjnych i wzrostu dochodów.

Uznaje się, że źródłem powstawania baniek cenowych na rynku aktywów, w tym na rynku mieszkaniowym, są powszechne oczekiwania podmiotów gospodarczych na wzrost cen aktywów. Oczekiwania te skłaniają podmioty gospodarcze do spekulacyjnych zakupów aktywów, co przy ograniczonej krótkookresowo podaży prowadzi do wzrostu ich cen. W efekcie oczekiwania gospodarstw domowych materializują się, a to wzmacnia oczekiwania na dalsze podwyżki. W ten sposób rozkręca się spirala wzrostu cen, oczekiwań cenowych i popytu. Efektem takiej spirali jest powstanie bańki cenowej. Należy jednak zwrócić uwagę, że nie każdy dynamiczny wzrost cen aktywów oznacza pojawienie się bąbla spekulacyjnego, wzrost cen aktywów może być bowiem spowodowany czynnikami fundamentalnymi. O bańce spekulacyjnej można więc mówić tylko wówczas, gdy ceny aktywów nie są uzasadnione czynnikami fundamentalnymi.

Czynnikami o charakterze fundamentalnym, które mają wpływ na ceny nieruchomości od strony podaży są: dostępność terenów pod budowę, koszty budowy mieszkań, uwarunkowania prawne i polityka mieszkaniowa państwa. Czynnikami fundamentalnymi determinującymi popyt na mieszkania są dochody gospodarstw domowych, struktura demograficzna populacji, migracje, rozwój rynku hipotecznego, poziom stóp procentowych oraz uwarunkowania prawne. Wśród czynników niefundamentalnych wpływających na popyt na nieruchomości można natomiast wyróżnić oczekiwania cenowe podmiotów gospodarczych i związane z tym motywy spekulacyjne, a także potencjalnie nadmierne rozluźnienie warunków udzielania kredytów mieszkaniowych.

Identyfikacja baniek spekulacyjnych jest niezwykle trudna ex ante, bowiem w czasie rzeczywistym trudno ocenić, w jakim stopniu wzrost cen aktywów wynika ze zmian czynników fundamentalnych, a w jakim z nieuzasadnionych fundamentalnie oczekiwań cenowych. Zwykle identyfikacja bąbli możliwa jest dopiero ex post, gdy ceny aktywów silnie spadają.

Oceny ryzyka istnienia bańki w czasie rzeczywistym dokonuje się zazwyczaj poprzez pomiar odchyleń wskaźników ekonomicznych charakteryzujących dany rynek od ich poziomów równowagi. Ze względu na to, że fundamentalny poziom równowagi tych wskaźników jest nieobserwowalny, ocena tych odchyleń obarczona jest znaczną niepewnością.

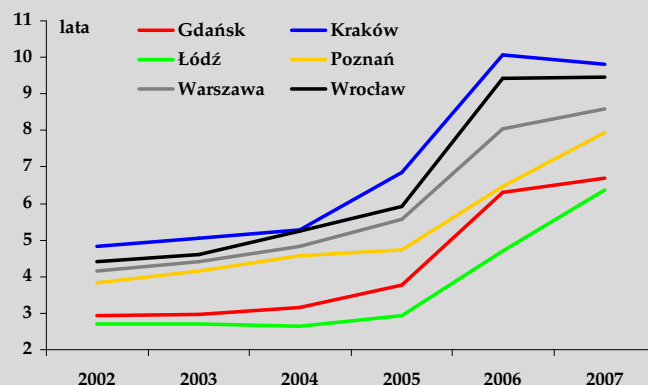
Najprostszym sposobem oceny występowania ewentualnej bańki cenowej jest analiza wybranych wskaźników na tle ich kształtowania się w przeszłości. Wskaźniki te uwzględniają zwykle ceny mieszkań, koszt kredytu (stopy procentowe), dochody gospodarstw domowych oraz czynsze rynkowe.

Ocena sytuacji na rynku mieszkaniowym w Polsce

Obserwowany do połowy 2007 r. dynamiczny wzrost cen na rynku mieszkaniowym w Polsce skłania do podjęcia próby oceny, w jakim stopniu wzrost ten wynikał z czynników fundamentalnych i czy obecną sytuację na tym rynku można zakwalifikować jako bańkę cenową. Na początku warto zwrócić uwagę na czynniki, które wpływały na wzrost cen nieruchomości w ostatnich latach. Zaliczyć można do nich dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych związany z trwałym obniżeniem inflacji i realnych stóp procentowych, a także rozwojem rynku hipotecznego, znaczny wzrost dochodów, wynikający z ożywienia gospodarczego oraz poprawy sytuacji na rynku pracy oraz wzmocniony napływem środków przekazywanych przez Polaków pracujących za granicą. Istotnym elementem zwiększającym popyt na nieruchomości, a przez to ich ceny, był także napływ kapitału zagranicznego do Polski związany z oczekiwaniami na konwergencję cen nieruchomości w Polsce do poziomu obserwowanego w rozwiniętych krajach UE. Od strony podaży do wzrostu cen przyczyniały się także ograniczenia podaży mieszkań związane z niską dostępnością terenów pod budowę, wynikającą m.in. z niewielkiego pokrycia terenów nadających się pod budowę planami zagospodarowania przestrzennego.

Należy podkreślić, że ze względu na to, że rynek mieszkaniowy w Polsce znajduje się wciąż w fazie rozwoju, dostępność wiarygodnych danych statystycznych (w szczególności dotyczących rynkowych cen mieszkań oraz czynszów) jest ograniczona, co utrudnia bieżącą ocenę kształtowania się cen sprzedaży i najmu nieruchomości w Polsce.

Najprostszą i najczęściej spotykaną miarą nierównowag na rynku mieszkaniowym jest stosunek ceny przeciętnego mieszkania na danym rynku do przeciętnego rocznego dochodu gospodarstwa domowego (tzw. P/I ratio). W krajach o elastycznej podaży mieszkań wskaźnik ten kształtuje się długookresowo na poziomie 3,5-4,0, a wyższe jego wartości mogą świadczyć o występowaniu nierównowagi na rynku. W przypadku Polski (Wykres R.1) wskaźnik ten kształtuje się obecnie – w zależności od miasta – na poziomie od 6,0 do 10,0, co może świadczyć o istnieniu napięć na rynku mieszkaniowym, choć ich skala jest zróżnicowana w zależności od miasta. Dla Krakowa i Wrocławia wskaźnik ten przekracza 9,0 tj. poziom obserwowany na obszarach Stanów Zjednoczonych o wysokiej nierównowadze. Należy jednak zwrócić uwagę, że taka sytuacja jest charakterystyczna dla krajów, w których konwergencja nominalna postępuje szybciej niż konwergencja realna i nie zawsze musi świadczyć o pojawieniu się bańki spekulacyjnej.

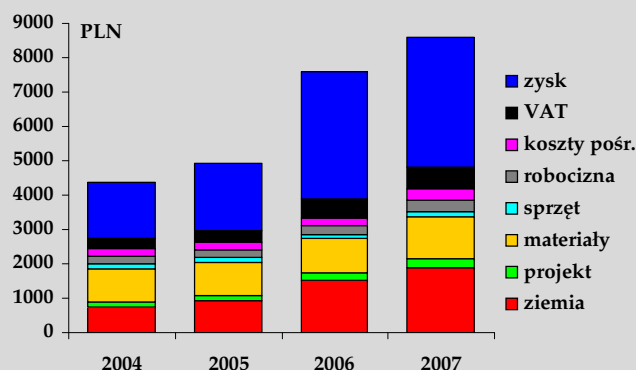


Wykres R.1: Cena mieszkania a dochód do dyspozycji (P/I ratio).

Źródło: GUS, NBP

Informacji na temat istnienia ewentualnych nierównowag na rynku mieszkaniowym może dostarczyć także analiza zmian struktury kosztów budowy mieszkania. W momencie powstawania nie-

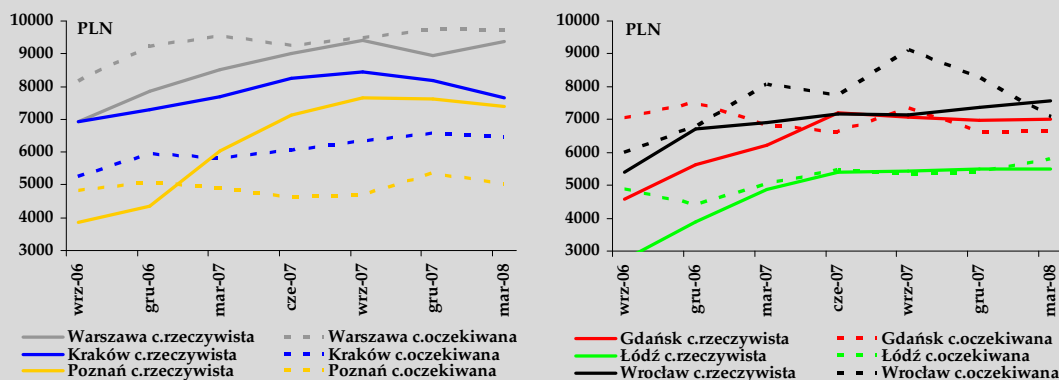
równowagi struktura kosztów mieszkania zmienia się najpierw w kierunku wzrostu zysku dewelopera, a następnie wzrostu udziału kosztów gruntu. Dostępne dane (dla Warszawy) wskazują, że taka sytuacja miała miejsce w ostatnich latach (udział zysku deweloperów zwiększył się znacząco w strukturze kosztów – Wykres R.2), co może sygnalizować, że wzrost cen nieruchomości w tym okresie był szybszy, niż wynikało to z działania czynników o charakterze fundamentalnym.



Wykres R.2: Struktura ceny metra kwadratowego mieszkania w Warszawie.

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Sekocenbud.

Kolejną metodą oceny nierównowagi na rynku mieszkaniowym jest porównanie ceny rynkowej mieszkania z jego ceną określoną formułą dochodową (cena mieszkania jako suma zdyskontowanego strumienia przyszłych czynszów i wartości odsprzedaży mieszkania). Dodatnia różnica między ceną rynkową a określoną według formuły dochodowej wartością mieszkania sygnalizuje zawarte w cenie rynkowej (konkretnie: w implikowanej wartości odsprzedaży mieszkania) spekulacyjne oczekiwanie wzrostu cen mieszkań. W niektórych miastach Polski (w Krakowie i Poznaniu - Wykres R.3) występuje istotne odchylenie w górę ceny rynkowej od wartości oszacowanej na podstawie formuły dochodowej, co ponownie może wskazywać na element spekulacyjny zawarty w cenie rynkowej mieszkań na tych rynkach.

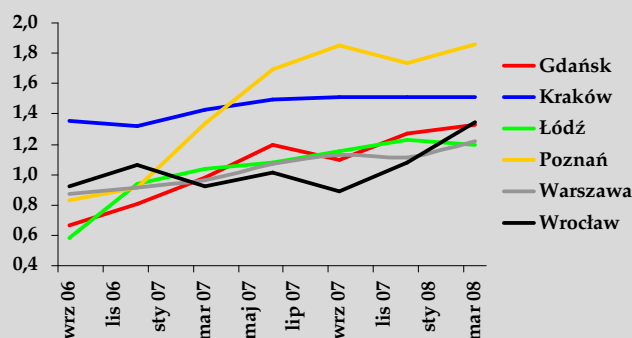


Wykres R.3: Rzeczywista cena mieszkania a jego wartość wynikająca z formuły dochodowej.

Źródło: Obliczenia NBP.

Inną miarą nierównowagi na rynku mieszkaniowym jest stosunek kosztu odsetkowego związanego z zakupem mieszkania do kosztu jego najmu. Koszt najmu może być przybliżany wielkością czynszu, natomiast koszt odsetkowy związany z zakupem mieszkania szacowany jest na podstawie wysokości rat odsetkowych od kredytu mieszkaniowego. W długookresowej równowadze na rynku mieszkaniowym, na którym wynajęcie mieszkania jest substytutem jego posiadania, stosunek tych

dwóch wielkości powinien być zbliżony do 1. W niektórych miastach Polski iloraz ten jest obecnie wyraźnie wyższy od jedności (Kraków, Poznań – Wykres R.4), co może wskazywać, że w cenie rynkowej mieszkania zawiera się oczekiwanie na wzrost wartości mieszkania w momencie odsprzedaży. Taka sytuacja może świadczyć o występowaniu w cenie rynkowej elementu spekulacyjnego, choć obecnie trudno ocenić, czy nie wynika to z uzasadnionych oczekiwań wzrostu cen mieszkań w tych miastach. Ponadto należy podkreślić, że ze względu na relatywnie płytki rynek mieszkań czynszowych w Polsce (m.in. z powodu działania ustawy o ochronie lokatorów) oraz ograniczoną dostępność wiarygodnych danych dotyczących tego rynku interpretacja powyższych wskaźników obciążona jest znaczną niepewnością.



Wykres R.4: Koszt odsetkowy związany z zakupem mieszkania własnościowego a koszt najmu.

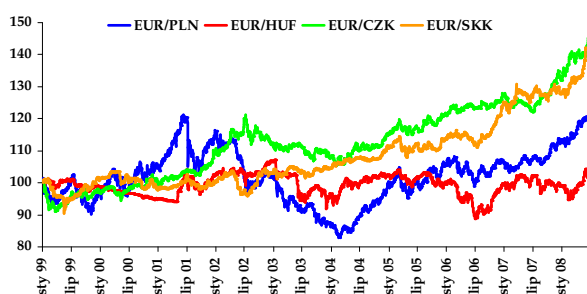
Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Pontinfo.

Podsumowując, wskaźniki dotyczące rynku mieszkaniowego w Polsce, w szczególności relacja ceny mieszkania do dochodu, udział zysku dewelopera w cenie mieszkania, a także – w przypadku niektórych miast – relacja ceny rynkowej mieszkania do jego szacowanej wartości według formuły dochodowej oraz relacja kosztów najmu mieszkania do kosztu odsetkowego związanego z jego zakupem sugerują, że obserwowany do połowy 2007 r. silny wzrost cen na polskim rynku mieszkaniowym związany był z oddziaływaniem, oprócz czynników o charakterze fundamentalnym, także czynników spekulacyjnych. Obecnie trudno jednak ocenić względną siłę oddziaływania obu tych grup czynników na ceny nieruchomości w Polsce. Dodatkowo należy pamiętać, że ocena kształtowania się cen na rynku mieszkaniowym w Polsce obciążona jest znaczną niepewnością wynikającą z braku pełnych danych statystycznych oraz płytkiego rynku mieszkań czynszowych w Polsce.

2.5.2 Kurs walutowy

□ **Wykres 2.39:**

Nominalne kursy walut krajów CEE-4 względem euro (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiło umocnienie nominalnego kursu złotego wobec euro oraz dolara amerykańskiego. W tym czasie obserwowane było również umocnienie względem euro korony czeskiej, korony słowackiej oraz forinta węgierskiego.

Zmiany wartości złotego w omawianym okresie były determinowane czynnikami o charakterze krajowym i globalnym. W kierunku umocnienia złotego w okresie luty–czerwiec 2008 r. oddziaływały m.in. powiększenie się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską i stre-

fą euro oraz utrzymanie się wysokiego wzrostu gospodarczego. W kierunku osłabienia złotego mogły oddziaływać natomiast dane i oczekiwania wskazujące na pogarszanie się salda na rachunku obrotów bieżących. Notowania kursu złotego kształtowały się również pod wpływem sytuacji na globalnych rynkach walutowych. Pozytywna ocena klimatu inwestycyjnego na rynkach walutowych regionu przez inwestorów, m.in. w wyniku decyzji Komisji Europejskiej, która rekomendowała przystąpienie Słowacji do strefy euro, stanowiło czynnik sprzyjający aprecjacji złotego.

Dostępne dane (za okres do maja 2008 r.) wskazują na kontynuację obserwowanej od początku 2005 r. tendencji aprecjacyjnej realnego kursu złotego (Wykres 2.40). W latach 2005–2007 tendencji tej towarzyszyło znaczne ograniczenie zmienności kursu, widoczne szczególnie w porównaniu z okresem przed 2005 r. Szybsze tempo nominalnej aprecjacji w ostatnich miesiącach br. znalazło również odbicie w aprecjacji realnej, co jest szczególnie widoczne w przypadku kursu deflowanego wskaźnikiem cen konsumpcyjnych.

2.5.3 Kredyt i pieniądz⁴⁸

Kredyt

Od początku 2008 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się nieco powyżej 26% r/r. Nadal szybko rosły kredyty dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości (Wykres 2.42), przy malejącej dynamice kredytów inwestycyjnych. Z kolei tempo wzrostu kredytów na finansowanie działalności bieżącej utrzymało się na stabilnym poziomie i było wciąż istotnie wyższe niż kredytów na inwestycje (Wykres 2.41).

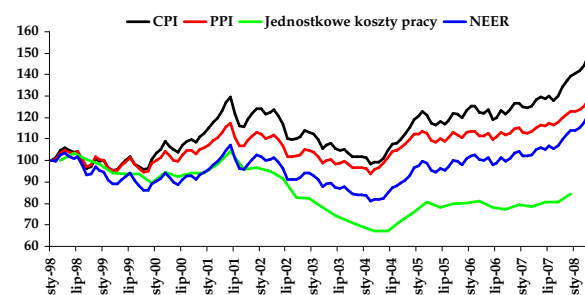
Zasadniczym czynnikiem stymulującym w I kw. 2008 r. wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyty, wskazywanym przez banki komercyjne⁴⁹ pozostało rosnące zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji przedsiębiorstw. Za istotny czynnik

⁴⁸Dane dot. kredytu i pieniądza prezentowane w tym rozdziale odnoszą się wielkości oczyszczone z wpływu wahań kursu złotego.

⁴⁹Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2008., www.nbp.pl.

Wykres 2.40:

Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację).

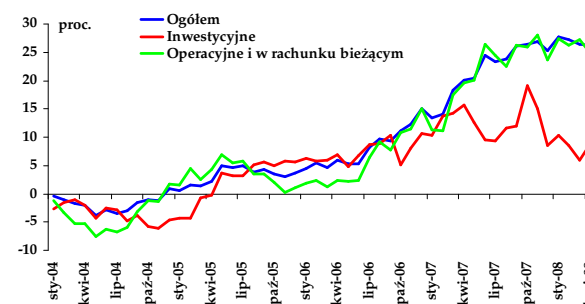


Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Dla jednostkowych kosztów pracy (w przetwórstwie przemysłowym): dane kwartalne, szacunki NBP na podstawie danych GUS, EBC i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.41:

Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r).



Źródło: Dane NBP.

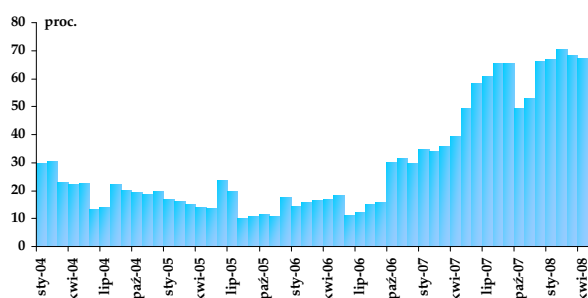
Tabela 2.7: Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw w EUR.

Zmiana r/r (proc.)	2006				2007			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
kredyty niehandlowe	17,2	16,3	22,3	31,1	31,4	35,6	27,5	19,2
kredyty handlowe	19,5	25,4	18,5	16,6	21,8	20,4	21,8	17,9

Źródło: Dane NBP.

□ Wykres 2.42:

Kredyty dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości (r/r).



Źródło: Dane NBP.

zwiększający popyt banki uznały także wzrost zapotrzebowania na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego, co znalazło swoje potwierdzenie we wzroście aktywności w segmencie kredytów krótkoterminowych dla dużych przedsiębiorstw. W II kw. 2008 r. banki oczekiwały dalszego wzrostu popytu, przy czym wzrost ten miał być nieco silniejszy w przypadku kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw. Na nieco inną tendencję wskazywały badania koniunktury NBP⁵⁰, zgodnie z którymi należało spodziewać się osłabienia tempa wzrostu kredytu wśród mniejszych przedsiębiorstw przy utrzymaniu się wysokiego popytu ze strony dużych przedsiębiorstw. W efekcie syntetyczny wskaźnik prognoz zadłużenia (ważony wielkością zatrudnienia) pozostał w II kw. br. na wysokim, dodatnim poziomie.

W pierwszych miesiącach 2008 r. nadal silnie rosły kredyty dla gospodarstw domowych, na cołożyły się zarówno bardzo dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych, jak i szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.43), obserwowane pomimo zaostrzenia polityki kredytowej banków w obu segmentach. Zdaniem ankietowanych banków, utrzymaniu popytu na kredyty dla gospodarstw domowych na wysokim poziomie sprzyjała stała poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych związana z korzystnymi tendencjami na rynku pracy oraz wzrost zapotrzebowania na finansowanie zakupów dóbr trwałego użytku.

Badania ankietowe wskazują, że w II kw. 2008 r. oczekuje się dalszego wzrostu popytu na kredyty konsumpcyjne oraz ponownego⁵¹ wzrostu za-

⁵⁰Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2008 r.*, NBP

⁵¹W II poł. 2007 r. oraz w I kw. 2008 r. banki odnotowały znaczący spadek popytu na kredyty mieszkaniowe.

Tabela 2.8: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w bankach komercyjnych oraz nowych umów kredytowych walutowych w dominujących walutach.

proc.	2007								2008			
	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi
Gospodarstwa domowe												
depozyty ogółem	3,5	3,6	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,7	4,9	5,1
kredyty ogółem	10,6	11,1	10,5	9,6	9,9	10,2	10,9	11,4	11,2	11,5	11,7	11,6
kredyty konsumpcyjne	14,2	14,1	14,4	14,4	14,1	14,2	14,3	13,7	14,6	14,7	14,7	15,1
kredyty mieszkaniowe w PLN	5,7	5,9	6,1	6,3	6,4	6,6	6,7	6,9	7,0	7,2	7,4	7,7
kredyty mieszkaniowe w CHF	3,9	4,0	4,3	4,3	4,6	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,8
Przedsiębiorstwa												
depozyty ogółem	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2	4,5	4,6	4,2	4,7	5,0	5,3	5,5
kredyty ogółem	5,9	6,0	6,3	6,2	6,6	6,4	6,7	7,2	6,9	7,3	7,3	7,8

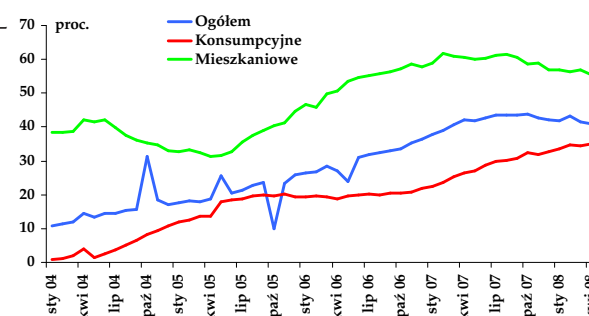
Źródło: Dane NBP.

interesowania kredytem mieszkaniowym, czemu sprzyjać powinien, w opinii banków, dotychczasowy i oczekiwany w najbliższym okresie spadek cen mieszkań stymulujący wzrost popytu na mieszkania.

Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpił dalszy wzrost popytu gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe denominowane w walutach obcych, do czego przyczyniło się zwiększenie różnicy w oprocentowaniu kredytów we frankach szwajcarskich⁵² w porównaniu z oprocentowaniem kredytów złotych. W efekcie od początku 2008 r. udział kredytów złotych w zadłużeniu ogółem zaczął maleć. Nadal jednak ograniczeniem ekspansji kredytowej w tym segmencie rynku jest obowiązująca *Rekomendacja S*, która ogranicza dostępność kredytów walutowych.

Podwyższeniu stóp procentowych NBP w styczniu, lutym i marcu br. towarzyszył podobny co do skali wzrost średniego oprocentowania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (Tabela 2.8). W przypadku kredytów konsumpcyjnych w okresie styczeń–kwiecień 2008 r. oprocentowanie wzrosło w mniejszym stopniu niż podstawowe stopy procentowe NBP, lecz uwzględniając inne obowiązkowe opłaty związane z udzielaniem takich kredytów, rzeczywista efektywna

Wykres 2.43:
Kredyty dla gospodarstw domowych (r/r).



Źródło: Dane NBP.

⁵²Wśród kredytów walutowych gospodarstw domowych najbardziej popularne są kredyty denominowane w CHF.

stopa procentowa dla kredytów konsumpcyjnych wzrosła silniej. Jest to spójne z wynikami ankiety, w której banki wskazywały na podniesienie marż w tym segmencie rynku ze względu na pogorszenie perspektyw sytuacji gospodarczej. Podobne tendencje odnotowano w przypadku oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, gdzie banki również podniosły marże kredytowe.

Depozyty i agregaty monetarne

W I kw. 2008 r. utrzymała się wysoka płynność finansowa przedsiębiorstw. Z badań koniunktury NBP wynika, że na wysokim poziomie utrzymały się także wskaźniki zdolności przedsiębiorstw do obsługi zobowiązań kredytowych oraz pozabankowych. Rosnące środki własne przedsiębiorstw stanowiły istotne źródło finansowania działalności bieżącej oraz inwestycji (blisko połowa respondentów wskazała to źródło finansowania nowych projektów prorozwojowych jako główne). Wyraźnie mniej środków finansowych zasililo natomiast konta bankowe, co przełożyło się na dalsze obniżenie dynamiki depozytów bankowych przedsiębiorstw.

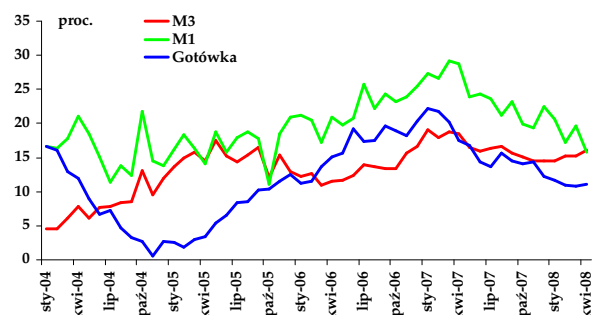
Od połowy 2007 r. obserwowana jest stopniowa zmiana alokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych, które coraz więcej oszczędności deponują na rachunkach bankowych, zmniejszając jednocześnie swoje zaangażowanie w fundusze inwestycyjnych oraz w innych pozabankowych formach oszczędzania. W okresie styczeń-kwiecień br. wartość akcji w portfelu gospodarstw domowych obniżyła się o 8,7 mld zł, a wartość aktywów funduszy inwestycyjnych spadła o 28,1 mld zł. Równocześnie przyrost depozytów wyniósł 22,3 mld zł. W efekcie silnie wzrosła roczna dynamika depozytów bankowych gospodarstw domowych. Można oczekiwać, że tendencje te będą kontynuowane, a do wzrostu popularności depozytów bankowych jako alternatywy dla niebankowych form oszczędzania może przyczynić się wzrost ich oprocentowania. Dotychczas podwyższeniu stóp procentowych NBP towarzyszył podobny co do skali wzrost oprocentowania depozytów w bankach komercyjnych (Tabela 2.8). Sygnalizowane przez banki rosnące potrzeby w zakresie pozyskania środków na finansowanie ak-

cji kredytowej powinny sprzyjać zmniejszaniu różnicy między oprocentowaniem depozytów a stawkami WIBOR.

Od 2007 r. obserwowane jest stopniowe obniżanie dynamiki wzrostu wąskiego pieniądza (M1) oraz pieniądza gotówkowego (Wykres 2.44). Od IV kw. ub.r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza (M3) utrzymuje się natomiast na stabilnym poziomie (ok. 15%), co jest częściowo spowodowane przesunięciem części środków gospodarstw domowych z rynku kapitałowego na rachunki bankowe.

□ Wykres 2.44:

Agregaty monetarne M3 i M1 oraz pieniądź gotówkowy w obiegu (r/r).



Źródło: Dane NBP.

Polityka pieniężna w okresie luty–czerwiec 2008 r.

Na posiedzeniach w lutym i marcu 2008 r. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe każdorazowo o 0,25 pkt. proc. Na posiedzeniach w kwietniu i maju br. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie. Na posiedzeniu w czerwcu br. Rada ponownie podwyższyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP* w lutym, marcu, kwietniu i maju 2008 r. oraz *Informację po posiedzeniu RPP* w czerwcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 27 lutego 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym cen kontrolowanych i cen żywności, sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle lutowej projekcji inflacji.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, Rada analizowała przyczyny tego, że w styczniu – według wstępnych informacji GUS – roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych ponownie zwiększyło się i pozostało zarówno powyżej celu inflacyjnego równego 2,5%, jak i powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, która jest określona na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wysoki poziom inflacji CPI w styczniu był w dużym stopniu skutkiem wzrostu dynamiki cen kontrolowanych, w tym cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz cen nośników energii. Do wzrostu inflacji przyczynił się również wzrost dynamiki cen innych usług oraz dalszy wzrost cen żywności i paliw, związany ze zjawiskami globalnymi, co przyczynia się do podwyższonej inflacji obserwowanej również w wielu innych krajach. Podkreślano, że wzrost inflacji wynikający ze wzrostu dynamiki cen kontrolowanych oraz wzrostu cen żywności i paliw pozostaje w dużej części poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Jednocześnie zwracano uwagę, że inflacja bazowa netto w styczniu prawdopodobnie wzrosła silniej niż inflacja CPI, co było spowodowane wzrostem cen kontrolowanych oraz cen usług.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Wskazywano, że w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać dalszego wzrostu inflacji bazowej netto m.in. w wyniku wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności cen energii i gazu. Podkreślano, że jednorazowy wzrost tych cen będzie podwyższał roczny wskaźnik inflacji CPI przez dwanaście kolejnych miesięcy. Zwracano uwagę, że w świetle lutowej projekcji inflacji z modelu ECMOD prognozowane tempo wzrostu cen konsumpcyjnych utrzyma się w pobliżu lub powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP w całym horyzoncie projekcji, tj. do 2010 r. Jednocześnie podkreślano, że oczekiwane utrzymanie się inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego w nadchodzącym okresie wynika w znacznym stopniu z czynników niezależnych od polityki pieniężnej: wzrostu cen kontrolowanych oraz wysokiej dynamiki cen żywności. Wskazywano także, że wysoka inflacja utrzyma się prawdopodobnie także w innych gospodarkach regionu, a także w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat optymalnej polityki pieniężnej w sytuacji, gdy uwarunkowania zewnętrzne oddziałują w kierunku podwyższonej inflacji.

Omawiając prawdopodobne kształtowanie się cen żywności w latach 2008–2009, część członków Rady oceniała, że szybkie zwiększenie globalnej podaży żywności jest trudne, wobec czego w 2009 r. tempo wzrostu cen żywności, a zatem i inflacja CPI, może okazać się wyższe niż przyjęto w lutowej projekcji inflacji. Inni członkowie byli zdania, że tempo wzrostu cen żywności w nadchodzącym okresie powinno się obniżyć, na co wskazują ceny kontraktów terminowych na rynkach żywności. Argumentowali oni, że wzrost cen żywności w 2007 r. wynikał nie tylko ze zmian w strukturze geograficznej globalnego popytu, ale również ze znaczących szoków podażowych na rynkach światowych, zaś w 2008 r. podaż żywności może istotnie wzrosnąć.

Część członków Rady wskazywała, że mimo wzrostu inflacji CPI w lutym zmniejszył się odsetek respondentów w badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, którzy oczekiwali przyspieszenia tempa wzrostu cen. Zdaniem tych członków może to zmniejszać prawdopodobieństwo pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Członkowie ci wskazywali, że obecnie struktura oczekiwań inflacyjnych jest korzystniejsza niż w okresie wzrostu inflacji w 2004 r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle wspomnianych danych utrzymuje się wysoki odsetek badanych, którzy oczekują stabilizacji inflacji CPI na bieżącym, wysokim poziomie.

Wskazywano, że choć Polska nadal spełnia kryterium inflacyjne z Maastricht, istnieje ryzyko, że w nadchodzącym okresie przestanie je spełniać. Równocześnie podkreślano, że za wyjątkiem Polski i Słowacji wszystkie nowe kraje Unii Europejskiej pozostające poza strefą euro nie spełniają tego kryterium. Zwracano uwagę, że możliwe niespełnienie kryterium inflacyjnego przez Polskę w nadchodzącym okresie wynikałoby w części z oczekiwanego wzrostu cen kontrolowanych, który pozostaje poza wpływem polityki pieniężnej. W tym kontekście część członków Rady wskazywała na potrzebę odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i polityki monetarnej w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do strefy euro.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że dynamika zatrudnienia oraz płac w sektorze przedsiębiorstw w styczniu była wyższa od oczekiwań. Zwracano uwagę, że zgodnie ze ścieżką centralną lutowej projekcji inflacji i PKB z modelu ECMOD, w całym horyzoncie projekcji prognozowana dynamika płac będzie przewyższać dynamikę wydajności pracy. Wskazywano, że obserwowany dotychczas oraz oczekiwany wzrost jednostkowych kosztów pracy oddziałuje w kierunku wzrostu presji inflacyjnej. Część członków Rady zwracała uwagę, że rosnące jednostkowe koszty pracy będą

prowadzić do zmniejszenia konkurencyjności polskiej gospodarki, powodując narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto wskazywali oni, że obserwowane w ostatnim okresie żądania płacowe w sektorze finansów publicznych mogą prowadzić do żądań podwyżek płac w prywatnym sektorze gospodarki.

Inni członkowie Rady byli zdania, że dane styczniowe dotyczące płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw są trudne do zinterpretowania ze względu na zmianę próby statystycznej przedsiębiorstw na początku każdego roku. Członkowie ci argumentowali także, że ze względu na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw wysoka dynamika płac nie musi prowadzić do nasilenia presji inflacyjnej. Ponadto wskazywali, że znaczące podwyżki płac w sektorze finansów publicznych w 2008 r. są mało prawdopodobne, gdyż wymagałyby zwiększenia deficytu budżetowego powyżej wielkości założonej w ustawie budżetowej na 2008 r.

Dyskutując o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na utrzymującą się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, w szczególności Stanów Zjednoczonych i strefy euro. Część członków Rady oceniała, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych może okazać się głębsze i bardziej trwałe m.in. ze względu na utrudnienia w dostępie do kredytów dla przedsiębiorstw. Członkowie ci podkreślali, że spadek dynamiki wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych może doprowadzić do spowolnienia w gospodarce światowej, w tym także w strefie euro i gospodarkach wschodzących. Ponadto wskazywali oni, że niezależnie od perspektyw wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych, w części krajów Europy Zachodniej występują czynniki, które mogą prowadzić do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w tych krajach w nadchodzącym okresie. Inni członkowie Rady argumentowali, że obniżenie aktywności w Stanach Zjednoczonych może być krótkotrwałe i mieć niewielką skalę m.in. ze względu na osłabienie kursu dolara przy rosnącej otwartości gospodarki amerykańskiej, nadal relatywnie wysoką rentowność przedsiębiorstw w tym kraju, a także znaczący udział sektora usług w PKB.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dane za stycznia dotyczące sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej były istotnie wyższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować utrzymanie się wysokiej aktywności w gospodarce polskiej w I kw. 2008 r. Członkowie ci oceniali, że tempo wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym także w gospodarce polskiej, może w nadchodzącym okresie pozostać na wysokim poziomie mimo spowolnienia w rozwiniętych gospodarkach. Podkreślali oni, że zgodnie ze ścieżką centralną lutowej projekcji z modelu ECMOD w całym horyzoncie projekcji popyt krajowy będzie wzrastał w tempie wyższym niż PKB, a rzeczywisty PKB utrzyma się powyżej PKB potencjalnego, co będzie oddziaływało w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Wskazywali oni również, że do wzrostu popytu krajowego przyczynia się wysoka dynamika kredytów, zwłaszcza konsumpcyjnych, która nie zmniejszyła się istotnie pomimo podwyżek stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że obserwowany w ostatnim okresie szybki wzrost depozytów sektora bankowego może potencjalnie skutkować zwiększeniem dynamiki kredytów.

Inni członkowie byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy dane styczniowe wskazują na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższym okresie oraz, że dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą na pełniejszą ocenę perspektyw wzrostu PKB. Ponadto wskazywali oni, że prawdopodobne obniżenie aktywności w gospodarce światowej może przyczynić się do spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano, że mimo utrzymywania się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych kurs złotego był stabilny, zaś w ostatnich dniach lutego nastąpiło jego istotne umocnienie. Część członków była zdania, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, wskazywano, że oczekiwane są dalsze obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz, że zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych stopy procentowe w strefie euro prawdopodobnie również zostaną obniżone w 2008 r. Część członków Rady zwracała uwagę, że łagodzenie polityki pieniężnej przez niektóre banki centralne następuje pomimo obserwowanej w tych krajach wysokiej inflacji. Wskazywali oni również, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu oraz, że w wyniku aprecjacji realnego kursu złotego restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Argumentowali oni, że zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce zwiększyłoby dysparytet stóp procentowych między Polską a Stanami Zjednoczonymi oraz strefą euro, co może zwiększać napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków osłabiłoby to konkurencyjność polskiej gospodarki oraz spowodowało narastanie nierównowagi zewnętrznej. Wskazywali oni, że w Polsce w latach 2006–2007 – inaczej niż w niektórych innych krajach regionu – pogłębiło się niekorzystne saldo wymiany handlowej, a eksport wzrastał wolniej niż import. Ponadto część członków Rady oceniała, że powiększenie dysparytetu stóp procentowych będzie zwiększać udział kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy.

Inni członkowie Rady wskazywali, że przyczyną łagodzenia polityki monetarnej przez niektóre banki centralne jest oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej oraz zaburzenia na rynkach finansowych. Członkowie ci zwracali uwagę, że poziom nominalnych stóp procentowych niezbędny do utrzymania inflacji na poziomie celu jest w Polsce, podobnie jak w wielu innych krajach regionu, wyższy niż w strefie euro m.in. ze względu na wyższe tempo wzrostu gospodarczego, wynikające z wyższego tempa wzrostu wydajności pracy. Wskazywali oni, że w 2007 r. i na początku 2008 r. inflacja CPI w Polsce wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych, a zatem obniżył się poziom realnej stopy procentowej. Argumentowali oni także, że znacząca część kredytów walutowych dla przedsiębiorstw jest skoncentrowana w stosunkowo niewielkiej liczbie dużych przedsiębiorstw, a zatem zmiany krajowych stóp procentowych powinny mieć zauważalny wpływ na dynamikę kredytów dla pozostałych przedsiębiorstw oraz popyt krajowy. Ponadto wskazywali, że w części krajów następuje zacieśnianie polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że należy przeciwdziałać ryzyku utrzymania podwyższonej inflacji CPI oraz oczekiwanemu wzrostowi inflacji bazowej netto, a także wzrostowi oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem części członków Rady perspektywy inflacji zarysowane w lutowej projekcji przemaływały za znaczącym podwyższeniem stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie większości członków Rady zacieśnienie polityki pieniężnej powinno być wyważone i następować stopniowo m.in. ze względu na niepewność dotyczącą potencjalnego wpływu podwyższenia stóp procentowych na kurs złotego oraz perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. W tym kontekście dyskutowano również na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych w Polsce.

Złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,50%, stopa lombardowa 7,00%, stopa depozytowa 4,00%, a stopa redyskonta weksli 5,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 26 marca 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym cen żywności i cen kontrolowanych, perspektywach wzrostu gospodarczego, sytuacji na rynku pracy, oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą.

Dyskutując o bieżącej inflacji, wskazywano, że w wyniku corocznej aktualizacji systemu wag stosowanych do obliczania wskaźnika CPI, dane o inflacji za styczeń zostały znacząco zrewidowane w dół (z 4,3% r/r do 4,0% r/r). Zwracano także uwagę, że w lutym, pomimo wzrostu (do 4,2% r/r) inflacja okazała się wyraźnie niższa od oczekiwań. Do niższego od oczekiwań wzrostu cen w lutym przyczynił się – oprócz rewizji koszyka CPI – niższy od oczekiwań wzrost cen żywności i paliw. Zdaniem części członków Rady, znacząca rewizja w dół inflacji w styczniu, a także wyraźnie niższa od oczekiwań inflacja w lutym pozwalały przypuszczać, że powrót inflacji do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP może nastąpić szybciej niż wskazywała na to lutowa projekcja inflacji.

Odnosząc się do spadku rocznej dynamiki cen żywności, który miał miejsce w lutym, część członków Rady zwracała uwagę, że był on widoczny także w innych krajach regionu, co może sygnalizować, że obserwowany od połowy 2007 r. silny wzrost cen żywności zaczyna słabnąć. Na obniżenie tempa wzrostu cen żywności w nadchodzącym okresie wskazują także ceny kontraktów terminowych na światowych rynkach żywności, które odzwierciedlają korzystne prognozy tegorocznych zbiorów. Inni członkowie wskazywali, że ze względu na oczekiwania wyższych zbiorów w 2008 r. niż w 2007 r., można spodziewać się nawet obniżania się cen części artykułów żywnościowych i surowców rolnych w latach 2008–2009.

Wskazywano, że wzrost rocznej inflacji w lutym w stosunku do stycznia br. wynikał głównie z silnego wzrostu cen kontrolowanych. Zwracano uwagę, że wskaźnik CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych obniżył się w lutym w stosunku do stycznia br. Część członków Rady wskazywała, że ceny kontrolowane będą istotnym czynnikiem podwyższającym inflację w Polsce zarówno w 2008 r. jak i prawdopodobnie w kolejnych latach. Związane jest to przede wszystkim ze spodziewanym znacznym wzrostem cen nośników energii, co wynikać będzie z prawdopodobnego procesu wyrównywania się cen gazu w Polsce z cenami w innych krajach Unii Europejskiej oraz z konieczności pozyskania przez sektor energetyczny środków na sfinansowanie niezbędnych inwestycji (związanych z możliwym niedoborem mocy energii elektrycznej), a także na pokrycie kosztów wynikających z regulacji dotyczących ochrony środowiska naturalnego. Część członków zwracała jednak uwagę, że liberalizacja rynku energetycznego, która obecnie się dokonuje, może ograniczać wzrost cen energii.

Dyskutując na temat wpływu polityki podatkowej na kształtowanie się cen konsumpcyjnych, część członków Rady wskazywała, że ważnym czynnikiem, który może oddziały-

wać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w ciągu najbliższych lat będzie dostosowanie stawek akcyzy i VAT do wymogów Unii Europejskiej, które nastąpi po wygaśnięciu wynegocjowanych przez Polskę okresów przejściowych. Wskazywano jednak na niepewność co do rozkładu w czasie zmian stawek podatków pośrednich. Rada zwracała także uwagę, że kwestie związane ze zmianami w podatkach pośrednich mogą mieć istotne znaczenie dla perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. W tym kontekście członkowie Rady wskazywali na potrzebę odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i polityki monetarnej w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do strefy euro.

Omawiając kształtowanie się inflacji bazowej netto, część członków Rady zwracała uwagę, że jej silny wzrost w lutym wynikał w decydującym stopniu ze wzrostu cen regulowanych. Z tego względu, przynajmniej przez jakiś czas, miara ta może w ograniczonym stopniu odzwierciedlać presję inflacyjną wynikającą ze zmian popytu krajowego. Inni członkowie wskazywali, że wzrost presji popytowej najwyraźniej ujawnia się obecnie w części sektora usług. Argumentowano również, że dynamika cen usług rynkowych już od dłuższego czasu wykazuje tendencję wzrostową, a jej jednorazowy spadek w połowie 2007 r. wynikał ze sposobu uwzględnienia promocji cenowych we wskaźniku zmian cen.

Część członków Rady podkreślała, że znaczny wzrost cen regulowanych, w połączeniu z wcześniejszymi silnymi wzrostami cen żywności oraz paliw, może przełożyć się na wzrost postrzeganej inflacji i spowodować podwyższenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. W tym kontekście, wskazywali oni, że w polityce pieniężnej należy uwzględniać związany z tym wzrost ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dynamika sprzedaży detalicznej oraz dynamika produkcji przemysłowej w lutym były istotnie wyższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady, dane te potwierdzają utrzymanie się wysokiej aktywności w gospodarce polskiej w I kw. 2008 r., wskazując równocześnie, że spowolnienie w gospodarce światowej nie wpłynęło dotychczas na osłabienie koniunktury w Polsce. Część Rady wskazywała, że wzrost PKB utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie, o ile nie zwiększy się negatywne oddziaływanie spowolnienia wzrostu gospodarki światowej na wzrost gospodarczy w Polsce. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że biorąc pod uwagę szacunki potencjalnego tempa wzrostu PKB w Polsce, oznacza to utrzymywanie się w najbliższym okresie dodatniej luki popytowej, co wymaga dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wskazywano również, że mimo dokonanych dotychczas podwyżek stóp procentowych, utrzymuje się wysoka dynamika agregatów kredytowych, w tym kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych.

Inni członkowie zwracali uwagę, że dane o PKB w IV kw. 2007 r. potwierdziły, że z punktu widzenia presji inflacyjnej struktura wzrostu gospodarczego pozostaje korzystna i jest lepsza od oczekiwań (niższa dynamika popytu krajowego, w tym zwłaszcza spożycia indywidualnego i mniejszy ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB oraz wyższa dynamika inwestycji). Wskazywali oni, że jeśli dynamika PKB w 2008 r. będzie wyższa niż założono w ustawie budżetowej, to podobnie jak w 2007 r. deficyt budżetowy może okazać się wyraźnie niższy niż zakładano, co może oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej.

Podczas dyskusji wskazywano, że w IV kw. 2007 r. obniżył się wskaźnik rentowności obrotu brutto przedsiębiorstw. Część członków Rady argumentowała, że przedsiębiorstwa mogą w związku z tym zacząć gorzej oceniać swoją kondycję finansową, co przy uwzględnieniu rosnących kosztów produkcji, może prowadzić do podniesienia przez nie

cen swoich produktów. Inni członkowie wskazywali, że pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw, w połączeniu z ewentualnym zaostrzeniem polityki kredytowej banków, może spowodować ograniczenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw i w efekcie doprowadzić do spadku dynamiki PKB.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że dane dotyczące płac w sektorze przedsiębiorstw w lutym okazały się wyższe od oczekiwań, a dynamika zatrudnienia utrzymała się na wysokim poziomie. Część członków Rady zwracała uwagę, że obserwowany obecnie wzrost wynagrodzeń jest bardzo wysoki na tle ostatnich lat, zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym, co potwierdza utrzymywanie się silnej presji płacowej w gospodarce. Podkreślano równocześnie, że dynamiczny wzrost wynagrodzeń przewyższa wzrost wydajności pracy, co powoduje dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na utrzymującą się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie ponownie obniżono prognozy wzrostu gospodarczego dla Stanów Zjednoczonych pomimo znaczącego złagodzenia polityki monetarnej i fiskalnej. Również sytuacja w strefie euro pogarsza się, przy czym, zdaniem niektórych członków Rady, tempo w jakim to następuje może wskazywać, że przyczyny osłabienia wzrostu w strefie euro nie są wyłącznie związane z recesją w Stanach Zjednoczonych lecz również ze słabym popytem krajowym w strefie euro. Część członków argumentowała, że obniżenie wzrostu gospodarczego na świecie, szczególnie w krajach Europy Zachodniej, może wpłynąć negatywnie na dynamikę polskiego eksportu, co w efekcie może doprowadzić do obniżenia dynamiki PKB w Polsce. Równocześnie, w sytuacji niepewności co do możliwości sprzedaży swoich produktów za granicą przedsiębiorstwa mogą ograniczać inwestycje, co również negatywnie wpłynie na dynamikę PKB. Inni członkowie Rady wskazywali, że negatywny wpływ ograniczenia aktywności w gospodarce światowej na koniunkturę gospodarczą w Polsce może być łagodzony przez zmieniającą się strukturę geograficzną polskiego handlu zagranicznego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, wskazywano, że zbyt silne jej zacieśnienie, przy jednoczesnym obniżaniu stóp procentowych przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i utrzymaniu stóp na niezmienionym poziomie przez Europejski Bank Centralny może skutkować napływem kapitału spekulacyjnego do Polski i doprowadzić do nadmiernej aprecjacji kursu walutowego. Z kolei, nadmierne umocnienie złotego może prowadzić do pogorszenia się konkurencyjności polskiego handlu zagranicznego, co przy spowolnieniu wzrostu gospodarki światowej może skutkować spadkiem dynamiki polskiego eksportu i obniżeniem tempa wzrostu PKB. W związku z tym, część członków zwracała uwagę, że podejmując decyzję o stopach procentowych należy brać pod uwagę możliwe skutki dalszego wzrostu dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego.

Odnosząc się do problematyki kursu walutowego, część członków Rady argumentowała, że mimo obserwowanej w ostatnim okresie aprecjacji kursu złotego, ze względu na potencjalne znaczne wahania kursu, powinien on być traktowany neutralnie w decyzjach dotyczących polityki pieniężnej.

W wyniku przeprowadzonej dyskusji uznano, że przede wszystkim utrzymywanie się szybkiego wzrostu gospodarczego przekraczającego prawdopodobnie wzrost potencjalnego PKB, znaczny wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia oraz ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych wynikające z podwyższonej bieżącej inflacji i oczekiwanego dalszego

wzrostu cen kontrolowanych, łącznie wskazywały na znaczące prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. W ocenie Rady argumenty te przemawiały za zaostrzeniem polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Członkowie Rady dyskutowali na temat skali i tempa koniecznego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 30 kwietnia 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym cen regulowanych oraz cen żywności, sytuacji na rynku pracy, kształtowaniu się kursu walutowego, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, Rada analizowała przyczyny tego, że w marcu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych obniżyło się nieco, pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, która jest określona na poziomie 3,5%. Wskazywano, że niższa niż w lutym roczna inflacja CPI wynikała z pewnego obniżenia rocznej dynamiki cen żywności i paliw. Jednocześnie zwracano uwagę, że w marcu wzrosła inflacja bazowa netto, co wynikało głównie z dalszego przyspieszenia dynamiki cen regulowanych (usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz części innych usług), a także z nieoczekiwanego wzrostu dynamiki cen odzieży i obuwia. Część członków Rady podkreślała, że utrzymujące się podwyższone roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych wynika w dużej mierze z utrzymującej się, pomimo pewnego obniżenia, wysokiej dynamiki cen żywności i paliw oraz podwyżek cen regulowanych w I kw. 2008 r. Członkowie ci wskazywali, że podwyższona inflacja obserwowana jest także w wielu innych krajach, i zwracali uwagę, że w Polsce jej poziom jest niższy niż w pozostałych krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując o perspektywach inflacji w latach 2008–2009, wskazywano, że czynnikiem podwyższającym inflację będzie wzrost cen regulowanych, w szczególności cen energii i gazu. Część członków Rady podkreślała, że podwyżki cen regulowanych, w połączeniu z wcześniejszymi silnymi wzrostami cen żywności i paliw, mogą prowadzić do wzrostu postrzeganej inflacji, a w konsekwencji również oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci zwracali uwagę, że w badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w kwietniu wzrósł odsetek respondentów, którzy oczekują stabilizacji inflacji na bieżącym wysokim poziomie lub jej dalszego przyspieszenia. Wskazywali oni, że w polityce pieniężnej należy uwzględnić związany z tym wzrost ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost dynamiki cen odzieży

i obuwia w marcu może sygnalizować osłabienie dezinflacyjnego oddziaływania procesów globalizacji i zwiększonej konkurencji na rynku dóbr podlegających wymianie międzynarodowej na gospodarkę polską. Inni członkowie Rady byli zdania, że trudno obecnie ocenić, czy wzrost dynamiki cen odzieży i obuwia okaże się trwały.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, oceniano, że obserwowana od drugiej połowy 2007 r. wysoka dynamika tych cen prawdopodobnie obniży się w nadchodzących miesiącach, na co wskazują m.in. ceny kontraktów terminowych na światowych rynkach żywności, a także korzystne prognozy tegorocznych zbiorów w Polsce i innych krajach europejskich.

Część członków Rady zwracała uwagę, że wysoka bieżąca inflacja oraz dokonane i oczekiwane podwyżki cen regulowanych mogą mieć istotne znaczenie dla perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. W tym kontekście wskazywano na potrzebę odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i polityki monetarnej w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do strefy euro.

Analizując zmiany w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na pogłębienie symptomów spowolnienia w gospodarce Stanów Zjednoczonych oraz na obniżenie aktywności w części gospodarek Europy Zachodniej. Zwracano uwagę, że obniżone zostały prognozy wzrostu gospodarki światowej w latach 2008–2009, w szczególności prognozy dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro. Część członków Rady podkreślała, że obserwowane w ostatnich miesiącach umocnienie kursu euro wobec dolara amerykańskiego oraz funta szterlinga stanowi czynnik wzmacniający negatywny wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii na wzrost PKB w strefie euro. Oceniali oni, że spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w krajach Europy Zachodniej, w połączeniu z obserwowanym w ostatnich miesiącach umocnieniem kursu złotego, może obniżyć dynamikę polskiego eksportu, a w efekcie negatywnie wpłynąć na dynamikę PKB w Polsce. Argumentowali także, że osłabienie popytu zagranicznego mogłoby skłonić przedsiębiorstwa do ograniczenia inwestycji, co dodatkowo obniżałoby dynamikę PKB.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w marcu dynamika produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej była niższa niż w poprzednich dwóch miesiącach oraz znacząco niższa od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady, dane te mogą stanowić sygnał obniżenia aktywności w gospodarce polskiej w nadchodzącym okresie. Inni członkowie Rady byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy słabsze od oczekiwań dane za marzec sygnalizują obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Członkowie ci argumentowali, że niska dynamika produkcji przemysłowej w marcu mogła być związana z przypadającymi na ten miesiąc Świątami Wielkanocnymi oraz rosnącą skłonnością Polaków do korzystania z dłuższych urlopów wypoczynkowych w okresach świątecznych. Zwracali oni uwagę na wyniki badań koniunktury, w świetle których stan koniunktury w Polsce pozostaje dobry. W ocenie tych członków Rady ewentualne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce będzie mieć znacznie mniejszą skalę niż w Stanach Zjednoczonych czy strefie euro.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że tempo wzrostu płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w marcu było nadal wysokie, co oddziaływało w kierunku zwiększenia presji popytowej. Zwracano uwagę, że dynamika wynagrodzeń nadal przewyższała dynamikę wydajności pracy, powodując dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. Część członków Rady wskazywała jednak, że utrzymująca się wysoka dynamika płac będzie prowadziła do pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw,

wobec czego dalsze wysokie podwyżki wynagrodzeń nie będą możliwe. Ponadto niektórzy członkowie argumentowali, że w nadchodzącym okresie presja płacowa może się zmniejszyć ze względu na prawdopodobne ograniczenie skali emigracji zarobkowej Polaków, które będzie wynikać ze spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia sytuacji na rynkach pracy w Europie Zachodniej, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii i Irlandii. Wskazywali oni, że do ograniczenia skali emigracji może się przyczyniać obserwowane w ostatnich miesiącach umocnienie kursu złotego, które zmniejsza wyrażoną w złotych wartość dochodów uzyskiwanych przez Polaków pracujących za granicą.

Część członków Rady wskazywała, że oprócz wysokiej dynamiki wynagrodzeń, do wzrostu popytu krajowego przyczynia się także wzrost agregatów kredytowych, w tym kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, których dynamika utrzymuje się na wysokim poziomie. Inni członkowie Rady podkreślali, że od początku 2008 r. szybko przyrastają depozyty gospodarstw domowych, co może być sygnałem zwiększonej skłonności do oszczędzania i oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji popytowej. Ponadto wskazywali oni, że dodatnie saldo budżetu państwa w I kw. 2008 r. również ograniczało presję popytową.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano, że w kwietniu kurs złotego umocnił się znacząco zarówno wobec dolara amerykańskiego, jak i wobec euro oraz był mocniejszy niż uwzględniono w lutowej projekcji inflacji. Podkreślano, że aprecjacja kursu złotego oddziałuje w kierunku zmniejszenia krajowej presji inflacyjnej, gdyż powoduje zmniejszenie wyrażonych w złotych cen dóbr importowanych, a w szczególności osłabia oddziaływanie wysokiej dynamiki cen paliw na rynkach światowych na polską gospodarkę. Równocześnie jednak część członków Rady zwracała uwagę, że aprecjacja złotego zmniejsza także wyrażoną w złotych wartość funduszy strukturalnych Unii Europejskiej przeznaczonych na finansowanie projektów inwestycyjnych, co może utrudniać realizację tych projektów i prowadzić do obniżenia dynamiki inwestycji.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, część członków Rady zwracała uwagę, że na tle innych krajów regionu poziom realnych stóp procentowych w Polsce jest relatywnie wysoki oraz, że zacieśnianie polityki pieniężnej w ostatnich miesiącach następowało w stosunkowo szybkim tempie. Członkowie ci wskazywali, że część banków centralnych obniżyła w ostatnim okresie stopy procentowe mimo utrzymującej się w tych krajach podwyższonej inflacji, i podkreślali, że umocnienie realnego kursu złotego dodatkowo zwiększało restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce. Argumentowali, że dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce podwyższyłoby dysparytet stóp procentowych między Polską a Stanami Zjednoczonymi oraz strefą euro, co mogłoby zwiększać napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku nadmiernej aprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków osłabiłoby to konkurencyjność polskiej gospodarki i obniżyłoby opłacalność produkcji eksportowej, a w konsekwencji spowodowało narastanie nierównowagi zewnętrznej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na wysoką importochłonność produkcji eksportowej aprecjacja kursu złotego nie ogranicza znacząco zysków eksporterów, o czym świadczą m.in. dane o wynikach finansowych przedsiębiorstw za 2007 r. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie. Część członków Rady argumentowała również, że wzrost dysparytetu stóp procentowych zwiększyłby udział kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy. Wskazywali oni, że od początku 2008 r. obserwuje się wzrost udziału kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych w

zadłużeniu osób prywatnych z tytułu kredytów mieszkaniowych.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniła, że utrzymująca się wysoka dynamika wynagrodzeń i zatrudnienia oraz możliwość wzrostu oczekiwań inflacyjnych wynikająca z podwyższonej bieżącej inflacji i oczekiwanego dalszego wzrostu cen regulowanych, łącznie wskazywały na ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Zdaniem części członków Rady czynniki te przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych już na kwietniowym posiedzeniu. Jednak w ocenie większości członków Rady, ryzyko obniżenia wzrostu gospodarczego w Polsce oraz nadmiernej aprecjacji kursu złotego, które to czynniki ograniczałyby inflację w średnim okresie, uzasadniały brak zmiany stóp na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 28 maja 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, ocenie ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy, sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie oraz kształtowaniu się kursu walutowego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Odnosząc się do bieżącej inflacji wskazywano, że w kwietniu inflacja CPI nieznacznie się obniżyła (do 4,0% r/r), do czego przyczynił się spadek rocznej dynamiki cen paliw oraz cen żywności. W kierunku wyższej inflacji oddziaływało natomiast dalsze przyspieszenie dynamiki cen niektórych usług. Podkreślano, że utrzymywanie się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, określonej na poziomie 3,5%, jest w decydującej mierze efektem wcześniejszego wzrostu cen żywności oraz dokonywanych podwyżek cen regulowanych. Wskazywano również, że podwyższona inflacja wpływa negatywnie na sytuację materialną gospodarstw domowych, głównie mniej zamożnych, w szczególności, gdy związana jest ona z wysoką dynamiką cen żywności. Podkreślano jednak, że korzystne prognozy zbiorów w rolnictwie pozwalają oczekiwać dalszego obniżenia dynamiki cen żywności.

Członkowie Rady wiele uwagi poświęcili omówieniu przyczyn utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie. Wskazywano, że na kształtowanie inflacji w wielu krajach, w tym w Polsce, w istotnym stopniu wpływają wzrosty cen na światowych rynkach żywności i ropy naftowej prowadzące do zmian cen relatywnych – a więc czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Zwracano uwagę, że w porównaniu z pozostałymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej Polska ma najniższą inflację mierzoną wskaźnikiem CPI, a biorąc pod uwagę wskaźnik HICP jedynie na Słowacji inflacja jest niższa niż w Polsce. Część członków Rady podkreślała, że dodatkowymi, w znacznym stopniu niezależnymi od polityki pieniężnej czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu cen w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej są: proces konwergencji cen i płac oraz ujednolicanie podatków pośrednich.

Omawiając perspektywy kształtowania się inflacji, część członków Rady wskazywała, że biorąc pod uwagę obserwowany ostatnio wzrost cen ropy na rynkach światowych oraz wyniki krótkookresowych prognoz sporządzonych w NBP, można oczekiwać, że w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchylen od celu. W średnim okresie w kierunku wyższej inflacji oddziaływać będzie wysoka dynamika wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem podwyższającym inflację w 2009 r. może być dalszy wzrost cen gazu i energii, związany ze wzrostem cen surowców energetycznych i uwolnieniem cen energii elektrycznej w Polsce. W dłuższym okresie w kierunku osłabienia dynamiki cen energii może oddziaływać liberalizacja rynku energii elektrycznej. Z kolei do ograniczenia inflacji powinny przyczyniać się: niższe tempo wzrostu PKB za granicą, obserwowane dotychczas umocnienie kursu walutowego oraz dokonane podwyżki stóp procentowych.

Część Rady zwracała uwagę, że w sytuacji, gdy inflacja przez dłuższy okres utrzymuje się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, wzrasta ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Podwyższona inflacja może bowiem prowadzić do utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, na co wskazuje wysoki odsetek respondentów, którzy w badaniach ankietowych gospodarstw domowych stwierdzają, że oczekują utrzymania się inflacji na obecnym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na odnotowane w maju obniżenie miar oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Ponadto, część członków Rady oceniała, że ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest ograniczone ze względu na czynniki, które będą zniechęcać przedsiębiorstwa do dalszego znacznego podwyższania wynagrodzeń. W tym kontekście wskazywano na oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego, odzwierciedlone w pogorszeniu się opublikowanych w maju wskaźników koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, umocnienie kursu złotego oraz obniżenie w I kw. 2008 r. wskaźników rentowności przedsiębiorstw.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, część członków Rady wskazywała, że silny wzrost wynagrodzeń stanowi nadal główny czynnik ryzyka dla stabilności cen. Zdaniem tych członków Rady dane za kwiecień o wynagrodzeniach oraz zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw oraz aktualne szacunki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce za I kw. br. potwierdzały, że presja płacowa pozostaje wysoka. Równocześnie część Rady wskazywała na nasilenie żądań płacowych w sektorze finansów publicznych i związaną z tym niepewność co do kształtu budżetu na 2009 r. Zwracano uwagę, że jednym z czynników, który przyczynia się obecnie do zwiększenia presji płacowej w tej grupie zawodowej jest utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dane dotyczące aktywności gospodarczej cechują się obecnie dużą zmiennością związaną m.in. z odmiennym niż w 2007 r. układem świąt oraz wprowadzeniem ograniczeń w handlu w dni wolne od pracy. Wskazywali oni, że w takiej sytuacji większą wagę należy przykładąć do wskaźników koniunktury, które – choć wskazują na pozytywny stan gospodarki – uległy w maju obniżeniu. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w I kw. 2008 r. nastąpił spadek wykorzystania mocy produkcyjnych. Zdaniem tej części Rady tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach powinno obniżyć się do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Inni członkowie Rady podkreślali, że dynamika PKB w Polsce jest nadal wyższa od potencjału, a oznaki spowolnienia są zdecydowanie zbyt słabe, żeby móc oczekiwać powrotu inflacji do celu bez dalszego dostosowania polityki pieniężnej.

Część członków Rady argumentowała, że pogorszenie wskaźników rentowności przed-

siębiorstw może negatywnie wpłynąć na dynamikę inwestycji. Zdaniem tych członków Rady, w kierunku ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego będzie również oddziaływać obniżenie popytu na polski eksport. Obniżenie popytu zewnętrznego, które związane jest z osłabieniem aktywności gospodarczej za granicą, potwierdzają badania koniunktury za I kw. br., w których po raz kolejny obniżył się wskaźnik prognoz eksportu.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Część członków Rady zwracała uwagę, że dane o wzroście PKB w I kw. 2008 r. dla Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro okazały się lepsze od oczekiwań. Inni członkowie Rady argumentowali, że większość wskaźników sygnalizuje silne spowolnienie w gospodarce amerykańskiej. Natomiast odnosząc się do sytuacji w strefie euro, część Rady zwracała uwagę na znaczne różnice w tempie wzrostu gospodarczego między poszczególnymi krajami. Podkreślali oni przy tym, że nadal zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego strefy euro jest słaby popyt wewnętrzny oraz ryzyko obniżenia popytu zewnętrznego, związane z umocnieniem kursu euro względem dolara amerykańskiego oraz funta szterlinga, a także osłabieniem aktywności w gospodarkach amerykańskiej i brytyjskiej. Członkowie ci argumentowali, że obawy o pogorszenie się koniunktury widoczne są w podwyższonej premii za ryzyko zawartej w oprocentowaniu kredytów dla przedsiębiorstw oferowanych przez banki w strefie euro. Wskazywano również, że Polska należy do krajów Unii Europejskiej, których wahania koniunktury są najsilniej skorelowane z wahaniami koniunktury w strefie euro, co oznacza, że spowolnienie wzrostu w strefie euro prawdopodobnie wpłynie negatywnie na wzrost gospodarczy w Polsce. Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymująca się w gospodarce światowej niepewność może skutkować mniejszym napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski, co również oddziaływałoby w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do dylematów banków centralnych, część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko stagflacji, czyli sytuacji, w której obniżeniu wzrostu gospodarczego będzie towarzyszyć wysoka inflacja. W tym kontekście dyskutowano na temat właściwej reakcji władz monetarnych na utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie, w szczególności gdy wynika ona z czynników w dużym stopniu niezależnych od krajowej polityki pieniężnej.

Dyskutując o kształtowaniu się kursu walutowego część członków Rady wskazywała, że umocnienie złotego było istotnym czynnikiem zwiększającym restrykcyjność polityki pieniężnej w ostatnim okresie. Równocześnie zwracano uwagę, że dalszy wzrost dysparytetu stóp procentowych może skutkować zwiększonym napływem krótkoterminowego kapitału do Polski, powodując dalszą aprecjację złotego i pogorszenie się wyników finansowych przedsiębiorstw, co miałoby negatywne konsekwencje dla aktywności inwestycyjnej oraz wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali, że zmianie uległy oczekiwania dotyczące przyszłych stóp procentowych Fed oraz EBC, co ma istotne znaczenie dla perspektyw kształtowania się dysparytetu stóp w najbliższym okresie. W przypadku Stanów Zjednoczonych oczekiwano, że pod koniec roku stopy mogą wzrosnąć, natomiast w strefie euro powszechne stało się oczekiwanie utrzymania stóp na dotychczasowym poziomie. Ponadto członkowie ci wskazywali, że trudno obecnie ocenić trwałość czynników, które przyczyniły się w ostatnim okresie do aprecjacji złotego.

Analizując wpływ zmian kursu na gospodarkę, część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko pogłębienia nierównowagi zewnętrznej w przypadku nadmiernej aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że trudno ocenić, w jakim stop-

niu pogłębianie się deficytu na rachunku obrotów bieżących związane jest z aprecjacją kursu, a na ile może wynikać z szybszego od potencjału wzrostu gospodarczego.

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali o przydatności tzw. reguły Taylora w polityce pieniężnej. Część członków Rady była zdania, że w prowadzeniu polityki pieniężnej powinna być ona wykorzystywana. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że reguła ta powinna być raczej stosowana do ocen formułowanych *ex post*. W tym kontekście wskazywano na problemy związane z prawidłową specyfikacją tej reguły oraz na niepewność dotyczącą szacunków naturalnej stopy procentowej oraz tempa wzrostu produktu potencjalnego dla Polski.

Rozważając decyzję o stopach procentowych dyskutowano o ewentualnym dalszym zacieśnieniu polityki pieniężnej. W ocenie części członków Rady ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, wysoka dynamika wynagrodzeń i zatrudnienia oraz utrzymywanie się tempa wzrostu PKB powyżej produktu potencjalnego, a także brak wyraźnych oznak spowolnienia aktywności gospodarczej wskazywały na ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Zdaniem tych członków Rady czynniki te przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych na majowym posiedzeniu. Ponadto członkowie ci wskazywali, że wstrzymywanie się z decyzją o podwyżce stóp procentowych zwiększa ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego przez dłuższy okres, co wymagałoby następnie silniejszego ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego koniecznego do obniżenia inflacji do celu. Część członków Rady uznała jednak, że dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych wraz ze znaczącą aprecjacją złotego oraz oczekiwanym obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego mogą okazać się wystarczające dla obniżenia inflacji do celu w średnim okresie. Większość członków była zdania, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie możliwa po zapoznaniu się z czerwcową projekcją inflacji NBP. Argumenty te uzasadniały, ich zdaniem, brak zmiany stóp na bieżącym posiedzeniu Rady.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna: 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Informacja po posiedzeniu RPP w dniach 24–25 czerwca 2008 r.

Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie silnego wzrostu obejmującego wszystkie jej sektory. Dane, które napłynęły w ostatnim okresie wskazują jednak, że tempo wzrostu gospodarczego stopniowo obniża się, co jest zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki zatrudnienia i wynagrodzeń oraz kształtowanie się niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy.

Najnowsze informacje dotyczące gospodarki Stanów Zjednoczonych sygnalizują, że skala spowolnienia aktywności w tej gospodarce może być mniejsza niż wcześniej oczekiwano, jednak może ono trwać dłużej. Utrzymuje się też niepewność co do skali obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w strefie euro, a także jego wpływu na gospodarkę

polską. W ostatnich miesiącach silnie wzrosły ceny ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie w wielu krajach obserwowany był wzrost zarówno bieżącej, jak i prognozowanej inflacji.

W maju roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce wzrosło do 4,4%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, a także powyżej górnej granicy odchyień od celu, określonej na poziomie 3,5%. Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z silnego wzrostu cen regulowanych (cen gazu oraz energii elektrycznej), a także ze wzrostu cen żywności i paliw. Rada podtrzymuje ocenę, że w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, co w decydującym stopniu będzie rezultatem podwyżek cen regulowanych oraz wysokiej rocznej dynamiki cen żywności i paliw.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB z nowej wersji modelu ECMOD (NECMOD), stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Prognozowane w czerwcowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest do 2009 r. wyższe od oczekiwanego w lutowej projekcji, natomiast w 2010 r. jest niższe od przewidywanego w lutowej projekcji. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem prognozowana inflacja znajdzie się w przedziale 3,8-4,7% w 2008 r. (wobec 3,6-4,7% w projekcji lutowej), 2,5-5,8% w 2009 r. (wobec 2,6-4,9%) oraz 0,1-5,7% w 2010 r. (wobec 2,1-4,8%).

Zgodnie z czerwcową projekcją z modelu NECMOD, roczne tempo wzrostu PKB znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,3-5,5% w 2008 r. (wobec 4,4-5,8% w projekcji lutowej), 3,4-6,2% w 2009 r. (wobec 3,5-6,1%) oraz 3,8-6,8% w 2010 r. (wobec 3,6-6,9%).

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej mimo spodziewanego stopniowego obniżania tempa wzrostu gospodarczego. Podwyższona inflacja będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych, a także z obserwowanego w gospodarce światowej i oddziałującego na polski rynek wzrostu cen żywności i paliw. Utrzymywanie się podwyższonej inflacji rodzi ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, a w konsekwencji wzrost ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Ponadto wzrost cen nośników energii i żywności może stopniowo przenosić się na inne ceny, w szczególności ceny niektórych usług.

W średnim okresie presja inflacyjna może być ograniczana przez nadal dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wciąż wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. Do ograniczania tej presji może się także przyczyniać spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także w gospodarce polskiej. Presja inflacyjna może być nadal osłabiana przez procesy globalizacji, chociaż ich łączny efekt będzie prawdopodobnie słabszy niż dotychczas. W kierunku obniżenia inflacji będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP oraz obserwowana w ostatnich kwartałach aprecjacja złotego.

Uwzględniając powyższe czynniki i biorąc pod uwagę wyniki czerwcowej projekcji inflacji oraz dążąc do obniżenia inflacji do poziomu celu inflacyjnego w średnim okresie, Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stóp procentowych NBP.

Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrost płac w sektorze finansów publicznych, stopień ekspansywności

polityki fiskalnej, poziom kursu złotego, kształtowanie się bilansu obrotów bieżących oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę, w tym na ceny żywności. Rada będzie również analizować zmiany w otoczeniu polskiej gospodarki i ich wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji - Czerwiec 2008*.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej.

Prace nad przygotowaniem projekcji koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do jej opracowania wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁵³. Projekcja powstaje jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane są ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie są one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ogólnym stanie wiedzy o procesach gospodarczych. Projekcja sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o ich poziomie. W projekcji uwzględniono dane dostępne do 26 maja 2008 r.

Otoczenie międzynarodowe

Scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie przyjęty w projekcji zakłada przejściowe spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2008 i 2009 r. Obniżenie aktywności gospodarczej zapoczątkowane obserwowanymi w ostatnim okresie zaburzeniami na rynkach finansowych oraz spadkiem cen części aktywów, w tym nieruchomości, obejmie zarówno Stany Zjednoczone i Wielką Brytanię jak i, z pewnym opóźnieniem, strefę euro. Założono przy tym, że stymulacja fiskalna oraz dotychczasowe obniżki stóp procentowych przez System Rezerwy Federalnej (FED) ograniczą skalę i trwałość osłabienia koniunktury w Stanach Zjednoczonych, a przez to zmniejszą ryzyko istotnego pogorszenia koniunktury w krajach powiązanych handlowo z gospodarką amerykańską. W 2010 r. oczekiwane jest ponowne przyspieszenie globalnego wzrostu gospodarczego.

Przyjmuje się także, że cykl obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych został zakończony. W pierwszej połowie 2009 r., w obliczu ponownego przyspieszenia wzrostu gospodarczego i narastania ryzyka wzrostu inflacji, FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Również w strefie euro rosnąca presja inflacyjna ograniczy możliwości łagodzenia polityki pieniężnej w 2008 r. Europejski Bank Centralny (ECB) rozpocznie cykl obniżania stóp procentowych dopiero na początku 2009 r.

Pomimo zakładanego wyhamowania wzrostu w gospodarkach rozwiniętych w 2008 r. ogólnoświatowe ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, pozostaną na

⁵³Wykorzystanie w procesie prognostycznym modelu NECMOD jest efektem systematycznego rozwoju poprzedniego modelu prognostycznego NBP. Wstępna wersja dokumentacji modelu NECMOD jest dostępna na stronie internetowej NBP.

wysokim poziomie. Głównym czynnikiem determinującym poziom cen surowców pozostanie wysoki popyt ze strony krajów rozwijających się. Stabilizacji cen ropy naftowej na poziomie ok. 120 USD/b w 2010 r. sprzyjać będzie prognozowana aprecjacja dolara względem euro.

Uruchomienie dostosowań podażowych oraz odpływ kapitału spekulacyjnego z giełd surowców rolnych złagodzią presję na wzrost cen żywności. W 2009 r. i 2010 r. oczekuje się już powolnego spadku cen surowców rolnych na rynkach światowych, co będzie ważnym czynnikiem zmniejszającym globalną presję inflacyjną.

Popyt zagregowany

W 2008 r. w gospodarce polskiej spodziewane jest przejściowe obniżenie dynamiki popytu krajowego do poniżej 5% r/r. Od 2009 r. dynamika popytu krajowego ponownie przyspieszy, utrzymując się na poziomie zbliżonym do 6% r/r. Osłabienie wzrostu popytu krajowego w roku bieżącym będzie wynikać głównie ze spowolnienia tempa wzrostu akumulacji. Złoży się na to zarówno obniżenie dynamiki popytu inwestycyjnego, jak i wyraźnie niższa niż w ostatnich kwartałach, kontrybucja przyrostu zapasów do wzrostu gospodarczego. W mniejszym stopniu na obniżenie dynamiki popytu krajowego w 2008 r. wpłynie słabsza niż w roku ubiegłym dynamika spożycia zbiorowego. Niższy wzrost spożycia zbiorowego będzie jednak w dużej części kompensowany relatywnie silnym tempem wzrostu spożycia indywidualnego.

Obserwowana w ostatnich kwartałach wysoka dynamika popytu inwestycyjnego, od połowy 2008 r. będzie się stopniowo obniżała. Do spowolnienia wzrostu nakładów na środki trwałe w dużym stopniu przyczyni się osłabienie tempa wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Spadek popytu na mieszkania, wzmocniony przez ostatnie podwyżki stóp procentowych przełoży się na spadek cen mieszkań. W 2010 r., korzystna sytuacja na rynku pracy oraz czynniki demograficzne będą jednak sprzyjać odbudowie popytu oraz ponownemu wzrostowi cen na rynku mieszkaniowym.

Niepewność związana z osłabieniem wzrostu w gospodarce światowej, zacieśnienie polityki monetarnej w Polsce oraz pogarszający perspektywy rozwoju firm wzrost kosztów surowców, wpłyną także na obniżenie tempa wzrostu nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw. Dynamika inwestycji firm utrzyma się jednak na poziomie przekraczającym 5% r/r, czemu sprzyjać będą: intensywny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz unijnych funduszy strukturalnych wspierających rozwój przedsiębiorstw.

Pozytywny wpływ funduszy strukturalnych z Unii Europejskiej na wzrost popytu krajowego, również w latach słabszej koniunktury, znajdzie swoje odzwierciedlenie także w postaci wysokiej dynamiki inwestycji publicznych. Wysoki stopień wykorzystania funduszy infrastrukturalnych z nowej perspektywy finansowej, umożliwi uzupełnienie niedoborów kapitału publicznego, zapewniając szybki wzrost możliwości produkcyjnych gospodarki oraz podniesienie rentowności inwestycji prywatnych. W końcu horyzontu projekcji, w ślad za osłabieniem tempa napływu funduszy strukturalnych, dynamika inwestycji publicznych spadnie. Poprawie koniunktury krajowej będzie natomiast towarzyszyło ożywienie inwestycji sektora prywatnego.

Dynamika spożycia indywidualnego w latach 2008-2010 będzie kształtować się w przedziale pomiędzy 5% a 6% r/r. W krótkim horyzoncie projekcji czynnikiem podtrzymującym wysoki wzrost konsumpcji będzie silny wzrost dochodów do dyspozycji gospo-

darstw domowych. Będzie się on wiązał z dobrą sytuacją na rynku pracy, korzystnymi dla gospodarstw domowych zmianami w polityce fiskalnej oraz przekazami pieniężnymi od osób pracujących za granicą. Wspomniane zmiany w polityce fiskalnej obejmują dokonaną już redukcję składki rentowej oraz odmrożenie progów podatkowych i wprowadzenie ulgi prorodzinnej w 2008 r., a także oczekiwane obniżenie stawek podatku dochodowego PIT w 2009 r. W 2008 r., ze względu na skumulowaną z ostatnich dwóch lat waloryzację rent i emerytur, szczególnie wysoki będzie także wzrost świadczeń społecznych. Dodatkowo w 2008 r. wzrostowi konsumpcji indywidualnej sprzyjać będzie względnie wysoki poziom cen nieruchomości, który pozytywnie wpłynie na wycenę majątku gospodarstw domowych. Wraz z osłabieniem wzrostu gospodarczego i popytu na pracę, pod koniec 2008 r. dynamika dochodów do dyspozycji zacznie spadać, co przy jednoczesnej korekcie cen nieruchomości, z pewnym opóźnieniem, wpłynie negatywnie na dynamikę spożycia indywidualnego w końcu horyzontu projekcji.

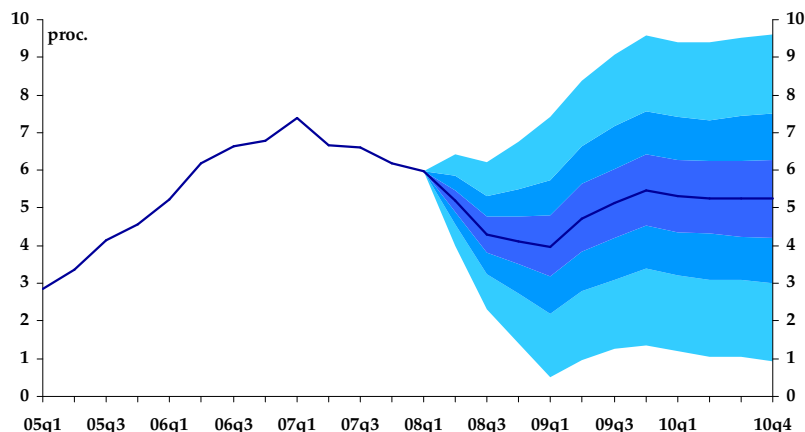
Pomimo osłabienia koniunktury globalnej w 2008 i 2009 r., rosnąca integracja gospodarki polskiej ze strukturami Unii Europejskiej wpłynie na podtrzymanie stosunkowo wysokiej dynamiki eksportu. Ze względu na znaczną importochłonność produkcji eksportowej, okresowe osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce nie przełoży się na głęboką redukcję dynamiki importu. Od połowy 2009 r., ze względu na ponowne ożywienie popytu krajowego i zagranicznego oraz pozytywny impuls podażowy związany ze wzrostem współczynnika aktywności zawodowej, dynamiki eksportu i importu istotnie przyspieszą. Wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego pozostanie ujemny w całym horyzoncie projekcji, w największym stopniu wpływając na obniżenie dynamiki PKB pod koniec 2008 r.

Równowaga makroekonomiczna

Ścieżka centralna PKB wskazuje na spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 2008 r. do ok. 4% r/r, a następnie jej łagodny wzrost do ponad 5% w kolejnych latach projekcji (Wykres 4.1). Tempo wzrostu PKB od połowy 2008 r. będzie utrzymywać się poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Wysokiej dynamice produktu potencjalnego sprzyjać będzie wysokie tempo akumulacji kapitału produkcyjnego i wzrost stopy aktywności zawodowej. Mniejszą rolę odegra nieznaczna redukcja stopy bezrobocia równowagi i wyhamowanie tendencji spadkowej populacji (w wieku powyżej 15 lat), m.in. w związku z osłabieniem intensywności odpływów migracyjnych obserwowanych po wejściu do Unii Europejskiej.

Luka popytowa w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo domykać. Znaczące odchylenie rzeczywistego od potencjalnego PKB na początku 2008 r. jest w głównej mierze odzwierciedleniem wyraźnych napięć na rynku pracy. W horyzoncie projekcji, nadwyżka popytu nad podażą na rynku pracy ulegać będzie stopniowej redukcji. Oczekuje się, że niski poziom bezrobocia, dotychczasowy wysoki wzrost płac realnych, podniesienie płacy minimalnej oraz redukcja klina płacowego będą stanowiły zachętę do wejścia na rynek pracy szczególnie dla osób młodych oraz starszych. Spodziewane w 2009 r. ostateczne uregulowanie zasad przechodzenia na wcześniejszą emeryturę powinno wzmocnić efekt oddziaływania dobrej sytuacji na rynku pracy na aktywność zawodową osób w wieku przedemerytalnym. Wzrostowi współczynnika aktywności zawodowej sprzyjać będą także zmiany w strukturze wiekowej populacji. Wzrośnie udział w populacji osób w grupach wiekowych o tradycyjnie wysokim współczynniku aktywności zawodowej

(prime age). Szacuje się, że czynnik demograficzny będzie odpowiadał za ok. 40% zmiany współczynnika aktywności zawodowej, z 1,5 pkt. proc. wzrostu prognozowanego w okresie 2008-2010.



Wykres 4.1: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.

Źródło: NBP.

Ze względu na stosunkowo wysoki wzrost popytu krajowego oraz niekorzystne kształtowanie się terms-of-trade w związku z szybko rosnącymi cenami surowców energetycznych, saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego ulegnie pogorszeniu do poniżej 5% PKB na przełomie 2009 i 2010 r. Stabilizacja światowych cen ropy i gazu, a także systematyczna poprawa wkładu eksportu netto, sprzyjać będą zmniejszaniu się nierównowagi zewnętrznej od początku 2010 r.

Presja kosztowa

Wysokie poziomy cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych wpływać będą, szczególnie w 2008 r., na narastanie presji kosztowej na rynku krajowym. Wysokie ceny surowców energetycznych przełożą się na wzrost cen importu i kosztów produkcji, a także bezpośrednio na ceny paliw i energii elektrycznej wchodzących w skład koszyka cen konsumenta CPI. Ceny surowców rolnych na światowych giełdach wpłyną z kolei na utrzymanie wysokiej dynamiki cen żywności w Polsce.

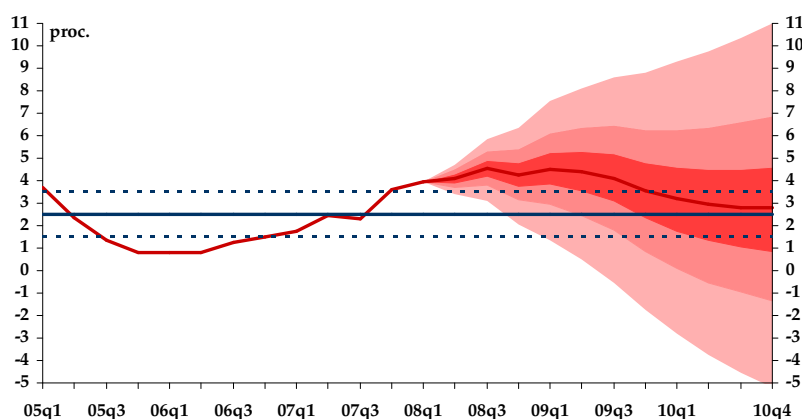
Presja kosztowa będzie wygasła w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji. Przy braku istotnych zmian kursu złotego oraz przy stabilizacji cen surowców rolnych na rynkach światowych, od końca 2009 r. można już oczekiwać nieznacznej deflacji cen żywności na rynku krajowym. Ze względu na niepełne, ograniczone przez regulacje niektórych sektorów rynku energii, przełożenie cen surowców energetycznych na rynkach międzynarodowych na ceny energii konsumenta, dostosowanie tych ostatnich będzie rozłożone w czasie. Spodziewana deregulacja rynku energii przyspieszy rozwiązanie narastającej w krótkim horyzoncie projekcji nierównowagi na rynku energii, co przełoży się na wysoką presję na wzrost cen energii także w dwóch ostatnich latach projekcji, pomimo stabilizacji cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

Tempo wzrostu płac realnych w gospodarce w 2008 r., podobnie jak w roku ubiegłym, przewyższy tempo wzrostu wydajności pracy. W dłuższym horyzoncie projekcji czynnikami działającymi w kierunku obniżenia dynamiki płac oraz jednostkowych kosztów

pracy będą wzrost efektywnej podaży pracy oraz w mniejszym stopniu osłabienie popytu na pracę związane ze spowolnieniem gospodarczym na przełomie 2008 i 2009 r.

Inflacja

W roku 2008 spodziewane jest przyspieszenie tempa wzrostu cen konsumenta mierzonych indeksem CPI. Ścieżka centralna projekcji wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji inflacja będzie utrzymywała się powyżej celu inflacyjnego NBP ustalonego na 2,5%. Do końca 2009 r. inflacja będzie znajdowała się ponad górną granicą przedziału odchyień od celu, powracając do pasma w 2010 r. (Wykres 4.2). Prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego stopniowo maleje do ok. 0,52 w ostatnich dwóch kwartałach projekcji.



Wykres 4.2: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP.

Źródło: NBP.

Na podniesienie stopy inflacji w 2008 r. w znacznym stopniu wpłynie wysokie tempo wzrostu cen żywności i nośników energii. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji, w pierwszych kwartałach 2008 r., ze względu na wysoki wzrost kosztów pracy, zacznie także przyspieszać inflacja bazowa. W kolejnych latach, przy stopniowej stabilizacji cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, oczekuje się wyraźnego obniżenia dynamiki cen żywności oraz w mniejszym stopniu także dynamiki cen nośników energii. Ze względu na korzystne zmiany podażowe na rynku pracy, w dłuższym horyzoncie projekcji nastąpi stabilizacja, a w 2010 r. już powolny spadek inflacji bazowej.

Poniższa tabela prezentuje najważniejsze charakterystyki rozkładu prawdopodobieństwa ścieżki inflacji otrzymanej w projekcji czerwcowej.

Tabela 4.1: Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2008q2	0,000	0,000	0,112	0,495	0,112
2008q3	0,000	0,006	0,123	0,486	0,123
2008q4	0,020	0,095	0,286	0,484	0,266
2009q1	0,059	0,146	0,291	0,487	0,232
2009q2	0,108	0,204	0,341	0,492	0,233
2009q3	0,172	0,279	0,405	0,492	0,232
2009q4	0,261	0,369	0,492	0,500	0,231
2010q1	0,326	0,425	0,533	0,498	0,207
2010q2	0,365	0,459	0,559	0,503	0,194
2010q3	0,387	0,477	0,565	0,505	0,178
2010q4	0,402	0,479	0,563	0,505	0,160

Źródło: Instytut Ekonomiczny NBP.

Projekcja czerwcową na tle projekcji lutowej

Inflacja CPI w dwóch pierwszych latach projekcji kształtuje się powyżej, a w 2010 r. poniżej ścieżki z rundy lutowej. Dynamika PKB w 2008 r. jest w projekcji czerwcowej niższa, a w latach następnych wyższa niż w projekcji lutowej.

Na przesunięcie ścieżki inflacji pomiędzy projekcjami wpływ miały głównie: zmiana oceny sytuacji na rynku pracy oraz zmiana prognoz dotyczących otoczenia zewnętrznego. W krótkim horyzoncie projekcji, skala ożywienia na rynku pracy okazała się silniejsza niż przewidywano w lutym. W 2008 r. oczekuje się istotnie wyższego wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W kolejnych latach projekcji, wraz ze wzrostem efektywnej podaży pracy, następuje wyraźne spowolnienie dynamiki jednostkowych kosztów pracy poniżej prognoz formułowanych w rundzie lutowej, co działa w kierunku osłabienia presji inflacyjnej.

Wyższy niż zakładano przed kwartałem wzrost cen surowców energetycznych oraz rolnych na rynkach światowych wpłynął na podniesienie prognozowanych dynamik cen nośników energii i cen żywności. Wzrost cen surowców przekłada się na podniesienie kosztów produkcji, a następnie na wzrost cen producentów krajowych, co z pewnym opóźnieniem znajduje swoje odzwierciedlenie także we wzroście inflacji bazowej.

W długim horyzoncie projekcji, stabilizacja cen surowców i silniejszy, m.in. ze względu na dokonane między projekcjami zacieśnienie polityki monetarnej, kurs złotego przyczyniają się do obniżenia inflacji poniżej poziomu prognozowanego w lutym.

Przyjęty w projekcji czerwcowej scenariusz silniejszego niż zakładano przed kwartałem spowolnienia wzrostu globalnego oraz istotnie wyższego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy zacieśnieniu polityki monetarnej w Polsce, wpłynął na obniżenie ścieżki wzrostu gospodarczego do połowy 2009 r. W ostatnich kwartałach projekcji, na

dynamikę PKB pozytywny wpływ zaczyna wywierać wyraźnie wyższy niż oczekiwano przed kwartałem wzrost podaży pracy.

Główne obszary niepewności

Rozwój sytuacji na rynku pracy

Istotnym źródłem niepewności w projekcji czerwcowej pozostaje przyszły rozwój sytuacji na rynku pracy. Niepewność ta wiąże się przede wszystkim z siłą wpływu ożywienia gospodarczego na efektywną podaż pracy (liczbę aktywnych zawodowo i stopę bezrobocia NAWRU), natężeniem i charakterem ruchów migracyjnych, skalą presji płacowej w sektorze publicznym oraz oddziaływaniem na rynek pracy już wprowadzonych lub prawdopodobnych zmian w polityce fiskalnej i regulacyjnej. Niepewność związana z prowadzoną polityką fiskalną i regulacyjną obejmuje zmiany w ustawodawstwie dotyczącym przechodzenia na wcześniejsze emerytury, zmiany płacy minimalnej oraz efekty obniżenia składki rentowej i zmian w podatku PIT. Ocenia się, że prawdopodobieństwo silniejszego, niż pokazuje projekcja, wzrostu napięć na rynku pracy, a więc także wyższej inflacji i niższej dynamiki PKB, jest wyższe niż prawdopodobieństwo realizacji scenariusza zakładającego osłabienie napięć na rynku pracy w stosunku do ścieżki centralnej.

Skala i charakter spowolnienia gospodarczego na świecie

Prognoza sytuacji międzynarodowej zakłada utrzymanie spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego zainicjowanego przez kryzys na rynkach kredytów hipotecznych i zaburzenia na rynkach finansowych, do początku 2009 r. Gdyby obniżenie tempa wzrostu w gospodarkach rozwiniętych okazało się trwalsze, a efekty zaburzeń na rynkach finansowych dotknęły także gospodarki krajów rozwijających się (w tym azjatyckich), należałoby oczekiwać silniejszego spowolnienia wzrostu także w Polsce. Pogorszeniu uległaby sytuacja na rynku pracy i niższy byłby wzrost jednostkowych kosztów pracy. Procesy te oddziaływałyby w kierunku obniżenia obecnie prognozowanych ścieżek PKB i inflacji w Polsce. Ze względu na fakt, że obecny scenariusz rozwoju sytuacji w gospodarce światowej uwzględnia większość ryzyk nakreślonych w rundzie lutowej, ryzyko projekcji związane ze spowolnieniem w gospodarce światowej ocenia się jako niższe w stosunku do rundy lutowej.

Regulacja rynków i wprowadzenie standardów europejskich

Część sektorów gospodarki w Polsce pozostaje nadal silnie regulowana. Mechanizmy ekonomiczne w sektorach regulowanych mogą być słabe, szczególnie w horyzoncie odpowiadającym horyzontowi projekcji. Ze względu na trudność określenia tempa i zakresu deregulacji rynku energii w Polsce, niepewnością obarczona jest m.in. prognoza wzrostu cen nośników energii.

Integracja gospodarki polskiej strukturach krajami Unii Europejskiej wymaga stopniowych dostosowań regulacji w Polsce do standardów unijnych. Nieustalone dotychczas terminy wprowadzenia zmian fiskalnych wymaganych przez Unię Europejską, w tym ujednolicenia stawek VAT dla towarów konsumpcyjnych, przekładają się na wzrost ryzyka projekcji. Podobnie, trudno jest ocenić skalę wpływu na aktywność gospodarczą

nowych przepisów dotyczących emisji dwutlenku węgla oraz ewentualnego dalszego zaostrzania wymogów związanych z ochroną środowiska.

Na niepewność związaną z otoczeniem prawnym składa się także brak ostatecznych rozwiązań dotyczących zagospodarowania przestrzennego oraz trudność w ocenie skuteczności środków administracyjnych, które mają na celu zwiększenie stopnia wykorzystania funduszy unijnych.

Wydaje się, że wypadkową tych ryzyk jest wyższe prawdopodobieństwo pogorszenia średniookresowych perspektyw wzrostu oraz zwiększenia presji inflacyjnej w stosunku do scenariusza przedstawionego w projekcji.

Niepewność kształtowania się cen surowców rolnych i energetycznych

Czerwcową projekcją zakłada wyhamowanie dynamiki światowych cen surowców rolnych i energetycznych oraz ich stabilizację, a tym samym realny spadek, w 2009 i 2010 r. Scenariuszowi takiemu powinno sprzyjać prognozowane spowolnienie globalnego tempa wzrostu oraz dostosowania podaży, będące odpowiedzią na utrzymujący się wysoki popyt i ceny surowców. Gdyby jednak tempo wzrostu gospodarczego, szczególnie w krajach rozwijających się, utrzymało się w horyzoncie prognozy na relatywnie wysokim poziomie, a dostosowania podaży nie nadążały za wzrostem popytu, możliwe jest, że prognozowana dynamika cen surowców będzie wyższa niż przyjęto w projekcji. Dodatkowo, istotnym źródłem niepewności dotyczącej przyszłej dynamiki cen surowców rolnych jest ciągły brak ogólnoświatowego porozumienia i spójnego scenariusza regulującego rozwój rynku biopaliw. Ocenia się, że prawdopodobieństwo silniejszego niż założono w projekcji wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych jest wyższe niż prawdopodobieństwo kształtowania się tych cen poniżej tej ścieżki.

Przeniesienie kosztów pracy na inflację

Czynnikiem ryzyka dla projekcji jest ocena możliwości przerzucania wzrostu kosztów pracy przez przedsiębiorców na ceny produktów w warunkach globalizacji. Pogłębiająca się integracja gospodarki polskiej z gospodarką światową sprzyja zwiększeniu presji konkurencyjnej, co utrudnia przedsiębiorstwom podnoszenie cen wyrobów i usług własnych. Procesy globalizacyjne sprzyjają także redukcji pozapłacowych kosztów produkcji i kosztów zwiększania potencjału produkcyjnego. Wydaje się, że skala ryzyka związanego z oceną trwałości tego procesu i jego wpływu na relację między kosztami a cenami, ze względu na aktualizację modelu prognostycznego, zmalała w porównaniu z poprzednią projekcją.

Kurs złotego

Ze względu na trudności z prognozowaniem kursu złotego, istnieje wysokie ryzyko istotnych odchyłeń jego przyszłych realizacji od ścieżki z projekcji. Ocenia się, że niepewność związana z prognozą kursu utrzymała się na poziomie zbliżonym do projekcji lutowej, a ryzyka wokół prognozowanej ścieżki rozkładają się w przybliżeniu symetrycznie.

Omówienie danych, które napłynęły po 26 maja 2008 r.

Informacje, które napłynęły po 26 maja, wskazują na lepszą od oczekiwanej sytuację gospodarczą w głównych gospodarkach światowych oraz na utrzymujące się ryzyko wysokiej inflacji. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro mogą rozpocząć się wcześniej niż założono w projekcji. Ceny ropy na rynkach światowych pozostały w trendzie wzrostowym, odznaczając się bardzo silną zmiennością. Na wzrost cen w tym okresie oddziaływały przede wszystkim zmiany kursu dolara amerykańskiego, prognozy wskazujące na niższy od wcześniejszych oczekiwań wzrost podaży ropy i związany z tym wzrost obaw o bezpieczeństwo dostaw surowca ze względu na utrzymujące się wysokie ryzyko polityczne. Oczekuje się, że w całym horyzoncie, ceny ropy mogą kształtować się wyżej niż przyjęto w projekcji.

Po publikacji danych o rachunkach narodowych przez GUS, tempo wzrostu PKB w I kw. br. okazało się zgodne z przyjętym w punkcie startowym do projekcji czerwcowej. Silniej niż założono wzrosło spożycie indywidualne, natomiast dynamika nakładów brutto na środki trwałe była niższa niż w projekcji. Przy lepszym od oczekiwań wkładzie eksportu netto do wzrostu PKB oznacza to, że luka popytowa może domykać się nieznacznie wolniej niż wskazuje projekcja, przy wolniejszym narastaniu nierównowagi zewnętrznej.

Opublikowane przez GUS dane BAEL za I kw. 2008 r. wskazują na lepsze, niż założono w punkcie startowym projekcji, sytuację na rynku pracy. W szczególności wyższa niż przyjęto okazała się dynamika liczby pracujących, istotnie wzrósł współczynnik aktywności zawodowej i mniejsza była redukcja stopy bezrobocia między IV kw. 2008 r. a I kw. b.r. Dane zwiększają prawdopodobieństwo szybszej realizacji scenariusza przedstawionego w projekcji czerwcowej: wzrostu podaży pracy przy towarzyszącym mu wyhamowaniu spadku stopy bezrobocia.

Dane o inflacji CPI w maju br. wskazują, że w krótkim horyzoncie projekcji wskaźniki cen żywności i cen energii mogą ukształtować się nieco powyżej wartości z projekcji.

Podsumowanie pozamodelowych ryzyk projekcji inflacji

Najważniejszymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wyższej ścieżki inflacji niż zakłada to obecna projekcja są silniejszy wzrost napięć na rynku pracy oraz większy wzrost cen surowców na rynkach światowych. Na możliwość ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki z projekcji wskazuje natomiast ryzyko związane z głębszym niż przyjęto spowolnieniem w gospodarce światowej. Można oceniać, że po uwzględnieniu omówionych pozamodelowych czynników niepewności, ryzyko projekcji rozkłada się w przybliżeniu symetrycznie.

Tabela 4.2: Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2007	2008	2009	2010
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,5	4,3	4,3	3,1
Ceny żywności (% r/r)	4,8	6,3	1,6	-1,9
Ceny nośników energii (% r/r)	3,8	8,5	9,9	8,4
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,0	2,3	4,0	3,8
PKB (% r/r)	6,6	4,7	4,8	5,2
Popyt krajowy (% r/r)	8,3	5,4	5,7	5,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	5,0	5,0	5,8	5,2
Spożycie zbiorowe (% r/r)	5,8	3,4	4,0	3,9
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	17,6	12,6	8,3	7,7
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-1,8	-0,8	-1,1	-0,8
Eksport (% r/r)	8,4	10,1	11,2	12,2
Import (% r/r)	12,2	11,3	12,7	12,7
Płace brutto (% r/r)	8,6	8,7	6,3	6,1
Liczba pracujących (% r/r)	1,6	1,1	0,5	0,9
Stopa bezrobocia (%)	9,4	6,8	8,0	8,2
NAWRU (%)	11,9	10,6	10,3	10,2
Stopa aktywności zawodowej (%)	53,7	53,7	54,7	55,2
Wydajność pracy (% r/r)	5,0	3,6	4,3	4,2
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,7	3,6	1,8	1,8
Produkt potencjalny (% r/r)	4,8	5,3	7,0	6,5
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	2,0	2,6	0,6	-0,9
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2006=1,00)	1,08	1,17	1,14	1,12
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2006=1,00)	1,16	2,05	2,15	2,10
Poziom cen za granicą (% r/r)	2,0	2,3	2,1	2,0
PKB za granicą (% r/r)	2,6	1,8	1,5	2,1
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-2,6	-4,1	-5,6	-4,5
WIBOR 3M (%)	4,72	5,88	5,95	5,95

Źródło: Instytut Ekonomiczny NBP.

Dane dotyczące liczby pracujących, wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy to szacunki własne IE NBP na podstawie danych BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o prognozy MFV dotyczące kształtowania się cen pszenicy, wieprzowiny, wołowiny, drobiu, ryb, cukru, oliwy, pomarańczy oraz bananów z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od stycznia do kwietnia 2008 r.

- **Data:** 29 stycznia 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przywrócenia stanu organizacyjnego zgodnego z ustawą o Narodowym Banku Polskim

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	J. Czekaj	Przeciw:	S. Skrzypek
	D. Filar		
	S. Nieckarz		
	M. Noga		
	S. Owsiak		
	M. Pietrewicz		
	A. Sławiński		
	H. Wasilewska-Trenkner		
	A. Wojtyna		

- **Data:** 30 stycznia 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: D. Filar
M. Noga
H. Wasilewska-Trenkner

Przeciw: S. Skrzypek
J. Czekaj
S. Nieckarz
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
A. Wojtyna

- **Data:** 30 stycznia 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim

Decyzja RPP:

Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner
A. Wojtyna

Przeciw: M. Pietrewicz

- **Data:** 20 lutego 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner

Przeciw: A. Wojtyna

- **Data:** 27 lutego 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	D. Filar	Przeciw:	S. Skrzypek
	M. Noga		J. Czekaj
	H. Wasilewska-Trenkner		S. Nieckarz
			S. Owsiak
			M. Pietrewicz
			A. Sławiński
			A. Wojtyna

- **Data:** 27 lutego 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim

Decyzja RPP:

Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	S. Nieckarz
	J. Czekaj		S. Owsiak
	D. Filar		M. Pietrewicz
	M. Noga		
	A. Sławiński		
	H. Wasilewska-Trenkner		
	A. Wojtyna		

- **Data:** 26 marca 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: D. Filar
M. Noga
H. Wasilewska-Trenkner

Przeciw: S. Skrzypek
J. Czekaj
S. Nieckarz
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
A. Wojtyna

- **Data:** 26 marca 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim

Decyzja RPP:

Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner
A. Wojtyna

Przeciw:

- **Data:** 22 kwietnia 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31.12.2007 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner
A. Wojtyna

Przeciw:

- **Data:** 30 kwietnia 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	D. Filar	Przeciw:	S. Skrzypek
	M. Noga		J. Czekaj
	H. Wasilewska-Trenkner		S. Nieckarz
	A. Wojtyna		S. Owsiak
			M. Pietrewicz
			A. Sławiński