

Raport o inflacji Lipiec 2006

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Lipiec 2006

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 została sporządzona z wykorzystaniem modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych Adama B. Czyżewskiego. 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	11
1.1 Wskaźniki inflacji	12
1.2 Oczekiwania inflacyjne	15
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	16
Determinanty inflacji	21
2.1 Popyt	21
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	23
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	24
2.1.3 Popyt inwestycyjny	26
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	28
2.2 Produkcja	32
2.3 Rynek pracy	34
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	34
2.3.2 Płace i wydajność	38
2.4 Inne koszty i ceny	40
2.4.1 Ceny zewnętrzne	40
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	42
2.5 Rynki finansowe	43
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	43
2.5.2 Kurs walutowy	52
2.5.3 Kredyt i pieniądz	53
Polityka pieniężna w okresie maj–lipiec 2006 r.	63

Projekcja inflacji i PKB	69
4.1 Wstęp	69
4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB	72
4.3 Projekcja inflacji i PKB	79
4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej	88
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od marca 2006 r. do maja 2006 r.	95

Synteza

Inflacja w I kw. 2006 r. wyniosła 0,6% r/r, po czym w II kw. br. wzrosła do 0,8%. Na kształtowanie się inflacji na niskim poziomie począwszy od III kw. 2005 r. wpłynęło wygaśnięcie efektów cenowych związanych z akcesją Polski do UE w 2004 r., polityka pieniężna sprzed kilku kwartałów, aprecjacja złotego w 2005 r., rosnący udział importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz wzmożona konkurencja ze strony producentów z tych krajów. Na działanie tych czynników nałożyły się efekty krótkookresowe, takie jak utrzymujący się spadek cen żywności w ujęciu rocznym.

Pomimo umacniania się tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, w okresie kwiecień–czerwiec br. wskaźniki inflacji bazowej utrzymywały się na niskim poziomie. Niska inflacja "netto" wskazywała, że presja inflacyjna była w tym okresie ograniczona. Ograniczonej presji inflacyjnej w analizowanym okresie towarzyszyło utrzymywanie się oczekiwań inflacyjnych na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego, przy jednoczesnym nieznacznym obniżeniu się prognoz inflacyjnych analityków bankowych do poziomu 1,9%.

W analizowanym okresie roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła z 0,9% w marcu do 2,8% w czerwcu br. mimo mocniejszego niż rok temu efektywnego kursu złotego. Wzrost cen producentów obserwowany jest na rynku krajowym, podczas gdy w przypadku cen eksportowych od listopada 2004 r. utrzymuje się ich spadek (w ujęciu rocznym).

Według danych GUS, w I kw. 2006 r. wzrost realnego PKB przyspieszył i wyniósł 5,2% r/r wobec 4,3% r/r w IV kw. 2005 r., osiągając najwyższą dynamikę od II kw. 2004 r. Tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. było wyższe od oczekiwań przedstawionych w kwietniowym *Raporcie*. Szczególnie wysoki był wzrost spożycia indywidualnego, którego dynamika osiągnęła poziom obserwowany w okresie boomu poprzedzającego wstąpienie Polski do UE. Wysoki, choć niższy niż oczekiwano i niższy niż w poprzednim kwartale, okazał się wzrost nakładów na środki trwałe. Utrzymało się wysokie łączne tempo wzrostu spożycia i nakładów na środki trwałe. W sumie, wzrost popytu krajowego był nadal wysoki, choć ze względu na ujemny wkład zmiany zapasów do PKB, niższy niż w IV kw. 2005 r. Mimo wysokiego wzrostu popytu krajowego, istotnie wzrósł wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

Według danych GUS, w I kw. 2006 r. dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 5,2% r/r z 2,8% r/r w IV kw. 2005 r. i była wyższa od oczekiwań z kwietniowego *Raportu*. Silne

przyspieszenie wzrostu spożycia indywidualnego w I kw. 2006 r. nastąpiło w warunkach zwiększenia dynamiki realnych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych oraz wysokiego przyrostu kredytów przeznaczonych na cele konsumpcyjne.

Biorąc pod uwagę bieżące wyniki badań kondycji gospodarstw domowych, w tym oczekiwania dalszej poprawy ich sytuacji finansowej, utrzymanie wzrostu realnych wynagrodzeń przy znaczącym wzroście zatrudnienia w przedsiębiorstwach, przeprowadzoną w marcu 2006 r. waloryzację świadczeń społecznych oraz utrzymującą się w okresie kwiecień–czerwiec br. dwucyfrową dynamikę sprzedaży detalicznej, można oczekiwać, że w II kw. 2006 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego najprawdopodobniej utrzymało się na wysokim poziomie.

Według szacunków GUS, inwestycje w gospodarce w I kw. 2006 r. wzrosły realnie o 7,4% r/r wobec 10,1% w IV kw. i 6,5% w III kw. 2005 r. Mimo wysokiej dynamiki, wzrost nakładów na środki trwałe okazał się niższy niż w poprzednim kwartale i niższy od oczekiwań NBP z kwietniowego *Raportu o inflacji*.

Inwestycje są kluczowe dla podtrzymania wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. Zgodnie z badaniami Koniunktury NBP, wskaźnik aktywności inwestycyjnej obniżył się. Mimo to, aktywności inwestycyjnej w najbliższym okresie powinien sprzyjać dobry, w ocenie badanych przedsiębiorstw, klimat inwestycyjny. Przedsiębiorcy sygnalizują też korzystne perspektywy wzrostu popytu i produkcji, co przy bardzo wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych może być ważną przesłanką dla podejmowania inwestycji. Prawie wszyscy inwestorzy zapowiedzieli kontynuację rozpoczętych inwestycji, a wskaźnik nowych inwestycji utrzymał się na wysokim poziomie, choć poniżej historycznego poziomu odnotowanego w 2005 r.

Wśród czynników sprzyjających inwestowaniu należy wymienić dobrą sytuację finansową firm związaną z ich bardzo dobrymi wynikami w 2005 r. i w I kw. 2006 r. Jednocześnie wzrosło zainteresowanie kredytem – szczególnie ze strony dużych przedsiębiorstw – co potwierdzają dane z sektora bankowego. Do wzrostu inwestycji będzie się przyczyniać przewidywany wzrost stopnia wykorzystania funduszy strukturalnych. Ponadto uruchomiona została możliwość współpracy przedsiębiorstw w ramach Partnerstwa Publiczno-Prywatnego.

Dynamikę inwestycji może jednak ograniczać niepewność polityczna, w tym m.in. problemy w funkcjonowaniu rad nadzorczych i zarządów spółek Skarbu Państwa oraz możliwy niższy od spodziewanego poziom absorpcji funduszy unijnych w przypadku braku postępów w usprawnianiu systemu wykorzystania tych środków.

Utrzymanie wysokiego tempa inwestowania będzie zależać od czynników koniunkturalnych oraz strukturalnych, w tym instytucjonalnych, które określają klimat inwestycyjny. Klimat ten zależy głównie od skali łącznych obciążeń fiskalnych, perspektyw finansów publicznych, skuteczności ochrony praw własności, poziomu egzekwowania umów i przepisów ograniczających wolność gospodarczą.

Na podstawie wstępnych danych za kwiecień–czerwiec 2006 r. można oceniać, że w II kw. 2006 r. tempo wzrostu PKB było nadal wysokie i kształtowało się (zarówno w ujęciu

rocznym, jak i kwartalnym po usunięciu wahań sezonowych) na poziomie zbliżonym do obserwowanego w I kw. br. Według szacunków NBP, w II kw. br. utrzymał się silny wzrost spożycia indywidualnego, wzrosła dynamika nakładów na środki trwałe, obniżył się natomiast wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Aktualny szacunek tempa wzrostu PKB w II kw. 2006 r. jest istotnie wyższy od oczekiwań przedstawionych w kwietniowym *Raporcie*.

Dane dostępne w analizowanym okresie wskazywały na utrzymującą się poprawę sytuacji na rynku pracy. Następował wzrost zatrudnienia, zarówno w sektorze przedsiębiorstw (3,1% r/r w czerwcu br.) jak i w całej gospodarce (1,9% r/r w I kw. 2006 r.). Jednocześnie obniżała się w ujęciu rocznym stopa bezrobocia rejestrowanego. Według *Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności*, w I kw. br. utrzymało się notowane od III kw. 2005 r. wysokie tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce poza indywidualnymi gospodarstwami rolnymi. Tempo to było wyższe niż oczekiwano w kwietniowym *Raporcie*. Według BAEL, szybkiemu wzrostowi liczby pracujących towarzyszył znaczny spadek stopy bezrobocia. Wbrew założeniom z kwietniowej projekcji nie nastąpił natomiast wzrost liczby aktywnych zawodowo.

Przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w I kw. br. towarzyszyło wysokie tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce, które – podobnie jak tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy – było zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w kwietniowym *Raporcie*. Dane o wynagrodzeniach w przedsiębiorstwach w okresie kwiecień–czerwiec br., skorygowane o wpływ przesunięć jednorazowych składników wynagrodzeń w niektórych sekcjach, wskazywały na utrzymujący się szybki wzrost płac i funduszu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Jednocześnie obserwowanej od II połowy 2005 r. rosnącej dynamice wynagrodzeń w przedsiębiorstwach sektora przemysłowego towarzyszył znacznie szybszy wzrost wydajności pracy w tym sektorze.

W 2007 r. deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB będzie prawdopodobnie nieco niższy niż w 2006 r., a to dzięki zachowaniu kotwicy budżetowej (tj. deficytu budżetu państwa na poziomie 30 mld zł) oraz przy założeniu, że sytuacja innych jednostek sektora finansów publicznych nie ulegnie zasadniczej zmianie. Na obniżenie relacji deficytu do PKB wpłynie przede wszystkim oczekiwane wysokie tempo wzrostu gospodarczego, a więc czynnik o charakterze cyklicznym.

W II kw. 2006 r. zmiany na polskim rynku finansowym były przede wszystkim związane z czynnikami o charakterze globalnym. Oddziaływały one w kierunku osłabienia walut oraz wzrostu rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach zaliczanych do grupy krajów rozwijających się. Sprzedaż aktywów, która objęła wszystkie segmenty rynku finansowego w Polsce, była w znacznej mierze spowodowana rosnącymi oczekiwaniami na zacieśnianie polityki pieniężnej przez banki centralne w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Japonii. Jednocześnie w II kw. br. nominalny efektywny kurs złotego był zgodny z oczekiwaniami z kwietniowego *Raportu*.

Kwietniowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 24 marca 2006 r.) przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w końcu 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%)

i w 2008 r. utrzyma się na poziomie zbliżonym do celu. Projekcja wskazywała, że do 2008 r. luka popytowa pozostanie ujemna i będzie się domykać w tempie szybszym od przewidywanego w projekcji styczniowej. Dane opublikowane w maju i czerwcu br. pozwoliły na ocenę trafności założeń projekcji dotyczących I kw. oraz wstępną ocenę trafności samej projekcji za II kw. 2006 r. Biorąc pod uwagę bilans czynników kształtujących przyszłą inflację, w tym wyniki kwietniowej projekcji inflacji, na posiedzeniach w maju i czerwcu br. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,0%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%. Po zapoznaniu się z najnowszymi danymi i lipcową projekcją inflacji, w lipcu Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W trakcie posiedzeń w okresie kwiecień–lipiec 2006 r. Rada dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej. Najważniejszymi problemami omawianymi przez Radę były: przyszły wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania na inflację w Polsce, trwałość ożywienia na rynku pracy i związana z tym presja na wzrost wynagrodzeń w Polsce, znaczenie utrzymywania się niskiej inflacji netto dla przyszłej inflacji CPI, doświadczenia innych krajów, w których inflacja kształtowała się przez pewien czas poniżej celu inflacyjnego oraz perspektywy kształtowania się kursu złotego.

W informacji po kwietniowym posiedzeniu Rada podtrzymała sformułowaną w marcu ocenę, że inflacja – głównie na skutek oddziaływania czynników o charakterze krótkookresowym – będzie w perspektywie II, a być może III kw. 2006 r. z dużym prawdopodobieństwem utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego. Gdyby rozwój sytuacji w gospodarce był zgodny z kwietniową projekcją NBP, utrzymanie się stopy referencyjnej banku centralnego na poziomie obserwowanym w kwietniu sprzyjałoby – zdaniem Rady – stopniowemu powrotowi inflacji do celu w horyzoncie projekcji i utrzymywaniu się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do tempa potencjalnego, które wynika ze strukturalnych cech polskiej gospodarki. W informacji po majowym posiedzeniu Rada uznała, że bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji nie zmienił się istotnie, jakkolwiek pojawił się czynnik ryzyka związany z naciskami płacowymi w sferze budżetowej. W komunikacie po czerwcowym posiedzeniu Rada oceniała, że bilans czynników ryzyka mógł wskazywać na wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji oraz na majowym posiedzeniu RPP. Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa w lipcu 2006 r. po opublikowaniu projekcji inflacji.

Jedną z przesłanek decyzji w polityce pieniężnej są projekcje inflacji i PKB przedstawiane w *Raportach o inflacji*.

Zgodnie z lipcową projekcją inflacji i PKB sporządzoną przez ekspertów NBP, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,7–5,3% w 2006 r. (wobec 3,9–5,0% w kwietniowej projekcji); 3,6–5,9% w 2007 r. (wobec 3,4–5,8%) oraz 4,0–6,6% w 2008 r. (wobec 3,5–6,2%).

Lipcowa projekcja inflacji wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie wyższe od oczekiwanego w kwietniowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,0–1,9% w IV kw. 2006 r. (wobec 0,5–2,0% w projekcji kwietniowej), 1,5–3,5% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,3–3,4%) oraz 1,7–4,3% w IV kw. 2008 r. (wobec 1,2–3,9%).

Należy podkreślić, że w ocenie autorów projekcji przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim skali przyszłego wpływu czynników globalizacyjnych na inflację, wpływu nierównowagi globalnej na tempo wzrostu gospodarki światowej, tempa wzrostu siły roboczej, wpływu suszy w Polsce na ceny żywności, kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach, w szczególności wpływu podwyższonych żądań płacowych na finanse publiczne w Polsce, kształtowania się kursu walutowego. Ponadto, projekcja została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 23 czerwca br., a więc nie uwzględnia wyższych niż założono w projekcji cen ropy naftowej, wyższego szacunku PKB w II kw. br. oraz znacznie niższej niż prognozowano inflacji CPI w II kw. br. Natomiast inflacja netto była w II kw. br. zgodna z założoną w lipcowej projekcji.

Po zapoznaniu się z najnowszymi danymi i lipcową projekcją inflacji Rada potwierdza opinię wyrażoną na czerwcowym posiedzeniu, że wzrosło prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji.

Zdaniem Rady obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla ograniczenia nierównowagi finansów publicznych, co przyczyniłoby się do utrwalenia długofalowego wzrostu gospodarczego na wysokim poziomie. Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

Przebieg procesów inflacyjnych

Inflacja mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI¹) w Polsce w ciągu ostatnich kilku lat (od maja 2002 r.) utrzymywała się na niskim poziomie, tj. poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) obowiązującego od 2004 r. Jedynie w pierwszym roku członkostwa Polski w Unii Europejskiej tempo wzrostu cen przekraczało 2,5%. Przebieg inflacji w tym okresie był wynikiem splotu zaburzeń o trudnej do przewidzenia skali, czynników o charakterze strukturalnym oraz polityki pieniężnej. Jednym z czynników strukturalnych, który w całym okresie sprzyjał niskiej dynamice cen było zwiększenie konkurencji na rynku towarów i usług związane z szerszym otwarciem gospodarki w warunkach wysoce zliberalizowanych przepływów handlowych w świecie. Wzrost otwartości gospodarki znalazł odzwierciedlenie m.in. we wzroście importu towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania, który przyczynił się również do ograniczania wzrostu płac w sektorze dóbr podlegających wymianie międzynarodowej. Ponadto, do ograniczania inflacji przyczyniało się umacnianie się nominalnego efektywnego kursu złotego w okresie od II kwartału 2004 r. do I kw. 2006 r.

Z kolei w kierunku wzrostu inflacji oddziaływało przenoszenie miejsc pracy do Polski z krajów o relatywnie wysokich kosztach pracy, które przyczyniało się do wzrostu liczby pracujących oraz obniżenia (od połowy 2004 r.) tempa wzrostu wydajności pracy w gospodarce. Wzrost liczby pracujących, przy utrzymywaniu się dynamiki płac na poziomie ok. 4,5% prowadził do wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, oddziałując w kierunku wzrostu cen. Migracje zarobkowe pracowników z Polski do niektórych krajów UE przyczyniały się do zmniejszenia podaży pracy w Polsce, zwłaszcza w niektórych grupach zawodowych.

Powyższe czynniki działały na inflację w różnych kierunkach i z różnym natężeniem, a ich łącznym efektem było utrzymywanie się tempa wzrostu cen na niskim poziomie.

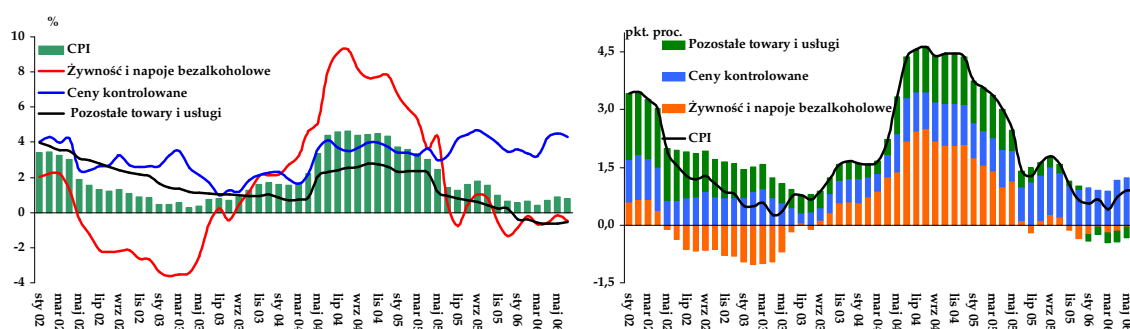
W ostatnich miesiącach roczna inflacja CPI w Polsce nieznacznie wzrosła, jednak nadal kształtuje się ona poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego 2,5% +/- 1 punkt procentowy. Nieznacznie wzrosły także miary inflacji bazowej. Wzrost cen odnotowano głównie w grupie towarów i usług, których ceny zalicza się do cen kontrolowanych. W pierwszym rozdziale *Raportu o inflacji* przedstawiono główne składowe inflacji w Polsce, natomiast jej determinanty omówiono w rozdziale drugim. Projekcja inflacji przedstawiona została w czwartym rozdziale *Raportu o inflacji*.

¹CPI – ang. *Consumer Price Index*.

1.1 Wskaźniki inflacji

W okresie kwiecień–czerwiec br.² inflacja wzrosła do 0,8% r/r³ (z 0,4% w marcu) i nadal utrzymuje się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.1, lewy panel). Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w tym okresie obniżały się przeciętnie wolniej niż w ubiegłych miesiącach i w konsekwencji w mniejszym stopniu ograniczały wzrost wskaźnika CPI. Na zwiększenie inflacji złożył się przede wszystkim wzrost cen nośników energii, głównie wzrost cen paliw i cen gazu. W całym II kw. br. inflacja była jednak niższa niż oczekiwano w kwietniowej projekcji inflacji.

W okresie kwiecień–czerwiec 2006 r. ceny żywności i napojów bezalkoholowych (waga żywności i napojów bezalkoholowych we wskaźniku CPI wynosi 27,2%) nadal obniżały się (w ujęciu rocznym) (Wykres 1.1, lewy panel). Spadek cen żywności w II kw. 2006 r. (o 0,4% r/r) był jednak wolniejszy niż w I kw. (o 0,6% r/r) i okazał się zgodny założeniami przyjętymi do kwietniowej projekcji inflacji. Do spowolnienia spadku cen żywności przyczyniło się przede wszystkim ograniczenie spadku cen mięsa (głównie drobiowego i wieprzowego)⁴.



Wykres 1.1: Wskaźnik cen konsumpcyjnych CPI. Lewy panel: Zmiany CPI i głównych kategorii cen. Prawy panel: Dekompozycja CPI.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tempo wzrostu cen kontrolowanych (waga towarów i usług o cenach kontrolowanych we wskaźniku CPI – 27,5%) w analizowanym okresie wzrosło i ukształtowało się na poziomie 4,3% r/r w czerwcu br. (w porównaniu do 3,2% w marcu br.) (Wykres 1.1,

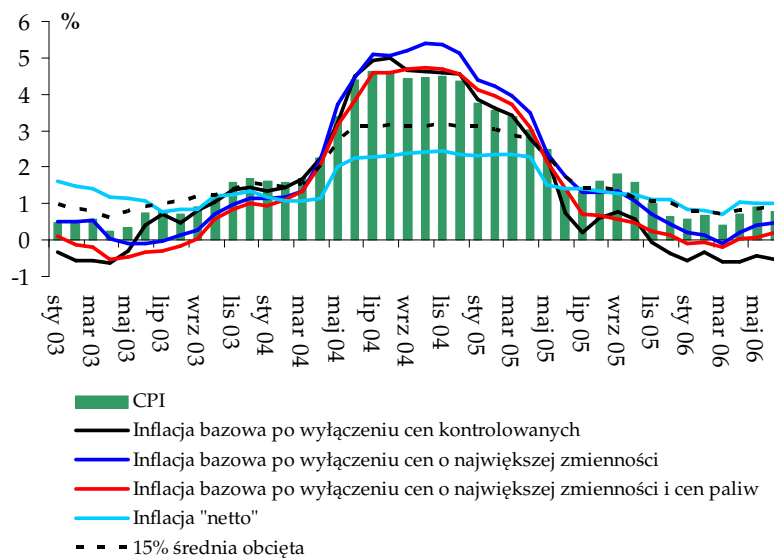
²Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie o inflacji* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych.

³W dalszej części *Raporu o inflacji* przyjęto następujące oznaczenia:
r/r – analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym
kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału
m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca.

⁴Według prognoz ośrodków analizujących sytuację na rynkach rolnych, stopniowo osłabia się cykliczny wzrost produkcji trzody chlewnej i związany z tym spadek cen skupu. W przypadku mięsa drobiowego, spowolnienie tempa spadku cen wynika z odbudowy popytu na ten rodzaj mięsa, ograniczonego wcześniej z powodu obaw konsumentów o skutki ptasiej grypy.

lewy panel). Na utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki cen w tej grupie w analizowanym okresie złożyły się przede wszystkim wzrost cen gazu (o 26,5% r/r w czerwcu br.), związany ze zmianą taryf, oraz wzrost cen paliw na rynku krajowym (o 5,9% r/r w czerwcu br.). Wpływ wzrostu cen ropy naftowej na ceny paliw na rynku krajowym był złagodzony przez umocnienie kursu złotego wobec dolara amerykańskiego, które dokonało się w tym okresie. Jednak z powodu wyższych niż oczekiwano cen ropy naftowej, dynamika cen paliw w całym II kw. br. była wyższa niż zakładano w projekcji kwietniowej.

Dynamika cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych (waga pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych we wskaźniku CPI – 45,3%)⁵ w miesiącach kwiecień-czerwiec br. nie zmieniła się w stosunku do obserwowanej w marcu, tj. wyniosła -0,6% r/r (Wykres 1.1, lewy panel). Obniżenie cen w tej grupie (w ujęciu rocznym) w analizowanym okresie było spowodowane przede wszystkim utrzymującym się spadkiem cen towarów nieżywnościowych (o 1,6% r/r w czerwcu br.) – w szczególności odzieży i obuwia oraz sprzętu elektronicznego, czyli towarów w znacznej części importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Ponadto, w analizowanym okresie istotnie obniżyły się również ceny gazet i czasopism (o 13,0% r/r w czerwcu br.), co wynikało z nasilającej się konkurencji cenowej pomiędzy podmiotami działającymi na tym rynku. Dynamika cen usług zwiększyła się i w czerwcu br. wyniosła 1,0% r/r (wobec 0,8% r/r w marcu br.). W analizowanym okresie tempo wzrostu cen usług związanych



Wykres 1.2: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca roku poprzedniego w proc.)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵Do grupy pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są towary i usługi, których ceny są kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe (z wyłączeniem żywności), tj. nie obejmuje ona towarów o cenach kontrolowanych.

Przebieg procesów inflacyjnych

	Zmiany r/r											
	2005						2006					
	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze
CPI	1.3	1.6	1.8	1.6	1.0	0.7	0.6	0.7	0.4	0.7	0.9	0.8
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0.2	0.6	0.8	0.6	-0.1	-0.4	-0.6	-0.3	-0.6	-0.6	-0.4	-0.5
Cen o największej zmienności	1.3	1.3	1.4	1.1	0.7	0.4	0.2	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.5
Cen o największej zmienności i cen paliw	0.7	0.7	0.6	0.5	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.2
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	0.8	0.8	0.7	1.0	1.0	1.0
15% średnia obciąża	1.4	1.4	1.4	1.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
	Zmiany m/m											
	2005						2006					
	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze
CPI	-0.2	-0.1	0.4	0.4	-0.2	-0.2	0.2	0.0	-0.1	0.7	0.5	-0.3
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	-0.6	-0.3	0.2	0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.3	0.5	-0.4
Cen o największej zmienności	0.3	0.2	0.3	0.4	0.1	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.7
Cen o największej zmienności i cen paliw	0.2	0.1	0.1	0.5	0.2	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.7
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0	0.4	0.0	0.1
15% średnia obciąża	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0.3	0.4	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.2	0.2	-0.1
Inflacja "netto"	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

z utrzymaniem mieszkania, edukacją, zdrowiem, rekreacją i kulturą oraz cen usług w hotelach i restauracjach było stabilne. Na niewielkie przyspieszenie dynamiki cen usług ogółem złożyło się spowolnienie rocznego spadku cen usług internetowych (o 34,2% r/r w czerwcu br. wobec 38,6% w marcu br.). Spadek tych cen jednak w dalszym ciągu istotnie ograniczał dynamikę cen usług ogółem⁶.

W okresie kwiecień-czerwiec 2006 r. (w porównaniu do marca br.) wzrosły wszystkie

⁶Pomimo niewielkiej wagi cen usług internetowych w koszyku CPI, ze względu na ich silny spadek wpływały one na dynamikę cen usług w sposób znaczący – w czerwcu br. dynamika cen usług po wyłączeniu cen usług internetowych ukształtowała się na poziomie 2,1%.

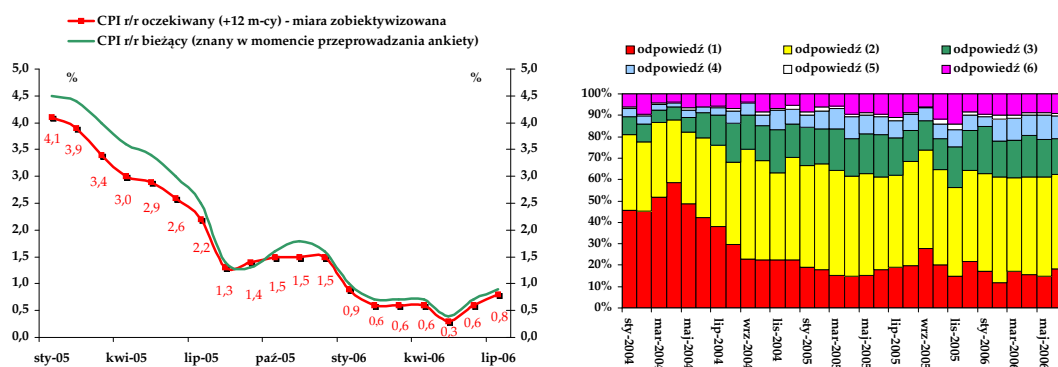
wskazniki inflacji bazowej (Wykres 1.2, Tabela 1.1), choć nadal kształtują się one na niskim poziomie. Inflacja "netto"⁷ ukształtowała się nieznacznie wyżej niż inflacja mierzona wskaźnikiem CPI. Wskazuje to, że łączne zmiany cen żywności i paliw w okresie kwiecień-maj br. ograniczały dotychczas wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych jest nadal ujemna, na co w znacznym stopniu składa się spadek cen w grupie pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w Polsce mają charakter silnie adaptacyjny, tzn. zmiany oczekiwań inflacyjnych podążają w ślad za zmianami bieżącej inflacji. W rezultacie, zmienność oczekiwań inflacyjnych w przeszłości była wysoka. Utrzymywanie się silnej adaptacyjności oczekiwań inflacyjnych utrudnia ich zakotwiczenie na poziomie celu inflacyjnego (2,5%) w warunkach wahań bieżącej inflacji.

W okresie maj-lipiec br. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych wzrosły do 0,8% (z 0,6% w kwietniu br.) i nadal kształtują się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.3, lewy panel). W okresie od końca marca do czerwca br. za krótkookresowe zmiany oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, będących funkcją struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe oraz bieżącej stopy inflacji, w całości odpowiadają zmiany inflacji bieżącej, stanowiącej dla respondentów punkt odniesienia przy deklarowaniu swoich przewidywań (Wykres 1.3, prawy panel).



Wykres 1.3: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Lewy panel: Oczekiwana inflacja w horyzoncie 12 miesięcy. Prawy panel: Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos.

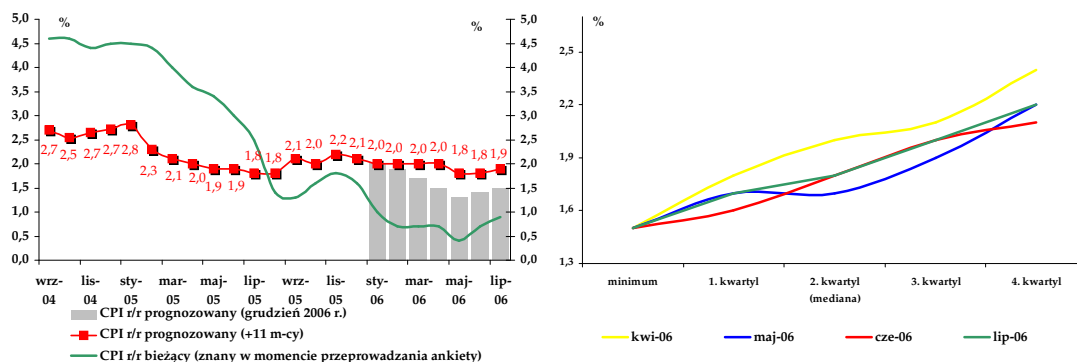
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP na podstawie danych Ipsos.

Pytanie ankiety firmy 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?"

⁷Miara inflacji powstała po wyłączeniu ze wskaźnika CPI cen żywności oraz cen paliw.

Prognozy inflacyjne analityków bankowych

W okresie maj-lipiec 2006 r. prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy nieznacznie się obniżyła (w stosunku do kwietnia br.) i ukształtowała na poziomie 1,9%. Lipcowe prognozy inflacji na grudzień 2006 r. utrzymały się na poziomie niezmiennym w stosunku do kwietnia br. (Wykres 1.4, lewy panel). W obu przypadkach prognozy analityków bankowych były niższe niż cel inflacyjny NBP (2,5%). Jednocześnie nieznacznie zmalała niepewność dotycząca przebiegu procesów inflacyjnych w przyszłości, co znajduje odzwierciedlenie w zmniejszeniu przedziału pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem inflacji prognozowanej za 11 miesięcy (Wykres 1.4, prawy panel).



Wykres 1.4: Prognozy inflacyjne analityków bankowych. Lewy panel: Inflacja prognozowana za 11 miesięcy oraz w grudniu 2006 r. Prawy panel: Rozkład prognoz inflacyjnych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy.

Źródło: Dane GUS, Reuters, obliczenia NBP.

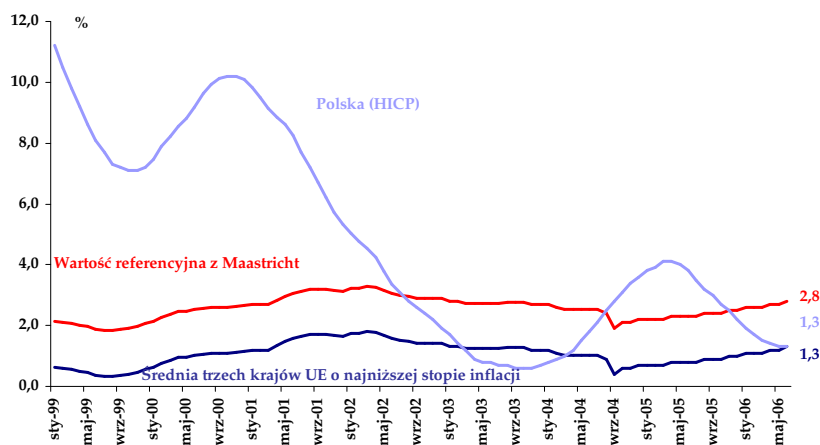
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, w okresie referencyjnym średnioroczna inflacja⁸ mierzona publikowanym przez Eurostat indeksem cen konsumpcyjnych HICP⁹ (patrz ramka *Przyczyny różnic pomiędzy roczną inflacją mierzoną za pomocą wskaźników HICP i CPI*) nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym (a nie liczoną w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku) tempie wzrostu cen, powiększonej o 1,5 pkt. proc (patrz ramka *Wartość referencyjna z Maastricht*). W wyniku wzrostu inflacji w Polsce po przystąpieniu do UE, od sierpnia 2004 r. do października 2005 r. Polska nie spełniała kryterium inflacyjnego z Maastricht (Wykres 1.5). Począwszy od maja 2005 r. średnioroczny wskaźnik HICP

⁸Średni poziom inflacji z ostatnich 12 miesięcy.

⁹Zharmonizowany Indeks Cen Towarów i Usług Konsumpcyjnych (ang. *Harmonised Index of Consumer Prices*).

zaczął się obniżać i od listopada ub.r. Polska ponownie spełnia kryterium inflacyjne. W marcu br. średnioroczna inflacja w Polsce obniżyła się do poziomu 1,5%, tj. jednego z trzech najniższych poziomów w UE. Tym samym od marca br. inflacja w Polsce jest uwzględniana przy obliczaniu wartości referencyjnej.



Wykres 1.5: Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.)

Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

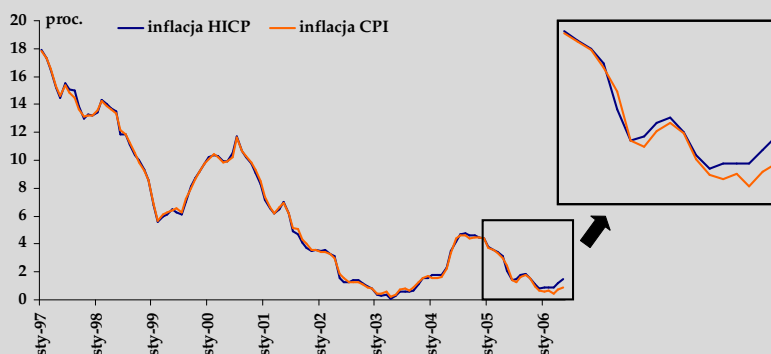
W czerwcu br. wartość referencyjna dla inflacji została obliczona na podstawie średniej inflacji w Finlandii, Polsce i Szwecji, gdzie średnioroczne tempo wzrostu cen wyniosło odpowiednio 1,2%, 1,3% oraz 1,3%.

Wartość referencyjna z Maastricht

Ocena, czy dany kraj może być włączony do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach, jest dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez Komisję Europejską oraz Europejski Bank Centralny (EBC). Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję, przedstawionym w *Raporcie o konwergencji za 2004 r.*, z grupy krajów referencyjnych wyłączone są kraje, w których wystąpiła deflacja. Z kolei EBC nie uzależnia wyłączenia danego kraju z grupy krajów referencyjnych od tego, czy wystąpiła w nim deflacja, lecz od tego, czy jego średnioroczna inflacja różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. Na wykresie 1.5 przedstawiono szacunki wartości referencyjnej przy założeniu, że kraje o zerowej oraz bardzo niskiej średniorocznej inflacji można zaliczyć do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

Przyczyny różnic pomiędzy roczną inflacją mierzoną za pomocą wskaźników HICP i CPI

Metodologia obliczania narodowych wskaźników CPI różni się w poszczególnych krajach. W rezultacie, w celu zapewnienia międzynarodowej porównywalności wskaźników inflacji, Komisja Europejska wprowadziła zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP), który we wszystkich krajach Unii Europejskiej jest opracowywany według ujednoliconej metodologii. Do końca 2005 r. odchylenia pomiędzy roczną inflacją w Polsce mierzoną za pomocą wskaźnika HICP i CPI były nieznaczne. W okresie 1997-2005 (publikację wskaźnika HICP rozpoczęto w 1997 r.), bezwzględna różnica pomiędzy inflacją HICP a CPI wynosiła przeciętnie 0,1 pkt. proc., a jedynie w trzech miesiącach przekroczyła 0,3 pkt. proc. W 2006 r. różnica pomiędzy obiema miarami inflacji wzrosła z 0,3 pkt. proc. w styczniu do 0,7 pkt. proc. w czerwcu. Można wskazać dwie przyczyny rozbieżności pomiędzy rocznymi wskaźnikami inflacji HICP i CPI.



Wykres R.1: Roczna inflacja HICP i CPI w Polsce **Źródło:** GUS, Eurostat.

Pierwsza przyczyna różnic pomiędzy inflacją HICP a CPI dotyczy odmiennych źródeł danych statystycznych, będących podstawą tworzenia wag używanych do agregacji wskaźników. W przypadku wskaźnika CPI do wyznaczania wag używane są szacunki wydatków gospodarstw domowych, uzyskane z badania budżetów gospodarstw domowych. W przypadku wskaźnika HICP dane pochodzą ze statystyki rachunków narodowych. Oznacza to m.in. że indeks zharmonizowany uwzględnia dodatkowo wydatki ponoszone przez cudzoziemców na zakup towarów i usług w Polsce oraz szacunkowe wydatki ponoszone przez osoby przebywające w tzw. gospodarstwach instytucjonalnych (np. szpitalach, więzieniach, domach spokojnej starości).

Druga przyczyna rozbieżności pomiędzy obiema miarami inflacji dotyczy metodologii obliczania wskaźników na kolejnych szczeblach agregacji. W szczególności, różnica ta może mieć istotne znaczenie przy zmianach koszyka towarów i usług konsumpcyjnych. Roczna inflacja CPI obliczana jest z użyciem wskaźników (poziomów cen) z roku

poprzedniego przeliczonych w systemie wag obowiązującym w bieżącym roku. Natomiast w przypadku inflacji HICP wskaźniki z roku poprzedniego wykorzystują system wag obowiązujący w roku poprzednim. W konsekwencji, w przypadku pojawienia się w koszyku nowych dóbr, roczne wartości inflacji CPI i HICP mogą znacząco od siebie odbiegać. Oznacza to również pewną różnicę w interpretacji obu wskaźników. Inflacja mierzona przy wykorzystaniu wskaźnika CPI odzwierciedla zmianę kosztów, jakie trzeba ponieść na zakup koszyka towarów i usług konsumpcyjnych w bieżącym roku w stosunku do wydatków poniesionych na taki sam koszyk przed rokiem. Z kolei inflacja mierzona HICP wskazuje jak zmieniły się koszty konsumpcji bieżącej w porównaniu do kosztów konsumpcji (o innej strukturze) sprzed roku.

W przypadku Polski największe różnice w wagach stosowanych do obliczania wskaźników CPI i HICP dotyczą żywności i napojów bezalkoholowych, pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych oraz transportu i łączności. Według szacunkowych obliczeń różnica w zastosowanych wagach w czerwcu br. wyjaśnia ok. 0,3 - 0,4 pkt. proc. rozbieżności pomiędzy roczną inflacją HICP i CPI. W szczególności, różnica w wagach grupy cen żywności i napojów bezalkoholowych (waga tej grupy w CPI wynosi 27,2% a w HICP 19,9%) odpowiada za ok. 0,2 pkt. proc. rozbieżności pomiędzy wskaźnikami. Do wzrostu różnicy pomiędzy obiema miarami inflacji najsilniej przyczynił się wzrost cen w grupie "pozostałe usługi gdzie indziej niesklasyfikowane" na skutek wzrostu niektórych opłat sądowych w marcu, przy znacznie wyższym udziale tej grupy w HICP (grupa "pozostałe usługi gdzie indziej niesklasyfikowane" ma 2,7 procentowy udział w HICP przy 0,07 procentowym udziale w CPI). Dodatkowo, w wyniku zmian w koszyku towarów i usług konsumpcyjnych w 2006 r. (włączenia usług telefonii mobilnej do wskaźników HICP i CPI) roczna inflacja mierzona HICP w czerwcu br. przewyższała inflację mierzoną CPI o ok. 0,1 pkt. proc.

Należy podkreślić, że oba wskaźniki inflacji bazują na tych samych danych pochodzących z notowań cen detalicznych prowadzonych przez GUS. Liczbowe różnice pomiędzy roczną inflacją mierzoną wskaźnikami CPI i HICP wskazują jednak wyraźnie, że różnice w metodologiach obliczania wskaźników inflacji mogą istotnie wpływać na ocenę jej poziomu.

Determinanty inflacji

Od II kw. 2005 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce systematycznie rosło i w I poł. 2006 r. osiągnęło wysoki poziom (ok. 5% r/r). Wzrostowi gospodarczemu w kraju sprzyjało przyspieszenie wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski. Zgodnie z oczekiwaniami z kwietniowego *Raportu o inflacji*, coraz większą rolę we wzroście PKB odgrywa popyt wewnętrzny, a przede wszystkim dynamiczny wzrost konsumpcji. Obserwowany jest także znaczny wzrost inwestycji, który oddziałuje w kierunku zwiększenia potencjału gospodarczego. Utrzymanie wysokiego tempa inwestowania będzie zależęć od czynników koniunkturalnych oraz strukturalnych, w tym instytucjonalnych, które określają klimat inwestycyjny. Klimat ten zależy głównie od skali łącznych obciążeń fiskalnych, perspektyw finansów publicznych, skuteczności ochrony praw własności, poziomu egzekwowania umów i przepisów ograniczających wolność gospodarczą. Nadal obserwuje się silny wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i przyspieszenie importu, eksport netto przestaje być czynnikiem zwiększającym dynamikę PKB. Wzrostowi gospodarczemu towarzyszy systematyczny przyrost nowych miejsc pracy i spadek bezrobocia. Szybki wzrost wydajności pracy w przemyśle, któremu towarzyszy wolniejszy wzrost wynagrodzeń, obniża jednostkowe koszty pracy w tym sektorze. W całej gospodarce natomiast wynagrodzenia rosną szybciej niż wzrost wydajności pracy, co prowadzi do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Wzrostowi dynamiki PKB w I poł. 2006 r. towarzyszyła niska inflacja i niski deficyt na rachunku obrotów bieżących.

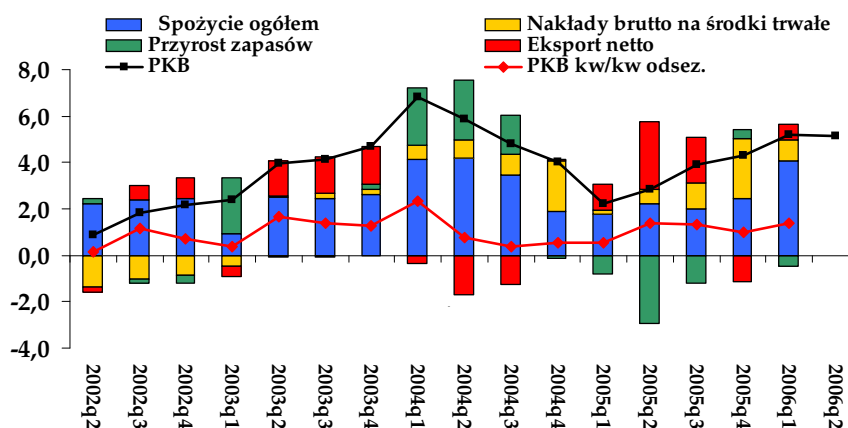
2.1 Popyt

Według danych GUS, w I kw. 2006 r. wzrost realnego PKB przyspieszył i wyniósł 5,2% r/r wobec 4,3% r/r w IV kw. 2005 r., osiągając najwyższą dynamikę od II kw. 2004 r. Wyraźnie przyspieszyła także dynamika PKB w ujęciu kwartalnym (po wyeliminowaniu wahań sezonowych 1,4% kw/kw wobec 1,0% kw/kw w IV kw. 2005 r.) (Tabela 2.2)¹⁰. Tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. było wyższe od oczekiwań przedstawionych

¹⁰W *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.

Determinanty inflacji

w kwietniowym *Raporcie*. Szczególnie wysoki był wzrost spożycia indywidualnego, którego dynamika (5,2% r/r wobec 2,8% w IV kw. 2005 r.) osiągnęła poziom obserwowany w okresie boomu poprzedzającego wstąpienie Polski do UE (w I i II kw. 2004 r. wzrost spożycia indywidualnego wyniósł 5,1% r/r). Wysoki, choć niższy niż oczekiwano i niższy niż w poprzednim kwartale, okazał się wzrost nakładów na środki trwałe (7,4% r/r wobec 10,1% r/r w IV kw. 2005 r.). Utrzymało się wysokie łączne tempo wzrostu spożycia i nakładów na środki trwałe, które – podobnie jak w IV kw. 2005 r. – wyniosło ok. 5% r/r. W sumie, wzrost popytu krajowego (4,5% r/r) był nadal wysoki, choć ze względu na ujemny wkład zmiany zapasów do PKB, niższy niż w IV kw. 2005 r. (5,4% r/r). Mimo wysokiego wzrostu popytu krajowego, istotnie wzrósł wkład eksportu netto do wzrostu PKB (do 0,7 pkt. proc. z -1,1 pkt. proc. w IV kw. 2005 r.).



Wykres 2.6: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

Źródło: Dane GUS, II kw. 2006 r. – szacunki NBP.

Wyrównane sezonowo (procent)	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1
PKB	1,3	2,3	0,8	0,4	0,5	0,6	1,4	1,3	1,0	1,4
Popyt krajowy	1,5	2,4	1,2	0,3	-0,2	0,5	0,5	1,2	1,7	0,8
Spożycie ogółem	1,3	1,1	0,8	0,7	0,4	0,5	1,0	0,8	1,0	1,1
Spożycie indywidualne	1,5	1,4	1,1	0,3	0,2	-0,1	1,1	1,1	0,9	1,7
Akumulacja	3,4	9,5	2,8	-1,7	-2,0	1,2	-1,4	2,8	2,5	-1,6
Nakłady na środki trwałe brutto	0,0	3,9	0,6	1,2	1,7	1,2	2,2	1,9	2,4	1,1

Tabela 2.2: Tempo wzrostu PKB i składników popytu w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. (wyrównane sezonowo)

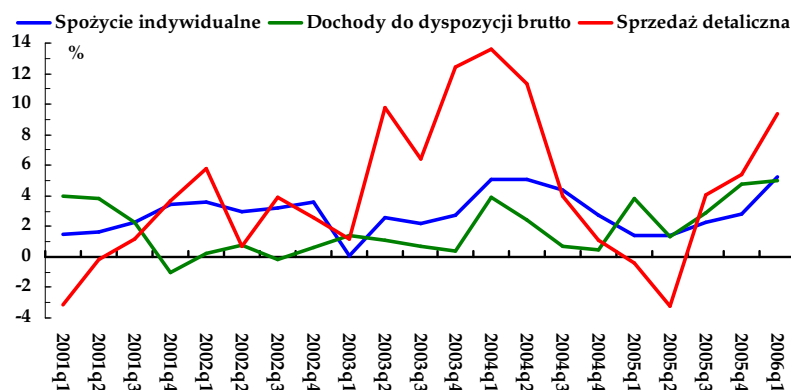
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS

Na podstawie wstępnych danych za kwiecień-czerwiec 2006 r. można oceniać, że w II kw. 2006 r. tempo wzrostu PKB było nadal wysokie i kształtowało się (zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym po usunięciu wahań sezonowych) na poziomie zbliżonym do obserwowanego w I kw. br. Według szacunków NBP, w II kw. br. utrzymał się silny

wzrost spożycia indywidualnego, wzrosła dynamika nakładów na środki trwałe, obniżył się natomiast wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Aktualny szacunek tempa wzrostu PKB w II kw. 2006 r. jest istotnie wyższy od oczekiwań przedstawionych w kwietniowym *Raporcie* (o 0,9 pkt. proc.).

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Według danych GUS, w I kw. 2006 r. dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 5,2% r/r z 2,8% r/r w IV kw. 2005 r. i była wyższa od oczekiwań z kwietniowego *Raporu*. Silne przyspieszenie wzrostu spożycia indywidualnego w I kw. 2006 r. nastąpiło w warunkach zwiększenia dynamiki realnych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych oraz wysokiego przyrostu kredytów przeznaczonych na cele konsumpcyjne (zob. rozdz. 2.5.3 Kredyt i pieniądz). Towarzyszył temu spadek stopy oszczędności (tj. udziału oszczędności w dochodach indywidualnych).



Wykres 2.7: Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe)

Źródło: Dane GUS, Dochody do dyspozycji brutto – szacunki NBP.

Przyspieszenie popytu konsumpcyjnego znalazło odzwierciedlenie we wzroście dynamiki sprzedaży detalicznej. W I kw. 2006 r. sprzedaż detaliczna towarów wzrosła o 9,4% r/r w ujęciu realnym, tj. niemal dwukrotnie szybciej niż w IV kw. 2005 r. (5,4% r/r). Wzrost wolumenu sprzedaży detalicznej w II kw. 2006 r. był jeszcze wyższy i wyniósł ponad 12% r/r. W największym stopniu wzrosła sprzedaż mebli, sprzętu RTV i AGD, a także kosmetyków i farmaceutyków, a w mniejszym stopniu – pojazdów samochodowych, motocykli i ich części.

Według szacunków NBP, w I kw. 2006 r. tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wyniosło ok. 5,0%. Według danych GUS, nastąpił dalszy wzrost zatrudnienia oraz realnych wynagrodzeń w gospodarce (wzrost o 4,3% r/r wobec 4,1% w IV kw. 2005 r.). W rezultacie szacowana przez NBP roczna dynamika realnych dochodów gospodarstw domowych z pracy najemnej była nieco wyższa niż w IV kw. 2005 r. Przeprowadzona w marcu br. waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych za okres

2004-2005 zwiększyła skokowo realną wartość przeciętnej emerytury i renty: pracowniczey (wzrost o 6,8% r/r) i rolniczej (wzrost o 5,0% r/r) (dane za marzec br.), co przyczyniło się do zwiększenia tempa wzrostu dochodów ze świadczeń społecznych. Szacunki NBP wskazują również na znaczący wzrost w ujęciu rocznym dochodów osób pracujących na własny rachunek w I kw. 2006 r.

Jednocześnie, według danych GUS, w I kw. 2006 r. roczne tempo realnego wzrostu spożycia zbiorowego obniżyło się do 3,2% z 5,1% w IV kw. 2005 r.

Z badań koniunktury konsumenckiej GUS wynika, że w II kw. 2006 r. nadal poprawiały się oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Oceny te były znacząco lepsze niż przed rokiem. Ustabilizował się wskaźnik dotyczący zamiarów dokonywania poważniejszych zakupów. W kwietniu br. wskaźnik odzwierciedlający oceny gospodarstw domowych dotyczące zamierzeń kupna lub budowy domu bądź mieszkania lekko wzrósł w porównaniu ze styczniem br., kontynuując wzrost zapoczątkowany w lipcu 2005 r. W dalszym ciągu wzrasta również wskaźnik dotyczący zamiarów zakupu samochodu w okresie najbliższych 2 lat. Jednocześnie począwszy od maja 2004 r., wraz z oczekiwaną poprawą swojej sytuacji finansowej, gospodarstwa domowe coraz częściej deklarują zwiększone możliwości oszczędzania w perspektywie najbliższych 12 miesięcy.

Miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw za II kw. 2006 r. wskazują na utrzymanie wzrostu realnych wynagrodzeń na podobnym poziomie jak w I kw. br. oraz przyspieszenie wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w stosunku do I kw. br., czego efektem powinno być utrzymanie znacznego wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych z pracy najemnej w II kw. br. W wyniku waloryzacji świadczeń społecznych w marcu br. wyższy będzie także roczny realny wzrost dochodów z tych świadczeń. Bieżące wyniki badań kondycji gospodarstw domowych GUS oraz utrzymująca się w okresie kwiecień-czerwiec br. dwucyfrowa dynamika sprzedaży detalicznej wskazują, że w II kw. 2006 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego najprawdopodobniej utrzymało się na wysokim poziomie.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W II kw. 2006 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 8,4 mld zł i był wyższy niż w II kw. lat ubiegłych (5,5 mld zł w 2005 r. i 7,9 mld zł w 2004 r.). W pierwszym półroczu br. deficyt budżetu państwa wyniósł 17,7 mld zł i był niższy od zrealizowanego w tym samym okresie 2005 r. o 3,2%.

W II kw. 2006 r. dochody budżetowe były o 0,2% r/r wyższe niż przed rokiem. Wpływy z podatku dochodowego od osób fizycznych były znacząco wyższe niż w II kw. ub.r., co było związane ze wzrostem bazy podatkowej wynikającym z szybkiego wzrostu zatrudnienia i wzrostu płac. Do wysokiego tempa wzrostu dochodów z podatku dochodowego od osób prawnych przyczyniła się zwłaszcza poprawa wyników finansowych banków i instytucji finansowych oraz korzystne dla budżetu państwa saldo rozliczenia rocznego tego podatku za 2005 r. Wzrost dynamiki dochodów z podatków pośrednich związany był z przyspieszeniem wzrostu sprzedaży detalicznej. Natomiast dochody niepodatkowe

obniżyły się w porównaniu do analogicznego okresu ub.r., w wyniku przede wszystkim przesunięcia wpłaty z zysku NBP z czerwca na lipiec br.¹¹

Założenia budżetu państwa na rok 2007

W czerwcu 2006 r. rząd przedstawił *Założenia do projektu budżetu państwa na rok 2007*, Założono w nich deficyt budżetu państwa na poziomie 30 mld zł (2,7% PKB wobec 3,0% PKB w 2006 r.), dochody budżetowe w wysokości 213,1 mld zł (19,5% PKB), a wydatki na poziomie 243,1 mld zł (22,3% PKB). Oznacza to wzrost dochodów i wydatków budżetu państwa w relacji do PKB w stosunku do 2006 r. odpowiednio o: 0,5 i 0,4 pkt. proc. Pomimo zakładanego na 2007 r. szybkiego tempa wzrostu gospodarczego (4,6%), zrealizowanie deficytu poniżej 30 mld zł będzie trudne, ze względu na planowaną obniżkę składek na ubezpieczenie społeczne, powodującą konieczność zwiększenia dotacji do FUS oraz na wzrost innych wydatków, m.in. wynikających z członkostwa Polski w UE (składka członkowska, wydatki na współfinansowanie projektów wykorzystujących fundusze z UE), wydatków na obronę narodową. Prognoza dochodów budżetowych oparta została na założeniu wejścia w życie zmian podatkowych, które nie zostały jeszcze przyjęte przez Parlament. Istnieje ryzyko, że planowane podwyżki podatków, które miałyby zrekomensować obniżenie składek na ubezpieczenie społeczne, nie zostaną uchwalone przez Parlament. Ponadto prognoza dochodów podatkowych przewidująca ich nominalny wzrost o 11,9% jest zbyt optymistyczna, niezależnie od efektów zmian podatkowych, z uwagi na – przyjęte do prognozy dochodów podatkowych – niższe od nominalnego tempa wzrostu dochodów podatkowych tempo wzrostu nominalnego PKB oraz spożycia indywidualnego (odpowiednio: 6,1% r/r i 5,7% r/r).

Na 2007 r. założono nominalny wzrost wydatków budżetowych o 7,8% r/r, tj. realnie 5,8% r/r. Wzrost ten w istotnej mierze ma wynikać ze zwiększenia dotacji do FUS, w następstwie planowanego zmniejszenia składki rentowej i chorobowej, jak również przejęcia przez budżet państwa finansowania ratownictwa medycznego oraz zwiększenia wydatków na świadczenia rodzinne. W *Założeniach* nie przedstawiono natomiast propozycji rozwiązań systemowych, które trwale ograniczyłyby inne wydatki budżetowe.

W 2007 r. deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB będzie prawdopodobnie nieco niższy niż w 2006 r., a to dzięki zachowaniu kotwicy budżetowej (tj. deficytu budżetu państwa na poziomie 30 mld zł) oraz przy założeniu, że sytuacja innych jednostek sektora finansów publicznych nie ulegnie zasadniczej zmianie. Na obniżenie relacji deficytu do PKB wpłynie przede wszystkim oczekiwane wysokie tempo wzrostu gospodarczego, a więc czynnik o charakterze cyklicznym. Przewidywane na 2007 r. szybkie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla zmniejszenia nierównowagi finansów publicznych.

¹¹Narodowy Bank Polski dokonuje wpłaty z zysku na rachunek dochodów Ministerstwa Finansów po zatwierdzeniu przez Radę Ministrów *Sprawozdania finansowego NBP* sporządzonego na dzień 31 grudnia poprzedniego roku. Na posiedzeniu rządu w dn. 27 czerwca br. podjęto decyzję o przesunięciu terminu zatwierdzenia *Sprawozdania* za rok 2005 na kolejne posiedzenie RM i w konsekwencji wpłata z zysku NBP (1,2 mld zł) zasilila budżet państwa w lipcu br., a nie w czerwcu – jak dotychczas.

W II kw. 2006 r. wydatki budżetu państwa wzrosły o 5,8% r/r. Wzrost wydatków wynikał m.in. z wyższych niż przed rokiem: kosztów obsługi długu publicznego¹², składki do UE, subwencji dla jednostek samorządu terytorialnego oraz wydatków bieżących jednostek budżetowych, głównie na wynagrodzenia. W porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku obniżyły się wydatki o charakterze inwestycyjnym.

Według oceny ekspertów NBP, w II kw. 2006 r. pozostałe jednostki sektora finansów publicznych miały również dobrą sytuację dochodową. W konsekwencji tego oraz przy umiarkowanym wzroście wydatków państwowych funduszy celowych, w funduszach tych (zwłaszcza Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Funduszu Pracy) nie wystąpiły deficyty. Jednostki samorządu terytorialnego wykazały nadwyżkę w I kw. 2006 r., która prawdopodobnie utrzymała się również w II kw. 2006 r.

W II poł. 2006 r. nastąpi prawdopodobnie przyspieszenie wzrostu wydatków publicznych. Będzie to wynikać ze zwiększenia wydatków m.in. na świadczenia rodzinne (rozszerzenie liczby beneficjentów oraz podwyższenie wysokości świadczeń), na świadczenia z pomocy społecznej (m.in. podniesienie kwot niektórych świadczeń), na wypłatę podwyżek wynagrodzeń w służbie zdrowia. Ponadto, zwiększą się – jak to ma zwykle miejsce w II poł. roku – nakłady na inwestycje podmiotów sektora finansów publicznych. Zostaną najpewniej uruchomione środki własne na realizację programów finansowanych ze środków unijnych w ramach funduszy strukturalnych. Utrzymanie się korzystnej sytuacji dochodowej sektora finansów publicznych powinno pozwolić na realizację deficytu sektora na poziomie niższym od planowanego na 2006 r. (3,6% PKB).

Według szacunków ekspertów NBP w 2006 r. kasowy deficyt sektora może wynieść 3,1% PKB, co oznacza jego wzrost o 0,5 pkt. proc. PKB w stosunku do 2005 r. Wyższa niż w 2005 r. relacja deficytu do PKB, mimo znacznego przyspieszenia w br. tempa wzrostu gospodarczego, związana jest m.in. z waloryzacją świadczeń społecznych, oraz z ustanowionymi przez parlament nowymi wydatkami w ustawie budżetowej na 2006 r. (m.in. jednorazowe zasiłki porodowe, świadczenia rodzinne dla rolników, dłuższe urlopy macierzyńskie).

2.1.3 Popyt inwestycyjny

Według wstępnych szacunków GUS, inwestycje w gospodarce w I kw. 2006 r. wzrosły realnie o 7,4% r/r wobec 10,1% w IV kw. i 6,5% w III kw. 2005 r. (dane za 2005 r. zostały zrewidowane w górę – patrz rozdz. 4 *Projekcja inflacji i PKB*).

Według szacunków ekspertów NBP sporządzonych na podstawie danych ze sprawozdań F01 GUS, w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (zatrudniających powyżej 49 osób) nakłady brutto na środki trwałe w I kw. 2006 r. wzrosły nominalnie¹³ o 8,7% r/r, wobec 7,9% w 2005 r. Największy wzrost w I kw. br. nastąpił w grupie maszyn i urządzeń (12,9%

¹²Wzrost kosztów obsługi długu publicznego w II kw. 2006 r. wynikał m.in. z innego niż w 2005 r. rozkładu terminów płatności odsetkowych z tytułu długu zagranicznego.

¹³Konieczność posługiwania się wielkościami nominalnymi wynika z braku informacji dotyczących deflatora wskaźnika cen nakładów inwestycyjnych w I kw. br.

r/r), w niższym zaś tempie rosły nakłady na środki transportu (4,7% r/r) i nieruchomości (4,4% r/r).

W I kw. 2006 r. nakłady inwestycyjne w sektorze rządowym i samorządowym obniżyły się o 1,5% r/r (wobec wzrostu o 18,6% r/r w IV kw. 2005 r.). Wprawdzie jednostki samorządu terytorialnego wydały na inwestycje nominalnie o 14,4% więcej niż rok wcześniej, ale znacząco obniżyły się nakłady inwestycyjne finansowane z budżetu państwa (o 41,7% r/r).

W budownictwie mieszkaniowym obserwowany silny wzrost popytu znajduje odzwierciedlenie głównie w rosnących cenach mieszkań (patrz rozdz. 2.5.2 *Ceny mieszkań*). W okresie kwiecień-maj 2006 r. zarówno liczba mieszkań oddanych do użytkowania, jak i liczba mieszkań w budowie była mniejsza niż rok wcześniej. Znacznie wzrosła natomiast w ujęciu rocznym liczba pozwoleń na budowę.

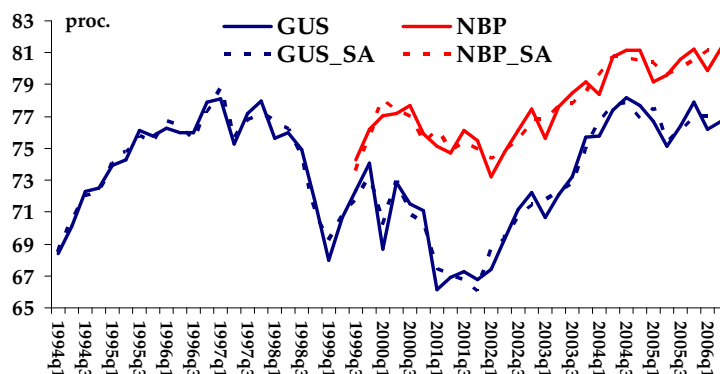
W I kw. 2006 r. nadal szybko rósł import dóbr inwestycyjnych (z wyłączeniem środków transportu – o 22,2% r/r, wobec 28,3% r/r w IV kw. 2005 i 14,9% r/r w całym 2005 r.)¹⁴.

Zgodnie z Badaniami Koniunktury NBP¹⁵ wskaźnik aktywności inwestycyjnej (zarówno surowy jak i odsezonowany) obniżył się. Mimo to, aktywności inwestycyjnej w najbliższym okresie powinien sprzyjać dobry, w ocenie badanych przedsiębiorstw, klimat inwestycyjny. Przedsiębiorcy sygnalizują też korzystne perspektywy wzrostu popytu i produkcji, co przy bardzo wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych może być ważną przesłanką dla podejmowania inwestycji. Prawie wszyscy inwestorzy (98%) zapowiedzieli kontynuację rozpoczętych inwestycji. Wskaźnik nowych inwestycji (liczony jako udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji w ciągu kwartału) utrzymał się na wysokim poziomie (ponad 30%), choć poniżej historycznie wysokiego poziomu (ok. 35%) odnotowanego w 2005 r.

Wśród czynników sprzyjających inwestowaniu należy wymienić dobrą sytuację finansową firm związaną z ich bardzo dobrymi wynikami w 2005 r. i w I kw. 2006 r. Jednocześnie wzrosło zainteresowanie kredytem - szczególnie ze strony dużych przedsiębiorstw - co potwierdzają dane z sektora bankowego (patrz rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*). Do wzrostu inwestycji będzie się przyczyniać przewidywany wzrost stopnia wykorzystania funduszy strukturalnych. Ponadto uruchomiona została możliwość współpracy przedsiębiorstw w ramach Partnerstwa Publiczno-Prywatnego (ustawa o PPP została podpisana we wrześniu 2005 r., jednak brakowało wówczas odpowiednich rozporządzeń, które przyjęto dopiero w czerwcu 2006 r.).

¹⁴Znaczącą kategorią w środkach transportu zaliczanych do importowanych dóbr inwestycyjnych są statki, które są remontowane w polskich stocznjach. Po remoncie są one zwykle eksportowane. Wyłączenie z importu inwestycyjnego środków transportu ma zatem na celu poprawę oceny wielkości importu, który faktycznie może być uznany za inwestycyjny w sensie ekonomicznym, a więc przyczyniający się do zwiększenia zasobu kapitału w Polsce. Wartość importu przemysłowych środków transportu w I kw. 2006 r. obniżyła się o 20% r/r, co wynikało właśnie ze spadku wartości importu statków o blisko połowę. W efekcie, wzrost importu dóbr inwestycyjnych ogółem wyniósł w EUR 9,4% r/r.

¹⁵Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2006 r.*, NBP.



Wykres 2.8: Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP) w proc.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z 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 czerwcu 2006 r. 835 przedsiębiorstw 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.

Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

Dynamikę inwestycji może jednak ograniczać niepewność polityczna, w tym m.in. problemy w funkcjonowaniu rad nadzorczych i zarządów spółek Skarbu Państwa¹⁶ oraz możliwy niższy od spodziewanego poziom absorpcji funduszy unijnych w przypadku braku postępów w usprawnianiu systemu wykorzystania tych środków.

Skłonność do inwestowania krajowych inwestorów oraz skala napływu inwestycji zagranicznych będą zależały ponadto od wprowadzenia reform przyczyniających się do poprawy systemu egzekwowania umów, uproszczenia procedur związanych z rozpoczęciem działalności gospodarczej, zmniejszenia skali obciążeń fiskalnych, a tym samym do poprawy warunków prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce¹⁷.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

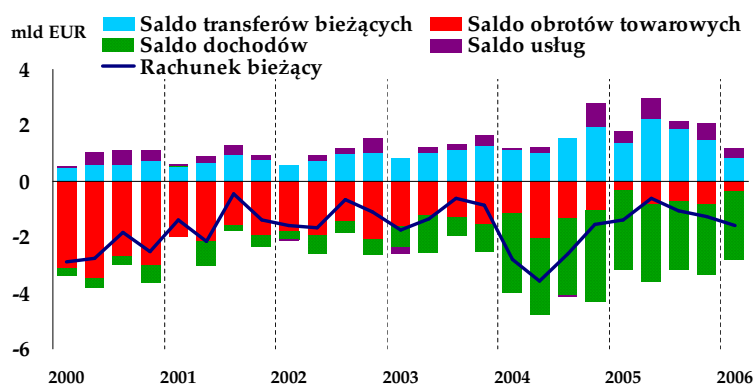
W I kw. 2006 r. deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego nieznacznie wzrósł (zarówno w ujęciu kwartalnym jak i rocznym) i wyniósł 1,3 mld EUR, był więc o blisko 300

¹⁶Nieuporządkowana sytuacja kadrowa w zarządach spółek Skarbu Państwa ma bezpośrednie konsekwencje dla inwestycji tych przedsiębiorstw, ponieważ przyczynia się do odwlekania decyzji inwestycyjnych, a inwestycje spółek Skarbu Państwa stanowiły w 2005 r. niemal połowę nakładów przedsiębiorstw sektora publicznego. Spowolnienie aktywności inwestycyjnej w przedsiębiorstwach publicznych potwierdzają dane F01 GUS za I kw. 2006 r.

¹⁷Na potrzebę przyspieszenia reform w zakresie warunków prowadzenia działalności gospodarczej wskazuje m.in. Bank Światowy w raporcie *Doing Business in 2006*.

mln EUR wyższy niż w I kw. 2005 r.¹⁸. Mimo to, pozostał na niskim poziomie (1,5% PKB - dotyczy deficytu i PKB liczonych za cztery kwartały, tj. w okresie II kw. 2005 r. - I kw. br.). W największym stopniu do pogorszenia się salda obrotów bieżących w I kw. br. w ujęciu rocznym przyczyniło się obniżenie się dodatniego salda transferów (kontynuacja tendencji rozpoczętej w IV kw. 2005 r.). Jednocześnie zmniejszeniu uległa nadwyżka eksportu nad importem w handlu usługami, a także nastąpiło niewielkie pogłębienie się deficytu w handlu towarami¹⁹. Natomiast w kierunku zmniejszenia nierównowagi bilansu obrotów bieżących oddziaływało zmniejszenie się deficytu dochodów.

Według danych GUS w I kw. 2006 r. wzrost wartości eksportu (w EUR) (o 24% r/r²⁰) wynikał przede wszystkim ze zwiększenia jego wolumenu (o 21% r/r - najwyższy wzrost od I kw. 2004 r.). Sprzyjało temu ożywienie popytu najważniejszych partnerów handlowych Polski, a także dalsza intensyfikacja powiązań w ramach międzynarodowych korporacji.



Wykres 2.9: Bilans obrotów bieżących (mld EUR)

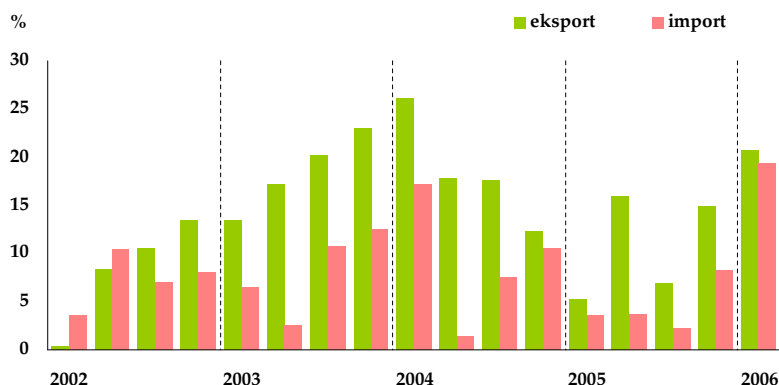
Źródło: Dane NBP.

W strefie euro, na którą w I kw. 2006 r. przypadało 50% wartości polskiego eksportu, nadal przyspieszała dynamika popytu importowego. W I kw. 2006 r. wolumen importu strefy euro zwiększył się o 9% r/r, a jego wartość o 23% r/r (tj. najwięcej od IV kw. 2000 r.). Wzrost importu spowodowany był w dużej mierze zwiększeniem popytu sektora eksportowego w strefie euro (nastąpiło zwiększenie dynamiki wartości eksportu strefy euro do 16% r/r z 10% r/r w IV kw. 2005 r.), czemu sprzyjała korzystna koniunktura w otoczeniu zewnętrznym. Wśród głównych grup produktów w imporcie strefy euro

¹⁸Według wstępnych danych za kwiecień-maj 2006 r., nastąpiło zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w ujęciu rocznym o 270 mln EUR.

¹⁹Poprawa salda handlu towarami występuje od 2000 r. Jedynie w II kw. 2004 r. na skutek silnego przyspieszenia importu związanego z akcesją Polski do Unii Europejskiej nastąpiło przejściowe pogłębienie się deficytu wymiany towarowej. Obserwowany od 2000 r. znacznie szybszy wzrost eksportu niż importu znacząco podwyższył relację eksportu do importu. W 2000 r. wartość eksportu stanowiła 75% importu, natomiast w I kw. 2006 r. aż 99%. W ciągu czterech kwartałów (II kw. 2005 r. - I kw. 2006 r.) udział eksportu towarów i usług w PKB wyniósł 38,0% wobec 37,0% w 2005 r., 37,5% w 2004 r., 33,3% w 2003 r. i 27,1% w 2000 r., natomiast relacja importu towarów i usług do PKB wyniosła 38,3% wobec 37,2%, 39,4%, 35,7%, 33,4% w analogicznych okresach.

²⁰Według wstępnych danych GUS, w okresie styczeń-maj 2006 r. eksport wzrósł o 23,3% r/r.



Wykres 2.10: Wzrost wolumenu eksportu i importu towarów w ujęciu rocznym
Źródło: Dane GUS.

największe przyspieszenie odnotowano w przypadku dóbr pośrednich (z 6% w IV kw. 2005 r. do 15% w I kw. 2006 r.). Ze względu, że dobra te dominują w imporcie z Polski - znalazło to odzwierciedlenie w znacznym przyspieszeniu importu z Polski. W I kw. 2006 r. zwiększył się on o 29% r/r (wobec 15% r/r w IV kw. 2005 r.). Dynamika importu strefy euro z Polski należała do najwyższych (wyższy wzrost importu nastąpił tylko z krajów, które dostarczają do strefy euro ropę naftową).

Najwyższą dynamiką w polskim eksporcie odznaczała się sprzedaż do nowych krajów członkowskich UE. W okresie styczeń-marzec 2006 r. eksport do tej grupy krajów zwiększył się o blisko 50% r/r, co wskazuje na kontynuację tendencji wzrostu znaczenia krajów Europy Środkowej w polskim handlu zagranicznym (podobne zjawisko następuje też w imporcie). Sprzyja temu zarówno dalszy wzrost powiązań korporacyjnych między Polską a tymi krajami, który jest związany z bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi w tym regionie, jak i obserwowany tam wysoki wzrost gospodarczy²¹.

W I kw. br. nadal rosło znaczenie eksportu rolnego w polskim handlu²². W I kw. 2006 r. sprzedaż produktów rolnych za granicę wzrosła o blisko 40% r/r. Przyspieszenie wzrostu eksportu nastąpiło zarówno do krajów UE, w tym zwłaszcza nowych krajów członkowskich, jak i krajów trzecich. W znacznym stopniu wzrósł eksport rolny do krajów Azji i Afryki, a więc regionów, które dotychczas miały marginalne znaczenie w tym eksporcie²³ Mimo wprowadzonego przez Rosję zakazu importu mięsa i produktów pochodzenia roślinnego z Polski, eksport żywności znacząco wzrósł. Spadek sprzedaży

²¹Wzrost PKB w krajach tego regionu ważony strukturą polskiego eksportu wyniósł w I kw. 2006 r. 7,1% r/r.

²²Udział artykułów rolnych w polskim eksporcie wynosi obecnie niewiele ponad 9% (I kw. 2006 r.). Chociaż w ostatnich latach nastąpił wzrost udziału eksportu rolnego w całym eksporcie, to nadal jest on niższy niż w wielu krajach UE (np. w Danii udział produktów rolnych w eksporcie w 2005 r. wyniósł 19%, a w Hiszpanii - 14%).

²³W I kw. br. ponad 12% wzrostu eksportu rolnego wynika ze wzrostu eksportu do krajów Azji i Afryki. Na regiony te przypada obecnie 5% eksportu rolnego (wobec 2% rok wcześniej).

towarów rolnych do Rosji był w I kw. br. kompensowany przez silny wzrost eksportu na Ukrainę.

	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*									
r/r	25,7	32,6	12,8	7,7	-8,2	-16,6	-6,7	-6,3	-1,1
kw./kw.	2,0	15,6	-10,5	2,0	-13,0	5,0	0,2	2,4	-8,2
Ceny importu / ceny krajowe producentów									
r/r	6,4	1,7	-8,2	-10,5	-11,9	-13,8	-3,4	-2,2	-1,7
kw./kw.	3,4	-2,0	-9,4	-2,5	1,7	-4,1	1,6	-1,3	2,3
REER ULC*									
r/r	-21,4	-15,8	-1,3	10,8	26,7	20,8	12,8	6,2	0,2
kw./kw.	1,7	-3,9	9,6	3,4	16,4	-8,4	2,3	-2,7	9,8

Tabela 2.3: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu (zmiana w proc.)

Oznaczenia:

* – dynamika jednostkowych kosztów pracy została obliczona jako relacja dynamiki nominalnych wynagrodzeń w przemyśle przetwórczym do dynamiki wydajności pracy w tym sektorze (wydajność pracy: produkcja sprzedana w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) na jednego pracującego w tym sektorze). REER ULC: realny efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. Minus oznacza deprecjację.

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych NBP, GUS, KE, EBC, Eurostat.

W I kw. 2006 r. pozycja konkurencyjna polskich producentów wobec producentów zagranicznych, mierzona relacją cen transakcyjnych eksportu do jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym oraz realnym efektywnym kursem walutowym pogorszyła się w porównaniu do IV kw. 2005 r. (Tabela 2.3). Odnotowano natomiast poprawę pozycji konkurencyjnej polskich producentów na rynku krajowym, na co wskazuje wzrost w ujęciu kwartalnym cen importu przy jednoczesnym spadku cen krajowych producentów w przemyśle przetwórczym.

Wysoka dynamika popytu krajowego w Polsce w I kw. 2006 r. znalazła odzwierciedlenie w wyraźnym przyspieszeniu wzrostu wartości importu²⁴, na co złożył się przede wszystkim wzrost jego wolumenu (o 19% r/r, tj. najwięcej od 1999 r.).

Wzrosła dynamika importu towarów konsumpcyjnych oraz żywności. Spośród towarów konsumpcyjnych, najszybciej rósł import towarów trwałego użytku. Silnemu zwiększeniu importu tych towarów (o 34% r/r) towarzyszyło wyraźne obniżenie się cen transakcyjnych (ceny w EUR były w I kw. 2006 r. o ponad 7% niższe r/r). Obniżyły się także ceny importu tzw. dóbr półtrwałego użytku (m.in. odzież, obuwie). W obu wspomnianych grupach w I kw. 2006 r. zwiększył się udział importu z Chin²⁵.

W I kw. 2006 r. źródłem finansowania deficytu obrotów bieżących była nadwyżka na rachunku kapitałowym, powstała dzięki napływowi środków z UE oraz napływ zagranicz-

²⁴Według wstępnych danych GUS w okresie styczeń–maj 2006 r. import wzrósł o 21,0% r/r.

²⁵W I kw. 2006 r. udział Chin w wartości importu dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku (głównie sprzęt RTV i AGD) zwiększył się z 14,7% do 15,9%, a w imporcie dóbr półtrwałego użytku z 31,5% do 33,2%.

Determinanty inflacji

nych inwestycji bezpośrednich. Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich wyniósł 3,3 mld EUR i był o 1,9 mld EUR (tj. 45%) większy od deficytu na rachunku obrotów bieżących. W efekcie, w I kw. 2006 r. wystąpiła nadwyżka w bilansie płatniczym.

W I kw. 2006 r. wszystkie wskaźniki ostrzegawcze służące do oceny nierównowagi zewnętrznej utrzymały się na bezpiecznym poziomie zbliżonym do obserwowanego w 2005 r. (Tabela 2.4).

Wskaźnik ostrzegawczy	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1
<u>Saldo obrotów bieżących*</u> PKB w skali roku	-4,2%	-3,4%	-2,1%	-1,5%	-1,4%	-1,5%
<u>Saldo obrotów bieżących* i kapitałowych</u> PKB w skali roku	-3,8%	-2,8%	-1,6%	-1,2%	-1,1%	-1,2%
<u>Saldo obrotów towarowych</u> PKB w skali roku	-2,2%	-1,8%	-1,3%	-1,0%	-0,9%	-0,9%
<u>Inwestycje bezpośrednie*</u> Deficyt obrotów bieżących*	112,9%	120,3%	147,0%	224,6%	141,4%	157,1%
(Saldo obrotów bieżących* + kapitałowych + inwestycje bezpośrednie*)/PKB	0,9%	1,2%	1,5%	2,2%	0,9%	1,2%
<u>Obsługa zadłużenia zagranicznego</u> Przychody z eksportu towarów w skali roku	35,4%	40,2%	40,4%	38,6%	32,5%	29,3%
Oficjalne aktywa rezerwowe** (w miesiącach importu towarów i usług)	4,0	4,3	4,8	4,7	4,8	4,6

Tabela 2.4: Główne wskaźniki ostrzegawcze (w skali 4 kwartałów)

Oznaczenia:

* Saldo obrotów bieżących i inwestycje bezpośrednie w latach 2005 i 2006 zawierają szacunki reinwestowanych zysków w polskich przedsiębiorstwach bezpośredniego inwestowania.

** Oficjalne aktywa rezerwowe z końca okresu.

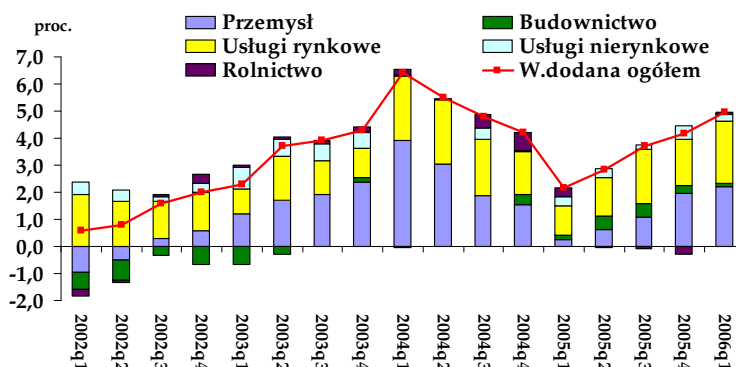
Źródło: Dane GUS, dane NBP, obliczenia NBP.

2.2 Produkcja

Według danych GUS, w I kw. 2006 r. nastąpił wzrost wartości dodanej brutto o 4,9% r/r, wobec 4,2% r/r w IV kw. 2005 r. Wzrost rocznej dynamiki wartości dodanej był spowodowany głównie przez szybszy wzrost produkcji w usługach rynkowych oraz – w mniejszym stopniu – produkcji w przemyśle. Na podstawie wstępnych danych za kwiecień-czerwiec 2006 r. można oceniać, że w II kw. 2006 r. roczna dynamika wartości dodanej była nieco wyższa od obserwowanej w I kw. br.²⁶

Według szacunków ekspertów NBP, w II kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost wartości dodanej także w ujęciu kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych, ponownie przekraczając 1% (Tabela 2.5).

²⁶ Analizę produkcji I kw. 2006 r. oparto o dane GUS o PKB w I kw. 2006 r., natomiast analizę produkcji w II kw. br. oparto o wstępne miesięczne dane GUS o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej, badania koniunktury i inne.



Wykres 2.11: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wyrównane sezonowo (procent)	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1
Wartość dodana ogółem	1,1	2,4	0,6	0,5	0,6	0,4	1,3	1,3	1,0	1,1
Przemysł	2,1	5,8	0,7	-1,0	0,7	0,5	2,4	0,8	3,8	1,0
Budownictwo	-0,6	0,7	-0,2	1,1	3,2	1,2	2,2	1,2	0,6	0,3
Usługi rynkowe	1,1	1,7	0,7	0,4	0,7	0,5	1,1	1,5	0,7	1,6

Tabela 2.5: Wyrównane sezonowo kwartalne tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników (w proc.)

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS

Po silnym wzroście wolumenu wartości dodanej brutto w przemyśle w końcu 2005 r., jego przyrost w I kw. 2006 r. po uwzględnieniu sezonowości był nieznacznie mniejszy niż w IV kw. 2005 r., co znalazło wyraz w obniżeniu się kwartalnej dynamiki tej kategorii. Równocześnie nastąpił wzrost dynamiki wartości dodanej brutto w ujęciu rocznym, gdyż wolumen produkcji w I kw. 2006 r. był wyższy niż przed rokiem. Wstępne dane za kwiecień-czerwiec br. sygnalizują, że w II kw. 2006 r. wartość dodana w przemyśle zaczęła ponownie dynamicznie rosnąć. Szybciej niż wartość dodana w przemyśle rośnie produkcja sprzedana przemysłu, co wskazuje na koncentrację wzrostu w dużych i średnich przedsiębiorstwach²⁷. Utrzymują się korzystne tendencje w branżach o dużym udziale sprzedaży na eksport, w szczególności w produkcji sprzętu RTV i urządzeń telekomunikacyjnych, pojazdów mechanicznych, wyrobów z metali, maszyn i aparatury elektrycznej. Po przejściowym wyhamowaniu, ponownie odnotowano wzrost w przemyśle meblarskim. Trwa ożywienie w hutnictwie metali i przemyśle koksowniczo-rafinacyjnym; utrzymuje się trend wzrostowy w przemyśle spożywczym. Wraz z obserwowanym od marca br. wzrostem dynamiki produkcji w budownictwie, stopniowo rośnie dynamika produkcji wyrobów z surowców niemetalicznych. Utrzymuje się po-

²⁷Szybszy wzrost produkcji sprzedanej przemysłu niż wartości dodanej w przemyśle może również częściowo wynikać ze wzrostu materiałochłonności produkcji lub zmian organizacji produkcji w ramach kooperujących przedsiębiorstw.

ziom produkcji w przemyśle lekkim. Podsumowując, obserwowana struktura produkcji przemysłu wskazuje na wciąż istotną rolę eksportu we wzroście gospodarczym, przy systematycznie rosnącej sprzedaży na rynku krajowym. Badania koniunktury sygnalizują kontynuację korzystnych tendencji w przemyśle. Wzrostowi produkcji sprzyjać będzie stopniowe zwiększanie mocy produkcyjnych, związane z inwestycjami przedsiębiorstw przemysłowych.

Dane GUS wskazują, że w I kw. 2006 r. przyspieszył wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych (zarówno w ujęciu rocznym jak i kwartalnym), na co złożyło się głównie ożywienie w handlu i naprawach. Wstępne dane za okres kwiecień-maj sygnalizują, że korzystne tendencje w usługach rynkowych utrzymały się w II kw. 2006 r. Wskazuje na to nadal wysoka dynamika sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz sprzedaży usług transportu. Dobra koniunktura utrzymuje się także w pozostałych sekcjach usług rynkowych, w tym w obsłudze nieruchomości i usługach związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej. Wobec korzystnych ocen formułowanych przez przedsiębiorstwa ankietowane w ramach badań koniunktury, w kolejnych miesiącach należy oczekiwać kontynuacji korzystnych trendów w usługach rynkowych.

Głównie ze względu na niekorzystne warunki pogodowe w styczniu i lutym, w I kw. 2006 r. dynamika wartości dodanej w budownictwie była stosunkowo niska. Miesięczne dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują, że już w marcu sytuacja w branży budowlanej zdecydowanie się poprawiła i że tendencja ta była kontynuowana w kolejnych miesiącach. Można więc oceniać, że w II kw. 2006 r. dynamika wartości dodanej w budownictwie była wyraźnie wyższa niż w I kw. 2006 r. (zarówno w ujęciu rocznym jak i kwartalnym). Wobec nadal optymistycznych sygnałów w badaniach koniunktury, utrzymującego się bardzo silnego wzrostu robót w przedsiębiorstwach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę oraz oczekiwanego wzrostu absorpcji funduszy z UE finansujących projekty infrastrukturalne, perspektywy wzrostu produkcji w branży budowlanej w kolejnych kwartałach są – w ocenie ekspertów NBP – korzystne.

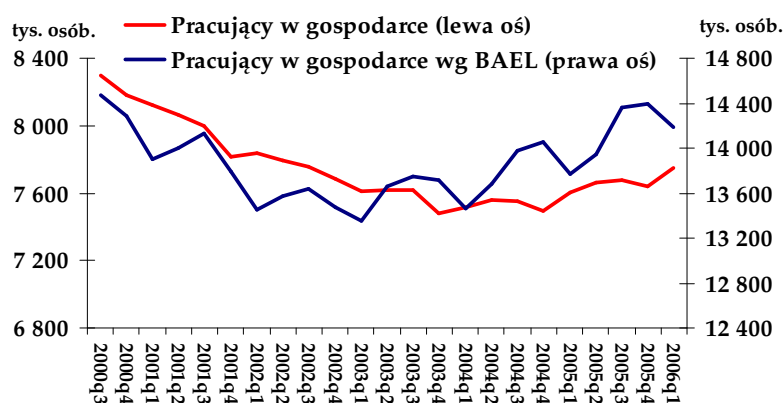
2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Od II kw. 2003 r. obserwuje się wzrost liczby pracujących w gospodarce. Według danych BAEL, w I kw. 2006 r. przyspieszył wzrost liczby pracujących, których było o 422 tys. więcej niż przed rokiem. Roczne tempo wzrostu liczby pracujących (3,1% r/r wobec 2,4% r/r w IV kw. 2005 r.)²⁸ było najwyższe w historii badania BAEL (tj. od 1992 r.) i wyższe od oczekiwanego w kwietniowej projekcji (Wykres 2.12). Po wyeliminowaniu wahań sezonowych liczba pracujących w I kw. 2006 r. wzrosła o 1,0% kw/kw.

²⁸W I kw. 2006 r. GUS zmodyfikował w BAEL definicję osób pracujących. W wyniku tej modyfikacji, część osób dotychczas zaliczanych do pracujących została zaliczona do biernych zawodowo. Według szacunków ekspertów NBP, w warunkach porównywalnych – stosując dotychczasową definicję pracujących – roczny wzrost liczby pracujących BAEL w I kw. 2006 r. wyniósł 3,6% r/r

Na wzrost dynamiki liczby pracujących w I kw. 2006 r. złożyło się przede wszystkim przyspieszenie wzrostu liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (3,8% r/r wobec 3,5% r/r w IV kw. 2005 r.)²⁹. W I kw. 2006 r. wzrosła dynamika liczby pracujących w przemyśle i usługach, przy jednoczesnym obniżeniu tempa spadku liczby pracujących w rolnictwie (Tabela 2.6). Największy wkład do wzrostu liczby pracujących miał sektor usług, w którym liczba pracujących w I kw. 2006 r. wzrosła o 292 tys. r/r (tj. o 3,9% r/r). W przemyśle liczba pracujących zwiększyła się natomiast o 156 tys. osób r/r (3,9% r/r).



Wykres 2.12: Pracujący w gospodarce według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób

Źródło: Dane GUS.

Liczba pracujących na czas określony rośnie szybko, choć wolniej niż w poprzednich kwartałach (8,9% r/r w I kw. 2006 r. wobec 15,2% r/r w IV kw. 2005 r.). W I kw. 2006 r. osoby posiadające czasowe umowy o pracę stanowiły 25,4% wszystkich pracowników najemnych. Od III kw. 2005 r. obserwuje się stopniowy wzrost liczby pracujących na czas nieokreślony (1,8% r/r w I kw. 2006 r., wobec 0,4% r/r w IV kw. 2005 r.). Powyższa tendencja może wynikać z wygasania dotychczas zawartych umów na czas określony i obligatoryjnego zastępowania ich umowami na czas nieokreślony. Wzrost stałych umów o pracę może wynikać również z chęci zatrudnienia bądź utrzymania przez pracodawców wykwalifikowanych pracowników w sytuacji narastających trudności z ich pozyskaniem. Według badania koniunktury GUS, w lipcu 2006 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało wśród barier rozwoju 39,3% pracodawców w budownictwie (wobec 14,3% w lipcu 2005 r.). W przemyśle natomiast w III kw. br. problemy ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników sygnalizowało 17,6% przedsiębiorstw (wobec 10,4% rok wcześniej). Źródłem powyższych trudności może być wzmożona emigracja polskich pracowników do krajów europejskich po przystąpieniu Polski do UE³⁰.

²⁹W Badaniu Aktywności Ekonomicznej Ludności, tak wysoką dynamikę liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (przekraczającą 3,5% r/r) odnotowano poprzednio tylko w III kw. 1997 oraz I i II kw. 1998 r.

³⁰Po przystąpieniu Polski do UE istotnie zwiększyła się liczba Polaków wyjeżdżających do pracy za granicę. Obok Irlandii, Szwecji i Wlk. Brytanii, które po rozszerzeniu UE w maju 2004 r. nie wprowadziły żadnych barier w podejmowaniu pracy dla osób z nowych krajów członkowskich, począwszy od maja

Determinanty inflacji

	Pracujący w 2006q1		Wzrost w 2005q4		Wzrost w 2006q1		Wzrost w 2005q4	Wzrost w 2006q1
	tys. osób	struktura	r/r tys. osób	r/r	r/r tys. osób	r/r	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	14 189	-	332	2,4%	422	3,1%	0,6%	1,0%
Poza rolnictwem indywidualnym	12 104	-	403	3,5%	440	3,8%	0,9%	0,8%
Miejsce zamieszkania								
miasto	8 769	61,8%	261	3,0%	265	3,1%	1,1%	0,4%
wieś	5 420	38,2%	71	1,3%	157	3,0%	-0,6%	1,4%
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 241	15,8%	-73	-2,9%	-26	-1,1%	-1,3%	-0,4%
przemysłowy	4 176	29,4%	131	3,2%	156	3,9%	0,8%	1,7%
usługowy	7 767	54,8%	271	3,6%	292	3,9%	1,2%	0,9%
Sektor własności								
publiczny	4 287	30,2%	64	1,5%	40	0,9%	0,4%	0,1%
prywatny	9 902	69,8%	267	2,7%	382	4,0%	1,1%	0,9%
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	10 642	75,0%	406	3,9%	359	3,5%	1,0%	0,6%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 934	20,7%	16	0,5%	145	5,2%	1,9%	1,9%
pomagający członkowie rodzin	613	4,3%	-90	-11,2%	-82	-11,8%	-5,2%	-1,6%
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	2 701	25,4%	375	15,2%	221	8,9%	3,3%	-2,9%
na czas nieokreślony	7 941	74,6%	31	0,4%	138	1,8%	0,2%	1,1%

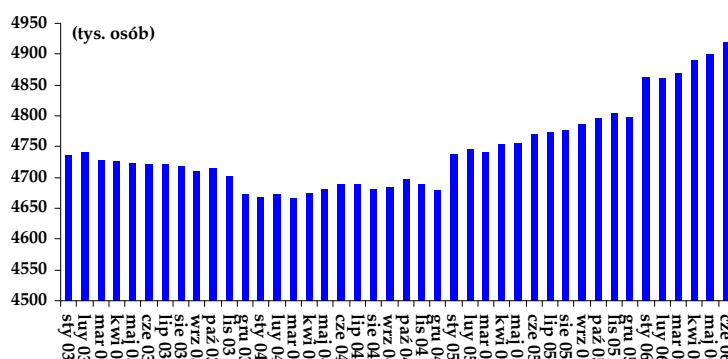
Tabela 2.6: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

Według danych z sektora przedsiębiorstw obserwuje się systematyczne przyspieszenie wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach (Wykres 2.13). W czerwcu 2006 r. roczny wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 3,1% r/r i był najwyższy od początku lat 90.

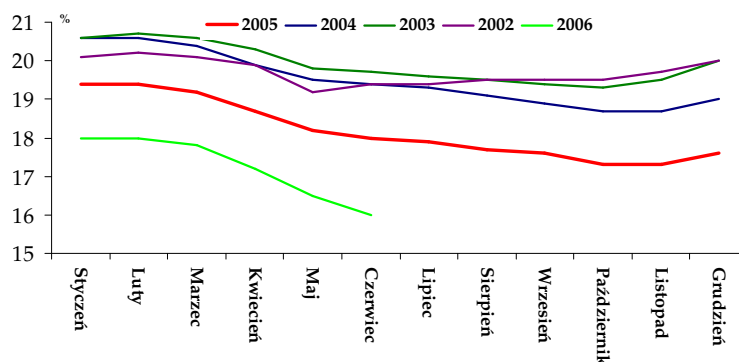
Biorąc pod uwagę powyższe dane wydaje się, że po trwającej do I kw. 2004 r. restrukturyzacji w przedsiębiorstwach polegającej na redukcji zatrudnienia, ograniczone zostały możliwości dalszego wzrostu produkcji bez zwiększenia liczby pracujących. Obserwowany obecnie wzrost produkcji ma miejsce głównie w sektorze usług, które charakteryzują się jak dotychczas wyższą pracochłonnością niż przemysł. Wskutek działania tych czynników, obserwowanemu przyspieszeniu wzrostu gospodarczego towarzyszy większy niż wcześniej wzrost popytu na pracę.

2006 r. swoje rynki pracy otworzyły Finlandia, Grecja, Hiszpania i Portugalia, a od lipca 2006 r. także Włochy. Znaczne ułatwienia w rozpoczynaniu zatrudnienia zapowiedziały Dania, Francja, Islandia, Norwegia i Szwajcaria. Najprawdopodobniej od początku 2007 r. całkowicie znikną bariery w podejmowaniu pracy w Holandii. Procesy migracyjne istotnie utrudniają ocenę wyników Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności.



Wykres 2.13: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.



Wykres 2.14: Stopa bezrobocia rejestrowanego wg danych z urzędów pracy (w proc.)

Źródło: Dane GUS.

Potwierdzeniem rosnącego popytu na pracę jest wzrost liczby ofert zatrudnienia zgłaszanych do Urzędów Pracy. W II kw. 2006 r. przeciętna miesięczna liczba ofert pracy zgłoszonych przez pracodawców wyniosła 108,5 tys., co oznacza wzrost o 35,7% r/r, wobec wzrostu o 23,4% r/r w I kw. br. Przyspieszył spadek stopy bezrobocia. W czerwcu br. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 16,0%, co oznacza spadek o 2,0 pkt. proc. w ujęciu rocznym (Wykres 2.14). Z kolei, według danych BAEL, w I kw. 2006 r. stopa bezrobocia wyniosła 16,0%, i była niższa o 2,9 pkt. proc. r/r. Obserwuje się znaczącą poprawę sytuacji na rynku pracy osób młodych. W I kw. 2006 r. stopa bezrobocia BAEL osób w wieku 15-24 lat wyniosła 34,4% (spadek o 6,8 pkt. proc. r/r), natomiast osób w wieku 25-34 lat - 16,1% (spadek o 4,3 pkt. proc. r/r). Zmniejszeniu bezrobocia w powyższych grupach wiekowych towarzyszy wzrost współczynnika zatrudnienia, odpowiednio o 5,7 pkt. proc. (do 23,9%) i o 4,0 pkt. proc. (do 71,0%) w ujęciu r/r. W I kw. 2006 r. odnotowano obniżenie liczby aktywnych zawodowo o 0,4% r/r, czego efektem był spadek współczynnika aktywności zawodowej do 53,9%, wobec 54,3% przed rokiem. Może to wskazywać, że w I kw. br. nastąpiło odwrócenie rosnącego trendu współczynnika aktywności zawodowej, który obserwowano w okresie II kw. –

IV kw. 2005 r.³¹, jednak obecnie trudno ocenić trwałość tej zmiany³².

Badania koniunktury GUS wskazują, że w kolejnych miesiącach br. powinno utrzymać się wysokie tempo wzrostu zatrudnienia. Na dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wskazują także badania koniunktury NBP³³, według których w III kw. 2006 r. dodatnie saldo prognoz zatrudnienia³⁴ było wyższe niż w poprzednim kwartale oraz przed rokiem i jednocześnie najwyższe od początku prowadzenia tych badań (tj. od 2001 r.).

W sumie, wzrost pracujących oraz spadek bezrobocia w I kw. br. był większy, natomiast dynamika liczby aktywnych zawodowo była niższa od oczekiwań z kwietniowego *Raportu*.

2.3.2 Płace i wydajność

W I kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce (4,7% r/r wobec 5,1% r/r w IV kw. 2005 r.) i był zgodny z oczekiwaniami z kwietniowej projekcji inflacji. Na różnicę między dynamiką płac w I kw. 2006 r. a IV kw. 2005 r.łożył się niższy wzrost płac w sferze budżetowej (3,8% r/r wobec 6,6% r/r w IV kw. ub.r.) oraz wypłacenie już w IV kw. 2005 r. dodatkowych składników wynagrodzeń w niektórych sekcjach sektora przedsiębiorstw, które poprzednio wypłacono w I kw. 2005 r.

W sektorze przedsiębiorstw, w I kw. 2006 r. wzrost nominalnych wynagrodzeń wyniósł 4,7% r/r, a w II kw. 4,5% r/r (wobec 4,8% r/r w IV kw. 2005 r.) (Tabela 2.7).

W II kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost funduszu płac w przedsiębiorstwach w ujęciu nominalnym (7,7% wobec 7,4% w I kw. br.) (Tabela 2.7).

W I kw. 2006 r. tempo wzrostu wydajności pracy w gospodarce, podobnie jak w IV kw. 2005 r., wyniosło 1,8% r/r³⁵. Pomimo wzrostu wydajności pracy, wyższe tempo wzrostu

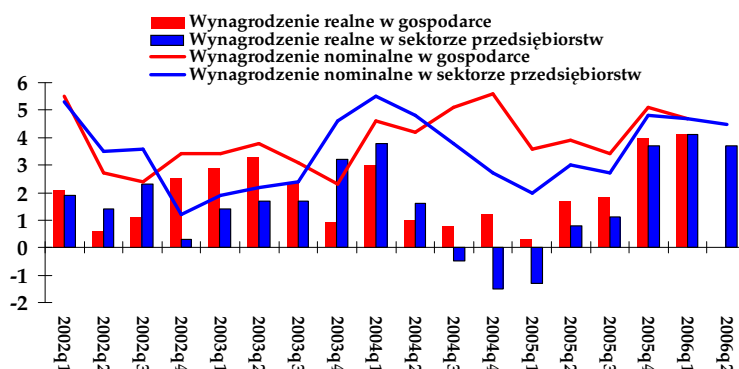
³¹Według szacunków ekspertów NBP, w warunkach porównywalnych - tj. biorąc pod uwagę dotychczasową definicję pracujących - roczny spadek współczynnika aktywności zawodowej w I kw. 2006 r. wyniósł ok. 0,2 pkt. proc.

³²W I kw. br. współczynnik aktywności zawodowej obniżył się przede wszystkim wśród osób w wieku 45-59/64 lat (spadek o 3,8 pkt. proc. r/r), podczas gdy to właśnie w tej grupie wiekowej następował wzrost współczynnika aktywności zawodowej w okresie II - IV kw. 2005 r. Konsekwencją spadku aktywności zawodowej w I kw. br. był istotny wzrost liczby biernych zawodowo (o 206 tys. osób r/r). Największy przyrost biernych zawodowo (o 504 tys. osób r/r, tj. 6,3% r/r) wystąpił w kategorii emerytura oraz choroba i niepełnosprawność. Z kolei, dane z rolniczego i pozarolniczego systemu ubezpieczeń społecznych wskazują na spadek liczby emerytów i rencistów w tym okresie o 43 tys. osób r/r, tj. 0,5% r/r. Dane BAEL oraz dane z rolniczego i pozarolniczego systemu ubezpieczeń różnią się znacząco, co jest źródłem niepewności dotyczącej oceny faktycznych zmian aktywności zawodowej ludności.

³³Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2006 r.*, NBP.

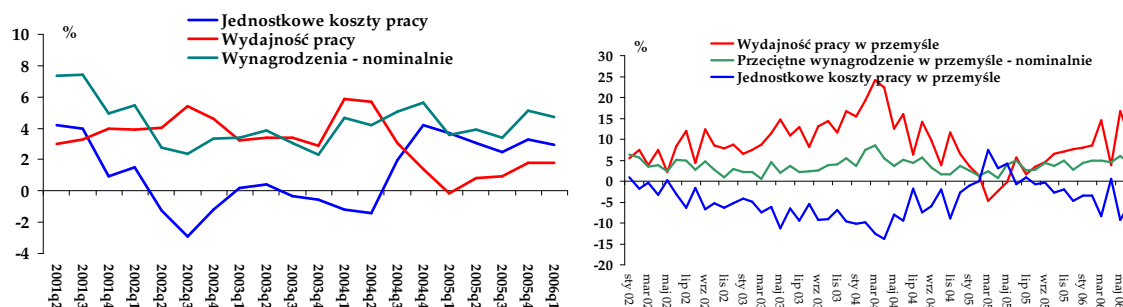
³⁴Saldo prognoz zatrudnienia: różnica między odsetkiem firm deklarujących zwiększenie zatrudnienia a odsetkiem deklarujących jego zmniejszenie.

³⁵Wydajność pracy w gospodarce liczona jako wartość dodana brutto w gospodarce (w cenach stałych) przypadająca na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.



Wykres 2.15: Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



Wykres 2.16: Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy - wyrównane sezonowo. Lewy panel: W gospodarce. Prawy panel: W przemyśle.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

wynagrodzeń przyczynia się do obserwowanego od III kw. 2004 r. wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w ujęciu rocznym, który w I kw. 2006 r. wyniósł 2,9% r/r wobec 3,3% r/r w IV kw. 2005 r. (Wykres 2.16, lewy panel)³⁶.

Z kolei, w sektorze przedsiębiorstw w okresie kwiecień-czerwiec 2006 r. w przemyśle nastąpił spadek jednostkowych kosztów pracy o 4,6% r/r, co było wynikiem wzrostu wydajności pracy (o 10,0% r/r) znacznie przewyższającego wzrost płac w tym sektorze (o 4,9% r/r)³⁷ (Wykres 2.16, prawy panel).

Spadek jednostkowych kosztów w przemyśle przyczynia się do poprawy konkurencyjności polskiego eksportu, natomiast presja inflacyjna w gospodarce zależy od dynamiki jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce.

³⁶Jednostkowe koszty pracy w gospodarce liczone jako nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do wartości dodanej brutto (w cenach stałych).

³⁷Jednostkowe koszty pracy w przemyśle liczone jako relacja przeciętnego wynagrodzenia nominalnego brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle liczona jako produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych na zatrudnionego w tym sektorze.)

Determinanty inflacji

Roczne tempo wzrostu (sektor przedsiębiorstw)	wrz 2005	paź 2005	lis 2005	gru 2005	sty 2006	lut 2006	mar 2006	kwi 2006	maj 2006	cze 2006
Przeciętne wynagrodzenie nominalne	1,8%	6,4%	6,9%	1,5%	3,6%	4,8%	5,4%	4,0%	5,2%	4,5%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	3,6%	3,7%	4,2%	3,7%	4,3%	4,8%	5,4%	4,0%	5,2%	4,9%
Przeciętne wynagrodzenie realne	0,0%	4,7%	5,8%	0,8%	2,9%	4,1%	4,9%	3,3%	4,3%	3,6%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	1,8%	2,1%	3,2%	3,0%	3,6%	4,1%	4,9%	3,3%	4,3%	4,0%
Fundusz wynagrodzeń nominalny	4,0%	8,6%	9,5%	4,1%	6,3%	7,3%	8,2%	6,9%	8,4%	7,7%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	5,9%	5,9%	6,8%	6,3%	7,1%	7,3%	8,2%	6,9%	8,4%	8,1%
Fundusz wynagrodzeń realny	2,2%	6,9%	8,4%	3,4%	5,6%	6,6%	7,8%	6,2%	7,4%	6,9%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	4,0%	4,2%	5,7%	5,6%	6,4%	6,6%	7,8%	6,2%	7,4%	7,3%

Tabela 2.7: Dynamika przeciętnego wynagrodzenia i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw
Czynnikami jednorazowymi są wyłącznie przesunięcia w wypłacie dodatkowych składników wynagrodzeń (np. wypłata barbórki w ratach), a nie wypłacenie dodatkowych składników uposażeń (np. wypłata dodatkowej nagrody z zysku).

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W II kw. 2006 r. nasiliły się zapowiedzi wzrostu płac i sygnały narastania żądań płacowych w części sektora publicznego. W czerwcu br. rząd przyjął projekt ustawy o przekazaniu środków finansowych publicznym zakładom opieki zdrowotnej na wzrost wynagrodzeń wszystkich osób zatrudnionych w tych zakładach. Podwyżki w wysokości 30% dotychczasowych płac będą wypłacane począwszy od października br. W czerwcu osiągnięto również porozumienie w sprawie wypłat nagród dla górników z zysków kopalń. Dodatkowe premie z tego tytułu mają zostać wypłacone w lipcu br. W lipcu przedstawiono projekt ustawy o modernizacji służb mundurowych, której skutkiem będzie znaczne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń tych służb. Zwiększenie wynagrodzeń w powyższych sekcjach może prowadzić do nasilenia nacisków na wzrost płac w pozostałej części sektora publicznego i w ten sposób wzrostu dynamiki wynagrodzeń w całej gospodarce.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W II kw. 2006 r. ceny surowców na rynkach światowych nadal wzrastały. Wzrostowi cen surowców energetycznych (oprócz cen ropy naftowej wzrosły także ceny węgla oraz gazu ziemnego na rynku europejskim) towarzyszył wzrost cen pozostałych grup

surowców, przede wszystkim dalszy wzrost cen metali nieżelaznych (Tabela 2.8).

Pod koniec marca 2006 r. ceny ropy naftowej na rynkach międzynarodowych ponownie wzrosły. Spory wokół irańskiego programu atomowego, ataki nigeryjskich rebeliantów na infrastrukturę naftową tego kraju oraz obniżające się zapasy benzyny w USA spowodowały silny wzrost popytu funduszy na kontrakty terminowe (Wykres 2.17, lewy panel). Wysoki popyt funduszy znalazł odzwierciedlenie w silnym wzroście cen ropy. W okresie od 22 marca do 21 kwietnia br. ceny ropy wzrosły o 14 USD (tj. o 23%) do blisko 75 USD/b. W drugiej dekadzie maja br. nastąpiła niewielka przecena kontraktów na ropę związana głównie z zahamowaniem spadkowej tendencji zapasów benzyny oraz decyzją OPEC w sprawie utrzymania limitów wydobycia na dotychczasowym poziomie. Jednak utrzymujące się wysokie ryzyko geopolityczne, a zwłaszcza eskalacja działań wojennych Izraela wobec Libanu oraz obawy o rozszerzenie się tego konfliktu na inne kraje Bliskiego Wschodu, spowodowały, że drugiej dekadzie lipca 2006 r. ceny ropy osiągnęły kolejny – nominalnie historycznie wysoki – poziom 76 USD/b.

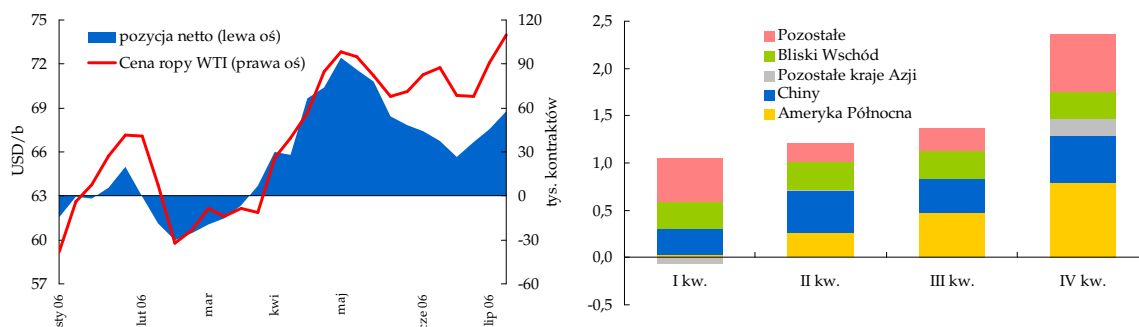
	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	05q3	05q4	06q1	06q2	05q3	05q4	06q1	06q2
Ogółem	33,1	23,1	25,0	30,1	11,1	-4,1	9,4	11,6
Surowce nieenergetyczne	11,5	13,0	14,5	27,9	-0,3	3,6	11,6	10,9
żywność	7,6	10,1	10,6	4,9	-3,4	-1,4	9,7	0,4
surowce przemysłowe	13,0	14,1	15,9	37,1	1,0	5,5	12,3	14,6
pochodzenia rolnego	0,3	2,1	3,2	10,9	-1,1	1,8	5,3	4,6
metale nieżelazne	14,2	19,2	32,4	69,3	2,5	11,1	17,0	26,9
Surowce energetyczne	42,0	27,1	29,4	21,5	5,3	-6,5	8,7	27,3
ropa naftowa	49,1	32,4	32,2	31,0	17,0	-5,8	7,9	10,7

Tabela 2.8: Zmiany światowych cen głównych grup surowców w USD (zmiany w proc.)

Źródło: Hamburg Institute of International Economics.

Mimo utrzymujących się wysokich cen ropy, prognozy analityków wskazują na możliwość przyspieszenia popytu na ten surowiec w II poł. 2006 r. (zwłaszcza w IV kw. br. - Wykres 2.17, prawy panel). Według prognozy Międzynarodowej Agencji Energetyki z czerwca 2006 r. światowe zapotrzebowanie na ropę w II poł. br. zwiększy się o 2,1% (r/r) (w porównaniu do oszacowanego wzrostu o 0,9% w I poł. br.)³⁸. Oczekiwania wskazujące na wzrost podaży w krajach spoza OPEC w 2006 r., pozwalają sądzić, że większość wzrostu popytu zostanie zaspokojona przez wzrost produkcji w krajach nienależących do OPEC.

³⁸Na przyspieszenie wzrostu światowego popytu na ropę w II połowie br. wskazują także prognozy OPEC oraz Departamentu Energii USA. Według OPEC zapotrzebowanie na ropę w okresie lipiec-grudzień zwiększy się o 2,1% (wobec 1,1% w okresie styczeń-czerwiec). Departament Energii USA (DE) oczekuje, że popyt na ropę w II poł. 2006 r. wzrośnie o 2,5% (wobec 1% w I poł.). Prognoza DE obejmuje również rok 2007. Wówczas oczekuje się, że popyt na ropę wzrośnie o 2,2%. Oznacza to, że DE nie spodziewa się, że stabilizacja cen na wysokim poziomie (jak zakłada to prognoza z czerwca br.) wpłynie na osłabienie popytu na surowiec, a więc i obniżenie tempa wzrostu światowej gospodarki.



Wykres 2.17: Lewy panel: Ceny ropy naftowej i pozycja netto funduszy na giełdzie NYMEX. Prawy panel: Przewidywany wzrost światowego popytu na ropę w 2006 r. wg. kwartałów (w mln b/d w porównaniu z rokiem poprzednim).

Źródło: Bloomberg, Commodity Futures Trading, Międzynarodowa Agencja Energetyki.

Zwiększanie się dostępnych rezerw ropy naftowej, które stanowią czynnik stabilizujący rynek w warunkach zakłóceń podaży lub szybkiego wzrostu popytu, będzie utrudnione ze względu na wysoki wzrost produkcji. Według Departamentu Energii USA nadwyżki mocy produkcyjnych w 2006 i 2007 r. utrzymają się na poziomie zbliżonym do tego z 2005 r. W tej sytuacji na ceny ropy nadal będą wpływać obawy o bezpieczeństwo przyszłych dostaw z regionów o wysokim ryzyku politycznym.

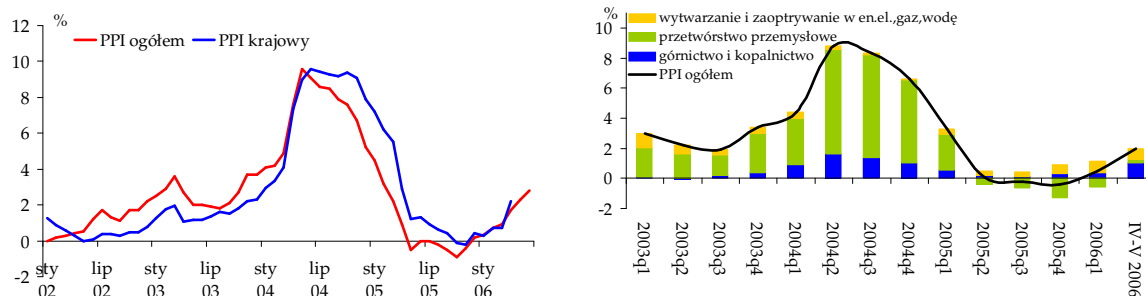
W związku ze wzrostem cen ropy na rynkach spot i na rynkach terminowych, większość opublikowanych w II kw. br. prognoz cen tego surowca została wyraźnie podwyższona w porównaniu z marcem br. Wiele prognoz zakłada stabilizację cen ropy na wysokim poziomie, podczas gdy wcześniej oczekiwano raczej stopniowego ich obniżania.

Utrzymujące się w II kw. br. wysokie ceny ropy naftowej spowodowały, że wzrost cen nośników energii był jednym z najważniejszych czynników wpływających na przyspieszenie inflacji w dwóch największych gospodarkach świata – w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro. W Stanach Zjednoczonych średnia inflacja (CPI) wzrosła z 3,7% w I kw. do 4,0% w II kw. 2006 r., natomiast w strefie euro średnia inflacja (HICP) wzrosła odpowiednio z 2,3% w I kw. do 2,5% w II kw. br.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła do 2,8% r/r w czerwcu br. (z 0,9% r/r w marcu br.). Na zwiększenie dynamiki wskaźnika PPI złożyły się wzrost cen surowców oraz podwyżki cen nośników energii, głównie gazu. Wzrost cen producentów obserwowany jest na rynku krajowym, podczas gdy w przypadku cen eksportowych od listopada 2004 r. utrzymuje się ujemna dynamika (w ujęciu rocznym). W kierunku obniżenia cen eksportowych w tym okresie oddziaływała aprecjacja złotego (w ujęciu rocznym).

Podobnie jak w I kw. br. największy wkład we wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w kolejnych miesiącach br. miał wzrost cen w sekcjach *górnictwo* oraz *wytwarza-*



Wykres 2.18: Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Lewy panel: Zmiany PPI i cen producentów na rynku krajowym (dynamika roczna). Prawy panel: Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna).

Źródło: Dane GUS.

nie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę (Wykres 2.18, prawy panel). Na wzrost cen w górnictwie złożył się wzrost cen w kopalnictwie rud metali. W kwietniu i maju br. ceny miedzi na rynkach światowych rosły o ponad 25% m/m. W konsekwencji, ceny w górnictwie rud metali wzrosły o 20,7% m/m i 17,3% m/m, odpowiednio w kwietniu oraz maju. Ponadto w kwietniu br. nastąpiła podwyżka cen gazu (o 9-13% m/m), co spowodowało wzrost cen w energetyce o 1,6% m/m. Na wzrost cen w kwietniu br. złożył się również wzrost cen w dziale produkcja koksu i rafinacji ropy naftowej (o 8% m/m). W maju br. pierwszy raz od ponad roku dodatni wskaźnik cen odnotowano w przetwórstwie przemysłowym.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe³⁹

W II kw. 2006 r. zmiany na polskim rynku finansowym były przede wszystkim związane z czynnikami o charakterze globalnym. Oddziaływały one w kierunku osłabienia walut oraz wzrostu rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach zaliczanych do grupy krajów rozwijających się. Sprzedaż aktywów, która objęła wszystkie segmenty rynku finansowego w Polsce, była w znacznej mierze spowodowana rosnącymi oczekiwaniami na zacieśnianie polityki pieniężnej przez banki centralne grupy G-3 (USA, strefa euro, Japonia).

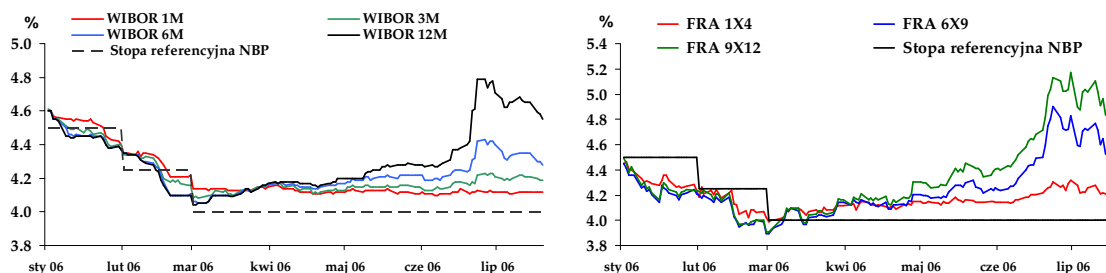
Krótkoterminowe stopy procentowe

Od maja br. następowała zmiana w oczekiwaniach rynku dotyczących prowadzenia krajowej polityki pieniężnej w horyzoncie rocznym. Podczas gdy stopa referencyjna

³⁹Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 19 lipca 2006 r.

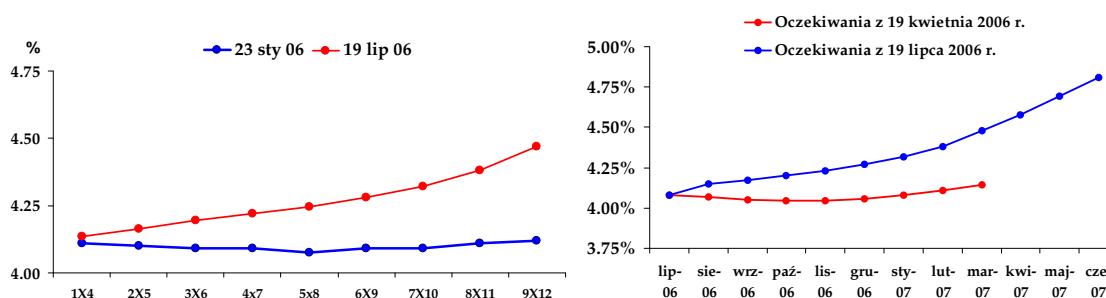
Determinanty inflacji

NBP pozostała – zgodnie z prognozami analityków – na niezmiennym poziomie 4,00%, to stawki rynku pieniężnego istotnie wzrosły (Wykres 2.19, lewy panel). Do końca maja br. wzrost ten był ograniczony, jednak w czerwcu tendencja ta wyraźnie się nasiliła. Zmiany krótkoterminowych stóp procentowych wynikały z rewizji oczekiwanych przez rynek stóp procentowych NBP w drugiej połowie 2006 i w 2007 r., co było związane z opublikowanymi krajowymi danymi makroekonomicznymi oraz z uwarunkowaniami międzynarodowymi, które zostały omówione w dalszej części rozdziału.



Wykres 2.19: Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie depozytów międzybankowych (lewy panel) oraz stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.



Wykres 2.20: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

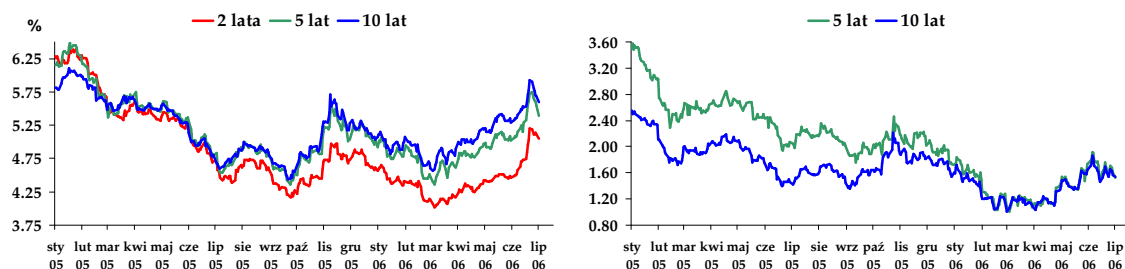
Wyniki majowej ankiety agencji Reutersa wskazały na wygaśnięcie oczekiwań analityków na kolejne obniżki stóp procentowych w horyzoncie rocznym, a stawki kontraktów FRA o terminach rozliczenia powyżej 6 miesięcy zaczęły kształtować się powyżej poziomu 4,25% (Wykres 2.19, prawy panel). Według kolejnych sondaży, opublikowanych w czerwcu br., część analityków zaczęła już oczekiwać pierwszej podwyżki stóp procentowych pod koniec br. W porównaniu z analitykami, zmiana oczekiwań uczestników rynku, dyskontowanych w stawkach kontraktów FRA, była znacznie silniejsza (Wykres 2.20). Różnicę tę można w dużej mierze tłumaczyć wysoką współzależnością pomiędzy terminowymi kontraktami na stawkę WIBOR3M (głównie kontraktami o najdłuższych terminach zapadalności) a obligacjami skarbowymi, których rentowności zna-

cząco wzrosły w tym okresie (zobacz podrozdział *Długoterminowe stopy procentowe*). Wzrost stawek kontraktów terminowych w czerwcu br. wynikał także ze zmieniających się uwarunkowań krajowych. Opublikowane dane makroekonomiczne (m.in. produkcja przemysłowa, wskaźnik PPI oraz CPI) świadczyły o zahamowaniu tendencji spadkowej inflacji oraz o poprawiającej się sytuacji gospodarczej. W kierunku wzrostu stawek rynku pieniężnego oddziaływał również spadek wartości złotego (zobacz podrozdział *Kurs walutowy*).

Wyniki ostatniej ankiety Reutersa (z 11 lipca br.) wskazują, że respondenci oczekiwali w większości pozostawienia stóp procentowych w br. na niezmiennym poziomie. Jednak w horyzoncie rocznym 70% ankietowanych oczekiwało podwyżek stóp procentowych o 25-50 punktów bazowych. Pozostała część analityków (30%) zakładała, iż Rada Polityki Pieniężnej utrzyma obecny poziom stopy referencyjnej (4,00%) do końca lipca 2007 r.

Długoterminowe stopy procentowe

Podobnie jak na rynku pieniężnym, również na krajowym rynku długu w analizowanym okresie miał miejsce wzrost rentowności obligacji skarbowych (Wykres 2.21, lewy panel). Spadek cen polskich papierów skarbowych, zapoczątkowany w marcu br., był przede wszystkim związany ze zmianami zachodzącymi na rynkach globalnych. Tendencja ta została dodatkowo wzmocniona przez czynniki regionalne i lokalne.

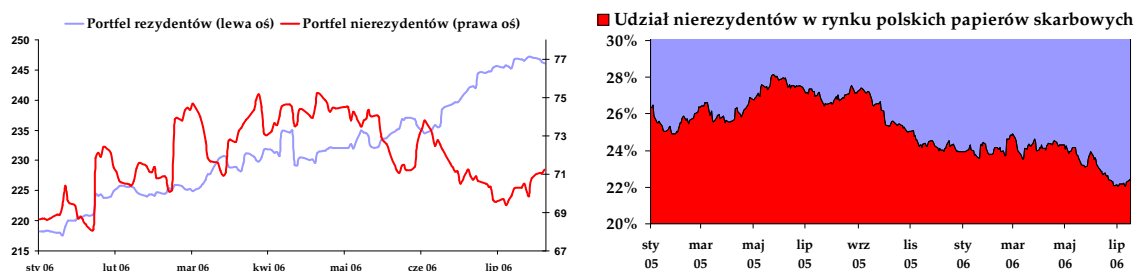


Wykres 2.21: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych (lewy panel) oraz różnice między rentownością obligacji niemieckich a rentownością polskich obligacji skarbowych (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

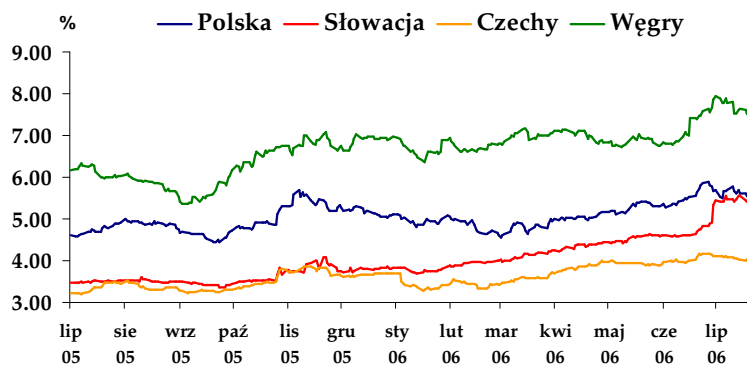
Po okresie stabilizacji cen w maju oraz na początku czerwca br., do ponownego wzrostu zmienności cen aktywów na polskim rynku w I połowie czerwca doprowadziła intensywna sprzedaż na globalnych rynkach długu. Dotyczyło to zarówno rynków krajów rozwijających się, jak i tzw. rynków bazowych (USA, strefa euro) i było związane przede wszystkim z ponownym wzrostem oczekiwań na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w gospodarce amerykańskiej i europejskiej oraz ze spodziewanym rozpoczęciem zacieśniania polityki pieniężnej przez Bank Japonii. W takiej sytuacji nastąpił wzrost awersji do ryzyka u inwestorów zagranicznych, którzy rozpoczęli sprzedaż bardziej ryzykownych aktywów z rynków rozwijających się. W II kw. br. nierezydenci sukcesywnie

sprzedawali polskie obligacje skarbowe. Zaangażowanie bezwzględne spadło do poziomów nienotowanych od lutego br., a udział nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych obniżył się o ok. 2 pkt. proc. do poziomu ok. 22% w połowie lipca br. (Wykres 2.22).



Wykres 2.22: Udział nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych w mld PLN (lewy panel) i procentowy (prawy panel)

Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.



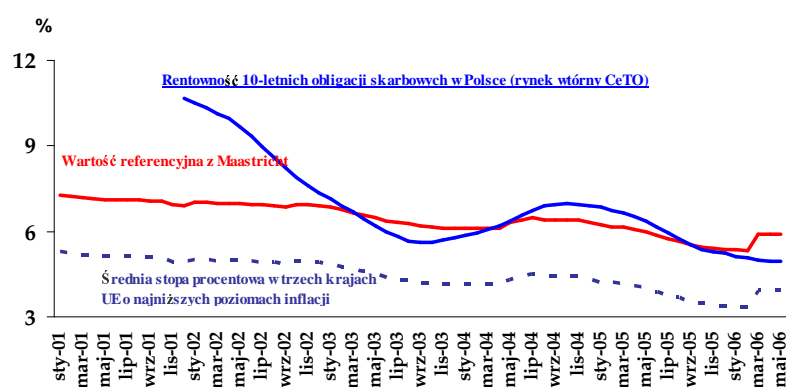
Wykres 2.23: Zmiany rentowności długoterminowych obligacji w Czechach, na Słowacji, Węgrzech i w Polsce

Źródło: Dane Bloomberg.

W Europie Środkowej najsilniej wzrosły rentowności obligacji węgierskich (o ponad 100 punktów bazowych), a następnie w Polsce (ok. 75 punktów bazowych) (Wykres 2.23). Nie bez znaczenia dla rynku polskiego pozostawała także sytuacja w regionie Europy Środkowej oraz wzrost krajowego ryzyka politycznego. Okres podwyższonej niepewności politycznej także w innych krajach regionu (wybory parlamentarne w Czechach, na Węgrzech i na Słowacji) oraz utrzymująca się nierównowaga makroekonomiczna na Węgrzech (odzwierciedlona w obniżeniu ratingu tego kraju przez agencję ratingową S&P) dodatkowo oddziaływały negatywnie na polski rynek obligacji. Do spadku cen krajowych papierów skarbowych przyczyniło się również rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej na Słowacji (podwyżka stóp procentowych o 50 punktów bazowych w maju) oraz na Węgrzech (o 25 punktów bazowych w czerwcu br.). Relatywnie wyższy wzrost rentowności obligacji skarbowych w Polsce w porównaniu ze zmianami rentowności

obligacji skarbowych w USA i strefie euro doprowadził do znaczącego wzrostu różnicy między rentownościami tych papierów wartościowych (Wykres 2.21, prawy panel).

Spadek cen polskich obligacji skarbowych znalazł także odzwierciedlenie w wyhamowaniu tendencji spadkowej ich rentowności w ujęciu średniorocznym (Wykres 2.24). Mimo to, Polska od sierpnia 2005 r. spełnia kryterium długoterminowych stóp procentowych, co jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro⁴⁰, tym bardziej, że włączenie Polski od marca br. do grupy krajów referencyjnych (ze względu na niski poziom krajowej inflacji – zobacz podrozdział 1.3 *Kryterium inflacyjne z Maastricht*) spowodowało wzrost wartości referencyjnej dla kryterium stóp procentowych.



Wykres 2.24: Średnia rentowność (12-miesięczna średnia ruchoma) długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium z Maastricht

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

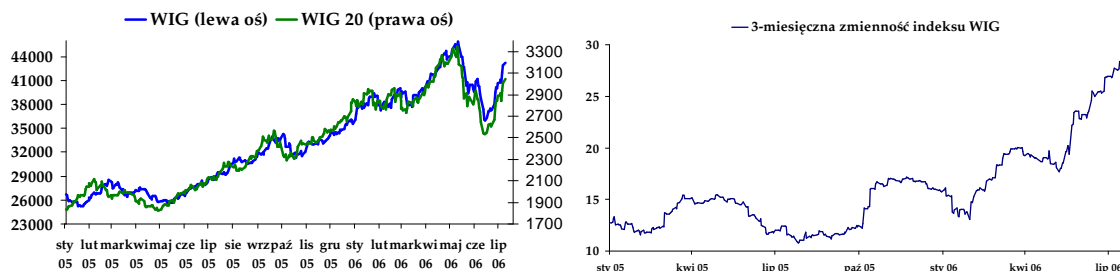
Rynek akcji

W wyniku utrzymującej się od roku tendencji wzrostowej, w I połowie maja br. główne indeksy na warszawskiej giełdzie osiągnęły rekordowo wysokie poziomy (Wykres 2.25, lewy panel), po czym wystąpiła gwałtowna korekta spadkowa, mająca miejsce również na innych rynkach akcji na świecie. Sprzedaż na warszawskiej giełdzie znalazła odzwierciedlenie we wzroście zmienności notowań na GPW w analizowanym okresie (Wykres 2.25, prawy panel).

Do osiągnięcia historycznych poziomów indeksów giełdowych w Polsce w I połowie maja br. przyczyniła się trwająca hossa na rynku surowcowym (wspierana przez rosnący popyt ze strony Chin) oraz wzmożona aktywność funduszy inwestycyjnych. Jednak już w kolejnych tygodniach wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w strefie euro

⁴⁰Dany kraj spełnia to kryterium, gdy średnia (12-miesięczna średnia ruchoma) rentowność długoterminowych obligacji skarbowych obserwowana w ciągu roku nie przekracza o więcej niż 2 pkt. proc. średniej arytmetycznej rentowności obligacji trzech krajów członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

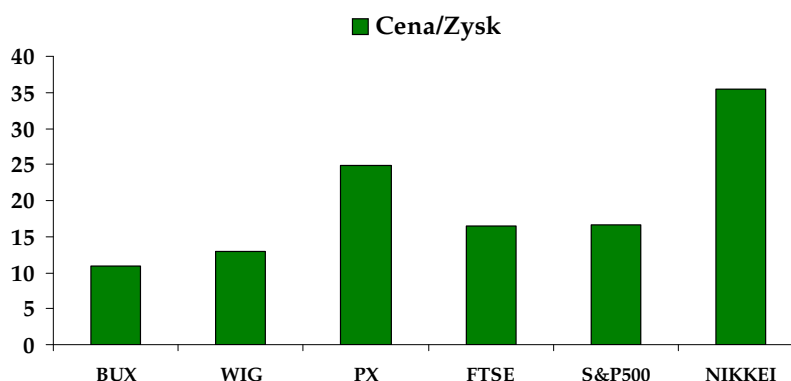
oraz w USA stanowił jeden z głównych czynników powodujących masową sprzedaż akcji na rynkach światowych. Dodatkowo istotny wpływ na wycenę papierów na rynkach kapitałowych miał spadek wartości miedzi i innych metali.



Wykres 2.25: Zmiany wartości indeksów WIG i WIG20 (lewy panel) oraz względna zmienność indeksu WIG (w proc., na podstawie dziennych obserwacji z ostatnich 3 miesięcy – prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

Ponowny wzrost indeksów na GPW od połowy czerwca br. jest częściowo tłumaczony tzw. efektem *window dressing* - tj. dążeniem do poprawy wyników przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi ze względu na zbliżający się koniec kwartału i półrocza, a częściowo był spowodowany ponownym wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Choć na tle historycznych notowań obecne poziomy indeksów na GPW są bardzo wysokie, to relacja cen akcji do bieżących zysków firm na warszawskiej giełdzie nie jest wysoka w relacji do głównych giełd światowych oraz krajów Europy Środkowej⁴¹ (Wykres 2.26).



Wykres 2.26: Wartość wskaźnika cena/zysk na giełdach: w Budapeszcie (BUX), Warszawie (WIG), Pradze (PX), Londynie (FTSE), Nowym Jorku (S&P500) i Tokio (NIKKEI)

Źródło: Bloomberg.

⁴¹Należy pamiętać, że analiza wartości aktywów powinna uwzględniać znacznie większą ilość informacji niż tylko wskaźnik cena/zysk.

Ceny mieszkań

Na rynku mieszkaniowym utrzymuje się dynamiczny wzrost cen (Tabele 2.9 i 2.10)⁴². Ich poziom i zmiany charakteryzują się znacznym zróżnicowaniem w przekroju geograficznym. Badania NBP wskazują, że najszybszy wzrost cen ma miejsce w Warszawie i Krakowie. Równocześnie wzrost cen produkcji budowlano-montażowej jest istotnie wolniejszy (2,2% w okresie styczeń-maj br. w porównaniu z analogicznym okresem ub. r.), co ma wpływ na silny wzrost marż osiągniętych przez firmy deweloperskie.

Okres	I pół. 2003	II pół. 2003	I pół. 2004	II pół. 2004	I pół. 2005	II pół. 2005	II półrocze 2005
przyrost procentowy względem	poprzedniego półrocza						II półrocza 2002
Polska ogółem	23,31	-5,70	4,73	4,14	1,94	4,43	36,85
Największe miasta w Polsce (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Sopot)	15,66	2,55	2,91	6,48	4,31	9,13	50,12
Miasta wojewódzkie	14,77	2,77	4,23	4,63	4,81	9,49	47,9
Małe i średnie miasta	4,98	-9,81	9,08	1,41	1,55	3,65	12,04
Warszawa	0,7	0,84	3,73	8,78	6,13	8,86	29,41
Kraków	8,66	1,00	2,00	10,85	5,73	27,69	75,74
Wrocław	2,75	4,05	3,56	1,23	6,66	2,32	32,19
Sopot	23,69	20,55	17,98	5,97	-	-	-

Tabela 2.9: Zmiana średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych. Rynek pierwotny w latach 2002-2005.

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

Podstawową przyczyną wzrostu cen jest wzrost popytu finansowany dynamiczną akcją kredytową banków oferujących łatwo dostępne kredyty mieszkaniowe⁴³ przy nieelastycznej w krótkim okresie podaży mieszkań. Na utrzymywanie się wysokiego popytu na mieszkania oddziałują także inne czynniki, jak wzrost dochodów ludności, wzrost liczby gospodarstw domowych, migracje ze wsi do miast. Ponadto popyt na mieszkania (również ze strony podmiotów zagranicznych oraz funduszy inwestycyjnych) jest stymulowany oczekiwaniami dotyczącymi dalszego wzrostu ich cen. W ostatnich miesiącach

⁴²Znaczne, półroczne zróżnicowania dynamiki cen mieszkań pomiędzy rynkiem pierwotnym a rynkiem wtórnym są zjawiskiem często występującym na rynkach lokalnych. Wynikają one zarówno z obserwowanego w Polsce odseparowania rynku pierwotnego od rynku wtórnego jak też zwłaszcza na rynku pierwotnym wpływu większych inwestycji, które nie są równo rozłożone w czasie. Wpływ na wyniki ma też wysoki poziom agregacji danych ofertowych i w konsekwencji brak możliwości wybrania reprezentatywnej dla struktury rynku próby oraz brak możliwości odrzucenia transakcji nietypowych.

⁴³Więcej na temat kredytów mieszkaniowych w podrozdziale *Kredyt i pieniądz*.

Determinanty inflacji

Okres	I pół. 2003	II pół. 2003	I pół. 2004	II pół. 2004	I pół. 2005	II pół. 2005	II półrocze 2005
przyrost procentowy względem	poprzedniego półrocza						II półrocza 2002
Polska ogółem	-3,93	13,85	2,44	-1,48	3,04	7,97	19,96
Największe miasta w Polsce (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Sopot)	-0,04	13,31	5,83	1,16	0,05	6,47	22,19
Miasta wojewódzkie	-5,52	15,99	4,54	-2,2	-1,32	7,5	17,11
Małe i średnie miasta	0,94	5,99	7,43	-0,07	10,54	3,7	25,84
Warszawa	0,22	13,69	5,42	1,45	-0,12	8,17	40,27
Kraków	3,41	3,96	7,57	4,58	10,78	12,18	58,77
Wrocław	6,61	3,11	7,74	8,19	4,51	-1,64	45,88
Sopot	-7,69	19,21	4,96	6,63	2,19	13,89	53,21

Tabela 2.10: Zmiana średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych. Rynek wtórny w latach 2002-2005.

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

obserwowano także przyspieszenia decyzji o zakupie mieszkań w wyniku obaw o utrudnienia w dostępie do finansowania za pomocą kredytów mieszkaniowych, związanych z przyjęciem przez nadzór bankowy *Rekomendacji S*⁴⁴. W krótkim horyzoncie czasowym na wzrost popytu może nadal oddziaływać niepewność co do wzrostu podatku VAT od nowych mieszkań, kończący się okres nabycia praw do ulgi odsetkowej przyznawanej w przypadku zakupu nowych mieszkań finansowanego kredytem bankowym, a także zapowiedzi zmian w podatku dochodowym od osób fizycznych od sprzedaży nieruchomości.

Podaż mieszkań charakteryzuje się niską elastycznością ze względu na długi okres realizacji inwestycji. W Polsce w przypadku najpowszechniejszego w większych miastach budownictwa wielorodzinnego okres ten jest szczególnie długi i zwykle przekracza 4 lata. Główne przyczyny to brak planów przestrzennego zagospodarowania, co znacząco wydłuża okres uzyskiwania pozwolenia na budowę oraz nasilający się brak uzbrojonych terenów. Przykładowo szacuje się, że w roku 2006 stopień pokrycia powierzchni Polski planami wynosił około 30%, ale już w przypadku Krakowa tylko 3%, Warszawy 14%, Wrocławia 21%. Brak terenów uzbrojonych jest z kolei wynikiem niskiego zainteresowania gmin tym problemem oraz brakiem efektywnych rozwiązań, zwłaszcza finansowych, umożliwiających sprawną realizację tego typu projektów. W tych warunkach każde zwiększenie popytu na mieszkania zarówno poprzez kredyty mieszkaniowe jak też dotacje powoduje głównie wzrost cen. Dodatkowym czynnikiem, którego zna-

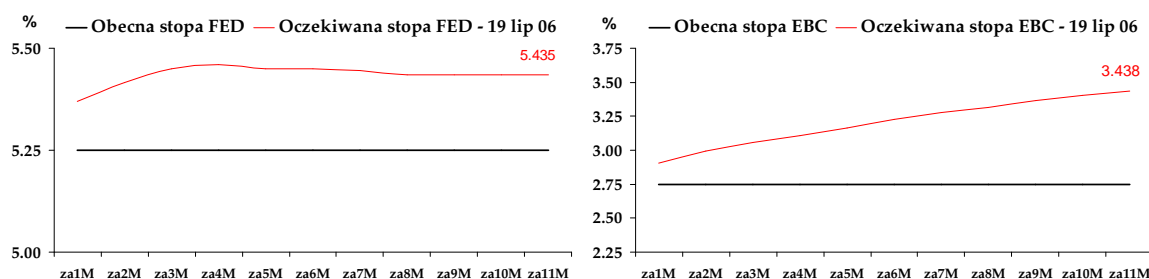
⁴⁴Zobacz podrozdział *Kredyt i pieniądz*.

czenie wzrasta w ostatnich miesiącach, jest niedobór wykwalifikowanej siły roboczej na budowach, na co wskazują m.in. wyniki badań NBP⁴⁵.

Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Od końca kwietnia 2006 r. stopa funduszy federalnych Fed została podwyższona dwukrotnie, łącznie o 50 punktów bazowych, do poziomu 5,25%. Decyzje Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) były zgodne z oczekiwaniami rynku. W okresie kwiecień–28 czerwiec br. utrzymywała się obserwowana od I połowy 2005 r. tendencja wzrostowa rentowności rządowych obligacji amerykańskich. Od końca kwietnia rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich zwiększyły się odpowiednio o 19, 32 i 41 punktów bazowych. W pierwszej połowie lipca miała miejsce lekka korekta, w wyniku której rentowności obniżyły się o około 0,2 pkt. proc. W rezultacie, na koniec tego okresu rentowności powyższych obligacji ukształtowały się na poziomie około 5,0-5,1%.

Wyniki ankiety Reutersa z 13 lipca br. wskazują, że większość ośrodków analitycznych oczekuje utrzymania stopy procentowej Fed na niezmiennym poziomie 5,25% przez najbliższy rok oraz jej spadku do poziomu 5,0% w drugiej połowie 2007 r. (mediana oczekiwań). Oczekiwania rynku na zmiany stóp Fed, zawarte w notowaniach kontraktów futures na stopę funduszy federalnych, wskazują na podwyżkę o 25 punktów bazowych do poziomu 5,50% w III kwartale br. i na utrzymanie tego poziomu co najmniej do początku 2007 r. (Wykres 2.27, lewy panel).



Wykres 2.27: Oczekiwania zmian stóp przez FED na podstawie kontraktów Fed Funds Futures – lewy panel – oraz oczekiwania zmian stóp przez EBC na podstawie kontraktów EONIA swaps (overnight index swaps) – prawy panel

Źródło: Bloomberg.

Europejski Bank Centralny (EBC) na posiedzeniu w dniu 8 czerwca 2006 r. podniósł stopę refinansową o 25 punktów bazowych, po czym w lipcu utrzymał ją na niezmiennym poziomie 2,75%. W analizowanym okresie rentowności obligacji europejskich

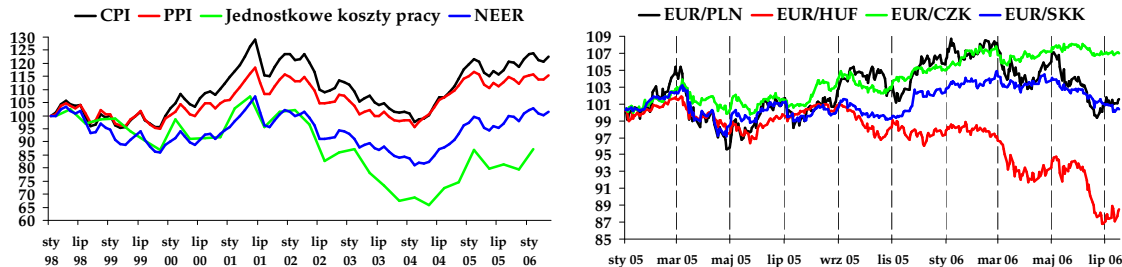
⁴⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2006 r., www.nbp.pl – aż 57% ankietowanych firm budowlanych wskazało na trudności związane ze znalezieniem pracowników wykwalifikowanych, co jest najwyższym wskaźnikiem spośród badanych grup przedsiębiorstw.

kształtowały się w lekkim trendzie wzrostowym. Od końca kwietnia do 19 lipca br. rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wzrosły odpowiednio o 18, 3 i 3 punkty bazowe i wyniosły 3,6%, 3,8% i 4,0%.

Wyniki ankiety Reutersa z 13 lipca br. wskazują, że większość analityków oczekuje podwyższenia stopy procentowej EBC o 25 punktów bazowych do poziomu 3,0% w III kw. 2006 r., a następnie kolejnych podwyżek po 25 punktów bazowych w IV kw. br. i I kw. 2007 r. (mediana oczekiwań). Oczekiwania rynku na zmiany stóp EBC, zawarte w notowaniach kontraktów swap na stopę procentową EONIA, także wskazują na podwyższenie stopy EBC o 75 punktów bazowych do poziomu 3,50% w 2007 r. (Wykres 2.27, prawy panel).

2.5.2 Kurs walutowy

W okresie kwiecień-czerwiec br. średniomiesięczny efektywny kurs złotego osłabił się o 2,6% wobec poziomu z marca br. (Wykres 2.28, lewy panel). Począwszy od połowy maja br. obserwowana była deprecjacja nominalnego kursu złotego względem głównych walut światowych. W okresie 11 maj - 19 lipiec br., kurs EUR/PLN zdeprecjonował się o 4,9% (z poziomu 3,82 do 4,02), zaś kurs USD/PLN osłabił się o 6,6% (z poziomu 3,00 do 3,22).



Wykres 2.28: Realny efektywny kurs złotego (lewy panel) oraz nominalne kursy walut krajów Europy Środkowej względem euro (prawy panel). Wzrost oznacza aprecjację.

Źródło: Dane NBP, Komisji Europejskiej oraz EcoWin.

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

W II kw. 2006 r. utrzymała się wysoka korelacja wahań kursu EUR/PLN z kursem euro wobec innych walut krajów Europy Środkowej. W przypadku czterech największych krajów naszego regionu, tj. Czech, Węgier, Słowacji i Polski (CEC4), po okresie kształtowania się kursu wymiany na relatywnie stabilnym poziomie, od połowy maja br. zarysowała się tendencja deprecjacyjna. W okresie 11 maj br. - 19 lipiec br. kurs forinta, złotego, korony słowackiej oraz czeskiej zdeprecjonowały się względem euro odpowiednio o 6,1%, 4,9%, 3,2% oraz 0,8% (Wykres 2.28, prawy panel). Osłabienie to związane było głównie z czynnikami o charakterze globalnym. Wzrost stóp procentowych na rynkach krajów wysokorozwiniętych w połączeniu z globalnym wzrostem

awersji do ryzyka doprowadziły do znaczącego odpływu kapitału z rynków wschodzących, w tym regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Odzwierciedleniem tego zjawiska był spadek cen akcji i obligacji oraz deprecjacja kursu wymiany walut krajów rozwijających się. W przypadku forinta węgierskiego, deprecjacja mogła dodatkowo wynikać z występowania tzw. bliźniaczych deficytów, tj. wysokiego deficytu budżetowego oraz silnie ujemnego salda rachunku obrotów bieżących. Należy jednak zaznaczyć, że skala deprecjacji walut regionu była ograniczana przez napływ inwestycji bezpośrednich oraz transferów z UE.

Zmiany wartości polskiej waluty w ostatnich miesiącach były kształtowane także przez czynniki krajowe. Za aprecjacją złotego przemawiały dane makroekonomiczne wskazujące na przyspieszenie wzrostu gospodarczego, wysoką dynamikę produkcji oraz eksportu oraz utrzymujący się stabilny poziom deficytu na rachunku obrotów bieżących. W kierunku deprecjacji złotego oddziaływały natomiast zmiany dysparytetu nominalnych stóp procentowych: w drugim kwartale br. stopy procentowe NBP utrzymały się na niezmiennym poziomie, podczas gdy stopy procentowe EBC wzrosły o 25, a w Stanach Zjednoczonych o 50 punktów bazowych. W rezultacie, na koniec czerwca br. stopy procentowe FED były o 1,25 pkt. proc. wyższe, a stopy EBC o 1,25 pkt. proc. niższe niż stopy NBP.

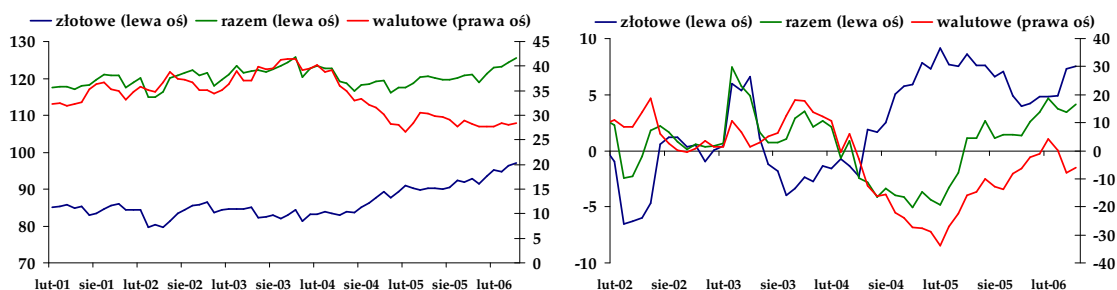
Dostępne dane za okres do lipca br. pokazują, że zmianom kursu nominalnego towarzyszyły podobne tendencje w kształtowaniu się realnego kursu efektywnego deflowanego indeksem cen konsumenta (REER CPI - Wykres 2.28, lewy panel). W najbliższym czasie wartość złotego może być kształtowana głównie przez czynniki o charakterze globalnym. W przypadku utrzymującego się wzrostu globalnej awersji do ryzyka oraz zacieśniania polityki monetarnej w głównych gospodarkach światowych, prawdopodobny byłby dalszy odpływ kapitału z rynków wschodzących, co znalazłoby odzwierciedlenie w występowaniu presji na osłabienie złotego. W krótkim okresie ważną rolę odgrywać będą także wydarzenia na krajowej scenie politycznej oraz decyzje mające wpływ na poziom deficytu budżetowego. W perspektywie najbliższych lat w kierunku ustabilizowania lub nawet umocnienia kursu realnego złotego powinny oddziaływać bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących, napływ inwestycji bezpośrednich oraz środków unijnych, a także dobre perspektywy dotyczące wzrostu gospodarczego.

2.5.3 Kredyt i pieniądz

Od początku br. tempo wzrostu kredytów bankowych dla sektora niefinansowego utrzymuje się na poziomie ok. 12% r/r. Głównym motorem obecnego wzrostu kredytów są kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, których dynamika osiągnęła w maju br. 50,0% r/r. Szybko przyrastają także kredyty udzielane gospodarstwom domowym na cele konsumpcyjne – ich dynamika r/r wyniosła w maju 19,7%. Natomiast wzrost kredytów udzielanych przedsiębiorstwom, mimo obserwowanego przyspieszenia, wciąż pozostaje umiarkowany.

Sektor przedsiębiorstw

Od połowy 2004 r. utrzymuje się umiarkowana tendencja wzrostowa zadłużenia przedsiębiorstw w systemie bankowym. Na koniec maja 2006 r. nominalna wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom przez banki osiągnęła 125,5 mld zł, zbliżając się do wartości notowanych w 2003 r., przed przejściowym spadkiem zadłużenia bankowego przedsiębiorstw jakie miało miejsce w 2004 r. (Wykres 2.29). Głównym składnikiem wzrostu kredytów ogółem dla przedsiębiorstw są rosnące kredyty złotowe (wzrost z ok. 90 mld zł w połowie 2005 r. do 97 mld zł na koniec maja br.). Stan kredytów walutowych w wyrażeniu złotowym pozostaje stabilny – średnio 28,6 mld zł w okresie od maja 2005 r. do maja 2006 r.



Wykres 2.29: Kredyty dla przedsiębiorstw, dane bez korekty o wpływ wahań kursu złotego. Lewy panel – wartości udzielonych kredytów. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.

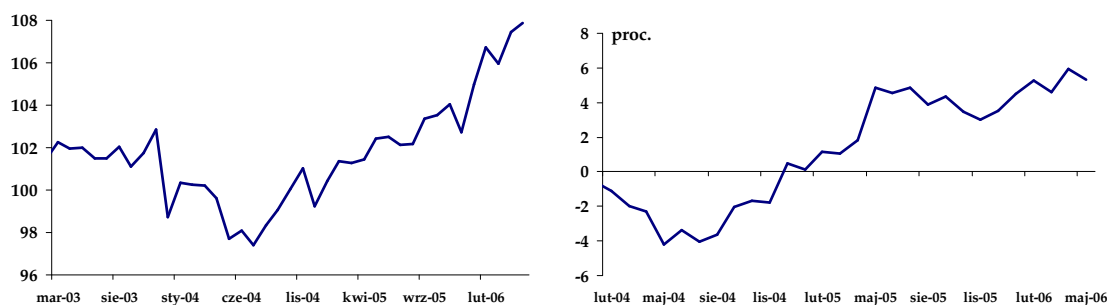
Źródło: Dane NBP.

Wobec znacznego udziału kredytów walutowych w strukturze zadłużenia przedsiębiorstw⁴⁶ wahania kursu złotego utrudniają ocenę jego rzeczywistych zmian. Dane oczyszczone z wpływu wahań kursowych wskazują⁴⁷, że od 2004 r. utrzymuje się rosnący trend zadłużenia przedsiębiorstw w bankach (Wykres 2.30, lewy panel). Jednak tempo jego wzrostu pozostaje umiarkowane – od dwunastu miesięcy dynamika roczna wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw ogółem kształtuje się na poziomie ok. 4-5%. (Wykres 2.30, prawy panel). Od połowy 2005 r. dynamika kredytów inwestycyjnych przewyższa dynamikę kredytów operacyjnych i w rachunku bieżącym, która po spadku w II połowie 2005 r. wciąż utrzymuje się na niskim poziomie (Wykres 2.31). Znacznie szybciej wzrastają kredyty przedsiębiorstw na nieruchomości – na koniec maja ich tempo wzrostu osiągnęło 17,6%.

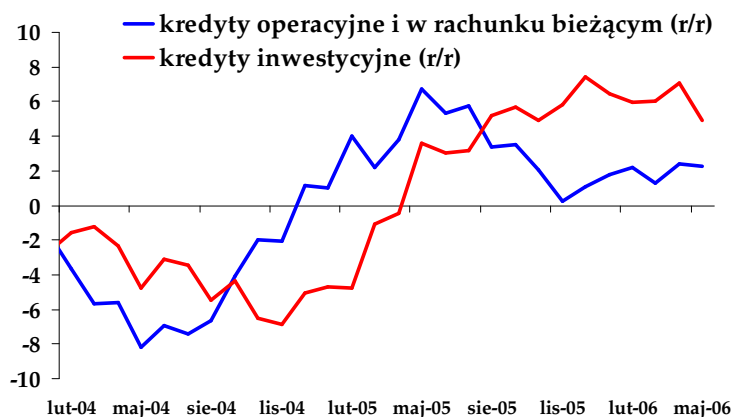
Dane z systemu bankowego wskazują na to, że akcja kredytowa dla przedsiębiorstw przyspiesza, co znajduje potwierdzenie także w wynikach badań ankietowych prowadzonych przez NBP. Wskaźnik salda prognoz zadłużenia kredytowego (różnica między

⁴⁶Na koniec maja 2006 r. kredyty walutowe stanowiły 22,7% kredytów ogółem udzielanych przedsiębiorstwom przez banki komercyjne

⁴⁷W dalszej części tego podrozdziału wszelkie wartości liczbowe dotyczące zmian kredytów i depozytów przedsiębiorstw odnoszą się do danych skorygowanych o wpływ wahań kursu złotego, chyba że zaznaczono inaczej.



Wykres 2.30: Kredyty dla przedsiębiorstw, dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego. Lewy panel – wolumen udzielonych kredytów, stan w grudniu 2002 = 100. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.
Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.31: Roczne tempo wzrostu kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych i kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw (dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego)
Źródło: Dane NBP.

odsetkiem przedsiębiorstw przewidujących wzrost zadłużenia kredytowego a odsetkiem przedsiębiorstw przewidujących jego spadek) wśród ankietowanych przez NBP przedsiębiorstw w II kw. 2006 r.⁴⁸ wzrósł zarówno w ujęciu bezwzględnym jak i ważonym wielkością zatrudnienia. Wstępne wyniki ankiet przeprowadzonych na przełomie czerwca i lipca potwierdzają jego utrzymywanie się na podwyższonym poziomie, co wskazuje na rosnące zainteresowanie przedsiębiorstw zaciąganiem kredytów. Podobne wnioski wynikają z odpowiedzi na pytania dotyczące źródeł finansowania nowych inwestycji: głównym źródłem pozostają środki własne, lecz równocześnie wzrasta znaczenie kredytów bankowych.

Według ankiet kierowanych do przewodniczących komitetów kredytowych⁴⁹ w II kw.

⁴⁸Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem, stanu koniunktury w II kw 2006, www.nbp.pl

⁴⁹Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2006, www.nbp.pl

br. banki odczuły wzrost popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw, głównie ze względu na wzrost zapotrzebowania na finansowanie inwestycji, zapasów i kapitału obrotowego. Banki oczekują, że w III kw. br. popyt na kredyty ze strony przedsiębiorstw będzie nadal rósł. Przewidywania wzrostu popytu dotyczą zarówno sektora małych i średnich przedsiębiorstw, jak i dużych przedsiębiorstw. Tendencja do łagodzenia pozacenowych kryteriów przyznawania kredytów⁵⁰ ze względu na silną presję konkurencyjną oraz na spadek ryzyka związanego z przewidywaną sytuacją gospodarczą, obserwowana do I kw. br. włącznie, w II kw. została zatrzymana. Prawie wszystkie banki (96-97% ważonej aktywami liczby banków) nie zmieniły polityki kredytowej w sektorze przedsiębiorstw w II kw. br. Banki nie przewidują również zmian w polityce kredytowej w sektorze dużych przedsiębiorstw w III kw. br. Natomiast w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw powinna powrócić tendencja do łagodzenia kryteriów i warunków udzielania kredytów.

Pomimo deklarowanego przez przedsiębiorstwa wzrostu zainteresowania finansowaniem swej działalności za pomocą kredytu bankowego, wzrastającego popytu na kredyt odczuwanego przez banki komercyjne a także łagodzenia wymagań stawianych przedsiębiorstwom ubiegającym się o kredyt, dynamika wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw w bankach pozostaje na umiarkowanym poziomie. Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw wzrasta w tempie wyższym niż zadłużenie krajowe. Wartość kredytów zagranicznych oraz innych form zadłużenia zagranicznego, takich jak papiery dłużne emitowane przez polskie firmy, wzrosła w I kw. o 8,2% r/r (w przeliczeniu na euro). Kredyty handlowe rosną jeszcze szybciej (15,4% r/r), odzwierciedlając dynamiczny rozwój wymiany handlowej z zagranicą.

Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw podąża za zmianami stóp procentowych NBP (Tabela 2.11). Wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że cena kredytu nie sta-

	Kredyty			Depozyty		
	ogółem	gosp. dom.	przeds.	ogółem	gosp. dom.	przeds.
cze-05	9,2	11,0	6,8	3,0	3,1	2,8
lip-05	8,9	10,7	6,6	2,9	3,0	2,5
sie-05	8,9	10,6	6,5	2,9	3,1	2,3
wrz-05	8,8	10,5	6,4	2,7	2,8	2,2
paź-05	8,6	10,3	6,3	2,7	2,8	2,2
lis-05	8,7	10,3	6,3	2,7	2,8	2,2
gru-05	8,6	10,3	6,3	2,7	2,8	2,2
sty-06	8,1	9,7	5,9	2,7	2,8	2,3
lut-06	8,0	9,6	5,8	2,6	2,7	2,1
mar-06	7,9	9,6	5,7	2,5	2,6	2,0
kwi-06	7,9	9,5	5,7	2,5	2,6	2,0
maj-06	7,9	9,5	5,6	2,5	2,7	2,0

Tabela 2.11: Średnie ważone oprocentowanie złotych kredytów i depozytów terminowych w bankach komercyjnych

Źródło: Dane NBP.

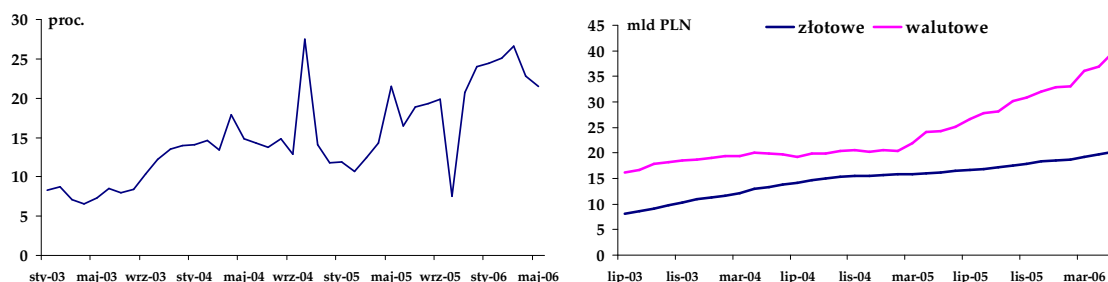
⁵⁰Poprzez m.in. wydłużanie okresu kredytowania, spadek marży i pozaodsetkowych kosztów kredytu lub zwiększanie maksymalnej kwoty kredytu.

nowi bariery rozwoju przedsiębiorstw – w II kw. 2006 r. jedynie 1,2% ankietowanych przedsiębiorstw wymieniło oprocentowanie kredytów jako jeden z czynników ograniczających ich działalność. Dla porównania w I kw. 2006 r. odsetek ten wynosił 2,6%.

Wciąż utrzymuje się szybki przyrost depozytów bankowych przedsiębiorstw. Od połowy ub. r. ich roczne tempo wzrostu waha się w pobliżu 20%. Szybki przyrost depozytów wiąże się z dobrą sytuacją ekonomiczną przedsiębiorstw. Wobec oczekiwanej kontynuacji szybkiego wzrostu gospodarczego i przyspieszenia wzrostu inwestycji można się spodziewać spowolnienia wzrostu depozytów przedsiębiorstw, szczególnie jeśli – zgodnie z deklaracjami przedsiębiorstw – inwestycje będą finansowane w pierwszej kolejności z ich środków własnych. W dalszej kolejności większemu przyspieszeniu winien ulec wzrost kredytów dla przedsiębiorstw. Jak dotychczas jednak przewidywania spowolnienia wzrostu depozytów i przyspieszenia wzrostu kredytów znajdują jedynie ograniczone potwierdzenie w danych z systemu bankowego.

Sektor gospodarstw domowych

Wciąż utrzymuje się szybkie tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Na koniec maja dynamika r/r wyniosła 21,5% (Wykres 2.32, lewy panel). Głównym składnikiem wzrostu są kredyty mieszkaniowe (Wykres 2.32, prawy panel). Kredyty mieszkaniowe udzielane w walutach obcych cieszą się większą popularnością niż kredyty złotowe, a ich udział w kredytach mieszkaniowych ogółem osiągnął na koniec maja wartość 66,3% (wobec 63,8% w lutym br.). Szybko przyrastają także kredyty udzielane gospodarstwom domowym na cele konsumpcyjne.



Wykres 2.32: Kredyty dla gospodarstw domowych w ujęciu nominalnym, bez korekty o wpływ wahań kursowych. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem. Prawy panel: wartość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w rozbiciu na kredyty złotowe i walutowe. **Źródło:** Dane NBP.

Ze względu na to, że znaczna część kredytów dla gospodarstw domowych jest denominowana w walutach obcych, wahania kursu złotego zaburzają analizę ich zmian. Na wykresie 2.33 przedstawiono dynamikę roczną kredytów dla gospodarstw domowych ogółem oraz w rozbiciu na kredyty mieszkaniowe i konsumpcyjne po skorygowaniu o wpływ wahań kursowych⁵¹. Dynamika kredytów mieszkaniowych przyspiesza – w ma-

⁵¹ Analiza prowadzona w dalszej części tego podrozdziału odnosi się do danych skorygowanych o wpływ

Determinanty inflacji

	Stan, mld zł				Tempo wzrostu r/r, procent			
	kredyty mieszk.	kredyty kons. ^a	inne ^b	ogółem	kredyty mieszk.	kredyty kons. ^a	inne ^b	ogółem
cze-05	41.57	57.94	20.91	120.42	23.6	17.4	2.4	16.4
wrz-05	45.37	61.26	21.71	128.35	30.0	18.7	5.5	19.8
gru-05	50.42	63.77	21.84	136.03	40.8	19.0	7.7	24.0
mar-06	55.14	65.18	22.41	142.73	45.9	18.9	11.3	26.6
maj-06	60.06	68.19	23.22	151.47	48.2	19.2	-13.7	21.5

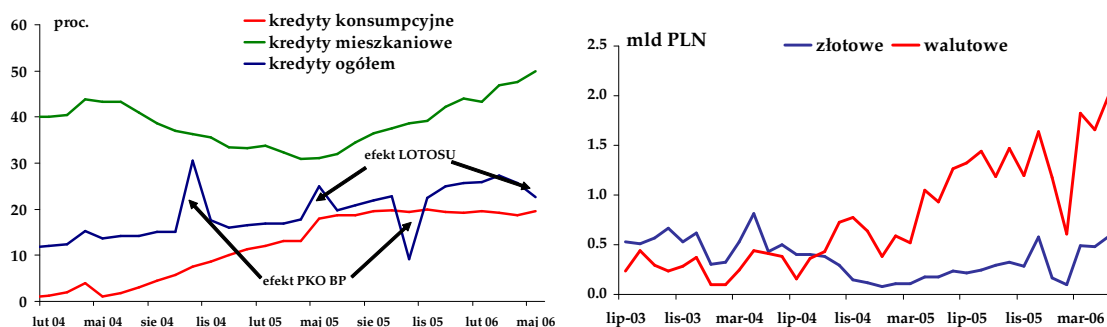
Tabela 2.12: Kredyty dla gospodarstw domowych, dane bez korekty o wpływ wahań kursu złotego.

^a W skład kredytów konsumpcyjnych wchodzi następujące pozycje wg. nomenklatury należności monetarnych instytucji finansowych (MFI) od gospodarstw domowych: kredyty w rachunku bieżącym, kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych oraz kredyty pozostałe (zawierające m.in. kredyty ratalne).

^b W skład kredytów innych wchodzi udzielone gospodarstwom domowym przez monetarne instytucje finansowe: kredyty dyskontowe, eksportowe, operacyjne, na inwestycje, na zakup papierów wartościowych.

Źródło: Dane NBP.

ju osiągnęła 50% r/r, natomiast dynamika kredytów konsumpcyjnych utrzymuje się na poziomie ok. 20% r/r. Obserwowany w kwietniu i maju br. spadek dynamiki kredytów ogółem jest wynikiem działania efektu bazy statystycznej związanej z wysoką wartością kredytów udzielonych na zakup akcji spółki "Lotos" prywatyzowanej w maju 2005 r.



Wykres 2.33: Kredyty dla gospodarstw domowych po usunięciu wpływu wahań kursu złotego. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Prawy panel: miesięczne przyrosty mieszkaniowych kredytów złotowych i walutowych.

Źródło: Dane NBP.

Ankiety kierowane przez NBP do banków komercyjnych⁵² wskazują, że w II kw. br. banki odczuły wzrost popytu na kredyty ze strony gospodarstw domowych, zarówno w segmencie kredytów mieszkaniowych jak i konsumpcyjnych. Zdaniem banków główną przyczyną silnego wzrostu popytu na kredyty jest poprawa kondycji finansowej gospodarstw domowych. Pozytywne oceny kondycji finansowej gospodarstw domowych znajdują potwierdzenie m.in. w wysokich wartościach Wskaźnika Optymizmu Konsumentów

wahań kursowych, chyba że zaznaczono inaczej.

⁵²Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2006, www.nbp.pl

WOK⁵³ notowanych w ostatnich miesiącach. Ankietowane banki wskazują, że w segmencie kredytów konsumpcyjnych istotną przyczyną wzrostu popytu był także wzrost zapotrzebowania na finansowanie dóbr trwałego użytku, natomiast wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe był związany z oczekiwaniami na dalszy wzrost cen mieszkań oraz spodziewane przez klientów banków zaostrzenie polityki kredytowej po wejściu w życie *Rekomendacji S* nadzoru bankowego dotyczącej dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytów zabezpieczonych hipotecznie⁵⁴. Banki nie są zgodne co do oceny przewidywanych zmian popytu na kredyty mieszkaniowe w najbliższej przyszłości. Choć odsetek banków przewidujących wzrost popytu jest nieznacznie wyższy niż przewidujących spadek, to 38% ważonych aktywami banków przewiduje spadek popytu, z czego ponad połowa uważa, że popyt zmniejszy się znacznie. W przypadku kredytów konsumpcyjnych banki spodziewają się słabszego wzrostu popytu w III kw. br.

Wśród przyczyn wzrostu popytu na kredyt banki wymieniają także łagodzenie kryteriów ich przyznawania, szczególnie w segmencie kredytów konsumpcyjnych. Najważniejszą przyczyną zwiększania dostępności kredytów konsumpcyjnych w II kw. br. było w opinii banków nasilenie się presji konkurencyjnej. Istotnym czynnikiem była także poprawa oceny bieżącej i przewidywanej sytuacji kapitałowej banków. Banki przewidują, że tendencja do łagodzenia kryteriów przyznawania kredytów konsumpcyjnych utrzyma się w najbliższej przyszłości.

Inaczej wygląda kwestia ewolucji kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych. W II kw. br. większość banków (79,1% ważonej aktywami liczby banków) nie zmieniła kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Wśród pozostałych banków nieznacznie przeważał odsetek banków, które zaostryły politykę kredytową. Jednak w najbliższej przyszłości, pomimo pozytywnych perspektyw rozwoju sytuacji na rynku mieszkaniowym oraz silnej konkurencji pomiędzy bankami, banki przewidują znaczne zaostrzenie polityki kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych w związku z dostosowaniem polityki kredytowej do *Rekomendacji S*.

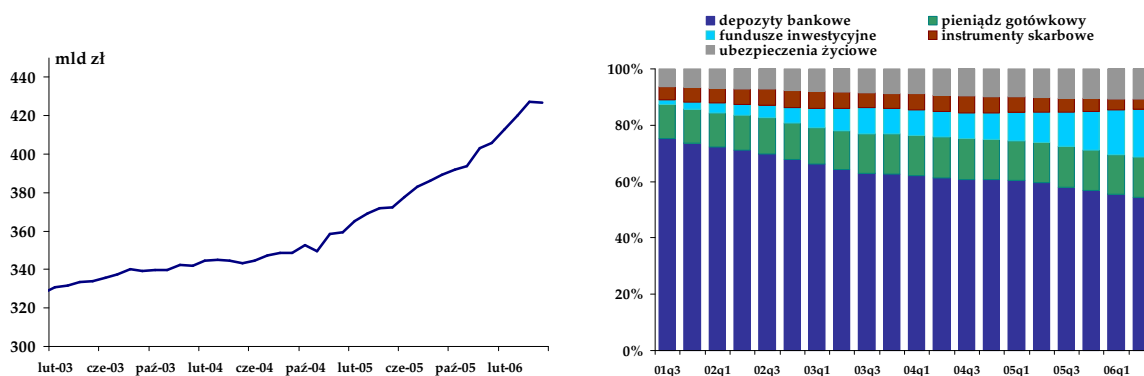
Oprocentowanie złotych kredytów dla gospodarstw domowych podąża za zmianami stóp na rynku międzybankowym, a silna konkurencja wymusza stopniowe obniżanie marż kredytowych. Średnie oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych wynosiło w maju br. 14,3%, zaś złotych kredytów mieszkaniowych 5,6%. Jednak dla analiz zmian

⁵³Wskaźnik Optymizmu Konsumentów, Ipsos, http://www.ipsos.pl/3_3.html

⁵⁴Uchwalona przez Komisję Nadzoru Bankowego 15 marca 2006 r. *Rekomendacja S* dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie stanowi ramy dla poprawnej identyfikacji, zarządzania i nadzoru nad ryzykiem ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie. Została ona przyjęta w odpowiedzi na następujące zjawiska obserwowane w polskim systemie bankowym: wysokie tempo zadłużania się w walutach obcych gospodarstw domowych, osiągających dochody w złotych; brak długookresowych doświadczeń uczestników rynku kredytów hipotecznych; niska jakość wycen nieruchomości wynikająca m.in. z braku materiału statystycznego dotyczącego rynku nieruchomości oraz portfela wierzytelności hipotecznych; trudności w oszacowaniu szkodowości portfela kredytów hipotecznych oraz niska skuteczność dochodzenia roszczeń przez banki; brak procedur dotyczących ryzyka kursowego i ryzyka stopy procentowej ponoszonych przez klienta; ograniczony zakres procedur posiadanych przez banki w zakresie bieżącego monitorowania wartości i jakości zabezpieczeń ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie; niedopasowanie pomiędzy strukturą terminową pasywów a strukturą terminową aktywów (finansowanie długoterminowych aktywów krótkoterminowymi pasywami).

kredytów mieszkaniowych ważniejsze znaczenie mają zagraniczne stopy procentowe, przede wszystkim w CHF, ponieważ większość udzielanych kredytów mieszkaniowych to kredyty walutowe⁵⁵. Pomimo wzrostu LIBOR CHF, kredyty walutowe przyrastały w ostatnich miesiącach bardzo szybko (Wykres 2.33, prawy panel). Na wysoki przyrost kredytów walutowych wpływ mogło mieć przyspieszanie decyzji o zaciąganiu kredytów mieszkaniowych w celu uniknięcia restrykcji w dostępie do nich wynikających z wejścia w życie od 1 lipca *Rekomendacji S*.

Oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych znacznie przewyższa oprocentowanie kredytów mieszkaniowych. Ankietowane przez NBP banki wskazują, że ryzyko towarzyszące tym kredytom jest wyższe i stąd tylko nieznaczne dotychczasowe i oczekiwane spadki ich oprocentowania. Jak już wspomniano wcześniej, pomimo wysokiego oprocentowania w opinii banków popyt na kredyty konsumpcyjne jest silny.



Wykres 2.34: Aktywa finansowe gospodarstw domowych. Lewy panel: stan, dane skorygowane o wpływ wahań kursowych, przyjęto relacje kursowe z grudnia 2002 r. Prawy panel: Struktura, dane bez korekty o zmiany kursu.

Źródło: Szacunki NBP.

Depozyty bankowe gospodarstw domowych, po wzroście na początku roku, w kolejnych miesiącach ustabilizowały się. Ich dynamika r/r kształtuje się na umiarkowanym poziomie ok. 4% od ponad roku. Równocześnie gospodarstwa domowe intensywnie substytuują depozyty bankowe alternatywnymi formami oszczędności finansowych, takimi jak jednostki funduszy inwestycyjnych albo ubezpieczenia na życie. Wartość oszczędności finansowych gospodarstw domowych przyrasta szybko⁵⁶, a udział depozytów bankowych w ich strukturze maleje (Wykres 2.34). W maju, w wyniku spadków cen akcji na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w których mogą uczestniczyć gospodarstwa domowe obniżyła się o ok. 1 mld zł.

⁵⁵W okresie od grudnia 2005 r. do maja 2006 r. przyrost walutowych kredytów mieszkaniowych stanowił 75,6% całości przyrostu kredytów mieszkaniowych udzielonych dla gospodarstw domowych

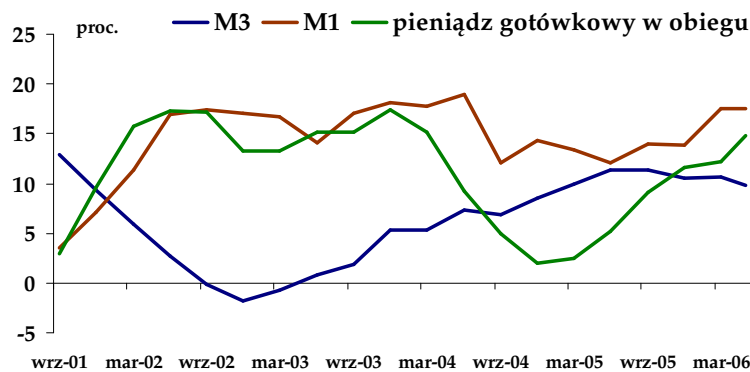
⁵⁶Tempo wzrostu sumy depozytów bankowych gospodarstw domowych, pieniądza gotówkowego w obiegu, wartości jednostek funduszy inwestycyjnych oraz obligacji i bonów skarbowych należących do gospodarstw domowych a także ich aktywów zgromadzonych w zakładach ubezpieczeń na życie wyniosło 14,6% r/r w maju br.

Mimo pogorszenia sytuacji giełdowej w maju odnotowano napływ nowych środków do funduszy, choć był on istotnie niższy niż w poprzednich miesiącach.

Utrzymanie się szybkiego wzrostu gospodarczego oraz pozytywnych trendów na rynku pracy powinny się przyczynić do kontynuacji obserwowanych tendencji na rynku kredytów i depozytów gospodarstw domowych. Zastosowanie się banków komercyjnych do *Rekomendacji S* wydanej przez nadzór bankowy może przyczynić się do spowolnienia tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych, gdyż część gospodarstw domowych potencjalnie zainteresowanych zaciągnięciem kredytu mieszkaniowego straci w ocenie banków zdolność kredytową.

Agregaty monetarne

Tendencje obserwowane na rynku kredytów znajdują odzwierciedlenie w kształtowaniu się agregatów monetarnych (Wykres 2.35). Od połowy 2005 r. roczne tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 waha się wokół 10%. Wąski agregat pieniężny M1 wzrasta szybciej niż szeroki, co jest odbiciem zmian w strukturze pieniądza polegających na zwiększaniu się udziału jego płynnych składników. Takie zmiany są konsekwencją przeobrażeń oferty banków, przejawiających się m.in. zacieraniem różnic między depozytami bieżącymi a terminowymi⁵⁷. Ponadto niski poziom oprocentowania depozytów w bankach sprzyja ich substytucji gotówką, wchodzącą w skład M1. Dynamika pieniądza gotówko-



Wykres 2.35: Roczne nominalne tempo wzrostu M3, M1 oraz gotówki w obiegu

Uwaga: Zmiany metodologiczne w statystyce monetarnej: od 2005 r. dodanie do sektora Monetarnych Instytucji Finansowych Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych oraz wyłączenie z niego instytucji bankowych, które ogłosiły upadłość bądź są likwidowane lub w organizacji, a od 2006 r. dołączenie do tego sektora Funduszy Inwestycyjnych Rynku Pieniężnego, utrudniają porównywalność danych z 2005 r. i 2006 r. z danymi z lat wcześniejszych. Zmiany metodologiczne są wprowadzane w celu dostosowania polskiej statystyki monetarnej do wymogów EBC.

Źródło: Dane NBP.

⁵⁷ Obecnie w wielu bankach oprocentowanie depozytów bieżących nie odbiega od oprocentowania depozytów terminowych; depozyty bieżące zyskują przez to na popularności, gdyż z definicji ich wycofanie nie niesie ze sobą konsekwencji w postaci utraty odsetek.

wego w obiegu wzrosła w ostatnich miesiącach, zbliżając się do dynamiki agregatu M1. Jak wspomniano w poprzednich *Raportach*, spadkowi dynamiki r/r gotówki w obiegu na przełomie lat 2004 i 2005 towarzyszyło obniżenie udziału pieniądza gotówkowego w wąskim agregacie monetarnym M1. W najbliższej przyszłości, zakładając że udział ten pozostanie stabilny, można się spodziewać zbliżenia dynamiki wzrostu gotówki do dynamiki M1; w dalszej przyszłości w kierunku osłabiania tempa wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu oddziaływać powinno rosnące znaczenie płatności bezgotówkowych w obrocie gospodarczym.

Polityka pieniężna w okresie maj–lipiec 2006 r.

Kwietniowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 24 marca 2006 r.) przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w końcu 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%) i w 2008 r. utrzyma się na poziomie zbliżonym do celu. Projekcja wskazywała, że do 2008 r., luka popytowa pozostanie ujemna i będzie się domykać w tempie szybszym od przewidywanego w projekcji styczniowej. Dane opublikowane w maju i czerwcu br. pozwoliły na ocenę trafności założeń projekcji dotyczących I kw. oraz wstępną ocenę trafności samej projekcji za II kw. 2006 r. Biorąc pod uwagę bilans czynników kształtujących przyszłą inflację, w tym wyniki kwietniowej projekcji inflacji, na posiedzeniach w maju i czerwcu br. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,0%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%. Po zapoznaniu się z najnowszymi danymi i lipcową projekcją inflacji, w lipcu Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dane opublikowane w okresie maj-lipiec 2006 r. wskazywały na wzmocnienie tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce obserwowanych od II kw. ub.r. Dane o rachunkach narodowych w I kw. 2006 r. potwierdziły, że od II kw. 2005 r. tempo wzrostu gospodarczego przyspieszało, wskazując na umacniające się ożywienie gospodarcze. Dynamika PKB w I kw. br. była wyższa od oczekiwań przedstawionych w kwietniowym *Raporcie o inflacji*. Istotnie różna od tych oczekiwań była także struktura wzrostu PKB. Wzrost spożycia indywidualnego jak i wkład eksportu netto do wzrostu PKB były wyższe od prognozowanych w kwietniowym *Raporcie*, natomiast niższa od przewidywań z kwietniowego *Raportu* okazała się dynamika nakładów brutto na środki trwałe oraz spożycia zbiorowego. Czynniki, które przyczyniały się do wzrostu popytu krajowego były szybki wzrost kredytu dla gospodarstw domowych oraz spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych.

Miesięczne dane GUS opublikowane w okresie maj-lipiec wskazywały, że w II kw. 2006 r. tempo wzrostu PKB było nadal wysokie i najprawdopodobniej zbliżone do obserwowanego w I kw. br., a tym samym wyższe od oczekiwań przedstawionych w kwietniowym *Raporcie*.

Dane dostępne w analizowanym okresie wskazywały na utrzymującą się poprawę sytuacji na rynku pracy. Następował wzrost zatrudnienia, zarówno w sektorze przedsiębiorstw (3,1% r/r w czerwcu br.) jak i w całej gospodarce (1,9% r/r w I kw. 2006 r.). Jednocześnie obniżała się w ujęciu rocznym stopa bezrobocia rejestrowanego. Według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności, w I kw. br. utrzymało się notowane od III kw. 2005 r. wysokie tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce poza indywidualnymi gospodarstwami rolnymi. Tempo to było wyższe niż oczekiwano w kwietniowym *Raporcie*. Według BAEL, szybkiemu wzrostowi liczby pracujących towarzyszyły znaczny spadek stopy bezrobocia. Wbrew założeniom z kwietniowej projekcji nie nastąpił natomiast wzrost liczby aktywnych zawodowo.

Przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w I kw. br. towarzyszyło wysokie tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce, które - podobnie jak tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce - było zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w kwietniowym *Raporcie*. Dane o wynagrodzeniach w przedsiębiorstwach w okresie kwiecień–czerwiec br., skorygowane o wpływ przesunięć jednorazowych składników wynagrodzeń w niektórych sekcjach, wskazywały na utrzymujący się szybki wzrost płac i funduszu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Jednocześnie obserwowanej od II połowy 2005 r. rosnącej dynamice wynagrodzeń w przedsiębiorstwach sektora przemysłowego towarzyszył znacznie szybszy wzrost wydajności pracy w tym sektorze.

Inflacja w I kw. 2006 r. wyniosła 0,6% r/r., po czym w II kw. br. wzrosła do 0,8%. Na kształtowanie się inflacji na niskim poziomie począwszy od III kw. 2005 r. wpłynęło wygaśnięcie efektów cenowych związanych z akcesją Polski do UE w 2004 r., polityka pieniężna sprzed kilku kwartałów, aprecjacja złotego w 2005 r., rosnący udział importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz wzmożona konkurencja ze strony producentów z tych krajów. Na działanie tych czynników nałożyły się efekty krótkookresowe, takie jak utrzymujący się spadek cen żywności w ujęciu rocznym.

Pomimo umacniania się tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, w okresie kwiecień–czerwiec br. wskaźniki inflacji bazowej utrzymywały się na niskim poziomie. Niska inflacja "netto" wskazywała, że presja inflacyjna była w tym okresie ograniczona. Ograniczonej presji inflacyjnej w analizowanym okresie towarzyszyło utrzymywanie się oczekiwań inflacyjnych na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego, przy jednoczesnym nieznacznym obniżeniu się prognoz inflacyjnych analityków bankowych do poziomu 1,9%.

W analizowanym okresie odnotowano stopniowy wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym z 1,7% r/r w kwietniu do 2,8% r/r w czerwcu br., który następował mimo mocniejszego niż rok temu efektywnego kursu złotego.

W okresie, jaki upłynął pomiędzy posiedzeniami Rady w kwietniu i lipcu br. kurs złotego osłabił się głównie na skutek oddziaływania czynników globalnych. Jednocześnie w II kw. br. nominalny efektywny kurs złotego był zgodny z oczekiwaniami z kwietniowego *Raportu*.

W trakcie posiedzeń Rada dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej. Najważniejszymi

problemami omawianymi przez Radę były: przyszły wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania na inflację w Polsce, trwałość ożywienia na rynku pracy i związana z tym presja na wzrost wynagrodzeń w Polsce, znaczenie utrzymywania się niskiej inflacji netto dla przyszłej inflacji CPI, doświadczenia innych krajów, w których inflacja kształtowała się przez pewien czas poniżej celu inflacyjnego oraz perspektywy kształtowania się kursu złotego.

Rada poświęciła wiele uwagi przyszłemu wpływowi handlu międzynarodowego, w tym importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania, na inflację w Polsce. Wpływ ten może być słabszy niż dotychczas obserwowano, na co może wskazywać utrzymujące się ożywienie i domykająca się luka popytowa w gospodarce światowej. Procesy te znajdują odzwierciedlenie w ocenach perspektyw inflacji dokonywanych przez banki centralne: w pierwszej połowie 2006 r. większość banków centralnych, w tym Bank Japonii, Europejski Bank Centralny i Rezerwa Federalna, wskazywała na wzrost ryzyka inflacyjnego. Z drugiej strony, oczekiwany wzrost udziału krajów o niskich kosztach wytwarzania w światowym handlu, relatywnie niski jeszcze udział tych krajów w imporcie Polski oraz nasilająca się konkurencja międzynarodowa wskazują, że dotychczas obserwowana skala spadku cen niektórych towarów importowanych może się jeszcze przez pewien czas utrzymywać.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu Rady był możliwy wpływ utrzymującego się od III kw. 2005 r. szybkiego i wyższego niż wcześniej oczekiwano tempa wzrostu liczby pracujących w gospodarce na inflację. Jedną z przyczyn szybkiego wzrostu liczby pracujących może być dokonana głęboka restrukturyzacja polskich przedsiębiorstw, ograniczająca możliwość dalszego wzrostu produkcji na drodze wyłącznie zwiększania wydajności pracy. Szybki wzrost popytu na pracę może również w pewnym stopniu wynikać z napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, któremu towarzyszy przenoszenie miejsc pracy do Polski z krajów o relatywnie wysokich kosztach pracy. Ponadto, znaczna część nowych miejsc pracy w Polsce powstaje w sektorze usług, w którym możliwości zwiększenia wydajności pracy są znacznie ograniczone. Wymienione wyżej procesy przyczyniają się do obserwowanego w Polsce szybkiego wzrostu popytu na pracę. Gdyby tempo wzrostu liczby pracujących w dłuższej perspektywie okazało się wyższe niż w projekcji kwietniowej to wyższy niż w projekcji byłby również wzrost płac, jednostkowych kosztów pracy oraz inflacja w latach 2007-2008. W kierunku wzrostu presji płacowej może również oddziaływać obniżenie podaży pracy w wyniku migracji zarobkowych Polaków do niektórych krajów UE.

Z kolei czynnikiem przeciwdziałającym wzrostowi presji płacowej w średnim okresie może być wzrost elastyczności rynku pracy w Polsce. Na wzrost ten może wskazywać fakt, że większość nowych miejsc pracy powstaje w sektorze usług, gdzie pozycja pracownicy w negocjacjach płacowych jest słabsza niż w przedsiębiorstwach przemysłowych. Ponadto, zgodnie z wynikami BAEL za I kw. 2006 r., istotną część wszystkich pracowników najemnych stanowiły osoby posiadające czasowe umowy o pracę. Taka forma zatrudnienia – ze względu na większe niż w przypadku umów stałych prawdopodobieństwo utraty pracy – oddziałuje w kierunku ograniczenia presji płacowej.

Rada dyskutowała również na temat utrzymującej się presji na wzrost wynagrodzeń w

Polsce oraz perspektyw kształtowania się płac i jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w dłuższym horyzoncie. Rada uznała sygnały o narastaniu presji płacowej w sektorze publicznym za niepokojące. W ocenie Rady, ewentualna realizacja podwyższonych żądań płacowych w części sektora publicznego może prowadzić do zwiększenia presji na wzrost płac w pozostałych częściach tego sektora i w ten sposób do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w całej gospodarce oraz pogorszenia stanu finansów publicznych. Nie można także wykluczyć, że wzrost płac w sektorze publicznym przyczyni się do wzmożonej presji płacowej w sektorze prywatnym.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniach Rady było również znaczenie utrzymywania się niskiej inflacji netto dla przyszłej inflacji CPI w Polsce. Z jednej strony, długotrwałe utrzymywanie się niskiej inflacji netto może wskazywać na istnienie czynników strukturalnych, przyczyniających się do obniżenia inflacji i niezależnych od koniunktury gospodarczej w Polsce. Utrzymywanie się inflacji netto na niskim poziomie może być zatem traktowane jako sygnał, że inflacja CPI nie będzie szybko rosła. Z drugiej strony, istnieją badania empiryczne, które wskazują, że wskaźniki inflacji bazowej mogą źle informować o przyszłej inflacji, w szczególności gdy prognozuje się, że ceny ropy w najbliższych latach utrzymają się na podwyższonym poziomie.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniach Rady były także doświadczenia międzynarodowe. Wskazują one, że w wielu krajach, w których inflacja utrzymywała się przez pewien okres poniżej celu inflacyjnego, po pewnym czasie nastąpił znaczący wzrost inflacji. Wzrost inflacji w tych krajach następował zwykle w warunkach silnego ożywienia gospodarczego i szybkiego wzrostu akcji kredytowej. Zwiększeniu presji inflacyjnej w tych krajach sprzyjały ponadto rosnące napięcia na rynku pracy. Przedmiotem dyskusji była adekwatność tych doświadczeń dla polskiej gospodarki.

Rada omawiała również perspektywy kształtowania się kursu złotego. W ocenie tych perspektyw brano pod uwagę oczekiwany wzrost stóp procentowych w najważniejszych gospodarkach świata i związane z tym zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych. Czynnik ten będzie najprawdopodobniej oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Z drugiej strony można oczekiwać, że utrzymująca się nadwyżka w bilansie płatniczym Polski będzie sprzyjać aprecjacji złotego. Trudno ocenić efekt netto oddziaływania tych czynników na kurs złotego w dłuższej perspektywie.

W informacji po kwietniowym posiedzeniu Rada podtrzymała sformułowaną w marcu ocenę, że inflacja - głównie na skutek oddziaływania czynników o charakterze krótkookresowym - będzie w perspektywie II, a być może III kw. 2006 r. z dużym prawdopodobieństwem utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego. Gdyby rozwój sytuacji w gospodarce był zgodny z kwietniową projekcją NBP, utrzymanie stopy referencyjnej banku centralnego na poziomie obserwowanym w kwietniu sprzyjałoby - zdaniem Rady - stopniowemu powrotowi inflacji do celu w horyzoncie projekcji i utrzymywaniu się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do tempa potencjalnego, które wynika ze strukturalnych cech polskiej gospodarki. W informacji po majowym posiedzeniu Rada uznała, że bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji nie zmienił się istotnie, jakkolwiek pojawił się czynnik ryzyka związany z naciskami płacowymi w sferze budżetowej. W komunikacie po czerwcowym posiedzeniu Rada oceniała, że bilans

czynników ryzyka mógł wskazywać na wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji oraz na majowym posiedzeniu RPP. Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa w lipcu 2006 r. po opublikowaniu projekcji inflacji.

Jedną z przesłanek decyzji w polityce pieniężnej są projekcje inflacji i PKB przedstawiane w *Raportach o inflacji*.

Zgodnie z lipcową projekcją inflacji i PKB sporządzoną przez ekspertów NBP roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,7-5,3% w 2006 r. (wobec 3,9-5,0% w kwietniowej projekcji); 3,6-5,9% w 2007 r. (wobec 3,4-5,8%) oraz 4,0-6,6% w 2008 r. (wobec 3,5-6,2%).

Lipcowa projekcja inflacji wskazuje, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie wyższe od oczekiwanego w kwietniowym *Raporcie* w całym horyzoncie projekcji. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,0-1,9% w IV kw. 2006 r. (wobec 0,5-2,0% w projekcji kwietniowej), 1,5-3,5% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,3-3,4%) oraz 1,7-4,3% w IV kw. 2008 r. (wobec 1,2-3,9%).

Należy podkreślić, że w ocenie autorów projekcji przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim skali przyszłego wpływu czynników globalizacyjnych na inflację, wpływu nierównowagi globalnej na tempo wzrostu gospodarki światowej, tempa wzrostu siły roboczej, wpływu suszy w Polsce na ceny żywności, kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach, w szczególności wpływu podwyższonych żądań płacowych na finanse publiczne w Polsce, kształtowania się kursu walutowego. Ponadto, projekcja została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 23 czerwca br., a więc nie uwzględnia wyższych niż założono w projekcji cen ropy naftowej, wyższego szacunku PKB w II kw. br. oraz znacznie niższej niż prognozowano inflacji CPI w II kw. br. Natomiast inflacja netto była w II kw. br. zgodna z założoną w lipcowej projekcji.

Po zapoznaniu się z najnowszymi danymi i lipcową projekcją inflacji Rada potwierdza opinię wyrażoną na czerwcowym posiedzeniu, że wzrosło prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji.

Zdaniem Rady obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla ograniczenia nierównowagi finansów publicznych, co przyczyniłoby się do utrwalenia długofalowego wzrostu gospodarczego na wysokim poziomie. Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana przy wykorzystaniu modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje odnośnie stóp procentowych NBP. Datą zamknięcia założeń do obecnej projekcji był 23 czerwca 2006 r., tak więc została ona oparta na szacunkach NBP kształtowania się kategorii makroekonomicznych w II kw. 2006 r.

4.1 Wstęp

W projekcji posłużono się tą samą wersją modelu ECMOD, która została estymowana w marcu 2006 r. i następnie wykorzystana w projekcji kwietniowej. Od tego czasu pojawiły się nowe dane o gospodarce, a wraz z nimi nastąpiła korekta niektórych danych wstecz⁵⁸. Opublikowane od czasu kwietniowej projekcji dane nie zmieniły w istotny sposób postrzegania przez ekspertów NBP przeszłych i bieżących procesów w gospodarce. Był to ważny argument przemawiający za odłożeniem czasochłonnej operacji reestymacji modelu.

Inflacja w projekcji lipcowej jest wyższa niż w kwietniowej w całym horyzoncie projekcji. Szybciej też, bo już w końcu 2007 r., przekracza poziom celu inflacyjnego i w końcu

⁵⁸Od daty projekcji kwietniowej dane z rachunków narodowych zostały skorygowane dwukrotnie. 26 kwietnia 2006 r. wraz z pierwszą publikacją niefinansowych rachunków kwartalnych według sektorów instytucjonalnych (za lata 1999-2005) GUS skorygował dane z 2005 r. Następnie, 15 maja 2006 r. wraz z publikacją pierwszego szacunku PKB za 2005 r. zostały zmienione dane z rachunków narodowych w latach 2004 i 2005. W badaniu BAEL wprowadzono nową definicję osób pracujących, zgodnie z którą przeniesiono do bierności zawodowej część osób, które dotychczas zaliczane były do pracujących. Dla zachowania porównywalności danych BAEL z I kw. br. z danymi pochodzącymi z wcześniejszych kwartałów, do projekcji przyjęto liczbę pracujących w I kw. br. policzoną zgodnie ze starą definicją. Zmiana danych za 2005 r. dotyczyła także sektora finansów publicznych i związana była z zastąpieniem szacunkowych danych dotyczących dochodów i wydatków sektora, danymi z opublikowanego w maju br. Sprawozdania z wykonania budżetu państwa za 2005 r. W efekcie nastąpiło obniżenie: dochodów sektora o ok. 5,2 mld zł, jego wydatków o ok. 21,3 mld zł i deficytu o ok. 16,1 mld zł. Na zmiany te złożyły się zarówno opóźnienia w realizacji projektów inwestycyjnych finansowanych z funduszy unijnych, jak i zmiany metodologii sposobu konsolidacji sektora finansów publicznych.

2008 r. wzrasta do 3%.

Czynnikiem, na który zwracamy uwagę omawiając różnice pomiędzy projekcją lipcową i projekcją kwietniową jest istotna poprawa oceny sytuacji gospodarczej w pierwszej połowie 2006 r., na którą złożyły się opublikowane przez GUS nowe dane o gospodarce w 2005 r. i w I kwartale 2006 r., oraz przeprowadzone przez ekspertów NBP na podstawie tych danych i danych miesięcznych z kwietnia i maja 2006 r. szacunki dotyczące II kwartału 2006 r. Oszacowane tempo wzrostu gospodarczego w pierwszym półroczu 2006 r. powyżej projekcji kwietniowej przyczynia się do istotnego podwyższenia projekcji wzrostu gospodarczego w całym 2006 r. (z 4,5% do 5%)⁵⁹. W ocenie ekspertów NBP opublikowane przez GUS nowe dane o gospodarce nie zmieniają zasadniczo perspektywy dla wzrostu gospodarczego w latach 2007 i 2008 w porównaniu z projekcją kwietniową, jeśli by nie brać pod uwagę wysokiego prawdopodobieństwa pogorszenia stanu finansów publicznych ze skutkami w postaci dodatkowego wzrostu popytu i płac.

Zmiana założeń przyjętych do konstrukcji projekcji fiskalnej, odzwierciedlająca wysokie prawdopodobieństwo pogorszenia stanu finansów publicznych, jest drugim istotnym czynnikiem odróżniającym projekcję lipcową od projekcji kwietniowej. Perspektywa szybszego wzrostu PKB i dochodów budżetowych zwiększająca prawdopodobieństwo wzrostu wydatków sektora finansów publicznych w latach 2007 i 2008 skłoniła autorów projekcji do przyjęcia bardziej prawdopodobnej ścieżki wzrostu wydatków tego sektora niż w projekcji kwietniowej⁶⁰. Nie znając szczegółów założeń budżetu na 2007 r., nową ścieżkę fiskalną zbudowano na prawdopodobnych, ogólnych założeniach. Przyjęto mianowicie utrzymanie nominalnej kotwicy w postaci deficytu budżetu państwa w wysokości 30 mld zł (i odpowiadającego mu deficytu sektora finansów publicznych w wysokości około 32 mld zł). Założono też, że nie nastąpi pogorszenie deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych w horyzoncie projekcji (w projekcji kwietniowej zakładano jego obniżenie). Przyjęto również, zgodnie z zasadą *no policy change*, że zmiana przyszłej polityki gospodarczej w reakcji na negatywne efekty odejścia od strategii ograniczania fiskalnego nastąpią poza horyzontem projekcji.

Istotny wzrost wydatków publicznych, który ma miejsce w obecnej projekcji, przyczynia się do przyspieszenia w 2008 r. tempa wzrostu popytu krajowego (do 6,0%) i tempa wzrostu gospodarczego (do 5,3%) ponad ścieżkę z projekcji kwietniowej, w której przewidywano wzrost popytu krajowego o 5,6% przy tempie wzrostu gospodarczego 4,8%.

Szybszy wzrost popytu krajowego i PKB w 2006 r. niż to przewidywała projekcja kwietniowa powoduje, że prognozowana inflacja netto rośnie w br. szybciej z kwartału na

⁵⁹W czasie pomiędzy opracowywaniem założeń do projekcji kwietniowej i lipcowej nastąpiła niewielka korekta w górę prognozy dotyczącej wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2006 r. (o 0,1 pkt. proc.). Nie uległo zmianie prognozowane tempo wzrostu na lata 2007-2008.

⁶⁰Opracowaniu projekcji kwietniowej towarzyszył wzrost niepewności politycznej oraz związana z nią niepewność dotycząca utrzymania kierunku polityki gospodarczej, który był realizowany w okresie próby. Mimo tego projekcję z modelu oparto na założeniu, że rząd wyłoniony po wyborach będzie kontynuował politykę fiskalną zgodnie ze scenariuszem nakreślonym w *Programie Konwergencji*, a ryzyko przesunięcia ścieżki centralnej, związane z odejściem od tej strategii, zostało wprowadzone poza modelem - poprzez zwiększenie prawdopodobieństwa przesunięcia w górę ścieżki centralnej projekcji inflacji.

kwartał niż w projekcji kwietniowej. Wzrost rozpoczyna się jednak z niższego w II kw. 2006 r. poziomu niż prognozowany w kwietniu (o 0,3 pkt. proc.) i zrównanie się rocznego tempa wzrostu inflacji netto z tempem prognozowanym w kwietniu następuje w I kw. 2007 r. Od II kw. 2007 r. inflacja netto w ujęciu r/r jest od 0,2 do 0,5 pkt. proc. wyższa niż w projekcji kwietniowej, przekracza poziom celu inflacyjnego w końcu 2007 r. i w drugiej połowie 2008 r. przekracza poziom 3%.

Do szybszego, w porównaniu z projekcją kwietniową, wzrostu inflacji netto w latach 2007 i 2008 przyczyniają się wyższe o około 0,6 pkt. proc. koszty pracy w gospodarce w porównaniu z projekcją kwietniową, głównie z powodu szybciej rosnących płac w porównaniu z projekcją kwietniową (o 0,5 pkt. proc. w 2007 r. i 0,9 pkt. proc. w 2008 r.) przy znacznie mniejszych różnicach w tempie wzrostu wydajności pracy poza rolnictwem indywidualnym (-0,1 pkt. proc. w 2007 r. i 0,3 pkt. proc. w 2008 r.). Czynnikiem przyspieszającym inflację netto jest też szybsze domykanie się luki popytowej.

Ścieżka inflacji CPI powstaje przez dodanie do projekcji inflacji netto eksperckiej prognozy cen żywności oraz cen paliw z odpowiednimi wagami⁶¹. W krótkim horyzoncie projekcji zarówno prognozowane ceny żywności, jak i ceny paliw rosną szybciej niż inflacja netto i podnoszą ścieżkę inflacji CPI ponad ścieżkę inflacji netto. W dłuższym horyzoncie dynamika cen paliw zbliża się do zera i jest czynnikiem obniżającym inflację CPI względem inflacji netto.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszy pogorszenie nierównowagi finansów publicznych nie jest zjawiskiem korzystnym dla gospodarki. Projekcja lipcowa nie zakłada żadnej reakcji polityki pieniężnej ani polityki fiskalnej na pogłębianie się nierównowagi wewnętrznej. Przy tym założeniu należałoby się liczyć z wystąpieniem innych, niż uwzględnia model, reakcji dostosowawczych podmiotów gospodarczych (łącznie z pojawieniem się efektów niekeynesowskich – spadkiem popytu inwestycyjnego w reakcji na trudną do utrzymania w dłuższym horyzoncie ścieżkę ekspansji fiskalnej) i ryzykiem spowolnienia wzrostu gospodarczego poniżej ścieżki w projekcji już w 2008 r. i w latach następnych.

Spowolnienie wzrostu PKB wywołane obniżeniem popytu inwestycyjnego (i w dalszej perspektywie produktu potencjalnego) działałoby kanałem luki popytowej w kierunku obniżenia inflacji oraz kanałem kursowym w kierunku wzrostu inflacji. Biorąc pod uwagę silniejszy wpływ kanału kursowego na inflację w porównaniu z kanałem luki popytowej oraz szybsze przenoszenie impulsu tym kanałem niż kanałem luki popytowej można oczekiwać, że ryzyko spowolnienia wzrostu PKB poniżej ścieżki z projekcji prowadziłoby do ryzyka wzrostu inflacji w 2008 r. powyżej ścieżki z projekcji.

⁶¹Wagi odpowiadają w pierwszym kwartale projekcji udziałom inflacji netto, cen żywności i cen paliw w koszyku CPI. W następnych kwartałach projekcji waga cen żywności jest pomniejszana z kwartału na kwartał, by w piątym kwartale projekcji przyjąć wartość zero. Waga cen paliw nie ulega zmianie w horyzoncie projekcji.

4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

W okresie od kwietnia do czerwca 2006 r. (*cut off* dla tej rundy progностycznej był 23 czerwca br.) napłynęły nowe informacje, na podstawie których zostały uaktualnione prognozy zmiennych zewnętrznych wobec modelu.

Popyt zewnętrzny i inflacja

Roczna dynamika PKB w strefie euro w I kw. 2006 r. wzrosła do poziomu 1,9, tj. o 0,2 pkt proc. w porównaniu z IV kw. 2005 r.; głównie dzięki przyspieszeniu popytu konsumpcyjnego, którego roczne tempo wzrostu ukształtowało się na poziomie 1,7% (wzrost o 0,7 pkt. proc. w stosunku do poprzedniego kwartału). Również szereg danych makroekonomicznych za II kw. br. potwierdza możliwość nieco silniejszego wzrostu PKB w 2006 r. niż zakładała to projekcja kwietniowa:

- na wysokim poziomie pozostaje dynamika wskaźników zaufania konsumentów,
- kwietniowe dane dotyczące dynamiki sprzedaży detalicznej na poziomie 2,8% r/r oraz stopy bezrobocia wynoszącej 8% w porównaniu z 8,7% w kwietniu 2005 r. wskazują na możliwość utrzymania się wysokiego tempa wzrostu spożycia indywidualnego w II kw. br.
- wysokie zyski przedsiębiorstw oraz korzystne warunki finansowania powinny przełożyć się na utrzymanie dynamiki inwestycji na poziomie około 3–4% rocznie w horyzoncie projekcji.

Powyższe czynniki, jak również zmiany prognoz ośrodków zewnętrznych, zadecydowały o podniesieniu, w stosunku do ścieżki kwietniowej, prognozowanego na 2006 r. tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro o 0,1 pkt. proc. W okresie pomiędzy rundami progностycznymi nie napłynęły natomiast dane, zmieniające wcześniejsze prognozy PKB na lata 2007–2008.

Wśród czynników stwarzających ryzyko niższego kształtowania się wzrostu gospodarczego w strefie euro w latach 2006–2008 niż założono w projekcji, należy wymienić przede wszystkim niekontrolowane zanikanie globalnych nierównowag, znaczną aprecjację kursu euro, krach na rynkach nieruchomości w różnych regionach świata oraz dalszy wzrost cen surowców. Szybszy od zakładanego wzrost PKB mógłby być natomiast efektem istotnego przyspieszenia popytu wewnętrznego, wynikającego z dalszej poprawy na rynku pracy i wzrostu zaufania konsumentów, postępów we wprowadzaniu reform strukturalnych oraz pozytywnych efektów otwarcia rynków pracy krajów strefy euro na pracowników z Europy Środkowo-Wschodniej.

Na podstawie analizy powyższych czynników, przyjęto lekko dodatnią asymetrię dla tempa wzrostu zagranicznego PKB w 2006 r. oraz ujemną asymetrię dla lat 2007–2008.

W I kw. 2006 r. roczna dynamika deflatora PKB w strefie euro ukształtowała się na poziomie 2,0% (w porównaniu z 2,1% w IV kw. 2005 r.). W maju br. w strefie euro inflacja bazowa wyniosła 1,5%, w porównaniu z 1,6% w kwietniu br. Inflacja CPI natomiast wzrosła do poziomu 2,5%, czyli istotnie powyżej celu inflacyjnego EBC. Obserwowane nasilenie procesów inflacyjnych wynika głównie z rosnących cen surowców oraz ze wzrostu stawek podatków pośrednich. Bieżąca sytuacja na rynku pracy na razie nie wskazuje na pojawianie się presji na wzrost płac, a dynamika kosztów pracy utrzymuje się na niskim poziomie. W efekcie, zdecydowano się jedynie nieznacznie (o 0,1 pkt. proc.) podnieść ścieżkę inflacji deflatora PKB w całym horyzoncie projekcji.

Do ryzyk wyższej inflacji należy zaliczyć możliwość wystąpienia efektów drugiej rundy, skutki już zaobserwowanych wzrostów cen surowców i dalszych wzrostów tych cen, a także nasilenie się protekcjonizmu. Natomiast wśród ryzyk niższej inflacji można wymienić: dalszą aprecjację euro, wzrost konkurencji na rynku usług oraz otwieranie się rynków pracy. W efekcie przyjęto lekko dodatnią asymetrię dla 2008 r.

Zagraniczne stopy procentowe

Prognozowane stopy procentowe za granicą kształtują się w horyzoncie projekcji na wyższym poziomie (o 0,2–0,3 pkt. proc. w latach 2007–2008) niż w poprzedniej rundzie progностycznej.

Ceny ropy naftowej, paliw i gazu

Ceny ropy naftowej

Podstawą prognozy cen ropy naftowej do projekcji lipcowej, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych, są dostępne w terminie *cut-off date* prognozy Departamentu Energii USA⁶². Jednocześnie uwzględniane są prognozy innych znaczących instytucji analitycznych (m.in. Międzynarodowej Agencji Energetyki, OPEC).

Ceny ropy w II kw. 2006 r. okazały się wyraźnie wyższe od założeń przyjętych do projekcji kwietniowej (średnia cena ropy Brent wyniosła 69,8 USD/b wobec oczekiwanych 62 USD/b). Jednocześnie od czasu publikacji poprzedniej projekcji większość instytucji progностujących ceny ropy znacznie podniosła swoje prognozy. Ze względu na powyższe okoliczności podwyższono prognozę cen ropy w tej rundzie progностycznej w całym horyzoncie prognozy. Obecna prognoza zakłada, że średnia cena ropy wyniesie w br. 67,7 USD/b (wobec 61,4 USD/b w założeniach do projekcji kwietniowej), w 2007 r. 67,8 USD/b (58,8 USD/b) oraz w 2008 r. 67,0 USD/b (56,0 USD/b).

⁶²Prognoza na lata 2006–2007 opiera się na prognozie opublikowanej w *Short-Term Energy Outlook*, Energy Information Agency, June 2006 (z 6 czerwca 2006 r.). Poziom przewidywanych cen na 2008 r. został przyjęty na podstawie ostatniej wartości przyjętej na 2007 r.

Utrzymanie się cen ropy na wysokim poziomie w całym horyzoncie prognozy wynika z oczekiwanego relatywnie dużego wzrostu światowego zapotrzebowania na ropę zarówno w II poł. 2006 r., jak i 2007 r.⁶³ oraz obaw o bezpieczeństwo przyszłych dostaw z krajów objętych wysokim ryzykiem politycznym⁶⁴ i aktywnością huraganów. Jednocześnie, ze względu na niski poziom wolnych mocy sektora wydobywczego⁶⁵, zarówno silniejszy wzrost popytu, jak i zakłócenia podaży, nie będą mogły zostać zrekompensovane przez dodatkowy wzrost produkcji ropy. Może to powodować dalszą presję na wzrost cen tego surowca. W obecnej prognozie przyjęto więc asymetryczny – w górę – bilans ryzyk, co oznacza większe prawdopodobieństwo wystąpienia wyższych cen ropy naftowej.

Do połowy lipca br. ceny ropy Brent wzrosły o ponad 7 USD, przekraczając kolejny najwyższy nominalny poziom 76 USD/b⁶⁶. Do dalszego wzrostu cen ropy przyczyniła się rosnąca niepewność polityczna, związana m.in. z konfliktem na Bliskim Wschodzie.

Ceny paliw i gazu

W porównaniu do projekcji kwietniowej, zmiana ścieżki cen paliw nastąpiła przede wszystkim na skutek zmiany prognozy cen ropy oraz uwzględnienia wyższych realizacji tych cen w okresie marzec-maj br. W projekcji lipcowej założono też, że już od września br. nastąpi podwyższenie akcyzy na LPG. Natomiast podobnie jak w projekcji kwietniowej przyjęto, że obniżona we wrześniu 2005 r. stawka podatku akcyzowego na benzynę będzie podwyższana dopiero od 2007 r. Kształtowanie się sytuacji na rynku paliw w I półroczu 2006 r. przemawiało też za tym, że powrót marż w kraju do przeciętnego poziomu nastąpi nieco szybciej (już w lipcu) niż zakładano to w poprzedniej rundzie prognostycznej (we wrześniu). Ze względu na prognozowane utrzymanie się wysokich cen ropy na stabilnym poziomie w długim końcu projekcji (od II kw. 2007 r.) przyjęto też, że w tym okresie marże kształtować będzie proces typu *mean reverting* i znajdą się one na swoim przeciętnym poziomie. Łącznym efektem wprowadzonych zmian jest podwyższenie w stosunku do projekcji kwietniowej rocznej dynamiki cen paliw do III kwartału 2007 r. oraz obniżenie od IV kwartału 2007 r.

Głównym źródłem ryzyka prognozy cen paliw i gazu jest kształtowanie się cen ropy naftowej w przyszłości. Obecnie, ze względu na sytuację na rynku ropy naftowej, ryzyko to wykazuje asymetrię w górę. Ponadto nie są znane ostateczne terminy wprowadzenia podwyżek akcyzy na LPG i benzynę (powrót stawki podatku akcyzowego na benzynę do poziomu sprzed obniżki). Niepewność może dotyczyć również skali tych podwyżek,

⁶³Prognoza Departamentu Energii USA zakłada, że światowy popyt na ropę w II połowie 2006 r. wzrośnie o 2,5%, a w 2007 r. o 2,2% (podczas gdy w I połowie 2006 r. wzrósł on o 1,5%).

⁶⁴Prognoza nie uwzględnia możliwych większych zakłóceń dostaw ropy na światowe rynki.

⁶⁵DE ocenia, że wolne moce produkcyjne sektora wydobywczego wyniosą w 2006 i 2007 r. 1,1 mln b/d. Będą więc one przeszło trzykrotnie niższe niż średnio w latach 1993–2002 (3,4 mln b/d)

⁶⁶Opublikowana 11 lipca br. prognoza cen ropy Departamentu Energii USA wskazuje, że średnioroczne ceny ropy WTI mogą wynieść 69 USD/b w 2006 r. i w 2007 r., a więc o 1 USD więcej niż zakładała to prognoza z czerwca 2006 r.

zależnej m.in. od przyszłego stanu finansów publicznych. Ponadto do projektu ustawy o biokomponentach i biopaliwach nie został dołączony projekt przewidywanych zmian w podatku akcyzowym. Wprowadzenie w/w ustawy bez stosownych ulg podatkowych może wywołać dodatkowy wzrost cen paliw. Niewiadomą jest również polityka cenowa koncernu "Orlen", który po połączeniu z rafinerią w Możejkach wzmocni swą dominującą pozycję na rynku. Ocenia się, że powyższe ryzyka będą w horyzoncie projekcji działały asymetrycznie – w górę.

Po *cut-off date* napłynęły kolejne informacje, zwiększające ryzyko wyższego, od prognozowanego, ukształtowania się ścieżki cen paliw; głównie ze względu na silniejszą, niż założono, drożącą ropę naftową.

Absorpcja funduszy unijnych

Według danych NBP wykorzystanie funduszy unijnych w I kw. 2006 r. wyniosło ponad 380 mln EUR i było bliskie ścieżce centralnej prognozy styczniowej i kwietniowej, określonej na poziomie 400 mln EUR. Do 31 maja br. wykorzystanie tych funduszy na II kw. 2006 r. wyniosło natomiast jedynie ok. 260 mln EUR. Dlatego ścieżka centralna została w II kw. zrewidowana⁶⁷ w dół – do poziomu 400 mln EUR (z 500 mln EUR). Obniżenie ścieżki centralnej w II kw. 2006 r. spowodowało, że zakładany poziom wykorzystania funduszy w całym 2006 r. zmniejszono z 2200 mln EUR, tj. do poziomu 2080 mln EUR. Założenia dotyczące pozostałych kwartałów pozostały niezmiennione w stosunku do prognozy kwietniowej.

Niepewność realizacji przyjętych założeń zależy m.in. od tempa i efektywności wprowadzanych przez rząd zmian legislacyjnych i uproszczeń administracyjnych mających na celu poprawę absorpcji funduszy UE.

Dane NBP wskazują, że w I kw. 2006 r. wystąpiły opóźnienia w wypłacaniu transferów w ramach Wspólnej Polityki Rolnej (WPR). Spowodowane to było opóźnieniami w wypłacaniu dopłat bezpośrednich, wynikającymi z późnego przekazania formularzy rolnikom. W związku z tym transfery WPR w I kw. 2006 wynosiły tylko 10% rocznej alokacji (a nie jak zakładano 25%). Opóźnienia w wypłatach dopłat bezpośrednich są jednak nadrabiane w II kw. 2006 r., gdyż mogą być realizowane tylko do końca czerwca. Dane NBP wskazują, że w maju 2005 r. wpłacono 542 mln EUR w ramach WPR (tj. 28% rocznej alokacji), w związku z tym zakładamy że w I półroczu 2006 r. wypłaconych zostanie ok. 55% rocznej alokacji (zgodnie z przyjętym wcześniej założeniem). W projekcji lipcowej ścieżka centralna transferów w ramach WPR (w ujęciu rocznym) w latach 2006–2008 nie została więc zmieniona w stosunku do projekcji kwietniowej. Prognozuje się, że transfery te wyniosą: 1,95 mld EUR w 2006 r., 2,05 mld EUR w 2007 r. i 2,45 mld EUR w 2008 r.

⁶⁷Słuszność tej korekty potwierdziły dane NBP z dnia 3 lipca br.

Sytuacja sektora finansów publicznych

W projekcji lipcowej założenia odnośnie prognozy wydatków sektora finansów publicznych zostały przygotowane odmiennie, niż w projekcji kwietniowej. Poprzednie projekcje zakładały mianowicie utrzymywanie się, w horyzoncie projekcji, stanu prawnego obowiązującego w momencie ich opracowywania, co przy braku wyraźnych zapowiedzi zmian w finansach publicznych można było uznawać za scenariusz najbardziej prawdopodobny. Projekcja kwietniowa również została oparta na tym założeniu, choć już wówczas prawdopodobieństwo ekspansji fiskalnej było znacznie wyższe niż prawdopodobieństwo podjęcia działań reformujących finanse publiczne, co zostało zasygnalizowane jako czynnik zwiększający niepewność projekcji. W chwili opracowywania bieżącej projekcji, biorąc pod uwagę ogólne informacje na temat założeń budżetu na 2007 r., żądania podwyżek płac ze strony pracowników sfery budżetowej oraz wypowiedzi przedstawicieli rządu wskazujące na możliwość zaspokojenia tych roszczeń, a także wzrostu wydatków na świadczenia socjalne, scenariusz braku zmian zwiększających wydatki publiczne należy uznać za wyjątkowo mało prawdopodobny. Z drugiej strony, ostateczny kształt i rozmiar możliwej ekspansji fiskalnej pozostaje na razie bliżej nieznany. Obecna projekcja wychodzi zatem od deklarowanej przez rząd "kotwicy" w postaci deficytu budżetu państwa na stałym poziomie 30 mld zł. W stosunku do założeń projekcji kwietniowej skorygowane w górę zostały wydatki sektora finansów publicznych (bieżące⁶⁸, inwestycyjne oraz transfery socjalne)⁶⁹. Założono, że wzrost wydatków bieżących będzie w istotnej mierze wynikał z szybszego wzrostu poziomu płac w sektorze publicznym. Przyjęcie powyższych założeń skutkuje, w odróżnieniu od projekcji kwietniowej, brakiem poprawy salda strukturalnego sektora finansów publicznych w horyzoncie projekcji oraz dalszym narastaniem długu publicznego.

Powyzsza projekcja obarczona jest ryzykiem; w głównej mierze wynikającym z niepewności politycznej. Obecnie znaczące wydaje się ryzyko wzmożonej presji na wzrost wydatków publicznych; w szczególności w związku z nadchodzącymi wyborami samorządowymi oraz ostatnimi zmianami na scenie politycznej. W tej sytuacji, pod pewnym znakiem zapytania stoi możliwość utrzymania "kotwicy budżetowej". Wątpliwości można mieć zwłaszcza odnośnie aktualności części założeń do projektu budżetu państwa na 2007 r.; przede wszystkim związanych z dotychczasowymi propozycjami zmian podatkowych oraz w ustawie o finansach publicznych.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

W porównaniu do projekcji kwietniowej, zmiana ścieżki cen żywności i napojów bezalkoholowych nastąpiła w wyniku uwzględnienia realizacji tych cen w okresie marzec-maj br. oraz takich nowych informacji, jak prognoza cen podstawowych surowców rolnych

⁶⁸Wydatki bieżące SFP zawierają wydatki na wynagrodzenia.

⁶⁹Dodatkowo przyjęto założenie, że wynik pozostałych jednostek sektora finansów publicznych będzie się w latach 2006–2008 kształtował na poziomie ok. -2,5 mld zł. W konsekwencji, deficyt całego sektora przyjęty został na poziomie 32,5 mld złotych w całym okresie projekcji.

ARR, oceny GUS dotyczące stanu przezimowania upraw rolnych (przezimowanie na przeciętnym poziomie), stanu upraw rolnych i ogrodniczych (stan upraw nieznacznie gorszy niż w roku ubiegłym) oraz stanu pogłowia trzody chlewnej (wskazujący na stopniowe wyhamowywanie trendu wzrostowego podaży).

Ścieżki centralne prognozy kwietniowej i obecnej są zbliżone. Realizacja I kw. 2006 r. okazała się nieznacznie powyżej szacunku z projekcji kwietniowej, natomiast aktualny szacunek II kwartału jest nieco wyższy niż w kwietniowej projekcji. Bieżące oceny nowych informacji wpłynęły na lekkie podwyższenie prognozy w III kw. 2006 r. i nieznaczne obniżenie w IV kw. 2006 r. i I kw. 2007 r. Przy powyższych uwarunkowaniach aktualna prognoza rocznej dynamiki cen żywności jest do II kw. br. niższa, a od III kw. br. wyższa niż w projekcji kwietniowej 2006 r.

Obecnie główne ryzyko prognozy cen żywności związane jest z kształtowaniem się warunków agrometeorologicznych w nowym roku gospodarczym, wpływających bezpośrednio na wielkość produkcji roślinnej. Natomiast w stosunku do poprzedniej rundy progностycznej zanikło ryzyko ptasiej grypy – do czasu nowej fali migracji ptaków.

Po *cut-off date* napłynęły informacje dotyczące negatywnych skutków suszy dla wegetacji niektórych upraw. Spodziewać się należy m.in. spadku zbiorów zbóż, choć skala strat jest obecnie jeszcze trudna do oszacowania. Nieurodzaj może mieć pewien wpływ na wzrost cen niektórych produktów rolnych, częściowo łagodzony jednak przez mechanizmy Wspólnej Polityki Rolnej.

Sytuacja demograficzna

Liczba aktywnych zawodowo

Identycznie, jak w poprzedniej rundzie progностycznej, prognozę liczby aktywnych zawodowo przygotowano w oparciu o prognozę demograficzną Eurostatu z 2004 r. Ze względu na zmianę definicji osób pracujących w BAEL oraz wyniki tego badania za I kw. br. obecnie prognozowany jest jednak nieco niższy wzrost liczby osób aktywnych zawodowo niż w projekcji kwietniowej⁷⁰. W porównaniu do poprzedniej rundy progностycznej obniżono mianowicie tempo wzrostu współczynnika aktywności zawodowej z ok. 0,3 pkt. proc. do ok. 0,2 pkt. proc. rocznie⁷¹. W efekcie, liczba osób aktywnych zawodowo stopniowo rośnie z poziomu 17,2 mln osób w II kw. 2006 r. do ok. 17,5 mln osób w IV kw. 2008 r. (poprzednio do ok. 17,7 mln osób).

⁷⁰W założeniach do projekcji kwietniowej przyjęto, że wzrost współczynnika aktywności zawodowej, a zatem i samej liczby aktywnych zawodowo, może być mniejszy niż założony i temu zdarzeniu przypisano większe prawdopodobieństwo realizacji. Obniżenie prognozy liczby aktywnych zawodowo w obecnej projekcji jest zatem zgodne z przedstawionym poprzednio bilansem ryzyk.

⁷¹Założona dynamika wzrostu współczynnika aktywności zawodowej (0,2 pkt. proc. r/r) jest niższa od analogicznej dynamiki przyjętej w referencyjnej prognozie aktywności zawodowej Komisji Europejskiej (o 0,8 pkt. proc. r/r w 2006 r. i o 0,6 pkt. proc. w latach 2007–2008). Prognozy Komisji Europejskiej systematycznie przeszacowywały jednak rzeczywisty wzrost współczynnika aktywności zawodowej w Polsce, co wynikało ze zbyt optymistycznego założenia odnośnie wzrostu aktywności zawodowej osób w wieku przedemerytalnym (50-59/64 lat).

W całym horyzoncie prognozy uznano, że bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się liczby osób aktywnych zawodowo poniżej ścieżki centralnej, co jest czynnikiem działającym proinflacyjnie. Wolniejszy wzrost tej zmiennej może się zrealizować w przypadku utrzymywania się znacznej skali migracji za granicę osób aktywnych zawodowo oraz mniejszej aktywizacji zawodowej osób w wieku przedemerytalnym.

Pracujący w rolnictwie indywidualnym

Ścieżka pracujących w rolnictwie indywidualnym nie została zmieniona w stosunku do projekcji kwietniowej. W całym horyzoncie prognozy utrzymano też symetryczny przedział ufności. Wolniejszy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym może być efektem napływu środków z UE, które zwiększają opłacalność pracy w rolnictwie. Z drugiej strony, część środków z UE sprzyja restrukturyzacji tego sektora, co w połączeniu z oczekiwanym w horyzoncie prognozy wzrostem zatrudnienia w usługach może powodować szybszy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym.

Liczba emerytów i rencistów

Prognoza liczby emerytów i rencistów oparta jest na wynikach prognozy polskiej części modelu AWG (*Ageing Working Group*)⁷². Model ten wskazuje, że liczba osób otrzymujących emerytury z ZUS oraz otrzymujących emerytury "mundurowe" będzie się zwiększać wraz ze wzrostem liczby osób w wieku emerytalnym, natomiast liczba osób otrzymujących wcześniejsze emerytury, zasiłki przedemerytalne i renty z ZUS oraz emerytury i renty z KRUS będzie się zmniejszać. Łączny efekt tych zmian powoduje spadek całkowitej liczby emerytów i rencistów do ok. 9,01 mln w horyzoncie prognozy. Potwierdzone w I kw. 2006 r. dobre własności prognostyczne zastosowanego modelu powodują, że w obecnej projekcji przebieg prognozy tej zmiennej jest identyczny, jak w poprzedniej rundzie.

Należy zaznaczyć, że rzeczywista liczba emerytów i rencistów w najbliższych latach w największym stopniu będzie zależeć od zmian warunków prawnych wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej, w tym m.in. możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury, wieku emerytalnego kobiet, przepisów regulujących zasady przyznawania uprawnień rentowych. Przyjmuje się asymetryczny rozkład ryzyka tej ścieżki – w dół, przy czym ze względu na dobrą sprawdzalność prognozy w I kw. br dokonano niewielkiego obniżenia górnej granicy przedziału ufności.

⁷²Model AWG opracowany jest przez państwa EU pod kierunkiem KE. Emerytury i renty w polskiej części tego modelu prognozowane są przy współudziale specjalistów z ZUS, MPIPS oraz IBnGR.

4.3 Projekcja inflacji i PKB

Nowe dane o gospodarce wskazują, że gospodarka rośnie w szybkim tempie, zbliżonym do spodziewanego już w projekcji styczniowej. Co prawda zaskakująco niskie, wg danych GUS, tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. 2005 r. (4,2% podczas gdy oczekiwaliśmy 4,8%) spowodowało obniżenie oceny tempa wzrostu PKB w punkcie startu projekcji kwietniowej (I kw. 2006 r.) z 5% oczekiwanego w projekcji styczniowej do 4,7%, ostatecznie jednak wzrost PKB o 5,2% w I kw. 2006 r. był bliższy prognozie styczniowej (5,0%) niż skorygowanym szacunkom⁷³.

Zgodnie z oczekiwaniami sformułowanymi już w projekcji styczniowej i podtrzymanymi w projekcji kwietniowej "motorem wzrostu" stał się popyt krajowy rosnący w I kw. 2006 r. w tempie 4,5% (5% po wyłączeniu zmian zapasów). Szczególnie szybko wzrosło spożycie ogółem⁷⁴. Wkład tej kategorii do wzrostu PKB przekroczył w I kw. 2006 r. 4 pkt. proc., o czym z kolei zdecydowało szybko rosnące spożycie indywidualne (5,1% w I kw. 2006 r. przy wzroście o 2% w całym 2005 r.). Do wzrostu spożycia przyczyniła się wysoka i rosnąca dynamika kredytu konsumpcyjnego. Nakłady inwestycyjne rosły w I kw. 2006 r. w tempie 7,4%, czyli wolniej niż prognozowaliśmy, ale powyżej dynamiki w 2005 r. (6,5%) przyczyniając się do wzrostu PKB o 0,9 pkt. proc. Dane za kwiecień i maj pozwalały szacować, że w II kw. 2006 r. gospodarka prawdopodobnie utrzymała równie wysokie tempo wzrostu (5,1%, tj. znacznie powyżej projekcji kwietniowej) przy jeszcze szybszym wzroście popytu krajowego (o 5,8%). Według szacunków NBP wzrost spożycia indywidualnego wyniósł ok. 5,0% i był znacznie wyższy niż w prognozie kwietniowej. Szybciej niż w I kw., aczkolwiek nieco wolniej niż w projekcji kwietniowej, rósł popyt inwestycyjny (o 9,5%). Dynamiki eksportu i importu były wysokie, przy czym import rósł nieco szybciej i wkład eksportu netto do wzrostu był ujemny (-0,7 pkt. proc.).

Szybki wzrost gospodarczy w ostatnich kilku kwartałach przyniósł oczekiwaną dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy i wzrost dochodów do dyspozycji sektora gospodarstw domowych. Dane BAEL za I kw. 2006 r. wskazują, że liczba pracujących w gospodarce rośnie szybciej niż prognozowano w kwietniu (o około 0,3 pkt. proc.). Jednocześnie z danych tych wynika, że aktywność ekonomiczna ludności rośnie w wolniejszym tempie niż to założono w projekcji kwietniowej (wskazywaliśmy na taką ewentualność w czynnikach ryzyka).

W wysokim tempie, zgodnym z projekcją kwietniową, rosną wynagrodzenia w gospodarce narodowej, co jest istotnym czynnikiem poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych i wzrostu popytu na kredyt konsumpcyjny i mieszkaniowy. Obok dochodów z pracy najemnej do wysokiego wzrostu dochodów do dyspozycji przyczyniły się znaczące przyrosty dochodów ze świadczeń społecznych⁷⁵. Wzrosły dochody prywatnych

⁷³Mimo podtrzymania przez GUS niskiej oceny tempa wzrostu PKB w IV kw. 2005 r. (korekta z 4,2% do 4,3%). Istotnemu podwyższeniu po korekcie uległa wartość PKB w cenach bieżących, której towarzyszył również istotny wzrost deflatora PKB.

⁷⁴Por. *Raport o inflacji*, styczeń 2005 r. str. 70.

⁷⁵Znaczący wzrost świadczeń społecznych to efekt marcowej waloryzacji emerytur i rent, w wyniku której dynamika emerytur pracowniczych wzrosła w okresie kwiecień-maj do 8,8%, a emerytur rolniczych

właścicieli z prowadzonej działalności gospodarczej, a także dochody rolników z tytułu wypłat w ramach Wspólnej Polityki Rolnej.

Opisany stan gospodarki w punkcie startu projekcji (pierwsza połowa 2006 r.) jest zasadniczą przyczyną różnicy przewidywanego przebiegu procesów gospodarczych w 2006 r. pomiędzy projekcją lipcową i kwietniową. W kolejnych latach, a zwłaszcza w 2008 r., duży wpływ na różnice pomiędzy projekcjami ma przyjęcie bardziej prawdopodobnej ścieżki wydatków publicznych i deficytu niż przyjęta w projekcji kwietniowej⁷⁶ ścieżka, zakładająca kontynuację polityki fiskalnej poprzedniego rządu.

Według projekcji lipcowej gospodarka utrzyma w drugiej połowie roku tempo wzrostu wyższe o około 0,5 pkt. proc. niż prognozowane w kwietniu i PKB wzrośnie w 2006 r. o ok. 5%. Podobnie jak w pierwszej połowie 2006 r. motorem wzrostu będzie spożycie indywidualne, rosnące w drugim półroczu 2006 r. w tempie przekraczającym 5%.

Prognozujemy, że spożycie indywidualne wzrośnie w 2006 r. o ponad 5% (wzrost o ponad 3 pkt. proc. wyższy niż w 2005 r. i o blisko 1 pkt. proc. powyżej projekcji kwietniowej). Wysokie tempo wzrostu spożycia indywidualnego, choć niższe niż w 2006 r., utrzyma się w całym horyzoncie projekcji (4,8% w 2007 r. i 4,6% w 2008 r., w poprzedniej projekcji tempo wzrostu spożycia było w tych latach niższe odpowiednio o 0,2 i 0,4 pkt. proc.).

Na wyższy poziom spożycia indywidualnego wpłyną wyższe niż w projekcji kwietniowej dochody do dyspozycji sektora gospodarstw domowych, osiągnięte dzięki wzrostowi funduszu płac oraz transferów ponad ścieżkę z projekcji kwietniowej. Płace w projekcji lipcowej wzrastają w kolejnych latach o 4,9% (4,8% w projekcji kwietniowej), 6,1% (5,6%) i 6,8% (5,9%). Przyspieszenie dynamiki płac w 2007 i 2008 r. w porównaniu do projekcji kwietniowej związane jest z założeniem o większej presji płacowej w latach 2007 i 2008. Szybciej niż w projekcji kwietniowej maleje stopa bezrobocia, która w coraz mniejszym stopniu ogranicza wzrost płac, a w końcu horyzontu projekcji przyspiesza wzrost płac. Szybsze obniżanie się stopy bezrobocia związane jest z kolei z wyższym niż w projekcji kwietniowej tempem wzrostu liczby pracujących w gospodarce (liczba pracujących w gospodarce rośnie w projekcji w tempie 2,6% w 2007 r. i 1,6% w kolejnych latach, czyli około 0,2–0,3 pkt. proc. szybciej niż w projekcji kwietniowej) oraz niższym przewidywanym poziomem aktywności ekonomicznej ludności. W projekcji przyjęto, że migracje zarobkowe w niewielkim stopniu wpłyną na podaż pracy. Biorąc pod uwagę to, że nasza wiedza empiryczna na temat migracji jest bardzo fragmentaryczna oraz że intensywność i struktura migracji będą się zmieniać wraz z upływem czasu i zmianami sytuacji na krajowym rynku pracy, prognozy migracji są bardzo niepewne. Niepewność ta dotyczy także projekcji liczby aktywnych zawodowo i nie jest w pełni uwzględniona w wykresie wachlarzowym. Ryzyko inflacji związane z niepewnością dotyczącą projekcji aktywności ekonomicznej ludności omawiamy w następnej części rozdziału.

Drugim istotnym czynnikiem powodującym przyspieszenie wzrostu płac w gospodar-

do 7,0%.

⁷⁶Wprowadzenie ścieżki fiskalnej o wyższym prawdopodobieństwie realizacji niż kontynuacja polityki fiskalnej poprzedniego rządu jest powrotem do zasady konstrukcji projekcji na podstawie najbardziej prawdopodobnych założeń.

ce, którego efekty widać najbardziej w 2008 r., jest wyższy niż w projekcji kwietniowej wzrost wydatków sektora finansów publicznych, w tym wzrost wydatków bieżących zwiększających płace w sektorze publicznym i transfery socjalne do sektora gospodarstw domowych. Wyższe płace w sektorze publicznym, poprzez efekt zarażania powodują szybszy wzrost płac także w sektorze prywatnym⁷⁷. Rosnący szybciej fundusz płac oraz transfery zwiększają dochody do dyspozycji sektora gospodarstw domowych, co zwiększa popyt konsumpcyjny. Ryzyko inflacji związane ze zmianą ścieżki fiskalnej nie jest w pełni uwzględnione na wykresie wachlarzowym. Omawiamy je szerzej w następnej części rozdziału.

Szybszy wzrost popytu konsumpcyjnego niż w projekcji kwietniowej zwiększa popyt inwestycyjny gospodarki. Inwestycje w 2006 r. jeszcze rosły w tempie wolniejszym (9,3%), niż prognozowaliśmy w kwietniu (10,6%) z powodu niższej niż w projekcji kwietniowej aktywności inwestycyjnej w pierwszej połowie 2006 r. W kolejnych latach następuje przyspieszenie aktywności inwestycyjnej – do 10,6% w 2007 r. i 12,0% w 2008 r. (w poprzedniej projekcji odpowiednio 9,7% i 10,9%). Na podwyższenie rocznego tempa wzrostu inwestycji w 2007 r. istotny wpływ ma niższa niż w kwietniu prognoza aktywności inwestycyjnej w 2006 r. Wzrost dynamiki inwestycji w 2008 r. ponad ścieżkę z projekcji kwietniowej jest związany z dodatkowym wzrostem popytu, związanym ze zwiększonymi wydatkami sektora finansów publicznych oraz bezpośrednio ze zwiększeniem wydatków inwestycyjnych sektora finansów publicznych.

Przewidujemy, że w latach 2007 i 2008 w budżecie państwa zostanie utrzymana stała kotwica nominalna (na poziomie 30 mld zł), która da możliwość utrzymaniu deficytu sektora finansów publicznych w tych latach na poziomie ok. 32 mld złotych. W odróżnieniu od kwietniowej, obecna projekcja zakłada takie prowadzenie polityki fiskalnej że wzrost wpływów podatkowych, wynikający z korzystnej sytuacji makroekonomicznej (około 1 mld zł więcej w porównaniu ze ścieżką kwietniową w 2007 r. i ponad 4 mld zł więcej w 2008 r.) zostanie przeznaczony na sfinansowanie wydatków publicznych zwiększonych w takiej skali, że poziom deficytu strukturalnego w latach 2006–2008 nie ulega poprawie. Dostosowania strony wydatkowej w przyjętej ścieżce fiskalnej prowadzą do istotnego wzrostu wydatków sektora finansów w porównaniu ze ścieżką z poprzedniej projekcji: o ponad 3 mld zł w 2007 r. i około 18 mld zł w 2008 r. Przy tym założeniu prognozowany wynik sektora finansów publicznych w relacji do PKB poprawia się w latach 2007–2008 o ok. 0,2 pkt. proc. z roku na rok, podczas gdy kontynuacja polityki fiskalnej poprzedniego rządu (założenie z projekcji kwietniowej) prowadziłaby do poprawy wyniku finansowego w relacji do PKB o 0,4 pkt. proc. w 2007 r. i o 1,1 pkt. proc. w 2008 r. (przy nieco niższych inflacji i tempie wzrostu PKB)⁷⁸.

Na początku 2006 r. nastąpiło znaczne umocnienie kursu. W kolejnych kwartałach 2006

⁷⁷Według szacunków ekspertów NBP, przeprowadzonych z wykorzystaniem modelu CGE, wzrost funduszu płac w sektorze publicznym o 1 mld zł prowadzi do wzrostu funduszu płac w sektorze prywatnym o około 0,3 mld zł.

⁷⁸Kontynuacja polityki poprzedniego rządu zapisana w programie konwergencji zakładała redukcję deficytu strukturalnego w 2007 r. o 0,2 pkt. proc. i istotną redukcję deficytu strukturalnego w 2008 r. o blisko 1 pkt. proc.

r. złoty będzie deprecjonował. Kurs złotego będzie się osłabiał bardziej niż w projekcji kwietniowej ze względu na niski i malejący dysparytet stóp procentowych, wysokie ryzyko kursowe związane z brakiem poprawy stanu sektora finansów publicznych oraz rosnącą dynamikę cen w kraju. W projekcji, zgodnie z jej metodologią, nie zakładamy żadnej reakcji polityki pieniężnej ani polityki fiskalnej na pogłębianie nierównowagi wewnętrznej. Nie dostosowują się także podmioty gospodarcze. Reakcja kursu walutowego na pogorszenie stanu finansów publicznych przebiega zgodnie z mechanizmami modelu i nie zawiera nieciągłości. Ryzyko kursowe związane z pogorszeniem stanu finansów publicznych, bardzo istotne z punktu widzenia ryzyka inflacji omawiamy w następnej części rozdziału.

Wzrost popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego prowadzi do wzrostu popytu krajowego w tempie 5,2%, 5,7% i 6,0% odpowiednio w latach 2006–2008, które jest wyższe od tempa wzrostu PKB.

Przyjęty w punkcie startu projekcji lipcowej (II kw. 2006 r.) wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego jest nieznacznie wyższy niż prognozowany w kwietniu (-0,7 pkt. proc. w porównaniu z -1,0 pkt. proc.). Dobra koniunktura w strefie euro sprawia, że w horyzoncie projekcji oczekuje się wysokiej dynamiki eksportu (11,8%, 7,2% i 8,8% w latach 2006–2008, w projekcji kwietniowej odpowiednio 8,1%, 8,0%, 8,7%). Spowolnienie dynamiki eksportu w 2007 r. jest związane zarówno z wyższym poziomem eksportu w 2006 r. jak i nieznacznym spowolnieniem popytu zagranicą w 2007 r. Projekcja wzrostu gospodarczego za granicą obarczona jest ryzykiem związanym z nierównowagą globalną. To ryzyko nie jest uwzględnione na wykresie wachlarzowym. Omawiamy je w następnej części rozdziału.

W ślad za ożywieniem gospodarczym w kraju przyspieszy dynamika importu (oczekuje się, że w horyzoncie projekcji import będzie rósł w tempie 12,7%, 9,4%, 10,3%, w porównaniu z 9,6%, 10,1% i 10,2% w projekcji kwietniowej). Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w latach 2006–2008 będzie ujemny i nieznacznie malejący (-0,5 pkt. proc., -1,0 pkt. proc. -0,9 pkt. proc., w poprzedniej projekcji odpowiednio: -0,7, -1,0, -0,8).

Produkt potencjalny w latach 2006 i 2007 rośnie w tempie wolniejszym o 0,1 pkt. proc. niż w projekcji kwietniowej (4,0%, 4,2%), a w 2008 r. w tempie 4,5% – takim samym, jak w projekcji kwietniowej. Wpływa na to niższe tempo wzrostu inwestycji w 2006 r. oraz niższy w całym horyzoncie projekcji wzrost aktywności ekonomicznej ludności.

Luka popytowa w horyzoncie prognozy domyka się szybciej niż przewidywała projekcja kwietniowa (z powodu mniejszej liczby aktywnych zawodowo i dokonanej przez GUS korekty PKB luka popytowa jest także węższa w punkcie startowym). Silniejsze domykanie się luki popytowej jest związane z niższą (do połowy 2008 r.) niż prognozowana w kwietniu dynamiką produktu potencjalnego oraz wyższą ścieżką wzrostu zagregowanego popytu (PKB) w całym horyzoncie projekcji. W efekcie obserwujemy silniejszą presję inflacyjną ze strony luki popytowej w całym horyzoncie projekcji, choć wpływ luki popytowej na inflację netto jest obecnie niższy niż to miało miejsce przed kwietniową reestymacją parametrów modelu. Ryzyko związane z błędem pomiaru wpływu luki popytowej i krajowej stopy procentowej na inflację, które sygnalizowaliśmy w projekcji

kwietniowej⁷⁹ nie jest uwzględnione na wykresie wachlarzowym.

O wiele bardziej istotnym niż odmienne kształtowanie się luki popytowej czynnikiem wyjaśniającym w modelu różnicę w inflacji netto pomiędzy projekcjami jest dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, zdefiniowanych jako iloraz tempa wzrostu płac w gospodarce i tempa wzrostu wydajności pracy w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem indywidualnym⁸⁰. Dynamika jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem indywidualnym w punkcie startowym była o 0,6 pkt. proc. r/r niższa niż przyjęto w projekcji kwietniowej. W horyzoncie projekcji poza trzecim kwartałem 2006 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy prognozowana w lipcu przekracza oczekiwania kwietniowe. Odchylenie dynamik rocznych wynosi w latach 2007–2008 ok. 0,6 pkt. proc. Na większy wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy złożyła się zarówno wyższa niż w poprzedniej projekcji dynamika pracujących (poza rolnictwem) jak i przeciętnego wynagrodzenia, przy stosunkowo niewielkich zmianach wydajności pracy. W dalszych rozważaniach tę kategorię nazywamy jednostkowymi kosztami pracy. Podobnie jak w projekcji kwietniowej na ostateczny kształt ścieżki dynamiki jednostkowych kosztów pracy istotny wpływ miały korekty eksperckie.

Jak podkreślaliśmy w opisie projekcji styczniowej i projekcji kwietniowej, obserwacja zachowania się w projekcji popytu na pracę i płac w konfrontacji z wiedzą pozamodelową doprowadziła do konkluzji, że segment modelu opisujący jednostkowe koszty pracy stał się mało adekwatny do eksperckiej wiedzy na temat wzrostu popytu na pracę i dynamiki płac w przyszłości.

Bazowe rozwiązanie modelu⁸¹ pokazało bardzo wyraźny wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w pierwszych kwartałach projekcji (w rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy wyniosła ok. 3,9% r/r w 2006 r. i ok. 3,8% r/r w 2007 r.) związany z przejściowym spowolnieniem tempa wzrostu PKB, a więc i wydajności pracy, przy względnie szybko rosnących płacach (w tempie 4,9% i 6,9% w latach 2006 i 2007). W latach 2006–2007 dynamika jednostkowych kosztów pracy w projekcji przed korektą ekspercką była wyższa niż w rozwiązaniu bazowym z kwietnia przeciętnie o ok. 0,8 pkt. proc. W dłuższym horyzoncie projekcji (podobnie jak to obserwowaliśmy w kwietniu) w miarę jak na przebieg zmiennych związanych z rynkiem pracy silniej oddziaływać zaczęły modelowe mechanizmy przywracania równowagi (ECM), dynamika liczby pracujących obniżała się gwałtownie (z 2,5% w 2006 r. do 0,5% w 2007 r. i -0,1% w 2008 r.) pociągając za sobą w dół (mimo silnego wzrostu płac) także dynamikę jednostkowych kosztów pracy. Różnica między dynamikami jednostkowych kosztów pracy z obu prognoz bazowych wyniosła w 2008 r. ok. 0,5 pkt. proc. W lipcowym scenariuszu po korektach eksperckich, jeszcze silniej wiążących liczbę pracujących z rozmiarami produkcji (podnoszących dynamikę liczby pracujących w gospodarce w kolejnych latach o 0,2–0,3 pkt. proc. w porównaniu do projekcji kwietniowej) nie obserwujemy tak

⁷⁹Raport o inflacji, kwiecień 2006, str.83–84

⁸⁰Ponieważ rolnicy indywidualni nie są płacobiórcami, definicja wydajności pracy polegająca na podzieleniu PKB w gospodarce przez liczbę pracujących poza rolnictwem indywidualnym lepiej służy aproksymacji kosztów pracy niż definicja uwzględniająca wszystkich pracujących.

⁸¹Przez rozwiązanie bazowe modelu rozumiemy jego wyniki przed korektami eksperckimi.

silnego przyspieszenia tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy jak w rozwiązaniu bazowym na przełomie lat 2006 i 2007. W 2006 r. tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy wynosi ok. 3,5% r/r. W kolejnych okresach projekcji (lata 2007–2008) dynamika jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się na stabilnym poziomie ok. 3,7% r/r. Uzyskana korekta przebiegu tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy miała podobny charakter – obniżenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy na początku projekcji i podniesienie na końcu horyzontu projekcji w porównaniu z bazowym rozwiązaniem z modelu. Różnica między dynamiką jednostkowych kosztów pracy w projekcjach lipcowej i kwietniowej po korektach w latach 2006–2007 wyniosła przeciętnie ok. 0,2 pkt. proc. r/r (była więc niższa niż dla prognoz surowych). W 2008 r. korekty eksperckie, które uwzględniały efekt dodatkowego wzrostu płac z tytułu zwiększenia wydatków sektora finansów publicznych doprowadziły do podniesienia się dynamiki jednostkowych kosztów pracy między projekcjami lipcową i kwietniową o 0,6 pkt. proc. w górę.

Szybszy wzrost popytu krajowego i PKB w 2006 r. niż to przewidywała projekcja kwietniowa powoduje, że prognozowana inflacja netto rośnie szybciej z kwartału na kwartał niż w projekcji kwietniowej. Wzrost rozpoczyna się jednak z niższego w II kw. 2006 r. poziomu niż prognozowany w kwietniu (o 0,3 pkt. proc.) i zrównanie się rocznego tempa wzrostu inflacji netto z tempem prognozowanym w kwietniu następuje w I kw. 2007 r. Od II kw. 2007 r. inflacja netto w ujęciu r/r jest od 0,2 do 0,5 pkt. proc. wyższa niż w projekcji kwietniowej, przekracza poziom celu inflacyjnego w końcu 2007 r. i na koniec 2008 r. przekracza 3%. Do szybszego wzrostu inflacji netto w latach 2007 i 2008 przyczyniają się wyższe o około 0,6 pkt. proc. koszty pracy w gospodarce w porównaniu z projekcją kwietniową, głównie z powodu szybciej rosnących płac (o 0,5 pkt. proc. w 2007 r. i 0,9 pkt. proc. w 2008 r.) przy znacznie mniejszych różnicach w tempie wzrostu wydajności pracy (-0,1 pkt. proc. w 2007 r. i 0,3 pkt. proc. w 2008 r.). Drugim czynnikiem przyspieszającym inflację netto jest szybsze domykanie się luki popytowej. Kolejnym czynnikiem podwyższającym inflację netto w dłuższym horyzoncie jest wyższy niż w projekcji kwietniowej wzrost cen importu (4,3% w 2008 r. w porównaniu z 3,0% w projekcji kwietniowej).

Projekcja inflacji CPI jest wynikiem złożenia inflacji netto, inflacji cen paliw i inflacji cen żywności, przy czym waga tej ostatniej kategorii cen w CPI maleje do zera po czterech kwartałach. W projekcji lipcowej ceny paliw rosną szybciej niż zakładano w kwietniu od drugiego kwartału bieżącego roku (punkt startowy) do połowy 2007 r. Inflacja cen paliw r/r jest w 2006 r. wyższa o 3,3 pkt. proc., zaś w 2007 r. o 1,6 pkt. proc. niż w projekcji kwietniowej. W 2008 r. dynamika cen paliw jest niższa niż przyjęto w kwietniu o 4,4 pkt. proc. Różnice ścieżek cen paliw w obu projekcjach prowadzą do podniesienia stopy inflacji w dwóch pierwszych latach projekcji o ok. 0,1 pkt. proc., oraz jej korektę w dół o ok. 0,2 pkt. proc. w 2008 r. W ścieżce cen paliw uwzględniono podniesienie akcyzy na początku 2007 r. co w konsekwencji prowadzi do istotnego wzrostu ich dynamiki i jest głównym czynnikiem przyspieszenia wzrostu CPI w tym okresie. Do projekcji lipcowej przyjęto wyższą w ostatnich dwóch kwartałach 2006 r. dynamikę cen żywności w porównaniu z rundą kwietniową odpowiednio o 0,8 i 0,5 pkt. proc., co podnosi stopę inflacji w III kw. 2006 r. o ok. 0,2 pkt. proc., a w IV kw. o ok. 0,1 pkt. proc. w porównaniu

z projekcją kwietniową. W pierwszych dwóch kwartałach 2007 r. różnica dynamik rocznych cen żywności między projekcjami wyniosła 0,3 i 0,2 pkt. proc. Ze względu na skalę odchylenia oraz to, że waga eksperckiego wkładu w określenie ścieżki cen żywności w miarę wydłużania się horyzontu prognozy maleje (w piątym kwartale projekcji wygasa) wpływ zmian w cenach żywności dokonanych przez ekspertów na CPI w 2007 roku jest niewielki.

Niepewność związana z założeniami zewnętrznymi wobec modelu prognostycznego oraz z niedokładnością statystycznego odwzorowania w modelu związków między zmiennymi makroekonomicznymi została zobrazowana na wykresach wachlarzowych. Nie uwzględniają one jednak wszystkich rodzajów niepewności, m.in. niepewności związanej z możliwymi zmianami w strukturze polskiej gospodarki, przybliżonym charakterem odwzorowania rzeczywistości przez model oraz możliwym brakiem stabilności w czasie oszacowanych zależności. Źródła niepewności nie uwzględnionej na wykresie wachlarzowym zostały omówione w następnym podrozdziale.

Wykresy wachlarzowe zostały sporządzone przy założeniu, że model właściwie opisuje procesy gospodarcze, a niepewność dotycząca założeń została prawidłowo oceniona i ujęta przez ekspertów w postaci przedziałów odchylenia założeń od ścieżki centralnej. Przyjęcie tych założeń pozwala z dużą precyzją oszacować rozkłady prawdopodobieństwa, które są przedstawione na wykresach wachlarzowych. Na tej podstawie ocenia się prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej i powyżej celu inflacyjnego. W rzeczywistości założenia niezbędne do przeprowadzenia obliczeń rozkładów prawdopodobieństw są spełnione w pewnym przybliżeniu. Z takim samym przybliżeniem, z jakim się traktuje model, można interpretować wykresy wachlarzowe i czytać rozkłady prawdopodobieństwa.

Według projekcji lipcowej inflacja w całym horyzoncie projekcji będzie wyższa niż oczekiwano w kwietniowym *Raporcie*. Ścieżka centralna zbliża się do celu inflacyjnego w I kw. 2007 r., przez cały 2007 r. utrzymuje się nieznacznie poniżej celu, a w I kw. 2008 r. go przekracza. Prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego w IV kw. 2008 r. wynosi 60,7%. Asymetria projekcji lipcowej jest bardzo niewielka – różnica między prawdopodobieństwem inflacji powyżej i poniżej ścieżki centralnej przekracza 1 pkt. proc. jedynie w III kw. 2006 r.

Lipcowa projekcja dynamiki PKB jest także w całym horyzoncie wyższa niż projekcja kwietniowa. Prawdopodobieństwo, że dynamika PKB przewyższy ścieżkę centralną jest w całym horyzoncie projekcji, z wyjątkiem III kw. 2006 r., wyższe niż prawdopodobieństwo, że dynamika PKB będzie od niej niższa.

Źródła niepewności projekcji inflacji i PKB są inne dla krótkiego (poniżej 1 roku) i średniego horyzontu projekcji (2–3 lata).

W krótkim okresie dominujący wpływ na niepewność projekcji inflacji ma niepewność związana z cenami żywności. Kolejnymi czynnikami są niepewność kształtowania się ścieżki cen ropy naftowej oraz niepewność składnika losowego w równaniu inflacji netto (niepewność składnika losowego to niepewność wynikająca z nieprzewidywalności tych czynników determinujących inflację netto, które nie są ujęte w tym równaniu w

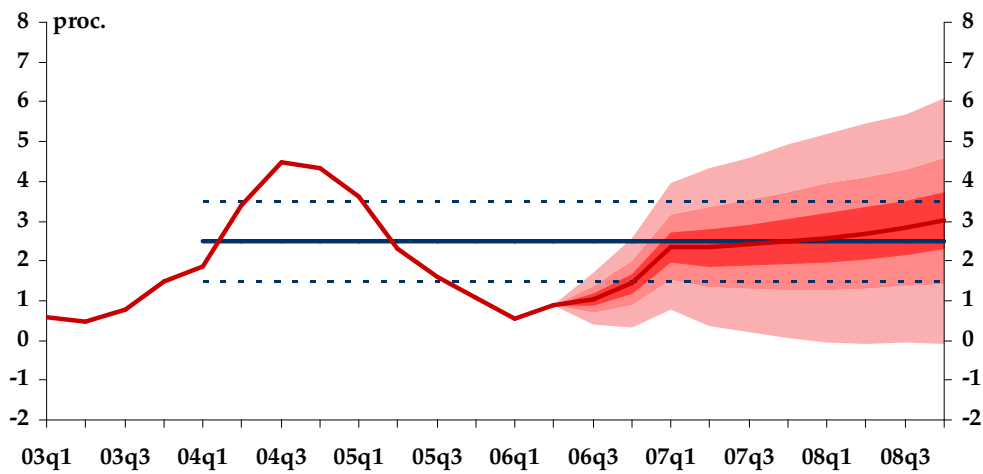
postaci zmiennych objaśniających). Silny wpływ tych trzech czynników na niepewność projekcji inflacji jest związany z faktem, że zarówno ceny żywności i inflacja netto (bezpośrednio), jak i ceny ropy (pośrednio przez ceny paliw) wchodzi w skład koszyka CPI. W krótkim okresie znaczenie sprzężeń modelu jest stosunkowo słabe i dlatego rola innych czynników niepewności jest mniejsza.

W średnim okresie wprawdzie nadal największy wpływ na szerokość wachlarza ma niepewność związana z cenami żywności, jednak równocześnie wzrasta znaczenie pozostałych czynników, zwłaszcza związanych z realną sferą gospodarki. Istotnie rośnie rola niepewności zmiennych mających wpływ na rynek pracy, handel zagraniczny i deflator PKB, które nie są uwzględnione w odpowiednich równaniach w postaci zmiennych objaśniających (są uwzględnione w składniku losowym).

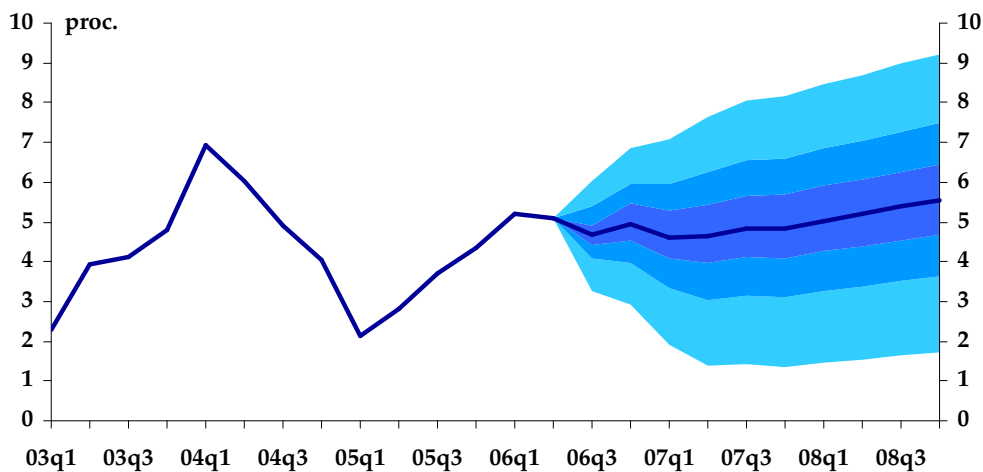
Podobnie jak w przypadku inflacji, w krótkim okresie na niepewność projekcji PKB największy wpływ ma niepewność zmiennych bezpośrednio determinujących wzrost gospodarczy. Największy wpływ ma zatem niepewność kształtowania się składników PKB, w tym zwłaszcza importu i eksportu (niepewność składników losowych w tych równaniach, a więc czynników determinujących kształtowanie się wolumenów handlu zagranicznego, a nie ujętych w tych równaniach w postaci zmiennych objaśniających). Mniejszą rolę odgrywają konsumpcja i inwestycje, ponieważ w krótkim okresie wahania wkładu tych zmiennych we wzrost PKB są niewielkie.

W średnim okresie niepewność projekcji PKB jest nadal determinowana przez niepewność związaną z kształtowaniem się handlu zagranicznego, choć jej względne znaczenie jest mniejsze. W porównaniu z krótkim okresem rośnie natomiast rola niepewności związanej z czynnikami wpływającymi na PKB z pewnym opóźnieniem, takimi jak inwestycje i PKB zewnętrzny.

Kompleksowy obraz niepewności projekcji inflacji i PKB jest przedstawiony na wykresach wachlarzowych.



Wykres 4.36: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP
 Źródło: NBP.



Wykres 4.37: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB
 Źródło: NBP.

Jak czytać wykresy wachlarzowe?

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest ryzykiem i niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji banki centralne prezentują na wykresach wachlarzowych. Szerokość "wachlarza" pokazuje ogólny

poziom ryzyka, które zazwyczaj zmienia się z kwartału na kwartał. Im dalej w przyszłość, tym jest ona większa, gdyż niepewność ocen przyszłości zwykle rośnie wraz z wydłużaniem horyzontu czasowego.

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

Poniższa tabela prezentuje najważniejsze charakterystyki rozkładów prawdopodobieństwa inflacji otrzymanych w lipcowej projekcji.

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2006q3	0.871	1.000	1.000	0.508	0.129
2006q4	0.542	0.942	0.998	0.504	0.456
2007q1	0.192	0.567	0.883	0.502	0.691
2007q2	0.244	0.553	0.832	0.501	0.588
2007q3	0.249	0.527	0.793	0.499	0.544
2007q4	0.250	0.499	0.750	0.498	0.500
2008q1	0.246	0.480	0.716	0.500	0.470
2008q2	0.238	0.454	0.685	0.501	0.447
2008q3	0.224	0.424	0.651	0.500	0.427
2008q4	0.211	0.393	0.603	0.498	0.392

4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej

Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu niepewności dotyczącej danych statystycznych i modelu

Model w obecnej rundzie prognostycznej nie był reestymowany. Zatem utrzymują się wskazywane w poprzedniej rundzie ryzyka błędów, związane z jego właściwościami sta-

tystycznymi. W szczególności, model prawdopodobnie przeszacowuje możliwy wzrost wydajności pracy. Jego parametry były bowiem estymowane na próbie obejmującej okres, w którym wzrost wskaźnika wydajności pracy z jednej strony w dużej mierze wynikał z redukcji przerostów zatrudnienia w firmach⁸², z drugiej niedoszacowane było faktyczne zatrudnienie – ze względu na szybki wówczas rozwój gospodarki nierejestrowanej. Nadal jest również prawdopodobne, że model niedoszacowuje przyszłą reakcję inflacji na wzrost popytu i jednostkowych kosztów pracy, gdyż obserwowane w ostatnich kilkunastu latach tempo otwierania się gospodarki i wzrostu presji konkurencyjnej mogą ulec spowolnieniu.

Jeśli chodzi o niepewność danych statystycznych, to obecnie w stosunku do poprzedniej rundy wzrosła niepewność danych odnośnie rynku pracy z badania BAEL. Przede wszystkim trzeba zwrócić uwagę na brak wiarygodnych szacunków dotyczących skali migracji zarobkowych – różne źródła wskazują liczby od kilkuset do dwóch milionów osób. Przyczyną nieciągłości danych jest również zmiana przez GUS definicji aktywnych zawodowo, bez jednoczesnej korekty tych danych wstecz, w efekcie której liczba tych osób spadła.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu zmian na rynku pracy

Otwieranie rynków pracy kolejnych państw członkowskich UE dla pracowników z Polski prowadzi do zmian w funkcjonowaniu krajowego rynku pracy. Jednym z najważniejszych efektów migracji jest to, że obecnie wzrostowi gospodarczemu, pomimo nadal wysokiego poziomu bezrobocia rejestrowanego, towarzyszy występowanie nasilających się niedoborów w niektórych segmentach rynku pracy – zwłaszcza w grupach pracowników wykwalifikowanych – na nie notowaną od wielu lat skalę. Potwierdzają to zarówno badania NBP, jak i dane z innych ośrodków.

Nowym, od ostatniej projekcji, zjawiskiem jest nasilenie się nacisków płacowych niektórych grup sfery budżetowej, przy czym część z nich już przełożyła się na wzrosty płac. W sytuacji niedoborów kadrowych w niektórych obszarach rynku pracy zwiększa to prawdopodobieństwo wystąpienia tzw. efektu zarażania, przyspieszającego wzrost płac w sektorze prywatnym.

Migracje zarobkowe mogą być też źródłem niepewności odnośnie do kształtowania się produktywności czynników wytwórczych. Z jednej strony migracje zarobkowe osób dotychczas biernych zawodowo zmniejszają potencjalną liczbę osób poszukujących pracy na rynku krajowym. Mniejsza podaż pracy jest czynnikiem obniżającym możliwość wzrostu produktu potencjalnego. Z drugiej strony migrują zazwyczaj pracownicy o wyższych kwalifikacjach i charakteryzujący się wyższą przedsiębiorczością. Może to działać w kierunku spadku TFP. Jednocześnie problemy ze znalezieniem pracowników o dostatecznych kwalifikacjach i wzrosty wynagrodzeń w tej grupie mogą skłonić przedsiębiorców do przestawienia strategii rozwojowych firm na bardziej kapitałochłonne.

⁸²Według badań ankietowych NBP proces ten zakończył się w 2003r.

To prowadziłyby do wzrostu inwestycji i TFP. Taka zmiana bardziej prawdopodobna wydaje się jednak w końcu horyzontu projekcji.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu zmian w gospodarce światowej

W ostatnich latach obserwowane jest narastanie deficytu na amerykańskim rachunku obrotów bieżących, często określane mianem nierównowagi globalnej, który już w 2005 r. wyniósł 792 mld USD (czyli 6,4% PKB). Utrzymywanie się tego deficytu w dłuższym okresie nie jest możliwe, co oznacza konieczność wystąpienia korekty. Gdyby nierównowaga ta zanikała w niekontrolowany sposób, co nie może być uwzględnione w wykresie wachlarzowym, spowodowałoby to istotne spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego. Byłoby to odczuwalne zwłaszcza w przypadku gospodarek o wysokiej wartości eksportu do Stanów Zjednoczonych, w tym strefy euro, ale pośrednio miałyby też negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce.

Nie można wykluczyć scenariusza, że zanikanie nierównowagi globalnej będzie przebiegało w warunkach narastania protekcjonizmu. Już teraz w Stanach Zjednoczonych można usłyszeć opinie o konieczności podwyższenia ceł; zwłaszcza na dobra wyprodukowane w Chinach. W takim przypadku, spowolnieniu wzrostu gospodarczemu mogłaby towarzyszyć wyższa inflacja, a gospodarka światowa, podobnie jak w latach 70-tych, mogłaby wejść w okres stagflacji.

Istotnym źródłem ryzyka dla światowego wzrostu gospodarczego jest także możliwość gwałtownej przeceny na rynku aktywów, tj. cen nieruchomości, cen akcji oraz cen obligacji, co prowadziłyby także do zwiększonej zmienności kursów wymiany. Ryzyko to obecnie wzrasta, gdyż w wielu gospodarkach obserwowany jest odwrót od polityki niskich nominalnie stóp procentowych. Już w maju i czerwcu br. obserwowana była zwiększona awersja do ryzyka, która przełożyła się na spadek indeksów giełdowych oraz przecenę walut krajów rozwijających się.

Jednym z podstawowych mechanizmów hamującego wpływu globalizacji na wzrost cen krajowych jest kanał konkurencji na rynku dóbr. Obserwowana w ostatnich latach wysoka dynamika importu tanich towarów z Chin oraz z innych krajów o niskich kosztach wytwarzania prowadziła do tymczasowego obniżenia inflacji w wielu gospodarkach świata. Wydaje się, że w perspektywie projekcji antyinflacyjne działanie tego zjawiska w Polsce może być słabsze niż dotychczas, gdyż szybkość otwierania się gospodarki maleje. Warto też zwrócić uwagę, że dynamika krajowych cen dóbr importowanych zależy nie tylko od ich cen światowych, ale także od kursu złotego, który w horyzoncie projekcji może się deprecjonować.

Dynamiczny rozwój gospodarki światowej powoduje m.in. znaczący wzrost cen szeregu surowców i ryzyk z tym związanych. W modelu zakłada się niezmienny mechanizm oddziaływania tych cen na gospodarke, w tym inflację. Powstaje natomiast pytanie, czy rosnące i wysokie ceny ropy nie spowodują zmian w jego funkcjonowaniu? O ile doświadczenia gospodarek rozwiniętych wskazują na zmniejszającą się wrażliwość ich

wzrostu na kształtowanie się cen ropy naftowej, o tyle nie potwierdza się występowanie tego typu zjawiska odnośnie wrażliwość inflacji na zmiany cen ropy⁸³. Dodatkowo, doświadczenia tych krajów wskazują na asymetrię, zwłaszcza w krótkim horyzoncie, reakcji inflacji – wzrosty cen ropy wywołują silniejsze wzrosty inflacji niż spadki powodują jej redukcję. Na skalę przenoszenia się wzrostów cen ropy na ceny detaliczne wpływ ma też tzw. efekt poziomu – wysokie ceny przenoszą się w wyższym stopniu niż niskie. W sumie więc można oczekiwać, że wpływ cen ropy na inflację może być silniejszy niż wynika to z mechanizmów modelu.

Obecna projekcja, podobnie jak projekcja kwietniowa obarczona jest ryzykiem przeszacowania w modelu siły czynników zewnętrznych, hamujących inflację⁸⁴.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z niespełnieniem założenia o braku zmian w polityce gospodarczej w horyzoncie projekcji

W obecnej rundzie prognostycznej ważnym źródłem ryzyka wzrostu inflacji ponad ścieżkę z projekcji jest napięta sytuacja w obszarze finansów publicznych.

Obserwowane w ostatnim okresie zmiany na scenie politycznej oraz w Ministerstwie Finansów spowodowały, że projekcja lipcowa wydatków sektora finansów publicznych została przygotowana odmiennie niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Zbliżające się wybory samorządowe stanowią podatny grunt do inicjatyw zwiększających wydatki sektora finansów publicznych a szybszy wzrost gospodarczy, któremu towarzyszy wzrost liczby pracujących zwiększa dochody budżetowe w skali umożliwiającej utrzymanie nominalnej kotwicy budżetowej. Jednym ze skutków takiego rozwoju sytuacji byłyby brak poprawy salda strukturalnego sektora finansów publicznych i dalszy wzrost długu publicznego w horyzoncie projekcji. To z kolei, ze względu m.in. na pogorszenie postrzegania fundamentów ekonomicznych kraju przez Komisję Europejską i inwestorów a także oddalenie się perspektywy wejścia do strefy euro, mogłoby spowodować takie dalsze dostosowania, jak osłabienie złotego i obniżenie dynamiki inwestycji. Przyspieszenie wzrostu płac w sektorze publicznym mogłoby zaś spowodować, co już sygnalizowano, wzrost nacisków płacowych w innych segmentach gospodarki.

Wprowadzenie do projekcji zwiększenia wydatków sektora finansów publicznych w stopniu nie pogarszającym deficytu strukturalnego sektora nie uwzględnia całego ryzyka związanego z rozwojem sytuacji w sektorze finansów publicznych, w tym ryzyka pogłębienia napięć w budżecie, związanych z prawdopodobnym dodatkowym wzrostem wydatków ponad założony w projekcji. Silniejsza może być także reakcja rynków finansowych, które postrzegają nowe kraje członkowskie coraz bardziej przez pryzmat fundamentów makroekonomicznych. Ryzyko to działałoby w kierunku wyższej inflacji, niż pokazuje projekcja.

⁸³Por. np. Klein, P., Duggal, V., Saltzman, C., *The sensitivity of the general price level to changes in the price of crude oil*, Business Economics 40/2005

⁸⁴Por. Allard, C., *Inflation in Poland: How much can globalization explain?*

Ryzyko makroekonomiczne związane z napiętym budżetem i siłą reakcji rynków finansowych uległoby zwiększeniu w przypadku spowolnienia wzrostu gospodarczego. Wzrost gospodarczy słabszy niż zakładany w projekcji, spowodowałby wzrost inflacji powyżej ścieżki centralnej także w przypadku wydatków budżetowych w skali przyjętej w projekcji. Prawdopodobny wzrost wydatków ponad założony w projekcji powiększa to ryzyko.

Gdyby wspomniane negatywne zjawiska nie nastąpiły, a spełniły się optymistyczne założenia dotyczące wzrostu w gospodarce światowej, kurs walutowy mógłby się umocnić względem ścieżki z projekcji. Jest prawdopodobne, że umocnieniu kursu towarzyszyłoby także umocnienie kursu równowagi i mocniejszy kurs nie przyczyniłby się do obniżenia inflacji. Natomiast umocnienie kursu względem ścieżki z projekcji, któremu nie towarzyszyłaby realna aprecjacja obniżyłoby przejściowo inflację i równocześnie zwiększyłoby ryzyko głębszej deprecjacji w okresie następnym.

Omówienie danych, które napłynęły po 23 czerwca 2006 r.

Projekcja została przygotowana w oparciu o informacje dostępne do 23 czerwca 2006 r. Nie uwzględnia więc ona istotnie wyższych, niż założone w projekcji, cen ropy naftowej, które w lipcu zbliżyły się do 80 USD/b. Napięta i zmienna sytuacja na rynkach tego surowca spowodowała też podniesienie przez Departament Energii USA lipcowej średniookresowej prognozy cen ropy. Rekordowe w tym roku poziomy osiągnęły również hurtowe ceny benzyn i olejów napędowych na rynku krajowym. W lipcu na znacznym obszarze Polski utrzymuje się susza. W rezultacie należy spodziewać się niższych zbiorów zbóż i owoców, co może przełożyć się na wyższe ceny pieczywa i przetworów mącznych, mięsa wieprzowego oraz niektórych owoców i warzyw. Inflacja CPI okazała się w II kw. nieznacznie niższa od prognozowanej głównie ze względu na znaczący spadek cen owoców i warzyw w czerwcu br.

Asymetria ryzyk ujętych na wykresie wachlarzowym projekcji lipcowej jest niewielka. W krótkim okresie czynniki nieuwzględnione na tym wykresie powodują jednak, że ryzyko ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej jest wyższe niż poniżej tej ścieżki. W tej perspektywie głównym czynnikiem niepewności projekcji są bowiem silnie rosnące po *cut-off date* ceny ropy naftowej. W krótkim okresie źródłem szybszego wzrostu cen mogą też być skutki utrzymującej się na części terytorium Polski suszy, zwłaszcza w przypadku dalszego braku opadów.

W średnim okresie, tzn. począwszy od 2007 r. asymetrię w górę wykresu wachlarzowego podobnie jak w projekcji kwietniowej powiększa prawdopodobny, szybszy niż wykazuje projekcja, wzrost płac i dochodów ludności. Ryzyko to jest zwiększone poprzez możliwość większego, niż to zakłada projekcja lipcowa przyrostu wydatków sektora finansów publicznych. Nie da się wykluczyć, że wzrost deficytu sektora finansów publicznych w

latach 2007-2008 okaże się większy niż założono. Założenia budżetu na 2007 r. są bowiem oparte na optymistycznych projekcjach wzrostu gospodarczego w Polsce i w gospodarce światowej i optymistycznych oczekiwaniach odnośnie wpływów budżetowych. Wzrost gospodarczy może okazać się jednak słabszy niż to przyjęto w obecnej projekcji i w założeniach do budżetu. Jedną z przyczyn może być spowolnienie wzrostu gospodarki światowej wynikające z niekontrolowanego zmniejszenia nierównowagi globalnej. W tym scenariuszu spowolnieniu gospodarki światowej może towarzyszyć obniżenie się cen importu i inflacji, jednakże w naszej ocenie deprecjacja kursu walutowego poprzez wzrost premii za ryzyko wywołałby szybszy, niż w projekcji wzrost inflacji ponad ścieżkę centralną i ten efekt by przeważał. Do spowolnienia wzrostu gospodarczego i deprecjacji kursu walutowego poprzez wzrost premii za ryzyko może się przyczynić obniżenie popytu inwestycyjnego sektora prywatnego w reakcji na zwiększone ryzyko fiskalne. Łącznym efektem obniżenia popytu krajowego i deprecjacji kursu walutowego byłby wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w 2008 r. powyżej ścieżki z projekcji. Ponadto obecna projekcja, podobnie jak projekcja kwietniowej obarczona jest ryzykiem przeszacowania w modelu siły czynników zewnętrznych, hamujących inflację.

Gdyby wspomniane negatywne zjawiska nie nastąpiły a spełniły się optymistyczne założenia dotyczące wzrostu w gospodarce światowej, kurs walutowy mógłby się umocnić względem ścieżki z projekcji. Jest prawdopodobne, że umocnieniu kursu walutowego towarzyszyłaby realna aprecjacja i mocniejszy kurs nie przyczyniłby się do obniżenia inflacji. Natomiast umocnienie kursu względem ścieżki z projekcji, któremu nie towarzyszyłaby realna aprecjacja obniżyłoby przejściowo inflację i równocześnie zwiększyłoby ryzyko głębszej deprecjacji w okresie następnym.

W sumie, uwzględniając wymienione czynniki ryzyka, których nie ujęto w wykresie wachlarzowym, skłaniamy się do wniosku, że w perspektywie średniego okresu inflacja może się raczej odchylić w górę niż w dół od ścieżki centralnej.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od marca 2006 r. do maja 2006 r.

- **Data:** 25 kwietnia 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2005 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 30 maja 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia *Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2005*.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 30 maja 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia *Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2005 r.*

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 30 maja 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji *Założeń polityki pieniężnej na rok 2005.*

Wyniki głosowania członków RPP:

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