

Raport o inflacji Luty 2008

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Luty 2008

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

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2008* RPP zapowiedziała ograniczenie częstotliwości publikacji *Raportów o inflacji*. Zgodnie z tą zapowiedzią od 2008 r. *Raporty* będą publikowane trzy razy w roku – w lutym, czerwcu i październiku.

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	9
1.1 Wskaźniki inflacji	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne	16
Determinanty inflacji	19
2.1 Popyt	19
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	20
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	22
2.1.3 Popyt inwestycyjny	23
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	25
2.2 Produkcja	28
2.3 Rynek pracy	28
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	28
2.3.2 Płace i wydajność	30
2.4 Inne koszty i ceny	32
2.4.1 Ceny zewnętrzne	32
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	33
2.5 Rynki finansowe	33
2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe	33
2.5.2 Kurs walutowy	40
2.5.3 Kredyt i pieniądz	41
Polityka pieniężna w okresie październik 2007 r.–luty 2008 r.	45
Projekcja inflacji i PKB	61
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od września do grudnia 2007 r.	71

Synteza

Po przejściowym obniżeniu rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w III kw. 2007 r., w IV kw. ub.r. inflacja wzrosła do poziomu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%). Inflacja CPI rosła wyraźnie we wszystkich miesiącach IV kw. ub.r. – od 3,0% w październiku do 4,0% w grudniu ub.r. Według wstępnych danych GUS roczna inflacja CPI w styczniu 2008 r. wzrosła do 4,3%. Na wzrost inflacji w IV kw. ub.r. złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw, choć dynamika cen w wielu innych grupach towarów i usług również wykazywała tendencję rosnącą.

W IV kw. ub.r. w kierunku wzrostu inflacji oddziaływały nadal wzrost popytu krajowego i presja kosztowa wynikająca z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy. W tym samym kierunku oddziaływały również niektóre czynniki globalne przejawiające się m.in. wzrostem cen surowców, w szczególności cen nośników energii oraz cen żywności. Z drugiej strony, utrzymywał się dezinflacyjny wpływ spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Do ograniczenia inflacji przyczyniała się także obserwowana w tym okresie aprecjacja nominalnego kursu złotego.

W IV kw. 2007 r. wzrostowi rocznej inflacji CPI towarzyszył wzrost wszystkich miar inflacji bazowej. W grudniu 2007 r. cztery spośród pięciu miar przekraczały cel inflacyjny, w tym dwie z nich – górną granicę odchyień od celu inflacyjnego NBP. Roczny wskaźnik inflacji bazowej "netto" był jedynym ze wskaźników inflacji bazowej, który utrzymał się w pobliżu dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP.

W IV kw. 2007 r. nastąpiło podwyższenie prognoz inflacyjnych analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy. W styczniu i lutym br. ustabilizowały się one na poziomie przekraczającym cel inflacyjny NBP, ale poniżej górnej granicy odchyień od celu. W okresie październik 2007 r.–luty 2008 r. opinie respondentów sondaży konsumenckich firmy Ipsos na temat przyszłego tempa wzrostu cen były względnie stabilne, z wyjątkiem stycznia br., w którym nastąpił przejściowy wzrost odsetka respondentów oczekujących szybszego wzrostu cen niż w momencie przeprowadzania badania.

III kw. 2007 r. był drugim z kolei, kiedy następowało obniżanie się cen importu wyrażonych w PLN. Złożył się na to zarówno dalszy spadek cen ropy naftowej w ujęciu rocznym, jak i obniżenie się cen w większości pozostałych głównych grup towarów (m.in. w najważniejszej grupie w imporcie obejmującej maszyny i sprzęt transportowy). Przyczyniło się do tego obserwowane w III kw. ub.r. umocnienie kursu złotego. Jednak wobec silnego wzrostu cen ropy na rynkach światowych w IV kw. 2007 r. i na początku 2008 r., dalsze umocnienie kursu złotego tylko częściowo osłabiło wpływ wzrostu cen ropy wyrażonych w USD.

W IV kw. 2007 r. zanotowano wzrost rocznego wskaźnika PPI do 2,3% r/r. Tempo wzrostu

cen producentów na rynku krajowym w październiku i listopadzie 2007 r. przewyższało dynamikę cen producentów ogółem o ponad 2 pkt. proc., co związane było ze spadkiem cen eksportowych w tym okresie. Spadek ten był efektem aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego.

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł i budownictwo). Według wstępnych szacunków GUS PKB wzrósł w 2007 r. o 6,5% w ujęciu rocznym, co było najwyższym tempem wzrostu w ciągu ostatnich 10 lat. Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji oraz konsumpcji. W dalszym ciągu obserwuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostaje od IV kw. 2005 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wysokiemu poziomowi aktywności gospodarczej oraz ożywieniu na rynku pracy towarzyszy wzrost inflacji oraz powiększający się deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Napływające dane potwierdzają wcześniejsze oceny, że wysoki poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów, choć w 2008 r. oczekiwane jest osłabienie dynamiki PKB w porównaniu z 2007 r. Od publikacji poprzedniego *Raportu* zwiększyło się ryzyko znaczącego obniżenia aktywności w gospodarce światowej, choć obecnie trudno ocenić skalę tego ryzyka oraz jego wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji gospodarki polskiej, jest zwiększona zmienność na rynkach finansowych obserwowana w ostatnim okresie.

W III kw. 2007 r. wzrost realnego PKB wyniósł, podobnie jak w II kw. ub.r. 6,4% i był wyższy od oczekiwań z poprzedniego *Raportu*. Opublikowany przez GUS wstępny szacunek PKB za 2007 r. wskazuje, że tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. wyniosło ok. 6,2% r/r. W III kw. 2007 r. dynamika spożycia indywidualnego (5,2% r/r) utrzymała się na poziomie zbliżonym do obserwowanej w II kw. ub.r., kształtując się zgodnie z oczekiwaniami z październikowego *Raportu*. Wzrost spożycia publicznego w III kw. 2007 r. (0,8% r/r) okazał się jednak nieznacznie niższy niż w II kw. 2007 r. i równocześnie niższy od oczekiwań. Dane za IV kw. ub.r. implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. wskazują, że dynamika spożycia indywidualnego obniżyła się, a dynamika spożycia publicznego nie zmieniła się znacząco w porównaniu z III kw. ub.r. W III kw. 2007 r. nakłady brutto na środki trwałe nadal rosły w bardzo szybkim tempie (zwiększyły się realnie o 19,8% r/r), choć, zgodnie z oczekiwaniami, nieco wolniej niż w II kw. ub.r. Implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. 2007 r. wyniosła ok. 18,4% r/r.

Wzrost wartości dodanej brutto w gospodarce w III kw. 2007 r. wyniósł 6,2% r/r, a więc był wyższy od oczekiwań z poprzedniego *Raportu*. Wstępne szacunki GUS za 2007 r. wskazują, że implikowane tempo wzrostu wartości dodanej brutto w IV kw. ub.r. utrzymało się na poziomie ok. 6,3% r/r. W III kw. 2007 r. wkład najważniejszych sekcji gospodarki (przemysłu, budownictwa i usług rynkowych) do wzrostu wartości dodanej ogółem utrzymał się na poziomie z II kw. ub.r., natomiast w IV kw. ub.r. zmalał wkład usług nierynkowych, przy równoczesnym wzroście wkładu przemysłu i braku zmian w budownictwie i usługach rynkowych.

W III kw. 2007 r., w stosunku do III kw. 2006 r., wzrósł deficyt obrotów towarowych oraz deficyt dochodów, obniżyło się dodatnie saldo transferów, a wzrosła nadwyżka w handlu usługami. W efekcie nastąpiło dalsze pogłębienie się deficytu na rachunku obrotów bieżących, które w III kw. 2007 r. w relacji do PKB w ujęciu rocznym wyniosło 3,7%.

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w 2007 r. deficyt budżetowy ukształtował się na poziomie 16,9 mld zł, był zatem znacząco niższy od zapisanej w ustawie budżetowej wielkości 30 mld zł, a także najniższy od 2001 r. Wystąpienie ujemnego salda budżetu państwa w całym 2007 r. wynikało z pojawienia się deficytu w IV kw. 2007 r. Deficyt budżetu państwa wyniósł wówczas 17,1 mld zł i był znacząco wyższy niż w analogicznych okresach lat ubiegłych, do czego w istotnym stopniu przyczyniło się przyspieszenie wzrostu wydatków budżetowych.

W IV kw. 2007 r. liczba pracujących w gospodarce rosła szybciej niż w III kw. 2007 r., choć wolniej niż w II kw. 2007 r. Odzwierciedleniem wysokiego popytu na pracę jest wysoka dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i dalszy spadek stopy bezrobocia. Jednocześnie wciąż rośnie odsetek pracodawców, którzy mają trudności z zatrudnieniem pracowników. Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszył spadek liczby aktywnych zawodowo. W IV kw. 2007 r. spadek ten uległ jednak zahamowaniu.

W IV kw. 2007 r. nominalne wynagrodzenia w gospodarce rosły nadal szybko, choć wolniej niż w poprzednim kwartale (8,9% r/r w IV kw. wobec 9,7% r/r w III kw.), natomiast w sektorze przedsiębiorstw dynamika nominalnych wynagrodzeń nie obniżyła się w stosunku do poprzedniego kwartału. W IV kw. 2007 r. wynagrodzenia w gospodarce rosły szybciej niż wydajność pracy. Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce IV kw. 2007 r. pozostała na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (6,9% r/r wobec 6,7% r/r w III kw. 2007 r.), jednym z najwyższych od IV kw. 2000 r.

W IV kw. 2007 r. i na początku 2008 r. wystąpił dalszy wzrost zmienności cen aktywów finansowych oraz wzrost awersji do ryzyka na rynkach światowych, w wyniku czego rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro istotnie się obniżyły. Utrzymywanie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych oraz wzrost bieżącej i prognozowanej inflacji w Polsce doprowadził do wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych od października 2007 r. Z kolei zachowanie krajowego rynku akcji odzwierciedlało nastroje panujące na rynkach międzynarodowych. Od publikacji ostatniego *Raportu* nastąpił bardzo silny spadek cen akcji spółek notowanych na GPW.

Od końca października 2007 r. istotnej zmianie uległy oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego oczekuje się obecnie, że w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy podstawowa stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych zostanie obniżona do poziomu 2,00-2,25%, a w strefie euro do poziomu 3,50%. W Polsce oczekiwania rynkowe zawarte w kontraktach FRA wskazują, że łączna skala podwyżek stopy referencyjnej może wynieść od 50 do 75 punktów bazowych do poziomu 5,75-6,00% w horyzoncie rocznym.

Pierwsza połowa ub.r., podobnie jak rok 2006, charakteryzowała się znaczną nadwyżką popytu nad podażą mieszkań, co skutkowało silnym wzrostem cen. Wzrost ten stopniowo zmniejszał się, a w II poł. 2007 r. ceny ustabilizowały się. Dynamika cen ofertowych w II poł. ub.r. zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym znacznie spadła.

W okresie, jaki upłynął od publikacji ostatniego *Raportu*, nastąpiło umocnienie kursu

złotego wobec euro oraz silniejsze umocnienie względem dolara amerykańskiego.

W ostatnich miesiącach 2007 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się na wysokim poziomie. Tempo wzrostu kredytów na finansowanie działalności bieżącej było nadal wyższe niż kredytów na inwestycje. Mimo obniżenia dynamiki w porównaniu z III kw. ub.r. wciąż najszybszy przyrost obserwowano w kredytach dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości. W IV kw. 2007 r. nadal silnie rosły kredyty dla gospodarstw domowych ogółem, na co złożył się bardzo dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych oraz szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych.

Na posiedzeniach w październiku i grudniu 2007 r. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych NBP. W listopadzie 2007 r. oraz w styczniu 2008 r. Rada podwyższyła stopy procentowe każdorazowo o 0,25 pkt. proc. Na posiedzeniu w lutym br. Rada ponownie podwyższyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 5,50%, stopa lombardowa 7,00%, stopa depozytowa 4,00%, a stopa redyskonta weksli 5,75%.

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP (ang. minutes) w październiku, listopadzie i grudniu 2007 r. oraz w styczniu 2008 r. wraz z Informacją po posiedzeniu Rady w lutym br. umieszczone są w rozdziale "Polityka pieniężna w okresie październik 2007 r.–luty 2008 r." Opis dyskusji na lutowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 20 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym Raporcie.

W rozdziale IV *Raportu* przedstawiono przygotowaną przez analityków NBP projekcję inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Prognozowane w lutowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest do połowy 2009 r. istotnie wyższe od oczekiwanego w projekcji październikowej, natomiast w II poł. 2009 r. jest zbliżone do prognozowanego w październikowej projekcji. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 3,6-4,7% w 2008 r. (wobec 2,2-3,5% w projekcji październikowej), 2,6-4,9% w 2009 r. (wobec 2,5-4,6%) oraz 2,1-4,8% w 2010 r. (październikowa projekcja nie obejmowała 2010 r.).

Zgodnie z lutową projekcją z modelu ECMOD, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,4-5,8% w 2008 r. (wobec 4,4-6,2% w projekcji październikowej), 3,5-6,1% w 2009 r. (wobec 3,8-6,7%) oraz 3,6-6,9% w 2010 r.

Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

Po przejściowym obniżeniu rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w III kw. 2007 r., w IV kw. ub.r. inflacja wzrosła do poziomu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%) (Wykres 1.1). Inflacja CPI rosła wyraźnie we wszystkich miesiącach IV kw. ub.r. – od 3,0% w październiku do 4,0% w grudniu ub.r. Według wstępnych danych GUS¹ roczna inflacja CPI w styczniu 2008 r. wzrosła do 4,3%. Wzrost rocznej inflacji w styczniu br. w stosunku do grudnia ub.r. wynikał przede wszystkim z przyspieszenia dynamiki cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania².

Na wzrost inflacji w IV kw. ub.r. złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw, choć dynamika cen w wielu innych grupach towarów i usług również wykazywała tendencję rosnącą. Roczne tempo wzrostu cen żywności i paliw w Polsce może w najbliższym czasie utrzymywać się na stosunkowo wysokim poziomie, na co w dużym stopniu ma wpływ sytuacja na rynkach międzynarodowych. Wysoka dynamika cen żywności i paliw będzie przyczyniać się w najbliższym okresie do utrzymania inflacji CPI na poziomie powyżej celu inflacyjnego NBP.

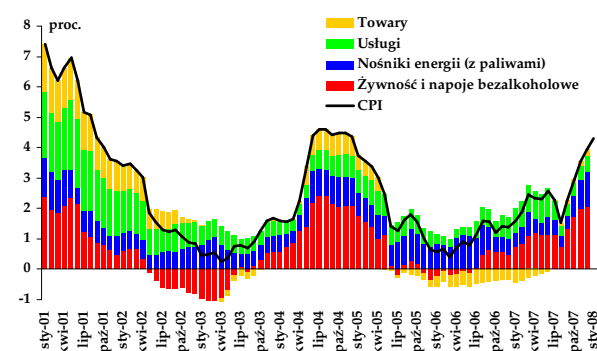
W IV kw. ub.r. w kierunku wzrostu inflacji od-

¹Dane o inflacji w styczniu br. opublikowane przez GUS w lutym mają charakter wstępny i mogą zostać zrewidowane ze względu na zmianę wag w koszyku CPI, przeprowadzaną na początku każdego roku. Dane ostateczne za styczeń br. zostaną opublikowane w marcu br.

²Ze względu na ograniczony zasób informacji dotyczących kształtowania się poszczególnych grup cen konsumpcyjnych w styczniu, analiza przedstawiona w *Raporcie* obejmuje okres do końca IV kw. 2007 r.

Wykres 1.1:

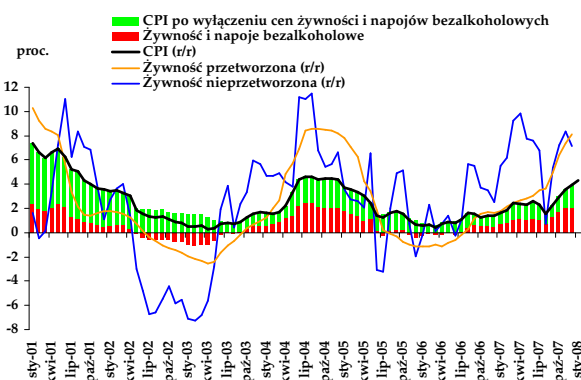
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.2:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

działały nadal wzrost popytu krajowego i presja kosztowa wynikająca z poprawy sytuacji na rynku pracy. W tym samym kierunku oddziaływały również niektóre czynniki globalne przejawiające się m.in. wzrostem cen surowców, w szczególności cen nośników energii, oraz cen żywności. Z drugiej strony, utrzymywał się dezinflacyjny wpływ spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Do ograniczenia inflacji przyczyniała się także obserwowana w tym okresie aprecjacja nominalnego kursu złotego.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

W poszczególnych miesiącach IV kw. ub.r. tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych kształtowało się na wysokim poziomie wykazując cały czas tendencję wzrostową. Silny wzrost cen nastąpił w niemal wszystkich kategoriach produktów żywnościowych – zarówno przetworzonych, jak i nieprzetworzonych. Obserwowane przyspieszenie wzrostu cen żywności w dużej mierze wynikało z czynników o charakterze globalnym, wśród których kluczową rolę odgrywały zmiany globalnego popytu na żywność oraz niekorzystne warunki podażowe na świecie obserwowane w ubiegłym roku. Do zmiany popytu na towary rolno-spożywcze przyczynił się przede wszystkim wzrost dochodów do dyspozycji w krajach rozwijających się oraz zwiększenie zapotrzebowania na surowce rolne ze strony producentów biopaliw³. Należy podkreślić, że wymienione powyżej czynniki przyczyniały się również do wzrostu dynamiki cen żywności w wielu innych krajach, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych w tych krajach (Tabela 1.1).

Ceny usług

W IV kw. ub.r. wzrosła również roczna dynamika cen usług, na co złożył się przede wszystkim wzrost cen usług rynkowych (Wykres 1.3).

³Patrz ramka *Ceny żywności na rynku światowym w Raporcie z lipca ub.r.*, str. 13–14.

Tabela 1.1: Roczne wskaźniki CPI w wybranych krajach.

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

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

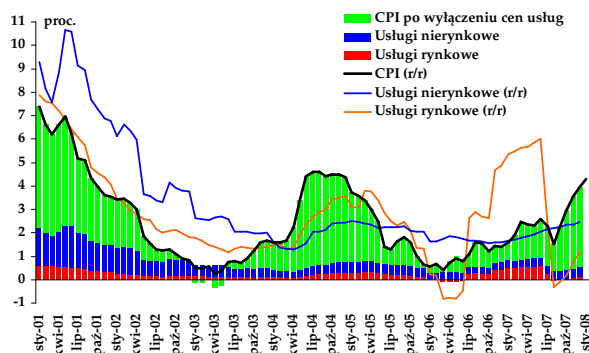
Źródło: Dane Eurostat, GUS, krajowe urzędy statystyczne.

Roczne tempo wzrostu cen usług po wyłączeniu cen usług internetowych⁴ w grudniu ub.r.

⁴W sierpniu 2007 r. nastąpił silny spadek cen usług internetowych (o 31,8% m/m), który wynikał z promocyjnego obniżenia tych cen u jednego z operatorów. W IV kw. ub.r. roczny wskaźnik cen usług internetowych nadal obniżał dynamikę wskaźnika CPI. Pomimo niewielkiego udziału cen usług internetowych w koszyku wykorzystywanym do obliczania wskaźnika CPI, obserwowane od 2005 r. zmiany cen tych usług są na tyle duże, że powodują znaczące spadki lub wzrosty całego wskaźnika inflacji, a także tych jego składowych, do których zaliczane są te usługi. Zmiany cen usług internetowych i ich wpływ na inflację omawiane były

Wykres 1.3:

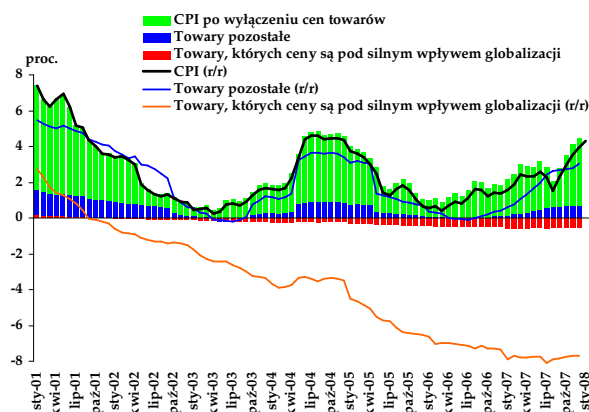
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.4:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

zwiększyło się do 2,9%, a cen usług rynkowych do 3,7%. Na wzrost cen usług rynkowych złożył się przede wszystkim dalszy wzrost cen w grupie usług restauracji i hoteli oraz opłat związanych z rekreacją, które w znacznym stopniu zależą od kształtowania się dochodów gospodarstw domowych. Wzrost cen usług rynkowych może być związany ze wzrostem popytu konsumpcyjnego oraz wzrostem jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze. Jednocześnie, utrzymał się obserwowany od IV kw. 2006 r. stopniowy wzrost dynamiki cen usług nierynkowych (do 2,5% r/r w grudniu ub.r.). Na wzrost dynamiki cen usług nierynkowych największy wpływ miała rosnąca dynamika cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania. Roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się także w grupach usług medycznych, edukacyjnych oraz usług związanych z transportem.

Ceny towarów

W IV kw. ub.r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu cen towarów⁵. Utrzymał się natomiast wyraźny spadek cen w ujęciu rocznym w grupie towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji⁶, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz których elastyczność cenowa względem popytu krajowego jest niewielka (Wykres 1.4). Od połowy 2006 r. coraz szybciej rosną ceny pozostałych towarów. W analizowanym okresie do wzrostu cen w tej grupie w największym stopniu przyczyniał się wzrost cen wyrobów tytoniowych, będący rozłożonym w czasie skutkiem wprowadzenia w styczniu ub.r. podwyższonej stawki akcyzy na te wyroby. Jednak nawet po wyłączeniu z grupy towarów pozostałych wyrobów tytoniowych, tempo wzrostu cen w tej grupie przyspieszyło. Ustabilizowało się natomiast tempo wzrostu cen towarów związanych z utrzymaniem i wyposażeniem

również w poprzednich *Raportach*.

⁵Zgodnie z przyjętą w *Raporcie* definicją, kategoria towarów nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii (łącznie z paliwami).

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

Tabela 1.2: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

niem mieszkania.

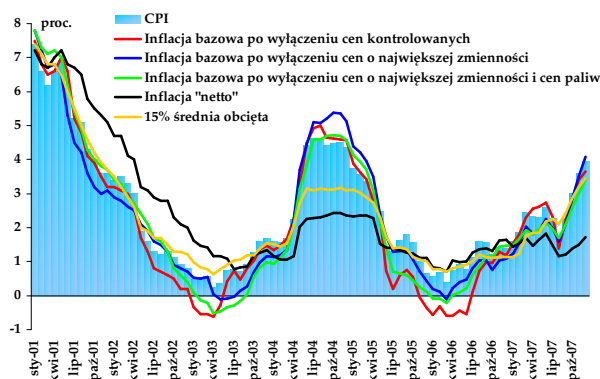
Ceny nośników energii

W IV kw. ub.r. miał także miejsce wzrost rocznej dynamiki cen nośników energii, na cołożył się przede wszystkim znaczny wzrost dynamiki cen paliw, w dużym stopniu wynikający ze statystycznego efektu bazy⁷. Zwiększyła się również roczna dynamika cen innych nośników energii – gazu płynnego i opału. Zapowiedziane podwyżki cen regulowanych pozwalają oczekiwać w I kw. br. wzrostu dynamiki cen nośników energii.

⁷W analizowanym okresie ceny paliw znacząco wzrosły jedynie w listopadzie ub.r., podczas gdy w analogicznym okresie 2006 r. ceny paliw istotnie spadały.

Wykres 1.5:

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja bazowa

W IV kw. 2007 r. wzrostowi rocznej inflacji CPI towarzyszył wzrost wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 1.5). W grudniu 2007 r. cztery spośród pięciu miar przekraczały cel inflacyjny, w tym dwie z nich – górną granicę odchyień od celu inflacyjnego NBP. Roczny wskaźnik inflacji bazowej "netto" (tj. wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw) był jedynym ze wskaźników inflacji bazowej, który utrzymał się w pobliżu dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (patrz ramka *Inflacja bazowa*).

Inflacja bazowa

Miary inflacji bazowej służą do oceny średnio- i długookresowego trendu ogólnego poziomu cen. Pomimo różnic w definicjach inflacji bazowej, które można znaleźć w literaturze, zwykle przyjmuje się, że inflacja bazowa jest tą częścią inflacji rejestrowanej, która jest związana z oczekiwaniami inflacyjnymi i presją popytową oraz która jest niezależna od szoków podaźowych.

Z punktu widzenia banku centralnego najważniejsze wydają się być następujące cechy inflacji bazowej:

- Przybliża średnio- i długookresowy trend wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w gospodarce.
- Ilustruje tendencje zmian cen oczyszczone z wahań periodycznych i sezonowych oraz powstałych na skutek szoków podaźowych, które najczęściej mają charakter przejściowy.
- Wskazuje na tę część inflacji, której związek z prowadzoną polityką pieniężną jest silniejszy niż w przypadku pozostałych części i w efekcie jest wrażliwa na podejmowane decyzje w polityce pieniężnej.
- Jej zmiany umożliwiają oszacowanie (ex-post) kierunku i skali wpływu prowadzonej polityki pieniężnej na inflację.
- Jej miary charakteryzują się na ogół mniejszą zmiennością w czasie niż wskaźniki inflacji CPI.

Wymienione cechy inflacji bazowej sprawiają, że jest ona narzędziem przydatnym w polityce pieniężnej.

Istnieje wiele miar inflacji bazowej. Można wyróżnić co najmniej trzy grupy metod jej pomiaru: metody mechaniczne, oparte na wyłączeniu stałego koszyka dóbr, metody statystyczne oraz metody oparte o formalne modele teoretyczne. Narodowy Bank Polski oblicza i publikuje pięć miar inflacji bazowej. Miary te są obliczane przy pomocy metod mechanicznych (inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych, inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności, inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw, inflacja bazowa "netto" po wyłączeniu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw) i statystycznych (15% średnia obciążenia)¹.

Miarą inflacji bazowej, która jest w Polsce często przywoływana w dyskusjach ekonomicznych jest wskaźnik inflacji bazowej "netto" (wynika to m.in. z pośredniego wykorzystywania tej miary w projekcji inflacji NBP). Od sierpnia 2007 r. można jednak zaobserwować pogłębiającą się różnicę pomiędzy inflacją bazową "netto" a pozostałymi czterema miarami inflacji bazowej. Różnice te w grudniu 2007 r. były znaczne – wynosiły 1,7–2,3 pp. Inflacja bazowa "netto" była jedynym ze

wskaźników inflacji bazowej, który utrzymał się w tym okresie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Ze względu na odmienne zachowanie się tego wskaźnika, warto zastanowić się nad jego właściwościami.

Inflacja bazowa "netto" należy do grupy miar konstruowanych poprzez wyłączenie z ogólnego koszyka towarów i usług konsumpcyjnych stałego zestawu dóbr, których ceny charakteryzują się silnymi zaburzeniami lub z innych powodów nie są reprezentatywne. Zaletą tego wskaźnika jest prostota jego obliczania, jasna interpretacja oraz możliwość łatwego komunikowania go odbiorcom. Wskaźnik ten posiada jednak właściwości, które w pewnych warunkach mogą ograniczać jego przydatność do oceny długookresowych zmian ogólnego poziomu cen.

Po pierwsze, w sytuacji, gdy szoki na niektórych rynkach charakteryzują się dużym stopniem uporczywości, inflacja bazowa "netto", tak jak pozostałe wskaźniki obliczane poprzez wyłączenie ze wskaźnika inflacji stałego zestawu dóbr bądź usług, może pomijać część informacji o długookresowym trendzie wzrostu cen. Z sytuacją taką możemy mieć do czynienia obecnie w przypadku cen żywności i cen paliw, których wzrost w znacznym stopniu zależy od czynników światowych i ma uporczywy charakter.

Po drugie, inflacja bazowa "netto" nie uwzględnia w pełni efektów globalizacji, pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Wskaźnik inflacji bazowej "netto" wyłącza wpływ tych globalnych procesów cenowych, które w ostatnim okresie podwyższają ogólną inflację, m.in. wzrost cen żywności i paliw. Nie wyłącza natomiast wpływu czynników, które w ostatnich kilku latach są źródłem silnego spadkowego trendu cen importowanych dóbr wysokoprzetworzonych. Ceny tych dóbr, tj. dóbr pod silnym dezinflacyjnym wpływem globalizacji², obniżyły inflację bazową "netto" w grudniu 2007 r. o 0,8 pp. Biorąc to pod uwagę, nie należy całkowicie utożsamiać tej miary ze wskaźnikiem inflacji wynikającej z krajowej presji popytowej. Ze względu na różnokierunkowy wpływ procesów globalizacyjnych na inflację w Polsce, zasadne wydaje się wykorzystanie wskaźnika 15% średniej obciętej, symetrycznie traktującej czynniki oddziałujące w kierunku silnych wzrostów i spadków cen.

Po trzecie, konstrukcja polskiego wskaźnika inflacji bazowej "netto" różni się nieco od powszechnie stosowanych w innych krajach, m.in. w strefie euro i Stanach Zjednoczonych³. Polski wskaźnik wyłącza z inflacji jedynie ceny paliw, nie zaś wszystkich nośników energii (takich jak energia elektryczna, gaz, opał, etc.). W obliczu spodziewanego uwolnienia cen energii w Polsce w najbliższych latach wskaźnik ten może zatem kształtować się na wyższym poziomie niż miary konstruowane tak jak w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, czyli z wyłączeniem cen wszystkich nośników energii. Dodatkowo, polski wskaźnik wyłącza całą grupę cen żywności, tymczasem w spożyciu żywności większość stanowią towary przetworzone, których ceny są determinowane w większym stopniu niż w przypadku towarów nieprzetworzonych czynnikami typowymi dla innych produktów przemysłu przetwórczego.

Wskaźniki inflacji bazowej umożliwiają pogłębioną ocenę procesów inflacyjnych w gospodarce. Tym niemniej wskaźniki te nie są pozbawione wad i obecnie trudno wskazać, która z miar inflacji bazowej najlepiej odzwierciedla średniookresowy trend wzrostu cen. W różnych warunkach ekonomicznych, poszczególne miary inflacji bazowej mogą z różną precyzją przybliżać nieobserwowalny trend ogólnego poziomu cen. Przydatność tych miar (w szczególności inflacji bazowej "netto") w dużej mierze zależy od charakteru szoków, jakim podlegają ceny kategorii wyłączonych z poszczególnych miar inflacji bazowej. Jeżeli szoki te mają charakter przejściowy, to zastrzeżenia wobec miar inflacji bazowej tracą na znaczeniu. Jeżeli natomiast szoki te są trwałe, to dokonując oceny procesów inflacyjnych na podstawie miar inflacji bazowej trzeba pamiętać o wspomnianych ograniczeniach tych miar.

¹ Szczegółowe informacje dotyczące ww. metod pomiaru inflacji bazowej, metodologii obliczania inflacji bazowej przez NBP, jak również zalet i wad poszczególnych miar inflacji bazowej można znaleźć w pliku *metodologia.pdf* znajdującym się na stronie poświęconej inflacji bazowej w domenie www.nbp.pl

² Do grupy tych towarów zalicza się: odzież, obuwie, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, instrumenty muzyczne, gry, zabawki, sprzęt sportowy i kempingowy, urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

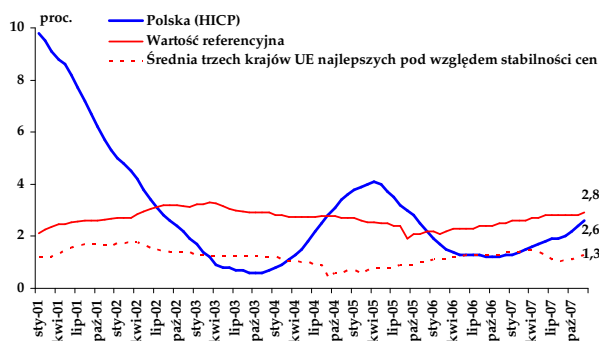
³ W strefie euro powszechnie stosuje się dwa wskaźniki inflacji bazowej: wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności nieprzetworzonej i energii (stosowany przez Europejski Bank Centralny) oraz wskaźnik węższy: inflacja po wyłączeniu cen żywności i napojów bezalkoholowych, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych oraz energii. W Stanach Zjednoczonych jako głównego wskaźnika inflacji bazowej używa się wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii.

Wybrane opracowania przeglądowe:

- R. Cristadoro *et al.* (2005), *A Core Inflation Index for the Euro-Area*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 37, 539–560,
- C. Morana (2000), *Measuring core inflation in the Euro area*, Working Paper Series No. 36, European Central Bank,
- R. Rich, Ch. Steindel (2005), *A review of core inflation and an evaluation of its measures*, Staff Reports No. 236, Federal Reserve Bank of New York,
- I. Roberts (2005), *Underlying Inflation: Concepts, Measurement and Performance*, RBA Research Discussion Papers No. rdp2005-05, Reserve Bank of Australia,
- S. Roger (1998), *Core inflation: concepts, uses and measurement*, Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series No. G98/9,
- P. Woźniak (2002), *Inflacja bazowa*, Wyd. CeDeWu, Warszawa (publikacja współfinansowana przez Narodowy Bank Polski),
- M. A. Wynne (1999), *Core inflation: a review of some conceptual issues*, Working Paper Series No. 5, European Central Bank.

□ Wykres 1.6:

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



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Kryterium inflacyjne z Maastricht

W IV kw. 2007 r. Polska nadal spełniała kryterium inflacyjne z Maastricht, będące jednym z warunków uczestnictwa w strefie euro (Wykres 1.6). Od początku 2007 r. znacząco zmniejszyła się jednak różnica między dwunastomiesięczną średnią ruchomą inflacją HICP dla Polski a wartością referencyjną (z 1,6 pkt. proc. w styczniu 2007 r. do 0,2 pkt. proc. w grudniu 2007 r.).

1.2 Oczekiwania inflacyjne

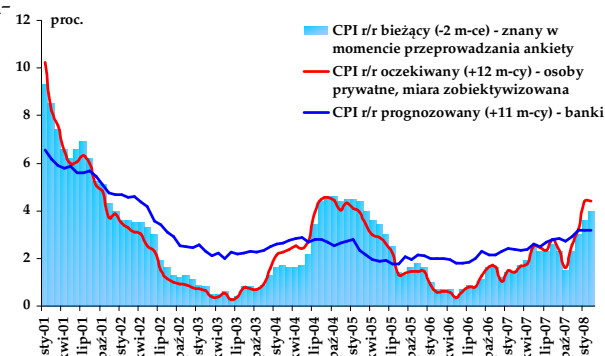
W IV kw. 2007 r. nastąpiło podwyższenie prognoz inflacyjnych analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy (Wykres 1.7). W styczniu i w lutym br. ustabilizowały się one na poziomie przekraczającym cel inflacyjny NBP, ale poniżej górnej granicy odchyień od celu.

W okresie październik 2007 r.-luty 2008 r. opinie respondentów sondaży konsumenckich Ipsos na temat przyszłego tempa wzrostu cen były względnie stabilne (Wykres 1.8), z wyjątkiem stycznia br., w którym nastąpił przejściowy wzrost odsetka respondentów oczekujących szybszego

wzrostu cen niż w momencie przeprowadzania badania. Zmiany skwantyfikowanych miar oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wynikały głównie (za wyjątkiem stycznia) ze zmian bieżącej inflacji. W efekcie, w styczniu i lutym br. kwantyfikowana miara oczekiwań inflacyjnych znalazła się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego.

Wykres 1.7:

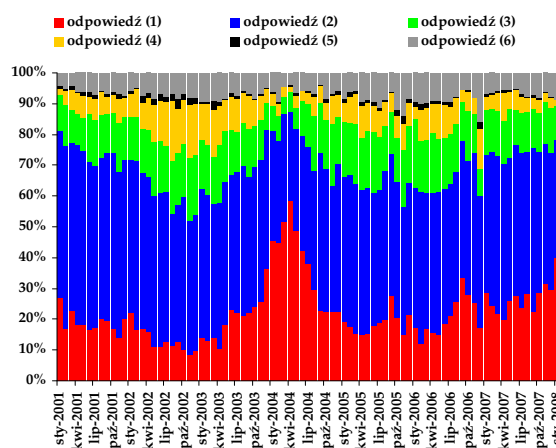
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



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

Wykres 1.8:

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos.



Źródło: Dane Ipsos.

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

Determinanty inflacji

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł i budownictwo). Według wstępnych szacunków GUS PKB wzrósł w 2007 r. o 6,5% w ujęciu rocznym, co było najwyższym tempem wzrostu w ciągu ostatnich 10 lat. Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji oraz konsumpcji. W dalszym ciągu obserwuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostaje od IV kw. 2005 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wysokiemu poziomowi aktywności gospodarczej oraz ożywieniu na rynku pracy towarzyszy wzrost inflacji oraz rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Napływające dane potwierdzają wcześniejsze oceny, że wysoki poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów, choć w 2008 r. oczekiwane jest osłabienie dynamiki PKB w porównaniu z 2007 r. Od publikacji poprzedniego *Raportu* zwiększyło się ryzyko znaczącego obniżenia aktywności w gospodarce światowej, choć obecnie trudno ocenić skalę tego ryzyka oraz jego wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji gospodarki polskiej jest zwiększona zmienność na rynkach finansowych obserwowana w ostatnim okresie.

2.1 Popyt⁸

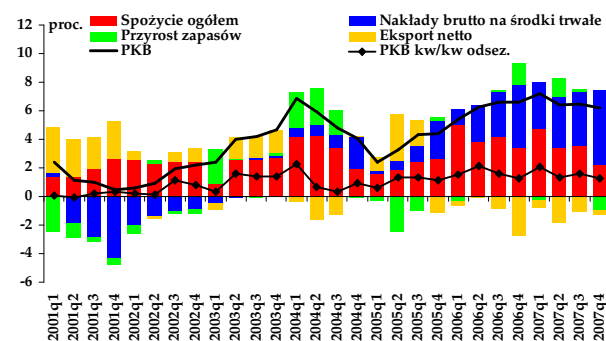
W III kw. 2007 r. wzrost realnego PKB wyniósł, podobnie jak w II kw. ub.r., 6,4% r/r i był wyższy od oczekiwań z poprzedniego *Raportu* (por. Tabela 2.1⁹, Wykres 2.1). Opublikowany przez GUS

⁸W *Raporcie* ocena IV kw. 2007 r. w zakresie PKB i jego komponentów oparta jest na opublikowanym 30 stycznia br. wstępnym szacunku PKB za 2007 r. Implikowane dane dot. IV kw. 2007 r. zakładają brak rewizji rachunków narodowych za I-III kw. 2007 r. Należy podkreślić, że dostępne szacunki GUS są niepełne (dane odnoszą się do całego roku – brak szczegółowych danych o IV kw. – i obejmują tylko niektóre kategorie). Zatem ocena sytuacji gospodarczej w IV kw. 2007 r. dokonywana na ich podstawie musi uwzględniać powyższe zastrzeżenia.

⁹W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średnio-

Wykres 2.1:

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS, IV kw. 2007 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. (szacunki NBP).

wstępny szacunek PKB za 2007 r. wskazuje, że tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. wyniosło ok. 6,2% r/r.

Tabela 2.1: Tempo wzrostu PKB i składników popytu.

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS, IV kw. 2007 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. (szacunki NBP).

W III i IV kw. ub.r. nadal w bardzo szybkim tempie rosły nakłady brutto na środki trwałe. Szybki wzrost inwestycji, wraz ze znaczącym wzrostem spożycia indywidualnego przełożył się na silny wzrost popytu krajowego (o 7,4% r/r w III kw. ub.r. i ok. 6,3% r/r w IV kw. ub.r.). Import rósł szybciej niż eksport, czego efektem było utrzymanie ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

W ocenie NBP średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego pozostają korzystne, choć w 2008 r. oczekiwane jest osłabienie dynamiki PKB w porównaniu z 2007 r. W najbliższych kwartałach należy oczekiwać utrzymania się wysokiego tempa wzrostu PKB, na który składać się będzie (tak jak w poprzednich kwartałach) dynamiczny wzrost nakładów brutto na środki trwałe oraz systematycznie rosnące spożycie indywidualne. Ze względu na silne ożywienie popytu krajowego i towarzyszący mu wzrost importu, ujemne saldo handlu zagranicznego pozostanie czynnikiem zmniejszającym dynamikę PKB.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

W III kw. 2007 r. dynamika spożycia indywidualnego (5,2% r/r) utrzymała się na poziomie zbliżo-

rocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może różnić się od prezentowanej przez GUS.

nym do obserwowanego w II kw. ub.r., kształtując się zgodnie z oczekiwaniami z październikowego *Raportu*. Wzrost spożycia publicznego w III kw. 2007 r. (0,8% r/r) okazał się jednak nieznacznie niższy niż w II kw. 2007 r. i równocześnie niższy od oczekiwań.

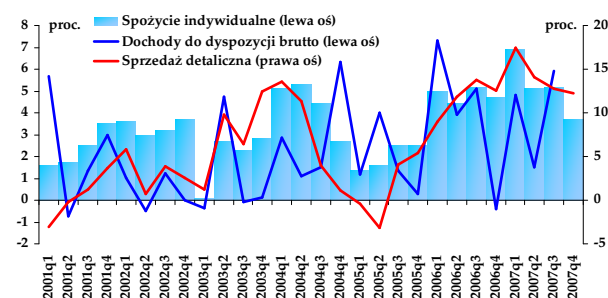
Utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu spożycia indywidualnego w III kw. 2007 r. było efektem systematycznej poprawy sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, w szczególności znacznego wzrostu dochodów do dyspozycji (Wykres 2.2) związanego z korzystnymi tendencjami na rynku pracy, w tym z dalszym spadkiem bezrobocia. Do silnego wzrostu popytu konsumpcyjnego dodatkowo przyczyniał się szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych (patrz rozdział 2.5.3 Kredyt i pieniądz), któremu sprzyjało utrzymanie się korzystnych nastrojów konsumentów (Wykres 2.3) oraz poprawa nastawienia do dokonywania zakupów. Rosnący popyt konsumpcyjny znalazł odzwierciedlenie w wysokim, choć nieco niższym niż w poprzednim kwartale, wzroście sprzedaży detalicznej.

Dane za IV kw. ub.r. implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. wskazują, że dynamika spożycia indywidualnego obniżyła się, a dynamika spożycia publicznego nie zmieniła się znacząco w porównaniu z III kw. ub.r.

Na podstawie danych o dynamice przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w okresie październik-grudzień ub.r. można oceniać, że w IV kw. 2007 r. dynamika realnego funduszu płac w gospodarce uległa obniżeniu w porównaniu z III kw. ub.r. Nieznacznie obniżyła się także dynamika sprzedaży detalicznej. Jednak nie wskazuje to na tak silne osłabienie tempa wzrostu spożycia indywidualnego w IV kw. 2007 r., jakie wynika z implikowanych danych ze wstępnego szacunku GUS o PKB w 2007 r. Równocześnie wyniki badania kondycji gospodarstw domowych w IV kw. 2007 r. wskazują na dalszą poprawę wskaźników ufności konsumenckiej. Z tego powodu, mimo sygnałów wskazujących na nieco wolniejszy od wcześniejszych oczekiwań wzrost spożycia indywidualnego, w najbliższych kwartałach powinno ono pozostać istotnym czynnikiem wzrostu PKB.

□ Wykres 2.2:

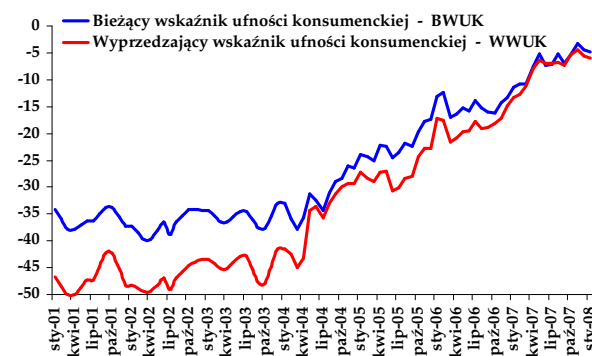
Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe).



Źródło: Dane GUS, IV kw. 2007 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. (szacunki NBP).

□ Wykres 2.3:

Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Od stycznia 2004 r. badanie przeprowadzane jest z częstotliwością miesięczną (wcześniej z kwartalną).

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w 2007 r. dochody budżetu państwa wyniosły 236 mld zł, wydatki – 252,9 mld zł, a deficyt ukształtował się na poziomie 16,9 mld zł¹⁰. Deficyt budżetowy był zatem znacząco niższy od zapisanej w ustawie budżetowej wielkości 30 mld zł, a także najniższy od 2001 r. Do znacznie lepszego niż oczekiwano rocznego wyniku budżetu państwa przyczyniły się z jednej strony wysokie dochody budżetowe, związane z szybkim wzrostem gospodarczym i dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy, z drugiej zaś – niskie wykonanie wydatków budżetowych, co było efektem m.in. niższych niż zakładano wydatków na współfinansowanie inwestycji z funduszy unijnych oraz wydatków wynikających ze Wspólnej Polityki Rolnej.

Wystąpienie ujemnego salda budżetu państwa w całym 2007 r. wynikało z pojawienia się deficytu w IV kw. 2007 r. Deficyt budżetu państwa w IV kw. ub.r. wyniósł 17,1 mld zł i był znacząco wyższy niż w analogicznych okresach lat ubiegłych, do czego w istotnym stopniu przyczyniło się przyspieszenie wzrostu wydatków budżetowych. Wydatki budżetowe wzrosły w tym okresie o 22,3% r/r (wobec średniego tempa wzrostu w pierwszych trzech kwartałach 2007 r. na poziomie 10% r/r).

Korzystna sytuacja gospodarcza pozytywnie wpłynęła również na dochody innych jednostek sektora finansów publicznych. W IV kw. 2007 r. – analogicznie jak w latach ubiegłych – jednostki samorządu terytorialnego wykazały deficyt mimo wysokich dochodów podatkowych. Jednak ze względu na wysoką nadwyżkę budżetową, jaką jednostki te odnotowały po trzech pierwszych kwartałach 2007 r.¹¹, w całym 2007 r. budżet samorządów według wstępnych danych Ministerstwa Finansów osiągnął nadwyżkę. Korzystne saldo budżetu samorządów było wynikiem wysokich dochodów podatkowych oraz prawdopodobnie niepełnej realizacji założonych na 2007 r. wy-

¹⁰Dochody i wydatki budżetu państwa były w 2007 r. odpowiednio o 19,4% i o 13,6% wyższe niż w roku poprzednim.

¹¹W okresie styczeń – wrzesień 2007 r. jednostki samorządu terytorialnego osiągnęły nadwyżkę budżetową w wysokości 13,8 mld zł, podczas gdy w tym samym okresie lat 2004–2006 nadwyżka ta wynosiła ok. 6 mld zł.

datków, głównie na przedsięwzięcia współfinansowane środkami z UE. Także fundusze celowe w 2007 r. osiągnęły prawdopodobnie nadwyżkę budżetową dzięki dynamicznemu wzrostowi przychodów z tytułu składek przy utrzymaniu umiarkowanego wzrostu wydatków¹².

W efekcie wyższych niż planowano dochodów i niższych niż zakładano wydatków publicznych, zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów deficyt sektora finansów publicznych w 2007 r. według standardów UE (ESA95 z OFE poza sektorem) wyniósł ok. 2,5% PKB. Był on zatem niższy od założonego w *Programie Konwergencji, Aktualizacja październik 2007* poziomu 3% PKB oraz znacząco niższy od deficytu zrealizowanego w 2006 r. (3,8% PKB).

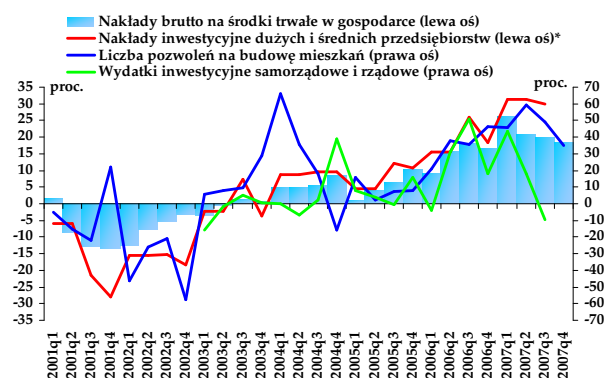
Należy zaznaczyć, iż odnotowana w 2007 r. poprawa sytuacji finansów publicznych była związana przede wszystkim z szybkim wzrostem gospodarczym. Kształt polityki fiskalnej w 2008 r. i latach następnych jest obciążony dużą niepewnością, dotyczącą w szczególności efektów nasilonych żądań płacowych w sektorze publicznym.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

W III kw. 2007 r. nakłady brutto na środki trwałe nadal rosły w bardzo szybkim tempie (zwiększyły się realnie o 19,8% r/r), choć, zgodnie z oczekiwaniami, nieco wolniej niż w II kw. ub.r. (Wykres 2.4). W rezultacie stopa inwestycji (udział inwestycji w PKB) także rosła osiągając poziom 21,1% (Wykres 2.5). Implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. 2007 r. wyniosła ok. 18,4% r/r, co oznacza dalszy wzrost stopy inwestycji¹³.

Ożywienie aktywności inwestycyjnej w III kw. ub.r. objęło przede wszystkim sektor przedsiębiorstw (Wykres 2.4). Istotną poprawę odnotowano w budownictwie mieszkaniowym, natomiast nakłady

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



Źródło: Dane GUS, dane Ministerstwa Finansów, szacunki NBP, IV kw. 2007 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. (szacunki NBP).

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

¹²W momencie publikacji niniejszego *Raportu* dane o sytuacji finansowej funduszy celowych w 2007 r. nie były dostępne.

¹³Dokładniejsza analiza popytu inwestycyjnego w IV kw. będzie możliwa dopiero po opublikowaniu szczegółowych danych dotyczących m.in. jego struktury.

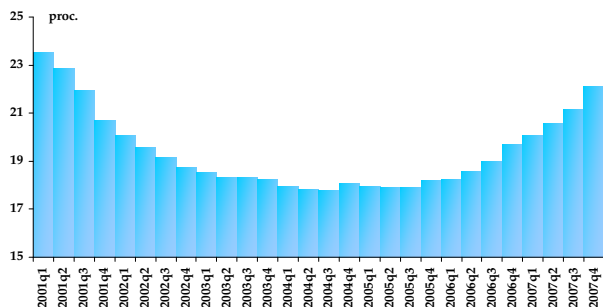
Tabela 2.2: Struktura nakładów brutto na środki trwałe w Polsce.

Udział (proc.)	2006				2007		
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Maszyny i urządzenia	32,0	29,1	29,7	28,6	33,8	28,9	28,6
Środki transportu	13,4	14,3	14,0	11,4	13,0	14,0	13,9
Budownictwo mieszkaniowe	20,9	20,7	18,8	13,1	18,4	17,8	17,8
Pozostałe budynki i budowle	30,2	31,2	33,5	43,0	31,6	35,6	35,7
Pozostałe inwestycje	3,6	4,7	3,9	3,7	3,0	3,6	3,8

Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.5:

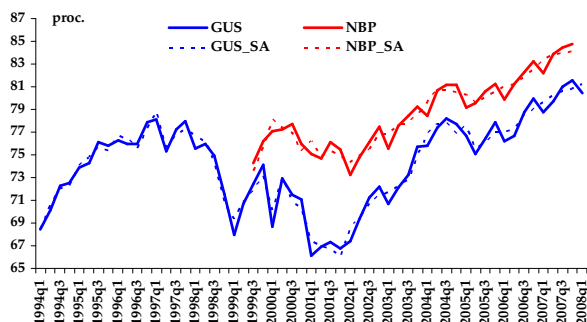
Stopa inwestycji w gospodarce (udział nakładów brutto na środki trwałe w PKB w ujęciu rocznym).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP, IV kw. 2007 r. – dane o PKB implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. (szacunki NBP).

Wykres 2.6:

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



Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

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 grudniu 2007 r. 864 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

inwestycyjne sektora rządowego i samorządowego obniżyły się.

Podobnie jak w II kw. ub.r., w przedsiębiorstwach niefinansowych (zatrudniających powyżej 49 pracowników) inwestycje rosły znacznie szybciej niż w gospodarce. W III kw. ub.r. przedsiębiorstwa te zwiększyły nakłady na środki trwałe realnie o 27,3% r/r^{14} , przy czym najszybciej rosły nakłady na nieruchomości i grunty, co może oznaczać, że przedsiębiorstwa wyczerpały możliwości powiększania zdolności produkcyjnych poprzez rozbudowę i modernizację parku maszynowego i do dalszego zwiększania potencjału konieczne jest pozyskanie nowych budynków i terenów przemysłowych.

W kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymania się wysokiej aktywności inwestycyjnej w sektorze przedsiębiorstw. Wyniki badania koniunktury NBP wskazują na bardzo wysoki i nadal rosnący stopień wykorzystania mocy wytwórczych przedsiębiorstw¹⁵ (Wykres 2.6), co przy wciąż korzystnych perspektywach sprzedaży stanowi jedną z ważniejszych przesłanek podejmowania działalności inwestycyjnej. Utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu nakładów inwestycyjnych sprzyja wciąż wysoka stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego (Wykres 2.7). Równocześnie bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw¹⁶ stwarza korzystne warunki dla finansowania inwestycji. Dalszemu wzrostowi nakładów inwesty-

¹⁴Szacunki NBP na podstawie danych GUS.

¹⁵Stopień wykorzystania mocy w przedsiębiorstwach wciąż rośnie, *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2008 r.*, NBP.

¹⁶W III kw. 2007 r. zysk netto przedsiębiorstw wyniósł 21,8 mld zł, wobec 23,8 mld zł w II kw. ub.r.

cyjnych będzie także sprzyjał napływ funduszy z zagranicy, zarówno w postaci funduszy strukturalnych (wkrótce może rozpocząć się alokacja środków w ramach nowej perspektywy finansowej UE na lata 2007-2013), jak i bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Zgodnie z badaniami koniunktury NBP, negatywnie na inwestycje mogą natomiast wpływać: pogorszenie dostępności kredytów dla dużych przedsiębiorstw¹⁷, wzrost kosztów wynagrodzeń, energii oraz materiałów i surowców, a także wzrost kosztów pozyskania kapitału i rosnące ceny dóbr inwestycyjnych. Niepewny pozostaje także wpływ osłabienia koniunktury światowej na decyzje inwestycyjne polskich przedsiębiorstw.

Rosnący napływ funduszy unijnych sprawia, że perspektywy aktywności inwestycyjnej w sektorze rządowym i samorządowym w najbliższych kwartałach pozostają korzystne. Dalszej poprawy należy oczekiwać w budownictwie mieszkaniowym, na co wskazuje m.in. dużo wyższa dynamika liczby pozwoleń na budowę niż liczby mieszkań w budowie i mieszkań oddanych do użytkowania.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących¹⁸

W strefie euro, która jest największym dla Polski rynkiem eksportowym, w III kw. 2007 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu gospodarczego w porównaniu z II kw. ub.r. Przyczynił się do tego przede wszystkim większy niż w poprzednich dwóch kwartałach wkład eksportu netto (Wykres 2.8).

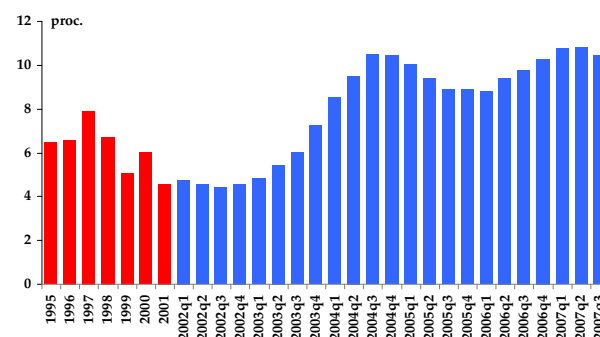
Zwiększeniu wkładu eksportu netto do wzrostu PKB towarzyszyło zwiększenie obrotów handlowych strefy euro (Wykres 2.10). Na lekkie przyspieszenie tempa wzrostu eksportu wpłynął przede wszystkim wysoki popyt w otoczeniu zewnętrznym strefy euro, zwłaszcza w nowych krajach członkowskich UE oraz w krajach ekspor-

¹⁷Na dalsze zaostrzenie polityki kredytowej względem dużych przedsiębiorstw wskazują wyniki badań ankietowych NBP, *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kw. 2008 r.*

¹⁸Dane dotyczące eksportu i importu przedstawione w tym rozdziale odnoszą się do wielkości wyrażonych w EUR.

Wykres 2.7:

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego w sektorze przedsiębiorstw.



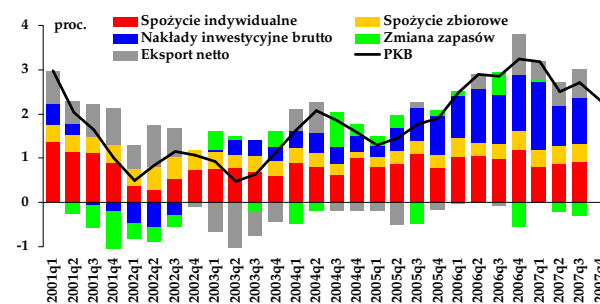
Źródło: Dane GUS, szacunki NBP.

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

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 49 osób.

Wykres 2.8:

Wzrost gospodarczy w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Tabela 2.3: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu.

Zmiana (proc.)	2005				2006				2007		
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*											
r/r	-7,7	-16,8	-6,6	-5,9	0,7	7,2	8,7	9,5	7,9	-0,6	-2,9
kw/kw	-5,5	-1,2	1,2	-0,4	1,1	5,2	2,6	0,4	-0,4	-3,0	0,2
Ceny importu / Ceny krajowe producentów**											
r/r	-11,8	-13,7	-3,2	-2,2	-2,0	3,5	0,9	0,5	2,1	-2,8	-3,9
kw/kw	1,8	-4,1	1,6	-1,5	2,1	1,3	-0,9	-1,8	3,6	-3,6	-2,0
REER ULC***											
r/r	20,6	18,4	13,3	7,7	2,6	0,9	0,1	3,0	1,7	9,2	10,5
kw/kw	8,0	-0,9	1,7	-1,0	3,0	-2,6	0,9	1,8	1,7	4,6	2,1

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

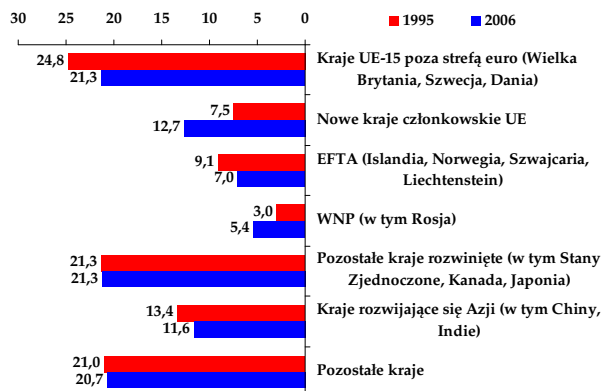
** PPI krajowy w przetwórstwie przemysłowym.

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

Źródło: Dane Eurostatu, KE, GUS oraz szacunki NBP i EBC.

Wykres 2.9:

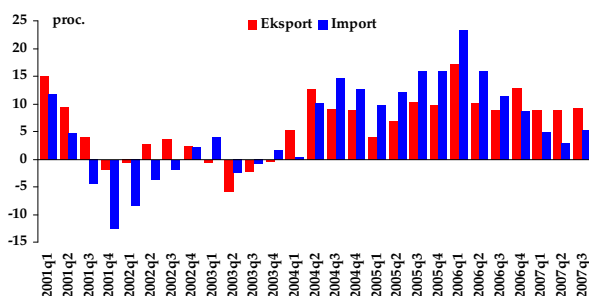
Struktura geograficzna eksportu strefy euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.10:

Eksport i import strefy euro (r/r).



Źródło: Dane Eurostat.

tujących ropę naftową. Wzrost eksportu do tych krajów zrekomensował spadek sprzedaży do pozaeuropejskich krajów rozwiniętych (zwłaszcza do USA i Japonii). Wzrost dynamiki eksportu przyczynił się jednocześnie do zwiększenia popytu sektora eksportowego strefy euro. Znalazło to odzwierciedlenie w przyspieszeniu dynamiki importu zaopatrzeniowego. Natomiast dalsza aprecjacja euro była istotnym czynnikiem, który powodował przyspieszenie importu także w grupie towarów konsumpcyjnych.

Według wstępnych szacunków Eurostat wzrost PKB w strefie euro w IV kw. 2007 r. obniżył się do 2,3% r/r. Od poprzedniego Raportu nastąpiło także wyraźne obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego dla tego regionu¹⁹. Na spowolnienie dynamiki wzrostu wskazują pogarszające się oceny sytuacji ekonomicznej zarówno ze strony przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Jednocześnie zrewidowano w dół prognozy wzrostu dla głównych partnerów handlowych strefy euro, co może oznaczać obniżenie przyszłej dy-

¹⁹Opublikowany w lutym 2008 r. konsensus według *The Economist* zakłada, że wzrost gospodarczy w strefie euro w 2008 r. wyniesie 1,8% (wobec 2,2% prognozowanych w październiku ub.r.).

namiki eksportu i importu tego regionu. Niekorzystny wpływ na eksport strefy euro może mieć przede wszystkim spadek popytu ze strony Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii na co, obok aprecjacji euro względem dolara, wpływa obniżenie aktywności gospodarczej w tych krajach²⁰.

Odnotowany w III kw. 2007 r. wzrost dynamiki polskiego eksportu do strefy euro (do 12,6% r/r wobec 9,6% r/r w II kw. ub.r.) oraz towarzyszące mu przyspieszenie eksportu do krajów spoza Unii Europejskiej przyczyniły się do wyhamowania spadkowej tendencji dynamiki polskiego eksportu²¹ (Wykres 2.11). Natomiast nadal obserwowano obniżanie się dynamiki wartości importu²². Jednak wzrost importu wciąż przewyższał wzrost eksportu, co wpłynęło na wzrost deficytu w polskim handlu zagranicznym w III kw. 2007 r. wobec analogicznego okresu roku poprzedniego.

W III kw. 2007 r. wzrostowi ujemnego salda obrotów towarowych w stosunku do III kw. 2006 r. towarzyszył wzrost deficytu dochodów oraz obniżenie się dodatniego salda transferów, przy wzroście nadwyżki w handlu usługami. W efekcie nastąpiło dalsze pogłębienie się deficytu na rachunku obrotów bieżących (Wykres 2.12), które w III kw. 2007 r. w relacji do PKB w ujęciu rocznym wyniosło 3,7%.

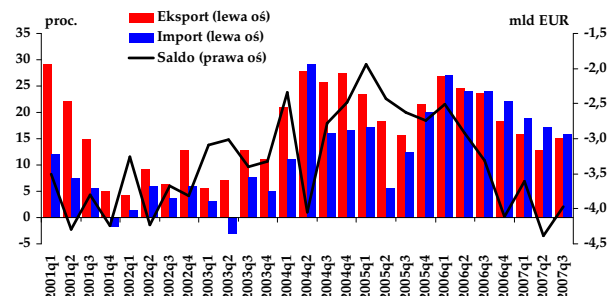
²⁰W IV kw. 2007 r. amerykański PKB wzrósł o 2,5% r/r (0,2% kw/kw), a popyt importowy o 1,4% r/r (0,1% kw/kw), wobec odpowiednio 2,8% r/r (1,2% kw/kw) i 1,7% r/r (1,1% kw/kw) w III kw. 2007 r. Natomiast opublikowany w lutym 2008 r. konsensus według *The Economist* zakłada, że wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych w 2008 r. wyniesie 1,6% (wobec 2,2% prognozowanych w październiku ub.r.). W IV kw. 2007 r. PKB w Wielkiej Brytanii wzrósł o 2,9% r/r (0,6% kw/kw) wobec odpowiednio 3,3% r/r (0,7% kw/kw) w III kw. 2007 r. Natomiast opublikowany w lutym 2008 r. konsensus według *The Economist* zakłada, że wzrost gospodarczy w Wielkiej Brytanii w 2008 r. wyniesie 1,7% (wobec 2,1% prognozowanych w październiku ub.r.).

²¹Zdecydował o tym głównie wzrost dynamiki cen transakcyjnych eksportu (do 8,3% r/r w III kw. 2007 r., wobec 5,5% r/r w II kw.). Jednocześnie nastąpiło dalsze obniżenie dynamiki wolumenu eksportu (odpowiednio do 6,4% r/r, wobec 7,0% r/r).

²²Na osłabienie tempa wzrostu wartości importu wpłynęło obniżenie dynamiki jego wolumenu (do 11,6% r/r w III kw. 2007 r., wobec 14,6% r/r w II kw. ub.r.).

Wykres 2.11:

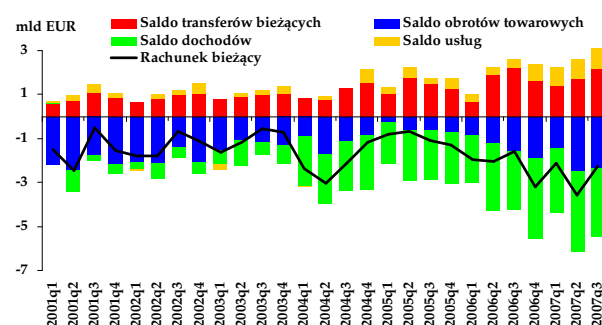
Polski handel zagraniczny (eksport, import: r/r).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.12:

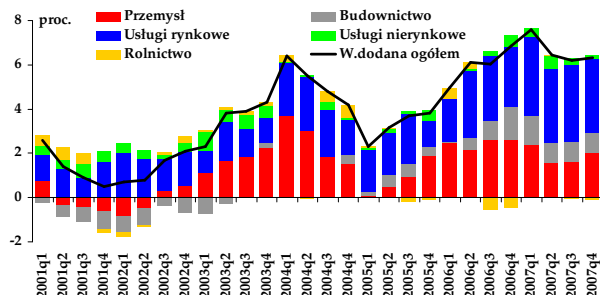
Bilans obrotów bieżących i jego główne składowe.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.13:

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP, IV kw. 2007 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. (szacunki NBP).

2.2 Produkcja

Wzrost wartości dodanej brutto w gospodarce w III kw. 2007 r. wyniósł 6,2% r/r, a więc powyżej oczekiwań z poprzedniego Raportu. Wstępne szacunki GUS za 2007 r. wskazują, że implikowane tempo wzrostu wartości dodanej brutto w IV kw. ub.r. utrzymało się na poziomie ok. 6,3% r/r (por. Wykres 2.13).

W III kw. 2007 r. wkład najważniejszych sekcji gospodarki (przemysłu, budownictwa i usług rynkowych) do wzrostu wartości dodanej ogółem utrzymał się na poziomie z II kw. ub.r. Zgodnie z danymi implikowanymi na podstawie wstępnych szacunków GUS za 2007 r., w IV kw. ub.r. zmalał wkład usług nierynkowych do wzrostu wartości dodanej ogółem, przy równoczesnym wzroście wkładu przemysłu i braku zmian w budownictwie i usługach rynkowych.

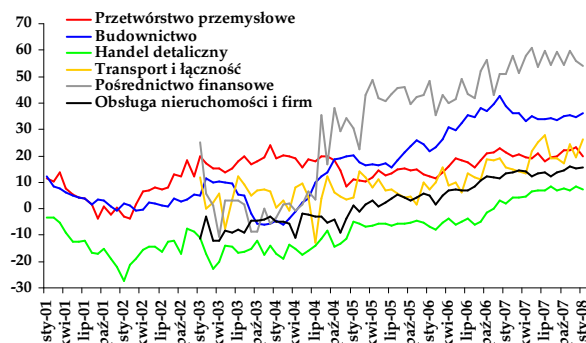
Tabela 2.4: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników.

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS, IV kw. 2007 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2007 r. (szacunki NBP).

Wykres 2.14:

Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

W ocenie NBP, w 2008 r. wzrost wartości dodanej będzie niższy niż w 2007 r., choć perspektywy wzrostu wartości dodanej pozostają korzystne, co znajduje potwierdzenie w wynikach badań koniunktury GUS dla wszystkich sekcji gospodarki (Wykres 2.14).

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W IV kw. 2007 r. liczba pracujących w gospodarce rosła szybciej niż w III kw. 2007 r., choć wolniej niż w II kw. 2007 r. (Wykres 2.15 i Tabela 2.5). Utrzymał się wysoki wzrost liczby pracujących w przemyśle i usługach, z kolei w rolnictwie

liczba pracujących nadal spadała. Wciąż największy wkład do wzrostu liczby pracujących ogółem ma sektor usług.

Odzwierciedleniem wysokiego popytu na pracę jest wysoka dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.16) i dalszy spadek stopy bezrobocia (Wykres 2.18). Stopa bezrobocia według BAEL obniżyła się do najniższego poziomu od początku prowadzenia badań w 1992 r. (8,5% w IV kw. 2007 r.). Nadal zwiększa się też liczba ofert pracy zgłaszanych przez przedsiębiorców do urzędów pracy, choć wolniej niż w I poł. 2007 r.²³ Jednocześnie wciąż rośnie odsetek pracodawców, którzy mają trudności z zatrudnieniem zarówno wykwalifikowanych pracowników²⁴, jak i pracowników w ogóle²⁵.

Efektem niezaspokojonego popytu firm na pracowników jest wzrost udziału ofert zatrudnienia zgłoszonych do urzędów pracy, które pozostają niewykorzystane²⁶. Wśród przyczyn trudności z pozyskaniem pracowników można wymienić zmniejszenie się wielkości podaży pracy w kraju, które wynika m.in. z wycofywania się z rynku pracy osób uprawnionych do wcześniejszych emerytur oraz z emigracji zarobkowej Polaków do krajów UE²⁷.

Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszył spadek liczby aktywnych zawodowo²⁸.

²³W IV kw. 2007 r. liczba ofert pracy wzrosła o 4,6% r/r, wobec wzrostu o 19,6% r/r średnio w I poł. 2007 r.

²⁴Według badań koniunktury GUS, w budownictwie w lutym 2008 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało 56% pracodawców (wobec 53% rok wcześniej), natomiast w przetwórstwie przemysłowym w I kw. 2008 r. odsetek ten wynosił 30,7% (wobec 25,4% rok wcześniej).

²⁵W I kw. 2008 r. trudności z zatrudnieniem pracowników w ogóle deklarowało 13,4% firm z przetwórstwa przemysłowego wobec 9,6% rok wcześniej.

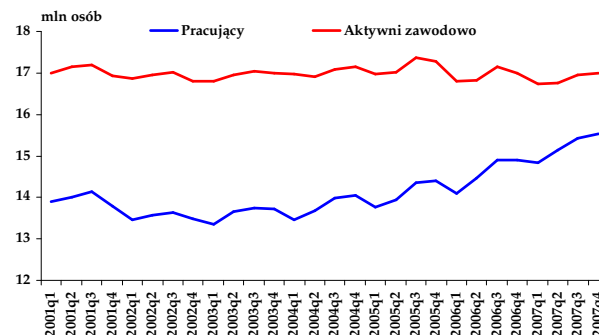
²⁶W styczniu 2008 r. 64% ofert zgłoszonych do urzędów pracy pozostało niewykorzystanych na koniec miesiąca, wobec 56% rok wcześniej.

²⁷Według szacunków GUS, pod koniec 2006 r. liczba Polaków przebywających za granicą czasowo powyżej 2 miesięcy wynosiła 1950 tys. osób, wobec 1000 tys. osób pod koniec 2004 r. i 786 tys. w maju 2002 r., kiedy przeprowadzono Narodowy Spis Powszechny. Wpływ emigracji zarobkowej na polską gospodarkę został omówiony w ramce *Kanały wpływu emigracji zarobkowej na gospodarkę polską w Raporcie z kwietnia 2007 r.*, str. 26-27

²⁸W 2006 r. spadek liczby aktywnych zawodowo wynikał

Wykres 2.15:

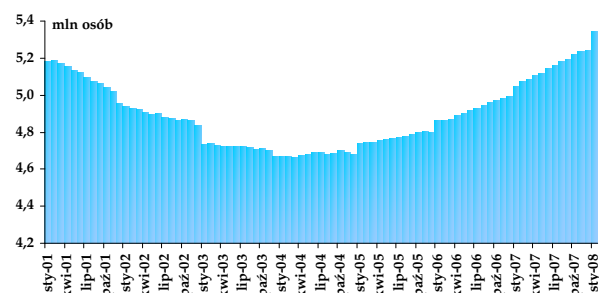
Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.16:

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.5: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach.

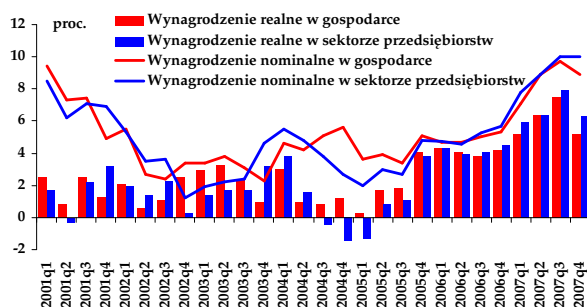
	Pracujący w 2007q4		Wzrost w 2007q3		Wzrost w 2007q4		Wzrost w 2007q3	Wzrost w 2007q4
	tys. osób	struktura (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	15 538	100,0	526	3,5	627	4,2	0,5	1,2
Poza rolnictwem indywidualnym	13 543	87,2	638	5,0	241	5,7	1,3	1,5
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 582	61,7	403	4,4	428	4,7	0,9	1,1
wieś	5 956	38,3	125	5,0	199	5,7	0,0	1,4
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 171	14,0	-127	-5,2	-108	-4,7	-1,4	-0,7
przemysłowy	4 858	31,3	286	6,3	363	8,1	2,4	2,2
usługowy	8 508	54,8	370	4,6	376	4,6	1,1	1,1
Sektor własności								
publiczny	4 299	27,7	-55	-1,3	-21	-0,5	0,1	-0,1
prywatny	11 239	72,3	581	5,5	647	6,1	0,5	1,5
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	12 001	77,2	544	4,8	621	5,5	1,2	1,4
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 942	18,9	58	2,0	31	1,1	0,2	-0,1
pomagający członkowie rodzin	595	3,8	-76	-10,2	-26	-4,2	-2,4	-0,5
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 403	28,4	164	5,1	232	7,3	1,7	2,3
na czas nieokreślony	8 598	71,6	380	4,7	389	4,7	1,2	1,6

Dane BAEL odsezonowane na próbie od I kw. 1995 r. metodą TRAMO/SEATS, za wyjątkiem danych o liczbie pracujących w sektorze publicznym, które odsezonowano na próbie od I kw. 2000 r.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W IV kw. 2007 r. spadek ten uległ jednak zahamowaniu (0,0% r/r wobec spadku o 1,0% r/r w III kw. 2007 r.).

Wyniki badań koniunktury zarówno GUS, jak i NBP²⁹ wskazują, że w I kw. br. utrzymują się korzystne perspektywy zatrudnienia, w szczególności w budownictwie i usługach.

2.3.2 Płace i wydajność

W IV kw. 2007 r. nominalne wynagrodzenia w gospodarce rosły nadal szybko, choć wolniej niż w poprzednim kwartale (8,9% r/r w IV kw. wobec

częściowo ze zmian metodologicznych wprowadzonych w BAEL od I kw. 2006 r. Patrz przypis 21 na str. 28 *Raportu* z kwietnia 2007 r.

²⁹Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2008 r.*, NBP.

9,7% r/r w III kw.), natomiast w sektorze przedsiębiorstw dynamika nominalnych wynagrodzeń nie obniżyła się w stosunku do poprzedniego kwartału (10,0% r/r w III i IV kw., Wykres 2.17)³⁰. Ze względu na wzrost inflacji w IV kw. 2007 r. dynamika realnych płac w tym okresie była niższa niż w poprzednim kwartale.

W IV kw. 2007 r. wynagrodzenia w gospodarce rosły szybciej niż wydajność pracy³¹. Ze względu na przyspieszenie dynamiki liczby pracujących przy prawdopodobnym zmniejszeniu dynamiki PKB, w IV kw. 2007 r. dynamika wydajności pracy była niższa niż w III kw. 2007 r. (2,1% r/r wobec 2,8% r/r). Jednocześnie dynamika wynagrodzeń obniżyła się (8,9% r/r wobec 9,7% r/r w III kw. 2007 r.). W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce IV kw. 2007 r. pozostała na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (6,9% r/r wobec 6,7% r/r w III kw. 2007 r.)³², jednym z najwyższych od IV kw. 2000 r. (Wykres 2.19).

Od maja 2007 r. jednostkowe koszty pracy rosną również w przedsiębiorstwach przemysłowych (Wykres 2.20)³³. Wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy oddziałuje w kierunku nasilenia presji kosztowej w przedsiębiorstwach i może prowadzić do wzrostu inflacji. Czynnikiem ograniczającym przełożenie się wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację mogą być utrzymujące się bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw.

Według badań koniunktury NBP³⁴ średnia wysokość planowanych w I kw. 2008 r. podwyżek

³⁰W styczniu 2008 r. nominalne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 11,5% r/r.

³¹Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

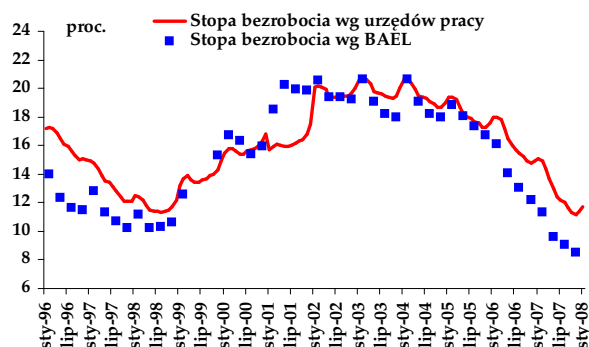
³²Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

³³Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze).

³⁴Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2008 r.*, NBP.

□ Wykres 2.18:

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



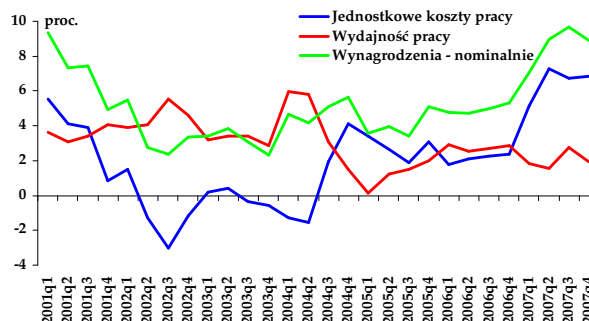
Źródło: Dane GUS.

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

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

□ Wykres 2.19:

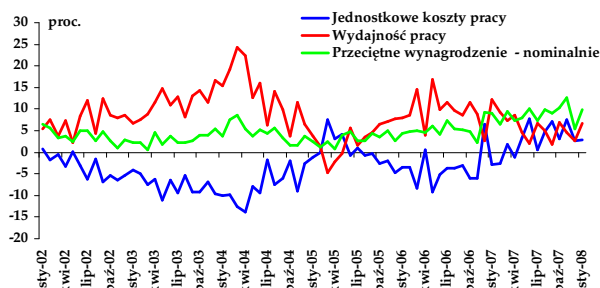
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.20:

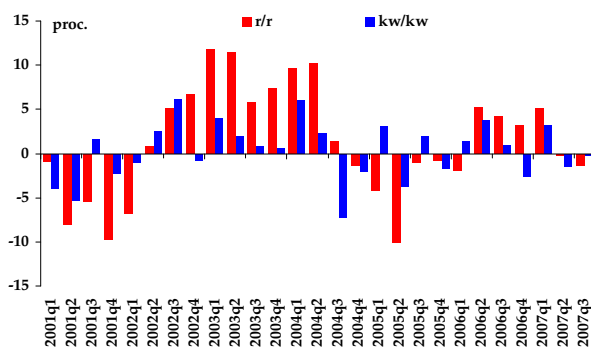
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.21:

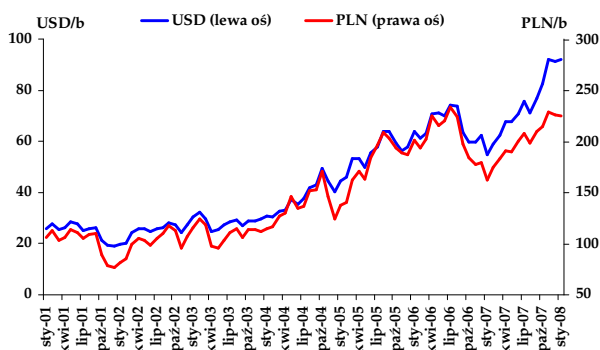
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.22:

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

wynagrodzeń pozostała na poziomie z poprzedniego kwartału³⁵. Ponadto w stosunku do poprzedniego badania wzrósł odsetek firm, dla których wzrost wynagrodzeń będzie stanowić główną przyczynę wzrostu cen, choć odsetek ten pozostaje na niskim poziomie. Do spodziewanego wzrostu płac mogą się także przyczynić narastające żądania płacowe w sektorze publicznym.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

III kw. 2007 r. był drugim z kolei, kiedy następowało obniżanie się cen importu wyrażonych w PLN (Wykres 2.21). Złożył się na to zarówno dalszy spadek cen ropy naftowej w ujęciu rocznym, jak i obniżenie się cen w większości pozostałych głównych grup towarów (m.in. w najważniejszej grupie w imporcie obejmującej maszyny i sprzęt transportowy). Przyczyniło się do tego obserwowane w III kw. ub.r. umocnienie kursu złotego.

Obniżenie się w III kw. ub.r. cen ropy wyrażonych w PLN było wynikiem aprecjacji złotego wobec dolara amerykańskiego. Jednak wobec silnego wzrostu cen ropy na rynkach światowych w IV kw. 2007 r. i na początku 2008 r.³⁶, dalsze umocnienie kursu złotego tylko częściowo osłabiło wpływ wzrostu cen ropy wyrażonych w USD (Wykres 2.22). Do silnego wzrostu tych cen przyczynił się znaczny spadek zapasów ropy w krajach rozwiniętych, związany z niskim wzrostem podaży ropy. Dodatkową presję na wzrost cen powodowało utrzymujące się wysokie ryzyko geopolityczne w krajach będących najważniejszymi producentami ropy (m.in. Nigeria, Irak, Iran) oraz wysoka aktywność funduszy spekulacyjnych na surowcowych rynkach kontraktów terminowych.

³⁵ Mediana podwyżek w grupie przedsiębiorstw, które je przewidują, kształtuje się na poziomie 5,0%, zaś średnia wynosi 6,9%.

³⁶ W IV kw. 2007 r. ceny ropy wyrażone w USD były o 46,1% wyższe w porównaniu z IV kw. 2006 r. 20 lutego 2008 r. ceny ropy osiągnęły nowe historyczne maksima – ceny ropy Brent przekroczyły poziom 99 USD/b, a ceny ropy WTI – 101 USD/b.

Wzrostowi bieżących cen ropy naftowej towarzyszyło podwyższenie prognoz tych cen. W najbliższej przyszłości utrzymaniu się cen ropy na wysokim poziomie sprzyjać powinien przede wszystkim przewidywany wzrost światowego popytu na ropę. W porównaniu z poprzednim *Raportem* wzrosło jednak prawdopodobieństwo osłabienia światowego wzrostu gospodarczego, które może przyczynić się do zmniejszenia dynamiki popytu na ropę i w konsekwencji do spadku cen.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej³⁷

W IV kw. 2007 roku zanotowano wzrost rocznego wskaźnika PPI do 2,3% r/r (Wykres 2.23). Tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym w październiku i listopadzie 2007 r. przewyższało dynamikę cen producentów ogółem o ponad 2 pkt. proc., co związane było ze spadkiem cen eksportowych w tym okresie. Spadek ten był efektem aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego. W IV kw. 2007 r. wzrosła dynamika cen producentów w sekcjach *przetwórstwo przemysłowe* oraz *górnictwo*. Ze względu na wysoki udział *przetwórstwa przemysłowego* w produkcji sprzedanej przemysłu, sekcja ta miała nadal największy wkład do wzrostu wskaźnika cen producentów ogółem (Wykres 2.24).

2.5 Rynki finansowe³⁸

2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe

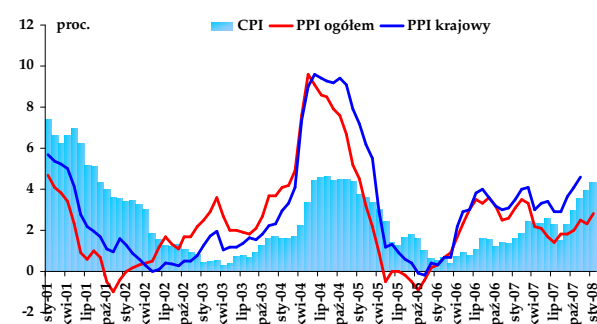
Od publikacji ostatniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie podwyższyła stopę refe-

³⁷Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo*, *przetwórstwo przemysłowe* oraz *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*), odnoszące się do określonego miesiąca, publikowane są w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach *przetwórstwa przemysłowego* oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym). Z tego powodu zakres czasowy analizy nie jest jednakowy dla wszystkich omawianych kategorii.

³⁸Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 22 lutego 2008 r.

Wykres 2.23:

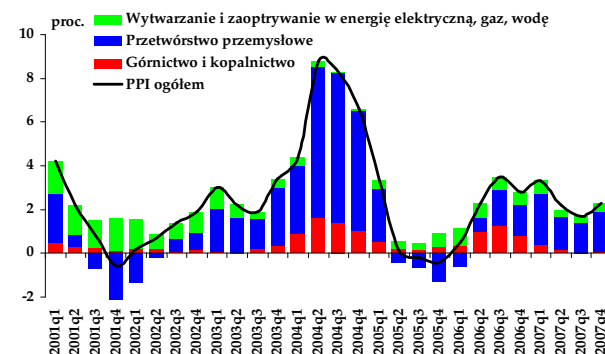
Zmiany CPI, PPI i cen producentów na rynku krajowym (r/r).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.24:

Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna).



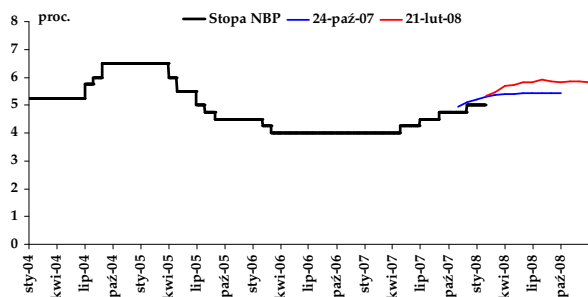
Źródło: Dane GUS.

rencyjną do poziomu 5,25%. Podwyżki, każda po 25 punktów bazowych, miały miejsce w listopadzie 2007 r. i styczniu 2008 r., natomiast na posiedzeniach w październiku oraz grudniu 2007 r. Rada zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennych poziomach. Zarówno podwyżki oprocentowania na posiedzeniach w listopadzie 2007 r. oraz w styczniu 2008 r., jak i brak zmian stóp procentowych na posiedzeniach w październiku i grudniu 2007 r., były oczekiwane przez większość analityków.

Analitycy ankietowani przez agencję Reutera w lutym br. oczekiwali podwyższenia stopy referencyjnej w br. do poziomu 5,75%. W stosunku do października 2007 r. oczekiwania analityków odnośnie do wysokości stóp procentowych NBP w 2008 r. wzrosły o 50 punktów bazowych. Oczekiwania na wzrost krajowych stóp procentowych kształtowały się pod wpływem wyższych niż oczekiwano danych o: inflacji CPI, dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu, dynamice płac w sektorze przedsiębiorstw oraz dynamice produkcji przemysłowej.

Wykres 2.25:

Oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Oczekiwania rynkowe zawarte w kontraktach FRA wskazują, że łączna skala podwyżek stopy referencyjnej może wynieść od 50 do 75 punktów bazowych do poziomu 5,75-6,00% w horyzoncie rocznym. Opublikowane w lutym wyższe od konsensusu rynkowego dane za styczeń, zwłaszcza dotyczące inflacji i płac, przyczyniły się do wzrostu oczekiwanego na koniec br. poziomu głównej stopy procentowej NBP (Wykres 2.25). Przejściowo, w styczniu, kontrakty FRA dyskutowały możliwość podwyżek od 25 do 50 punktów bazowych, tj. do poziomu 5,50-5,75% w horyzoncie rocznym. Styczniowe obniżenie stawek kontraktów FRA mogło być efektem wzrostu ryzyka wystąpienia recesji w Stanach Zjednoczonych, który skutkowało znaczącym obniżeniem oczekiwanego przez uczestników rynku poziomu stóp procentowych Fed i pojawieniem się oczekiwań na obniżki stóp przez Europejski Bank Centralny (EBC). Wydaje się, iż pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, mające swoje źródło w rosnącym prawdopodobieństwie recesji w Stanach Zjednoczonych mogło, w opinii inwestorów, niekorzystnie przełożyć się na perspektywę tempa wzrostu PKB w Pol-

sce. W związku z powyższym, przejściowo zmniejszył się oczekiwany docelowy poziom stóp procentowych NBP.

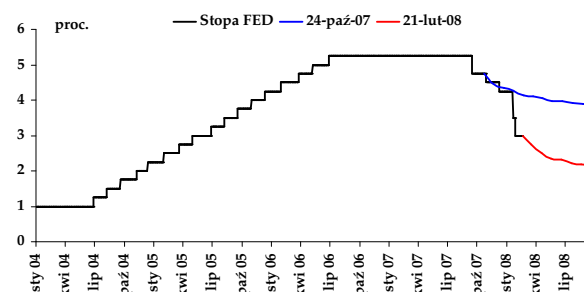
Od publikacji ostatniego *Raportu* Fed obniżył główną stopę procentową łącznie o 175 punktów bazowych do poziomu 3,00%. Dwie ostatnie obniżki stopy funduszy federalnych nastąpiły w bardzo krótkim odstępie czasu, pierwsza, o 75 punktów bazowych – 22 stycznia br., a ostatnia, o 50 punktów bazowych – 30 stycznia br. Obniżka z 22 stycznia br. miała miejsce podczas nadzwyczajnego posiedzenia. Tym samym decyzja Fed i skala obniżki głównej stopy procentowej była znacznie większa od oczekiwań rynku. Uzasadnieniem dla decyzji Fed było utrzymywanie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych oraz wzrost ryzyka wystąpienia recesji w gospodarce amerykańskiej.

Od końca października 2007 r. istotnej zmianie uległy oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego oczekuje się obecnie, że stopa funduszy federalnych zostanie obniżona do poziomu 2,00-2,25% w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy (Wykres 2.26).

Od czerwca 2007 r. Europejski Bank Centralny utrzymał stopę refinansową na niezmiennym poziomie 4,00%. Decyzja o utrzymaniu stopy procentowej EBC na niezmiennym poziomie w dniu 7 lutego br. była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, które uległy zmianie od października 2007 r. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwania obniżki oprocentowania w strefie euro do poziomu 3,50% w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy (Wykres 2.27). Sygnały świadczące o możliwości osłabienia koniunktury w strefie euro (ryzyko negatywnego wpływu osłabienia koniunktury w Stanach Zjednoczonych, spadek wskaźników zaufania, osłabienie na rynku nieruchomości w niektórych regionach strefy euro) mogą skłonić EBC do obniżki stóp procentowych. Wysoka bieżąca inflacja oraz nadal występujące ryzyko wzrostu inflacji w strefie euro w średnim okresie (poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych), sprawiają, że nie należy wykluczać ewentualności utrzymania stóp procentowych EBC na niezmiennym po-

□ Wykres 2.26:

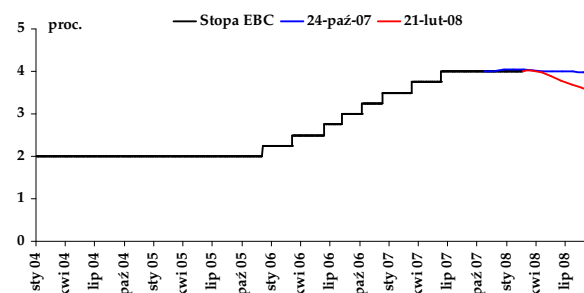
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

□ Wykres 2.27:

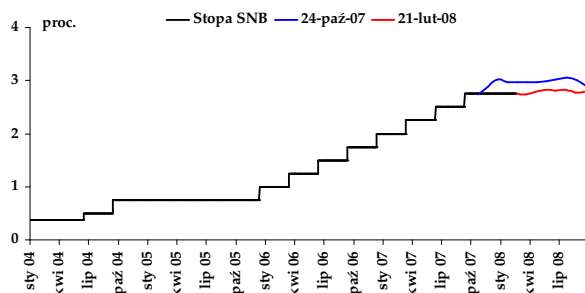
Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.28:

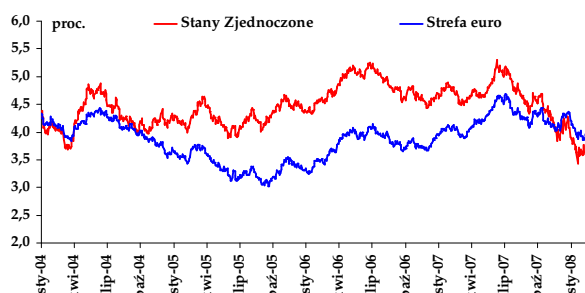
Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.29:

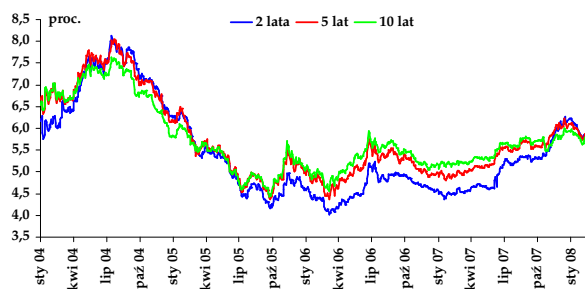
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.30:

Rentowność polskich obligacji benchmarkowych



Źródło: Dane Reuters.

ziomie lub, z dużo mniejszym prawdopodobieństwem, ich podwyżki.

Od publikacji ostatniego *Raportu* Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) utrzymał stopę procentową na niezmiennym poziomie 2,75%. W opinii SNB pomimo zawirowań na światowych rynkach finansowych i ryzyka osłabienia wzrostu globalnego, gospodarka szwajcarska pozostaje w dobrej kondycji. Oczekiwania rynkowe wskazują na utrzymanie stopy procentowej SNB na niezmiennym poziomie w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy (Wykres 2.28).

Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

W IV kw. 2007 r. i na początku 2008 r. wystąpił dalszy wzrost zmienności cen aktywów finansowych oraz wzrost awersji do ryzyka na rynkach światowych. Zmiany preferencji inwestycyjnych polegały na wyprzedzący bardziej ryzykownych aktywów finansowych (m.in. akcji i obligacji krajów rozwijających się) i lokowaniu wycofanych środków w najbardziej bezpieczne papiery – obligacje rządowe krajów rozwiniętych, w wyniku czego rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro istotnie obniżyły się (Wykres 2.29). W ocenie rynków wzrosło także prawdopodobieństwo recesji w Stanach Zjednoczonych i jej negatywnego wpływu na koniunkturę w strefie euro. Doprowadziło to m.in. do obniżenia krótkoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz do wzmocnienia oczekiwań na ich dalsze obniżki i wyraźnego osłabienia oczekiwań na podwyżki, a wręcz pojawienia się oczekiwań na obniżki stóp procentowych EBC. Przejściowy wzrost rentowności w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w grudniu 2007 r. wynikał z częściowego uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych i spadku awersji do ryzyka wśród globalnych inwestorów.

Utrzymywanie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych oraz wzrost bieżącej i prognozowanej inflacji doprowadził do wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych od października 2007 r. Przejściowe, styczniowe spadki rentowności polskich papierów dłużnych wynikały ze wzrostu obaw o przełożenie się spo-

dziewanego spadku tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro na tempo wzrostu w Polsce i spadku oczekiwanego docelowego poziomu stóp procentowych NBP (Wykres 2.30). Równoczesny wzrost rentowności na rynku krajowym i znaczny spadek rentowności na rynkach bazowych doprowadził do rozszerzenia się spreadów – na przykład dla papierów 10-letnich spread rentowności polskich obligacji rządowych do ich niemieckich odpowiedników wzrósł do 190 punktów bazowych w lutym 2008 r.

Rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, utrzymuje się od kwietnia ub.r. na stabilnym poziomie (Wykres 2.31). Od końca 2005 r. Polska spełnia kryterium stóp procentowych.

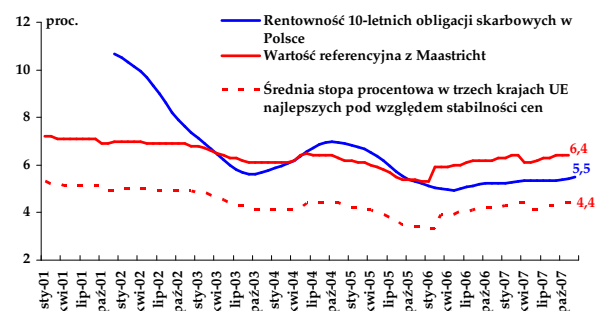
W okresie wrzesień – grudzień ub.r. wartość portfela obligacji skarbowych znajdujących się w posiadaniu nierezydentów zwiększyła się. Wzrost zaangażowania nastąpił głównie na przełomie października i listopada 2007 r. (Wykres 2.32).

W okresie od września do grudnia ub.r. udział inwestorów zagranicznych w rynku polskich akcji powoli wzrastał (Wykres 2.33).

Zachowanie krajowego rynku akcji odzwierciedlało nastroje panujące na rynkach międzynarodowych. Od publikacji ostatniego *Raportu* nastąpił bardzo silny spadek cen akcji spółek notowanych na GPW (Wykres 2.34). Przejściowo, we wrześniu i październiku ub.r. polskie indeksy giełdowe, podobnie jak indeksy na świecie, odnotowały wzrost, będący wynikiem sierpniowych działań stabilizacyjnych głównych banków centralnych, w szczególności obniżenia stopy dyskontowej oraz głównej stopy procentowej przez Fed. Wzrost ten był wspomagany przez kolejną, wrześniową obniżkę stóp procentowych przez Fed. Jednocześnie, w tym okresie odnotowano niewielki odpływ z Polski zagranicznych inwestycji o charakterze krótkoterminowym. Listopad przyniósł ponownie nasilenie obaw o kondycję sektora bankowego w Stanach Zjednoczonych i spowodowane tym silne spadki cen na giełdach światowych. W rezultacie nastąpił wówczas znaczny spadek indeksów na warszawskiej giełdzie, chociaż zagraniczni inwestorzy krótko-

Wykres 2.31:

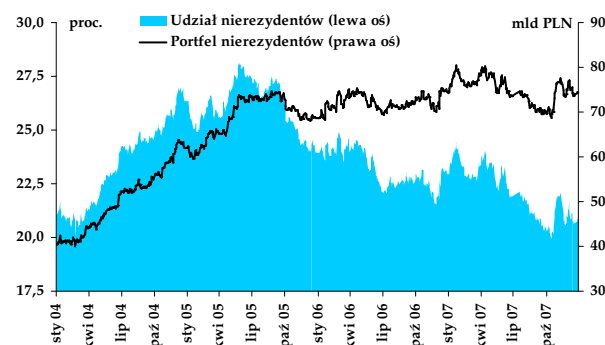
Rentowność obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych.



Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

Wykres 2.32:

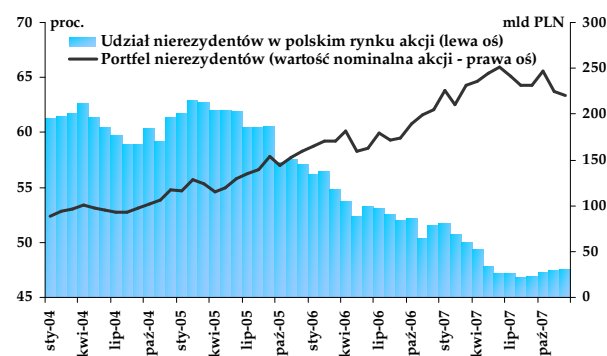
Zaangażowanie nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.33:

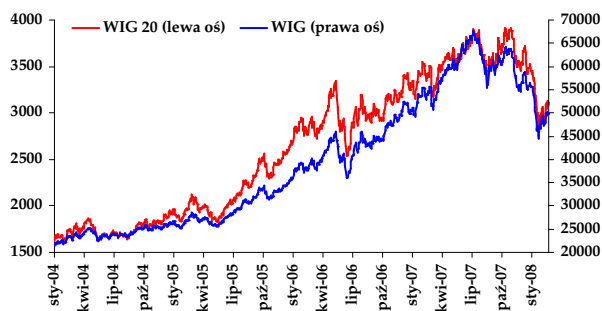
Zaangażowanie nierezydentów w polskim rynku akcji – ustalone wg wartości rynkowej akcji.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.34:

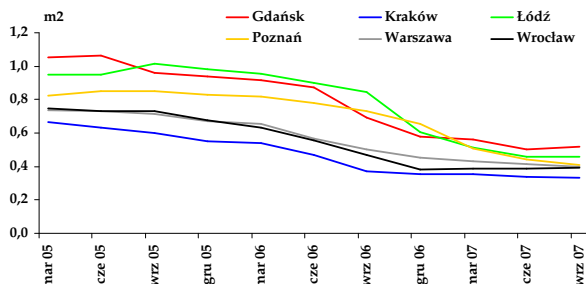
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.35:

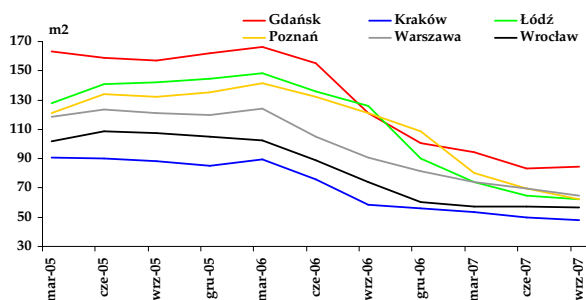
Dostępność mieszkania (ilość m² mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, jakie można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw).



Źródło: Dane NBP, GUS.

Wykres 2.36:

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



Źródło: Dane NBP, GUS.

terminowi tylko w niewielkim stopniu zredukowali w tym miesiącu swoje portfele. W grudniu miało miejsce częściowe odreagowanie listopadowych spadków, jednak w drugiej połowie miesiąca nastąpił powrót do trendu spadkowego. Zagraniczni inwestorzy dokonali w tym miesiącu niewielkich zakupów polskich akcji. W styczniu 2008 r. miała miejsce kolejna fala gwałtownych spadków na GPW, będąca odzwierciedleniem silnej wyprzedaży akcji na największych światowych giełdach. Wyprzedaż ta została wywołana kolejnymi negatywnymi informacjami płynącymi z rynku kredytów hipotecznych oraz danymi o spowolnieniu wzrostu w gospodarce amerykańskiej.

Ceny mieszkań

Pierwsza połowa ub.r., podobnie jak rok 2006, charakteryzowała się znaczną nadwyżką popytu nad podażą, co skutkowało silnym wzrostem cen. Wzrost ten stopniowo zmniejszał się, a w II poł. 2007 r. ceny ustabilizowały się. Jak sygnalizują deweloperzy i pośrednicy wystąpił też znaczny spadek liczby transakcji i nadwyżka podaży mieszkań w stosunku do popytu.

Informacje z rynku potwierdzają spadek cen transakcyjnych przy stosunkowo stabilnych cenach ofertowych zarówno na rynku wtórnym, jak i pierwotnym. Na rynku pierwotnym dynamika cen ofertowych w II poł. ub.r. znacznie spadła, głównie w małych i średnich miastach, choć spadki zaobserwowano również na największych rynkach miejskich (Tabela 2.6).

Dynamika cen na rynku wtórnym zmniejszała się stopniowo od początku 2007 r. by spaść poniżej zera w ostatnim kwartale ub.r. W małych i średnich miastach w II poł. ub.r. ceny pozostały na dotychczasowym poziomie.

W III kw. 2007 r. wartości współczynników dostępności mieszkania oraz kredytowej dostępności mieszkania (Wykresy 2.35, 2.36, 2.37) ustabilizowały się. Biorąc pod uwagę wstępne dane na temat cen nieruchomości w grudniu ub.r., można przypuszczać, że na analizowanych siedmiu rynkach mieszkaniowych osiągnięto punkt krótkookresowej równowagi. Dalsze kształtowanie się cen mieszkań będzie determinowane zarówno

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

	gru 2004	gru 2005	gru 2006	gru 2007	mar 2007	cze 2007	wrz 2007	gru 2007	gru 2007
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	Średnia cena (zł/m ²)
Rynek pierwotny									
Polska ogółem	9,1	7,9	51,5	21,1	5,5	13,6	2,9	-1,8	7481
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce^{††}	8,9	12,6	56,1	19,7	8,7	7,7	2,5	-0,2	8149
Miasta wojewódzkie[‡]	9,1	15,0	45,2	22,7	7,5	11,9	3,5	-1,5	7892
Małe i średnie miasta[‡]	10,6	7,0	10,4	95,7	34,5	33,3	14,0	-4,3	6368
Warszawa	12,8	12,9	54,3	13,1	7,6	2,6	4,1	-1,7	8586
Kraków	13,1	22,3	67,4	15,7	3,3	12,5	2,9	-3,2	8233
Wrocław	4,8	17,9	101,2	8,1	-2,9	8,3	-4,3	7,4	7506
Gdańsk	12,0	15,7	63,7	22,6	5,0	28,2	1,0	-9,8	6863
Gdynia	6,6	8,5	46,0	48,5	25,8	5,2	6,0	5,8	8185
Poznań	8,9	3,0	18,9	119,2	57,1	22,4	12,2	1,6	8854
Łódź	4,7	-5,3	67,4	37,8	22,3	14,5	-0,6	-1,0	6072
Rynek wtórny									
Polska ogółem	0,9	8,7	77,6	10,9	12,5	1,1	0,3	-2,7	5565
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce^{††}	7,2	-1,6	84,1	4,6	9,3	3,4	1,1	-8,5	7023
Miasta wojewódzkie[‡]	2,2	4,5	82,2	3,6	7,3	0,2	-0,3	-3,4	5963
Małe i średnie miasta[‡]	7,4	9,6	49,4	47,7	30,4	11,6	1,0	0,4	4726
Warszawa	6,9	15,1	55,6	14,5	8,7	9,1	4,9	-7,8	9314
Kraków	12,5	31,3	62,4	8,4	7,0	2,4	1,9	-2,8	8126
Wrocław	16,6	13,8	74,8	11,1	9,0	-0,3	3,8	-1,5	7205
Gdańsk	6,5	18,9	82,5	24,2	15,1	5,1	-4,4	7,4	7063
Gdynia	10,5	17,7	77,8	10,4	7,6	6,3	-6,5	3,3	6693
Poznań	14,8	4,5	49,4	36,7	22,3	13,0	1,7	-2,7	6396
Łódź	4,9	3,9	74,5	47,3	29,8	7,2	2,2	3,5	4920

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

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

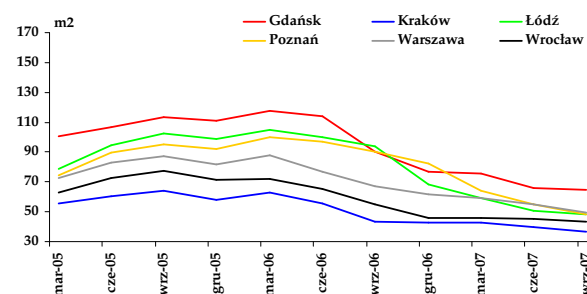
Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych z bazy cen ofertowych *PONT Info Nieruchomości*.

przewidywanym wzrostem wynagrodzeń oraz związanej z tym zdolności kredytowej gospodarstw domowych, jak też ich skłonnością do inwestowania na rynku nieruchomości w sytuacji niepewności na krajowym i globalnym rynku kapitałowym. Nadal głównymi czynnikami ograniczającym podaż oraz jednocześnie wpływającymi na poziom cen mieszkań są ograniczona dostępność terenów budowlanych oraz szybki wzrost ich cen dyskontujący wzrosty cen mieszkań, słabo rozwinięta infrastruktura oraz problemy kadrowe w branży budowlanej, jak również rosnący koszt kredytu i ryzyko dalszego jego wzrostu.

Zgodnie z przewidywaniami, gwałtowny wzrost kosztów materiałów budowlanych obserwowany

Wykres 2.37:

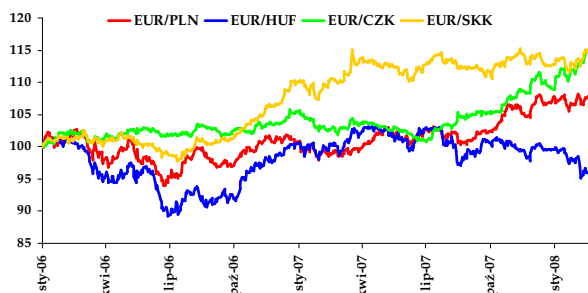
Kredytowa dostępność mieszkania w PLN (ilość m² mieszkania których zakup można sfinansować kredytem złotowym przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimalne wynagrodzenie w gospodarce).



Źródło: Dane NBP, GUS.

□ **Wykres 2.38:**

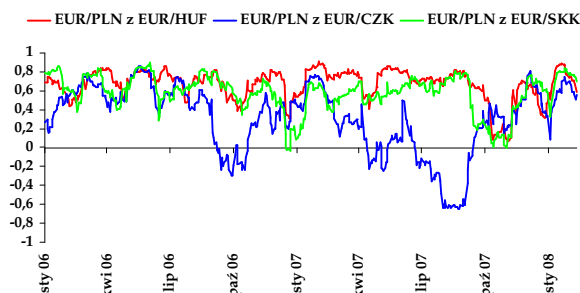
Nominalne kursy walut krajów CEE-4 względem euro (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

□ **Wykres 2.39:**

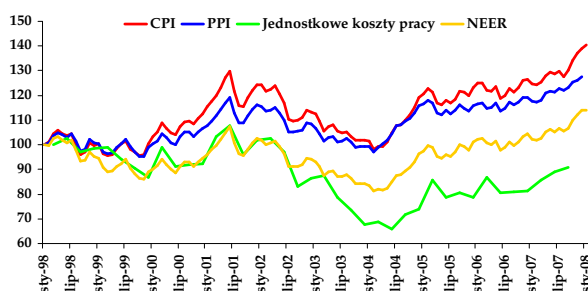
Współczynnik korelacji między dziennymi zmianami kursu EUR/PLN a dziennymi zmianami kursów EUR/HUF, EUR/CZK i EUR/SKK (liczony krocząco dla okresów miesięcznych).



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

□ **Wykres 2.40:**

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



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

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

od III kw. 2006 r. uległ osłabieniu, co znalazło odzwierciedlenie w niewielkim spadku wskaźnika cen produkcji budowlano-montażowej.

2.5.2 Kurs walutowy

W okresie, jaki upłynął od publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiło umocnienie kursu złotego wobec euro oraz silniejsze umocnienie względem dolara amerykańskiego. W tym czasie korona słowacka nie zmieniła swojej wartości względem euro, podczas gdy forint węgierski wyraźnie osłabił się, zaś korona czeska wyraźnie aprecjonowała (Wykres 2.38). Korelacja zmian powyższych kursów ze zmianami kursu EUR/PLN wyraźnie wzrosła od publikacji ostatniego *Raportu* (Wykres 2.39). Zmiany wartości złotego w omawianym okresie w podobnym stopniu były determinowane przez czynniki o charakterze globalnym oraz krajowym. Deprecjacja polskiej waluty w listopadzie 2007 r. była w dużym stopniu związana z pogarszającą się sytuacją na światowych rynkach kredytowych i wzrostem awersji do ryzyka. Z kolei do umocnienia złotego w grudniu 2007 r. i kontynuacji lekkiej tendencji aprecjacyjnej w okresie styczeń-luty 2008 r. przyczyniły się zarówno czynniki globalne (w szczególności zmiany wartości dolara amerykańskiego wobec euro), jak i krajowe. Czynniki krajowymi oddziałującymi w kierunku aprecjacji złotego były m.in. utrzymanie się wysokiego wzrostu gospodarczego w Polsce oraz wzrost dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro. W kierunku osłabienia złotego mogły oddziaływać natomiast dane i oczekiwania wskazujące na pogarszanie się salda na rachunku obrotów bieżących.

Dostępne dane za okres do stycznia 2008 r. pokazują, że od początku 2005 r. obserwowana jest lekka tendencja aprecjacyjna realnego kursu złotego (Wykres 2.40).

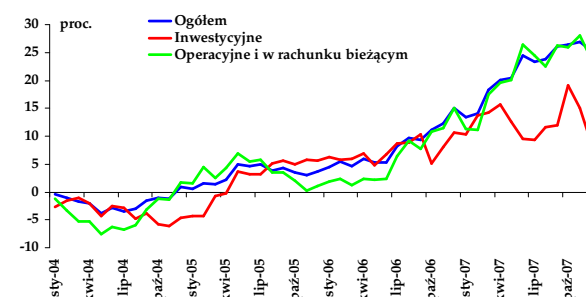
2.5.3 Kredyt i pieniądz³⁹

Kredyt

W ostatnich miesiącach 2007 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się powyżej 25% r/r. Tempo wzrostu kredytów na finansowanie działalności bieżącej było nadal wyższe niż kredytów na inwestycje (Wykres 2.41). Mimo obniżenia dynamiki w porównaniu z III kw. ub.r. wciąż najszybszy przyrost obserwowano w kredytach dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości (Wykres 2.42). Dynamicznie zwiększa się także zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw (Tabela 2.7). Zasadniczym czynnikiem stymulującym wzrost akcji kredytowej, wskazywanym w badaniach ankietowych NBP⁴⁰ jest rosnący popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Wyniki badania banków komercyjnych wskazują na silny wzrost w IV kw. ub.r. popytu na kredyty długoterminowe (przede wszystkim w segmencie dużych przedsiębiorstw), przy jedynie niewielkim wzroście popytu na kredyty krótkoterminowe. Najprawdopodobniej związane jest to z podejmowaniem przez przedsiębiorstwa działalności inwestycyjnej (wprawdzie z badań ankietowych przedsiębiorstw wynika, że głównym źródłem jej finansowania mają być środki własne, to kredyt bankowy wskazywany jest w drugiej kolejności). Wskaźnik prognoz zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw w badaniach koniunktury NBP (skorygowany o wahania sezonowe) pozostał w I kw. br. na bardzo wysokim poziomie. Jest to spójne z oczekiwaniami banków, które spodziewają się dalszego silnego wzrostu popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw w I kw. 2008 r.

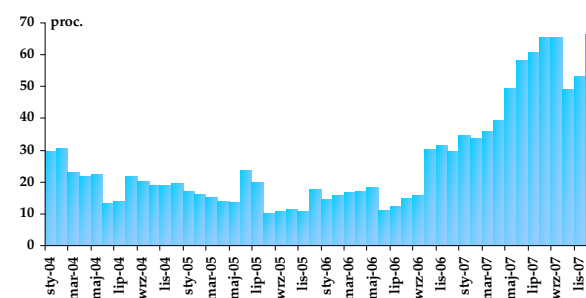
W IV kw. 2007 r. nadal silnie rosły kredyty dla gospodarstw domowych ogółem, na co złożył się bardzo dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych oraz szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.43). Wyniki badań ankietowych przewodniczących komitetów kredytowych

Wykres 2.41:
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.42:
Kredyty dla przedsiębiorstw na nieruchomości (r/r).



Źródło: Dane NBP.

³⁹Dane dot. kredytu i pieniądza prezentowane w tym rozdziale odnoszą się wielkości oczyszczone z wpływu wahań kursu złotego.

⁴⁰Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2008 r. oraz Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2008, www.nbp.pl

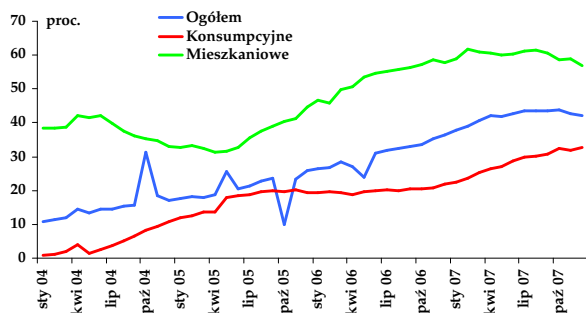
Tabela 2.7: Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw w EUR.

Zmiana r/r (proc.)	2005		2006		2007	
	q2	q4	q2	q4	q2	q3
kredyty niehandlowe	-2,6	11,7	12,1	23,6	29,1	21,2
kredyty handlowe	11,2	23,2	25,4	15,7	19,0	20,4

Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43:

Kredyty dla gospodarstw domowych (r/r).



Źródło: Dane NBP.

wskazują jednak na znaczący spadek popytu na kredyty mieszkaniowe w IV kw. 2007 r., przy silnym wzroście popytu na kredyty konsumpcyjne. Zdaniem ankietowanych banków, w kierunku osłabienia popytu na kredyty mieszkaniowe oddziałują oczekiwania na spadek cen mieszkań oraz dokonane w III kw. ub.r. zaostrzenie polityki kredytowej banków w tym segmencie, choć utrzymaniu wysokiego popytu może sprzyjać stała poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych związana z korzystnymi tendencjami na rynku pracy. Natomiast czynnikami stymulującymi wzrost popytu na kredyty konsumpcyjne są, oprócz dobrej sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, wzrost zapotrzebowania na finansowanie zakupów dóbr trwałego użytku oraz złagodzenie warunków i kryteriów udzielania tych kredytów przez banki. W I kw. br. banki oczekują kontynuowania tendencji zaobserwowanych w IV kw. 2007 r. Może to oznaczać, że silna presja konkurencyjna z segmentu kredytów mieszkaniowych przenosi się na rynek kredytów konsumpcyjnych, co jest spójne z deklarowanym w I kw. br. nieznacznym złagodzeniem polityki kredytowej banków w odniesieniu do kredytów konsumpcyjnych.

Od czerwca 2007 r. obserwowany jest spadek udziału kredytów złotych w miesięcznych przyrostach zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych, na co mogło mieć wpływ umocnienie waluty krajowej wobec franka szwajcarskiego⁴¹ obserwowane w ub.r. Nadal jednak dynamika roczna przyrostu kredytów denominowanych w walucie krajowej jest znacznie wyższa niż kredytów w walucie obcej i udział

⁴¹Wśród kredytów walutowych gospodarstw domowych najbardziej popularne są kredyty denominowane w CHF.

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

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

Źródło: Dane NBP.

kredytów złotych w zadłużeniu ogółem systematycznie rośnie (tendencja ta widoczna jest od czasu wprowadzenia regulacji zawartych w *Rekomendacji S* w lipcu 2006 r.).

Podwyższeniu stóp procentowych NBP w listopadzie ub.r. towarzyszył podobny co do skali wzrost średniego oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (Tabela 2.8). W przypadku kredytów konsumpcyjnych, w związku z sezonowymi promocjami kredytów gotówkowych w grudniu ub.r., niektóre banki znacznie obniżyły ich oprocentowanie. Zmniejszenie marż w tym segmencie może być związane ze wzrostem konkurencji na rynku kredytów konsumpcyjnych.

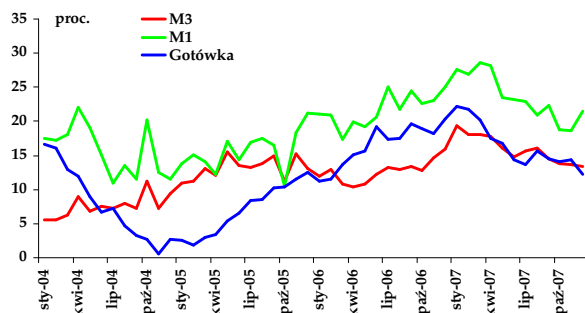
Depozyty i agregaty monetarne

Wysokiej dynamice kredytów dla przedsiębiorstw towarzyszy obniżająca się dynamika przyrostu ich depozytów bankowych. Może to świadczyć o zwiększeniu wykorzystania środków własnych przedsiębiorstw do finansowania bieżącej działalności oraz inwestycji, co w tym pierwszym przypadku jest spójne z osłabieniem wzrostu popytu na kredyty krótkoterminowe odnotowanym przez banki w IV kw. 2007 r.

W ostatnich miesiącach ub.r. wzrosła roczna dynamika depozytów bankowych gospodarstw domowych, a ich przyrost w IV kw. 2007 r. wyniósł

Wykres 2.44:

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



Źródło: Dane NBP.

ponad 16 mld zł. W IV kw. 2007 r. wartość akcji w portfelu gospodarstw domowych obniżyła się o 5,2 mld zł, a wartość aktywów funduszy inwestycyjnych spadła o 5,7 mld zł. Wzrost depozytów bankowych wiązał się zatem z ostrożniejszym angażowaniem środków w fundusze inwestycyjne, co wynikało z obserwowanego wówczas spadku indeksów na warszawskiej GPW. Do wzrostu popularności depozytów bankowych jako alternatywy dla niebankowych form oszczędzania może przyczynić się wzrost ich oprocentowania. Dotychczas podwyższeniu stóp procentowych NBP towarzyszył podobny co do skali (lecz nieco opóźniony) wzrost oprocentowania depozytów w bankach komercyjnych (Tabela 2.8). Sygnalizowane przez banki rosnące potrzeby w zakresie pozyskania środków na finansowanie akcji kredytowej powinny sprzyjać zmniejszaniu różnicy między oprocentowaniem depozytów a stawkami WIBOR.

W 2007 r. obserwowane było stopniowe obniżanie dynamiki podstawowych agregatów monetarnych. Od publikacji poprzedniego *Raportu* tempo wzrostu szerokiego pieniądza (M3) utrzymuje się na stabilnym poziomie (13,6% r/r w IV kw. 2007 r.). W dalszym ciągu najszybszym wzrostem charakteryzują się składniki M3 o stosunkowo dużej płynności (dynamika agregatu M1 wyniosła w IV kw. ub.r. 19,7% r/r). Oznacza to wzrost udziału agregatu M1 w szerokiej podaży pieniądza (Wykres 2.44). Nadal maleje tempo wzrostu gotówki, co może być związane z rozpowszechnianiem stosowania alternatywnych form płatności.

Polityka pieniężna w okresie październik 2007 r.–luty 2008 r.

Na posiedzeniach w październiku i grudniu 2007 r. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniała stóp procentowych NBP. W listopadzie 2007 r. oraz w styczniu 2008 r. Rada podwyższyła stopy procentowe każdorazowo o 0,25 pkt. proc. Na posiedzeniu w lutym br. Rada ponownie podwyższyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 5,50%, stopa lombardowa 7,00%, stopa depozytowa 4,00%, a stopa redyskonta weksli 5,75%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady* w październiku, listopadzie, grudniu ub. r. i w styczniu br. oraz *Informację po posiedzeniu RPP* w lutym br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 31 października 2007 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, kształtowaniu się kursu walutowego i cen żywności oraz perspektywach wzrostu gospodarczego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji.

Dyskutując o zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że nadal utrzymuje się znaczna niepewność co do oceny skutków zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych dla perspektyw wzrostu i inflacji w gospodarce światowej i polskiej. Zwracano uwagę, że obniżone zostały prognozy wzrostu gospodarczego dla Stanów Zjednoczonych oraz - w mniejszym stopniu - dla strefy euro, a także, że nastroje konsumentów i producentów w strefie euro są mniej optymistyczne. Wskazywano, że w przeszłości, w okresie niskiego wzrostu gospodarczego kraje Europy Zachodniej zgłaszały zwiększone zapotrzebowanie na relatywnie tanie produkty z Polski. Jednakże odnotowana w ostatnim czasie aprecjacja złotego może spowodować spadek eksportu na skutek pogorszenia się konkurencyjności polskich produktów. W efekcie obniżenie wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych przełożyłoby się na osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce. Zwracano także uwagę, że w obliczu zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych część banków centralnych zdecydowała się na złagodzenie lub wstrzymanie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej mimo rosnącej presji inflacyjnej.

Część członków Rady argumentowała, że konsekwencje zaburzeń na amerykańskim rynku nieruchomości dla wzrostu gospodarczego mogą okazać się mniejsze niż oczekiwano, ze względu na utrzymywanie się na stabilnym poziomie wartości netto majątku amerykańskich gospodarstw domowych. Uczestnicy dyskusji zwracali także uwagę, że sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych do pewnego stopnia ustabilizowała się. Wskazywano, że mimo utrzymującej się niepewności co do skali wpływu zaburzeń na wzrost w gospodarce światowej niektóre banki centralne w ostatnim okresie podwyższyły stopy procentowe, na co wpłynął obserwowany w tamtych gospodarkach wzrost presji inflacyjnej. Dodatkowo argumentowano, że jednym z czynników, które przyczyniły się do obserwowanych ostatnio zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych była prowadzona wcześniej przez główne banki centralne łagodna polityka pieniężna.

Członkowie Rady wiele uwagi poświęcili problematyce kursu złotego. W tym kontekście wskazywano zarówno na oddziaływanie czynników fundamentalnych, jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych. Część członków Rady zwracała także uwagę na możliwy wpływ wyniku wyborów parlamentarnych w Polsce na kształtowanie się kursu walutowego. Wskazywano, że od ostatniego posiedzenia Rady nastąpiło umocnienie kursu złotego. Część członków Rady argumentowała, że aprecjacja złotego ograniczy tempo wzrostu cen. Członkowie ci zwracali uwagę, że w Polsce, tak jak w innych małych otwartych gospodarkach, zmiany kursu walutowego są istotnym czynnikiem wpływającym na sytuację gospodarczą i inflację. Inni członkowie wskazywali natomiast, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że średni dwunastomiesięczny wskaźnik HICP dla Polski brany pod uwagę do oceny stopnia spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht rośnie systematycznie od końca 2006 r. Wskazywano równocześnie, że istnieje znaczące ryzyko, że w perspektywie kilku kwartałów Polska przestanie spełniać kryterium inflacyjne z Maastricht. Inni członkowie podkreślali, że inflacja netto utrzymuje się na niskim i stabilnym poziomie, a wzrost inflacji CPI we wrześniu br. wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen żywności, który jest niezależny od polityki pieniężnej.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu było również kształtowanie się cen żywności. Wzrost tych cen może utrzymać się w dłuższej perspektywie, ponieważ wynika on w dużej mierze z czynników strukturalnych związanych ze wzrostem popytu na żywność w krajach rozwijających się. Jednocześnie wskazywano, że w Polsce żywność stanowi nadal dużą część koszyka konsumpcyjnego gospodarstw domowych. W efekcie znaczny wzrost cen tej grupy produktów może spowodować podwyższenie oczekiwań inflacyjnych i, co za tym idzie, dalszy wzrost presji płacowej. Jednakże niektórzy członkowie argumentowali, że ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy związanych ze wzrostem cen żywności nie jest duże, ponieważ trudno oczekiwać dalszego przyspieszenia wzrostu płac w obliczu pojawienia się symptomów osłabienia wzrostu gospodarczego.

Omawiając oddziaływanie czynników globalnych na perspektywy inflacji część członków Rady stwierdziła, że inflacja jest nadal ograniczana przez spadek cen towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Należy jednak oczekiwać coraz większej presji na wzrost cen związanej ze wzrostem popytu ze strony tych krajów, co jest już widoczne na rynku żywności oraz surowców. Oznacza to, że kierunek wpływu czynników globalizacyjnych na inflację może ulec odwróceniu. Inni członkowie zwracali uwagę, że w obliczu wzrostu popytu może nastąpić zwiększenie produkcji żywności, co będzie ograniczało presję na wzrost cen. Członkowie ci wskazywali, że obecnie trudno ocenić

łączny wpływ czynników globalizacyjnych na inflację w przyszłości.

Członkowie Rady dyskutowali o sytuacji na rynku pracy. Część członków wskazywała, że obserwowany obecnie szybki wzrost płac związany jest z trwałymi czynnikami, takimi jak niedobory siły roboczej o odpowiednich kwalifikacjach oraz proces konwergencji płac w Polsce do poziomu wyżej rozwiniętych krajów UE. Zwracano uwagę, że dodatkowo presję płacową mogą zwiększać ewentualne efekty drugiej rundy związane ze wzrostem cen żywności. Uczestnicy dyskusji podkreślali, że nadal silny wpływ na dynamikę płac ma zwiększona emigracja siły roboczej do krajów UE. Część członków Rady oceniała natomiast, że główna fala emigracji prawdopodobnie już minęła, a przedsiębiorstwa zaczynają przystosowywać się do zmian na rynku pracy. Członkowie ci argumentowali także, że wyniki badań przedsiębiorstw wskazują, że stosunkowo niewielka część przedsiębiorstw zamierza podnosić płace, a dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. nieco się obniżyła. Podkreślano również, że wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy będzie ograniczony w czasie, bo obniżająca się dynamika produkcji i sprzedaży przedsiębiorstw ograniczy możliwość podnoszenia płac. Dodatkowo, zwracano uwagę, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce liczona na podstawie danych BAEL może być zawyżona.

Odnosząc się do problematyki wzrostu gospodarczego w Polsce zaznaczono, że w październiku br. GUS zrewidował w dół dane o wzroście PKB w pierwszej połowie 2007 r. Ponadto, zwrócono uwagę, że dane makroekonomiczne za wrzesień br. wskazują na osłabienie wzrostu gospodarczego (odnotowano obniżenie dynamik produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, podaży pieniądza oraz kredytu dla gospodarstw domowych). Część członków argumentowała jednak, że z ostatnich danych nie wynika, że nastąpi znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, które zmniejszyłoby presję inflacyjną, bo nie zmieniły się znacząco trendy tych kategorii makroekonomicznych. Ponadto, zaznaczono, że obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego było oczekiwane i jest uwzględnione w październikowej projekcji inflacji.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji z modelu ECMOD. Część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji w 2009 r. inflacja CPI oraz inflacja bazowa netto przekroczą górną granicę odchyłeń od celu inflacyjnego. Ponadto wskazywali oni, że projekcja nie uwzględnia w pełni ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny. Wskazywano, że prognozowane obniżenie się dynamiki wynagrodzeń jest mało prawdopodobne przy nadal silnym wzroście popytu i obniżającej się stopie bezrobocia, która w ich opinii, kształtuje się poniżej stopy NAWRU. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że ze względu na procykliczność wydajności pracy trudno oczekiwać wzrostu jej dynamiki przy prognozowanym obniżeniu dynamiki PKB. W efekcie argumentowali oni, że dynamika jednostkowych kosztów pracy może być wyższa niż uwzględniono w projekcji. Wskazywano również, że w projekcji prognozowane jest znaczne przyspieszenie tempa wzrostu potencjalnego PKB, które jest szybsze niż sugerują to doświadczenia innych krajów. Ponadto zwracano uwagę, że projekcja nie w pełni uwzględnia ryzyka trwałego wzrostu dynamiki cen żywności oraz ryzyka efektów drugiej rundy. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że w punkcie startowym projekcji uwzględniono słabszy niż obserwowany poziom kursu złotego i jednocześnie prognozowane jest osłabienie nominalnego kursu w horyzoncie projekcji. Argumentowano, że jeśli poziom kursu złotego utrzyma się na obecnym poziomie, inflacja może być znacząco niższa niż w projekcji.

Odnosząc się do sytuacji w finansach publicznych, część członków Rady zwracała uwagę

na to, że w 2007 r. deficyt budżetowy powinien być istotnie niższy od zaplanowanego i jednocześnie obniży się jego relacja do PKB wobec poprzedniego roku. Wskazano, że w 2008 r. relacja deficytu do PKB nie powinna się zwiększyć, a możliwe jest nawet jej zmniejszenie. Część uczestników dyskusji argumentowała jednak, że w 2008 r. zwiększy się strukturalny deficyt sektora finansów publicznych, co oznacza, że oddziaływanie polityki fiskalnej na gospodarkę będzie procykliczne.

W wyniku przeprowadzonej dyskusji, część członków uznała, że ocena perspektyw inflacji dokonana na podstawie październikowej projekcji inflacji z modelu ECMOD oraz czynników nieuwzględnionych w projekcji wskazuje, że prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji jest znaczące i uzasadnia podwyższenie stóp procentowych na październikowym posiedzeniu. Inni członkowie uznali natomiast, że występująca w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego ogranicza ryzyko wzrostu inflacji i że dla perspektyw inflacji istotny będzie dalszy rozwój sytuacji na rynku walutowym. Zwracali oni również uwagę na symptomy osłabienia gospodarczego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 28 listopada 2007 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, kształtowaniu się bieżącej inflacji, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz perspektywach finansów publicznych w 2008 r. i w latach następnych. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Dyskutując o zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że obniżane są prognozy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej oraz że istnieje ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie, co może zmniejszyć dynamikę polskiego eksportu oraz napływ inwestycji bezpośrednich i w efekcie obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano jednak, że w przeszłości, w okresie niskiego wzrostu gospodarczego niektóre kraje Europy Zachodniej zgłaszały zwiększone zapotrzebowanie na relatywnie tanie produkty z Polski, przez co trudno ocenić wpływ spowolnienia gospodarczego na świecie na wzrost gospodarczy w Polsce. Ponadto zwracano uwagę, że obecnie wzrost PKB jest przede wszystkim oparty na wzroście popytu wewnętrznego (konsumpcji i inwestycji).

Część członków Rady zwracała uwagę, że w obliczu pogorszenia sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych i pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego oczekiwane jest łagodzenie polityki pieniężnej przez największe banki centralne. Inni członkowie Rady wskazywali, że banki centralne, które nie podnoszą stóp procentowych lub obniżają je mimo rosnącej inflacji, to właśnie banki krajów bezpośrednio dotkniętych przez zaburzenia na rynkach finansowych.

W tym kontekście zwracano uwagę, że obserwowane do niedawna niskie stopy procentowe doprowadziły do powstania nadmiaru globalnej płynności, która nie była odzwierciedlona w inflacji cen konsumpcyjnych, natomiast doprowadziła do znacznego wzrostu

cen aktywów. Od dwóch lat ceny na światowych rynkach niektórych aktywów obniżały się, w związku z czym obecnie trudno ocenić, w jakim kierunku będzie przemieszczać się nadmiar płynności.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w Polsce w kolejnych latach, część członków Rady zwracała uwagę, że tempo wzrostu PKB będzie się w kolejnych latach stopniowo obniżać, co będzie zmniejszało presję popytową. Ponadto, szybki wzrost inwestycji przedsiębiorstw, na który wskazują dane za pierwsze trzy kwartały 2007 r., będzie sprzyjał wzrostowi produktu potencjalnego. Oba te czynniki będą oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że dane za październik dotyczące produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej nie sygnalizują osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Zwracano uwagę, że do utrzymania wysokiej dynamiki popytu krajowego przyczynia się szybki wzrost wynagrodzeń oraz bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw. Ponadto, zdaniem tych członków, mimo iż dynamika PKB prawdopodobnie obniży się w najbliższych latach, pozostanie nadal na stosunkowo wysokim poziomie.

Omawiając sytuację na rynku pracy zwracano uwagę, że wysoka dynamika płac prowadzi do znacznego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Wskazywano, że wzrost płac w gospodarce w III kw. br. był wyższy niż oczekiwano w październikowej projekcji. Ponadto na utrzymanie wysokiej dynamiki płac w gospodarce wskazują rekordowe dane o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw w październiku, a także nadal obniżająca się stopa bezrobocia. Część członków Rady zwracała uwagę, że mogą narastać różnice płacowe między sektorem prywatnym i publicznym, które będą powodować przepływ wykwalifikowanych pracowników z sektora publicznego do prywatnego i zwiększać presję na wzrost płac w sektorze publicznym. Uczestnicy dyskusji wskazywali również, że ze względu na wysoką dynamikę płac w III kw. br. po raz pierwszy od dłuższego czasu wzrost kosztów wynagrodzeń był wyższy niż dynamika przychodów przedsiębiorstw, co może sygnalizować, że tendencja spadku udziału kosztów pracy w przychodach odwróciła się.

Zdaniem innych członków Rady wzrost jednostkowych kosztów pracy nie przekłada się dotychczas na wzrost presji inflacyjnej ze względu na wysokie zyski przedsiębiorstw. Ponadto, można oczekiwać obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej ze względu na oczekiwane przyspieszenie wydajności pracy związane z szybko rosnącymi inwestycjami. Zwracano również uwagę, że ewentualne spowolnienie gospodarki światowej, w tym gospodarek krajów Europy Zachodniej, może doprowadzić do zmniejszenia skali emigracji polskich pracowników, co ograniczyłoby presję na wzrost wynagrodzeń.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, zwrócono uwagę, że po długim okresie kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego, w październiku roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych przekroczyło cel inflacyjny, który wynosi 2,5%. Część członków Rady wskazywała, że wzrost inflacji CPI w październiku wynikał w znacznym stopniu z silnego wzrostu cen żywności oraz paliw, natomiast inflacja bazowa netto pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali, że obecnie trudno ocenić, czy czynniki, które doprowadziły do wzrostu inflacji będą mieć trwały charakter. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że od poprzedniego miesiąca wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, a wzrost inflacji bazowej netto był znaczący na tle zmian tego wskaźnika w okresie ostatniego roku. Ich zdaniem sygnalizuje to, że narastająca od pewnego okresu presja inflacyjna zaczyna znajdować odzwierciedlenie w dynamice cen.

Rada dyskutowała na temat przydatności wskaźnika inflacji bazowej netto jako miary służącej do oceny presji inflacyjnej. Zdaniem części członków Rady, badania empiryczne dla Stanów Zjednoczonych wskazują, że inflacja bazowa jest miarą, która dobrze odzwierciedla trend poziomu cen. Inni członkowie wskazywali natomiast, że w Stanach Zjednoczonych w ciągu ostatnich dziesięciu lat inflacja bazowa netto była przeciętnie niższa od inflacji CPI, a zatem nie w pełni odzwierciedlała zmiany cen konsumpcyjnych. Zwracano także uwagę, że inflacja bazowa netto uwzględnia podażowe efekty globalizacji o charakterze dezinflacyjnym (spadek cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania), natomiast w niewielkim stopniu uwzględnia popytowe efekty globalizacji o charakterze proinflacyjnym (wzrost cen surowców energetycznych i żywności).

Dyskutując o przyszłej inflacji, część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu cen w najbliższych kwartałach jest już w pewnym stopniu zdeterminowane. Zdaniem tych członków inflacja będzie przejściowo podwyższona, co będzie wynikać głównie - podobnie jak w wielu innych krajach - ze wzrostu cen żywności i paliw, a więc czynników pozostających poza wpływem polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że październikowa projekcja inflacji wskazuje na utrzymywanie się wysokiej presji inflacyjnej w całym horyzoncie projekcji m.in. ze względu na wzrost popytu krajowego przekraczający dynamikę PKB oraz wzrost płac szybszy niż wzrost wydajności pracy.

Uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że wzrost inflacji, szczególnie gdy jest spowodowany silnym wzrostem cen żywności i paliw, które istotnie wpływają na percepcję inflacji przez konsumentów, może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i zwiększyć presję na wzrost płac. Ryzyko wtórnych efektów wzrostu bieżącej inflacji jest większe niż w 2004 r. ze względu na napiętą sytuację na rynku pracy, w tym znacznie niższy poziom bezrobocia. Z drugiej strony zwracano jednak uwagę, że obecnie ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy jest znacznie mniejsze niż w czasach wstrząsów naftowych w latach 70.

Na posiedzeniu dyskutowano także na temat wzrostu cen żywności na rynkach światowych, który zwiększa obecnie inflację zarówno w Polsce, jak i w większości innych krajów. Część uczestników dyskusji oceniała, że podwyższona dynamika cen żywności może się utrzymać w dłuższym okresie. Jednocześnie argumentowano, że wzrost cen żywności będzie oznaczać zmianę cen względnych oraz zwiększenie wydatków gospodarstw domowych na żywność. W efekcie może nastąpić zmniejszenie popytu na inne dobra, co ograniczyłoby wzrost ogólnego poziomu cen. Inni członkowie Rady wskazywali, że wzrost cen żywności na rynkach międzynarodowych może być przejściowy i wynikać z negatywnych szoków podażowych. W kontekście dynamiki cen żywności dyskutowano również na temat ewentualnego podwyższenia stawek VAT na żywność nieprzetworzoną i usługi gastronomiczne w 2008 r. i jego wpływu na inflację.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom finansów publicznych. Zwracano uwagę, że ze względu na niski stopień realizacji deficytu budżetowego do końca października br. i jednocześnie podtrzymanie zapowiedzi realizacji tegorocznego deficytu na przewidywanym poziomie, istnieje ryzyko znacznego skumulowania wydatków publicznych w ostatnich dwóch miesiącach 2007 r. co oddziaływałoby w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Ponadto wskazywano, że z jednej strony pojawiły się zapowiedzi obniżek podatków, z drugiej natomiast wzrost płac w sferze budżetowej prawdopodobnie będzie wyższy niż uwzględniono w projekcie ustawy budżetowej na 2008 r. Dodatkowo wskazywano, że niektóre ustawy uchwalone przez parlament przed jego rozwiązaniem mogą zwiększać nierównowagę finansów publicznych przez wiele najbliższych lat.

Omawiając problematykę kursu walutowego wskazywano, że od września br. umocnił się istotnie kurs złotego. Z jednej strony aprecjacja złotego ogranicza wpływ wysokich cen ropy na inflację w Polsce, z drugiej natomiast osłabia konkurencyjność polskiej gospodarki, powodując narastanie nierównowagi zewnętrznej. Zwracano jednak uwagę, że przedsiębiorstwa eksportujące wykorzystują w produkcji w dużym stopniu towary importowane, co ogranicza negatywny wpływ aprecjacji kursu walutowego na ich sytuację finansową. Argumentowano również, że aprecjacja złotego zmniejsza wyrażoną w złotych wartość dopłat UE do rolnictwa w Polsce oraz wartość transferów polskich emigrantów pracujących za granicą, co działa w kierunku obniżenia popytu krajowego. Wskazywano także, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

W wyniku przeprowadzonej dyskusji uznano, że utrzymujący się szybki wzrost popytu, napięcia na rynku pracy, znaczący wzrost bieżącej inflacji i ryzyko jego utrwalenia, a także oczekiwany do końca 2008 r. znaczący wzrost popytu ze strony finansów publicznych uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest znaczące, co wymaga podwyższenia stóp procentowych na listopadowym posiedzeniu.

Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 19 grudnia 2007 r.

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

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

Odnosząc się do bieżącej inflacji, analizowano przyczyny tego, że w listopadzie roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych ukształtowało się powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, oraz przekroczyło górną granicę odchyień od celu, która określona jest na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wzrost inflacji CPI w listopadzie wynikał w dużym stopniu z przyspieszenia dynamiki cen żywności oraz paliw, zaś inflacja bazowa netto wzrosła nieznacznie i pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Zdaniem części członków Rady, niska inflacja bazowa netto wskazuje na niską presję inflacyjną wynikającą z czynników popytowych. Jednocześnie podkreślano, że wysokie tempo wzrostu cen żywności i paliw oraz wynikający z tego wzrost inflacji CPI są związane ze zjawiskami globalnymi, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Z kolei niektórzy uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że utrzymuje się wzrost cen niektórych usług oraz zmniejsza się deflacyjny oddziaływanie spadku cen dóbr importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, Rada dyskutowała o trwałości ich podwyższonej dynamiki. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wysokie tempo wzrostu

cen żywności jest zjawiskiem przejściowym, gdyż wynika w dużej mierze z szoków podażyowych na globalnych rynkach. Wskazywano również, że do ukształtowania się cen części surowców rolnych na wysokim poziomie mogła przyczynić się spekulacja instytucji finansowych na rynkach terminowych oraz, że pojawiają się już sygnały spadku cen niektórych surowców rolnych. Inni uczestnicy dyskusji oceniali, że wysoka dynamika cen żywności może utrzymać się w dłuższym okresie, ponieważ jest w znacznym stopniu determinowana trwałym wzrostem światowego popytu na żywność, zaś niedobory podaży w skali globalnej mogą występować częściej niż dotychczas m.in. ze względu na zmiany klimatyczne. Dyskutowano także o możliwym wpływie zniesienia rosyjskiego embarga na polski eksport żywności na dynamikę cen żywności w Polsce.

Część uczestników dyskusji oceniała, że prognozowany wzrost inflacji bazowej netto oraz nadal wysoka dynamika cen żywności i paliw sprawia, że pod koniec 2008 r. inflacja CPI będzie nadal kształtować się powyżej celu inflacyjnego. Jednocześnie wskazywali oni, że ze względu na specyficzny charakter szoków powodujących wzrost cen inflacja CPI może przez dłuższy czas utrzymywać się powyżej inflacji bazowej netto. Wskazywano również, że istnieje niepewność co do skali zapowiadanych podwyżek cen energii i gazu w 2008 r. Inni członkowie Rady wskazywali, że przyszła inflacja może być niższa niż przewiduje październikowa projekcja ze względu na wyższy od uwzględnianego w projekcji poziom kursu złotego.

Zwracano uwagę, że mimo iż Polska w listopadzie 2007 r. nadal spełniała kryterium inflacyjne z Maastricht, wzrost inflacji może stwarzać ryzyko przekroczenia przez inflację wartości referencyjnej w nadchodzącym okresie.

Część członków Rady wskazywała, że wzrost bieżącej inflacji CPI może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Podkreślali oni, że ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych jest szczególnie wysokie, gdy wzrost inflacji wynika z silnego wzrostu cen żywności, a więc dóbr często nabywanych i mających duży udział w koszyku CPI. Zwracano uwagę, że wzrost oczekiwań inflacyjnych może zwiększyć presję na wzrost płac. Ponadto część uczestników dyskusji wskazywała, że wzrost bieżącej inflacji - inaczej niż w 2004 r. - następuje w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego oraz napięć na rynku pracy, co zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu oczekiwań inflacyjnych i pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Zdaniem innych członków Rady ryzyko efektów drugiej rundy jest umiarkowane ze względu na zmiany instytucjonalne, które zaszły na rynkach pracy w Polsce i w innych krajach.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na wyższy niż oczekiwano w październikowej projekcji wzrost płac w gospodarce w III kw. 2007 r., bardzo wysoką dynamikę wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie oraz utrzymujące się żądania znaczących podwyżek płac w sektorze publicznym. Zwracano uwagę, że wzrost płac pozostaje wyższy od wzrostu wydajności pracy, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Część uczestników dyskusji wskazywała, że wysoka dynamika płac w gospodarce utrzyma się także w nadchodzących miesiącach ze względu na niedobór pracowników na krajowym rynku pracy, a także, że płace będą rosły szybciej niż założono w październikowej projekcji inflacji. Uczestnicy ci oceniali, że spowoduje to dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, co będzie prowadziło do pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw i zmniejszenia inwestycji w gospodarce. Zdaniem tych uczestników, napięcia na rynku pracy, odzwierciedlone w szybkim spadku stopy bezrobocia, oraz wzrost bieżącej inflacji sprawiają, iż ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy jest wyższe niż w 2004 r. Ponadto oceniali oni, że skala emigracji zarobkowej nie zmniejszy się znacząco w najbliższych latach ze względu na wciąż duże różnice

w poziomie dochodów między Polską a krajami Europy Zachodniej.

Inni członkowie Rady byli zdania, że mogą wystąpić czynniki, które będą ograniczały dynamikę wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy. Uważali oni, że wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw może być hamowany przez obawy o pogorszenie wyników finansowych. Członkowie ci wskazywali także, że znaczące podwyżki płac w sektorze publicznym są mało prawdopodobne, gdyż nie przewidziano ich w projekcie ustawy budżetowej na 2008 r. Zwracano również uwagę, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce poza rolnictwem w III kw. 2007 r. była niższa niż zakładano w październikowej projekcji. Ponadto wskazywano, że stopa bezrobocia w Polsce jest nadal wyższa niż w innych krajach, a napięcia na rynku pracy mogą się wkrótce zmniejszyć, ponieważ wzrost wynagrodzeń w kraju oraz aprecjacja złotego powinny doprowadzić do zmniejszenia skali emigracji polskich pracowników.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dynamika PKB w III kw. 2007 r. była wyższa od zakładanej w październikowej projekcji, a wzrost gospodarczy w IV kw. utrzymał się prawdopodobnie na wysokim poziomie. Ponadto wskazywano, że w kierunku utrzymania wzrostu popytu będzie oddziaływać szybki wzrost kredytów. Inni członkowie Rady wskazywali, że oczekiwane jest spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie, co może zmniejszyć dynamikę polskiego eksportu oraz napływ inwestycji bezpośrednich i w efekcie obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo wysokiej dynamiki PKB oraz wynagrodzeń struktura wzrostu PKB nie wskazuje na wzrost presji popytowej: spożycie ogółem, spożycie indywidualne oraz import rosły w III kw. 2007 r. wolniej niż zakładano w projekcji, natomiast eksport rósł szybciej niż prognozowano. Podkreślano także, że szybszy od założonego w projekcji wzrost inwestycji w III kw. 2007 r. wskazuje na możliwość szybszego wzrostu produktu potencjalnego i osłabienia presji inflacyjnej w średnim okresie.

Rada poświęciła wiele uwagi ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce. Część członków Rady wskazywała, że podwyżki stóp procentowych NBP w 2007 r. w połączeniu z umocnieniem kursu złotego sprawiły, że restrykcyjność polityki pieniężnej utrzymuje się na wysokim poziomie. Członkowie ci wskazywali ponadto, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu. Inni uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że poziom realnej stopy procentowej obniżył się w 2007 r. ze względu na to, że inflacja CPI wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych. Argumentowali oni, że różnice w poziomie realnych stóp procentowych między krajami wynikają m.in. z różnic w poziomie naturalnej stopy procentowej. Uczestnicy ci wskazywali również, że przy ocenie zmian stopnia restrykcyjności polityki monetarnej należy uwzględniać aprecjację realnego kursu równowagi, związaną z procesem konwergencji. Wskazywano także, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

Część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie część banków centralnych na świecie obniżyła stopy procentowe. Inni członkowie zwracali uwagę, że obniżki stóp miały miejsce głównie w krajach bezpośrednio dotkniętych zaburzeniami na rynkach finansowych oraz, że niektóre banki zaostryżyły politykę pieniężną w tym czasie.

Większość członków Rady oceniała, że wysoka bieżąca inflacja i związane z tym ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych, a także napięcia na rynku pracy stanowią istotne czynniki ryzyka dla stabilności cen. Część członków Rady była zdania, że przeciwdziałanie wzrostowi inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej wymaga podwyższe-

nia stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali, że procesy globalizacji doprowadziły w ostatnich latach do obniżenia siły oddziaływania polityki pieniężnej na krajową inflację, wobec czego reakcja banków centralnych na rosnącą presję inflacyjną powinna być odpowiednio silniejsza. Oceniali oni, że podniesienie stóp procentowych nie powinno przyczynić się do znaczącego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, natomiast pozwoli ustabilizować je na poziomie potencjalnego tempa wzrostu.

Inni członkowie Rady wskazywali, że trudno jest oszacować siłę inercji procesów inflacyjnych. Zwracali oni także uwagę, że zacieśnianie polityki pieniężnej zwiększy dysparytet stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi. Mogłoby to zwiększyć napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu złotego, co osłabiłoby konkurencyjność polskiej gospodarki i spowodowało dalsze narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że dotychczasowe tempo zacieśniania polityki pieniężnej jest wystarczające z punktu widzenia stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Argumentowano, że na grudniowym posiedzeniu Rada dysponowała mniejszą niż zwykle ilością informacji na temat procesów gospodarczych, a pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na wysokim poziomie będzie możliwa na kolejnym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wnioszek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

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

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

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

Dyskutując na temat bieżącej inflacji, analizowano przyczyny tego, że w grudniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych zwiększyło się i pozostało powyżej zarówno celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, jak i górnej granicy odchyień od celu, która określona jest na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wzrost inflacji CPI w grudniu wynikał w dużym stopniu z dalszego przyspieszenia tempa wzrostu cen żywności i paliw, związanego ze zjawiskami globalnymi. Podkreślano, że zjawiska te pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej oraz, że wzrost inflacji wywołany przyspieszeniem dynamiki cen żywności i paliw obserwowany jest również w wielu innych krajach. Wskazywano, że w grudniu inflacja bazowa netto wzrosła nieznacznie i pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Jednocześnie zwracano uwagę, że w grudniu wzrosły również pozostałe cztery miary inflacji bazowej. Część członków Rady oceniała, że obserwowane w ostatnich miesiącach 2007 r. przyspieszenie inflacji bazowej netto świadczy o narastaniu w gospodarce presji popytowej. Wskazywano również, że wzrost inflacji w grudniu wynikał również m.in. z utrzymującej się wysokiej dynamiki cen niektórych usług.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, część członków Rady wskazywała, że skala wzrostu cen żywności i związanego z tym wzrostu inflacji CPI w Polsce i wielu innych krajach okazała się znacząco większa od oczekiwań. Wskazywano, że przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności było wywołane czynnikami zewnętrznymi, przede wszystkim wzrostem popytu na żywność ze strony szybko rozwijających się gospodarek wschodzących oraz zwiększoną produkcją biopaliw. Część członków Rady oceniała, że podwyższona dynamika cen żywności może utrzymać się w dłuższym okresie m.in. ze względu na trwałe zwiększenie popytu na żywność oraz ograniczoną możliwość zwiększenia podaży żywności w krótkim okresie. Zwracali oni uwagę, że zmiany dynamiki cen żywności dotychczas traktowane były jako przejściowe wstrząsy. W obecnej sytuacji mogą się one okazać relatywnie trwałe i oddziaływać asymetrycznie, tj. w kierunku utrzymania inflacji na relatywnie wysokim poziomie. Członkowie ci oceniali, że obecnie przydatność wskaźnika inflacji bazowej netto w ocenie presji inflacyjnej jest mniejsza niż w sytuacji, gdy szoki na rynkach żywności są relatywnie krótkotrwałe i symetryczne. Inni członkowie Rady wskazywali, że trudno obecnie ocenić, jak długo utrzyma się podwyższone tempo wzrostu cen żywności.

Odnosząc się do przyszłej inflacji, część członków Rady oceniała, że w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać wzrostu inflacji bazowej netto i będzie to w dużej mierze wynikać ze wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności cen energii, a także przyspieszenia dynamiki cen części usług. Członkowie ci wskazywali, że wzrost inflacji bazowej netto oraz nadal wysoka dynamika cen żywności sprawia, że w 2008 r. inflacja CPI będzie prawdopodobnie kształtować się powyżej celu inflacyjnego. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że przyspieszenie inflacji wynikające z podwyższonej dynamiki cen żywności oraz wzrostu cen kontrolowanych pozostaje poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wzrost inflacji CPI może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Ponadto wskazywali oni, że już nastąpiło pewne pogorszenie oczekiwań inflacyjnych. Zwracali oni uwagę, że pogorszenie oczekiwań inflacyjnych następuje w warunkach niskiej stopy bezrobocia i napięć na rynku pracy, co może zwiększyć prawdopodobieństwo pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w niedługim czasie Polska może przestać spełniać kryterium inflacyjne z Maastricht. Inni członkowie z kolei zwracali uwagę, że spełnienie kryterium inflacyjnego nabierze znaczenia dopiero wówczas, gdy zostanie określona planowana data przystąpienia Polski do strefy euro.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę, że wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w grudniu był niższy niż w poprzednich miesiącach, a jego spadek w stosunku do listopada jest głębszy, niż wynikałoby to ze statystycznego efektu odmiennych niż w 2006 r. terminów wypłat premii w niektórych sektorach. Zdaniem części członków Rady może to wskazywać, że presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw może się zmniejszać. Ponadto członkowie ci oceniali, że w nadchodzącym okresie dynamika wydajności pracy w sektorze przedsiębiorstw powinna wzrosnąć dzięki inwestycjom dokonany w przeszłości oraz mniejszej niż w 2007 r. dynamice zatrudnienia, co prowadziłoby do obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze. Argumentowali oni także, że wysoka dynamika płac nie musi prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej ze względu na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw. W tym kontekście zwracali oni uwagę, że zgodnie z wynikami badań ankietowych przedsiębiorstw skala planowanych na I kw. 2008 r. podwyżek płac w sektorze przedsiębiorstw jest umiarkowana oraz, że wzrost płac będzie przyczyną wzrostu cen jedynie w niewielkiej części

ankietowanych firm. Ponadto oceniali oni, że znaczące podwyżki płac w sferze budżetowej w 2008 r. są mało prawdopodobne, gdyż wymagałyby zmiany ustawy budżetowej na 2008 r.

Inni członkowie Rady wskazywali, że w grudniu roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była nadal wyższa niż dynamika wydajności pracy, co oddziałuje w kierunku wzrostu popytu konsumpcyjnego i presji inflacyjnej. Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że w ostatnim okresie nasiliły się żądania płacowe w sektorze finansów publicznych. Podkreślali oni, że znaczący wzrost płac w tym sektorze prowadziłby do wzrostu popytu krajowego, a także do żądań podwyżek płac w innych sektorach gospodarki, co oddziaływałoby w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej.

Część członków Rady była zdania, że napięcia na rynku pracy, odzwierciedlone w szybkim spadku stopy bezrobocia i dynamicznym wzroście popytu na pracę, nie zmniejszą się znacząco w nadchodzącym okresie ze względu na emigrację zarobkową Polaków oraz utrzymujące się różnice w poziomie płac między Polską a krajami Europy Zachodniej. Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w krajach Europy Zachodniej może doprowadzić do powrotu części emigrantów do Polski, co będzie oddziaływało w kierunku zmniejszenia presji na wzrost wynagrodzeń.

Dyskutując o zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano, że zwiększa to prawdopodobieństwo spowolnienia w gospodarce światowej, w szczególności w Wielkiej Brytanii, a w dalszej kolejności w strefie euro. Podkreślano, że jednocześnie zwiększyła się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Argumentowano także, że obserwowane w styczniu br. znaczne spadki cen akcji na globalnych rynkach finansowych mogą – podobnie jak w 2001 r. – być jednym z czynników, które przyczynią się do pogorszenia oczekiwań inwestorów oraz osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w Europie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dane za grudzień dotyczące produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej były istotnie niższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady dane te mogą sygnalizować stopniowe obniżanie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, co łagodziłoby presję popytową, a w konsekwencji presję inflacyjną. Członkowie ci wskazywali, że do spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce może przyczynić się prawdopodobne obniżenie aktywności w gospodarce światowej. Zwracali uwagę, że zawirowania na globalnych rynkach finansowych w styczniu 2008 r. objęły także Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz podkreślali, że związane z tym ewentualne pogorszenie oczekiwań inwestorów może także przyczynić się do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce.

Inni członkowie Rady byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy dane za grudzień sygnalizują obniżenie aktywności gospodarczej w Polsce oraz, że dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą ocenić, czy następuje obniżenie dynamiki PKB. Członkowie ci zwracali uwagę, że w III kw. 2007 r. popyt krajowy nadal rósł w wyższym tempie niż PKB, co wskazuje na wzrost presji inflacyjnej. Zdaniem tych członków do wzrostu popytu krajowego przyczynia się wysoka dynamika kredytów. Ponadto oceniali oni, że wysokie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw wskazuje, że dynamika inwestycji może utrzymać się na wysokim poziomie, co będzie oddziaływało w kierunku utrzymania szybkiego wzrostu gospodarczego. Niektórzy uczestnicy dyskusji wskazywali także, że obserwowany w ostatnim okresie szybki wzrost depozytów sektora bankowego może

potencjalnie skutkować zwiększeniem dynamiki kredytów oraz wzrostem presji popytowej. Ponadto część członków Rady wskazywała, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych będzie oddziaływało na aktywność gospodarczą w strefie euro, a w konsekwencji także w Polsce, dopiero po pewnym czasie. Członkowie ci oceniali, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w gospodarkach wschodzących będzie miało mniejszą skalę niż w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz, że spowolnienie gospodarcze w Polsce nie zmniejszy znacząco napięcie na rynku pracy.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, część członków Rady wskazywała, że w 2007 r. kurs złotego umocnił się zarówno wobec dolara amerykańskiego, jak i wobec euro, zaś w styczniu 2008 r. nominalny efektywny kurs walutowy był mocniejszy niż założono w październikowej projekcji, co oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej. Podkreślano, że mimo obserwowanych w styczniu zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych kurs złotego był stabilny. Z drugiej strony część uczestników dyskusji wskazywała, że aprecjacja złotego może wynikać z aprecjacji realnego kursu równowagi, związanej z procesem konwergencji. Ponadto wskazywano, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie. Argumentowano także, że dekoniunktura na globalnych rynkach finansowych może zwiększać prawdopodobieństwo odpływu kapitału z rynków wschodzących, co mogłoby oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych w styczniu br. znacząco obniżono stopy procentowe i oczekiwane są dalsze ich obniżki oraz, że w strefie euro zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych stopy procentowe prawdopodobnie również zostaną obniżone. Część członków Rady wskazywała, że łagodzenie polityki pieniężnej przez niektóre banki centralne następuje pomimo obserwowanej w tych krajach wysokiej inflacji.

Część członków Rady zwracała uwagę, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu oraz, że podwyżkom stóp procentowych NBP w 2007 r. towarzyszyło umocnienie kursu złotego. Wskazywali oni, że w styczniu br. kurs złotego był nadal znacznie mocniejszy niż uwzględniono w październikowej projekcji inflacji. Zdaniem tych członków Rady, w porównaniu z innymi krajami regionu restrykcyjność polityki monetarnej w Polsce utrzymuje się na wysokim poziomie. Argumentowali oni, że zacieśnianie polityki pieniężnej zwiększa dysparytet stóp procentowych między Polską a Stanami Zjednoczonymi oraz strefą euro, co może zwiększać napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków osłabiłoby to konkurencyjność polskiej gospodarki oraz spowodowało narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto wskazywali oni, że powiększenie dysparytetu stóp procentowych będzie prowadzić do wzrostu udziału kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy. Inni członkowie Rady argumentowali, że na tle krajów regionu udział kredytów walutowych w kredytach ogółem jest w Polsce wciąż stosunkowo niski.

Z drugiej strony uczestnicy dyskusji wskazywali, że w 2007 r. inflacja CPI w Polsce wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych, a zatem obniżył się poziom realnej stopy procentowej. Niektórzy podkreślali także, że w części krajów realne stopy procentowe są obecnie wyższe niż w Polsce. Równocześnie wskazywano, że przyczyną łagodzenia polityki monetarnej przez niektóre banki centralne jest oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej oraz zawirowania na rynkach finansowych w styczniu 2008 r.

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

Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,25%, stopa lombardowa 6,75%, stopa depozytowa 3,75%, a stopa redyskonta weksli 5,50%.

Informacja po posiedzeniu RPP w dniach 26-27 lutego 2008 r.

Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 5,50%, stopa lombardowa 7,00%, stopa depozytowa 4,00%, a stopa redyskonta weksli 5,75%.

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie silnego wzrostu obejmującego wszystkie jej sektory. Wstępne dane o rachunkach narodowych wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w 2007 r. było zgodne z oczekiwaniami z październikowego *Raportu o inflacji*. Dane makroekonomiczne, które napłynęły od ostatniego posiedzenia Rady wskazują na utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce na początku 2008 r. Utrzymuje się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji gospodarki polskiej.

Według wstępnych danych GUS, w styczniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce wyniosło 4,3%, pozostając zarówno powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, jak i powyżej górnej granicy odchyień od celu, która jest określona na poziomie 3,5%. Czynnikiem, który doprowadził do wzrostu inflacji, był wzrost dynamiki cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz nośników energii. Podobnie jak w wielu innych krajach, do utrzymania podwyższonej inflacji w dużym stopniu przyczyniła się wysoka roczna dynamika cen żywności i paliw. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym inflację był wzrost dynamiki cen części usług. Rada ocenia, że w najbliższym okresie inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, do czego w znacznym stopniu może przyczynić się oczekiwany dalszy wzrost cen kontrolowanych.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB z modelu ECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Prognozowane w lutowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest do połowy 2009 r. istotnie wyższe od oczekiwanego w projekcji październikowej, natomiast w II poł. 2009 r. jest zbliżone do prognozowanego w październikowej projekcji. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem prognozowana inflacja utrzyma się w przedziale 3,6-4,7% w 2008 r. (wobec 2,2-3,5% w projekcji październikowej),

2,6-4,9% w 2009 r. (wobec 2,5-4,6%) oraz 2,1-4,8% w 2010 r. (październikowa projekcja nie obejmowała 2010 r.).

Zgodnie z lutową projekcją z modelu ECMOD, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,4-5,8% w 2008 r. (wobec 4,4-6,2% w projekcji październikowej), 3,5-6,1% w 2009 r. (wobec 3,8-6,7%) oraz 3,6-6,9% w 2010 r.

Rada zapoznała się również z wynikami innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie najprawdopodobniej nadal wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Najnowsze informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz pogarszanie się relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Okres przejściowo podwyższonej inflacji wynika z oczekiwanego wzrostu dynamiki cen kontrolowanych oraz obejmującego gospodarkę światową i oddziałującego na polski rynek procesu wzrostu cen żywności i paliw. Rodzi to ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Ponadto, w świetle wstępnych informacji o wykonaniu budżetu państwa za 2007 r. oraz kształtu uchwalonej przez parlament ustawy budżetowej na 2008 r., w bieżącym roku można spodziewać się wyższego deficytu budżetowego niż w 2007 r.

W średnim okresie inflacja może być ograniczana przez utrzymującą się bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. Ograniczaniu inflacji mogą także sprzyjać procesy globalizacji i towarzyszący im wzrost konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej, jak również relatywna stabilność kursu złotego. Do ograniczenia presji inflacyjnej może się także przyczynić spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej. Rada uznała jednak, że siła oddziaływania tych czynników może okazać się niewystarczająca do powrotu inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Uwzględniając powyższe czynniki oraz biorąc pod uwagę wyniki lutowej projekcji inflacji, Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu i podjęła decyzję o podwyższeniu stóp procentowych NBP. Rada będzie dążyć do tego, aby w średnim okresie inflacja obniżyła się do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym.

Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrost płac w sektorze finansów publicznych, poziom kursu złotego, kształtowanie się bilansu obrotów bieżących oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę, w tym na ceny żywności. Rada będzie również analizować zmiany w otoczeniu polskiej gospodarki i ich wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji - Luty 2008*.

Projekcja inflacji i PKB

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

Prace nad przygotowaniem projekcji koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do jej opracowania wykorzystano model makroekonomiczny ECMOD. Projekcja powstaje jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane są ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie są one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ogólnym stanie wiedzy o procesach gospodarczych. Projekcja sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o ich poziomie. W projekcji uwzględniono dane dostępne do 25 stycznia 2008 r.

Otoczenie międzynarodowe

Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce oparta jest na scenariuszu krótkotrwałego i stosunkowo płytkiego spowolnienia globalnego wzrostu w 2008 r, głównie w gospodarce amerykańskiej. Zaburzenia na rynkach finansowych i spadek cen na rynku nieruchomości negatywnie wpłyną na tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, jednak planowana stymulacja fiskalna i znacząca skala obniżek stóp procentowych pozwolą uniknąć głębokiej recesji. Spowolnienie w USA w niewielkim stopniu przeniesie się na gospodarki europejskie i krajów rozwijających się. Osłabienie koniunktury w strefie euro będzie nieznaczne. Relatywnie silniej obniży się natomiast tempo wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii. Od 2009 r. oczekuje się stopniowego ożywienia wzrostu zarówno w gospodarce amerykańskiej, jak i w Europie.

W projekcji przyjęto, że cykl obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii będzie kontynuowany w 2008 r., a następnie, wraz ze spodziewanym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i obawami przed wzrostem inflacji, od 2009 r. polityka pieniężna będzie stopniowo zacieśniana. Dla strefy euro przewidywany jest spadek rynkowych stóp procentowych w 2008 r. do poziomu 3,6% (dla stawki LIBOR 3M) i ich niewielki wzrost od połowy 2009 r.

Przy umiarkowanym spowolnieniu światowego wzrostu gospodarczego utrzyma się obserwowany obecnie wysoki popyt na ropę naftową. Decydujące znaczenie będzie miał rosnący popyt na ten surowiec ze strony krajów rozwijających się. W projekcji założono, że średnia cena ropy w okresie 2008-2010 będzie wahać się w granicach 80-90 USD/b. Stabilizacji cen ropy sprzyjać będzie prognozowane stopniowe umacnianie się kursu

dolara amerykańskiego do euro, po jego oczekiwanej deprecjacji na początku 2008 r. Wysoka dynamika cen surowców i żywności na rynkach światowych na przełomie 2007 i 2008 r. sprawi, że inflacja globalna może utrzymywać się w 2008 r. na podwyższonym poziomie, pomimo pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarki światowej.

Popyt zagregowany

Dynamika popytu krajowego w Polsce w 2008 r. nieznacznie osłabnie w porównaniu do roku poprzedniego, stabilizując się w kolejnych latach na poziomie bliskim 6,0% r/r. Na pewne osłabienie tempa wzrostu popytu krajowego w porównaniu do 2007 r. złożą się wolniejszy wzrost nakładów inwestycyjnych oraz nieznacznie niższa dynamika spożycia indywidualnego. Nadal jednak popyt krajowy pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego.

Oslabienie dynamiki popytu inwestycyjnego w 2008 r. w relacji do 2007 r. będzie efektem niepewności związanej z możliwym osłabieniem wzrostu w gospodarce światowej, zacieśnienia polityki monetarnej w Polsce oraz niekorzystnego dla perspektyw rozwoju przedsiębiorstw wzrostu kosztów surowców energetycznych. Tym niemniej, w kolejnych latach dynamika inwestycji pozostanie wyraźnie wyższa niż wzrost PKB. Systematycznemu wzrostowi stopy inwestycji w ciągu najbliższych trzech lat sprzyjać będzie relatywnie niski i stabilny poziom kosztu kapitału, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Źródeł z funduszy strukturalnych. Istotnym źródłem finansowania inwestycji będą również transfery dochodów z pracy z zagranicy, które, jak się oczekuje, w znaczącym stopniu przeznaczone będą na inwestycje mieszkaniowe.

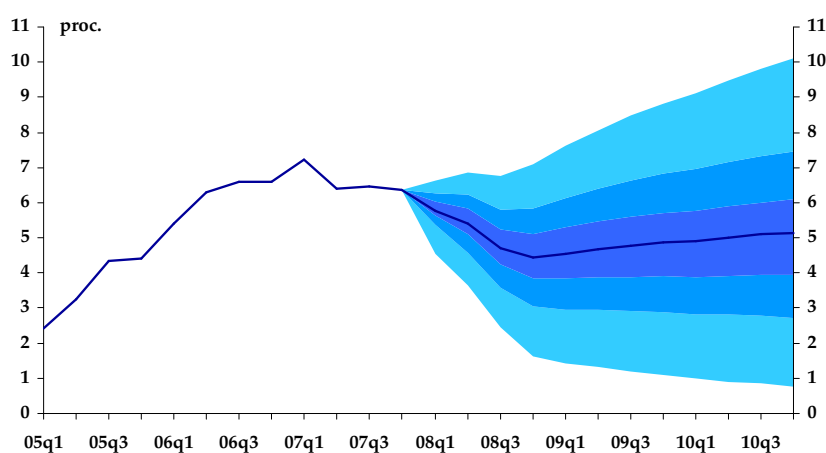
Przejęciowe osłabienie dynamiki konsumpcji indywidualnej w pierwszych kwartałach 2008 r. będzie związane ze stosunkowo niskim wzrostem realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, na który negatywnie oddziaływały m.in. silne wzrosty cen żywności w końcu ubiegłego roku. W kolejnych kwartałach dynamika dochodów do dyspozycji wyraźnie przyspieszy, czemu sprzyjać będą następujące czynniki: ożywienie na rynku pracy, zmiany w polityce fiskalnej, w tym redukcja składki rentowej w 2007 i 2008 r., odmrożenie progów podatkowych i wprowadzenie ulgi prorodzinnej w 2008 r., obniżenie stawek podatku dochodowego PIT w 2009 r., wzrost świadczeń społecznych w wyniku waloryzacji rent i emerytur (szczególnie istotny w 2008 r. ze względu na skumulowaną z dwóch lat waloryzację) oraz przekazy pieniężne od osób pracujących za granicą. W efekcie, dynamika spożycia indywidualnego w latach 2008-2010 utrzyma się powyżej 5,0% r/r.

Względnie wysoki prognozowany poziom aktywności gospodarczej przełoży się na utrzymanie wysokiej dynamiki popytu na dobra importowane. Na przełomie 2008 r. i 2009 r., ze względu na oczekiwane osłabienie globalnej koniunktury, dynamika eksportu przejściowo spadnie poniżej 10% r/r. W kolejnych kwartałach następować będzie łagodne ożywienie dynamiki eksportu. Wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego pozostanie ujemny w całym horyzoncie projekcji, w największym stopniu wpływając na obniżenie dynamiki PKB pod koniec 2008 r.

Równowaga makroekonomiczna

Ścieżka centralna PKB wskazuje na spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 2008 r. do poniżej 5,0%, a następnie jej łagodny wzrost do ok. 5,0% w końcu horyzontu projekcji (Wykres 4.1). Tempo wzrostu PKB będzie utrzymywać się w pobliżu lub nieznacznie poniżej dynamiki produktu potencjalnego, która przeciętnie w horyzoncie projekcji wyniesie 5,5% r/r. Wysokiej dynamice produktu potencjalnego sprzyjać będzie wysokie tempo akumulacji kapitału oraz redukcja stopy bezrobocia równowagi (NAWRU), częściowo powiązana ze wzrostem majątku produkcyjnego. Do spadku stopy NAWRU przyczynią się także już wprowadzone i zapowiadane redukcje klina płacowego.

Wykres 4.1: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.



Źródło: NBP.

Luka popytowa pozostanie dodatnia w całym horyzoncie projekcji, przy czym od połowy 2008 r. będzie się stopniowo domykać. Znaczące odchylenie rzeczywistego od potencjalnego PKB na początku 2008 r. jest w głównej mierze odzwierciedleniem wyraźnych napięć na rynku pracy. Utrzymującemu się w roku ubiegłym wysokiemu wzrostowi popytu na pracę i przyspieszającej dynamice płac realnych nie towarzyszył wzrost podaży pracy. W 2007 r. stopa bezrobocia spadła o dwa punkty procentowe, obniżyła się także stopa aktywności zawodowej. Spadek aktywności zawodowej odnotowano we wszystkich grupach wiekowych i był on najprawdopodobniej wypadkową oddziaływania trzech czynników: odpływów migracyjnych, polityki regulacyjnej państwa w zakresie odchodzenia na wcześniejsze emerytury oraz poprawiającej się sytuacji materialnej gospodarstw domowych, umożliwiającą wycofywanie się części osób z rynku pracy. Oczekuje się, że w nadchodzących latach nastąpi zahamowanie spadku aktywności zawodowej, zmniejszenie odpływów migracyjnych oraz zawężenie różnicy pomiędzy rzeczywistą stopą bezrobocia a stopą NAWRU. W efekcie, tempo wzrostu płac realnych zbliży się do tempa wzrostu wydajności pracy.

Ze względu na trwające ożywienie gospodarcze, w horyzoncie projekcji pogłębiać się będzie nierównowaga zewnętrzna. Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego ulegnie obniżeniu w 2008 i 2009 r. do nieco poniżej -4,0% PKB, a następnie ustabilizuje się na tym poziomie.

Presja kosztowa

Na początku 2008 r. presja kosztowa istotnie wzrośnie, głównie ze względu na obserwowany obecnie wzrost cen na światowych rynkach ropy naftowej i surowców rolnych. Wysoki poziom cen ropy naftowej przełoży się na wzrost kosztów produkcji oraz cen paliw na rynku krajowym. Utrzyma się też wysoka dynamika cen żywności, odzwierciedlając silny wzrost notowań cen produktów rolnych na rynkach światowych. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na wzrost presji kosztowej będzie podniesienie cen energii elektrycznej w lutym 2008 r.

Szoki kosztowe wygasają w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji. Jednak przez kanał oczekiwań inflacyjnych i negocjacji płacowych wpływają one w znaczącym stopniu na dynamikę cen także w drugiej połowie 2008 r. i w 2009 r.

W najbliższych latach, tempo wzrostu płac realnych przekraczać będzie wzrost wydajności pracy. Stopniowe zawężanie różnicy pomiędzy rzeczywistą stopą bezrobocia a naturalną stopą bezrobocia sprzyjać będzie jednak powolnemu przywracaniu relacji między poziomem płac realnych a wydajnością pracy. W efekcie, dynamika jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie projekcji będzie niższa niż w 2007 r. Stabilizacji inflacji będzie sprzyjać umacnianie się realnego kursu walutowego. Ceny importu będą rosły wolniej od cen krajowych, co złagodzi wpływ rosnących kosztów pracy na całkowite koszty produkcji.

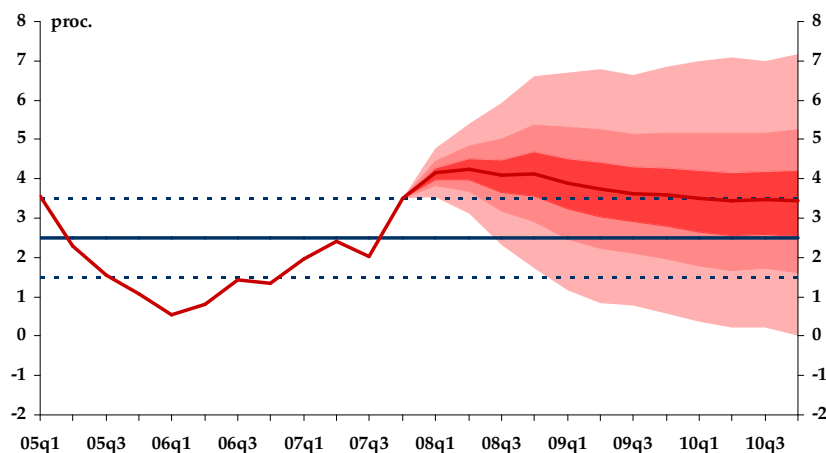
Inflacja

Wzrost cen konsumpcyjnych mierzonych indeksem CPI istotnie przyspieszy na początku 2008 r., co będzie głównie efektem wysokiego tempa wzrostu cen żywności, energii elektrycznej i paliw. Od połowy 2008 r. stopa inflacji będzie się stopniowo obniżać. Ścieżka centralna projekcji, przy braku zmian w poziomie stóp procentowych, wskazuje na powrót inflacji do przedziału odchyień od celu inflacyjnego w 2010 r. (Wykres 4.2). Prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w paśmie (2,5% +/- 1 punkt procentowy) stabilizuje się w latach 2009-2010 na poziomie ok. 0,35. Jednocześnie prawdopodobieństwo pozostania inflacji ponad celem inflacyjnym (2,5%) stopniowo maleje z ponad 0,90 w pierwszych kwartałach projekcji do ponad 0,65 w ostatnim roku projekcji.

Zgodnie z centralną ścieżką projekcji, w pierwszych kwartałach 2008 r. inflacja bazowa "netto" istotnie przyspieszy. Przewidywany wzrost inflacji "netto" w dużej mierze determinowany będzie wysoką dynamiką cen energii elektrycznej w pierwszych kwartałach projekcji. Ponadto na przyspieszenie inflacji bazowej wpłynie także relatywnie wysoka dynamika kosztów pracy na przełomie 2007 i 2008 r. W latach kolejnych inflacja bazowa, przy trwającym ożywieniu na rynku pracy i stopniowym wygasaniu szoków podażowych, utrzyma się na poziomie nieznacznie powyżej 3,5%.

W całym horyzoncie projekcji utrzyma się stosunkowo wysoka dynamika cen żywności. Względny poziom cen żywności (w stosunku do cen pozostałych produktów konsumpcyjnych) pozostanie istotnie wyższy niż w latach ubiegłych. Po wysokim wzroście cen paliw w pierwszych kwartałach 2008 r. oczekuje się natomiast stopniowego spadku ich dynamiki do poziomu bliskiego zera w 2010 r.

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

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

Źródło: NBP.

Tabela 4.1: Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2008q1	0,000	0,000	0,044	0,507	0,044
2008q2	0,000	0,005	0,137	0,507	0,137
2008q3	0,007	0,072	0,297	0,506	0,290
2008q4	0,035	0,132	0,338	0,505	0,303
2009q1	0,074	0,205	0,412	0,506	0,338
2009q2	0,105	0,248	0,453	0,507	0,348
2009q3	0,114	0,267	0,478	0,509	0,364
2009q4	0,136	0,293	0,496	0,514	0,360
2010q1	0,158	0,319	0,519	0,520	0,361
2010q2	0,173	0,338	0,531	0,523	0,358
2010q3	0,169	0,331	0,525	0,518	0,355
2010q4	0,186	0,344	0,528	0,518	0,342

Projekcja lutowa na tle projekcji październikowej

Lutowa projekcja wskazuje, że inflacja CPI do połowy 2009 r. kształtować się będzie powyżej ścieżki prognozowanej w październiku, głównie ze względu na silniejszy niż zakładano w poprzedniej rundzie prognostycznej wzrost cen żywności oraz podwyżki cen energii elektrycznej. Wpływ napięć na rynku pracy na inflację jest istotniejszy niż oczekiwano w projekcji październikowej, jednak w dużym stopniu będzie on kompensowany mocniejszym niż prognozowano przed kwartałem kursem walutowym. Równocześnie, w związku ze słabszymi perspektywami wzrostu za granicą, wyższymi cenami ropy oraz wzrostem poziomu stóp procentowych w Polsce, obniżeniu uległo tempo wzrostu PKB.

W porównaniu z projekcją październikową, dynamika PKB w projekcji lutowej jest

nieco niższa w 2008 r. (o 0,2 pkt. proc.) i wyraźnie niższa w 2009 r. (o 0,6 pkt. proc.). Główną przyczyną obniżenia prognozy PKB jest słabsze niż oczekiwano w październiku tempo wzrostu gospodarki światowej, co wiąże się z oczekiwanym pogorszeniem sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. Słabsze perspektywy zbytu oraz wysokie ceny ropy prowadzą do ograniczenia dynamiki popytu inwestycyjnego, a także popytu na pracę, z konsekwencjami w postaci niższego wzrostu konsumpcji. Ocenia się, że wydajność pracy w punkcie startowym projekcji była istotnie wyższa niż oczekiwano w październiku, co, uwzględniając nieznacznie tylko większy od oczekiwań wzrost płac, przełożyło się na niższy wyjściowy poziom jednostkowych kosztów pracy. Od połowy 2008 r. jednostkowe koszty pracy będą jednak rosły szybciej niż w projekcji październikowej. Stanowi to odzwierciedlenie większej nierównowagi na rynku pracy, mierzonej odchyleniem obserwowanej stopy bezrobocia od stopy NAWRU. Napięcia na rynku pracy pogłębia także niższa niż w październiku ścieżka liczby aktywnych zawodowo. Istotnym czynnikiem odróżniającym projekcję lutową od październikowej jest mocniejsza obecnie ścieżka kursu walutowego, przekładająca się na niższe ceny importu. Pewien wpływ na umocnienie kursu ma dokonane między projekcjami zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce, przy niższym poziomie stóp procentowych za granicą.

Wysoka dynamika cen żywności oraz paliw jest główną przyczyną kształtowania się inflacji CPI w punkcie startowym projekcji lutowej na poziomie o 0,9 pkt. proc. wyższym od projekcji inflacji na IV kw. 2007 r. z października. Podniesienie ścieżek cen żywności i paliw przekłada się także na utrzymywanie się inflacji CPI w obecnej projekcji wyraźnie powyżej inflacji z projekcji październikowej w trzech pierwszych kwartałach 2008 r. W IV kw. 2007 r. inflacja bazowa była zgodna z wynikami projekcji październikowej. Do I kw. 2009 r. będzie się ona jednak kształtowała wyżej niż w poprzedniej projekcji, co w głównej mierze wynika z dokonanych w lutym br. znacznych podwyżek cen energii elektrycznej. Wyłączając wpływ podwyżki cen energii elektrycznej, inflacja "netto" w projekcji lutowej jest zbliżona do ścieżki z poprzedniej rundy progностycznej. Wpływ wyższego wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację bazową jest w znacznej mierze kompensowany niższą oczekiwaną ścieżką cen importu.

Główne obszary niepewności

Skala i charakter spowolnienia gospodarczego

Scenariusz przedstawiony w projekcji sugeruje przejściowe i ograniczone głównie do Stanów Zjednoczonych spowolnienie wzrostu gospodarczego, którego bezpośrednią przyczyną był kryzys na rynkach kredytów hipotecznych i towarzyszące mu zaburzenia na rynkach finansowych. Gdyby jednak spowolnienie w Stanach Zjednoczonych okazało się głębsze i dłuższe, a jego efekty przełożyły się na gospodarki krajów rozwijających się (w tym azjatyckich) oraz krajów strefy euro, należałoby oczekiwać silniejszego spowolnienia wzrostu także w Polsce. Pogorszeniu uległaby sytuacja na rynku pracy, zahamowany zostałby spadek stopy bezrobocia i wzrost jednostkowych kosztów pracy. Procesy te oddziaływałyby w kierunku obniżenia ścieżki inflacji poniżej obecnie prognozowanej. Skala redukcji inflacji zależałaby także od reakcji kursu złotego. Przy silnie akomodacyjnej polityce pieniężnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych oraz niezrealizowaniu się scenariusza wycofywania przez inwestorów zagranicznych kapitału z krajów rozwijających się, kurs złotego pozostałby stabilny, a nawet mógłby ulec

pewnemu wzmocnieniu, co dodatkowo wpłynęłoby na obniżenie dynamiki cen. Umocnieniu kursu mogłoby jednak przeciwdziałać wzrost ryzyka inwestycyjnego związany z ewentualnym pogorszeniem sytuacji sektora finansów publicznych.

Wykorzystanie danych BAEL do oceny sytuacji na rynku pracy

W porównaniu do projekcji październikowej zwiększyła się niepewność związana z wykorzystaniem danych BAEL. Nadal zasadne wydają się wątpliwości dotyczące kwestii uwzględnienia w nich migracji po roku 2004. Jeżeli populacja BAEL zawyża liczbę rezydentów Polski, wówczas wykorzystywane przy sporządzaniu projekcji szacunki liczby pracujących w gospodarce narodowej i jednostkowych kosztów pracy są obciążone w górę. Może to skutkować zawyżeniem ścieżki inflacji w średnim horyzoncie projekcji.

Ze względu na istotnie niższe realizacje liczby aktywnych zawodowo niż zakładano w projekcji październikowej w II i III kw. ub. r., obniżona została ścieżka aktywnych zawodowo w całym horyzoncie obecnej projekcji. Niski poziom liczby aktywnych zawodowo w 2007 r. związany jest z wolniejszym wzrostem liczebności populacji BAEL w stosunku do odpowiadającej jej ludności kraju. Problemem pozostaje ocena wiarygodności tych zmian. Jeżeli niski szacunek liczby aktywnych zawodowo nie łączy się ze zjawiskami ekonomicznymi i jest jedynie faktem statystycznym, wówczas wzrasta ryzyko zawyżenia inflacji w długim horyzoncie projekcji oraz niedoszacowania dynamiki potencjalnego PKB w krótkim horyzoncie projekcji. Jednocześnie jednak wolniejszy wzrost populacji BAEL, przy braku rewizji stopy zatrudnienia, zmniejszałaby opisane wyżej ryzyko zawyżenia inflacji w krótkim horyzoncie projekcji.

Rozwój sytuacji na rynku pracy

Nadal istotnym źródłem niepewności jest przyszły rozwój sytuacji na rynku pracy. Niepewność ta wiąże się przede wszystkim z natężeniem i charakterem ruchów migracyjnych, siłą wpływu ożywienia gospodarczego na efektywną podaż pracy (liczbę aktywnych zawodowo i stopę bezrobocia NAWRU) oraz oddziaływaniem na rynek pracy już wprowadzonych lub prawdopodobnych zmian w polityce fiskalnej i regulacyjnej. Niepewność związana z prowadzoną polityką fiskalną i regulacyjną obejmuje zmiany w ustawodawstwie regulującym przechodzenie na wcześniejsze emerytury, zmiany płacy minimalnej, presję dotyczącą wzrostu wydatków na służbę zdrowia oraz efekty obniżenia składki rentowej i zmian w podatku PIT. Niepewność związana z rozwojem sytuacji na rynku pracy przekłada się na ryzyko realizacji wyższej inflacji oraz nieznacznie niższej dynamiki PKB w dłuższym horyzoncie projekcji.

Przeniesienie kosztów pracy na inflację

Na wysokie prawdopodobieństwo zbyt pesymistycznej oceny presji kosztowej w punkcie startowym projekcji wskazują wciąż bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw. Cały czas niepewnością obarczona jest możliwość przerzucania przez przedsiębiorstwa wzrostu kosztów na ceny wytwarzanych przez nie dóbr w warunkach globalizacji. Wspomniane czynniki ryzyka oddziałują w kierunku niższej ścieżki inflacji niż zaprezentowano w projekcji.

Niepewność dotycząca tempa wygasania dynamiki cen żywności

Ryzyko istotnego spowolnienia światowego wzrostu, które dotknęłoby także kraje azjatyckie, skutkowałoby osłabieniem popytu na artykuły żywnościowe w Indiach i Chinach, co z kolei mogłoby wpłynąć na obniżenie tempa wzrostu cen surowców rolnych. Sprzyjałoby to realizacji niższej ścieżki cen żywności niż przyjęto w projekcji. Niezależnie od kształtowania się globalnego popytu, za możliwością istotnej korekty w dół obecnej dynamiki cen żywności w najbliższych latach przemawia wysoki aktualny ich poziom. Wysokie względne ceny żywności mogą uruchomić głębsze dostosowania wielkości i struktury podaży w dłuższym okresie. To z kolei będzie sprzyjać stabilizacji bądź realnemu spadkowi cen żywności w perspektywie najbliższych lat.

Z drugiej strony, szybsze od oczekiwań tempo wzrostu gospodarczego na świecie, szczególnie w krajach rozwijających się, sprzyjać będzie utrzymaniu wysokiego popytu na artykuły rolne, co może prowadzić do dalszych wzrostów cen surowców rolnych na rynkach światowych. Podobnie, stopniowe wygasanie wysokiej dynamiki cen żywności może zostać zahamowane przez politykę intensywnego zwiększania subwencji biopaliw, szczególnie w Stanach Zjednoczonych.

Ocenia się, że w dłuższym horyzoncie projekcji ryzyko kształtowania się cen żywności poniżej ścieżki z projekcji jest istotnie wyższe niż prawdopodobieństwo kształtowania się cen żywności powyżej tej ścieżki.

Kurs złotego

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

Omówienie danych, które napłynęły po 25 stycznia 2008 r.

Wstępne szacunki wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w IV kwartale 2007 r. okazały się niższe niż oczekiwano, co wraz ze słabymi danymi o zatrudnieniu za styczeń br. może świadczyć o możliwości głębszego osłabienia koniunktury w gospodarce amerykańskiej niż założono w projekcji. Wzrosło także prawdopodobieństwo niższego niż założono w projekcji przebiegu stóp procentowych w strefie euro i Wielkiej Brytanii w 2009 r. i 2010 r. – o 0,1–0,3 pkt. proc.

Dane o cenach detalicznych paliw na rynku krajowym wskazują, że ich dynamika w I kw. 2008 r. może być niższa od założonej w projekcji. Przyczyn niższych cen paliw należy upatrywać w spadkach cen ropy naftowej i naftowych produktów gotowych, jak również umacniającym się kursie złotego do dolara. Złożony do URE wniosek PGNiG sugeruje ryzyko wyższego od oczekiwanego wzrostu cen gazu. Jeżeli wnioskowana skala podwyżek cen gazu zostanie zaakceptowana, inflacja w krótkim horyzoncie projekcji może być wyższa od prognozowanej.

Opublikowany przez GUS 30 stycznia br. wstępny szacunek PKB za 2007 r. implikuje niższą niż przyjęto w punkcie startowym projekcji dynamikę spożycia, wyższą dynamikę inwestycji oraz mniejszy deficyt w handlu zagranicznym, przy zbliżonym do założonego

wzroście PKB. Ze względu na wstępny i całoroczny charakter opublikowanych danych, stanowią one tylko słabą przesłankę wzrostu prawdopodobieństwa, że w najbliższych kwartałach tempo domykania się luki popytowej będzie nieco szybsze, natomiast narastanie nierównowagi zewnętrznej wolniejsze niż przedstawiono w projekcji. Z kolei opublikowane przez GUS 25 lutego br. wyniki BAEL za IV kw. 2007 r. wskazują na wyższy wzrost liczby pracujących i silniejszy spadek stopy bezrobocia niż przyjęto w projekcji. Przy niepewności dotyczącej wiarygodności danych BAEL, szacunki GUS mogą wskazywać jedynie na niewielki wzrost prawdopodobieństwa nasilenia presji inflacyjnej w średnim horyzoncie projekcji.

Podsumowanie pozamodelowych ryzyk projekcji inflacji

Najważniejszym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej ścieżki inflacji niż w obecnej projekcji jest większy niż zakładany wzrost napięć na rynku pracy. Natomiast, na możliwość ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki z projekcji wskazują: ryzyko głębszego spowolnienia w gospodarce światowej, przeszacowanie presji kosztowej w punkcie startowym projekcji, mniejsza zdolność przedsiębiorstw do przerzucania kosztów na ceny oraz silniejsze niż założono osłabienie dynamiki cen żywności. Można oceniać, że po uwzględnieniu omówionych pozamodelowych czynników niepewności, ryzyko projekcji w krótkim horyzoncie prognozy rozkłada się symetrycznie, w długim zaś nieznacznie bardziej prawdopodobne jest zrealizowanie się inflacji poniżej ścieżki z projekcji.

Tabela 4.2: Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2007	2008	2009	2010
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,5	4,2	3,7	3,5
Ceny żywności (% r/r)	4,8	6,1		
Wskaźnik cen inflacji bazowej "netto" (% r/r)	1,5	3,2	3,8	3,6
Ceny paliw (% r/r)	4,1	10,0	2,6	-0,8
PKB (% r/r)	6,6	5,1	4,7	5,0
Popyt krajowy (% r/r)	7,7	6,4	5,8	5,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	5,6	5,4	5,5	5,2
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,4	1,8	1,9	1,6
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	19,6	11,9	9,4	10,3
Wkład eksportu netto (pkt. proc.)	-1,2	-1,4	-1,2	-1,0
Eksport (% r/r)	9,2	9,5	9,5	9,9
Import (% r/r)	11,8	12,4	11,6	11,1
Płace brutto (% r/r)	8,7	7,9	6,5	6,8
Liczba pracujących wg BAEL (% r/r)	4,1	1,4	1,3	1,0
Bezrobocie BAEL (%)	9,9	8,9	8,1	7,5
NAWRU (%)	15,4	14,0	12,4	11,0
Liczba aktywnych zawodowo wg BAEL (% r/r)	-0,4	0,3	0,4	0,4
Wydajność pracy (% r/r)	2,4	3,7	3,4	4,0
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	6,2	3,6	3,0	2,7
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	5,1	5,7	5,7
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	3,3	4,6	3,6	2,9
Ceny ropy (USD\b)	72,7	86,4	82,0	80,4
Ceny za granicą (% r/r)	2,3	2,1	2,2	2,2
PKB za granicą (% r/r)	2,6	1,8	2,2	2,3
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-2,8	-3,8	-4,3	-4,2
WIBOR 3M (%)	4,72	5,4	5,4	5,4

Źródło: Instytut Ekonomiczny NBP.

Uwagi: Dane odsezonowane, z wyjątkiem 2007 r. ULC oraz wydajność pracy za 2007 r. obliczane na podstawie danych surowych zaprezentowanych w tabeli. Ceny żywności do IV kw. 2008 r. prognozowane ekspercko. W modelu dynamika cen żywności począwszy od I kw. 2009 r. jest równa inflacji netto. W III kw. oraz IV kw. 2008 r. ceny żywności wchodzące w skład inflacji CPI w modelu są średnią ważoną cen prognozowanych ekspercko (wagi odpowiednio 50% i 25%) oraz inflacji netto. Dane za 2007 r. dotyczące liczby aktywnych zawodowo, stopy bezrobocia i liczby pracujących są danymi odsezonowanymi, zmodyfikowanymi o eksperckie korekty zmian metodologii badań BAEL.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od wrzesień do grudnia 2007 r.

- **Data:** 25 września 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 26 września 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie ustalenia *Założeń polityki pieniężnej na rok 2008*

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 31 października 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 27 listopada 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 28 listopada 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 18 grudnia 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2008

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 19 grudzień 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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