

Raport o inflacji Październik 2008

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Październik 2008

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

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	11
1.1 Wskaźniki inflacji	11
1.2 Oczekiwania inflacyjne	18
Determinanty inflacji	19
2.1 Popyt	19
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	20
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	21
2.1.3 Popyt inwestycyjny	23
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	25
2.2 Produkcja	29
2.3 Rynek pracy	30
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	30
2.3.2 Płace i wydajność	33
2.4 Inne koszty i ceny	34
2.4.1 Ceny zewnętrzne	34
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	35
2.5 Rynki finansowe	36
2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe	36
2.5.2 Kurs walutowy	44
2.5.3 Kredyt i pieniądz	45
Polityka pieniężna w okresie czerwiec–październik 2008 r.	51
Projekcja inflacji i PKB	67
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od maja do sierpnia 2008 r.	81

Synteza

W ostatnim okresie nasiliły się zaburzenia na globalnych rynkach finansowych. Choć fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki są nadal mocne, a system bankowy w Polsce pozostaje bezpieczny i stabilny, na krajowych rynkach finansowych uwidoczniły się niekorzystne następstwa zaburzeń na rynkach międzynarodowych. Jednym z nich jest spadek wzajemnego zaufania uczestników polskiego rynku międzybankowego, który przekłada się na ograniczenie dostępności kredytów oraz zwiększenie ich kosztów. Dążąc do przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z zaburzeń na rynkach finansowych, NBP podjął działania mające na celu przywrócenie sprawnego funkcjonowania polskiego rynku międzybankowego. Innym przejawem zaburzeń na rynkach finansowych było istotne osłabienie kursu złotego odnotowane w II połowie października br. Można oczekiwać, że znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki światowej w nadchodzącym okresie przyczyni się do osłabienia wzrostu gospodarczego oraz obniżenia inflacji w Polsce.

Po okresie stabilizacji w pierwszych czterech miesiącach 2008 r., roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrosło do 4,8% w lipcu i sierpniu, a następnie obniżyło się do 4,5% we wrześniu br. Na wzrost wskaźnika inflacji w okresie czerwiec–sierpień br. złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen energii oraz cen części usług, w tym usług związanych z użytkowaniem mieszkania. W kierunku utrzymania inflacji na podwyższonym poziomie w tych miesiącach oddziaływała także nadal wysoka roczna dynamika cen żywności. Natomiast znaczny spadek rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych we wrześniu przyczynił się do obniżenia wskaźnika inflacji w tym okresie.

W analizowanym okresie w kierunku zwiększenia inflacji nadal oddziaływał obserwowany w poprzednich kwartałach wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych, który z pewnym opóźnieniem przekłada się na wzrost cen nośników energii oraz cen niektórych usług na rynku krajowym. Do wzrostu inflacji przyczyniał się także wzrost cen regulowanych, zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji był również rosnący popyt krajowy i presja kosztowa wynikająca z napiętej sytuacji na rynku pracy. Z drugiej strony utrzymywało się deflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji. Do ograniczenia inflacji przyczyniła się także obserwowana do lipca br. aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego.

W okresie czerwiec–wrzesień br. wzrosło pięć z sześciu miar inflacji bazowej. Jedynie 15% średnia obciążona po przejściowym wzroście obniżyła się we wrześniu do poziomu z maja br. We wrześniu br. roczne tempo wzrostu wszystkich wskaźników inflacji bazowej przekraczało cel inflacyjny NBP (2,5%), a dynamika dwóch z nich (inflacji bazowej po wyłączeniu

cen o największej zmienności i cen paliw oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności) przewyższała roczną dynamikę wskaźnika CPI. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła we wrześniu br. do 2,9% – najwyższego poziomu od maja 2002 r.

W okresie lipiec–wrzesień br. prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy kształtowały się na poziomie zbliżonym do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%). W październiku br. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych obniżyły się do 3,2%. W badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych odsetek respondentów, którzy oczekują, że w ciągu najbliższych miesięcy ceny będą rosły szybciej niż w momencie przeprowadzania badania oraz tych, którzy oczekują, że ceny będą rosły w takim samym tempie, wzrósł z 74% w czerwcu br. do ok. 80% w okresie lipiec–wrzesień br., a następnie obniżył się do 76% w październiku br. Zbiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wzrosła do 5,2% w październiku br. (z 4,3% w czerwcu br.).

W I i II kw. 2008 r. obniżały się ceny importu wyrażone w PLN, do czego przyczyniła się aprecjacja nominalnego kursu złotego. Od IV kw. ub.r. obniżają się także ceny eksportu. W efekcie szybszego spadku cen eksportu niż cen importu w I poł. 2008 r. nastąpiło pogorszenie *terms of trade*. Spadek cen transakcyjnych w imporcie nastąpił pomimo silnego wzrostu cen ropy naftowej w ujęciu rocznym. W III kw. br. na światowych rynkach nastąpił pierwszy od I kw. 2007 r. spadek cen ropy w ujęciu kwartalnym. Spadkowi bieżących cen ropy towarzyszyło obniżenie jej cen prognozowanych zarówno na 2008 r. jak i na 2009 r.

W III kw. 2008 r. zanotowano spadek rocznego wskaźnika PPI do 2,1% r/r. Tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym przewyższało dynamikę cen producentów ogółem o ponad 3 pkt. proc., co było związane ze spadkiem cen eksportu w tym okresie. Spadek ten był efektem aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego. Wzrost dynamiki cen producentów w stosunku do II kw. 2008 r. odnotowano w sekcjach *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną i gaz* oraz *górnictwo i kopalnictwo*. Znacząco obniżył się wkład sekcji *przetwórstwo przemysłowe*, która w ostatnich kwartałach miała największy wpływ na kształtowanie się wskaźnika cen producentów ogółem.

Mimo lepszych od oczekiwań danych o PKB za II kw. br., w kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego ulegnie obniżeniu. Według szacunków GUS w II kw. 2008 r. realny PKB wzrósł o 5,8% r/r, czyli w tempie nieznacznie niższym od odnotowanego w I kw. br. i wyższym niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*. Dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywał wzrost konsumpcji oraz inwestycji. Tempo wzrostu importu przewyższało dynamikę eksportu, przyczyniając się do utrzymania ujemnego od IV kw. 2005 r. wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. W ostatnich miesiącach zmniejszyło się tempo wzrostu zatrudnienia; mimo to bezrobocie nadal się obniżało. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rosło szybciej niż wydajność pracy, czego efektem był istotny wzrost jednostkowych kosztów pracy. Procesom tym towarzyszył wzrost inflacji bazowej oraz powiększający się deficyt na rachunku obrotów bieżących.

W II kw. 2008 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się nieznacznie do 5,5% r/r (wobec 5,6% r/r w I kw. br.) i było nieco wyższe od oczekiwań przedstawionych w poprzednim *Raporcie*. Według szacunków GUS w II kw. br. spożycie publiczne obniżyło się (o 1,2% r/r), podczas gdy w czerwcowym *Raporcie* oczekiwano wzrostu tej kategorii. W II kw. 2008 r. nakłady brutto na środki trwałe nadal szybko rosły – ich dynamika wyniosła 15,2% r/r. W efekcie stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB) zwiększyła się do poziomu 22,0%.

W II kw. 2008 r. dynamika wartości dodanej brutto utrzymała się na wysokim poziomie, zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, i była wyższa niż w I kw. br. (6,1% r/r wobec 5,5% r/r). Wkłady najważniejszych sekcji gospodarki (przemysłu, budownictwa i usług rynkowych) do wzrostu wartości dodanej ogółem w II kw. 2008 r. były zbliżone do poziomów z I kw. br. Natomiast wartość dodana w usługach nierynkowych oraz w rolnictwie działały w kierunku zwiększenia wzrostu wartości dodanej brutto, podczas gdy w poprzednim kwartale ich wkład do dynamiki wartości dodanej brutto był ujemny.

W II kw. 2008 r. w porównaniu z II kw. 2007 r. wzrósł deficyt obrotów bieżących, do czego przyczyniło się pogłębienie deficytu obrotów towarowych oraz deficytu dochodów; w przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost nadwyżek salda usług oraz salda transferów. W relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kwartałów) nie zmienił się w porównaniu z poprzednim kwartałem i wyniósł 4,9%; w tym samym okresie ub.r. relacja ta kształtowała się na poziomie 3,9%. Z kolei łączny deficyt rachunku bieżącego i kapitałowego w relacji do PKB obniżył się w II kw. 2008 r. do 3,3% (wobec 3,6% w I kw. br.); w analogicznym okresie ub.r. relacja ta wyniosła 3,2%.

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w okresie styczeń–wrzesień 2008 r. budżet państwa wykazał deficyt w wysokości 4,2 mld zł. Wynik budżetu państwa na koniec września br. był znacznie lepszy niż przewidywano, do czego przyczyniło się w zasadniczym stopniu niskie wykonanie wydatków, wynikające m.in. z przesunięcia realizacji niektórych zadań na kolejne miesiące br. i opóźnienia realizacji inwestycji finansowanych ze środków Unii Europejskiej. Dostępne informacje wskazują, że deficyt całego sektora finansów publicznych, który zgodnie z projektem *Ustawy budżetowej na rok 2009* ma w 2008 r. wynieść 2,5% PKB, może okazać się niższy. Prognozy deficytu tego sektora obarczone są jednak niepewnością, szczególnie co do poziomu wydatków inwestycyjnych, realizowanych przez budżet państwa oraz jednostki samorządu terytorialnego.

W II kw. 2008 r. nadal rosła liczba pracujących w gospodarce, choć wyraźnie wolniej niż w poprzednich kwartałach. Odzwierciedleniem słabnącego popytu na pracę w II kw. 2008 r., zwłaszcza w przemyśle, było zahamowanie wzrostu liczby zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw. Dane miesięczne dotyczące sektora przedsiębiorstw wskazują na stabilizację zatrudnienia także w III kw. 2008 r. Na coraz niższym, ale wciąż wysokim poziomie utrzymuje się odsetek pracodawców, którzy mają trudności z zatrudnieniem pracowników. Wzrost liczby pracujących w całej gospodarce w dalszym ciągu przyczyniał się do spadku stopy bezrobocia. Stopa bezrobocia i liczba bezrobotnych według BAEL obniżyły się do najniższych poziomów od początku prowadzenia badań (odpowiednio do 7,1% i 1196 tys. w II kw. 2008 r.). Można jednak oczekiwać, że spadek stopy bezrobocia zostanie w najbliższych kwartałach zahamowany. Liczba osób aktywnych zawodowo wzrosła w II kw. 2008 r. o 0,8% r/r do 16 885 tys. i był to kolejny kwartał wzrostu podaży pracy w ujęciu rocznym. Od I kw. 2008 r. notowany jest również wzrost współczynnika aktywności zawodowej ogółem (w II kw. 2008 r. wzrósł on o 0,4 pkt. proc. r/r do 53,9%). Wzrost aktywności zawodowej był szczególnie wysoki w grupie osób w wieku 45–60/65 lat, co może oznaczać, że dobra sytuacja na rynku pracy przyczyniła się do aktywizacji zawodowej osób starszych.

W II kw. 2008 r. odnotowano dalsze przyspieszenie dynamiki nominalnych wynagrodzeń w gospodarce (do 11,6% r/r wobec 10,1% r/r w I kw. br.) oraz w sektorze przedsiębiorstw (do 12,1% r/r wobec 11,4% r/r w I kw. br.). Natomiast dane za III kw. br. wskazują na obniżenie się tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. W II kw. 2008 r. dynamika wydajności pracy nieco wzrosła w stosunku do I kw. br. (2,2% r/r wobec 1,5% r/r), jednak

wzrost dynamiki wynagrodzeń spowodował, że jednostkowe koszty pracy w gospodarce wzrosły w II kw. br. silniej niż w poprzednim kwartale (o 9,2% r/r wobec 8,5% r/r) i jednocześnie najsilniej od IV kw. 1998 r.

W dniu 8 października 2008 r. Fed, Europejski Bank Centralny (EBC), Bank Szwecji, Bank Anglii, Bank Kanady oraz Narodowy Bank Szwajcarii ogłosiły wspólną decyzję o obniżeniu podstawowych stóp procentowych. Ponadto Bank Japonii wyraził poparcie dla działań pozostałych banków, nie zmieniając jednak poziomu stóp procentowych, a Ludowy Bank Chin obniżył stopy procentowe. Od publikacji ostatniego *Raportu*, w ramach dokonanej wspólnie z innymi bankami centralnymi redukcji stóp, Fed obniżył główną stopę procentową o 50 punktów bazowych do 1,50%. Rynek terminowy oczekuje, że do końca br. stopa funduszy federalnych zostanie obniżona do 1,00%. W lipcu 2008 r. EBC podwyższył główną stopę procentową o 25 punktów bazowych do 4,25%, a następnie obniżył ją o 50 punktów bazowych do 3,75% w ramach wspólnej decyzji banków centralnych podjętej 8 października br. Rynek terminowy oczekuje dalszego spadku stopy EBC do 3,00–3,25% do końca br., a w horyzoncie I poł. 2009 r. – do 2,50%. W Polsce analitycy rynkowi oczekują stopy referencyjnej w IV kw. 2008 r. na poziomie 6,00–6,25%, natomiast w horyzoncie rocznym oczekują obniżenia stopy referencyjnej do 5,00–5,50%.

Od publikacji ostatniego *Raportu* rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro znacząco się obniżyły. Wzrost awersji do ryzyka przyczynił się do wyprzedaży aktywów bardziej ryzykownych (np. akcji) i lokowania ich w bezpieczniejsze aktywa, np. rządowe papiery wartościowe krajów rozwiniętych. Od połowy września br. zmienność rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro wyraźnie wzrosła wskutek nasilenia się napięć na światowych rynkach finansowych. Na początku lipca br. rentowności polskich obligacji skarbowych osiągnęły wartości najwyższe od czterech lat, po czym rozpoczął się ich przejściowy trend spadkowy. W II poł. września br. trend ten wyhamował, a na początku października odwrócił się. W II poł. października wzrost rentowności obligacji skarbowych znacznie przyspieszył z powodu dalszego wzrostu awersji do ryzyka i związanej z tym wyprzedaży aktywów gospodarek rozwijających się.

Krajowy rynek akcji pozostawał pod silnym wpływem nastrojów panujących na rynkach zagranicznych. Od publikacji ostatniego *Raportu* kursy akcji na GPW gwałtownie spadły, po wcześniejszej kilkumiesięcznej względnej stabilizacji na poziomach wyznaczonych przez spadki ze stycznia br.

W II kw. 2008 r. największe rynki nieruchomości nadal charakteryzowały się nierównowagą pomiędzy popytem na mieszkania a ich podażą. W wyniku utrzymywania się wciąż wysokich, w relacji do dochodów, cen mieszkań oraz pogarszającej się dostępności kredytów mieszkaniowych obserwowano postępującą stabilizację popytu na mieszkania, która zbiegła się w czasie z rosnącą podażą nowych mieszkań oddanych do użytkowania. Na rynku pierwotnym miała miejsce stabilizacja cen ofertowych, natomiast ceny transakcyjne obniżane były pośrednio, poprzez oferowanie kupującym różnorodnych promocji. Na rynku wtórnym ceny wykazywały niewielką tendencję spadkową.

Od publikacji ostatniego *Raportu* nastąpiło osłabienie nominalnego kursu złotego wobec euro oraz dolara amerykańskiego, przy czym skala osłabienia wobec dolara amerykańskiego była wyraźnie wyższa niż w przypadku euro. W tym czasie obserwowane było również wyraźne osłabienie forinta węgierskiego oraz korony czeskiej względem euro.

Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw we wrześniu br. wyniosła 26,5% r/r. Od kwietnia br. utrzymywała się ona na wysokim, stabilnym poziomie pomimo pogorszenia się koniunktury w sektorze przedsiębiorstw. Z kolei, przy utrzymującej się dobrej sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, w ostatnich miesiącach następowało stopniowe obniżanie dynamiki ich zadłużenia kredytowego (do 38,9% r/r we wrześniu br.), w szczególności w segmencie kredytów mieszkaniowych. W ostatnich tygodniach, w związku ze wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, banki zaostrzyły jednak kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Zaostrzenie polityki kredytowej było spowodowane głównie niepewnością dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej. Według badań ankietowych NBP w IV kw. 2008 r. banki spodziewają się dalszego zaostrzenia polityki kredytowej.

Na posiedzeniu w czerwcu 2008 r. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. Na posiedzeniach w lipcu, sierpniu, wrześniu i październiku br. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, stopa redyskonta weksli 6,25%.

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP (ang. minutes) w czerwcu, lipcu, sierpniu i wrześniu 2008 r. wraz z Informacją po posiedzeniu Rady w październiku br. umieszczone są w rozdziale "Polityka pieniężna w okresie czerwiec–październik 2008 r." Opis dyskusji na październikowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 20 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym Raporcie.

W rozdziale IV *Raportu* przedstawiono przygotowaną przez analityków NBP projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale 4,2–4,4% w 2008 r. (wobec 3,8–4,7% w projekcji czerwcowej), 3,9–5,7% w 2009 r. (wobec 2,5–5,8%) oraz 1,9–4,5% w 2010 r. (wobec 0,1–5,7%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z październikową projekcją znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 5,0–5,3% w 2008 r. (wobec 4,3–5,5% w projekcji czerwcowej), 1,9–3,7% w 2009 r. (wobec 3,4–6,2%) oraz 2,7–4,5% w 2010 r. (wobec 3,8–6,8%).

Ze względu na istotne pogorszenie się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego i związane z tym obniżenie prognoz cen surowców i inflacji na świecie, które nastąpiło po 26 września br., wykorzystując model NECMOD dokonano oceny wpływu tych zmian na kształtowanie się inflacji i PKB w horyzoncie projekcji. Ocena ta, uwzględniająca dane do 16 października br., wskazuje, że przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem może się znaleźć w przedziale 4,2–4,4% w 2008 r. (wobec 3,8–4,7% w projekcji czerwcowej), 3,1–5,3% w 2009 r. (wobec 2,5–5,8%) oraz 1,5–4,3% w 2010 r. (wobec 0,1–5,7%). Natomiast tempo wzrostu PKB może się znaleźć z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,9–5,2% w 2008 r. (wobec 4,3–5,5% w projekcji czerwcowej), 1,7–3,5% w 2009 r. (wobec 3,4–6,2%) oraz 2,4–4,3% w 2010 r. (wobec 3,8–6,8%). Ocena ta nie uwzględnia informacji dostępnych po 16 października br.

Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

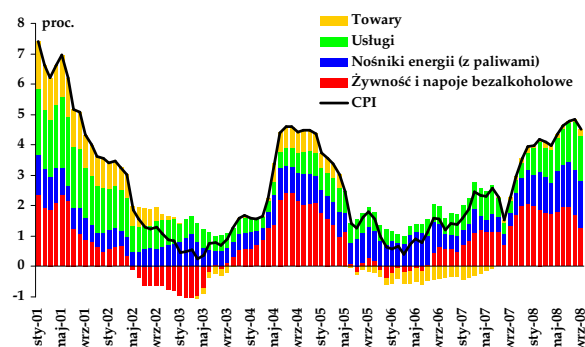
Po okresie stabilizacji w pierwszych czterech miesiącach 2008 r., roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrosło do 4,8% w lipcu i sierpniu, a następnie obniżyło się do 4,5% we wrześniu br. (Wykres 1.1).

Na wzrost wskaźnika inflacji w okresie czerwiec–sierpień br. złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen energii oraz cen części usług, w tym usług związanych z użytkowaniem mieszkania. W kierunku utrzymania inflacji na podwyższonym poziomie w tych miesiącach oddziaływała także nadal wysoka roczna dynamika cen żywności. Natomiast znaczny spadek rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych we wrześniu przyczynił się do obniżenia wskaźnika inflacji w tym okresie.

W analizowanym okresie w kierunku wzrostu inflacji nadal oddziaływał obserwowany w poprzednich kwartałach wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych, który z pewnym opóźnieniem przekłada się na wzrost cen nośników energii oraz wzrost cen niektórych usług na rynku krajowym. Do wzrostu inflacji przyczyniał się także wzrost cen regulowanych, zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji był również wzrost popytu krajowego i presja kosztowa wynikająca z napiętej sytuacji na rynku pracy.

Z drugiej strony utrzymywało się dezinflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji. Do ograniczenia inflacji przy-

Wykres 1.1:
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

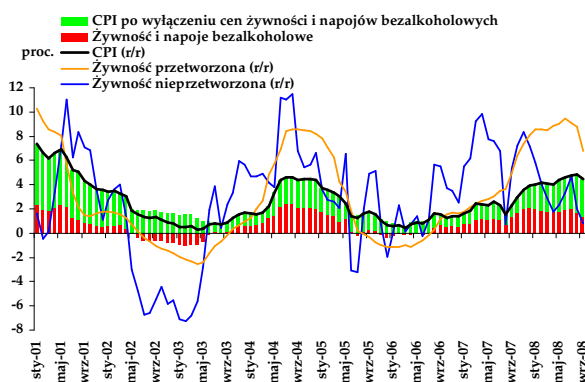
czyniła się także obserwowana do lipca br. aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego.

Czynniki globalne, które przyczyniły się do wzrostu inflacji w Polsce, znalazły również odzwierciedlenie w wysokim, choć obniżającym się, poziomie wskaźników inflacji w wielu krajach na świecie (Tabela 1.1), a także w rekordowo wysokiej wartości referencyjnej dla kryterium inflacyjnego (por. podrozdział Kryterium inflacyjne z Maastricht).

W najbliższych miesiącach można oczekiwać stopniowego spadku wskaźników bieżącej inflacji, czemu sprzyja spadek cen na światowych rynkach wielu surowców rolnych i energetycznych.

Wykres 1.2:

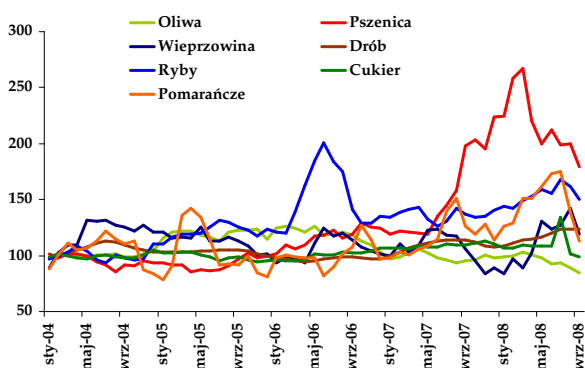
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – żywność i napoje bezalkoholowe.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.3:

Zmiany cen surowców rolnych na rynkach światowych (I kw. 2004 = 100).



Źródło: Dane IMF, obliczenia NBP.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Po trwającym od stycznia 2008 r. stopniowym spadku, w okresie maj–lipiec br. dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych ponownie rosła, po czym obniżyła się znacznie w sierpniu i wrześniu br. Wskutek korzystnej sytuacji podażowej na rynku owoców i warzyw w okresie czerwiec–sierpień br. wyraźnie spadły ceny żywności nieprzetworzonej. W okresie lipiec–wrzesień br. obniżyło się także tempo wzrostu cen żywności przetworzonej, na co wpłynął m.in. spadek cen podstawowych surowców rolnych, przede wszystkim mleka, na rynku krajowym.

Można oczekiwać, że w najbliższym okresie dynamika cen żywności oraz ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 1.3) będą się obniżać, do czego przyczyniać się będzie korzystna obecnie sytuacja podażowa na rynku surowców roślinnych. Z drugiej strony spadek dynamiki cen żywności może być ograniczany przez wysokie roczne tempo wzrostu cen mięsa.

Tabela 1.1: Roczne wskaźniki CPI w wybranych krajach.

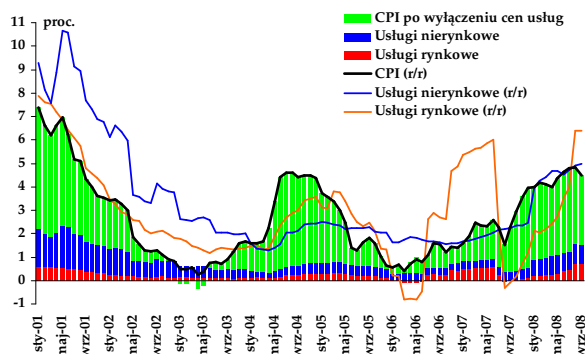
Zmiana r/r (w proc.)	2007				2008								
	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
Austria	2,1	2,8	3,1	3,6	3,2	3,2	3,5	3,3	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7
Belgia	1,5	2,2	2,9	3,1	3,5	3,6	4,4	4,2	5,2	5,8	5,9	5,4	5,5
Finlandia	2,6	2,7	2,8	2,6	3,9	3,7	3,8	3,5	4,2	4,3	4,4	4,7	4,7
Francja	1,5	2,0	2,4	2,6	2,8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

Źródło: Dane Eurostat, GUS, krajowe urzędy statystyczne.

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

Wykres 1.4:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny usług

W analizowanym okresie nadal rosły ceny usług. Roczne tempo wzrostu tych cen zwiększyło się istotnie, na co złożył się wyraźnie silniejszy wzrost dynamiki cen usług rynkowych i niewielki wzrost dynamiki cen usług nierynkowych (Wykres 1.4).

Do wzrostu rocznej dynamiki cen usług rynkowych do 6,4% r/r w sierpniu i wrześniu br. przyczynił się przede wszystkim dalszy wzrost cen w kategorii *restauracje i hotele* oraz w turystyce zorganizowanej, a także wzrost dynamiki cen usług internetowych. Wzrost cen usług rynkowych wynika ze wzrostu popytu konsumpcyjnego oraz wzrostu jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze.

Do utrzymania dynamiki cen usług nierynkowych na wysokim poziomie przyczynił się dalszy wzrost cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania, w tym cen usług kanalizacyjnych, usług związanych z zaopatrywaniem w wodę oraz kosztów zarządu i administracji mieszkań, a także znaczny wzrost cen usług wywozu nieczystości w styczniu br. Wzrosły także ceny w grupach usług medycznych, edukacyjnych oraz związanych z transportem.

Do zwiększenia rocznej dynamiki cen usług przyczynił się skokowy wzrost dynamiki cen usług internetowych w sierpniu br., wynikający z wygaśnięcia statystycznego efektu bazy związanego z silnym spadkiem tych cen w sierpniu 2007 r.¹

¹W sierpniu 2007 r. nastąpił silny spadek cen usług internetowych (o 31,8% m/m), który wynikał z promocyjnego obniżenia tych cen u jednego z operatorów. W okresie do lipca br. roczny wskaźnik cen usług internetowych obniżał dynamikę wskaźnika CPI i wskaźników inflacji bazowej. Statystyczny efekt bazy związany ze spadkiem tych cen w sierpniu 2007 r. wygaś w sierpniu br., co *ceteris paribus* działało w kierunku wzrostu rocznej dynamiki CPI i wskaźników inflacji bazowej w tym miesiącu. Pomimo niewielkiego udziału cen usług internetowych w koszyku wykorzystywanym do obliczania wskaźnika CPI, obserwowane od 2005 r. zmiany cen tych usług są na tyle duże, że powodują znaczące spadki lub wzrosty całego wskaźnika CPI, a także tych jego składowych, do których zaliczane są te usługi. Zmiany cen usług internetowych i ich wpływ na inflację omawiane były również w poprzednich *Raportach*.

Tabela 1.2: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

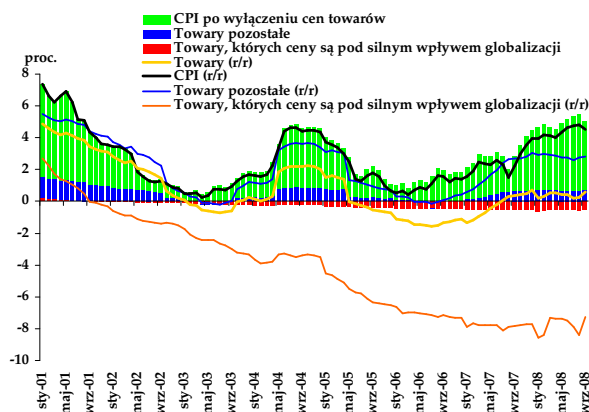
ZMIANY r/r (w proc.)	2007			2008								
	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
CPI	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	2,9	3,4	3,7	3,8	3,7	3,8	3,8	3,9	4,3	4,4	4,4	4,1
Cen o największej zmienności	2,9	3,5	4,1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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.5:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny towarów

W okresie czerwiec–wrzesień br. ceny towarów² wzrosły nieznacznie, do czego przyczynił się przede wszystkim wzrost cen wyrobów tytoniowych³. Roczne tempo wzrostu cen w tej grupie zwiększyło się do 0,6% we wrześniu wobec 0,4% w maju br. W kierunku spadku cen towarów w analizowanym okresie nadal oddziaływał spadek cen w grupie towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji⁴, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania (Wykres 1.5). Skala spadku cen w tej grupie zwiększyła się istotnie w lipcu i sierpniu br. wskutek silnych sezonowych obniżek cen odzieży i obuwia, po czym we wrześniu br. zmniejszyła się wyraźnie w wyniku wzrostu cen tych towarów. Roczne tempo wzrostu cen pozostałych towarów utrzymało się we wrześniu br. na poziomie z maja br. W kierunku spadku cen tych towarów oddziaływał w analizowanym okresie spadek cen sprzętu gospodarstwa domowego oraz towarów z grupy środków transportu. Z drugiej strony wzrosły ceny w pozostałych grupach towarowych w tej kategorii.

Ceny nośników energii

W analizowanym okresie roczna dynamika cen nośników energii kształtowała się na wysokim poziomie, na co złożyły się wzrost cen opału oraz wcześniejsze znaczące podwyżki cen gazu i energii elektrycznej. W czerwcu i lipcu br. w kierunku zwiększenia dynamiki cen nośników energii

²Zgodnie z przyjętą w *Raporcie* definicją, kategoria towarów nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii (łącznie z paliwami).

³Po wyłączeniu wyrobów tytoniowych z grupy towarów średnie miesięczne tempo zmian cen w tej grupie było ujemne. Wysoka dynamika cen wyrobów tytoniowych związana jest z corocznymi podwyżkami stawek podatku akcyzowego, wynikającymi z dostosowań do minimalnych stawek akcyzy obowiązujących w Unii Europejskiej. Wzrost cen detalicznych wyrobów tytoniowych jest rozłożony w czasie, m.in. ze względu na utrzymywanie znacznych zapasów tych wyrobów przez producentów.

⁴Do 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.

oddziaływał również wzrost cen paliw, do którego przyczyniał się wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych. W sierpniu i wrześniu br. w ślad za obniżającymi się cenami ropy ceny paliw spadały. Ze względu na już dokonane oraz oczekiwane podwyżki cen nośników energii można się spodziewać utrzymania tempa wzrostu tych cen na wysokim poziomie. W tym samym kierunku może oddziaływać obserwowane od sierpnia br. osłabienie złotego względem dolara amerykańskiego. Z drugiej strony spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych będzie oddziaływać w kierunku niższej dynamiki cen paliw i innych nośników energii powiązanych z ropą naftową (gaz ziemny).

Inflacja bazowa

W okresie czerwiec–wrzesień br. wzrosło pięć z sześciu miar inflacji bazowej (Wykres 1.6). Jedyne 15% średnia obciążona po przejściowym wzroście obniżyła się we wrześniu do poziomu z maja br. We wrześniu br. roczne tempo wzrostu wszystkich wskaźników inflacji bazowej przekraczało cel inflacyjny NBP (2,5%), a dynamika dwóch z nich (inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności) przekraczała roczną dynamikę wskaźnika CPI. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła we wrześniu br. do 2,9% – najwyższego poziomu od maja 2002 r.⁵

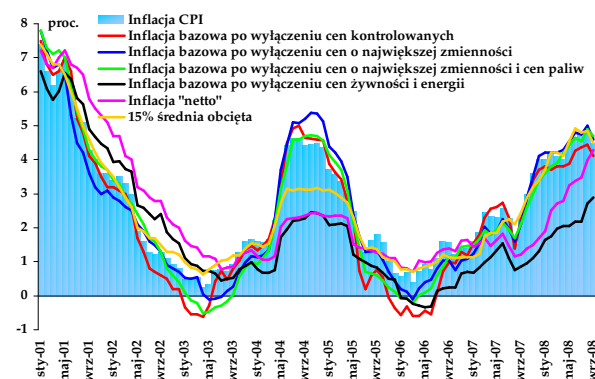
Kryterium inflacyjne z Maastricht

W okresie czerwiec–wrzesień br. dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania przez dany kraj kryterium inflacyjnego, wzrosła o 0,6 pkt. proc. do 4,2%. Jednocześnie o 0,6 pkt. proc. do poziomu 4,2%, tj. najwyższego od utworzenia strefy euro, wzrosła także wartość referencyjna. Od

⁵Wygaśnięcie statystycznego efektu bazy związanego z obniżką cen usług internetowych w sierpniu ub.r. przyczyniło się do wzrostu wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen energii i żywności w sierpniu br. o ok. 0,1 pkt. proc. W lipcu br. roczny wskaźnik cen usług internetowych obniżał dynamikę tego wskaźnika inflacji bazowej o 0,3 pkt. proc.

Wykres 1.6:

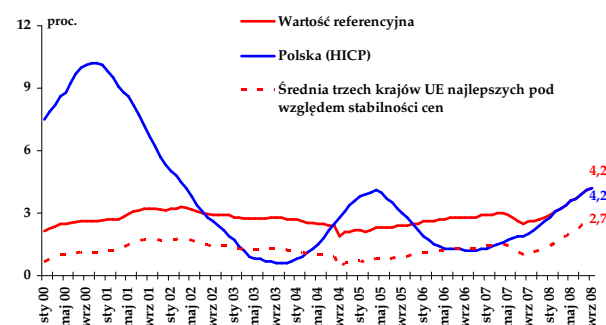
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.7:

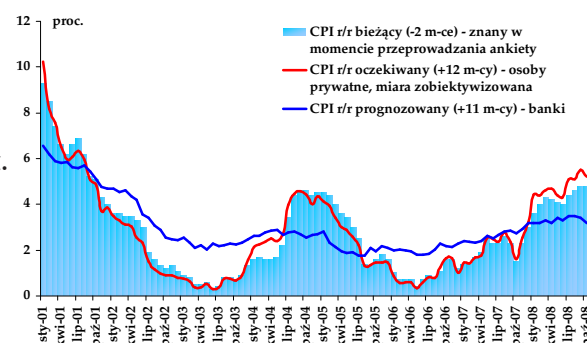
Inflacja HICP w Polsce (12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht.



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.8:

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



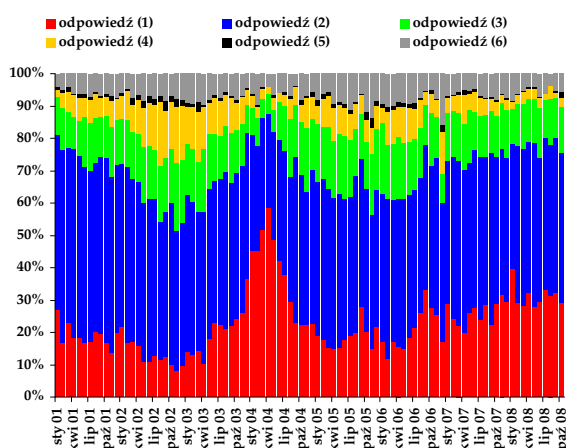
Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, obliczenia NBP.

lutego br. dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce jest równa wartości referencyjnej (Wykres 1.7).

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Wykres 1.9:

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych – struktura odpowiedzi na pytanie Ipsos.



Źródło: Dane Ipsos.

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

W okresie lipiec–wrzesień br. prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy kształtowały się na poziomie zbliżonym do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%). W październiku br. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych obniżyły się do 3,2% (Wykres 1.8).

W badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych odsetek respondentów, którzy oczekują, że w ciągu najbliższych miesięcy ceny będą rosły szybciej niż w momencie przeprowadzania badania oraz tych, którzy oczekują, że ceny będą rosły w takim samym tempie, wzrósł z 74% w czerwcu br. do ok. 80% w okresie lipiec–wrzesień br., a następnie obniżył się do 76% w październiku br. Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wzrosła do 5,2% w październiku br. (z 4,3% w czerwcu br.). Za wzrost oczekiwanej inflacji w październiku br. w stosunku do czerwca br. odpowiadały zmiany bieżącej inflacji; zmiany struktury odpowiedzi respondentów sondaży konsumenckich Ipsos oddziaływały w kierunku spadku oczekiwanej inflacji.

Determinanty inflacji

Mimo lepszych od oczekiwań danych o PKB za II kw. 2008 r., w kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego ulegnie obniżeniu. Według szacunków GUS w II kw. br. realny PKB wzrósł o 5,8% r/r, czyli w tempie nieznacznie niższym od odnotowanego w I kw. br. i wyższym niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*. Dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywał wzrost konsumpcji oraz inwestycji. Tempo wzrostu importu przewyższało dynamikę eksportu, przyczyniając się do utrzymania ujemnego od IV kw. 2005 r. wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. W ostatnich miesiącach zmniejszyło się tempo wzrostu zatrudnienia; mimo to bezrobocie nadal się obniżało. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rosło szybciej niż wydajność pracy, czego efektem był istotny wzrost jednostkowych kosztów pracy. Procesom tym towarzyszył wzrost inflacji bazowej oraz powiększający się deficyt na rachunku obrotów bieżących. Inflacja CPI wzrosła od poprzedniego *Raporu* przede wszystkim wskutek wzrostu dynamiki cen energii oraz cen części usług. Podwyższona inflacja CPI wynika nadal w dużym stopniu z obserwowanego wcześniej silnego wzrostu cen produktów rolno-spożywczych oraz surowców energetycznych na rynkach światowych, a także znaczących podwyżek cen regulowanych w Polsce.

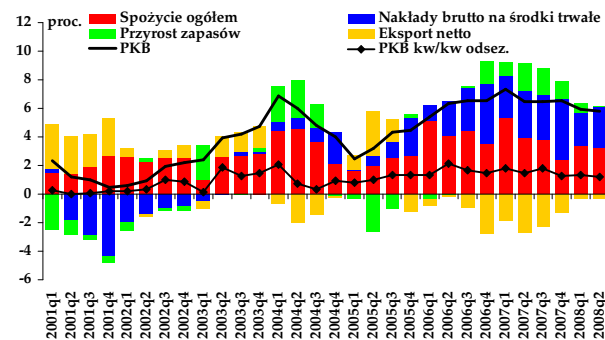
2.1 Popyt

W II kw. 2008 r. tempo wzrostu realnego PKB wyniosło 5,8% r/r (wobec 6,0% r/r w I kw. 2008 r.) i było wyższe niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie* (Tabela 2.1, Wykres 2.1)⁶. Zarówno dynamika spożycia indywidualnego, jak i tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe utrzymały się na wysokim poziomie, powyżej oczekiwań z poprzedniego *Raporu*. W efekcie nadal dynamicznie rósł popyt krajowy (wzrost o 6,0% r/r w II kw. br. wobec 6,2% r/r w I kw. br.). Import wzrastał szybciej niż eksport, przyczyniając się do utrzymania ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

⁶W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może różnić się od prezentowanej przez GUS.

Wykres 2.1:

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.1: Tempo wzrostu PKB i składników popytu.

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

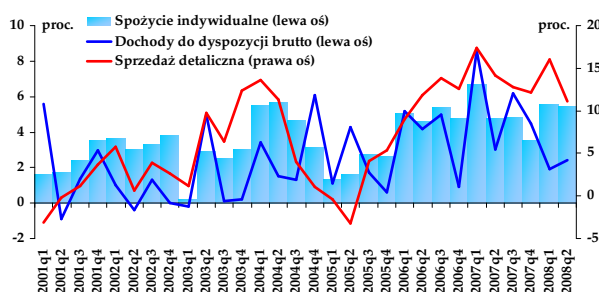
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

W ocenie NBP w najbliższych kwartałach należy oczekiwać osłabienia dynamiki PKB w porównaniu z I poł. 2008 r. Ze względu na spowolnienie gospodarcze w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski oczekiwany jest spadek dynamiki eksportu. Saldo handlu zagranicznego pozostanie ujemne, ale nie będzie czynnikiem istotnie wpływającym na dynamikę PKB. Dominującą rolę we wzroście PKB będą nadal odgrywać spożycie indywidualne oraz nakłady brutto na środki trwałe, jednak ich wzrost będzie niższy niż w I poł. br.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Wykres 2.2:

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



Źródło: Dane GUS.

W II kw. 2008 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się nieznacznie do 5,5% r/r (wobec 5,6% r/r w I kw. br.) i było nieco wyższe od oczekiwań przedstawionych w poprzednim *Raporcie*. Według szacunków GUS w II kw. br. spożycie publiczne obniżyło się (o 1,2% r/r), podczas gdy w czerwcowym *Raporcie* oczekiwano wzrostu tej kategorii.

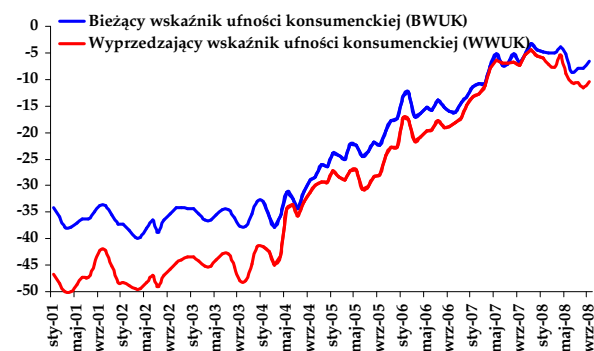
Wysoka dynamika spożycia indywidualnego w II kw. br. była efektem systematycznie rosnących dochodów gospodarstw domowych (Wykres 2.2), do czego przyczyniały się przede wszystkim: silny wzrost dochodów z pracy najemnej, zwłaszcza w sektorze przedsiębiorstw (wzrost nominalnego funduszu płac o 17,6% r/r) oraz tegoroczna waloryzacja rent i emerytur. Fundusz nabywczy gospodarstw domowych był dodatkowo wspierany

przez nadal szybko rosnące kredyty konsumpcyjne (patrz rozdział 2.5.3 Kredyt i pieniądz). W kierunku obniżenia realnej wartości popytu konsumpcyjnego oddziaływała natomiast podwyższona inflacja CPI. W efekcie w II kw. 2008 r. dynamika sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) wyniosła 11,1% r/r, wobec 16,0% r/r w I kw. br.; w III kw. br. dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 8,0% r/r.

W III kw. 2008 r. nastroje konsumenckie, mierzone wskaźnikami ufności konsumenckiej, pogorszyły się w stosunku do II kw. br., pozostając jednak na historycznie wysokim poziomie (Wykres 2.3). Źródłem gorszych niż w poprzednim kwartale oczekiwań konsumentów było przede wszystkim obniżenie ocen przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju. Można zatem oczekiwać osłabienia dynamiki konsumpcji w najbliższych kwartałach, czego potwierdzeniem jest obniżająca się dynamika sprzedaży detalicznej.

□ 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 okresie styczeń–wrzesień 2008 r. budżet państwa wykazał deficyt w wysokości 4,2 mld zł⁷. Na wzrost deficytu budżetu państwa od ostatniego *Raportu* złożyły się wyraźne zwiększenie dynamiki wydatków budżetowych i niewielkie osłabienie tempa wzrostu dochodów budżetowych, głównie z podatków pośrednich. Wynik budżetu państwa na koniec września br. był jednak znacznie lepszy niż przewidywano⁸, do czego przyczyniło się w zasadniczym stopniu niskie wykonanie wydatków, wynikające m.in. z przesunięcia realizacji niektórych zadań na kolejne miesiące br. i opóźnienia realizacji inwestycji finansowanych ze środków Unii Europejskiej. Wydatki budżetowe wzrosły w okresie styczeń–wrzesień 2008 r. o 12,5% r/r, a dochody podatkowe o 8,9% r/r. W IV kw. 2008 r. należy oczekiwać dalszego przyspieszenia dynamiki wydatków

⁷W tym samym okresie 2007 r. odnotowano nadwyżkę budżetową w wysokości 0,2 mld zł, a w 2006 r. deficyt 14,6 mld zł.

⁸Ministerstwo Finansów planowało, że po dziewięciu miesiącach 2008 r. deficyt budżetowy wyniesie 16,7 mld zł, czyli 61,6% planu rocznego.

budżetowych, jednak według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów⁹ ich poziom może być niższy od zapisanego w ustawie budżetowej na 2008 r. Zakładając, że utrzyma się dobra sytuacja dochodowa, Ministerstwo przewiduje w 2008 r. deficyt budżetu państwa na poziomie 22,9 mld zł, tj. poniżej zaplanowanych 27,1 mld zł.

Wysokie tempo wzrostu gospodarczego oraz korzystna sytuacja na rynku pracy pozytywnie wpływały na dochody pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, głównie dochody funduszy celowych z tytułu składek oraz jednostek samorządu terytorialnego z tytułu podatków. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, mimo istotnego ubytku wpływów ze względu na obniżkę składki rentowej przy jednoczesnym wzroście wypłat świadczeń¹⁰, realizował ustawowe zadania bez korzystania z kredytów bankowych. Wysokie przychody odnotował Narodowy Fundusz Zdrowia, do czego – oprócz korzystnej sytuacji gospodarczej – przyczyniło się także zwiększenie podstawy wymiaru naliczania składki zdrowotnej w wyniku redukcji stawki rentowej. Natomiast Fundusz Pracy dzięki wysokim wpływom ze składek i niskim wydatkom od początku br. osiągał wysoką nadwyżkę finansową. Również jednostki samorządu terytorialnego odnotowały wysoką nadwyżkę budżetową, która po sześciu miesiącach br. wyniosła 12,2 mld zł (wobec 11,3 mld zł w tym samym okresie 2007 r.), pomimo niższej dynamiki dochodów z PIT związanej z obowiązującą w br. ulgą rodzinną.

Dostępne informacje wskazują, że deficyt całego sektora finansów publicznych, który zgodnie z projektem *Ustawy budżetowej na rok 2009* ma w 2008 r. wynieść 2,5% PKB (według metodologii ESA'95), może okazać się niższy. Prognozy deficytu tego sektora obarczone są jednak niepewnością, szczególnie co do poziomu wydatków

⁹Szacunki zawarte w projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2009*.

¹⁰Ubytek wpływów FUS był związany z redukcją składki rentowej: w lipcu 2007 r. została ona obniżona z 13% do 10% podstawy wymiaru, a w styczniu 2008 r. do 6%. Z kolei wzrost wypłat świadczeń wynikał z dokonanej w 2008 r. waloryzacji emerytur i rent według nowego mechanizmu (wskaźnik inflacji powiększony o 20% realnego wzrostu wynagrodzeń) oraz zakończenia likwidacji tzw. starego portfela emerytur.

inwestycyjnych, realizowanych przez budżet państwa oraz jednostki samorządu terytorialnego¹¹.

Omówienie perspektyw finansów publicznych w 2009 r. znajduje się w *Opinii Rady Polityki Pieniężnej do projektu Ustawy budżetowej na rok 2009*¹².

2.1.3 Popyt inwestycyjny

W II kw. 2008 r. nakłady brutto na środki trwałe nadal szybko rosły – ich dynamika wyniosła 15,2% r/r (Wykres 2.4). W efekcie stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB) wzrosła do poziomu 22,0%¹³ (Wykres 2.5).

Wysoka aktywność inwestycyjna w II kw. 2008 r. obserwowana była w szczególności w sektorze przedsiębiorstw oraz sektorze instytucji rządowych i samorządowych. W przedsiębiorstwach niefinansowych zatrudniających powyżej 49 pracowników nakłady na nowe środki trwałe rosły wyraźnie wolniej niż w ub.r., lecz nadal wzrost ten był wysoki i wyniósł 21,6% r/r (w cenach bieżących). Jeszcze szybszy wzrost nastąpił w sektorze rządowym i samorządowym¹⁴, przy pogarszającej się koniunkturze w budownictwie mieszkaniowym.

W II kw. br. udział nakładów na zakup maszyn, urządzeń technicznych i narzędzi oraz środków transportu w nakładach inwestycyjnych sektora przedsiębiorstw niefinansowych obniżył się w porównaniu z II kw. 2007 r. i wyniósł 63,2%, wzrósł

¹¹Stopień realizacji rocznego planu wydatków budżetowych na zadania inwestycyjne oraz związane z wykorzystaniem środków z Unii Europejskiej pozostawał po dziewięciu miesiącach br. niski. Należy jednak zaznaczyć, że sytuacja ta może ulec zmianie, gdyż istotna część tych wydatków jest zwykle realizowana w ostatnich miesiącach roku.

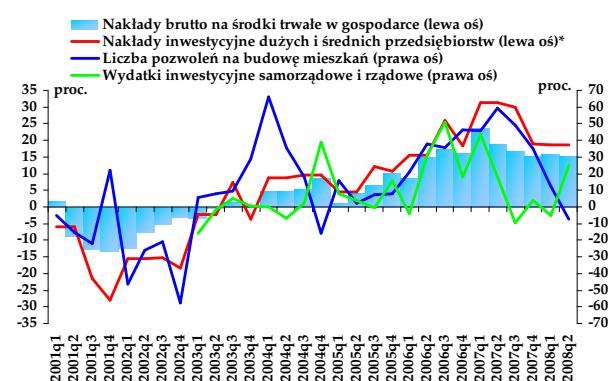
¹²*Opinia RPP* zostanie zamieszczona na stronie internetowej NBP (<http://www.nbp.pl>)

¹³Stopa inwestycji obliczona jest na podstawie danych za ostatnie cztery kwartały. Spośród dwunastu nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej jedynie trzy (Malta, Cypr i Węgry) odnotowały w ostatnich czterech kwartałach niższą stopę inwestycji niż Polska.

¹⁴Plan wydatków budżetowych na 2008 r. przewiduje znacznie wyższe wydatki na zadania inwestycyjne niż te dokonane w 2007 r. W efekcie, mimo wysokiej rocznej dynamiki wydatków inwestycyjnych w II kw. 2008 r. w sektorze instytucji rządowych i samorządowych, stopień realizacji tego planu pozostaje niski.

Wykres 2.4:

Inwestycje w gospodarce (r/r).

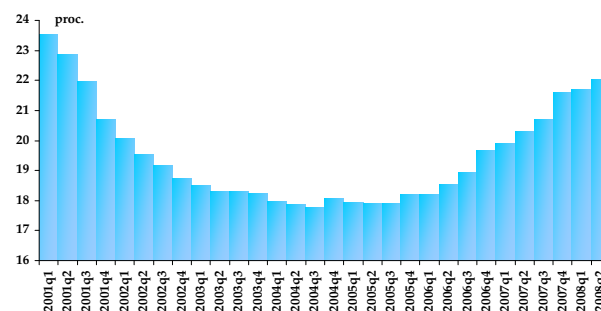


Źródło: Dane GUS, dane Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

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

Wykres 2.5:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

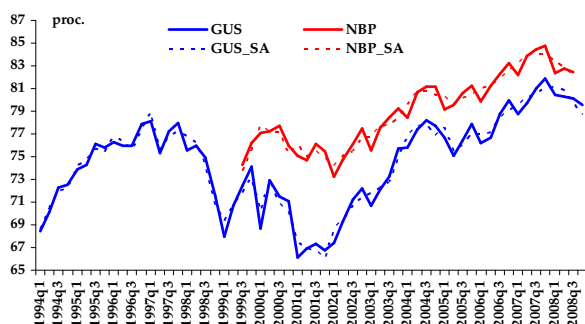
Tabela 2.2: Struktura nakładów brutto na środki trwałe w Polsce.

Udział (proc.)	2006				2007				2008	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
Maszyny i urządzenia	31,7	29,3	29,9	28,6	33,3	29,1	29,2	27,8	32,3	29,1
Środki transportu	11,1	11,2	10,8	11,4	10,9	11,1	11,0	9,2	11,9	11,1
Budownictwo mieszkaniowe	17,0	17,0	15,5	13,1	15,5	15,5	15,6	10,9	16,1	16,6
Pozostałe budynki i budowle	36,8	38,8	40,2	43,0	37,0	40,5	40,2	48,0	35,5	39,8
Pozostałe inwestycje	3,5	3,7	3,6	3,7	3,0	3,7	3,8	4,0	4,1	3,3

Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.6:

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



Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów. Natomiast próba NBP liczyła we wrześniu 2008 r. 894 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.

natomiast udział nakładów na budynki i budowle. Na zmiany w strukturze nakładów złożyły się z jednej strony umocnienie się kursu złotego, powodujące obniżenie kosztów zakupu importowanych środków trwałych, z drugiej zaś szybko rosnące ceny produkcji budowlano-montażowej.

W najbliższych kwartałach można oczekiwać dalszego wzrostu inwestycji, ale dynamika tej kategorii istotnie się obniży w porównaniu do I poł. 2008 r. Potwierdzają to badania koniunktury NBP, z których wynika, że w IV kw. br. respondenci planują rozpocząć wyraźnie mniej nowych zadań inwestycyjnych niż w III kw. br. i w analogicznym okresie ub.r.¹⁵ Do kontynuowania działalności inwestycyjnej skłania przedsiębiorstwa nadal wysoki, choć obniżający się, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych¹⁶ (Wykres 2.6). W tym samym kierunku oddziałują: wciąż dobra, choć pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw, korzystne perspektywy napływu funduszy strukturalnych oraz wysoka, choć obniżająca się stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału (Wykres 2.7).

Po stronie czynników, które w najbliższych kwartałach będą negatywnie oddziaływać na inwestycje przedsiębiorstw, należy wymienić pogorszenie się perspektyw zbytu¹⁷, dalsze zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów zarówno dla dużych

¹⁵Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP.

¹⁶Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP.

¹⁷Wyniki badań ankietowych NBP sugerują, że w sektorze przedsiębiorstw zmniejszył się optymizm wobec przyszłego popytu.

firm, jak i dla małych i średnich przedsiębiorstw¹⁸, wzrost kosztów prowadzenia działalności (w tym kosztów wynagrodzeń oraz energii), a także zwiększenie się kosztów pozyskania kapitału. Na ocenę opłacalności planowanych projektów inwestycyjnych, a zatem i aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw, będzie także negatywnie oddziaływać wzrost niepewności i znaczące pogorszenie koniunktury na rynkach światowych, w tym u głównych partnerów handlowych Polski.

Rosnący napływ funduszy unijnych sprawia, że perspektywy aktywności inwestycyjnej w sektorze rządowym i samorządowym w najbliższych kwartałach pozostają korzystne. Rośnie natomiast niepewność związana z rozwojem sytuacji na rynku mieszkaniowym w warunkach obserwowanych w ostatnich miesiącach obniżek cen mieszkań i silnego obniżenia się cen aktywów na innych rynkach.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących¹⁹

Popyt zewnętrzny

W II kw. 2008 r tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro, która jest największym rynkiem eksportowym Polski, obniżyło się do 1,4% r/r (wobec 2,1% r/r w I kw. br.) i było najniższe od 2003 r.²⁰ Obniżenie aktywności ekonomicznej nastąpiło we wszystkich największych gospodarkach tego regionu²¹. Do osłabienia wzrostu gospodarczego w strefie euro przyczyniło się przede wszystkim obniżenie dynamiki konsumpcji gospodarstw

¹⁸Na zaostrzenie polityki kredytowej wskazują zarówno wyniki badań ankietowych NBP (patrz: *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kw. 2008 r.*), jak i badania koniunktury NBP (patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP).

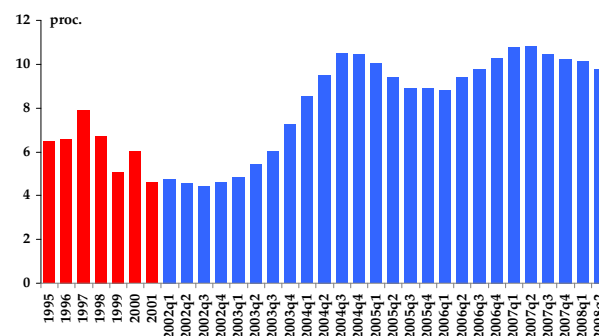
¹⁹Dane dotyczące eksportu i importu przedstawione w tym rozdziale odnoszą się do wielkości wyrażonych w EUR.

²⁰W ujęciu kw/kw realny PKB w strefie euro obniżył się w II kw. 2008 r. o 0,2%; był to pierwszy spadek PKB od czasu utworzenia strefy euro.

²¹W II kw. 2008 r. PKB w Niemczech wzrósł o 1,7% r/r (wobec 2,6% r/r w I kw. br.), we Francji o 1,1% r/r (wobec 2,1% r/r), a we Włoszech obniżył się o 0,1% r/r (wobec wzrostu o 0,3% r/r w I kw. br.).

□ Wykres 2.7:

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego w sektorze przedsiębiorstw.



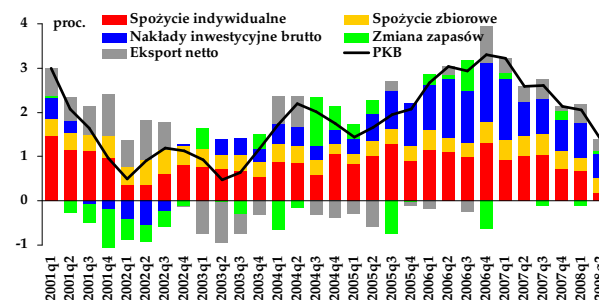
Źródło: Dane GUS, szacunki NBP.

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

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 49 osób.

□ Wykres 2.8:

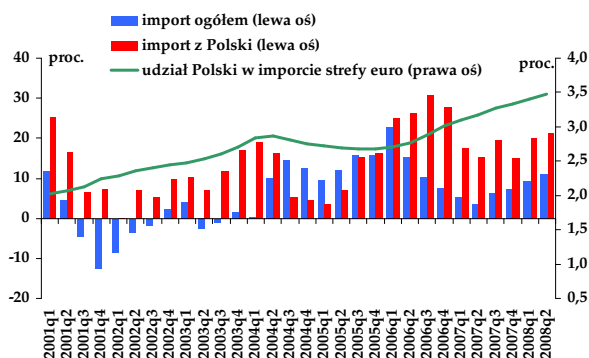
Wzrost gospodarczy w strefie euro (r/r).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.9:

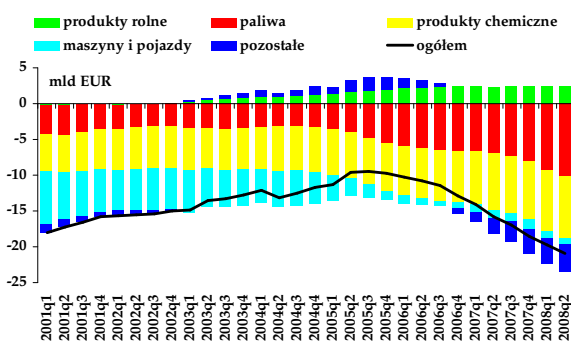
Dynamika importu strefy euro ogółem i z Polski (r/r) oraz udział Polski w imporcie strefy euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.10:

Saldo w polskim handlu zagranicznym wg głównych grup towarów (4 kwartały krocząco).



Źródło: Dane GUS.

domowych. Ponadto w porównaniu z poprzednim kwartałem mniejszy udział we wzroście PKB miały także inwestycje oraz eksport netto (Wykres 2.8).

Obniżenie się udziału eksportu netto we wzroście gospodarczym strefy euro wynikało z większego osłabienia dynamiki eksportu niż importu. Do obniżenia się dynamiki eksportu strefy euro przyczyniły się dalsze spadki wartości eksportu do Stanów Zjednoczonych i Japonii oraz niska dynamika eksportu do Wielkiej Brytanii, co związane było z osłabieniem aktywności ekonomicznej w tych krajach, będących najważniejszymi partnerami handlowymi strefy euro²². Ze słabym wzrostem eksportu do krajów rozwiniętych kontrastowało relatywnie wysokie tempo wzrostu sprzedaży do pozostałych krajów, w tym zwłaszcza państw eksportujących ropę naftową, Chin oraz nowych krajów członkowskich UE²³.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiło dalsze znaczące obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego dla strefy euro zarówno na rok bieżący, jak i na rok 2009²⁴. Na dalsze spowolnienie aktywności ekonomicznej w tym regionie w III kw. br. wskazują zwłaszcza pogłębiające się spadki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także nadal pogarszające się oceny sytuacji ekonomicznej zarówno ze strony przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Na obniżenie przyszłej dynamiki eksportu tego regionu może wpłynąć przewidywane osłabienie wzrostu gospodarczego głównych partnerów handlowych strefy euro²⁵. Sytuację eksporterów w strefie eu-

²²W II kw. 2008 r. PKB w Stanach Zjednoczonych wzrósł o 2,1% r/r (wobec 2,5% r/r w I kw. br.), a popyt importowy obniżył się o 1,9% r/r (wobec spadku o 1,0% r/r w I kw. br.). Natomiast PKB w Wielkiej Brytanii wzrósł o 1,5% r/r (wobec 2,3% r/r w I kw. br.), a popyt importowy o 3,1% r/r (wobec 3,4% r/r).

²³W II kw. 2008 r. wartość eksportu strefy euro do krajów rozwiniętych wzrosła o 1,9% r/r, podczas gdy eksport do pozostałych krajów zwiększył się o 12,3% r/r. Najszybszy wzrost odnotował eksport do krajów będących eksporterami ropy naftowej.

²⁴Opublikowany w październiku 2008 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że wzrost gospodarczy w strefie euro w 2008 r. wyniesie 1,2% r/r (wobec 1,7% r/r prognozowanych w czerwcu br.), a w 2009 r. obniży się do 0,6% r/r (wobec 1,5% r/r).

²⁵Opublikowany w październiku 2008 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że wzrost PKB w Sta-

ro może nieco poprawić obserwowana w ostatnim okresie deprecjacja euro względem dolara i zahamowanie aprecjacji euro wobec funta brytyjskiego.

Mimo relatywnie niskiej dynamiki importu ogółem strefy euro, tempo wzrostu importu z Polski utrzymało się w II kw. br. na wysokim poziomie (Wykres 2.9)²⁶. Wzrost dynamiki eksportu do strefy euro przyczynił się do zwiększenia dynamiki polskiego eksportu²⁷. Także eksport Polski do krajów WNP oraz krajów rozwijających się rósł w II kw. 2008 r. szybciej niż w poprzednim kwartale. Pewnemu obniżeniu uległa natomiast dynamika polskiego eksportu do nowych krajów członkowskich UE, do czego przyczyniło się przede wszystkim osłabienie dynamiki eksportu części i akcesoriów²⁸.

Tempo wzrostu polskiego eksportu w podziale na główne grupy towarów było w II kw. 2008 r. silnie zróżnicowane. Różnice te w pewnym stopniu odzwierciedlają wrażliwość poszczególnych grup towarów na zmiany kursu złotego. Najwyższą dynamikę odnotował eksport maszyn i sprzę-

nach Zjednoczonych w 2008 r. wyniesie 1,6% r/r (wobec 1,2% r/r prognozowanych w czerwcu br.), a w 2009 r. obniży się do 0,6% r/r (wobec 1,5% r/r). Podwyższenie prognoz wzrostu na 2008 r. wynikało z wyższego niż oczekiwano wkładu eksportu netto do PKB Stanów Zjednoczonych oraz utrzymania się dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych w II kw. br. na relatywnie wysokim poziomie (w wyniku stymulacji podatkowej). Z kolei opublikowany w październiku 2008 r. konsensus prognoz dla Wielkiej Brytanii zakłada, że tempo wzrostu gospodarczego w 2008 r. wyniesie 1,1% r/r (wobec 1,7% r/r prognozowanych w czerwcu br.), a w 2009 r. 0,1% r/r (wobec 1,4% r/r).

²⁶Według danych Eurostatu import strefy euro z Polski wzrósł w II kw. 2008 r. o 21,3% r/r (wobec 20,2% r/r w I kw. br.). Spośród głównych partnerów handlowych strefy euro wyższy wzrost importu odnotowano jedynie w przypadku Norwegii i Rosji, a więc najważniejszych dostawców ropy naftowej.

²⁷Według danych GUS w II kw. 2008 r. wartość polskiego eksportu wzrosła o 19,9% r/r (wobec 16,5% r/r w I kw. br.). Przyspieszenie wzrostu wartości eksportu było wynikiem zarówno wyższej dynamiki wolumenu (wyniosła ona w II kw. br. 9,9% r/r wobec 9,1% r/r w I kw.), jak i silniejszego wzrostu cen transakcyjnych (9,1% r/r w II kw. br. wobec 6,8% r/r w I kw.).

²⁸Eksport części i akcesoriów stanowi w dużej mierze handel pomiędzy działającymi w Europie Środkowej i Wschodniej filiami korporacji wielonarodowych i jest ściśle powiązany z aktywnością sektora eksportowego strefy euro.

Tabela 2.3: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu.

Zmiana (proc.)	2006				2007				2008	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*										
r/r	4,3	13,9	17,7	16,7	13,5	5,7	4,0	-0,7	0,7	-1,8
kw/kw	3,4	7,5	4,4	0,5	0,6	0,1	2,8	-4,1	2,1	-2,4
Ceny importu / Ceny krajowe producentów**										
r/r	-2,0	3,5	0,9	0,5	2,1	-3,0	-4,0	-3,9	-3,1	-2,0
kw/kw	2,1	1,3	-0,9	-1,8	3,6	-3,7	-1,9	-1,8	4,5	-2,7
REER ULC***										
r/r	-3,5	-5,6	-8,2	-4,6	-4,6	3,6	6,4	9,2	14,0	18,1
kw/kw	-0,7	-5,1	-1,7	3,0	-0,6	3,0	0,9	5,7	3,8	6,7

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

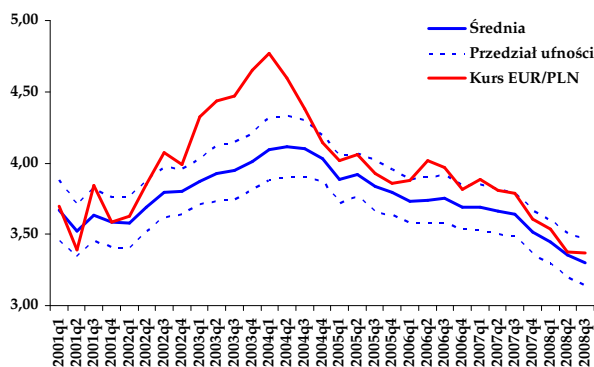
** PPI krajowy w przetwórstwie przemysłowym.

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

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

Wykres 2.11:

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



Źródło: Dane i szacunki NBP.

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

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

tu transportowego, który jest mało wrażliwy na zmiany kursu walutowego, natomiast przeszło dwukrotnie wolniej rósł eksport pozostałych towarów przetworzonych²⁹, gdzie zmiany kursowe mają większe znaczenie. Silny wzrost cen ropy naftowej spowodował, że wartość importu Polski w II kw. 2008 r. – podobnie jak w I kw. br. – rosła szybciej niż wartość eksportu³⁰, co przyczyniło się do dalszego wzrostu deficytu w polskim handlu (Wykres 2.10).

W II kw. 2008 r. pogorszyła się pozycja konkurencyjna zarówno krajowych eksporterów, jak i krajowych producentów (Tabela 2.3). Równocześnie badania koniunktury NBP wskazują, że ob-

²⁹ Eksport towarów przemysłowych sklasyfikowanych głównie według surowca oraz różnych wyrobów przemysłowych – por. sekcje 6 i 8 według nomenklatury SITC.

³⁰ Wartość importu Polski wzrosła w II kw. 2008 r. o 20,7% r/r (wobec 18,7% r/r w I kw. br.). Wzrost dynamiki wartości importu wynikał z silniejszego niż w I kw. br. wzrostu cen transakcyjnych (10,7% r/r wobec 6,4% r/r), natomiast obniżyła się dynamika wolumenu importu (9,0% r/r wobec 11,6% r/r). Wartość importu z wyłączeniem paliw wzrosła w II kw. 2008 r. o 18,7% r/r. Ujemne saldo handlu w grupie paliw w relacji do PKB wzrosło z 2,5% po II kw. 2007 r. do 3,0% po II kw. 2008 r.

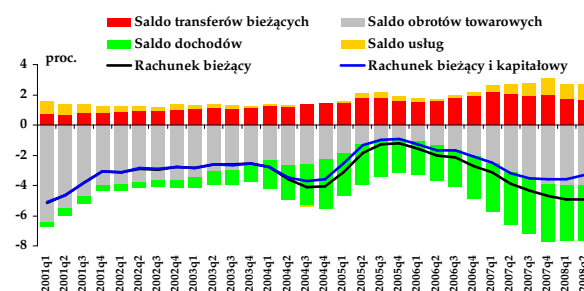
serwowanemu do lipca br. umocnieniu nominalnego kursu złotego towarzyszyło umacnianie deklarowanego przez przedsiębiorstwa kursu granicznego opłacalności eksportu. W III kw. br. nastąpiła stabilizacja nominalnego kursu złotego wobec euro przy jednoczesnej dalszej aprecjacji kursu granicznego (Wykres 2.11), co mogło działać w kierunku zahamowania pogarszania się konkurencyjności polskiego eksportu. Do umocnienia kursu granicznego przyczynia się wysoka relacja wydatków z tytułu importu do przychodów ze sprzedaży eksportowej³¹.

Bilans obrotów bieżących

W II kw. 2008 r. w porównaniu z II kw. 2007 r. wzrósł deficyt obrotów bieżących, do czego przyczyniło się pogłębienie deficytu obrotów towarowych oraz deficytu dochodów; w przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost nadwyżek salda usług oraz salda transferów. W relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kwartałów) nie zmienił się w porównaniu z poprzednim kwartałem i wyniósł 4,9%³²; w tym samym okresie ub.r. relacja ta kształtowała się na poziomie 3,9%. Z kolei łączny deficyt rachunku bieżącego i kapitałowego w relacji do PKB obniżył się w II kw. 2008 r. do 3,3% (wobec 3,6% w I kw. br.); w analogicznym okresie ub.r. relacja ta wyniosła 3,2% (Wykres 2.12).

Wykres 2.12:

Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB (4 kwartały krocząco).



Źródło: Dane NBP.

2.2 Produkcja

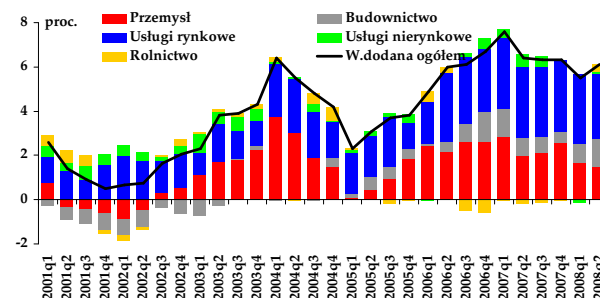
W II kw. 2008 r. dynamika wartości dodanej brutto utrzymała się na wysokim poziomie, zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego Raportu, i była

³¹Zgodnie z danymi GUS ze sprawozdań F-01/I-01 w 2007 r. relacja wydatków z tytułu importu do przychodów ze sprzedaży eksportowej w badanej populacji eksporterów wyniosła 89,4%.

³²Wraz z publikacją danych dotyczących bilansu obrotów bieżących za II kw. 2008 r. NBP skorygował dane historyczne, natomiast 22 października br. GUS opublikował skorygowane dane o PKB za 2007 r. i I poł. 2008 r. Po uwzględnieniu tych korekt deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB wyniósł po I kw. 2008 r. 4,9%, nie zaś 4,0%, jak podano w poprzednim Raporcie.

Wykres 2.13:

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

wyższa niż w I kw. br. (6,1% r/r wobec 5,5% r/r; Wykres 2.13).

Wkłady najważniejszych sekcji gospodarki (przemysłu, budownictwa i usług rynkowych) do wzrostu wartości dodanej ogółem w II kw. 2008 r. były zbliżone do poziomów z I kw. br. Natomiast wartość dodana w usługach nierynkowych oraz w rolnictwie działały w kierunku zwiększenia wzrostu wartości dodanej brutto, podczas gdy w poprzednim kwartale ich wkład do dynamiki wartości dodanej brutto był ujemny.

Tabela 2.4: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników.

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

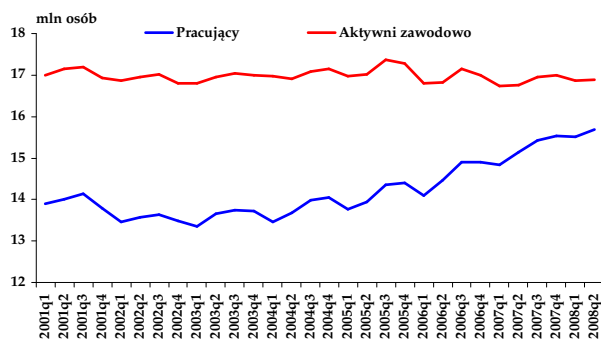
W ocenie NBP w kolejnych kwartałach dynamika wartości dodanej będzie wyraźnie niższa niż w I poł. 2008 r.

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Wykres 2.14:

Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

W II kw. 2008 r. nadal rosła liczba pracujących w gospodarce, choć wyraźnie wolniej niż w poprzednich kwartałach (Wykres 2.14 i Tabela 2.5). Liczba pracujących według BAEL po raz kolejny wzrosła do poziomu najwyższego w historii badania (tj. od 1992 r.).³³ Niższe tempo wzrostu liczby pracujących było przede wszystkim wynikiem spowolnienia wzrostu zatrudnienia w przemyśle, a więc w sektorze, który w dużym stopniu odpowiadał za wysoką dynamikę liczby pracujących

³³ Kwartałne dane o liczbie pracujących uzyskane na podstawie sprawozdawczości podmiotów gospodarczych nie uwzględniają osób pracujących w mikrofirmach (zatrudniających poniżej 9 osób), rolnictwie indywidualnym oraz jednostkach budżetowych prowadzących działalność w zakresie obrony narodowej i bezpieczeństwa publicznego.

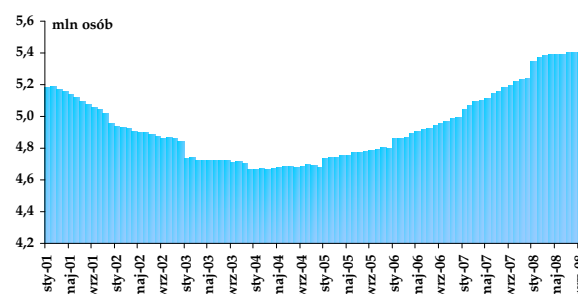
w poprzednich kwartałach. Nieznacznie obniżyło się również tempo wzrostu liczby pracujących w sektorze usług, który do IV kw. ub.r. generował najwięcej miejsc pracy. Nadal obniżała się liczba pracujących w rolnictwie.

Odzwierciedleniem słabnącego popytu na pracę w II kw. 2008 r., zwłaszcza w przemyśle, było zahamowanie wzrostu liczby zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.15). Dane miesięczne dotyczące sektora przedsiębiorstw wskazują na stabilizację zatrudnienia także w III kw. 2008 r.

Na obniżanie się popytu na pracę wskazywało również zmniejszenie się liczby ofert pracy zgłaszanych przez przedsiębiorców do urzędów pracy. W II kw. 2008 r. liczba ta w ujęciu rocznym uległa wyraźnemu obniżeniu i wyniosła 333 tys., co oznacza spadek w stosunku do II kw. 2007 r. o 9,0% r/r.

Wykres 2.15:

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.5: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach.

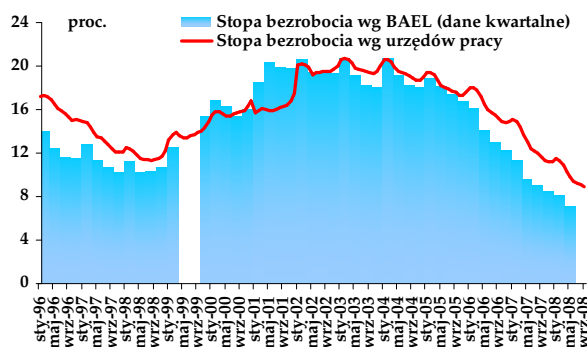
	Pracujący w 2008q2		Wzrost w 2008q1		Wzrost w 2008q2		Wzrost w 2008q1	Wzrost w 2008q2
	tys. osób	struktura (proc.)	r/r tys. osób	r/r proc.	r/r tys. osób	r/r proc.	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	15 689	100,0	676	4,6	537	3,5	4,0	3,5
Poza rolnictwem indywidualnym	13 586	86,6	741	5,8	551	4,2	5,1	4,2
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 756	62,2	417	4,5	373	4,0	4,4	3,9
wieś	5 933	37,8	259	4,6	163	2,8	4,2	2,8
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 269	14,5	-77	-3,5	-32	-1,4	-3,5	-2,6
przemysłowy	4 955	31,6	490	11,0	326	7,0	9,4	7,2
usługowy	8 454	53,9	265	3,2	237	2,9	3,5	2,9
Sektor własności								
publiczny	4 245	27,1	50	1,2	34	0,8	0,9	0,8
prywatny	11 444	72,9	626	5,9	502	4,6	5,7	4,5
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	12 008	76,5	632	5,6	464	4,0	4,9	4,0
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	3 032	19,3	65	2,2	107	3,7	2,0	2,1
pomagający członkowie rodzin	650	4,1	-20	-3,2	-33	-4,8	-4,1	-5,4
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 237	20,6	44	1,4	-12	-0,4	1,9	0,8
na czas nieokreślony	8 771	55,9	587	7,2	475	5,7	6,1	5,9

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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.16:

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



Źródło: Dane GUS.

W II i III kw. 1999 r. badanie BAEL nie zostało przeprowadzone.

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 zaczyna 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 pracujące w badaniu BAEL. Przy obliczaniu stopy bezrobocia rejestrowanego liczba bezrobotnych jest dzielona przez sumę liczby bezrobotnych oraz oszacowanej przez GUS liczby pracujących w danym miesiącu.

Na coraz niższym, ale wciąż wysokim poziomie utrzymuje się odsetek pracodawców, którzy mają trudności z zatrudnieniem zarówno wykwalifikowanych pracowników³⁴, jak i pracowników w ogóle³⁵.

Wzrost liczby pracujących w całej gospodarce w dalszym ciągu przyczyniał się do spadku stopy bezrobocia, zarówno rejestrowanego, jak i obliczonego na podstawie BAEL (Wykres 2.16). Stopa bezrobocia i liczba bezrobotnych według BAEL obniżyły się do najniższych poziomów od początku prowadzenia badań (odpowiednio do 7,1% i 1196 tys. w II kw. 2008 r.). Można jednak oczekiwać, że spadek stopy bezrobocia zostanie w najbliższych kwartałach zahamowany.

Liczba osób aktywnych zawodowo wzrosła w II kw. 2008 r. o 0,8% r/r do 16 885 tys. i był to kolejny kwartał wzrostu podaży pracy w ujęciu rocznym (po wzroście o 0,9% r/r w I kw. 2008 r.). W 2006 i 2007 r. liczba osób aktywnych zawodowo zmniejszała się, co pogłębiało problemy pracodawców z pozyskaniem odpowiednich pracowników. Od I kw. 2008 r. notowany jest również wzrost współczynnika aktywności zawodowej ogółem (w II kw. 2008 r. wzrósł on o 0,4 pkt. proc. r/r do 53,9%). Wzrost aktywności zawodowej był szczególnie wysoki w grupie osób w wieku 45–60/65 lat, co może oznaczać, że dobra sytuacja na rynku pracy przyczyniła się do aktywizacji zawodowej osób starszych. Wzrost odsetka osób aktywnych na rynku pracy mógł być także spowodowany powrotami części Polaków z emigracji zarobkowej.

Wyniki badań koniunktury NBP³⁶ wskazują, że w III kw. br. po raz trzeci z rzędu pogorszyły się prognozy przedsiębiorców dotyczące zatrud-

³⁴Według badań koniunktury GUS w budownictwie we wrześniu 2008 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało 55,0% pracodawców (wobec 53,8% rok wcześniej). Zmniejszenie się popytu na pracę w przetwórstwie przemysłowym spowodowało spadek odsetka pracodawców tego sektora zgłaszających problemy kadrowe do 28,0% w III kw. 2008 r. (wobec 29,6% w analogicznym okresie 2007 r.).

³⁵W III kw. 2008 r. trudności z zatrudnieniem pracowników deklarowało 11,4% firm z przetwórstwa przemysłowego wobec 16,2% rok wcześniej.

³⁶Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP.

nienia. Po raz pierwszy od 2005 r. przewiduje się spadek zatrudnienia w przemyśle i transporcie, natomiast w budownictwie oraz usługach z wyłączeniem transportu nadal spodziewany jest wzrost zatrudnienia, choć obniżyła się prognozowana skala tego wzrostu.

2.3.2 Płace i wydajność

W II kw. 2008 r. odnotowano dalsze przyspieszenie dynamiki nominalnych wynagrodzeń w gospodarce (do 11,6% r/r wobec 10,1% r/r w I kw. br.) oraz w sektorze przedsiębiorstw (do 12,1% r/r wobec 11,4% r/r w I kw. br.; Wykres 2.17). Natomiast dane za III kw. br. wskazują na obniżenie się tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.

W II kw. 2008 r. dynamika wydajności pracy³⁷ nieco wzrosła w stosunku do I kw. br. (2,2% r/r wobec 1,5% r/r), jednak wzrost dynamiki wynagrodzeń spowodował, że jednostkowe koszty pracy w gospodarce wzrosły w II kw. br. silniej niż w poprzednim kwartale (o 9,2% r/r wobec 8,5% r/r)³⁸ i jednocześnie najsilniej od IV kw. 1998 r. (Wykres 2.18).

Wysoka dynamika jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się również w przedsiębiorstwach przemysłowych (Wykres 2.19)³⁹. Oddziałuje ona w kierunku utrzymania się presji kosztowej w przedsiębiorstwach.

Według badań koniunktury NBP⁴⁰ zmniejszył się odsetek przedsiębiorstw, które planują podwyżki płac w IV kw. 2008 r. Średnia wysokość planowanych podwyżek wynagrodzeń wzrosła natomiast

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

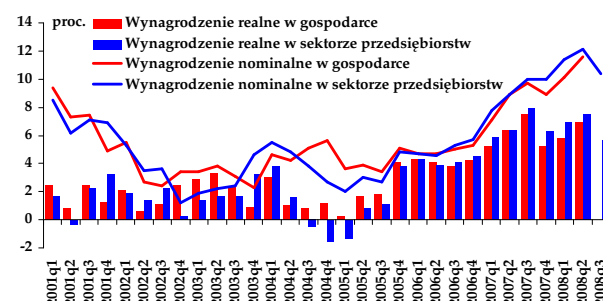
³⁸Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

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

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

Wykres 2.17:

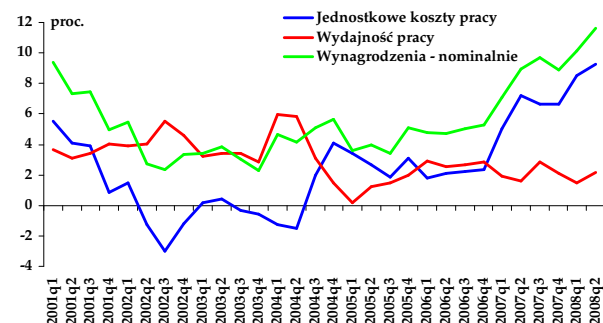
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18:

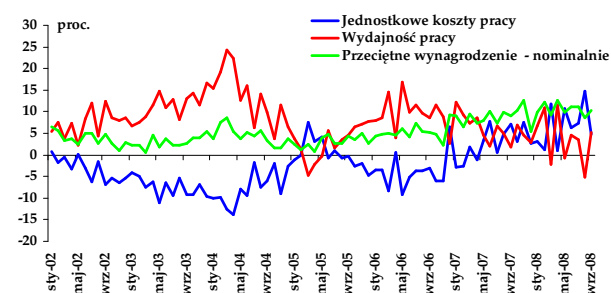
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.19:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

nieznacznie w porównaniu z planami deklarowanymi w poprzednim kwartale⁴¹. Z drugiej strony na niskim poziomie pozostaje odsetek firm, dla których wzrost wynagrodzeń stanowi główną przyczynę wzrostu cen oferowanych przez nie produktów. Spośród firm, które deklarowały, że w IV kw. br. podniosą płace, odsetek ten wyniósł 4,4%.

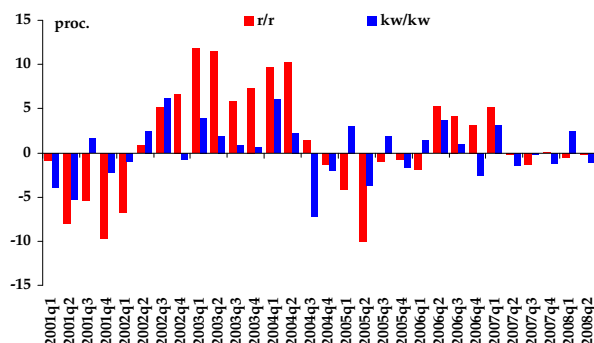
Do dalszego wzrostu płac w gospodarce mogą przyczynić się podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym. W II kw. 2008 r. odnotowano wyraźny wzrost dynamiki płac w tym sektorze, a w szczególności w administracji (13,7% r/r wobec 6,7% r/r w I kw. 2008 r.), edukacji (11,5% r/r wobec 6,0% r/r) oraz ochronie zdrowia (18,2% r/r wobec 14,9% r/r).

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

Wykres 2.20:

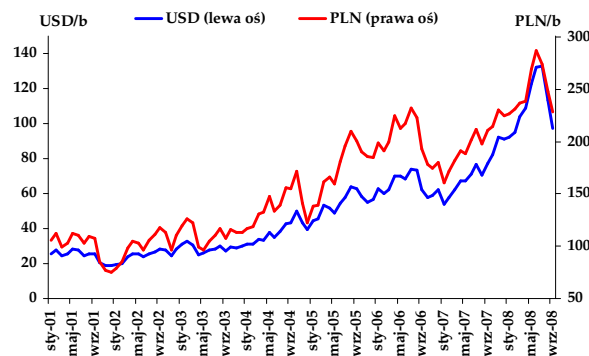
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.21:

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

W I i II kw. 2008 r. obniżały się ceny importu wyrażone w PLN (Wykres 2.20), do czego przyczyniła się aprecjacja nominalnego kursu złotego. Spadek cen transakcyjnych w imporcie nastąpił pomimo silnego wzrostu cen ropy naftowej w ujęciu rocznym⁴². Natomiast ceny pozostałych towarów importowanych traktowanych łącznie nadal wykazywały tendencję spadkową zapoczątkowaną w III kw. 2007 r. Od IV kw. ub.r. obniżają się także ceny eksportu. W efekcie szybszego spadku cen eksportu niż cen importu w I poł. 2008 r. nastąpiło pogorszenie *terms of trade*.

W III kw. br. na światowych rynkach nastąpił pierwszy od I kw. 2007 r. spadek cen ropy w ujęciu kwartalnym⁴³ (Wykres 2.21). Przyczyniły się do niego zmniejszenie popytu na ropę w

⁴¹ Średnia podwyżka w grupie przedsiębiorstw, które ją przewidują, wynosi 6,1%.

⁴² W I kw. 2008 r. ceny importowe ropy naftowej wyrażone w PLN wzrosły o 42,0% r/r, a w II kw. br. o 30,9% r/r.

⁴³ Do 11 lipca br. ceny ropy wykazywały trend wzrostowy, osiągając najwyższy poziom 147,5 USD/b, a następnie silnie obniżały się pomimo konfliktu między Rosją a Gruzją (skutkującego wstrzymaniem dostaw ropy z Azerbejdżanu), decyzji OPEC o obniżeniu produkcji oraz wstrzymaniu wydobycia i przetwórstwa ropy w rejonie Zatoki Meksykańskiej w wyniku huraganów (co przyczyniło się do silnego spadku zapasów ropy i produktów naftowych w USA).

krajach rozwiniętych, w tym przede wszystkim w USA, oraz obawy o rozszerzenie się kryzysu na rynkach finansowych na gospodarkę globalną – zwłaszcza na kraje rozwijające się, które dotychczas charakteryzowały się relatywnie wysoką dynamiką popytu na ropę. Spadkowi bieżących cen ropy towarzyszyło obniżenie jej cen prognozowanych zarówno na 2008 jak i 2009 r.⁴⁴ Obniżaniu cen ropy będzie prawdopodobnie przeciwdziałać OPEC, dostosowując wielkość podaży do słabnącego popytu. Silna zmienność cen ropy obserwowana w ostatnich tygodniach sprawia, że oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłych cen ropy są obciążone dużą niepewnością (zwłaszcza, że obecnie na poziom cen bardziej wpływa sytuacja na światowych rynkach finansowych niż zmiany popytu i podaży).

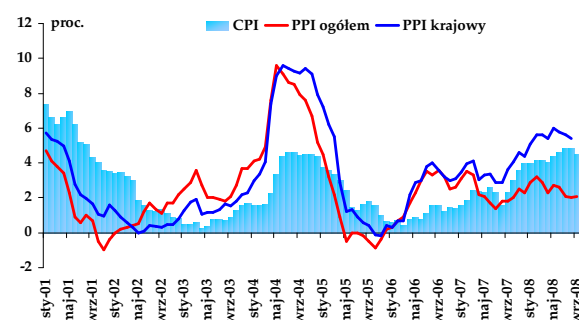
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej⁴⁵

W III kw. 2008 r. zanotowano spadek rocznego wskaźnika PPI do 2,1% r/r (Wykres 2.22, Wykres 2.23). Tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym przewyższało dynamikę cen producentów ogółem o ponad 3 pkt. proc., co było związane ze spadkiem cen eksportu w tym okresie. Spadek ten był efektem aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego. Wzrost dynamiki cen producentów w stosunku do II kw. 2008 r. odnotowano w sekcjach *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną i gaz* oraz *górnictwo i kopalnictwo*. W III kw. 2008 r. najwyższe tempo wzrostu cen producentów zanotowano w górnictwie. Największy wkład do wzrostu wskaźnika cen producentów ogółem miała sekcja *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną i gaz*. Znacząco obniżył się wkład

⁴⁴Między czerwcem a październikiem br. Departament Energii USA obniżył prognozy cen ropy na 2008 r. o 10,6 USD/b (do 111,6 USD/b), a prognozy na 2009 r. o 14,0 USD/b (do 112,0 USD/b).

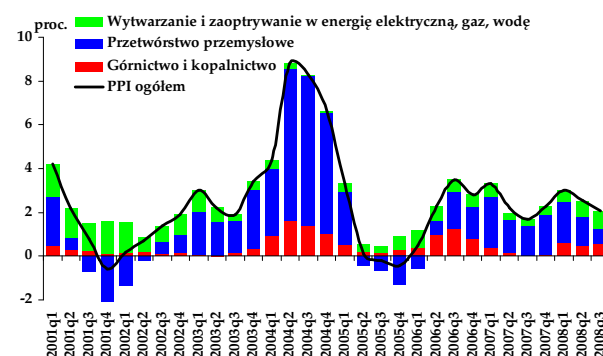
⁴⁵Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo*, *przetwórstwo przemysłowe* oraz *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*) odnoszące się do określonego miesiąca są publikowane w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach *przetwórstwa przemysłowego* oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym).

□ Wykres 2.22:
Zmiany CPI i PPI (r/r).



Źródło: Dane GUS.

□ Wykres 2.23:
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu.



Źródło: Dane GUS.

sekcji przetwórstwo przemysłowe, która w ostatnich kwartałach miała największy wpływ na kształtowanie się wskaźnika cen producentów ogółem (Wykres 2.23).

2.5 Rynki finansowe⁴⁶

2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe

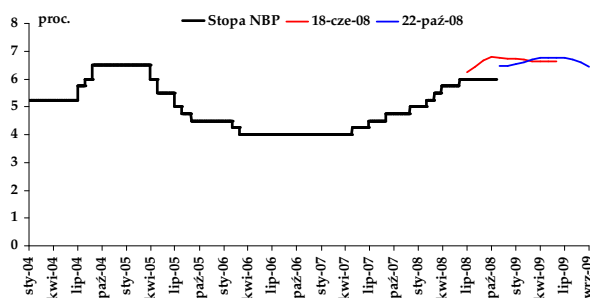
Od publikacji ostatniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopę referencyjną do poziomu 6,00%. Jedyna podwyżka – o 25 punktów bazowych – miała miejsce w czerwcu 2008 r., natomiast na posiedzeniach w lipcu, sierpniu i wrześniu Rada zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Zarówno podwyżka oprocentowania na posiedzeniu w czerwcu br., jak i brak zmian stóp procentowych na posiedzeniach w lipcu, sierpniu i wrześniu były oczekiwane przez większość analityków.

Analitycy ankietowani przez agencję Reutera w październiku br. oczekiwali stopy referencyjnej w IV kw. 2008 r. na poziomie 6,00–6,25%⁴⁷. Oczekiwania analityków wobec wysokości stóp procentowych NBP w 2008 r. kształtowały się zatem podobnie jak w ankiecie czerwcowej. Natomiast w horyzoncie rocznym analitycy oczekiwali stopy referencyjnej na poziomie 5,00–5,50%⁴⁸.

Oczekiwania rynkowe zawarte w stawkach kontraktów FRA na przyszłą stopę WIBOR 3M w horyzoncie roku mogłyby wskazywać na podwyżkę stopy NBP. Jednak ze względu na zaburzenia występujące na rynku obligacji skarbowych (wzrost rentowności dwuletnich obligacji skarbowych o 100 punktów bazowych w okresie 17–22 października br.) należy przypuszczać,

Wykres 2.24:

Oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

⁴⁶Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 23 października 2008 r.

⁴⁷W ankiecie z 22 października br. 56% analityków oczekiwało, że główna stopa procentowa NBP pozostanie w 2008 r. na poziomie 6,00%, 39% oczekiwało, że osiągnie 6,25%, a 5% oczekiwało głównej stopy na poziomie 6,50%.

⁴⁸33% analityków oczekiwało, że w grudniu 2009 r. główna stopa procentowa NBP osiągnie poziom 5,00%, 19% oczekiwało, że osiągnie 5,25%, a 29% oczekiwało głównej stopy na poziomie 5,50%.

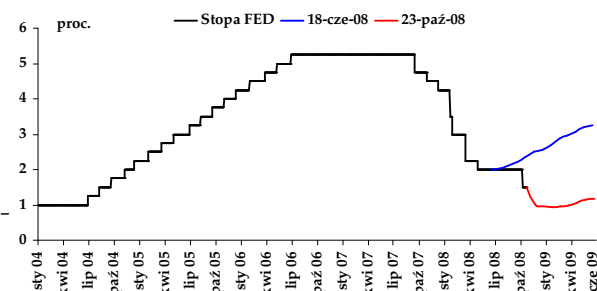
że stawki FRA mogły wzrosnąć z powodu dynamicznie zmieniającej się premii za ryzyko kredytowe. Należy też podkreślić, że obserwowany od kilku tygodni wyraźny wzrost oprocentowania na rynku pieniężnym wynika nie z braku gotówki, lecz z braku wzajemnego zaufania instytucji finansowych, które w sytuacji utrzymywania się wysokiej niepewności na rynku nie są skłonne do udzielania sobie pożyczek o dłuższym terminie zapadalności. W celu usprawnienia funkcjonowania rynku pieniężnego Narodowy Bank Polski poszerzył zakres stosowanych instrumentów polityki pieniężnej, wprowadzając w październiku br. tzw. "Pakiet zaufania". Umożliwia on, w razie zaistnienia takiej konieczności, zasilanie systemu bankowego w płynność zarówno w złotym, jak i walutach obcych.

W dniu 8 października 2008 r. Fed, Europejski Bank Centralny (EBC), Bank Szwecji, Bank Anglii oraz Bank Kanady ogłosiły wspólną decyzję o obniżeniu podstawowych stóp procentowych o 50 punktów bazowych. Równocześnie Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) ogłosił decyzję o redukcji podstawowej stopy procentowej o 25 punktów bazowych. Ponadto Bank Japonii wyraził poparcie dla działań pozostałych banków, nie zmieniając jednak poziomu stóp procentowych, a Ludy Bank Chin obniżył stopy procentowe o 27 punktów bazowych. W przypadku większości wymienionych banków centralnych decyzja została podjęta w trybie nadzwyczajnym, tj. poza planowanymi terminami posiedzeń ciał decyzyjnych tych banków. W uzasadnieniu decyzji podkreślono możliwość kontynuacji wspólnych działań banków centralnych. Zwrócono także uwagę na widoczne w niektórych gospodarkach zmniejszenie się presji inflacyjnej, związane częściowo z istotnym obniżeniem cen energii i innych surowców, oraz na obniżanie się oczekiwań inflacyjnych, które pozostają zakotwiczone na poziomie zgodnym ze stabilnością cen. Podkreślono również, że obserwowane nasilenie kryzysu finansowego zwiększa ryzyko niższego wzrostu gospodarczego i przez to spadek ryzyka utrzymywania się podwyższonej inflacji.

Od publikacji ostatniego *Raportu*, w ramach dokonanej wspólnie z innymi bankami centralnymi redukcji stóp, Fed obniżył główną stopę procen-

Wykres 2.25:

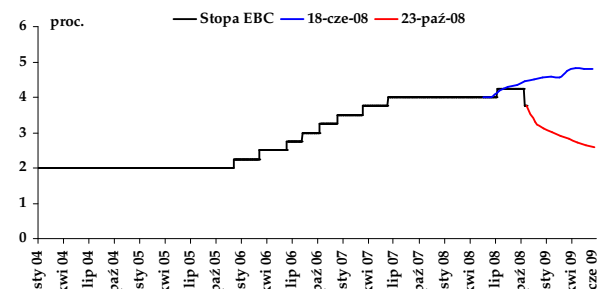
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.26:

Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.

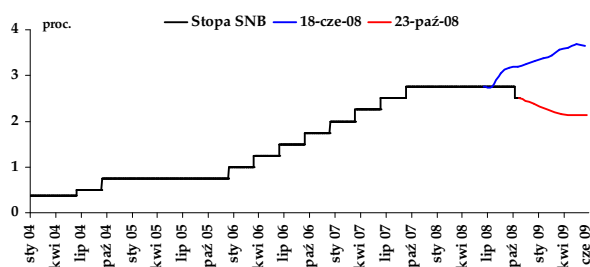


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

ową o 50 punktów bazowych do poziomu 1,50%. Od końca czerwca 2008 r. istotnie zmieniły się oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego oczekuje się, że do końca br. stopa funduszy federalnych zostanie obniżona jeszcze o 50 punktów bazowych do poziomu 1,00% (Wykres 2.25). W horyzoncie I poł. 2009 r. rynek terminowy oczekuje stopy funduszy federalnych na poziomie 1,25%. Oczekiwania dotyczące obniżki stopy procentowej Fed do końca br. uzasadniane są obawami o głębsze niż wcześniej zakładano osłabienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w obliczu zaostrzenia się kryzysu na światowych rynkach finansowych. Należy przy tym podkreślić, że w ciągu ostatniego miesiąca oczekiwania te charakteryzowały się dużą zmiennością.

W lipcu 2008 r. Europejski Bank Centralny (EBC) podwyższył główną stopę procentową o 25 punktów bazowych do poziomu 4,25%, a następnie obniżył ją o 50 punktów bazowych do poziomu 3,75% w ramach wspólnej decyzji banków centralnych podjętej 8 października br. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwania dalszego spadku oprocentowania w strefie euro do poziomu 3,00–3,25% do końca br. W horyzoncie I poł. 2009 r. rynek terminowy wycenia możliwość dalszej redukcji stopy procentowej EBC do poziomu 2,50% (Wykres 2.26). Oczekiwania wobec obniżki stopy refinansowej podyktowane są ryzykiem znacznie silniejszego niż wcześniej oczekiwano spadku aktywności gospodarczej w strefie euro (w II kw. br. dynamika realnego PKB w strefie euro obniżyła się do –0,2% kw/kw).

□ Wykres 2.27:
Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Od publikacji ostatniego *Raportu* Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) obniżył stopę procentową o 25 punktów bazowych (w wyniku wspólnej decyzji banków centralnych z 8 października br.) do poziomu 2,50%. W opinii SNB sytuacja ekonomiczna w otoczeniu zewnętrznym Szwajcarii prawdopodobnie przyczyni się do dalszego osłabienia koniunktury krajowej, która dotychczas kształtowała się zgodnie z oczekiwaniami SNB. Aktualne oczekiwania rynkowe wskazują na redukcję stopy procentowej SNB do poziomu 2,00–2,25% w horyzoncie kolejnych dziewięciu miesięcy (Wykres 2.27).

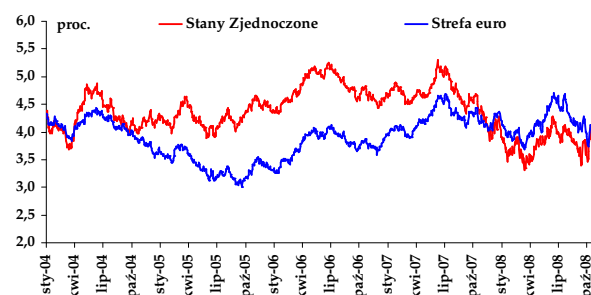
Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

Od publikacji ostatniego *Raportu* rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro obniżyły się znacząco ze względu na niepewność dotyczącą skali i trwałości osłabienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Od połowy lipca br. obserwowano wzrost niepewności na światowych rynkach finansowych, związany z obawami dotyczącymi pogłębienia się kryzysu w gospodarce amerykańskiej i przeniesienia się jego skutków na inne kraje. Wzrost awersji do ryzyka przyczynił się do zmiany preferencji inwestycyjnych, polegającej na wyprzedzaniu aktywów bardziej ryzykownych (np. akcji) i lokowaniu ich w bezpieczniejsze aktywa, np. rządowe papiery wartościowe krajów rozwiniętych (Wykres 2.28). Od połowy września br. zmienność rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro wyraźnie wzrosła wskutek nasilenia się napięć na światowych rynkach finansowych, jak również obaw o negatywny wpływ kosztownych planów pomocowych dla sektora finansowego na stan finansów publicznych w Stanach Zjednoczonych oraz w krajach strefy euro.

Na początku lipca br. rentowności polskich obligacji skarbowych osiągnęły wartości najwyższe od czterech lat, po czym rozpoczęły przejściowy trend spadkowy (Wykres 2.29). Było to związane z korzystnym oddziaływaniem zarówno czynników zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Spośród czynników zewnętrznych kluczową rolę odgrywały spadki rentowności niemieckich obligacji rządowych, podczas gdy głównym krajowym determinantem spadku rentowności było obniżenie się oczekiwanego docelowego poziomu głównej stopy procentowej NBP. Ekonomiści oczekiwali, że inflacja osiągnie najwyższy poziom w sierpniu br. i że wyniesie on 5,0% r/r, tymczasem stopa inflacji w tym miesiącu przyjęła wartość 4,8% r/r. Tempo spadku rentowności przejściowo przyspieszyło po złożonej 10 września br. deklaracji Prezesa Rady Ministrów na temat terminu przystąpienia Polski do strefy euro, co spowodowało nasilenie się oczekiwań rynków finansowych na szybsze przyjęcie euro przez Polskę (tzw. "gra na konwergencję"). Różnica impliko-

Wykres 2.28:

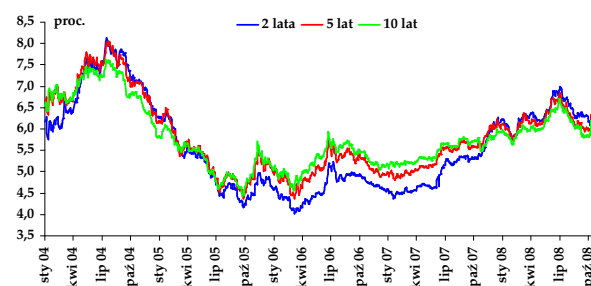
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.29:

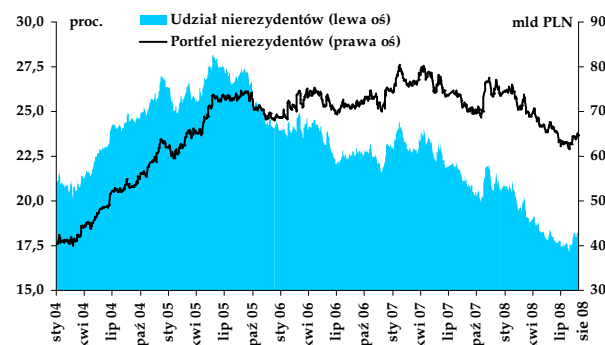
Rentowność polskich obligacji benchmarkowych.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.30:

Zaangażowanie nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych.

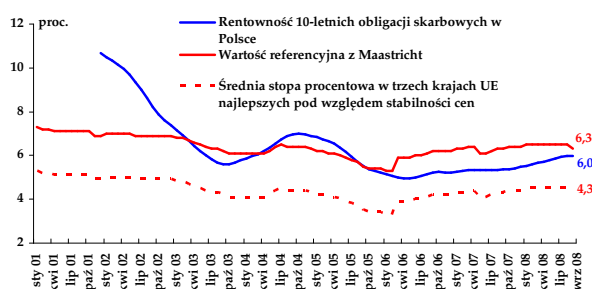


Źródło: Dane KDPW.

wanych z kontraktów IRS pięcioletnich stóp procentowych, które za cztery lata będą obowiązywać w Polsce i w strefie euro (tzw. spread konwergencyjny PLN 4x5), obniżyła się w październiku br. do 62 punktów bazowych z ponad 100 punktów na koniec czerwca br. Jeszcze w lipcowej ankiecie agencji Reutera analitycy wskazywali rok 2013 (mediana) jako najbardziej prawdopodobny termin przystąpienia Polski do strefy euro. Jednak w II poł. października spread konwergencyjny ponownie się rozszerzył, osiągając poziom 121 punktów bazowych. Trend spadkowy rentowności polskich obligacji wyhamował w II poł. września br., a na początku października odwrócił się. W II poł. października wzrost rentowności obligacji skarbowych znacznie przyspieszył, a obserwowane ostatnio wysokie poziomy rentowności poprzednio odnotowano w lipcu 2004 r. Uwarunkowania na krajowym rynku długu determinowane były przez dalszy wzrost awersji do ryzyka i związaną z tym wyprzedaż aktywów gospodarek rozwijających się oraz nasilenie się kryzysu finansowego na Węgrzech, gdzie nastąpiła znaczna przecena obligacji rządowych i osłabienie kursu forinta.

Wykres 2.31:

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



Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

Po osiągnięciu w lipcu br. poziomu 215 punktów bazowych, we wrześniu br. spread polskiej 10-letniej obligacji skarbowej względem obligacji niemieckiej o zbliżonym terminie zapadalności obniżył się przejściowo do ok. 160 punktów bazowych, na co – jak wspomniano wyżej – duży wpływ miała deklaracja Prezesa Rady Ministrów na temat terminu przystąpienia Polski do strefy euro. Jednak silny wzrost rentowności obligacji krajowych w październiku br., będący wynikiem wzrostu awersji do ryzyka na rynkach globalnych, przyczynił się do ponownego wzrostu spreadu do ok. 350 punktów bazowych.

Rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, w ostatnich kilku miesiącach powoli wzrastała, natomiast wartość referencyjna z Maastricht utrzymywała się na stabilnym poziomie (Wykres 2.31). Od końca 2005 r. Polska spełnia kryterium stóp procentowych.

W okresie maj–sierpień br. zmniejszyła się wartość portfela obligacji skarbowych znajdujących

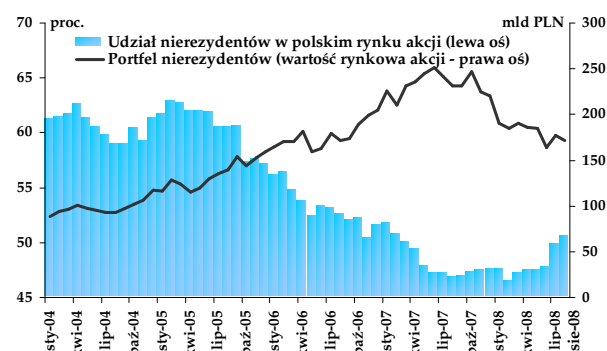
się w posiadaniu nierezydentów. Spadek zaangażowania nierezydentów w rynku krajowych papierów wartościowych wynikał przede wszystkim ze wzrostu awersji do ryzyka wśród inwestorów zagranicznych (Wykres 2.30).

Sytuacja na krajowym rynku akcji pozostawała pod silnym wpływem nastrojów panujących na rynkach międzynarodowych. Od publikacji ostatniego *Raportu* kursy akcji na GPW kontynuowały spadki, po wcześniejszej kilkumiesięcznej względnej stabilizacji na poziomach wyznaczonych przez gwałtowne spadki ze stycznia br. (Wykres 2.33).

W czerwcu nastąpiła silna wyprzedaż akcji na GPW, w wyniku której warszawskie indeksy spadły do poziomów sprzed dwóch lat. WIG20 stracił w porównaniu do maja br. 10,8%, natomiast w odniesieniu do historycznego maksimum (październik 2007 r.) 33,9% wartości. Kontynuacja zapoczątkowanego w II poł. 2007 r. trendu spadkowego na rynku akcji była wynikiem oddziaływania zarówno czynników zewnętrznych (wyprzedaż akcji na giełdach światowych, wysokie ceny ropy), jak i wewnętrznych (mocny złoty zniechęcający zagranicznych inwestorów do zakupów polskich akcji). Mimo niekorzystnego kształtowania się sytuacji na rynku papierów wartościowych, w czerwcu odnotowano niewielki napływ zagranicznych inwestycji (Wykres 2.32). W I poł. lipca miała miejsce kontynuacja trendu spadkowego z czerwca, jednak w połowie miesiąca nastąpiła zmiana nastrojów i wzrost cen akcji, który w części zniwelował wcześniejsze spadki. Ten chwilowy entuzjazm na światowych giełdach należy przypisać lepszym od oczekiwań wynikom finansowym amerykańskich banków i poprawie nastrojów konsumentów w Stanach Zjednoczonych. Do wzrostów cen akcji przyczyniła się również przecena na rynku ropy naftowej. W lipcu indeks WIG20 wzrósł o 6,2%, na co złożył się wzrost notowań banków wchodzących w skład indeksu, a zagraniczni inwestorzy kontynuowali zakupy polskich akcji. Napływ zagranicznych inwestycji miał miejsce również w sierpniu, kiedy główne indeksy GPW odnotowały jedynie niewielkie spadki. We wrześniu i w październiku na warszawskim parkiecie nastąpiła jednak gwałtowna przecena. W dniach 1–23 października pa-

Wykres 2.32:

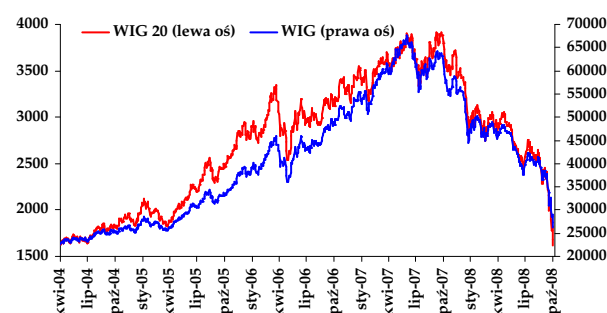
Zaangażowanie nierezydentów w polskim rynku akcji – ustalone wg wartości rynkowej akcji.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.33:

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



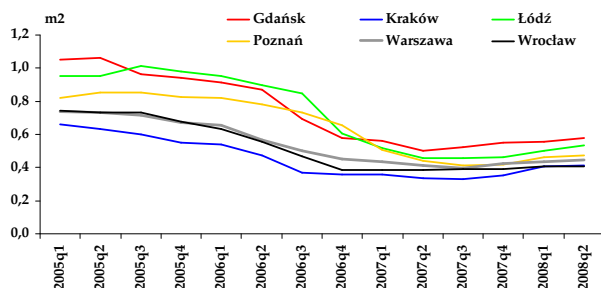
Źródło: Dane Reuters.

niczna wyprzedaż akcji spowodowała spadek indeksu WIG20 o 33,0%. Polska giełda znajdowała się w tym okresie pod silnym wpływem wydarzeń na rynkach zagranicznych, na których słabe dane makroekonomiczne oraz pogarszająca się kondycja sektora bankowego w Stanach Zjednoczonych i krajach Europy Zachodniej w bardzo krótkim czasie sprowadziły główne światowe indeksy w dół do poziomów najniższych od wielu lat. Do gwałtownych spadków na GPW mógł się także przyczynić znaczny wzrost awersji do ryzyka wśród inwestorów zagranicznych, którzy wycofywali się z rynków akcji krajów rozwijających się.

Ceny mieszkań

Wykres 2.34:

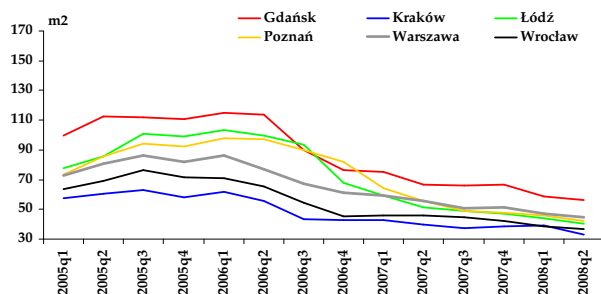
Dostępność mieszkania (liczba m² mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, którą można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw).



Źródło: Dane NBP, GUS.

Wykres 2.35:

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



Źródło: Dane NBP, GUS.

Zgodnie z oczekiwaniami, w II kw. 2008 r. największe rynki nieruchomości nadal charakteryzowały się nierównowagą pomiędzy popytem na mieszkania a ich podażą. W wyniku utrzymywania się wciąż wysokich, w relacji do dochodów, cen mieszkań oraz pogarszającej się dostępności kredytów mieszkaniowych obserwowano postępującą stabilizację popytu na mieszkania – przyrost salda kredytów mieszkaniowych w I poł. br. był jedynie nieco (o 10%) wyższy niż w analogicznym okresie ub.r. i wynikał głównie ze wzrostu średniej wartości kredytu, a nie ze wzrostu liczby udzielonych kredytów.

Stabilizacja popytu zbiegła się w czasie z rosnącą podażą nowych mieszkań oddanych do użytkowania (wzrost w I poł. br. w sześciu największych miastach o 56% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.). Wzrost podaży dotyczył również inwestycji rozpoczętych oraz pozwoleń na budowę. Ponadto podaż znacznie wzrosła w wyniku pojawienia się na rynku nowych mieszkań kupowanych w poprzednich okresach w celach inwestycyjnych.

Znaczny wzrost podaży mieszkań na rynku pierwotnym i jednoczesna stabilizacja popytu doprowadziły do stabilizacji cen ofertowych, natomiast ceny transakcyjne obniżane były pośrednio, poprzez oferowanie kupującym różnorodnych promocji. W odróżnieniu od poprzedniego kwartału, w II kw. br. tendencja ta dotyczyła nie tylko największych miast, w których wzrost cen miesz-

kań utrzymywał się najdłużej, lecz również mniejszych rynków lokalnych. Na rynku wtórnym

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

	gru 2004	gru 2005	gru 2006	gru 2007	wrz 2007	gru 2007	mar 2008	cze 2008	cze 2008
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	Średnia cena (zł/m ²)
Rynek pierwotny									
Polska ogółem	9,1	7,9	51,5	21,1	2,9	-1,8	1,4	0,3	7609
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce^{††}	8,9	12,6	56,1	19,7	2,5	-0,2	0,8	0,9	8294
Miasta wojewódzkie[‡]	9,1	15,0	45,2	22,7	3,5	-1,5	0,7	-0,6	7902
Małe i średnie miasta[‡]	10,6	7,0	10,4	95,7	14,0	-4,3	-0,1	1,1	6435
Warszawa	12,8	12,9	54,3	13,1	4,1	-1,7	2,7	3,2	9100
Kraków	13,1	22,3	67,4	15,7	2,9	-3,2	-1,9	-5,3	7651
Wrocław	4,8	17,9	101,2	8,1	-4,3	7,4	5,1	2,6	8090
Gdańsk	12,0	15,7	63,7	22,6	1,0	-9,8	-0,5	-3,1	6613
Gdynia	6,6	8,5	46,0	48,5	6,0	5,8	-5,9	-8,7	7031
Poznań	8,9	3,0	18,9	119,2	12,2	1,6	-5,2	3,4	8681
Łódź	4,7	-5,3	67,4	37,8	-0,6	-1,0	4,8	-6,5	5950
Rynek wtórny									
Polska ogółem	0,9	8,7	77,6	10,9	0,3	-2,7	-3,0	-4,0	5183
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce^{††}	7,2	-1,6	84,1	4,6	1,1	-8,5	2,6	1,0	7280
Miasta wojewódzkie[‡]	2,2	4,5	82,2	3,6	-0,3	-3,4	-1,4	-2,4	5742
Małe i średnie miasta[‡]	7,4	9,6	49,4	47,7	1,0	0,4	1,8	-3,8	4632
Warszawa	6,9	15,1	55,6	14,5	4,9	-7,8	6,4	-3,7	9542
Kraków	12,5	31,3	62,4	8,4	1,9	-2,8	-10,6	4,0	7553
Wrocław	16,6	13,8	74,8	11,1	3,8	-1,5	0,9	0,0	7265
Gdańsk	6,5	18,9	82,5	24,2	-4,4	7,4	1,6	-1,6	7059
Gdynia	10,5	17,7	77,8	10,4	-6,5	3,3	4,8	0,5	7050
Poznań	14,8	4,5	49,4	36,7	1,7	-2,7	0,0	-2,1	6261
Łódź	4,9	3,9	74,5	47,3	2,2	3,5	-6,3	-4,6	4398

[†] 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).

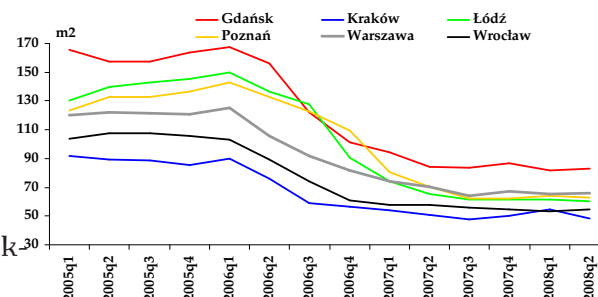
Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych z bazy cen ofertowych *PONT Info Nieruchomości*.

ceny wykazywały niewielką tendencję spadkową. W stosunku do poprzedniego kwartału spadki cen pogłębiły się szczególnie w przypadku mieszkań o niekorzystnej lokalizacji oraz budowanych w technologii wielkopłytowej. Współczynniki dostępności mieszkania oraz jego kredytowej dostępności utrzymywały się w II kw. 2008 r. na stabilnym poziomie (stanowiąc wypadkowy efekt wzrostu cen mieszkań, wynagrodzeń oraz stóp procentowych), podobnym do obserwowanego od przełomu lat 2006/2007 (Wykresy 2.34, 2.35, 2.36).

Według danych Sekocenbud, dotyczących cen obiektów

Wykres 2.36:

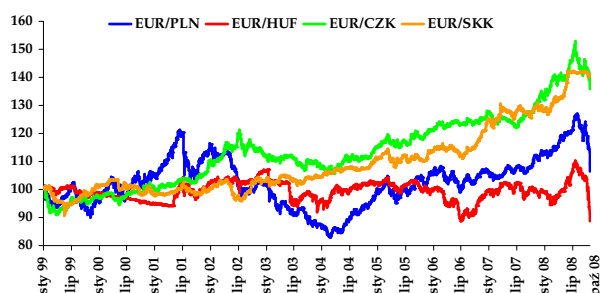
Kredytowa dostępność mieszkania w CHF (liczba m² mieszkania, których zakup można sfinansować kredytem w CHF przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimalne wynagrodzenie w gospodarce).



Źródło: Dane NBP, GUS.

Wykres 2.37:

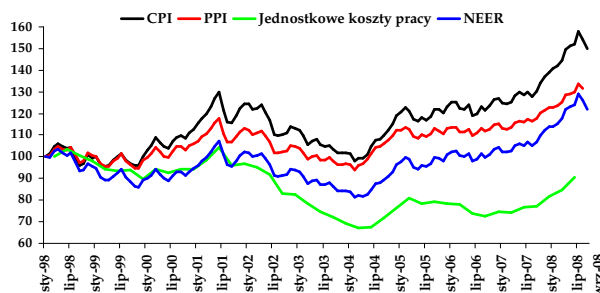
Nominalne kursy walut krajów CEE-4 względem euro (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

Wykres 2.38:

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.

tów budowlanych, koszt budowy metra kwadratowego mieszkania w budynkach wielorodzinnych wzrósł w II kw. 2008 r. o 23% r/r, głównie z powodu wzrostu (o 44% r/r) kosztów robocizny oraz kosztów pośrednich i zysku (po 36% r/r).

2.5.2 Kurs walutowy

W okresie od 30 czerwca do 23 października br. nastąpiło osłabienie nominalnego kursu złotego wobec euro oraz dolara amerykańskiego, przy czym skala osłabienia wobec dolara amerykańskiego była wyraźnie wyższa niż w przypadku euro. W tym czasie obserwowane było również wyraźne osłabienie forinta węgierskiego oraz korony czeskiej względem euro (Wykres 2.37).

Zmiany wartości złotego w omawianym okresie były determinowane czynnikami o charakterze krajowym i globalnym. W lipcu br. kurs złotego nadal się umacniał, na co wpływały m.in. relatywnie dobra kondycja polskiej gospodarki oraz dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro. W sierpniu złoty zaczął się osłabiać w związku z sytuacją na globalnych rynkach walutowych (wzrost awersji do ryzyka i sprzedaż przez inwestorów walut rynków wschodzących) oraz pogarszaniem się salda na rachunku obrotów bieżących. Należy podkreślić, że osłabienie się zarówno złotego, jak i pozostałych walut regionu względem euro nastąpiło w okresie odwrócenia deprecyjnego trendu dolara amerykańskiego względem euro. W połowie września złoty przejściowo się umocnił. Było to rezultatem pozytywnej oceny przez inwestorów klimatu inwestycyjnego na rynkach walutowych regionu, m.in. w wyniku wspólnego oświadczenia Prezesa Rady Ministrów oraz Rady Polityki Pieniężnej o współdziałaniu na rzecz spełnienia przez Polskę kryteriów z Maastricht w 2011 r. Pod koniec września oraz w październiku złoty ponownie się osłabiał pod wpływem wzrostu awersji do ryzyka wśród inwestorów zagranicznych i związanej z tym wyprzedaży walut rynków wschodzących.

Dostępne dane (za okres do września 2008 r.) wskazują na kontynuację obserwowanej od początku 2005 r. tendencji aprecjacyjnej realnego kursu złotego (Wykres 2.38). W latach 2005–2007 tendencji tej towarzyszyło znaczne ograniczenie

zmienności kursu. Szybsze tempo nominalnej aprecjacji złotego w 2008 r. znalazło również odbicie w jego aprecjacji realnej.

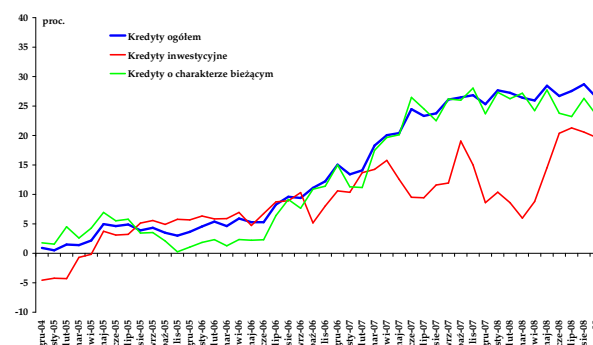
2.5.3 Kredyt i pieniądz⁴⁹

Kredyt

Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw we wrześniu br. wyniosła 26,5% r/r. Od kwietnia br. utrzymywała się ona na wysokim, stabilnym poziomie (Wykres 2.39), pomimo pogorszenia się koniunktury w sektorze przedsiębiorstw.

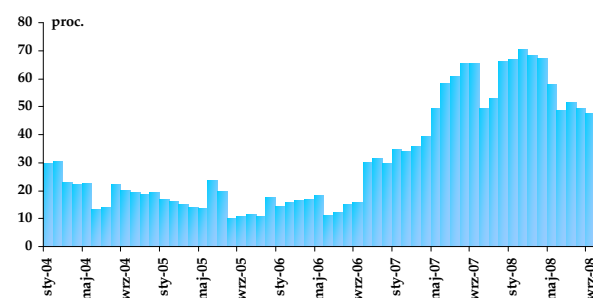
Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiły zmiany w strukturze zadłużenia długoterminowego przedsiębiorstw. Nadal najwyższe tempo wzrostu odnotowały kredyty na zakup nieruchomości, jednak obniżyło się ono i wyniosło 47,5% r/r (wobec 67,4% r/r w kwietniu br.). W badanym okresie wzrosło zapotrzebowanie przedsiębiorstw na kredyty inwestycyjne, wykorzystywane do powiększania mocy produkcyjnych – ich roczna dynamika wzrosła do 19,7% r/r we wrześniu br. (wobec 8,8% r/r w kwietniu). Nieznaczny spadek zapotrzebowania zaobserwowano w przypadku kredytów krótkoterminowych o charakterze bieżącym, których wartość rosła we wrześniu br. w tempie 23,5% r/r, o 0,7 pkt. proc. niższym niż w kwietniu br. Jak wynika z badań koniunktury NBP⁵⁰, według ankietowanych przedsiębiorstw głównym źródłem finansowania nowych inwestycji w IV kw. br. miały pozostać środki własne (takiej odpowiedzi udzieliło 43,5% respondentów, o 1 pkt. proc. mniej niż w poprzednim kwartale). Jednocześnie wzrosło zainteresowanie finansowaniem inwestycji kredytami bankowymi, których udział wzrósł o 1 pkt. proc. do 37% w porównaniu z II kw. br. Zwiększenie zadłużenia planowały przede wszystkim

Wykres 2.39:
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.40:
Kredyty dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości (r/r).



Źródło: Dane NBP.

⁴⁹Prezentowane w tym rozdziale roczne zmiany procentowe dotyczące kredytów, depozytów i agregatów monetarnych odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut. W przypadku depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw analizą objęto depozyty zarówno zaliczane, jak też niezaliczane do agregatu M3.

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

Tabela 2.7: Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw w EUR.

Zmiana r/r (proc.)	2006		2007				2008	
	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
kredyty niehandlowe	22,4	30,8	32,0	35,1	28,7	21,6	24,7	27,6
kredyty handlowe	18,4	17,0	23,2	22,6	24,2	20,8	21,4	17,6

Źródło: Dane NBP.

przedsiębiorstwa znajdujące się w bardzo dobrej sytuacji ekonomicznej. Obniżenie udziału kredytu w źródłach finansowania zapowiadały przede wszystkim małe podmioty, zatrudniające do 49 osób.

Ważnym źródłem finansowania przedsiębiorstw było zadłużenie zagraniczne, które w końcu II kw. 2008 r. było o 25,5% wyższe niż w końcu II kw. 2007 r. (roczny wzrost zadłużenia na koniec I kw. br. wyniósł 24,7%)⁵¹. Kredyty niehandlowe zwiększyły się o 27,6% r/r, a kredyty handlowe – o 17,6% r/r (Tabela 2.7).

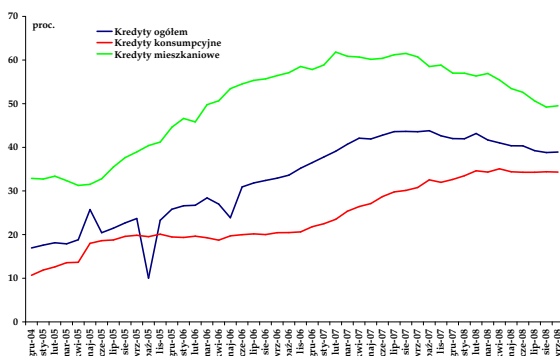
W ostatnich tygodniach, w związku ze wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw – zanotowano znaczący wzrost marż kredytowych i zwiększenie wymaganych zabezpieczeń. Zaostrzenie polityki kredytowej było spowodowane głównie niepewnością dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej. Według badań NBP⁵² w IV kw. 2008 r. banki spodziewają się znacznego zaostrzenia polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw.

Przy utrzymującej się dobrej sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, w ostatnich miesiącach następowało stopniowe obniżanie dynamiki ich zadłużenia kredytowego – o 2,1 pkt. proc. w porównaniu z kwietniem br. do 38,9% r/r we wrześniu (Wykres 2.41).

Gospodarstwa domowe korzystały ze środków kredytowych głównie w celu finansowania wydatków mieszkaniowych. Pomimo spadku

Wykres 2.41:

Kredyty dla gospodarstw domowych (r/r).



Źródło: Dane NBP.

⁵¹Obliczenia na podstawie danych dotyczących zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw wyrażonego w euro.

⁵²Patrz: *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kw. 2008 r.*, NBP.

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

proc.	2007				2008							
	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie
Gospodarstwa domowe												
depozyty ogółem	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,7	4,9	5,1	5,1	5,2	5,2	5,4
kredyty ogółem	11,2	11,5	11,7	11,6	12,3	12,5	12,5	13,1	13,6	13,6	13,8	13,7
kredyty konsumpcyjne	14,1	14,2	14,3	13,7	14,6	14,7	14,7	15,1	15,3	15,3	15,5	15,5
kredyty mieszkaniowe w PLN	6,4	6,6	6,7	6,9	7,0	7,2	7,4	7,7	7,8	8,0	8,3	8,4
kredyty mieszkaniowe w CHF	4,6	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,8	4,7	4,63	4,68	4,71
Przedsiębiorstwa												
depozyty ogółem	4,2	4,5	4,6	4,2	4,7	5,0	5,3	5,5	5,4	5,6	5,6	5,6
kredyty ogółem	6,6	6,4	6,7	7,2	6,9	7,3	7,3	7,8	7,7	8,3	8,1	8,2

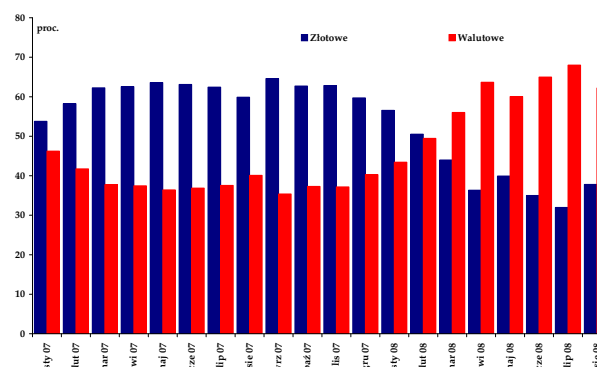
Źródło: Dane NBP.

o 5,9 pkt proc. odnotowanego w okresie od kwietnia do września br., dynamika kredytów mieszkaniowych utrzymywała się na bardzo wysokim poziomie (49,5% r/r). Przyczyną osłabienia dynamiki kredytów mieszkaniowych było zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów hipotecznych przez banki, w tym przede wszystkim podwyższenie wymogów dla kredytów walutowych w związku z obowiązywaniem *Rekomendacji S*. Ponadto część gospodarstw domowych wstrzymała decyzje o zakupie mieszkania, oczekując dalszych spadków cen na rynku nieruchomości. Pomimo zaostrzonych kryteriów przyznawania kredytów walutowych, korzystne oprocentowanie kredytów we frankach szwajcarskich w porównaniu z kredytami złotowymi sprzyjało utrzymaniu silnego wzrostu popytu na kredyty mieszkaniowe denominowane w walutach obcych.

Dominującą rolę kredytów walutowych w finansowaniu wydatków mieszkaniowych potwierdzają dane dotyczące struktury nowych umów kredytowych (Wykres 2.42). Wyraźnie wzrasta wartość nowo udzielanych kredytów w CHF, które w sierpniu stanowiły 62% ogółu nowych kredytów mieszkaniowych. Oprocentowanie tych kredytów, po wyraźnym wzroście w kwietniu, utrzymuje się na relatywnie stabilnym poziomie (w warunkach stosunkowo niewielkiej zmienności stopy LIBOR CHF w omawianym okresie).

■ **Wykres 2.42:**

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Struktura sporządzona w oparciu o informacje pozyskiwane do sprawozdawczości stóp procentowych z próby 19 banków (od lipca 2007 r. 20 banków), których udział w rynku kredytów dla sektora niefinansowego stanowi około 75%.

W związku z oczekiwanym spowolnieniem gospodarczym banki w ostatnim okresie zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych. Podniesione zostały marże kredytowe, pozaodsetkowe koszty kredytu oraz wymagany wkład własny. Dodatkowo wprowadzono ograniczenia w przyznawaniu kredytów denominowanych w walutach obcych i ograniczono maksymalny okres spłaty kredytu. W IV kw. 2008 r. banki oczekują dalszego zaostrzenia polityki kredytowej w związku z pogorszeniem perspektyw wzrostu gospodarki światowej.

Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych ustabilizowało się na poziomie ok. 35% r/r. Zahamowanie dynamiki tego segmentu rynku kredytowego wynikało z pogorszenia się ocen gospodarstw domowych co do ich przyszłej sytuacji dochodowej w związku z oczekiwanym spadkiem aktywności gospodarczej. Spowolnienie wzrostu kredytów konsumpcyjnych wynikało również z systematycznego podnoszenia przez banki kosztów udzielanych kredytów. Od początku br. do sierpnia przeciętne oprocentowanie nowych umów dla kredytów złotych na cele konsumpcyjne wzrosło o 1,8 pkt. proc. do 15,5%.

W najbliższych miesiącach nie należy oczekiwać poprawy nastrojów gospodarstw domowych, która przełożyłaby się na wzrost dynamiki wydatków konsumpcyjnych oraz spowodowała znaczący wzrost popytu na kredyt. Ograniczenie akcji kredytowej jest prawdopodobne m.in. ze względu na zapowiedziane przez banki zaostrzenie w IV kw. br. polityki kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych⁵³.

Depozyty i agregaty monetarne

Spowolnieniu tempa wzrostu gospodarczego towarzyszyło obniżenie się podstawowych wskaźników ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstw⁵⁴. Przyczyniły się do tego szybko rosną-

⁵³Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP.

⁵⁴Patrz: *Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w okresie I–VI 2008 r.*, GUS oraz *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP.

ce koszty działalności, związane ze wzrostem płac oraz z wyższymi cenami surowców wykorzystywanych do produkcji. Zdolność przedsiębiorstw do obsługi zobowiązań kredytowych spadła o 3 pkt. proc. w porównaniu do poprzedniego kwartału, jednak utrzymała się na wysokim poziomie 92 %⁵⁵.

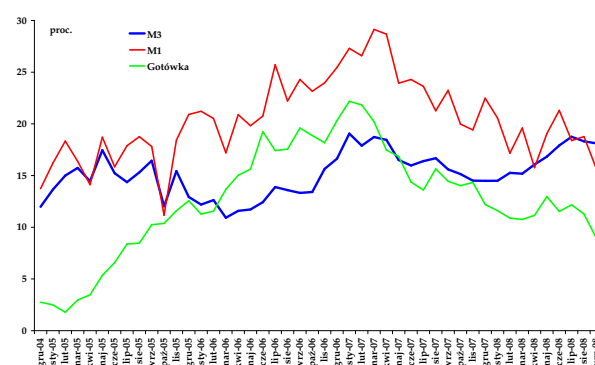
W sierpniu br. na kontach przedsiębiorstw znajdowało się blisko 140 mld zł, co wskazuje na możliwość dalszego finansowania zarówno bieżącej działalności, jak też projektów prorozwojowych przez podmioty gospodarcze.

Podobnie jak w okresie omawianym w poprzednim *Raporcie*, obserwowana była dalsza realokacja aktywów finansowych gospodarstw domowych: przyrostowi środków na rachunkach bankowych towarzyszył spadek zaangażowania w fundusze inwestycyjnych oraz w innych pozabankowych formach oszczędzania. W ostatnich miesiącach nasiliła się konkurencja na rynku lokat bankowych, co skutkowało wzrostem ich oprocentowania. Dodatkowo, w związku z pogorszeniem sytuacji na rynkach finansowych i wzrostem awersji do ryzyka, lokaty bankowe stały się atrakcyjną formą inwestycji. Część środków, które zasiliły konta bankowe gospodarstw domowych, została przeniesiona z funduszy inwestycyjnych. W okresie maj–sierpień br. różnica pomiędzy wpłatami nowych środków a umorzeniami wcześniej zainwestowanych w jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych wyniosła 9 mld zł (w pierwszych czterech miesiącach br. saldo umorzeń netto było znacznie większe, 16,3 mld zł). W sierpniu br. tempo zmian depozytów gospodarstw domowych wyniosło 24,5% r/r, o 5,3 pkt. proc. więcej niż w kwietniu br. Równocześnie nastąpiło dalsze pogłębienie spadku wartości aktywów funduszy inwestycyjnych (o 20,3 pkt. proc. do -34,8% r/r) oraz wielkości zaangażowania gospodarstw domowych w akcje giełdowe (o 19,4 pkt. proc. do -35% r/r).

Tempo zmian podaży pieniądza M3, po okresie wyraźnego wzrostu w pierwszej połowie br., w ostatnich miesiącach ustabilizowało się na poziomie nieco przekraczającym 18% r/r (Wykres 2.43).

⁵⁵Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP.

□ Wykres 2.43:
Agregaty monetarne M3 i M1 oraz pieniądź gotówkowy w obiegu (r/r).



Utrzymanie wysokiej dynamiki podaży pieniądza było wspierane znacznym popytem na kredyty ze strony gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Istotny wpływ na M3 miała również obserwowana od IV kw. 2007 r. zmiana preferencji inwestycyjnych gospodarstw domowych, które coraz więcej oszczędności deponują na rachunkach bankowych, wchodzących w skład agregatu M3. Wcześniej część tych środków zasilala rynek kapitałowy, m.in. za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. W przeciwnym kierunku na dynamikę podaży M3 oddziaływały zmiany na rynku depozytów przedsiębiorstw, których tempo przyrostu istotnie spadło. Wśród komponentów pieniądza najszybciej rosły mniej płynne składniki M3 (głównie depozyty terminowe o zapadalności do 2 lat włącznie) – ich roczne tempo zmian zwiększyło się od kwietnia br. o 5 pkt proc. do 21,4% r/r. W tym czasie nieznacznie obniżyło się tempo wzrostu agregatu M1 – o 0,1 pkt proc. do 15,7% r/r. Po okresie stabilnego wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu (o 11–13% r/r), we wrześniu tempo jego przyrostu obniżyło się do 8,9% r/r.

Polityka pieniężna w okresie czerwiec–październik 2008 r.

Na posiedzeniu w czerwcu 2008 r. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. Na posiedzeniach w lipcu, sierpniu, wrześniu i październiku br. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, stopa redyskonta weksli 6,25%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP* w czerwcu, lipcu, sierpniu i wrześniu 2008 r. oraz *Informację po posiedzeniu RPP* w październiku br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 25 czerwca 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: sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz kształtowaniu się kursu walutowego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle czerwcowej projekcji inflacji.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom inflacji CPI w Polsce w nadchodzących kwartałach. Część członków Rady wskazywała, że w świetle czerwcowej projekcji inflacji z modelu NECMOD od I kw. 2009 r. prognozowana inflacja będzie się stopniowo obniżać i - zgodnie z centralną ścieżką projekcji - będzie się zbliżać do celu inflacyjnego szybciej, niż oczekiwano w lutowej projekcji. Członkowie ci podkreślali, że podwyższona inflacja wynikająca ze wzrostu cen żywności i paliw na rynkach światowych obserwowana jest w wielu innych krajach, w tym również w strefie euro. Oceniali oni, że - podobnie jak w wielu innych krajach - okres utrzymywania się podwyższonej inflacji może być dłuższy, niż dotychczas oczekiwano. Zwracali jednocześnie uwagę, że w maju, pomimo wzrostu cen kontrolowanych, inflacja w Polsce była wciąż najniższa spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej, co jest m.in. efektem polityki pieniężnej prowadzonej w Polsce we wcześniejszym okresie.

Członkowie Rady wskazywali, że w maju inflacja CPI wzrosła do 4,4% i że w najbliższych miesiącach może być ona jeszcze wyższa m.in. ze względu na statystyczny efekt bazy. Podkreślali oni, że czynnikiem podwyższającym inflację CPI na początku 2009 r. może być dalszy wzrost cen energii elektrycznej w wyniku uwolnienia tych cen. Część członków Rady wskazywała, że zgodnie z czerwcową projekcją inflacja bazowa z wyłączeniem cen

żywności i energii będzie stopniowo wzrastać i w latach 2009-2010 będzie kształtować się na poziomie powyżej 2,5%, co – zdaniem tych członków Rady – świadczy o narastaniu presji popytowej w gospodarce.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w maju dynamika produkcji przemysłowej była znacząco niższa od oczekiwań, co sygnalizowały wcześniej wskaźniki koniunktury. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować obniżenie aktywności w gospodarce polskiej w najbliższym okresie. Członkowie ci wskazywali, że do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce przyczyniać się będzie obniżenie aktywności w gospodarce światowej, w szczególności w strefie euro, a także obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego. Zwracali oni uwagę, że w świetle czerwcowej projekcji z modelu NECMOD w II poł. 2008 r. prognozowane tempo wzrostu PKB będzie niższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku zmniejszania presji inflacyjnej. Ponadto argumentowali, że struktura PKB w I kw. 2008 r. była korzystna z punktu widzenia perspektyw inflacji, gdyż spożycie indywidualne rosło wolniej, a inwestycje szybciej niż PKB. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że tempo wzrostu PKB w I kw. 2008 r. było wyższe od oczekiwań oraz prawdopodobnie wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego, wskazywali oni, że dane o produkcji przemysłowej za maj są trudne do interpretacji ze względu na odmienny niż w 2007 r. układ dni wolnych od pracy oraz, że dynamika sprzedaży detalicznej w maju była relatywnie wysoka. Członkowie ci byli zdania, że spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce nie będzie prawdopodobnie znaczące. Argumentowali oni, że w nadchodzącym okresie dynamika konsumpcji nie zmniejszy się istotnie m.in. ze względu na utrzymujące się wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń oraz kredytów dla gospodarstw domowych, a także zwiększanie się udziału kredytów konsumpcyjnych w kredytach dla gospodarstw domowych ogółem.

Omawiając sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz niekorzystnej relacji między dynamiką wynagrodzeń a wydajności pracy. Zwracano uwagę, że w maju jednostkowe koszty pracy w przemyśle silnie wzrosły ze względu na spadek dynamiki produkcji przemysłowej oraz wysoką dynamikę wynagrodzeń. Podkreślano, że zgodnie z czerwcową projekcją z modelu NECMOD, w całym horyzoncie projekcji prognozowane tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce będzie wyższe od dynamiki wydajności pracy, a zatem jednostkowe koszty pracy będą nadal rosły. Część członków Rady wskazywała, że w I kw. 2008 r. zwiększył się udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem przedsiębiorstw, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Członkowie ci oceniali, że zwiększona presja na wzrost wynagrodzeń w części przedsiębiorstw sektora publicznego może w nadchodzącym okresie doprowadzić do wzrostu wynagrodzeń, a w konsekwencji także wzrostu cen wytwarzanych przez te przedsiębiorstwa produktów. Ponadto argumentowali, że podwyższona bieżąca inflacja jest jednym z czynników przyczyniających się do zwiększenia presji płacowej w sektorze finansów publicznych. Zdaniem części członków Rady zwiększa to ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy w nadchodzącym okresie.

Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wysoka dynamika wynagrodzeń oraz podwyższona inflacja CPI poprzez mechanizm waloryzacji rent i emerytur zwiększą wydatki budżetu państwa w 2009 r. i kolejnych latach, co będzie oddziaływało w kierunku pogłębienia deficytu sektora finansów publicznych. W tym kontekście wskazywano, że spodziewane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie dyna-

miki dochodów podatkowych budżetu będzie również oddziaływać w kierunku zwiększenia deficytu budżetowego.

Inni członkowie Rady oceniali, że wysoka dynamika wynagrodzeń jest w znacznej mierze związana z procesem konwergencji polskiej gospodarki względem zamożniejszych krajów Unii Europejskiej. Wskazywali oni, że koszty wynagrodzeń mają nadal relatywnie niewielki udział w kosztach ogółem przedsiębiorstw, i podkreślali, że w świetle badań koniunktury odsetek przedsiębiorstw, w których wzrost kosztów wynagrodzeń stanowi istotną przyczynę wzrostu cen oferowanych produktów, utrzymuje się na niskim poziomie. W ocenie tych członków Rady ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest obecnie znacznie mniejsze niż w latach 70. minionego stulecia. Ponadto argumentowali oni, że zwiększenie zatrudnienia w sytuacji napięć na rynku pracy - przynajmniej w krótkim okresie - powoduje obniżenie przeciętnej wydajności pracy ze względu na: obniżenie relacji kapitału do pracy, zatrudnianie osób o kwalifikacjach niższych od kwalifikacji pracowników już zatrudnionych oraz wysoki udział sektora usług (w którym wzrost wydajności jest relatywnie niski) we wzroście zatrudnienia, co łącznie oddziałuje w kierunku wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Oceniali oni, że spodziewane spowolnienie aktywności w gospodarce polskiej powinno z pewnym opóźnieniem doprowadzić do obniżenia dynamiki wynagrodzeń. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, żądania znaczących podwyżek wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych nie zostaną w najbliższym okresie spełnione.

Analizując kształtowanie się kursu walutowego i jego wpływ na gospodarkę, wskazywano na znaczące umocnienie kursu złotego w ostatnim okresie. Podkreślano, że aprecjacja kursu zwiększa stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce i oddziałuje w kierunku obniżenia presji inflacyjnej, gdyż zmniejszają się wyrażone w złotych ceny produktów importowanych. W tym kontekście zwracano uwagę, że bieżący kurs złotego jest mocniejszy niż w czerwcowej projekcji z modelu NECMOD, a zatem przyszła inflacja może być niższa, niż wynika z projekcji. Jednocześnie argumentowano, że obserwowana obecnie aprecjacja kursu złotego będzie z pewnym opóźnieniem prowadziła do narastania deficytu rachunku obrotów bieżących. Część członków Rady była zdania, że wzrost deficytu powinien ograniczać presję inflacyjną ze względu na zwiększenie dynamiki popytu na dobra importowane kosztem popytu na dobra krajowe. Z drugiej strony niektórzy członkowie oceniali, że oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia deficytu rachunku obrotów bieżących.

Część członków Rady wskazywała, że aprecjacja kursu złotego oraz wzrost jednostkowych kosztów pracy prowadzą do pogorszenia wyników finansowych eksporterów. Argumentowali oni, że może to doprowadzić do ograniczenia skali inwestycji podejmowanych przez przedsiębiorstwa eksportujące, a w konsekwencji obniżenia tempa wzrostu potencjalnego PKB. W ocenie tych członków, wobec zmniejszenia aktywności w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski, a przez to spadku popytu zagranicy na polskie produkty, przedsiębiorstwa będą reagować na pogorszenie wyników finansowych podwyższeniem cen produktów przeznaczonych na rynek krajowy, co będzie zwiększało krajową presję inflacyjną.

Odnosząc się do zmian w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na niepewność dotyczącą sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii. Zwracano uwagę, że obniżenie wskaźników koniunktury gospodarczej w Niemczech sygnalizuje pogorszenie sytuacji w tej gospodarce. Oceniano, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro może się przesunąć w czasie, ale jednak nastąpi. Wskazywano, że

cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych najprawdopodobniej dobiegł końca, a w strefie euro pojawiły się sygnały zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym okresie. Zwracano uwagę, że w razie zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro lub w Stanach Zjednoczonych podwyższenie stóp procentowych NBP nie skutkowałoby dalszym wzrostem dysparytetu stóp procentowych między Polską a tymi gospodarkami. Część członków Rady oceniała, że globalny poziom stóp procentowych jest obecnie zbyt niski, wobec czego do obniżenia inflacji niezbędne jest zacieśnienie polityki pieniężnej zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i gospodarkach rozwijających się. W tym kontekście zwracano uwagę na dylematy banków centralnych wobec ryzyka stagflacji, czyli sytuacji, w której obniżeniu aktywności gospodarczej towarzyszy podwyższona inflacja, oraz dyskutowano na temat właściwej reakcji polityki pieniężnej na wzrost inflacji wywołany czynnikami niezależnymi od krajowej polityki pieniężnej.

Członkowie Rady zwracali uwagę na brak reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, mających istotne znaczenie dla kształtowania się długofalowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji. W ocenie członków Rady zaniechanie reformy finansów publicznych może prowadzić do nieoptymalnej policy mix. Podkreślano również, że brak jasno określonej ścieżki dostosowań stawek podatków pośrednich do wymogów Unii Europejskiej oraz szczegółowego programu liberalizacji rynku energii utrudnia ocenę przyszłego kształtowania się dynamiki cen, w szczególności cen regulowanych.

Rada dyskutowała także na temat optymalnej polityki komunikacyjnej członków ciała decyzyjnego banku centralnego z otoczeniem pod kątem oddziaływania na oczekiwania rynków finansowych co do przyszłego kształtu polityki pieniężnej. Podkreślano przy tym duże znaczenie komunikacji banku centralnego dla kształtowania oczekiwań inflacyjnych w sytuacji, gdy na skutek silnych i uporczywych szoków cenowych na rynkach surowców inflacja przez dłuższy czas może utrzymywać się na podwyższonym poziomie. W tym kontekście Rada zwracała uwagę, że brak jednoznacznych deklaracji rządu na temat planowanego terminu przystąpienia Polski do strefy euro może w obecnej sytuacji stanowić czynnik utrudniający prowadzenie optymalnej polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, uznano, że prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się poniżej celu. Za taką oceną przemawiały perspektywy inflacji zarysowane w czerwcowej projekcji, a także bieżące dane dotyczące inflacji oraz wysokiej dynamiki wynagrodzeń przewyższającej tempo wzrostu wydajności pracy. Taka ocena uzasadniała podwyżkę stóp na bieżącym posiedzeniu. Rada dyskutowała również na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych NBP. Zdaniem części członków Rady, obniżenie inflacji do celu w średnim okresie może wymagać dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Inni członkowie Rady argumentowali, że dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej może skutkować nadmiernym umocnieniem kursu złotego. Zwracali oni uwagę, że podwyższona bieżąca inflacja wynika w znacznej mierze z czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej i wskazywali, że spodziewane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej.

Na 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 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 30 lipca 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 kursu walutowego oraz jego wpływie na wzrost gospodarczy, równowagę zewnętrzną i inflację, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, sytuacji na rynku pracy oraz ocenie ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że w efekcie dotychczasowego umocnienia złotego, poziom kursu walutowego jest obecnie istotnie silniejszy niż uwzględniono w czerwcowej projekcji inflacji, co może wpłynąć na obniżenie przyszłej inflacji. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że obserwowane w ostatnim okresie tempo aprecjacji złotego prawdopodobnie przewyższało tempo aprecjacji kursu równowagi. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w kierunku umocnienia kursu złotego, obok utrzymującego się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi, mogły także oddziaływać oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce, stymulujące napływ kapitału krótkoterminowego. Przy niskiej premii za ryzyko kraju i korzystnych fundamentach polskiej gospodarki kolejne podwyżki stóp procentowych mogą, zdaniem tych członków, prowadzić do dalszej silnej aprecjacji kursu złotego. Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego. Ponadto, twierdzili oni, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które przyczyniły się do aprecjacji kursu. Członkowie ci wskazywali, że na kształtowanie się kursu walutowego istotny wpływ mają także czynniki niefundamentalne oraz czynniki zewnętrzne, których oddziaływanie na kurs trudno przewidzieć. W związku z tym nie można, ich zdaniem, wykluczyć, że kurs złotego może się osłabić.

Dyskutując o skutkach aprecjacji kursu złotego, wskazywano, że oddziałuje ona w kierunku ograniczenia inflacji poprzez zmniejszenie importowanej inflacji, w tym łagodzenie wpływu wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych na ceny krajowe. Część członków zwracała uwagę, że umocnienie kursu złotego silniejsze niż kursu równowagi z pewnym opóźnieniem wpłynie negatywnie na aktywność gospodarczą w Polsce poprzez zmniejszenie konkurencyjności polskiego eksportu, co będzie oddziaływało w kierunku pogłębienia negatywnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB oraz może ograniczać działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Ich zdaniem, pogorszenie perspektyw polskiego eksportu sygnalizują wyniki badań koniunktury NBP, które wskazują na wyraźne obniżenie w II kw. 2008 r. marż przedsiębiorstw produkujących na rynek zagraniczny, spadek liczby umów eksportowych oraz silniejsze umocnienie kursu rzeczywistego niż deklarowanego przez przedsiębiorstwa przeciętnego kursu zapewniającego opłacalność eksportu. Zwracano także uwagę na dane GUS o deficycie w handlu zagranicznym w 2007 r., który po rewizji okazał się wyższy niż wcześniej szacowano, co było głównie związane z większym wzrostem importu. Zdaniem części członków Rady oznacza to, że umocnienie kursu złotego może mieć większy wpływ na polski handel zagraniczny niż dotychczas oceniano. Członkowie ci wskazywali, że umocnienie kursu złotego będzie prowadzić do dalszego wzrostu deficytu w handlu zagranicznym w kolejnych kwartałach, na co wpływ będzie miało także spowolnienie wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki.

Z drugiej strony wskazywano natomiast, że według wstępnych danych o rachunkach narodowych za I kw. 2008 r., dynamika eksportu utrzymuje się na poziomie zbliżonym do dynamiki importu pomimo aprecjacji kursu złotego. Zwracano także uwagę, że wzrost importu może być związany nie tylko z aprecjacją kursu, ale również z wysoką dynamiką popytu krajowego. Argumentowano, że w kierunku pogorszenia się konkurencyjności polskich producentów oddziałuje także wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy.

Rada poświęciła wiele uwagi roli kursu walutowego w prowadzeniu polityki pieniężnej. Część członków Rady argumentowała, że w małej otwartej gospodarce, takiej jak gospodarka polska, zmiany kursu, w szczególności w relacji do kursu równowagi, wpływają istotnie na restrykcyjność polityki monetarnej i powinny być uwzględniane w decyzjach dotyczących wysokości stóp procentowych. Wskazywali oni, że aprecjacja kursu walutowego jest wprawdzie skutecznym sposobem ograniczenia inflacji, jednak nadmierne umocnienie waluty niesie za sobą ryzyko zbyt silnego osłabienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia równowagi zewnętrznej kraju. Inni członkowie argumentowali, że silne umocnienie kursu złotego w ostatnim okresie może być przejściowe i dlatego przy podejmowaniu decyzji o wysokości stóp procentowych zmiany kursu należy traktować jako czynnik neutralny. Część członków Rady wskazywała, że ze względu na specyfikę rynków walutowych, kurs może jednak długotrwale odchyłać się od kursu równowagi.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego, część członków Rady zwracała uwagę, że dane za czerwiec o niższym niż oczekiwano wzroście produkcji przemysłowej i malejącej dynamice sprzedaży detalicznej, pogarszające się wskaźniki koniunktury w czerwcu i lipcu oraz informacje o niższym wykorzystaniu mocy produkcyjnych w III kw. br. sygnalizują stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku ograniczenia inwestycji, a przez to dynamiki PKB będzie również oddziaływało prawdopodobne pogorszenie się wskaźników rentowności przedsiębiorstw. Ponadto, zdaniem tych członków, można oczekiwać, że w drugiej połowie 2008 r. tempo wzrostu PKB będzie niższe niż dynamika produktu potencjalnego, co powinno oddziaływać w kierunku zmniejszania presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że skala oczekiwanego spowolnienia jest niewielka i może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, mimo pewnego obniżenia nadal obserwowana jest wysoka dynamika agregatów kredytowych co, zdaniem tych członków, sprzyja utrzymaniu się presji inflacyjnej.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę, że wysoka dynamika wynagrodzeń i wzrost jednostkowych kosztów pracy są nadal głównymi czynnikami ryzyka dla inflacji w średnim okresie. Wskazywano, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego nie doprowadziło dotychczas do spadku presji płacowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z wynikami badań koniunktury NBP w III kw. 2008 r. drugi raz z rzędu pogorszyły się prognozy wzrostu zatrudnienia i płac, a dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach się obniża. Zdaniem tych członków w II poł. 2008 r. można spodziewać się stopniowego łagodzenia napięć na rynku pracy, do czego przyczyni się oczekiwany wzrost aktywności zawodowej oraz mniejsza skala emigracji zarobkowej Polaków za granicę. Część członków podkreślała ponadto, że osłabienie wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie popytu na pracę oraz pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw powinny oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki wynagrodzeń.

W trakcie dyskusji wskazywano, że podwyższona bieżąca inflacja wraz z adaptacyjnym charakterem oczekiwań inflacyjnych rodzi ryzyko utrwalenia się inflacji na relatywnie wyso-

kim poziomie. Podkreślano także, że obserwowana ostatnio wzmożona dyskusja publiczna na temat wzrostu cen oddziałuje w kierunku wyższych oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem części członków Rady siła oddziaływania oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac będzie jednak malała wraz z osłabianiem się koniunktury. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest, zdaniem tych członków, obserwowana w ostatnim okresie silna aprecjacja kursu złotego, która wpływa na obniżenie oczekiwań inflacyjnych.

Na posiedzeniu omawiano także kształtowanie się bieżącej inflacji. Wskazywano, że mimo wzrostu wskaźnika cen konsumpcyjnych w czerwcu (co wynikało głównie ze wzrostu dynamiki cen żywności, paliw oraz niektórych usług), inflacja w Polsce, obok Słowacji, jest najniższa w regionie. Podkreślano także, że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, mimo wzrostu, nadal nie przekracza wartości referencyjnej, co związane jest z tym, że obserwowany obecnie wzrost inflacji ma charakter globalny.

Jednocześnie wskazywano, że w czerwcu wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, co zdaniem części członków Rady, potwierdza narastanie presji inflacyjnej. Analizując kształtowanie się inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii podkreślano, że od połowy 2006 r. wskaźnik ten systematycznie rośnie, a czerwcową projekcja inflacji wskazuje na jego dalszy wzrost i utrzymanie się na relatywnie wysokim poziomie w 2009 r. Zwracano także uwagę, że w ostatnich latach inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii kształtowała się istotnie poniżej inflacji CPI, co w przypadku utrzymania się takiej relacji może sprawić, że inflacja CPI ukształtuje się powyżej celu inflacyjnego również w 2009 r., a nawet dłużej. Część członków Rady zwracała natomiast uwagę, że oczekiwany spadek tempa wzrostu gospodarczego, dotychczasowe umocnienie kursu walutowego oraz dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych mogą przyczynić się do obniżenia inflacji w pobliżu celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, jakkolwiek spodziewany wzrost cen regulowanych będzie czynnikiem podwyższającym inflację.

Omawiając zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki część członków Rady podkreślała, że utrzymuje się niepewność co do długości trwania spowolnienia w gospodarce światowej oraz siły jego wpływu na wzrost gospodarczy w Polsce. Dane dotyczące Stanów Zjednoczonych wskazują, zdaniem tych członków, że wprowadzony tam impuls fiskalny w dużej części został zneutralizowany wzrostem cen paliw i przyczyni się jedynie do krótkotrwałego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Zgodnie z najnowszymi prognozami w II poł. 2008 r. należy oczekiwać ponownego obniżenia aktywności w gospodarce amerykańskiej, które może utrzymać się także w 2009 r. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę na pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce europejskiej, w tym w szczególności w Niemczech, gdzie dotychczas wzrost gospodarczy był relatywnie wysoki.

Część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na źródła obecnie podwyższonej inflacji banki centralne realizujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego nie dążą do szybkiego sprowadzenia inflacji do celu, gdyż mogłoby to skutkować nadmiernym obniżeniem wzrostu gospodarczego. W tym kontekście wskazywano, że w Polsce działaniem, które mogłoby przyczynić się do zmniejszenia presji inflacyjnej i zarazem obniżyłoby koszty sprowadzenia inflacji do celu są reformy strukturalne, w tym reforma finansów publicznych. Reforma finansów publicznych powinna doprowadzić do zmniejszenia procyklicznego wpływu polityki fiskalnej na gospodarkę.

Na posiedzeniu dyskutowano o ewentualnych dalszych podwyżkach stóp procentowych. Część członków Rady akcentowała, że ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, silny wzrost wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy w połączeniu z oczekiwanym jedynie niewielkim spowolnieniem aktywności gospodarczej przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu. Argumentowano także, że dla perspektyw procesów inflacyjnych kluczowe znaczenie ma kształtowanie się realnych stóp procentowych, a te obniżają się mimo dokonanych podwyżek. Większość Rady uznała jednak, że silna aprecjacja kursu złotego, oczekiwane zmniejszenie napięć na rynku pracy oraz spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego wraz z dokonanymi dotychczas podwyżkami stóp procentowych będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie, a pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych miesiącach. Ponadto członkowie ci wskazywali, że zbyt duża skala podwyżek stóp procentowych może sprzyjać nadmiernej aprecjacji, co w połączeniu z pogorszeniem perspektyw wzrostu za granicą oznaczałoby ryzyko istotnego osłabienia eksportu, a także stwarzałoby ryzyko znacznego obniżenia aktywności gospodarczej w Polsce i dalszego narastania nierównowagi zewnętrznej. Argumenty te, zdaniem większości Rady, uzasadniały brak zmian stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna: 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 27 sierpnia 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 kursu walutowego oraz jego wpływie na wzrost gospodarczy, równowagę zewnętrzną i inflację, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, sytuacji na rynku pracy. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Analizując wpływ kursu walutowego na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce, zwracano uwagę na obserwowaną w sierpniu deprecjację kursu złotego, a także innych walut regionu, zarówno względem dolara amerykańskiego, jak i względem euro. Wskazywano, że obecnie trudno ocenić, czy obserwowane osłabienie złotego będzie miało trwały charakter. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na ryzyko osłabienia kursu złotego w kontekście oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Ponadto, wskazywali oni, że istotne dla kształtowania się kursu złotego w przyszłości mogą być zmiany kursu euro względem dolara amerykańskiego. Członkowie ci podkreślali, że w przypadku dalszej deprecjacji złotego kurs walutowy przestanie być czynnikiem ograniczającym inflację w Polsce. Jednocześnie wskazywano jednak, że spowolnienie w gospodarce światowej, w tym w gospodarkach Unii Europejskiej, może zmniejszyć popyt na polski eksport, co oddziaływałoby w kierunku osłabienia kursu równowagi. Inni członkowie Rady zwracali również uwagę, że mimo obserwowanej ostatnio deprecjacji kurs złotego był nadal istotnie mocniejszy niż w poprzednich kwartałach. Wskazywali oni, że aprecjacja kursu

jest wprawdzie czynnikiem zmniejszającym importowaną inflację, jednak dalsze podwyżki stóp procentowych mogłyby oddziaływać w kierunku ponownego umocnienia kursu złotego, co mogłoby mieć negatywne skutki dla konkurencyjności polskich producentów i w konsekwencji dla aktywności gospodarczej w Polsce.

Omawiając kształtowanie się kursu złotego, dyskutowano o wpływie aprecjacji na równowagę zewnętrzną polskiej gospodarki. Wskazywano, że według wstępnych danych w I poł. 2008 r. nastąpiło pogłębienie ujemnego salda obrotów handlu zagranicznego. Zwracano jednocześnie uwagę, że wstępne dane sygnalizują zmianę w strukturze finansowania deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, wyrażającą się w spadku w II kw. 2008 r. bezpośrednich inwestycji zagranicznych i wzroście inwestycji portfelowych. Część członków Rady argumentowała, że przyczyną wzrostu deficytu w handlu zagranicznym była prawdopodobnie silna aprecjacja kursu złotego, zmniejszająca konkurencyjność polskich producentów zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że szybszy wzrost importu niż eksportu mógł być związany z wysoką dynamiką popytu krajowego, stąd biorąc pod uwagę spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce można oczekiwać, że dynamika importu ulegnie obniżeniu. Ponadto, członkowie ci argumentowali, że w dłuższej perspektywie ważniejszym czynnikiem zmniejszającym konkurencyjność polskiego eksportu może być wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy.

Odnosząc się do zmian w zewnętrznym otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na utrzymywanie się, mimo stosunkowo wysokiej dynamiki PKB w II kw. 2008 r., niekorzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, a także na głębsze niż wcześniej oczekiwano pogorszenie koniunktury w części gospodarek Unii Europejskiej. Szczególną uwagę zwracano na silne osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego, obniżenie wskaźników koniunktury oraz na dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów w gospodarkach będących głównymi odbiorcami polskiego eksportu - Niemczech, Francji, Włoszech i Wielkiej Brytanii. Wskazywano także na pogorszenie się perspektyw eksportu strefy euro, w tym przede wszystkim eksportu Niemiec, co ze względu na silne powiązania handlowe między polskimi i niemieckimi eksporterami może przełożyć się na ograniczenie polskiego eksportu.

Podczas dyskusji zwracano uwagę na obserwowany od początku lipca br. znaczny spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych, zaznaczając jednocześnie, że obecnie trudno ocenić, czy ma on charakter trwały. Część członków Rady argumentowała, że ze względu na oczekiwane dalsze osłabienie koniunktury w krajach rozwiniętych zmniejszyło się ryzyko ponownego silnego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że wolniejszy wzrost popytu globalnego może przełożyć się także na wyhamowanie wzrostu cen innych surowców, co będzie oddziaływało w kierunku ograniczenia inflacji na świecie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano na sygnały osłabienia aktywności gospodarczej tj. niższy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej i dalszy spadek zamówień w przemyśle przetwórczym w lipcu br., pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw i wzrost udziału półproduktów i produktów w toku oraz towarów i produktów gotowych w strukturze zapasów w I poł. 2008 r. oraz obniżenie się większości wskaźników koniunktury. Część członków Rady zwracała uwagę, że w kierunku dalszego obniżania dynamiki PKB może oddziaływać ograniczenie inwestycji, do którego przyczyniać się będzie spadek rentowności przedsiębiorstw. Ponadto, argumentowali

oni, że dalsze pogorszenie koniunktury w Unii Europejskiej może - poprzez spadek popytu na polski eksport - prowadzić do głębszego, niż obecnie oczekiwane, osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika PKB w II kw. 2008 r. była prawdopodobnie wyższa od oczekiwanej w czerwcowej projekcji, co sygnalizuje, że dalsze obniżenie tempa wzrostu gospodarczego może być mniejsze niż prognozowano. Wskazywali oni także, że wnioskowanie o zmianach aktywności gospodarczej w Polsce na podstawie miesięcznych danych o produkcji przemysłowej jest obarczone niepewnością, szczególnie biorąc pod uwagę rosnący udział usług w strukturze polskiej gospodarki.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy, które kształtują się na poziomie istotnie wyższym niż oczekiwano w czerwcowej projekcji. Część członków Rady argumentowała, że relacja między wzrostem płac a wzrostem wydajności pracy może ulec w najbliższym okresie dalszemu pogorszeniu ze względu na spodziewane osłabienie wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie dynamiki wydajności pracy. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że spowolnienie wzrostu gospodarczego wpłynie na zmniejszenie popytu na pracę, a przez to z pewnym opóźnieniem na ograniczenie presji płacowej, a wysoka wciąż relatywnie dynamika inwestycji będzie oddziaływała w kierunku wzrostu wydajności pracy. Zwracali oni także uwagę na spadek znaczenia presji płacowej jako bariery rozwoju wskazywanej przez przedsiębiorstwa w badaniach koniunktury NBP oraz na malejącą stopniowo dynamikę zatrudnienia przy utrzymującym się wzroście aktywności zawodowej ludności. Ponadto, członkowie ci argumentowali, że do łagodzenia napięć na rynku pracy przyczyniać się będzie zmniejszenie skali emigracji, między innymi ze względu na pogorszenie koniunktury gospodarczej w Wielkiej Brytanii i innych krajach Unii Europejskiej. Wskazywano również, że wysoka dynamika wynagrodzeń związana jest w części z procesem konwergencji gospodarki polskiej względem zamożniejszych krajów Unii Europejskiej.

Oceniając wpływ utrzymującej się wysokiej dynamiki płac na procesy inflacyjne, część członków Rady argumentowała, że w warunkach nadal szybkiego wzrostu popytu przedsiębiorcy mogą częściowo przerzucać wzrost kosztów pracy na ceny. Ponadto, zwracano uwagę, że rosnący skutek zwiększających się dochodów ludności popyt konsumpcyjny oddziałuje w kierunku wzrostu presji inflacyjnej, o czym świadczy trwający od kilku kwartałów wzrost inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług. Członkowie ci wskazywali ponadto, że oczekiwany wzrost wskaźnika CPI w sierpniu br. rodzi ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Z drugiej strony, część członków Rady wskazywała, że w ostatnim miesiącu oczekiwania inflacyjne ustabilizowały się, a osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce będzie ograniczało ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Zwracali oni także uwagę, że wpływ szybkiego wzrostu płac na inflację może być osłabiany przez obserwowane w poprzednich latach zmniejszanie się udziału kosztów pracy w całkowitych kosztach przedsiębiorstw.

Część członków Rady wskazywała, że utrzymaniu presji popytowej, oprócz szybkiego wzrostu wynagrodzeń, sprzyjać może nadal wysoka, choć obniżająca się, dynamika kredytów, w tym wysoki wzrost kredytów konsumpcyjnych. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że skutek spadku wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz wzrostu akcji kredytowej rośnie obciążenie aktywów zobowiązaniami, co powinno ograniczać możliwość dalszego zaciągania kredytów bankowych przez te podmioty. Podkreślali

oni również, że w tym samym kierunku oddziaływać może spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie wskazywano, że ewentualny wzrost dysparytetu stóp procentowych może mieć ograniczony wpływ na dynamikę agregatów kredytowych ze względu na możliwość substytucji kredytów złotych kredytami denominowanymi w walutach obcych. Z drugiej strony argumentowano, że podwyżka stóp procentowych powinna oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki kredytów m.in. poprzez wpływ na oczekiwania dotyczące przyszłych dochodów gospodarstw domowych.

Na posiedzeniu omawiano również kształtowanie się bieżącej inflacji. Wskazywano, że w lipcu inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii utrzymała się na poziomie z czerwca br., a przyspieszenie inflacji CPI w stosunku do poprzedniego miesiąca wynikało ze wzrostu dynamiki cen żywności, nośników energii i paliw. Zwracano także uwagę, że Polska, obok Słowacji, ma nadal najniższą inflację w regionie oraz że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, mimo wzrostu, nadal nie przekracza wartości referencyjnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych część członków Rady wskazywała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, zahamowanie aprecjacji złotego wraz z ryzykiem deprecjacji kursu związanym z oczekiwanym spadkiem aktywności w polskiej gospodarce, obniżające się realne stopy procentowe - mimo dotychczas dokonanych podwyżek - oraz ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie uzasadniały, ich zdaniem, podwyżkę stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie tych członków Rady odsuwanie w czasie dalszych podwyżek stóp procentowych może zwiększyć koszty obniżenia inflacji do celu. Zdaniem innych członków Rady, znaczne osłabienie aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych, a także oczekiwany spadek presji płacowej będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali, że podwyższenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku ponownej aprecjacji kursu złotego, co stwarzałoby ryzyko głębszego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce i dalszego narastania nierównowagi zewnętrznej. Ponadto, argumentowali oni, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji w średnim okresie na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych miesiącach.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 24 września 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: perspektywach inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, sytuacji na rynku pracy w Polsce oraz perspektywach przystąpienia przez Polskę do strefy euro.

Analizując kształtowanie się wzrostu gospodarczego w Polsce zwracano uwagę, że dynamika PKB w II kw. była znacznie wyższa, a w III kw. 2008 r. będzie prawdopodobnie również wyższa od oczekiwanej w projekcji czerwcowej. Część członków Rady wskazywała jednak na wzrost udziału nakładów brutto na środki trwałe i spadek udziału spożycia ogółem we wzroście PKB w II kw., co może sygnalizować zmniejszenie się presji na wzrost cen konsumpcyjnych. Członkowie ci argumentowali również, że spadek produkcji przemysłowej, głębsze od oczekiwań obniżenie się dynamiki produkcji budowlano-montażowej oraz znaczne pogorszenie się wskaźników koniunktury w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu br. sygnalizują istotne osłabienie aktywności w polskiej gospodarce w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali także, że na obniżenie tempa wzrostu PKB w Polsce wpływał będzie spadek popytu na polski eksport wynikający ze znacznego pogorszenia się dynamiki wzrostu gospodarczego w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. W tym samym kierunku oddziaływać będą obserwowana w pierwszej połowie roku aprecjacja złotego, zmniejszająca konkurencyjność polskich producentów na rynkach zagranicznych i na rynku krajowym, a także osłabienie popytu konsumpcyjnego związane z prawdopodobnym pogorszeniem sytuacji na rynku pracy.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze wyraźne pogarszanie się perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Wskazywano na spadki produkcji przemysłowej w tych gospodarkach oraz dalsze pogarszanie się wskaźników koniunktury. Część członków Rady zwracała uwagę, że kryzys na rynku mieszkaniowym i rynkach finansowych przyczyni się do znacznego spadku popytu konsumpcyjnego w gospodarce amerykańskiej. Członkowie ci podkreślali także, że wsparcie udzielone instytucjom finansowym przez rząd Stanów Zjednoczonych ograniczy możliwość dalszego stymulowania popytu za pomocą polityki fiskalnej. W kierunku ograniczenia popytu będą także oddziaływać regulacje zaostrzające kryteria udzielania kredytów, które prawdopodobnie zostaną wprowadzone w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano również, że nasilenie się zaburzeń na rynkach finansowych w Stanach Zjednoczonych przełoży się prawdopodobnie na sytuację sektora bankowego części gospodarek Unii Europejskiej i będzie dodatkowym czynnikiem osłabiającym aktywność gospodarczą w tych krajach.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy w Polsce, wskazywano na trwające od początku roku obniżanie się dynamiki zatrudnienia i spadek dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu br. Część członków Rady argumentowała, że może to sygnalizować, iż osłabieniu aktywności gospodarczej w Polsce będzie towarzyszyć stosunkowo szybki spadek presji płacowej. Członkowie ci zwracali uwagę, że w kierunku spadku dynamiki wynagrodzeń oddziaływać może także zwiększenie podaży pracy w Polsce związane z możliwym nasileniem powrotów Polaków z krajów UE, w których znacznie pogorszyła się bieżąca i przewidywana sytuacja gospodarcza. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wynagrodzeń pozostaje wysoka i może utrzymywać się na podwyższonym poziomie ze względu na opóźnienia między osłabieniem aktywności gospodarczej a pogorszeniem sytuacji na rynku pracy. W ich ocenie przy spadku tempa wzrostu PKB może prowadzić to w najbliższym okresie do dalszego spadku wydajności pracy i tym samym wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Inni członkowie Rady zwracali także uwagę, że spadek dynamiki wynagrodzeń może być ograniczany przez proces konwergencji gospodarki polskiej do bardziej rozwiniętych gospodarek Unii Europejskiej, w których udział wynagrodzeń w PKB jest znacznie wyższy niż w Polsce. Ponadto, niektórzy członkowie podkreślali, że szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy może w dłuższym

okresie znacznie pogorszyć konkurencyjność polskich przedsiębiorstw, w tym eksporterów.

Na posiedzeniu omawiano także kształtowanie się agregatów pieniężnych w Polsce. Część członków Rady zwracała uwagę na wciąż bardzo szybki przyrost kredytów konsumpcyjnych, podkreślając, że będzie on prawdopodobnie oddziaływał w kierunku utrzymania się wysokiej presji popytowej. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że pozostająca od kilku lat na wysokim poziomie dynamika podaży szerokiego pieniądza może świadczyć o utrzymywaniu się presji inflacyjnej w gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że ograniczająco na dynamikę kredytów wpływać może ewentualne zaostrzenie kryteriów ich udzielania, a także obniżenie zdolności kredytowej gospodarstw domowych związane z pogorszeniem ich sytuacji finansowej w wyniku istotnego spadku wartości ich aktywów.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce, wskazywano, że zharmonizowany wskaźnik inflacji HICP w Polsce był w sierpniu br. nadal najniższy wśród krajów regionu, a także niższy niż w większości krajów strefy euro. Zwracano także uwagę na niższy od oczekiwań wskaźnik inflacji CPI w sierpniu br. oraz na spadek cen żywności i ropy naftowej na rynkach światowych, który powinien oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji w kolejnych miesiącach. Część członków Rady wskazywała jednak na znaczny wzrost inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii w sierpniu br. Równocześnie podkreślano, że ten wskaźnik inflacji bazowej kształtował się do lipca br. na niższym poziomie ze względu na zeszłoroczną promocyjną obniżkę cen usług internetowych, a jego poziom obserwowany od sierpnia br. lepiej odzwierciedla procesy cenowe w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ryzyko utrzymania się inflacji bazowej w kolejnych kwartałach powyżej celu inflacyjnego NBP oraz inflacji CPI powyżej górnej granicy odchyień od celu w związku z możliwymi podwyżkami cen regulowanych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle prawdopodobnej rezygnacji z wcześniej zapowiadanego uwolnienia cen energii dla gospodarstw domowych od początku 2009 r. dynamika cen energii może być niższa niż wcześniej oceniano, a przez to ryzyko utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie może się zmniejszyć.

Ważnym czynnikiem uwzględnianym w dyskusji były wyniki spotkania Prezesa Rady Ministrów i przedstawicieli rządu z Radą Polityki Pieniężnej w dniu 16 września 2008 r. dotyczącego perspektyw przystąpienia przez Polskę do strefy euro. Na posiedzeniu część członków Rady wskazywała, że dążenie do spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht w 2011 r. może wymagać prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w sytuacji, w której Polska miałaby spełnić kryteria zbieżności w późniejszym okresie. Niektórzy z nich zwracali uwagę, że konieczność spełnienia tego kryterium w 2011 r., a tym samym ustabilizowania inflacji na odpowiednim poziomie w latach 2010-2011, uzasadniała zaostrzenie polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem innych członków Rady spowolnienie gospodarki polskiej przyczyni się do obniżenia inflacji do poziomu umożliwiającego spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht. Ponadto, część członków Rady wskazywała, że ze względu na niepewność co do poparcia przez wymaganą większość parlamentarną zmian w konstytucji koniecznych z punktu widzenia wprowadzenia euro w Polsce na bieżącym posiedzeniu nie ma potrzeby rozważać ewentualnego dostosowania polityki pieniężnej do konieczności spełnienia kryterium inflacyjnego.

Na posiedzeniu dyskutowano także o wpływie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro na kurs złotego. Część członków Rady zwracała uwagę, że przygotowaniom Polski do przystąpienia do strefy euro może towarzyszyć aprecjacja nominalnego kursu

złotego, która oddziaływałaby w kierunku obniżenia inflacji. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast na ryzyko deprecjacji kursu złotego w przypadku, gdyby konsultacje polityczne, o których wspomniano we wspólnym komunikacie Prezesa Rady Ministrów i Rady Polityki Pieniężnej, zakończyły się niepowodzeniem, szczególnie w warunkach zwiększonej globalnej awersji do ryzyka związanej z zaburzeniami na rynkach finansowych.

Rozważając decyzję o stopach procentowych część członków Rady wskazywała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, zdaniem tych członków Rady ryzyko utrzymania się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego w dłuższym okresie, ryzyko deprecjacji kursu związane z zaburzeniami na światowych rynkach finansowych i możliwością rewizji ocen dotyczących perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro, ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie oraz obniżające się - mimo dotychczas dokonanych podwyżek - realne stopy procentowe uzasadniały podwyżkę stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie tych członków Rady za taką decyzją przemawiały także zarysowane po spotkaniu z Prezesem Rady Ministrów perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro i wynikająca stąd konieczność spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht. Ponadto, członkowie ci zwracali również uwagę, że odsuwanie w czasie podwyżek stóp procentowych może zwiększyć koszty obniżenia inflacji do celu. Zdaniem innych członków Rady, znaczne osłabienie aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych, a także spadek cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali, że podwyższenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku nadmiernego ograniczenia popytu wewnętrznego oraz - przyczyniając się do ponownej aprecjacji kursu złotego - obniżenia cenowej konkurencyjności eksportu, i w konsekwencji stwarzać ryzyko znaczącego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Zdaniem tych członków Rady, niepewność związana z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych oraz brakiem konsensusu politycznego w sprawie terminu przyjęcia euro uzasadniały wstrzymanie się z ewentualnym dostosowywaniem polityki pieniężnej do konieczności spełnienia kryterium inflacyjnego. Ponadto, argumentowali oni, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji w średnim okresie na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie październikowej projekcji inflacji i PKB oraz danych napływających w kolejnych miesiącach.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Informacja po posiedzeniu RPP w dniach 28–29 października 2008 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50% rocznej, stopa redyskonta weksli 6,25%.

Dane, które napływają w ostatnim okresie wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulegnie obniżeniu w kolejnych kwartałach. Do silniejszego niż dotychczas oczekiwało spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego przyczyni się znaczące obniżenie wzrostu

gospodarczego za granicą, zwiększona niepewność co do przyszłej sytuacji gospodarczej oraz utrudniony dostęp do kredytu i jego podwyższony koszt związany ze wzrostem premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy.

Od wrześniowego posiedzenia Rady nasiliły się zaburzenia na rynkach finansowych oraz nadal pogarszała się sytuacja na rynkach nieruchomości, co wpływa na wyraźne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Jednocześnie oczekuje się, że presja inflacyjna w wielu krajach będzie się obniżać, do czego przyczyni się spadek cen żywności i surowców na rynkach światowych oraz oczekiwane znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego. Osłabienie presji inflacyjnej i oczekiwań inflacyjnych oraz nasilenie zaburzeń na rynkach finansowych skłoniły główne banki centralne do obniżenia podstawowych stóp procentowych. Zaburzenia na globalnych rynkach finansowych doprowadziły do wzrostu awersji do ryzyka, wskutek czego kursy walut wielu gospodarek, w tym części krajów Europy Środkowo-Wschodniej, znacząco się osłabiły.

We wrześniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce obniżyło się do 4,5% i pozostało powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, a także powyżej górnej granicy odchyień od celu, określonej na poziomie 3,5%. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczynił się wzrost dynamiki cen usług, w tym przede wszystkim usług związanych z użytkowaniem mieszkania i cen nośników energii. Roczna dynamika cen żywności i paliw uległa obniżeniu, choć pozostaje na relatywnie wysokim poziomie. Rada podtrzymuje ocenę, że w najbliższych miesiącach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, co w dużym stopniu będzie rezultatem wysokiej, choć obniżającej się rocznej dynamiki cen żywności oraz wysokiego tempa wzrostu cen regulowanych, w tym cen energii.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Projekcja makroekonomiczna została przygotowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 26 września br. Prognozowane w październikowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest w 2009 r. wyższe, a pod koniec 2010 r. niższe od oczekiwanego w czerwcowej projekcji. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale 4,2-4,4% w 2008 r. (wobec 3,8-4,7% w czerwcowej projekcji), 3,9-5,7% w 2009 r. (wobec 2,5-5,8%) oraz 1,9-4,5% w 2010 r. (wobec 0,1-5,7%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z październikową projekcją znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 5,0-5,3% w 2008 r. (wobec 4,3-5,5% w czerwcowej projekcji), 1,9-3,7% w 2009 r. (wobec 3,4-6,2%) oraz 2,7-4,5% w 2010 r. (wobec 3,8-6,8%).

Ze względu na istotne pogorszenie się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego i związane z tym obniżenie prognoz cen surowców i inflacji na świecie, które nastąpiło po 26 września br., wykorzystując model NECMOD dokonano oceny wpływu tych zmian na kształtowanie się inflacji i PKB w horyzoncie projekcji. Ocena ta, uwzględniająca dane do 16 października br., wskazuje, że przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem może się znaleźć w przedziale 4,2-4,4% w 2008 r. (wobec 3,8-4,7% w czerwcowej projekcji), 3,1-5,3% w 2009 r. (wobec 2,5-5,8%) oraz 1,5-4,3% w 2010 r. (wobec 0,1-5,7%). Natomiast tempo wzrostu PKB może się

znaleźć z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,9-5,2% w 2008 r. (wobec 4,3-5,5% w czerwcowej projekcji), 1,7-3,5% w 2009 r. (wobec 3,4-6,2%) oraz 2,4-4,3% w 2010 r. (wobec 3,8-6,8%). Ocena ta nie uwzględnia informacji dostępnych po 16 października br.

W ocenie Rady w najbliższym okresie prawdopodobne jest utrzymanie się presji na wzrost wynagrodzeń, jednak obniżające się tempo wzrostu gospodarczego poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego i ograniczenie popytu na pracę, a także pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw będą łagodzić presję płacową, a w konsekwencji także presję inflacyjną. Podwyższona inflacja w nadchodzącym okresie będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych. Przyszłą inflację mogą także podnosić rosnące ceny niektórych usług, co częściowo wynikać może ze wzrostu cen nośników energii oraz obserwowana w ostatnim okresie znacząca deprecjacja kursu złotego. Utrzymywanie się podwyższonej inflacji rodzi ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie.

W średnim okresie do ograniczania presji inflacyjnej będzie się przyczyniać znaczące spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce. Presja inflacyjna może być nadal osłabiana przez import towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. W tym samym kierunku będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP, a także obserwowane obecnie oraz oczekiwane dalsze zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki.

W ocenie Rady w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest zbliżone do prawdopodobieństwa, że inflacja będzie niższa od celu. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uzależnione od napływających informacji dotyczących perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce i na świecie.

Rada będzie analizowała wpływ zmian sytuacji na krajowym rynku międzybankowym na działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce.

Rada podtrzymuje dotychczasowe stanowisko, że przystąpienie Polski do strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji - Październik 2008, Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kw. 2008 r. oraz Opinię RPP do Projektu Ustawy Budżetowej na 2009 r.*

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. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD². Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. 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.

Projekcja została opracowana w warunkach podwyższonej niepewności co do przebiegu procesów makroekonomicznych w głównych gospodarkach świata. W okresie przygotowywania projekcji, tj. w drugiej połowie września i pierwszej połowie października 2008 r. miały miejsce bezprecedensowe skoordynowane działania rządów i banków centralnych w krajach rozwiniętych, mające na celu zapewnienie stabilności systemów finansowych oraz zapobieżenie możliwości wystąpienia globalnej recesji. W tym samym okresie nastąpił silny spadek cen surowców energetycznych, a także cen części surowców rolnych. Z tego powodu, w obecnej projekcji przedstawiono w sposób znacznie bardziej rozbudowany niż to miało miejsce w projekcjach poprzednich ryzyka scenariusza podstawowego, który był opracowany na podstawie danych zgromadzonych do 26 września 2008 r. Ryzyka te wynikają z szybkiego pogorszenia się perspektyw dla globalnego wzrostu, a próba ich kwantyfikacji uwzględnia dane, które napłynęły do 16 października 2008 r. Prawdopodobieństwo zrealizowania się tych ryzyk jest wysokie.

Otoczenie międzynarodowe

W projekcji przyjęto, że w 2009 r. pogłębi się obserwowane obecnie spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, strefie euro oraz Wielkiej Brytanii będące następstwem zaburzeń na światowych rynkach finansowych. Stymulacja fiskalna oraz wdrożenie planu dokapitalizowania i reformy systemu finansowego, który został opracowany wspólnie przez rząd i Bank Rezerwy Federalnej pozwolą ograniczyć skalę i trwałość osłabienia koniunktury w Stanach Zjednoczonych. Stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych pod koniec 2009 r. i w 2010 r. przyspieszy także powrót koniunktury w krajach europejskich. W związku z ponownym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i narastaniem ryzyka wzrostu inflacji, stopy procentowe

²Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronach internetowych NBP.

w Stanach Zjednoczonych będą nieznacznie rosnąć. W strefie euro nastąpi nieznaczne obniżenie stóp procentowych w drugiej połowie 2009 r. Z tego względu, do 2010 r. poziom stóp procentowych w krajach europejskich pozostanie względnie stabilny.

Ze względu na zakładane wyhamowanie wzrostu w gospodarkach rozwiniętych w 2008 r. ogólnosiwiatowe ceny surowców energetycznych, w szczególności ceny ropy naftowej i gazu ziemnego, znacząco spadną. Natomiast głównym czynnikiem determinującym poziom cen surowców w długim okresie pozostanie wysoki popyt ze strony krajów rozwijających się. Stabilizacja cen ropy naftowej na poziomie ok. 106 USD/b, której sprzyjać będzie istotna aprecjacja dolara amerykańskiego, nastąpi w 2010 r.

Uruchomienie dostosowań podażowych i słabsze tempo wzrostu w krajach rozwijających się złagodzią presję na wzrost cen żywności. W 2009 r. i 2010 r. oczekuje się łagodnego spadku cen surowców rolnych na rynkach światowych.

Popyt zagregowany

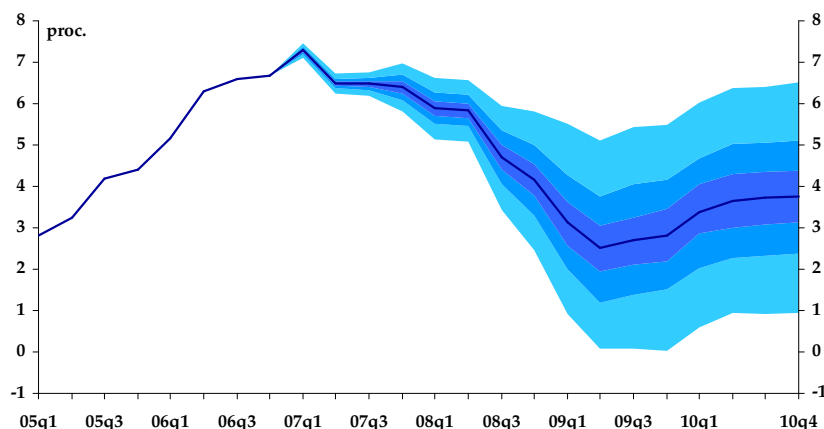
W najbliższych latach tempo wzrostu popytu krajowego spowolni. Na osłabienie dynamiki popytu krajowego do ok. 3% r/r złożą się spadek stopy akumulacji oraz dynamiki spożycia. Spadek dynamiki spożycia pogłębi oczekiwane ograniczenie wzrostu wydatków bieżących sektora publicznego.

Do obniżenia tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w dużym stopniu przyczyni się pogorszenie koniunktury na rynku mieszkaniowym. Mniej korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych oraz zaostrzenie warunków uzyskania kredytu hipotecznego przyczynią się do redukcji popytu na mieszkania. W efekcie, ilość budowanych mieszkań wyraźnie spadnie.

Pogarszające się perspektywy zbytu, mniejsza dostępność kredytu, relatywnie wysokie ceny surowców i towarzysząca im aprecjacja dolara przyczynią się do obniżenia tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw. Podtrzymaniu dodatniej dynamiki inwestycji firm sprzyjać będzie natomiast napływ unijnych funduszy strukturalnych wspierających rozwój przedsiębiorstw i modernizację rolnictwa.

Czynnikiem, który do połowy 2010 r. będzie ograniczać spadek stopy akumulacji będzie stabilny wzrost nakładów na inwestycje publiczne. Konieczność utrzymania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB w niewielkim stopniu wpłynie na dynamikę inwestycji publicznych. Inwestycje publiczne będą silnie stymulowane poprzez napływ środków z funduszy strukturalnych UE. Ze względu na opóźnienia w wykorzystaniu środków z unijnej perspektywy finansowej na lata 2004–2006 oraz opóźnienia w wykorzystaniu środków z nowej perspektywy finansowej, dynamika inwestycji publicznych może nieznacznie osłabnąć w końcu 2010 r. W efekcie, dynamika inwestycji od połowy 2009 r. będzie się kształtować na poziomie ok. 3% r/r, przy stopniowo rosnącym wkładzie inwestycji prywatnych do dynamiki wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce i malejącym wkładzie inwestycji publicznych.

W 2009 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego utrzyma się na obecnym poziomie ok. 5%, czemu sprzyjać będzie nadal dobra sytuacja na rynku pracy oraz wysoka dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Na początku 2009 r. spodziewane jest wejście w życie korzystnych zmian w wysokości stawek podatku PIT. Ponadto ze względu na relatywnie wysoki poziom inflacji w 2008 r. wysoki będzie także współczynnik waloryzacji świadczeń społecznych. Dopiero w długim horyzoncie projekcji wygasanie

Wykres 7.1: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.

Źródło: NBP.

wysokiej dynamiki płac i wzrost stopy bezrobocia przełożą się na osłabienie dynamiki wzrostu dochodów do dyspozycji, a w efekcie także na zmniejszenie tempa wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych. Do obniżenia dynamiki spożycia prowadzić będzie także spadek wartości majątku gospodarstw domowych związany z towarzyszącą spadkowi popytu na mieszkania korektą ich cen.

Pomimo osłabienia światowej koniunktury w 2009 i 2010 r., pogłębiająca się integracja gospodarki polskiej ze strukturami Unii Europejskiej umożliwi podtrzymanie stosunkowo wysokiej dynamiki eksportu. Tempo wzrostu eksportu będzie najniższe w 2009 r., a w kolejnym roku projekcji powróci do poziomu ok. 10% r/r. Zmniejszenie dynamiki importochłonnej produkcji eksportowej oraz osłabienie poziomu aktywności gospodarczej w kraju przełożą się natomiast na relatywnie silniejszą redukcję dynamiki importu. W konsekwencji, już od połowy 2009 r. wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego będzie nieznacznie dodatni.

Równowaga makroekonomiczna

Ścieżka centralna PKB wskazuje na spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego do poziomu poniżej 3% r/r w 2009 r., a następnie jej łagodny wzrost do prawie 4% w kolejnym roku projekcji (Wykres 4.1).

Tempo wzrostu PKB do końca 2009 r. będzie utrzymywać się poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Będzie to efektem zarówno silnego osłabienia zagregowanego popytu, jak i wysokiej ponad 5-procentowej dynamiki produktu potencjalnego, w pierwszych kwartałach projekcji. Przyspieszy to domknięcie, a następnie odwrócenie dodatniej na początku horyzontu projekcji luki popytowej. Ze względu na spowolnienie tempa akumulacji kapitału a także jednorazowy charakter pozytywnego wpływu reform podatkowych z lat 2008-2009 na podniesienia poziomu produktu potencjalnego, w dłuższym horyzoncie projekcji tempo wzrostu produktu potencjalnego będzie się stopniowo obniżać do poziomu ok. 4% r/r. Ze względu na jednoczesne przyspieszenie tempa wzrostu produktu bieżącego, w 2010 r. luka popytowa ustabilizuje się na ujemnym poziomie.

W horyzoncie projekcji, nadwyżka popytu nad podażą na rynku pracy będzie się stopniowo zmniejszać. Przyczyni się do tego redukcja zgłaszanego przez przedsiębiorstwa popytu na pracę i systematyczny wzrost stopy aktywności zawodowej. Ze względu na sztywność płac realnych i w obliczu spadku popytu na wytwarzane produkty, firmy w pierwszym rzędzie będą dostosowywać poziom zatrudnienia. Tempo wzrostu płac dostosuje się do słabnącej koniunktury z pewnym opóźnieniem obniżając się do poziomu poniżej 6% r/r dopiero w połowie 2009 r. W horyzoncie projekcji nastąpi natomiast istotne obniżenie dynamiki wzrostu pracujących, która od początku 2009 r. będzie ujemna. W efekcie, stopa bezrobocia będzie stopniowo wzrastać zbliżając się do poziomu 12% pod koniec 2010 r.

Jednocześnie oczekuje się, że dotychczasowy wysoki wzrost płac realnych, pogorszenie perspektyw pracy za granicą, znaczące podniesienie płacy minimalnej w 2008 i 2009 r. oraz redukcja klina płacowego będą stanowiły zachętę do wejścia na rynek pracy szczególnie dla najmłodszych oraz najstarszych osób w wieku pracującym. Wzrostowi współczynnika aktywności zawodowej sprzyjać będą także zmiany w strukturze wiekowej populacji. Wzrośnie udział w populacji osób w grupach wiekowych o tradycyjnie wysokim współczynniku aktywności zawodowej (prime age). Szacuje się, że czynnik demograficzny będzie odpowiadał za ok. 40% z 1,5 pkt. proc. wzrostu współczynnika aktywności zawodowej w okresie 2008-2010.

Wzrost podaży pracy, przy spadku tempa wzrostu kapitału produkcyjnego oraz przy wysokich cenach surowców energetycznych, wpłynie na wzrost stopy bezrobocia naturalnego NAWRU. Wzrost NAWRU będzie jednak wolniejszy niż wzrost rzeczywistej stopy bezrobocia, co będzie prowadziło do domknięcia w horyzoncie projekcji luki na bezrobociu.

Przy stabilizacji terms-of-trade i pomimo nieznacznej poprawy salda handlu zagranicznego obserwowana w ostatnich kwartałach tendencja wzrostowa deficytu na rachunku obrotów bieżących ulegnie zahamowaniu dopiero w 2009 r. Ze względu na spadek wartości przekazów wynagrodzeń polskich emigrantów pracujących za granicą, wyraźnemu pogorszeniu ulegnie saldo dochodów. W efekcie, łączne saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym ulegnie pogorszeniu do -4,5% PKB w 2009 r. i utrzyma się na zbliżonym poziomie do końca horyzontu projekcji.

Presja kosztowa

Pomimo istotnej korekty cen ropy naftowej i gazu ziemnego w ostatnich kwartałach br., w horyzoncie projekcji ceny surowców energetycznych na rynkach światowych nadal będą kształtować się na wyższych poziomach niż w latach ubiegłych. Wysoki poziom cen surowców energetycznych, przy umiarkowanej deprecjacji kursu złotego względem euro do poziomu ok. 3,50, a następnie jego stabilizacji i wyraźnie słabnącym kursie euro względem dolara, przełoży się na wzrost cen importu i kosztów produkcji, a także bezpośrednio na ceny paliw i energii elektrycznej wchodzących w skład koszyka cen towarów i usług konsumpcyjnych. Ze względu na regulacje niektórych sektorów rynku energii, dostosowanie krajowych cen energii do poziomu cen zagranicą będzie rozłożone w czasie.

Ceny surowców rolnych na rynkach światowych utrzymają się w horyzoncie projekcji w lekkim trendzie spadkowym. Przy niekorzystnych zmianach kursu złotego do dolara,

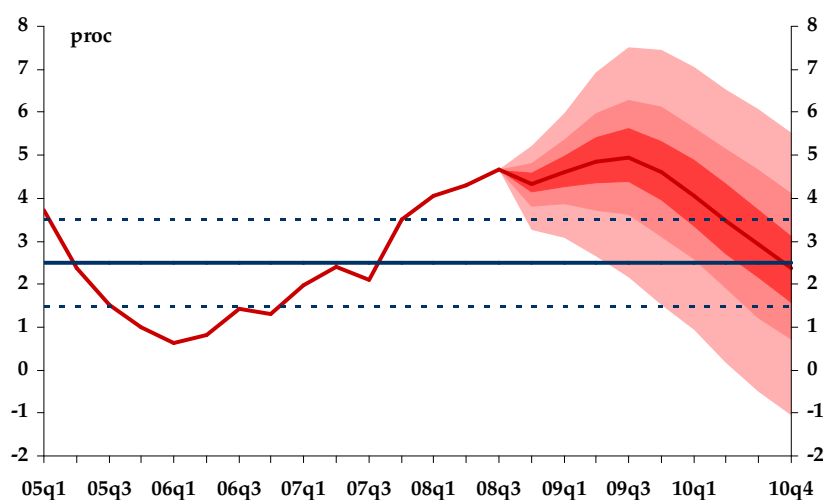
osłabienie presji na wzrost cen żywności na rynku krajowym będzie jednak obserwowane dopiero pod koniec 2010 r.

Tempo wzrostu płac realnych w gospodarce do połowy 2009 r. będzie przewyższać tempo wzrostu wydajności pracy. Przełoży się to na podtrzymanie wysokiego tempa wzrostu kosztów pracy w najbliższych kwartałach. Przy osłabieniu popytu na pracę i oczekiwanym wzroście jej podaży, presja kosztowa będzie jednak wyraźnie wygasła w dłuższym horyzoncie projekcji, przy spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem do poziomu 1,0% r/r w końcu 2010 r.

Inflacja

W 2009 r. spodziewane jest utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu cen konsumenta mierzonych indeksem CPI. Do końca 2009 r. inflacja będzie znajdowała się powyżej górnej granicy przedziału odchyłeń od celu, powracając do pasma dopiero w 2010 r. (Wykres 4.2). Pod koniec horyzontu projekcji inflacja zbliży się do celu inflacyjnego NBP ustalonego na 2,5%. Prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego stopniowo maleje do ok. 0,48 w ostatnim kwartale projekcji, przy istotnym wzroście prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w paśmie odchyłeń od celu w 2010 r. w porównaniu do 2009 r.

Wykres 7.2: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP.



Źródło: NBP.

Na tempo wzrostu cen konsumenta w przyszłym roku w istotnym stopniu wpłynie wysokie tempo wzrostu cen żywności i nośników energii. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji, w pierwszych kwartałach 2009 r., ze względu na istotny wzrost kosztów pracy, przyspieszy także inflacja bazowa. Osłabienie presji inflacyjnej wiążącej się ze spadkiem cen na rynkach światowych, w tym cen surowców rolnych i energetycznych, zaznaczy się wyraźniej dopiero w końcu horyzontu projekcji, ze względu na działające w przeciwnym kierunku wcześniejsze umocnienie kursu dolara amerykańskiego. Od połowy 2009 r. następować będzie natomiast stopniowa redukcja presji kosztowej ze strony rynku pracy i spadek inflacji bazowej.

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

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%)
2008q3	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2008q4	0,020	0,008	0,097	0,461	0,097
2009q1	0,002	0,016	0,113	0,480	0,111
2009q2	0,012	0,043	0,152	0,484	0,140
2009q3	0,020	0,071	0,179	0,480	0,159
2009q4	0,049	0,119	0,257	0,483	0,208
2010q1	0,086	0,183	0,378	0,499	0,292
2010q2	0,139	0,311	0,495	0,490	0,356
2010q3	0,231	0,416	0,600	0,491	0,369
2010q4	0,337	0,524	0,714	0,494	0,377

Źródło: NBP.

Konstrukcja wykresu wachlarzowego

Narodowy Bank Polski publikuje projekcję inflacji wraz z wykresem wachlarzowym od sierpnia 2004 r. Od maja 2005 r., gdy rozpoczęto publikację projekcji z modelu ECMOD, niepewność szacowana była na podstawie symulacji stochastycznych modelu, z uwzględnieniem niepewności związanej z prognozami zmiennych egzogenicznych i ze składnikiem losowym. Tym samym, przyjmowano założenie, że jeżeli model ECMOD jest odpowiednim narzędziem do określania ścieżki centralnej projekcji, to będzie także dobrze określał niepewność tej projekcji.

W obecnej rundzie progностycznej metodologia budowy wykresu wachlarzowego (fan-chartu) dla projekcji inflacji i PKB została istotnie zmodyfikowana. Obecnie, szerokość fan-chartu jest spójna z historycznymi błędami z modelu ECMOD/NECMOD, jednocześnie zależąc od bieżącej oceny niepewności zmiennych egzogenicznych. Przyczyną zmiany metodologii była dostatecznie długa historia prognoz z modelu ECMOD/NECMOD oraz następujące wady symulacji stochastycznych:

Istotna wrażliwość na postać modelu progностycznego. Niepewność powinna zależeć od wyboru i specyfikacji modelu. Zbyt duża wrażliwość wyników uzyskiwanych na podstawie modelu na endogenizację lub egzogenizację wybranych zmiennych lub zmianę postaci równań, nie jest jednak pożądana.

Zawyżanie niepewności. Metody oparte o symulacje stochastyczne przy wykorzystaniu szoków zarówno na zmiennych endo- jak i egzogenicznych mogą zawyżać niepewność. Po pierwsze, niepewność jest oceniana jedynie w oparciu o model, a zatem ignorowana jest rola ekspertów w korygowaniu prognoz. Po drugie, niepewność używana w symulacjach stochastycznych wzrasta w przypadku gdy niektóre parametry równań modelu są kalibrowane. Kalibracja parametrów (oparta na wiedzy o gospodarce) powinna natomiast zmniejszać faktyczną niepewność prognoz.

Niezależność wyników symulacji stochastycznych od przeszłych błędów prognoz.

Nieuwzględnianie niepewności związanej z danymi. Dane obarczone są niepewnością m.in. ze względu na rewizje rachunków narodowych oraz niedostępność niektórych zmiennych w punkcie startowym projekcji (są one szacowane przez ekspertów). Ta niepewność nie jest uwzględniana w symulacjach stochastycznych.

Nowa procedura konstrukcji wykresu wachlarzowego jest wolna od wad wymienionych powyżej. Składa się ona z następujących kroków:

Wyznaczenie rozkładów historycznych błędów prognoz. Na podstawie przeszłych błędów prognoz z modelu ECMOD/NECMOD, dla każdego horyzontu prognozy, oszacowano wariancję błędów prognoz. Dla inflacji uwzględniono niepewność prognoz począwszy od kwartału, w którym publikowany był *Raport o Inflacji*. Natomiast dla prognoz dynamiki PKB, z uwagi na częste rewizje rachunków narodowych, uwzględniono także niepewność jaką obarczone są przeszłe wartości zmiennej (do 7 kwartałów poprzedzających publikację *Raportu* łącznie).

Symulacja ścieżek zmiennych egzogenicznych. Na podstawie mnożników modelu NECMOD wybrano zbiór zmiennych egzogenicznych, których niepewność ma dominujący wpływ na niepewność projekcji inflacji i PKB. Eksperti prognozujący zmienne egzogeniczne, w każdej rundzie prognostycznej, podają ścieżkę centralną (wartość oczekiwaną) oraz ocenę niepewności prognozy zmiennej (przy czym rozkład ryzyk nie musi być symetryczny). Procedura symulacji zmiennych egzogenicznych została dobrana w taki sposób, aby wartość oczekiwana symulowanych przebiegów zmiennych była zgodna ze ścieżkami centralnymi podanymi przez ekspertów, zachowana była autokorelacja zmiennych obserwowana w próbie, a także wzajemna korelacja szoków pomiędzy poszczególnymi zmiennymi.

Zmienne egzogeniczne symulowane są w dwóch wariantach: z niepewnością historyczną oraz niepewnością bieżącą. W pierwszym przypadku przedziały ufności symulowanych zmiennych egzogenicznych są zgodne z przeciętną oceną niepewności podawaną przez ekspertów w poprzednich rundach prognostycznych, zaś w drugim – z oceną niepewności w bieżącej rundzie prognostycznej.

Symulacje z modelu NECMOD. Przy wykorzystaniu modelu NECMOD przeprowadzane są symulacje stochastyczne w dwóch wariantach. W pierwszym, niepewność zmiennych egzogenicznych jest przyjęta na średnim poziomie z poprzednich rund prognostycznych, a stopy procentowe są endogeniczne, określane przez oszacowaną na danych historycznych regułę Taylora. W drugim, niepewność zmiennych egzogenicznych jest przyjęta na poziomie z obecnej rundy prognostycznej, a stopy procentowe nie zmieniają się w horyzoncie projekcji. W symulacjach nie uwzględnia się innych źródeł niepewności prognoz (niepewność związana ze składnikiem losowym, estymatorami parametrów etc.) Celem symulacji jest określenie wpływu na niepewność prognoz PKB i inflacji zmian w ocenie niepewności zmiennych egzogenicznych oraz przyjęcia założenia o egzogeniczności polityki monetarnej.

Określenie niepewności bieżącej PKB i inflacji. Fan-chart oparty jedynie na przeszłych błędach prognozy z modelu ECMOD/NECMOD jest odpowiednim szacunkiem niepewności **prognozy** przy niepewności zmiennych egzogenicznych na poziomie odpowiadającym średniej niepewności w poprzednich rundach prognostycznych. Na ten fan-chart nakładana jest korekta wyznaczona w poprzednim punkcie przez co uzyskujemy określenie niepewności **projekcji** przy bieżącym poziomie niepewności zmiennych egzogenicznych.

Projekcja październikowa na tle projekcji czerwcowej

Inflacja CPI do połowy 2010 r. kształtuje się powyżej, a w dwóch ostatnich kwartałach projekcji poniżej ścieżki z rundy czerwcowej. Dynamika PKB w projekcji październikowej jest natomiast w latach 2009-2010 niższa niż w ostatniej projekcji. Na przesunięcie ścieżki inflacji pomiędzy projekcjami wpływ miały przede wszystkim zmiany prognoz dotyczących otoczenia zewnętrznego. Zmiana oceny sytuacji na rynku pracy oraz silniejsze niż prognozowano w czerwcu umocnienie kursu złotego w ostatnich kwartałach wpłynęły na projekcję inflacji w przeciwnych kierunkach, nie zmieniając istotnie przebiegu inflacji bazowej w pierwszych kwartałach projekcji.

Wyższe niż zakładano w poprzedniej rundzie progностycznej ceny surowców energetycznych oraz rolnych na rynkach światowych oraz założenie o umocnieniu się dolara, którego kurs względem euro w projekcji czerwcowej był stabilny, wpłynęły na podniesienie prognozowanej dynamiki krajowych cen żywności i nośników energii w całym horyzoncie projekcji.

Silniejsze niż zakładano przed kwartałem spowolnienie wzrostu globalnego, wyższy poziom cen surowców na rynkach światowych, redukcja dynamiki wydatków bieżących sektora publicznego oraz wolniejsze niż przyjmowano w czerwcu wykorzystanie środków z Nowej Perspektywy Finansowej, a także zacieśnienie polityki kredytowej banków, wpłynęły na obniżenie w projekcji tempa wzrostu gospodarczego. Pogorszenie perspektyw wzrostu oraz towarzysząca temu gorsza sytuacja na rynku pracy, przyczyniły się do zmniejszenia presji popytowej i obniżyły ścieżkę inflacji bazowej od połowy 2009 r. względem ostatniej projekcji.

Główne obszary niepewności

Ryzyka projekcji związane z pogorszeniem perspektyw globalnego wzrostu

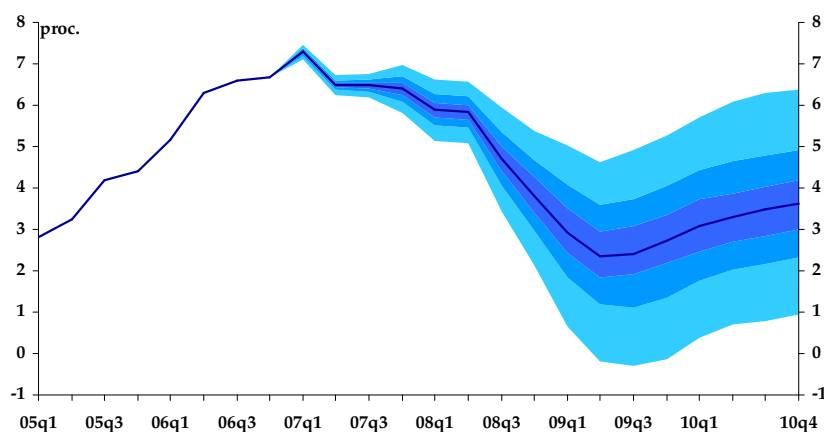
Po dacie zamknięcia napływu danych wykorzystanych w projekcji październikowej, w efekcie pogłębienia się kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych znacząco pogorszyły się perspektywy globalnego wzrostu. W związku z powyższymi zmianami podjęto próbę kwantyfikacji ryzyk dla inflacji i dynamiki PKB w Polsce wynikających z niższej dynamiki globalnego wzrostu oraz możliwej głębszej redukcji cen surowców w najbliższych latach. W tym celu skonstruowano prognozę inflacji i PKB w Polsce (przy założeniu niezmiennego poziomu stóp NBP) uwzględniając dane i prognozy dostępne do 16 października 2008 r.

Prognozy globalnego wzrostu z połowy października br. były wyraźnie niższe niż prognozy formułowane pod koniec września br. W połowie października oczekiwano znacznie głębszego spadku dynamiki globalnego wzrostu w 2009 r. i jej wolniejszej odbudowy w 2010 r. W związku z niższym przewidywanym tempem wzrostu, oczekiwano także, że pewnemu osłabieniu ulegnie presja inflacyjna na świecie. W wyniku pogorszenia się perspektyw wzrostu oraz oczekiwanego osłabienia presji inflacyjnej, a także biorąc pod uwagę mające miejsce 8 października skoordynowane obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne przyjęto także, że w najbliższych kwartałach polityka pieniężna w gospodarkach krajów rozwiniętych będzie bardziej akomodacyjna niż założono w projekcji.

Uwzględnienie danych dostępnych w pierwszych tygodniach października obniżyło prognozy ścieżki cen ropy naftowej, gazu ziemnego i węgla. Agregatowy indeks cen surowców energetycznych na rynkach światowych zgodnie z założeniami z połowy października był niższy o ok. 15% niż oceniano to pod koniec września. W znacznie mniejszym stopniu skorygowane w dół zostały natomiast ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

W oparciu o założenia z połowy października wzrost gospodarczy w Polsce może być nieznacznie niższy, niż wskazała projekcja październikowa. Na nieznacznie głębsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce wpłynąć może przede wszystkim niższa dynamika eksportu (i niższy wkład eksportu netto do wzrostu) w krótkim i średnim horyzoncie projekcji. W dłuższym horyzoncie projekcji pewnemu osłabieniu może również ulec tempo wzrostu popytu krajowego, w szczególności tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Spadek nakładów inwestycyjnych gospodarstw domowych wiązać się będzie głównie z obniżeniem ich dochodów do dyspozycji w wyniku pogorszenia sytuacji na rynku pracy i niższymi transferami dochodów z pracy zagranicą.

Wykres 7.3: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB po uwzględnieniu kwantyfikacji ryzyk dla PKB.



Źródło: NBP.

Silniejsze niż przedstawiono w projekcji spowolnienie wzrostu w głównych gospodarkach europejskich może również wpłynąć na osłabienie impulsów emigracyjnych i intensyfikację migracji powrotnych do Polski. Korzystniejsze saldo migracji niż oczekiwano pod koniec września ma szansę z kolei pozytywnie wpłynąć na wzrost liczby aktywnych zawodowo na rynku pracy. Wzrost podaży pracy oraz silniejsze niż w projekcji październikowej spowolnienie wzrostu gospodarczego mogą prowadzić do dalszego osłabienia presji płacowej. Osłabienie presji kosztowej ze strony rynku pracy realizować się będzie jednak nadal z pewnym opóźnieniem w stosunku do pogorszenia koniunktury krajowej.

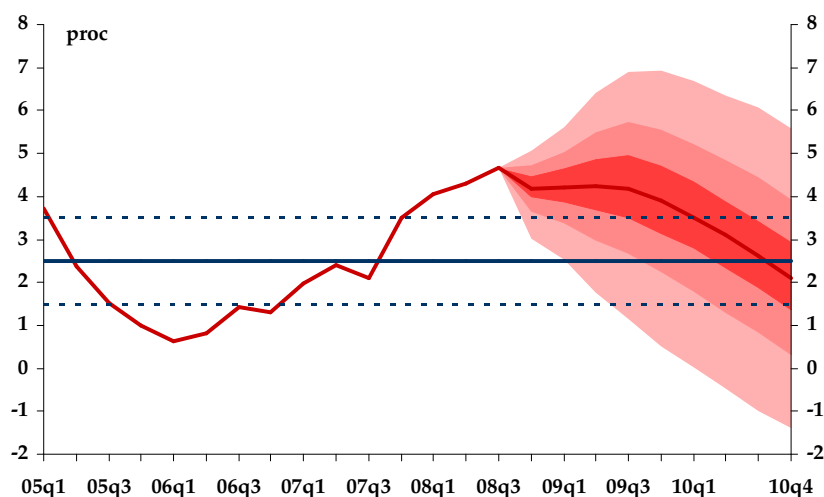
Ze względu na obniżenie w połowie października prognozy cen surowców energetycznych na rynkach światowych, inflacja cen energii na rynku krajowym może być niższa niż w projekcji październikowej (przeciętnie o ok. 2,0 pkt. proc. w latach 2009-2010). Wpływ rewizji prognoz cen surowców rolnych na oczekiwania dotyczące inflacji cen żywności na rynku krajowym jest proporcjonalnie mniejszy.

Przyjęcie założeń z 16 października, w związku z istnieniem opóźnień w transmisji szo-

ków w gospodarce realnej na inflację, nie prowadzi do znaczącej zmiany oczekiwań dotyczących inflacji bazowej w najbliższych kwartałach. Dopiero od końca 2009 r. inflacja bazowa może ukształtować się na poziomie niższym niż w projekcji październikowej.

Na perspektywy kształtowania się inflacji w najbliższych kwartałach może natomiast istotnie wpłynąć rewizja prognoz dotyczących cen surowców energetycznych i cen surowców rolnych na rynkach światowych. Przy uwzględnieniu danych, które napływały w okresie od 26 września do 16 października br. ocenia się, że inflacja CPI może kształtować się o ok. 0,5 pkt. proc. niżej niż wskazała ścieżka centralna projekcji październikowej, co oznacza, że może ona znaleźć się powyżej celu inflacyjnego w 2009 r. z prawdopodobieństwem 86% w porównaniu do 94% w obecnej projekcji, a w 2010 r. z prawdopodobieństwem 57% względem 64%.

Wykres 7.4: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP po uwzględnieniu kwantyfikacji ryzyka dla inflacji.



Źródło: NBP.

Ceny surowców rolnych oraz energetycznych

Październikowa projekcja zakłada wyhamowanie dynamiki światowych cen surowców rolnych i energetycznych oraz ich stabilizację lub umiarkowany spadek w 2009 i 2010 r. Scenariuszowi takiemu powinno sprzyjać prognozowane spowolnienie globalnego tempa wzrostu oraz dostosowania podaży, będące odpowiedzią na utrzymujący się wysoki popyt i ceny surowców. Źródłem niepewności dotyczącej przyszłej dynamiki cen surowców jest skala spowolnienia w krajach rozwijających się, które w dominującym stopniu odpowiadają za wzrost popytu zarówno na surowce energetyczne jak i rolne w ostatnich latach, a także polityka kontroli podaży ropy krajów OPEC oraz ciągły brak ogólnoświatowego porozumienia regulującego rozwój rynku biopaliw.

Przełożenie zmian cen na rynkach surowcowych na ceny krajowe w dużej mierze zależy też będzie od kształtowania się kursu EUR/USD. W projekcji październikowej przyjęto, że dolar amerykański będzie się umacniał względem euro. Ewentualny odwrót tendencji aprecjacyjnych dolara mógłby wpłynąć na zmniejszenie presji kosztowej, prowadząc do wyższego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce przy niższej stopie inflacji.

Konkurencyjność polskiej gospodarki

Biorąc pod uwagę niepewność rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie, szczególnie trudna pozostaje ocena przyszłej konkurencyjności inwestycyjnej i handlowej Polski. Pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarkach rozwijających się może prowadzić do przesunięcia przepływów kapitałowych w kierunku rynków wschodzących, obecnie słabiej dotkniętych kryzysem, lub odwrotnie, do wycofywania zaangażowania kapitałowego w gospodarkach cechujących się wyższym poziomem ryzyka inwestycyjnego. Polska może utrzymać pozycję kraju atrakcyjnego dla inwestorów zagranicznych lub, wręcz przeciwnie, w najbliższych kwartałach może nastąpić intensyfikacja odpływów kapitałowych z kraju. Osłabienie zaufania inwestorów zagranicznych może prowadzić do deprecjacji kursu, wzrostu ryzyk inflacyjnych, a także spowolnienia wzrostu ze względu na mniejszy napływ inwestycji bezpośrednich.

Globalna dekonunktura może wpłynąć także na zmianę struktury światowego handlu. Większą niż dotychczas rolę może odgrywać konkurencyjność cenowa i jakościowa towarów. Skuteczność redukcji kosztów i elastyczność dostosowań do zmian struktury popytu przez polskie firmy, zadecydują o konkurencyjności handlowej polskich wyrobów (i kształtowaniu się *terms-of-trade*). To z kolei będzie miało wpływ na skalę przełożenia się globalnego spowolnienia na wzrost gospodarczy w Polsce.

Przystąpienie do strefy euro i ERM II

Decyzja dotycząca daty przystąpienia do ERM II i przyjęcia wspólnej waluty, a także tryb jej podejmowania, mogą istotnie wpłynąć na tempo konwergencji stóp procentowych oraz stabilność kursu walutowego. Zmienność stóp procentowych oraz kursu związane z przebiegiem procesu integracji monetarnej mogą z kolei wpływać na zjawiska realne i przebieg procesów inflacyjnych.

Zapowiedziom rządu dotyczącym możliwie szybkiego wprowadzenia euro w Polsce, powinno towarzyszyć dążenie do spełnienia w najbliższych latach kryteriów fiskalnych z Maastricht. Spójnie z projektem budżetu na 2009 r. w projekcji przyjęto ograniczenie dynamiki wydatków bieżących sektora finansów publicznych. Brak realizacji planów ograniczenia deficytu oraz zadłużenia sektora finansów publicznych, może zmniejszyć wiarygodność deklaracji rządu i wpłynąć na niekorzystne zmiany nastawienia inwestorów oraz osłabienie kursu złotego. Bardziej ekspansywna polityka fiskalna może także przyczynić się do podniesienia dynamiki popytu krajowego. Powyższe ryzyka mogą znaleźć odzwierciedlenie w wyższej ścieżce inflacji niż wskazuje projekcja.

Regulacja rynków i wprowadzenie standardów europejskich

Część sektorów gospodarki polskiej pozostaje nadal silnie regulowana. Mechanizmy ekonomiczne w sektorach regulowanych mogą być słabe, szczególnie w horyzoncie odpowiadającym horyzontowi projekcji. Ze względu na trudności w określeniu tempa i zakresu deregulacji rynku energii w Polsce, znaczącą niepewnością obarczona jest m.in. prognoza wzrostu cen krajowych nośników energii. Integracja struktur gospodarki polskiej z krajami Unii Europejskiej wymaga stopniowych dostosowań regulacji w Polsce do standardów unijnych. Nieustalone dotychczas terminy wprowadzenia zmian fiskalnych wymaganych przez Unię Europejską, w tym ujednolicenia stawek VAT dla towarów

konsumpcyjnych, przekładają się na wzrost niepewności projekcji. Podobnie, trudno jest ocenić skalę wpływu na aktywność gospodarczą nowych przepisów dotyczących emisji dwutlenku węgla oraz ewentualnego dalszego zaostrzania wymogów związanych z ochroną środowiska. Na niepewność związaną z otoczeniem prawnym składa się także brak ostatecznych rozwiązań dotyczących zagospodarowania przestrzennego oraz trudność w ocenie skuteczności środków administracyjnych, podejmowanych w celu zwiększenia stopnia wykorzystania funduszy unijnych. Ocenia się, że wypadkową tych ryzyk jest wyższe prawdopodobieństwo pogorszenia średniookresowych perspektyw wzrostu oraz zwiększenia presji inflacyjnej w stosunku do scenariusza przedstawionego w projekcji.

Rozwój sytuacji na rynku pracy

Istotnym źródłem niepewności projekcji pozostaje przyszły rozwój sytuacji na rynku pracy. Niepewność ta wiąże się przede wszystkim z natężeniem i charakterem ruchów migracyjnych, długością okresu utrzymywania się wysokiej presji płacowej i oddziaływaniem na rynek pracy już wprowadzonych lub prawdopodobnych zmian w polityce fiskalnej i regulacyjnej. Przy pogorszeniu sytuacji na rynkach pracy w krajach rozwiniętych, można oczekiwać zahamowania odpływów migracyjnych oraz intensyfikacji migracji powrotnych. Niepewność związana z prowadzoną polityką fiskalną i regulacyjną obejmuje zmiany w ustawodawstwie dotyczącym przechodzenia na wcześniejsze emerytury, zmiany płacy minimalnej oraz efekty obniżenia składki rentowej i zmian w podatku PIT. Skala powyższych zjawisk oraz skala ich przełożenia na zmiany efektywnej podaży pracy (liczby aktywnych zawodowo i stopy bezrobocia równowagi) jest trudna do określenia. W odróżnieniu od poprzednich projekcji, oczekuje się jednak, że ryzyko słabszego niż wskazuje projekcja wzrostu napięć na rynku pracy jest zbliżone do ryzyka ich silniejszego wzrostu.

Przeniesienie kosztów pracy na inflację

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

Omówienie danych, które napłynęły po 16 października 2008 r.

Dane napływające po 16 października wskazują na spadki bądź stabilizację różnicy w pomiędzy stopami referencyjnymi banków centralnych a krótkoterminowymi stopami rynkowymi na głównych rynkach bazowych (USA, strefa euro, Wielka Brytania), co może świadczyć o pewnej skuteczności działań banków centralnych USA i Europy oraz inicjatywy rządów krajów grupy G-7, mających na celu zwiększenie płynności dla sektora bankowego. W omawianym okresie dalszemu osłabieniu ulegał złoty, co wynikało

z działania czynników globalnych (deprecjacji walut krajów wschodzących w wyniku odpływu inwestorów portfelowych z tych rynków w kierunku aktywów dolarowych) i regionalnych (wpływ eskalacji kryzysu na Węgrzech).

Podsumowanie pozamodelowych ryzyk projekcji inflacji

Najważniejszymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wyższej inflacji niż zakłada to obecna projekcja są: spadek zaufania inwestorów pociągający za sobą deprecjację złotego, silniejsza niż przyjęto w projekcji aprecjacja dolara względem euro, która może wpłynąć na silniejsze przełożenie się wysokich cen surowców na ceny krajowe oraz wolniejsza redukcja napięć na rynku pracy. Na możliwość ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej wskazuje natomiast ryzyko związane z głębszym niż przyjęto w projekcji spowolnieniem w gospodarce światowej, osłabieniem dolara amerykańskiego, odwróceniem trendów migracyjnych oraz przełożeniem nadal wysokich kosztów pracy na wzrost cen. Można oceniać, że po uwzględnieniu omówionych pozamodelowych czynników niepewności, ryzyko kształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej z projekcji jest wyraźnie wyższe niż ryzyko, że inflacja ukształtuje się powyżej niej, natomiast ryzyka dla wzrostu gospodarczego rozkładają się w przybliżeniu symetrycznie.

Tabela 4.2: Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2007	2008	2009	2010
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,5	4,3	4,7	3,2
Ceny żywności (% r/r)	4,8	6,3	3,0	-0,4
Ceny nośników energii (% r/r)	3,8	8,8	10,5	9,3
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,0	2,4	4,0	3,2
PKB (% r/r)	6,7	5,1	2,8	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	8,6	5,5	2,4	3,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	5,0	4,8	4,6	3,7
Spożycie zbiorowe (% r/r)	3,7	0,2	1,0	1,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	17,6	13,1	4,3	2,8
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-2,0	-0,6	0,3	0,5
Eksport (% r/r)	9,1	9,3	9,1	11,2
Import (% r/r)	13,6	9,9	7,7	9,4
Płace brutto (% r/r)	8,6	10,5	6,9	5,6
Liczba pracujących (% r/r)	2,0	0,8	-0,4	-1,0
Stopa bezrobocia (%)	9,6	7,8	9,9	12,2
NAWRU (%)	12,0	10,6	11,4	12,5
Stopa aktywności zawodowej (%)	53,8	54,3	55,5	56,1
Wydajność pracy (% r/r)	4,5	4,3	3,2	4,7
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,1	4,7	3,4	0,9
Produkt potencjalny (% r/r)	5,7	7,2	4,7	3,8
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	1,0	0,0	-2,0	-2,7
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2006=1,00)	1,08	1,24	1,20	1,17
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2006=1,00)	1,16	2,16	2,21	2,19
Poziom cen za granicą (% r/r)	2,1	2,6	2,2	2,0
PKB za granicą (% r/r)	2,6	1,3	1,0	1,8
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-3,6	-3,4	-4,5	-4,0
WIBOR 3M (%)	4,72	6,35	6,33	6,20

Źródło: NBP.

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

Załącznik

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

- **Data:** 21 maja 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia *Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2007*

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 21 maja 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji *Założeń polityki pieniężnej na rok 2007 r.*

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia *Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2007 r.*

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 28 maja 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 25 czerwca 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie przeszedł

Wyniki głosowania członków RPP:

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