

Raport o inflacji Kwiecień 2006

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Kwiecień 2006

Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4. Raportu projekcja inflacji została sporządzona z wykorzystaniem modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych Adama B. Czyżewskiego. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	11
1.1 Wskaźniki inflacji	11
1.2 Oczekiwania inflacyjne	16
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	18
Determinanty inflacji	21
2.1 Popyt	21
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	23
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	24
2.1.3 Popyt inwestycyjny	25
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	27
2.2 Produkcja	32
2.3 Rynek pracy	34
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	34
2.3.2 Płace i wydajność	38
2.4 Inne koszty i ceny	40
2.4.1 Ceny zewnętrzne	40
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	42
2.5 Rynki finansowe	43
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	43
2.5.2 Kurs walutowy	48
2.5.3 Kredyt i pieniądz	50
Polityka pieniężna w okresie luty-kwiecień 2006 r.	59

Projekcja inflacji i PKB	65
4.1 Wstęp	65
4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB	67
4.3 Projekcja inflacji i PKB	74
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od grudnia 2005 r. do lutego 2006 r.	87

Synteza

Inflacja w III kw. 2005 r. wyniosła 1,6% r/r, w IV kw. ub. r. obniżyła się do 1,1% r/r, a w I kw. 2006 r. ukształtowała się na poziomie 0,7% r/r. Na kształtowanie się inflacji na niskim poziomie począwszy od III kw. 2005 r. wpłynęło wygaśnięcie efektów cenowych związanych z akcesją Polski do UE w 2004 r., polityka pieniężna sprzed kilku kwartałów, aprecjacja złotego w 2005 r., rosnący udział importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz wzmożona konkurencja ze strony producentów z tych krajów. Na działanie tych czynników nałożyły się efekty krótkookresowe: głębszy niż oczekiwano spadek dynamiki cen paliw w wyniku obniżenia marż dystrybucyjnych oraz spadek cen żywności. Ponadto w marcu GUS dokonał rewizji styczniowego wskaźnika inflacji według nowej struktury wag stosowanych do jego obliczania. W efekcie, tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w styczniu zostało zrewidowane o 0,1 pkt. proc. w dół.

Pomimo umacniania się tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, w okresie styczeń-marzec wskaźniki inflacji bazowej utrzymywały się na niskim poziomie. Niska inflacja "netto" wskazywała, że presja inflacyjna była w tym okresie ograniczona. Ograniczonej presji inflacyjnej w analizowanym okresie towarzyszyło ukształtowanie się oczekiwań inflacyjnych na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego, przy jednoczesnym ustabilizowaniu się prognoz inflacyjnych analityków bankowych na poziomie 2,0%.

W okresie styczeń-marzec 2006 r. roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu nieznacznie wzrosła. Wzrost cen producentów obserwowany jest na rynku krajowym, podczas gdy w przypadku cen eksportowych od ponad roku notowany jest ich spadek. W kierunku obniżenia cen eksportowych oddziaływała aprecjacja złotego w 2005 r.

W I kw. 2006 r. istotny wpływ na sytuację na polskim rynku finansowym miały czynniki o charakterze globalnym. W pierwszych dwóch miesiącach br. oddziaływały one w kierunku aprecjacji nie tylko kursu złotego, lecz także innych walut krajów Europy Środkowej. W marcu natomiast odpływ kapitału zagranicznego przyczynił się do osłabienia wszystkich walut oraz spadku cen obligacji w tym regionie, przy czym najsilniejsza deprecjacja miała miejsce w przypadku kursu węgierskiego forinta oraz – w mniejszej skali – złotego. W kierunku osłabienia polskiej waluty oraz wzrostu rentowności obligacji skarbowych w tym okresie oddziaływała także zwiększona niepewność polityczna w kraju. Jednocześnie w całym I kw. br. nominalny efektywny kurs złotego był nieznacznie mocniejszy niż przewidywano w styczniowym *Raporcie*.

W IV kw. 2005 r. wzrost pracujących w gospodarce wyniósł 2,4% r/r (wobec 2,8% w III kw. 2005 r.). Na utrzymanie się wysokiej dynamiki liczby pracujących w gospodarce w IV kw. 2005 r. złożył się przede wszystkim silny wzrost liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (3,5% r/r wobec 3,7% r/r w III kw. 2005 r.). Znacznemu wzrostowi liczby pracujących towarzyszył wzrost liczby osób aktywnych zawodowo (o 0,8% r/r). W sektorze przedsiębiorstw, w I kw. 2006 r. przyspieszyła roczna dynamika zatrudnienia (do 2,7% w marcu). Nadal obniżało się też bezrobocie. W marcu 2006 r. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 17,8%, tj. o 1,4 pkt. proc. mniej niż rok wcześniej. Dane dotyczące rynku pracy wskazują, że skala poprawy sytuacji na tym rynku jest jak dotąd zgodna z oczekiwaniami ze styczniowego *Raportu o inflacji*.

Ożywieniu gospodarczemu w Polsce towarzyszy przyspieszenie wzrostu płac. W IV kw. 2005 r. wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce wyniósł 5,1% r/r (wobec 3,4% w poprzednim kwartale) i był wyższy niż oczekiwano w styczniowej projekcji inflacji. Wyższą niż w poprzednim kwartale dynamikę wynagrodzeń odnotowano także w sektorze przedsiębiorstw, gdzie płace wzrosły o 4,8% r/r (wobec 2,7% w III kw. 2005 r.). W I kw. 2006 r. dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była wprawdzie zbliżona do poprzedniego kwartału (4,7% r/r), jednak w kolejnych miesiącach kwartału systematycznie rosła.

W IV kw. 2005 r. przyspieszył wzrost wydajności pracy w gospodarce. W całej gospodarce, mimo rosnącej dynamiki wydajności pracy, jeszcze szybszy i przyspieszający wzrost płac prowadził do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Natomiast w przemyśle, zarówno w IV kw. ub. r., jak i w pierwszych dwóch miesiącach br., wzrost wydajności był wyższy od dynamiki płac, czego efektem był spadek jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze.

Według szacunków GUS, w IV kw. 2005 r. PKB zwiększył się realnie o 4,2% r/r (wobec wzrostu o 3,7% r/r w III kw.), osiągając najwyższą dynamikę od III kw. 2004 r. Choć tempo wzrostu PKB w IV kw. 2005 r. było niższe od oczekiwań zarówno analityków rynkowych, jak i przedstawionych w styczniowym *Raporcie*, dane o rachunkach narodowych w IV kw. 2005 r. potwierdziły, że gospodarka znajduje się w fazie umacniającego się ożywienia.

W IV kw. 2005 r. istotnie wzrosła dynamika popytu krajowego, głównie wskutek silnego i większego niż oczekiwano przyspieszenia dynamiki nakładów na środki trwałe (wzrost o 9,8% r/r wobec 5,7% r/r w III kw. 2005 r.). Nastąpiło także wyraźne przyspieszenie dynamiki spożycia, szczególnie zbiorowego. Łącznie spożycie i nakłady inwestycyjne zwiększyły się o 5,0% r/r, wobec 2,9% r/r w III kw. i 2,1% r/r w I połowie 2005 r. Przyrost zapasów był zbliżony do obserwowanego przed rokiem, w związku z czym wpływ tej kategorii na wzrost PKB był znikomy. Znaczące i nieoczekiwane co do skali (w świetle danych z bilansu płatniczego według NBP oraz danych dotyczących obrotów towarowych w handlu zagranicznym według GUS) było natomiast obniżenie się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, co wynikało z wyraźnego przyspieszenia importu, przy utrzymującym się wysokim wroście eksportu.

Według danych GUS, w IV kw. 2005 r. – zgodnie z oczekiwaniami ze styczniowego *Ra-*

portu – realna dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 3,1% r/r z 2,7% w III kw. 2005 r. Wzrost dynamiki spożycia wynikał ze wzrostu dynamiki nominalnych dochodów do dyspozycji ludności, przy jednoczesnym obniżeniu inflacji. Do zwiększenia spożycia przyczyniało się również wysokie tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę poprawiające się nastroje konsumentów, w tym oczekiwania dalszej poprawy ich sytuacji finansowej, istotny wzrost dynamiki realnych wynagrodzeń oraz znaczący wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, przeprowadzoną w marcu 2006 r. waloryzację rent i emerytur oraz rosnącą i wysoką dynamikę sprzedaży detalicznej, można oczekiwać, że w I kw. 2006 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie dynamiki spożycia indywidualnego.

Według szacunków GUS, w IV kw. 2005 r. nadal przyspieszała dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Wzrosły one w tym okresie realnie o 9,8% r/r wobec 5,7% w III kw. i 3,8% w II kw. Wzrost ten był wyższy od oczekiwań NBP ze styczniowego *Raportu o inflacji*. Inwestycje są kluczowe dla podtrzymania wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. W I kw. br. utrzymywała się dobra koniunktura w budownictwie mieszkaniowym. Dobra sytuacja finansowa firm oraz wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych powinny oddziaływać w kierunku wzrostu inwestycji. Utrzymanie się wysokiego zainteresowania inwestycjami przedsiębiorstw sygnalizują wyniki badań koniunktury NBP. Na przyspieszenie inwestycji wskazuje także sygnalizowany w tych badaniach wzrost zainteresowania kredytem bankowym, mimo dużych zasobów środków własnych firm.

Skłonność do inwestowania krajowych inwestorów oraz skala napływu inwestycji zagranicznych będą zależały także od rozwoju sytuacji politycznej w Polsce oraz wprowadzenia reform przyczyniających się do poprawy systemu egzekwowania umów, uproszczenia procedur związanych z rozpoczynaniem działalności gospodarczej, zmniejszenia skali obciążeń fiskalnych, a tym samym do poprawy warunków prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce. Ponadto, dalsze przyspieszenie inwestycji będzie zależało od efektywności systemu współfinansowania projektów inwestycyjnych z funduszy UE.

Na podstawie wstępnych danych za styczeń-marzec 2006 r. można oceniać, że zarówno roczne, jak i kwartalne tempo wzrostu PKB w I kw. 2006 r. przyspieszyło. Według szacunków NBP, utrzymał się silny wzrost nakładów na środki trwałe i nastąpiła dalsza poprawa dynamiki popytu konsumpcyjnego. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB oceniany jest jako bliski zeru. Aktualny szacunek tempa wzrostu gospodarczego w I kw. 2006 r. jest nieco wyższy od oczekiwań przedstawionych w styczniowym *Raporcie*.

Scenariusz rozwoju sytuacji fiskalnej przedstawiony w *Aktualizacji Programu Konwergencji* ze stycznia br. przewiduje stopniowe zmniejszanie deficytu sektora w relacji do PKB w latach 2007-2008. Jednak w świetle zapowiadanych przez ugrupowania parlamentarne tworzące koalicję rządzącą zmian legislacyjnych, dotyczących finansów publicznych, prawdopodobne są odchylenia od przewidywanej w tym scenariuszu ścieżki deficytu sektora finansów publicznych. Z jednej strony przyjęcie nowej ustawy o finansach publicznych, zakładającej m.in. konsolidację finansów publicznych, może zwiększyć ich przejrzystość i przyczynić się do lepszego zarządzania środkami publicznymi, jednak skala oszczędności może być mniejsza niż oczekiwana przez rząd (w ciągu dwóch lat 0,8-1,0% PKB). Z drugiej strony większość publicznie ogłoszonych propozycji zmian w

polityce fiskalnej może, w przypadku ich realizacji, wpływać na zwiększenie deficytu finansów publicznych. Ponadto przedstawiony przez rząd w kwietniu br. pakiet zmian podatkowych przewiduje znaczne zmniejszenie dochodów sektora finansów publicznych. W sumie proponowane zmiany zwiększają ryzyko, że deficyt sektora finansów publicznych w latach 2007-2008 może okazać się większy niż założono w styczniowej *Aktualizacji Programu Konwergencji*. Sytuacja fiskalna w latach następnych będzie w znacznym stopniu zależała od tempa i struktury wzrostu gospodarczego, który determinuje dochody sektora finansów publicznych. Gdyby wzrost gospodarczy okazał się niższy niż założono w tym scenariuszu to proces redukcji deficytu sektora finansów publicznych mógłby zostać zahamowany lub nawet mógłby nastąpić jego ponowny wzrost.

Należy podkreślić, że utrwalenie wysokiego tempa wzrostu polskiej gospodarki wymaga obniżenia obciążeń fiskalnych oraz ograniczania wydatków publicznych. Obserwowany obecnie szybki wzrost gospodarczy stwarza korzystne warunki dla ograniczenia deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych.

W omawianym okresie najważniejszymi problemami dyskutowanymi przez Radę były perspektywy trwałości ożywienia na rynku pracy, wpływ procesów globalizacyjnych i kształtowania się światowych cen surowców na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji, perspektywy poprawy stanu finansów publicznych oraz krótko- i średniookresowy wpływ przystąpienia Polski do UE na kurs złotego i inflację.

W omawianym okresie Rada poświęcała szczególnie dużo uwagi kwestii zmian na rynku pracy oraz ich wpływowi na inflację. Dla oceny tego wpływu zasadniczo ważna jest odpowiedź na dwa pytania: czy obserwowany wzrost liczby pracujących będzie trwały oraz jaka jest i będzie rola czynników popytowych oraz czynników podażowych we wzroście liczby pracujących? W tym kontekście dyskutowano o liberalizacji rynku pracy, międzynarodowej migracji zarobkowej oraz zmianach współczynnika aktywności zawodowej. Dodatkowe pytanie dotyczy siły przyszłego antyinflacyjnego oddziaływania czynników globalnych w porównaniu z przeszłością.

Styczniowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 2 stycznia 2006 r.), wskazywała, że powrót inflacji do celu (2,5%) nastąpi nieco później, niż przewidywała projekcja inflacji z sierpnia 2005 r. Równocześnie styczniowa projekcja wskazywała, że w horyzoncie projekcji, tzn. do 2008 r., luka popytowa pozostanie ujemna. W IV kw. 2005 r. i I kw. 2006 r. wystąpił stopniowy spadek zarówno wskaźnika inflacji bieżącej, jak i inflacji bazowej netto. Obniżenie wskaźników inflacji pozwalało oczekiwać, że inflacja w I kw. br. ukształtuje się na poziomie niższym, niż założono w styczniowej projekcji inflacji. Na posiedzeniu RPP w lutym przeważał pogląd, że perspektywy inflacji zmieniły się i w związku z tym obniżono stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., tj. do poziomu: stopa referencyjna 4,0%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%. W marcu i kwietniu stopy procentowe zostały utrzymane na niezmiennym poziomie.

Zgodnie z projekcją inflacji NBP, przedstawioną w kwietniowym *Raporcie o inflacji*, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9-5,0% w 2006 r. (wobec 3,8-5,1% w styczniowej projekcji); 3,4-5,8% w 2007 r.

(wobec 3,4-5,2%) oraz 3,5-6,2% w 2008 r. (wobec 3,6-5,5%).

Kwietniowa projekcja inflacji wskazuje, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie prawdopodobnie nieznacznie niższe w 2006 r., jednak w 2008 r. nieco wyższe od oczekiwanego w styczniowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 0,5-2,0% w IV kw. 2006 r. (wobec 0,5-2,3% w projekcji styczniowej), 1,3-3,4% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,1-3,6%) oraz 1,2-3,9% w IV kw. 2008 r. (wobec 0,8-3,9%).

Należy podkreślić, że przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim skali przyszłego wpływu czynników globalizacyjnych na inflację, tempa wzrostu siły roboczej, kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach, kształtowania się kursu walutowego. Ponadto, projekcja została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 24 marca br., a więc nie uwzględnia znacznie wyższych niż założono w projekcji cen ropy naftowej i cen paliw, wyższego szacunku PKB i wynagrodzeń w gospodarce w I kw. br. oraz nieznacznie niższej niż prognozowano inflacji CPI w I kw. br. Natomiast inflacja netto była w I kw. br. zgodna z założoną w kwietniowej projekcji.

Rada podtrzymuje ocenę, że inflacja - głównie na skutek oddziaływania czynników o charakterze krótkookresowym - będzie w perspektywie II, a być może III kw. 2006 r. z dużym prawdopodobieństwem utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego. Gdyby rozwój sytuacji w gospodarce był zgodny z kwietniową projekcją inflacji NBP, obecny poziom stopy referencyjnej banku centralnego sprzyjałby stopniowemu powrotowi inflacji do celu w horyzoncie projekcji i utrzymywaniu się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do tempa potencjalnego, które wynika ze strukturalnych cech polskiej gospodarki. Stosunkowo długie utrzymywanie się inflacji oraz inflacji bazowej poniżej wcześniej prognozowanego poziomu może świadczyć o tym, że oddziaływanie czynników, które mogą spowolnić założone w projekcji tempo powrotu inflacji do celu, jest silniejsze niż wcześniej przypuszczano. Czynniki mogące przyspieszyć powrót inflacji do celu mogłyby okazać się wyższe niż założone w projekcji tempo wzrostu płac, jeśli nie towarzyszyłyby mu dostatecznie szybki wzrost wydajności, dalszy wzrost cen ropy naftowej oraz pogorszenie się sytuacji w finansach publicznych w stosunku do założonej w Programie Konwergencji.

Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

Po wygaśnięciu efektów cenowych przystąpienia Polski do Unii Europejskiej w III kw. 2005 r. roczna inflacja (CPI) obniżyła się i ukształtowała na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego. Jednocześnie roczna inflacja w III kw. ub.r. ukształtowała się na poziomie wyższym niż oczekiwano w sierpniowej projekcji inflacji. W IV kw. inflacja ponownie się obniżyła i okazała się zgodna z tą projekcją. W styczniu i lutym 2006 r.¹ inflacja wyniosła odpowiednio 0,6% i 0,7% r/r, natomiast w marcu obniżyła się do 0,4%² (Wykres 1.1, lewy panel). Na niski roczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych, odnotowany w tych miesiącach, złożył się spadek cen żywności oraz spadek dynamiki cen paliw, tj. czynniki o charakterze krótkookresowym. Ponadto w marcu GUS dokonał rewizji styczniowego wskaźnika CPI według nowej struktury wag stosowanych do jego obliczania. W efekcie roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w styczniu zrewidowano w dół o 0,1 pkt. proc. (z 0,7%). Inflacja "netto"³ w styczniu i lutym br. ukształtowała się na poziomie 0,8%, natomiast w marcu obniżyła się do 0,7%. W całym I kw. br. inflacja była wyraźnie niższa niż oczekiwano w styczniowej projekcji inflacji. Począwszy od połowy 2005 r. zarówno roczna inflacja mierzona wskaźnikiem CPI jak i inflacja "netto" utrzymują się na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego. Podobnie niską inflację obserwowano w Polsce na przełomie 2002 i 2003 r. W latach 2002-2003 wkłady poszczególnych grup towarów i usług konsumpcyjnych we wzrost wskaźnika CPI i inflacji "netto" były jednak inne niż obecnie (patrz ramka).

W analizowanym okresie tempo spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych⁴

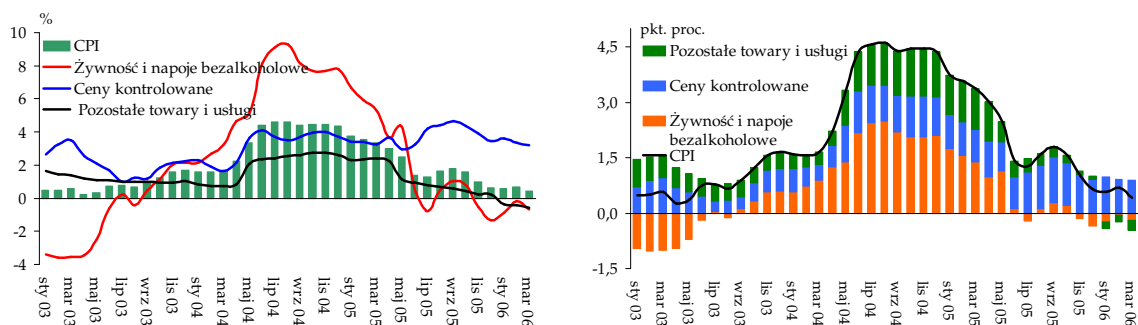
¹Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie o inflacji* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych.

²W dalszej części *Raportu o inflacji* przyjęto następujące oznaczenia:
r/r – analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym
kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału
m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca.

³Miara inflacji powstała po wyłączeniu ze wskaźnika CPI cen żywności i paliw.

⁴Waga poszczególnych grup towarów i usług we wskaźniku CPI w 2006 r. jest następująca:
żywność i napoje bezalkoholowe: 27,2%
ceny kontrolowane ogółem: 27,5%
pozostałe towary i usługi ogółem: 45,3%.

Przebieg procesów inflacyjnych



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

zmniejszyło się z -1,3% w grudniu 2005 r. do -0,7% w marcu br. (Wykres 1.1, lewy panel). Spadek cen żywności w I kw. br. był głębszy niż zakładano w styczniowej projekcji inflacji. Na niską miesięczną dynamikę cen żywności w okresie styczeń-marzec br. złożył się głównie spadek cen mięsa, przede wszystkim drobiowego. Spadek cen mięsa drobiowego był spowodowany obawami konsumentów związanymi z pojawiającymi się informacjami o odkryciu przypadków ptasiej grypy w Europie. Tendencję spadkową cen mięsa dodatkowo pogłębiał wzrost produkcji mięsa wieprzowego oraz utrzymanie ograniczeń importu polskiej żywności przez Rosję.

Dynamika cen kontrolowanych po wzroście z 3,4% w grudniu 2005 r. do 3,6% w styczniu br., spadła do 3,2% w marcu br. (Wykres 1.1, lewy panel). Na utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki cen kontrolowanych w analizowanym okresie złożył się wzrost cen gazu i energii elektrycznej, związany ze zmianami taryf. Ponadto w styczniu br. wystąpiły również typowe dla tego okresu podwyżki abonamentu RTV oraz cen usług pocztowych. W kierunku obniżania inflacji w grupie cen kontrolowanych w analizowanym okresie oddziaływało obniżenie dynamiki cen paliw silnikowych na rynku krajowym, które wynikało z umocnienia złotego wobec dolara amerykańskiego oraz trwającego spadku marży dystrybucyjnej w kraju. Dynamika cen paliw w I kw. br. była niższa niż zakładano w styczniowej projekcji inflacji.

Dynamika cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych⁵ obniżyła się z 0,2% w grudniu 2005 r. do -0,6% w marcu br. (Wykres 1.1, lewy panel). W analizowanym okresie istotny wpływ na dynamikę cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych miała coroczna zmiana systemu wag koszyka CPI. Wzrost wagi usług internetowych (przy ujemnej dynamice ich cen) oraz spadek wagi usług związanych z utrzymaniem mieszkania lub domu (przy dodatniej dynamice ich cen) przyczynił się do skokowego spadku wskaźnika cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych w styczniu br. w stosunku do grudnia ub.r. W szczególności, dynamika cen usług obniżyła się z 2,2% w grudniu

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

	Zmiany r/r											
	2005									2006		
	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar
CPI	3.0	2.5	1.4	1.3	1.6	1.8	1.6	1.0	0.7	0.6	0.7	0.4
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	2.8	2.3	0.7	0.2	0.6	0.8	0.6	-0.1	-0.4	-0.6	-0.3	-0.6
Cen o największej zmienności	3.5	2.4	1.7	1.3	1.3	1.4	1.1	0.7	0.4	0.2	0.1	-0.1
Cen o największej zmienności i cen paliw	3.1	2.2	1.4	0.7	0.7	0.6	0.5	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	2.3	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	0.8	0.8	0.7
15% średnia obciąża	2.7	2.3	1.8	1.4	1.4	1.4	1.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
	Zmiany m/m											
	2005									2006		
	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar
CPI	0.4	0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.4	0.4	-0.2	-0.2	0.2	0.0	-0.1
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0.2	0.3	-0.4	-0.6	-0.3	0.2	0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1
Cen o największej zmienności	0.2	-0.1	-0.7	0.3	0.2	0.3	0.4	0.1	0.1	-0.3	-0.2	-0.1
Cen o największej zmienności i cen paliw	0.0	-0.2	-0.8	0.2	0.1	0.1	0.5	0.2	0.4	-0.1	-0.1	-0.1
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0
15% średnia obciąża	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0.1	0.1	-0.1	0.3	0.4	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1
Inflacja "netto"	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

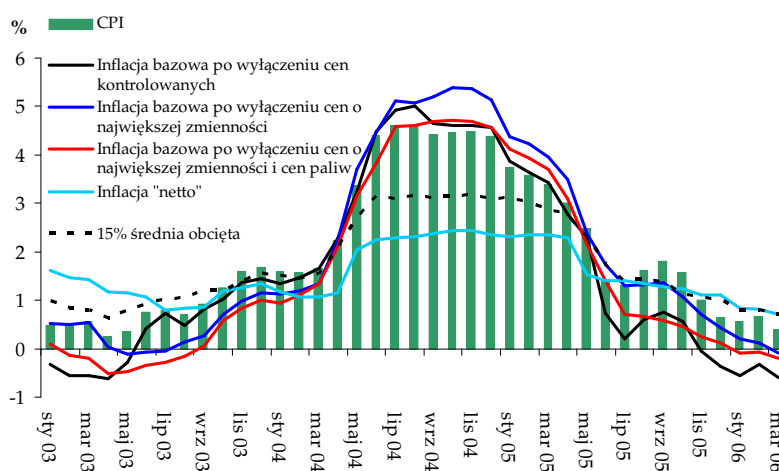
Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

ub.r. do 1,4% w styczniu br., przy czym wzrost wagi usług internetowych wyjaśnia 0,5 pkt. proc. tego spadku. W marcu 2005 r. odnotowano dalsze obniżenie dynamiki cen usług (do 0,8% r/r), na które złożyło się pogłębienie obserwowanego spadku cen usług internetowych⁶. Ponadto na zmniejszenie dynamiki cen w grupie pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych złożył się również nasilający się od maja 2005 r. spadek cen towarów nieżywnościowych. W analizowanych miesiącach ceny tych towarów obniżały się

⁶W marcu ceny usług internetowych obniżyły się o 38,8% r/r wobec 27,3% r/r w styczniu i lutym br. Obniżenie dynamiki tych cen wyjaśnia 0,4 pkt. proc. spadku dynamiki cen usług w marcu br.

Przebieg procesów inflacyjnych



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

o 1,6% r/r⁷. Największy spadek nastąpił w kategoriach: odzież, obuwie, sprzęt telekomunikacyjny, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny oraz sprzęt gospodarstwa domowego.

W okresie styczeń-marzec 2006 r. wskaźniki inflacji bazowej utrzymywały się na niskim poziomie (Wykres 1.2, Tabela 1.1). Inflacja "netto" ukształtowała się nieznacznie wyżej niż inflacja mierzona wskaźnikiem CPI. Wskazuje to, że łączne zmiany cen żywności i paliw w okresie styczeń-marzec br. ograniczały wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych. Dynamika inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych od listopada 2005 r. przyjmuje wartości ujemne, na co w znacznym stopniu składa się spadek cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych.

⁷Spadek cen wystąpił w większości kategorii grupy towarów nieżywnościowych – w okresie styczeń-marzec br. artykuły, których roczna dynamika cen obniżyła się, stanowiły 60% grupy towarów nieżywnościowych.

Porównanie okresów niskiej inflacji w latach 2002-2003 oraz 2005-2006

Począwszy od czerwca 2005 r. roczne tempo wzrostu cen w Polsce utrzymuje się na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego. Podobnie niską inflację obserwowano w Polsce w okresie od połowy 2002 r. do połowy 2003 r.¹ Warto jednak odnotować, że w latach 2002-2003 wkłady poszczególnych grup towarów i usług konsumpcyjnych w kształtowanie wskaźnika CPI były inne niż obecnie. Głównym czynnikiem składającym się na niską inflację w tym okresie były obniżające się ceny żywności, podczas gdy ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych rosły i miały dodatni wkład we wzrost wskaźnika CPI. Od listopada ub.r. dynamika cen żywności ponownie ma ujemny wkład we wzrost tego wskaźnika, choć spadek cen żywności był w tym okresie słabszy niż w latach 2002-2003. Ponadto, w ciągu ostatnich czterech lat waga żywności i napojów bezalkoholowych w koszyku CPI zmalała o prawie 2,6 pkt. proc, co dodatkowo przyczyniło się do spadku siły wpływu tej grupy cen na inflację w 2005 i 2006 r. Główną determinantą inflacji są ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych (ze względu na największą wagę w koszyku CPI). Od połowy 2005 r. obserwuje się systematyczny spadek dynamiki cen w tej grupie, która od stycznia br. przyjmuje wartości ujemne. W marcu 2006 r. w największym stopniu na spadek cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych złożył się spadek cen odzieży (o 5,8%), obuwia (o 9,3%), sprzętu telekomunikacyjnego (o 11,7%), sprzętu audiowizualnego, fotograficznego i informatycznego (o 8,7%), sprzętu gospodarstwa domowego (o 1,9%) oraz usług internetowych (o 38,8%). W konsekwencji, od stycznia 2006 r. również wkład dynamiki pozostałych towarów i usług w kształtowanie się wskaźnika CPI jest ujemny (Wykres 1.1, prawy panel).

Na podobne tendencje wskazuje dynamika inflacji "netto". Zarówno w 2003 r. jak i na przełomie 2005 i 2006 r. inflacja "netto" kształtowała się na niskim poziomie². Od początku 2006 r. ta miara inflacji bazowej utrzymuje się na poziomie nieznacznie wyższym niż inflacja mierzona wskaźnikiem CPI. Oznacza to, że – podobnie jak w latach 2002-2003 – łączne zmiany cen żywności i paliw ograniczają wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych. W odróżnieniu od obecnej sytuacji, w 2003 r. ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych działały w kierunku wyższej inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI, jak i inflacji "netto". Od maja 2005 r. inflacja "netto" przewyższa natomiast dynamikę cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych. Oznacza to, że obecnie dodatni wkład w kształtowanie się "inflacji netto" ma jedynie dynamika cen kontrolowanych po wyłączeniu cen paliw, podczas gdy w 2003 r. w kierunku wzrostu tej miary inflacji oddziaływały także zmiany cen pozostałych towarów i usług (Wykres 1.1, prawy panel).

¹W okresie lipiec 2002-październik 2003 r. inflacja kształtowała się w przedziale 0,3%-1,3%.

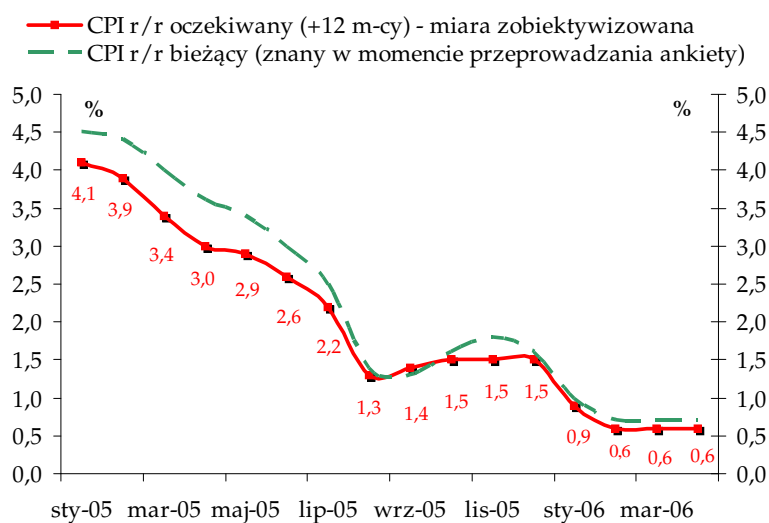
²Inflacja netto w 2003 r. kształtowała się w przedziale 0,8-1,6%. Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI zaczęła przyjmować niskie wartości już w 2002 r., natomiast inflacja "netto" do grudnia 2002 r. utrzymywała się powyżej 2%.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w Polsce mają charakter silnie adaptacyjny. Oznacza to, że zmiany oczekiwań inflacyjnych podążają w ślad za zmianami bieżącej stopy inflacji. W rezultacie, zmienność oczekiwań inflacyjnych w przeszłości była wysoka.

W pierwszych miesiącach br. odnotowano dalszy spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych. W lutym, marcu i kwietniu br. ukształtowały się one na poziomie 0,6%, tj. najniższym od lipca 2003 r. i wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.3). W okresie od końca 2005 r. do marca 2006 r. na obniżenie oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, będących funkcją struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe oraz bieżącej stopy inflacji, złożyły się zarówno spadek inflacji bieżącej, stanowiącej dla respondentów punkt odniesienia przy deklarowaniu swoich przewidywań (w ok. 75-80%), jak i poprawa struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe (w ok. 20-25%) (Wykres 1.4).

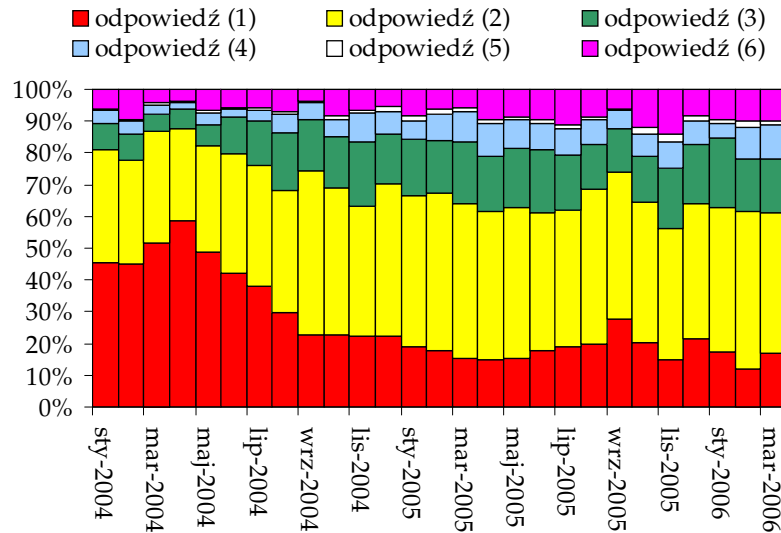


Wykres 1.3: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

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

Prognozy inflacyjne analityków bankowych

W okresie styczeń-kwiecień 2006 r. prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy utrzymywała się na poziomie 2%, natomiast prognozy inflacji na grudzień 2006 r. obniżyły się z 2% w styczniu do 1,5% w kwietniu br. (Wykres 1.5, lewy panel). W obu przypadkach prognozy analityków bankowych były niższe niż cel inflacyjny

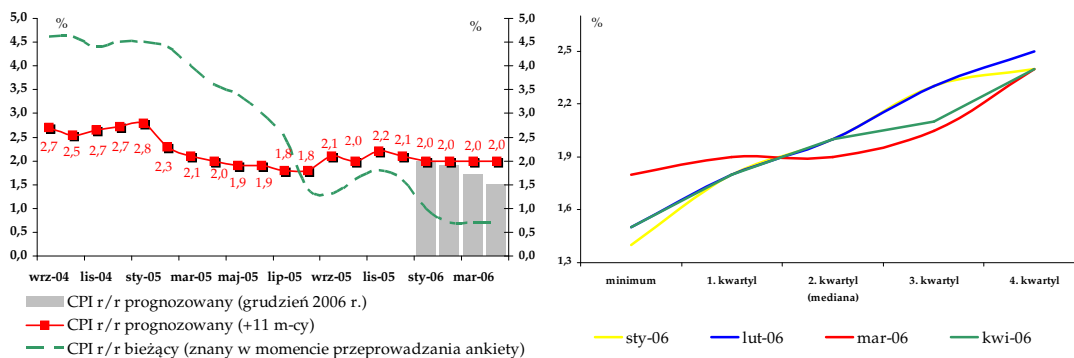


Wykres 1.4: Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Ipsos.

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

NBP. Jednocześnie nieznacznie zmalała niepewność dotycząca przebiegu procesów inflacyjnych w przyszłości, wyrażona zmniejszeniem przedziału pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem inflacji prognozowanej za 11 miesięcy (Wykres 1.5, prawy panel).

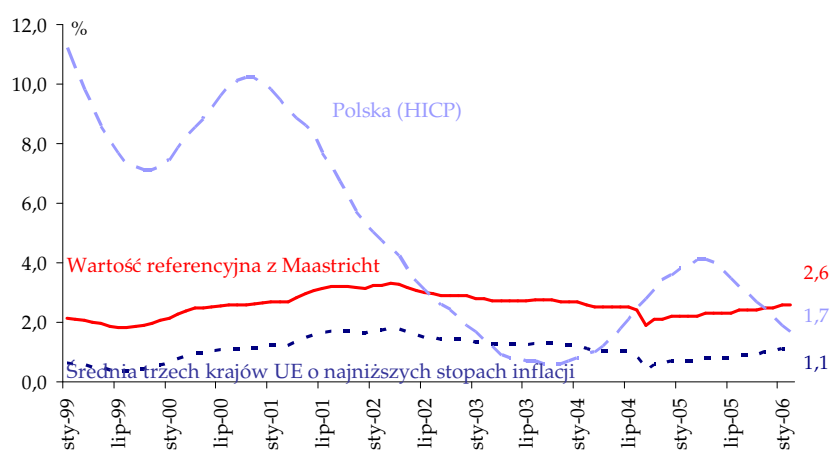


Wykres 1.5: Prognozy inflacyjne analityków bankowych. Lewy panel: Inflacja prognozowana za 11 miesięcy oraz w grudniu 2006 r. Prawy panel: Rozkład prognoz inflacyjnych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy.

Źródło: Dane GUS, Reuters, obliczenia NBP.

1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, w okresie referencyjnym średnioroczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych HICP⁸ nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym (a nie liczonym w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku) tempie wzrostu cen, powiększonej o 1,5 pkt. proc (patrz ramka). W wyniku wzrostu inflacji w Polsce po przystąpieniu do UE, od sierpnia 2004 r. do października 2005 r. Polska nie spełniała kryterium inflacyjnego z Maastricht (Wykres 1.6). Począwszy od maja 2005 r. średnioroczny wskaźnik HICP zaczął się obniżać i od listopada ub.r. Polska ponownie spełnia kryterium inflacyjne.



Wykres 1.6: Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.)

Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

W lutym br. wartość referencyjna dla inflacji została obliczona na podstawie średniej inflacji w Holandii, Finlandii i Szwecji, gdzie średnioroczne tempo wzrostu cen wyniosło odpowiednio 1,5%, 1% oraz 0,9%.

⁸Zasadnicza różnica między indeksem CPI i HICP polega na tym, że indeks zharmonizowany uwzględnia dodatkowo wydatki ponoszone przez cudzoziemców na zakup towarów i usług w Polsce, szacunkowe wydatki ponoszone przez osoby przebywające w tzw. gospodarstwach instytucjonalnych (np. szpitalach, wędzieniach, domach spokojnej starości) oraz wydatki ponoszone na gry losowe. Choć koszyki cen indeksów HICP i CPI różnią się strukturą wag, różnice pomiędzy tymi indeksami są nieznaczące.

Wartość referencyjna z Maastricht

Ocena, czy dany kraj może być włączony do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach, jest dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez Komisję Europejską oraz Europejski Bank Centralny (EBC). Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję, przedstawionym w *Raporcie o konwergencji za 2004 r.*, z grupy krajów referencyjnych wyłączone są kraje, w których wystąpiła deflacja. Nie wiadomo natomiast, czy kraje o bardzo niskiej inflacji będą przez Komisję włączone do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Z kolei EBC nie uzależnia wyłączenia danego kraju z grupy krajów referencyjnych od tego, czy wystąpiła w nim deflacja, lecz od tego, czy jego średnioroczna inflacja różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. W rezultacie nie jest jasne czy np. Finlandia, w której średnioroczne tempo wzrostu cen w lutym i marcu 2005 r. ukształtowało się odpowiednio na poziomie 0% oraz 0,1%, zostałyby w tych miesiącach włączona do grupy krajów referencyjnych przez Komisję Europejską oraz EBC (Finlandia została włączona do grupy krajów referencyjnych z inflacją na poziomie 0,4% w sierpniu 2004 r.). Na wykresie 1.6 przedstawiono szacunki wartości referencyjnej przy ostrożnym założeniu, że kraje o zerowej oraz bardzo niskiej średniorocznej inflacji można zaliczyć do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

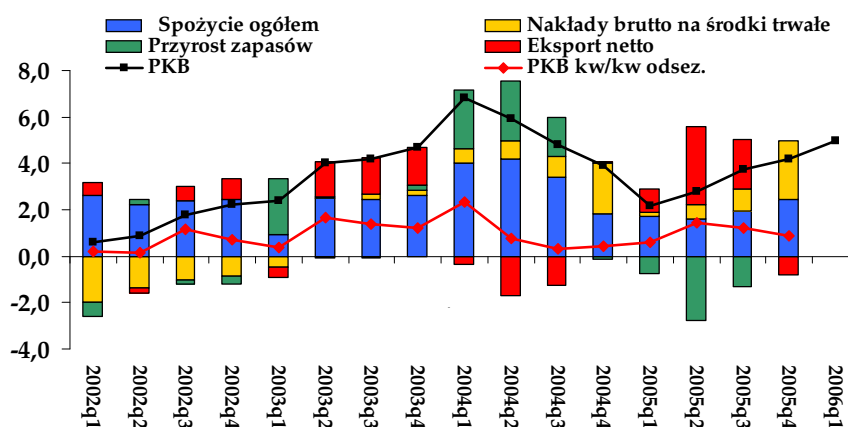
Determinanty inflacji

Od II kw. 2005 r. wzrost gospodarczy przyspiesza. Następuje to w warunkach silnego wzrostu w gospodarce światowej i umiarkowanego wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski. Te tendencje w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymały się w I kw. br. Zgodnie z oczekiwaniami coraz większą rolę we wzroście PKB w Polsce odgrywa popyt wewnętrzny. Przyspiesza wzrost popytu konsumpcyjnego oraz rośnie systematycznie dynamika inwestycji. Wzrost inwestycji będzie działał w kierunku zwiększenia potencjału gospodarczego, co powinno przyczynić się do utrwalenia wzrostu gospodarczego na stosunkowo wysokim poziomie. Nadal obserwuje się silny wzrost eksportu, jednak ze względu na towarzyszące ożywieniu popytu krajowego przyspieszenie importu, eksport netto przestaje być czynnikiem zwiększającym dynamikę PKB. Wzrostowi dynamiki produkcji towarzyszy systematyczny wzrost liczby pracujących i spadek bezrobocia. W całej gospodarce, mimo rosnącej dynamiki wydajności pracy, jeszcze szybszy i przyspieszający wzrost płac prowadzi do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Natomiast w przemyśle wzrost wydajności jest wyższy od dynamiki płac, czego efektem jest spadek jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego następuje w warunkach niskiej inflacji i niskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących. Na kształtowanie się inflacji na niskim poziomie począwszy od III kw. 2005 r. wpłynęło wygaśnięcie efektów cenowych związanych z akcesją Polski do UE w 2004 r., polityka pieniężna sprzed kilku kwartałów, aprecjacja złotego w 2005 r., rosnący udział importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz wzmożona konkurencja ze strony producentów z tych krajów. Od IV kw. 2005 r. na działanie tych czynników nałożyły się efekty krótkookresowe, które spowodowały, że inflacja obniżyła się z 1,6% r/r w III kw. 2005 r. do 1,1% r/r w IV kw. 2005 r. i 0,7% r/r w I kw. 2006 r.

2.1 Popyt

Według danych GUS, w IV kw. 2005 r. PKB zwiększył się realnie o 4,2% r/r (wobec wzrostu o 3,7% r/r w III kw.), osiągając najwyższą dynamikę od III kw. 2004 r. (Wykres 2.7). Choć tempo wzrostu PKB w IV kw. 2005 r. było zaskakująco niskie w stosunku do oczekiwań zarówno analityków rynkowych jak i przedstawionych w styczniowym *Raporcie*, dane o rachunkach narodowych w IV kw. 2005 r. potwierdziły, że gospodarka znajduje się w fazie się umacniającego ożywienia. W ujęciu kw/kw (po wyeliminowaniu wahań

sezonowych) tempo wzrostu było bliskie 1%, tj. nieznacznie niższe od odnotowanego w II i III kw. 2005 r. (Tabela 2.2)⁹. Istotnie wzrosła dynamika popytu krajowego, głównie wskutek silnego i większego niż oczekiwano przyspieszenia dynamiki nakładów na środki trwałe (wzrost o 9,8% r/r wobec 5,7% r/r w III kw. 2005 r.). Nastąpiło także wyraźne przyspieszenie dynamiki spożycia, szczególnie zbiorowego. Łącznie spożycie i nakłady inwestycyjne zwiększyły się o 5,0% r/r, wobec 2,9% r/r w III kw. i 2,1% r/r w I połowie 2005 r. Przyrost zapasów był zbliżony do obserwowanego przed rokiem, w związku z czym wpływ tej kategorii na wzrost PKB był znikomy. Znaczące i nieoczekiwane co do skali (w świetle danych z bilansu płatniczego według NBP oraz danych dotyczących obrotów towarowych w handlu zagranicznym według GUS) było natomiast obniżenie się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, co wynikało z wyraźnego przyspieszenia importu, przy utrzymującym się wysokim wzroście eksportu.



Wykres 2.7: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

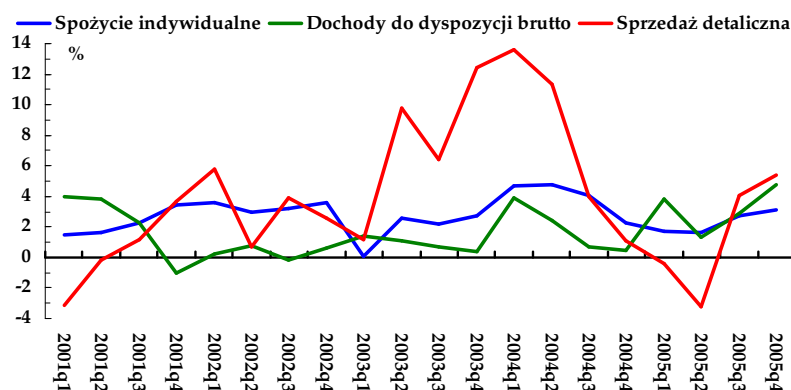
Źródło: Dane GUS, I kw. 2006 r. – szacunki NBP.

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

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS

⁹W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego.



Wykres 2.8: Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe)

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

Na podstawie wstępnych danych za styczeń-marzec 2006 r. można oceniać, że zarówno roczne, jak i kwartalne tempo wzrostu PKB w I kw. 2006 r. przyspieszyło. Według szacunków NBP, utrzymał się silny wzrost nakładów na środki trwałe i nastąpiła dalsza poprawa dynamiki popytu konsumpcyjnego. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB oceniany jest jako bliski zeru. Aktualny szacunek tempa wzrostu gospodarczego w I kw. 2006 r. jest nieco wyższy od oczekiwań przedstawionych w styczniowym *Raporcie o inflacji*.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Według danych GUS, w IV kw. 2005 r. – zgodnie z oczekiwaniami ze styczniowego *Raportu o inflacji* – realna dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 3,1% r/r z 2,7% w III kw. 2005 r. Utrzymało się zatem przyspieszenie tempa wzrostu spożycia indywidualnego, zapoczątkowane w połowie 2005 r. Wzrost dynamiki spożycia w IV kw. 2005 r. wynikał ze wzrostu dynamiki nominalnych dochodów do dyspozycji ludności, przy jednoczesnym obniżeniu inflacji. Do zwiększenia spożycia przyczyniało się również wysokie tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych (zob. rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*).

Szacunki NBP wskazują, że w wyniku dalszego wzrostu zatrudnienia oraz rosnącej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń, w IV kw. 2005 r. roczne tempo dochodów gospodarstw domowych z pracy najemnej było wyższe niż w poprzednim kwartale. Silniejszy niż w kwartale poprzednim był także wzrost nadwyżki operacyjnej brutto (dochodów prywatnych właścicieli z prowadzonej działalności gospodarczej). Szacunki NBP wskazują także, że utrzymał się znaczny wzrost dochodów z własności (w tym z inwestycji w aktywa finansowe oraz dochodów prywatnych właścicieli). Według szacunków NBP, w IV kw. 2005 r. tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych przewyższało dynamikę spożycia indywidualnego.

Jednocześnie, według szacunków GUS, w IV kw. 2005 r. roczne tempo wzrostu spożycia zbiorowego było najwyższe w całym 2005 r. i wyniosło 3,7% (wobec wzrostu o 1,1% w III kw., 2,8% w II kw. i 3,2% w I kw.).

Z badań koniunktury konsumenckiej GUS wynika, że w I kw. 2006 r. utrzymywała się systematyczna poprawa ocen formułowanych przez gospodarstwa domowe i dotyczących ich sytuacji finansowej, zarówno bieżącej, jak i oczekiwanej w okresie najbliższych 12 miesięcy. W marcu 2006 r. nastroje konsumentów pogorszyły się wobec stycznia i lutego 2006 r., co wynikało przede wszystkim z pogorszenia ocen sytuacji ekonomicznej w kraju. Jest to zaskakujące w świetle bardzo korzystnych danych o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw w marcu. W całym I kw. 2006 r. oceny sytuacji finansowej były lepsze niż w poprzednim kwartale i w analogicznym okresie poprzedniego roku. Obserwowana jest tendencja wzrostowa w zakresie ocen bieżącego okresu jako właściwego dla dokonywania "poważniejszych" zakupów, przy utrzymaniu na niezmiennym poziomie oceny możliwości "poważniejszych" zakupów w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Nie zmieniły się oceny gospodarstw domowych dotyczące zamierzeń kupna lub budowy domu bądź mieszkania, więcej gospodarstw domowych zadeklarowało natomiast zamiar poniesienia wydatków na poprawę standardu mieszkania w przyszłości. Jednocześnie jednak gospodarstwa domowe częściej niż w poprzednim kwartale wskazują na możliwość oszczędzania w okresie najbliższego roku.

Dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń-marzec 2006 r. wskazują na istotny wzrost dynamiki realnych wynagrodzeń oraz znaczący wzrost zatrudnienia, co łącznie prowadziło do przyspieszenia dynamiki dochodów gospodarstw domowych z pracy najemnej (realny fundusz wynagrodzeń zwiększył się w I kw. 2006 r. o 6,8% r/r i był to najwyższy wzrost od I kw. 1998 r.). Do zwiększenia dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w I kw. 2006 r. przyczyniła się również przeprowadzona w marcu 2006 r. waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych. Nastroje konsumentów, w tym oczekiwania dalszej poprawy sytuacji finansowej oraz rosnąca i wysoka dynamika sprzedaży detalicznej potwierdzają, że w I kw. 2006 r. można spodziewać się dalszego przyspieszenia dynamiki spożycia indywidualnego.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W I kw. 2006 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 9,0 mld zł i był niższy niż w I kw. lat ubiegłych (12,7 mld zł w 2005 r. i 11,8 mld zł w 2004 r.), na co zasadniczy wpływ miały wysokie dochody budżetowe.

W I kw. br. dochody budżetowe były o 14,2% wyższe niż przed rokiem. Na wzrost ten złożyły się wysokie wpływy z podatków dochodowych, w dużym stopniu związane ze znacznym wzrostem baz podatkowych (wynikającym z postępującej poprawy sytuacji na rynku pracy) oraz wyższe niż przed rokiem wpływy z podatków pośrednich¹⁰, które w części wynikały z czynników o charakterze jednorazowym.

¹⁰Na wysokie wpływy z podatków pośrednich złożyły się m.in. nadzwyczajne dochody z akcyzy, które wpłynęły do budżetu państwa na skutek: likwidacji składu celnego przez duży podmiot zagraniczny oraz wyższego zużycia paliw w związku z mroźną zimą. Ponadto w styczniu br. podwyższono akcyzę na wyroby

W I kw. br. wydatki budżetu państwa wzrosły o 3,9% r/r. Wzrost wydatków wynikał przede wszystkim z wyższych niż przed rokiem dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Funduszu Emerytalno-Rentowego oraz wyższych świadczeń na rzecz osób fizycznych. W porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku wzrosły również wydatki bieżące, głównie na wynagrodzenia, co było związane z dokonanymi w I kw. 2006 r. podwyżkami płac dla zatrudnionych w jednostkach budżetowych.

W I kw. br. większe niż przed rokiem były wydatki Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Funduszu Emerytalno-Rentowego, co wynikało z waloryzacji świadczeń społecznych, w tym przede wszystkim emerytur i rent¹¹. Można oceniać, że pozostałe jednostki sektora finansów publicznych, dzięki wysokiej dynamice dochodów i umiarkowanemu wzrostowi wydatków, nie odnotowały deficytów w I kw. br. Natomiast jednostki samorządu terytorialnego najprawdopodobniej wykazały nadwyżkę, co mogło być związane – podobnie jak w latach ubiegłych – z niskim poziomem ich wydatków (głównie na inwestycje).

Zakładany na 2006 r.¹² deficyt kasowy całego sektora finansów publicznych w relacji do PKB jest wyższy od odnotowanego w 2005 r. o 0,8 pkt. proc (mimo wyższej niż w 2005 r. dynamiki PKB) i wynosi 3,7% PKB. Wzrost relacji deficytu do PKB związany jest częściowo z przeprowadzoną w 2006 r. zgodnie z planem waloryzacją świadczeń społecznych. Ten wzrost jest także związany z ustanowionymi przez parlament nowymi wydatkami w ustawie budżetowej (m.in. jednorazowe zasiłki porodowe – tzw. becikowe, świadczenia rodzinne dla rolników, dłuższe urlopy macierzyńskie).

2.1.3 Popyt inwestycyjny

Według szacunków GUS, w IV kw. 2005 r. nadal przyspieszała dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Wzrosły one w tym okresie realnie o 9,8% r/r wobec 5,7% w III kw. i 3,8% w II kw. Wzrost ten był wyższy od oczekiwań NBP ze styczniowego *Raportu o inflacji*.

W sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (zatrudniających powyżej 49 osób) roczne tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w 2005 r. wyniosło realnie 8,7% r/r wobec 7,4% r/r w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. Oznacza to, że w IV kw. ub. r., podobnie jak w III kw., dynamika inwestycji przedsiębiorstw przekroczyła 10% r/r. W IV kw. największą dynamikę nakładów odnotowano w przypadku maszyn i urządzeń (16% r/r), nieco niższą w środkach transportu (11% r/r), a dynamika nakładów na budynki i budowlę obniżyła się (do 5% r/r). Nominalna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych wzrosła w 2005 r. o 13,1% r/r, wyraźnie przyspieszając pod koniec roku (w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. wzrost ten wynosił 3,9% r/r).

tytoniowe o 16%.

¹¹W I kw. br. przeprowadzono waloryzację rent i emerytur (po raz pierwszy według nowych zasad), gdyż roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych było łącznie w latach 2004-2005 wyższe od założonych w ustawie 5%. Wskaźnik waloryzacji na 2006 r. określono na poziomie 6,2%.

¹²Zakładany w Uzasadnieniu do projektu *Ustawy budżetowej na 2006 r.*

Zgodnie z ocenami NBP ze styczniowego *Raportu o inflacji*, w IV kw. 2005 r. znacząco wzrosła aktywność inwestycyjna sektora instytucji rządowych. Według wstępnych szacunków NBP, w IV kw. 2005 r. nakłady inwestycyjne jednostek samorządu terytorialnego oraz budżetu państwa wzrosły nominalnie o 24% r/r (wobec spadku o 0,4% r/r w III kw. 2005 r.), co głównie związane było ze znacznym wzrostem wydatków jednostek samorządu terytorialnego.

Utrzymuje się dobra koniunktura w budownictwie mieszkaniowym. W I kw. 2006 r., pomimo wyjątkowo długiej zimy, oddano do użytku o 1,4% więcej mieszkań niż rok wcześniej. Liczba pozwoleń na budowę mieszkań wzrosła (w okresie styczeń-luty 2006 r.) o 10,6% r/r. Ankietowane przez NBP firmy deweloperskie i pośredniczące w obrocie nieruchomościami w Warszawie i Krakowie sygnalizują dalszy wzrost cen mieszkań.

W IV kw. 2005 r. dynamika importu dóbr inwestycyjnych wyraźnie przyspieszyła, osiągając 28% r/r (wobec 17% r/r w III kw.). W całym 2005 r. dynamika importu dóbr inwestycyjnych¹³ była o 2,4 pkt. proc. wyższa niż w 2004 r. i wyniosła 14,9% r/r¹⁴.

Badania koniunktury NBP¹⁵ sygnalizują utrzymanie się w II kw. 2006 r. wysokiego zainteresowania inwestycjami przedsiębiorstw. Wskaźnik aktywności inwestycyjnej ważony wielkością zatrudnienia nadal wykazuje silny trend wzrostowy. Szczególnie wysokie zainteresowanie inwestycjami, zarówno jeśli chodzi o podejmowanie nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, jak i kontynuację dotychczasowych, obserwuje się w firmach największych.

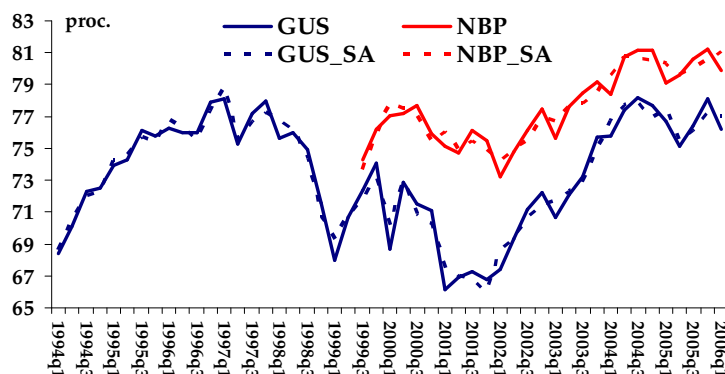
W kierunku wzrostu inwestycji powinien oddziaływać bardzo wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych oraz utrzymująca się dobra sytuacja finansowa firm. Na przyspieszenie inwestycji wskazuje także wzrost zainteresowania kredytem bankowym, mimo dużych zasobów środków własnych firm, co potwierdzają zarówno dane z sektora bankowego (w lutym br. kredyty dla przedsiębiorstw wzrosły o 5,3% r/r wobec 1,1% r/r przed rokiem.), jak i Badania Koniunktury NBP¹⁶. Kolejnym czynnikiem, który w ciągu najbliższych kwartałów może stymulować inwestycje w przedsiębiorstwach będzie napływ funduszy strukturalnych z UE, choć jego znaczenie będzie zależało od zdolności do wykorzystania tych środków.

¹³Z wyłączeniem środków transportu, wyrażona w EUR. Znaczącą kategorią w środkach transportu zaliczanych do importowanych dóbr inwestycyjnych są statki, które są remontowane w polskich stocznich. Po remoncie są one zwykle eksportowane. Wyłączenie z importu inwestycyjnego środków transportu ma zatem na celu poprawę oceny wielkości importu, który faktycznie może być uznany za inwestycyjny w sensie ekonomicznym, a więc przyczyniający się do zwiększenia zasobu kapitału w Polsce.

¹⁴Pozostałe grupy to "import dóbr pośrednich", "import dóbr konsumpcyjnych" oraz "import pozostałych dóbr".

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

¹⁶Badania Koniunktury NBP wskazują na wzrost zainteresowania zaciąganiem kredytów przez przedsiębiorstwa w najbliższej przyszłości. Saldo prognoz zadłużenia kredytowego (odsetek prognoz wzrostu minus odsetek prognoz spadku), po znacznym spadku odnotowanym w ankietach prowadzonych w III i IV kw. ub.r., w I kw. br. wzrosło. Podobnie odpowiedzi na pytania dotyczące źródeł finansowania nowych inwestycji wskazują na możliwy wzrost zadłużenia bankowego przedsiębiorstw: przedsiębiorstwa informują o obniżającej się roli środków własnych w finansowaniu inwestycji i wzroście znaczenia kredytów bankowych – patrz rozdz. 2.5.3 Kredyt i pieniądz.



Wykres 2.9: Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP) w proc.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów. Natomiast próba NBP liczyła w marcu 2006 r. 829 przedsiębiorstw z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

Skłonność do inwestowania krajowych inwestorów oraz skala napływu inwestycji zagranicznych będą zależały od rozwoju sytuacji politycznej w Polsce oraz wprowadzenia reform przyczyniających się do poprawy systemu egzekwowania umów, uproszczenia procedur związanych z rozpoczynaniem działalności gospodarczej, zmniejszenia skali obciążeń fiskalnych, a tym samym do poprawy warunków prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce¹⁷. Ponadto, dalsze przyspieszenie inwestycji będzie zależało od efektywności systemu współfinansowania projektów inwestycyjnych z funduszy UE.

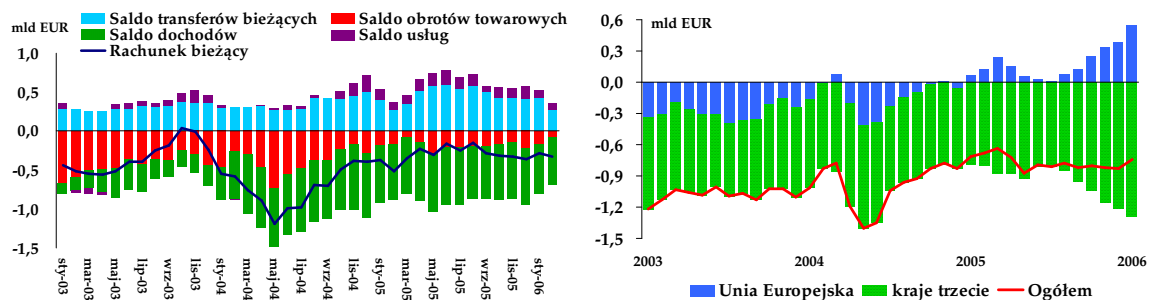
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

Według danych NBP, w okresie grudzień 2005-luty 2006 r.¹⁸ saldo obrotów bieżących było niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (deficyt obrotów bieżących wyniósł 970 mln EUR, czyli o 560 mln EUR mniej niż przed rokiem). Podobnie jak w okresie analizowanym w styczniowym *Raporcie*, na poprawę tego salda w stosunku do analogicznego okresu przed rokiem złożyło się zmniejszenie ujemnego salda dochodów

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

¹⁸W *Raporcie* analizowane są zmiany, jakie zaszły w bilansie obrotów bieżących i handlu zagranicznym w okresie grudzień 2005-luty 2006 r. w stosunku do analogicznego okresu przed rokiem. Dane NBP oraz GUS dotyczące podstawowych wskaźników handlu zagranicznego dostępne są do lutego 2005 r.

oraz handlu towarami¹⁹. Natomiast w kierunku pogłębienia ujemnego salda obrotów bieżących oddziaływało zmniejszenie się nadwyżki transferów i nadwyżki w handlu usługami.



Wykres 2.10: Handel zagraniczny. Lewy panel: Bilans obrotów bieżących (trzymiesięczna średnia ruchoma). Prawy panel: Saldo handlu zagranicznego Polski (trzymiesięczna średnia ruchoma).

Źródło: Dane NBP – lewy panel, dane GUS – prawy panel.

Dane GUS wskazują, że poprawa salda polskiego handlu zagranicznego w okresie grudzień 2005-luty 2006 r. (w stosunku do analogicznego okresu przed rokiem) była wynikiem wzrostu nadwyżki eksportu nad importem w obrotach z krajami Unii Europejskiej. W analizowanym okresie wartość eksportu do Unii Europejskiej wzrosła o 21,2% r/r, a importu o 9,3% r/r (wobec odpowiednio 18,3% r/r i 10,9% r/r w okresie lipiec-listopad 2005 r.). Jednocześnie jednak nadal pogłębiał się deficyt w wymianie z krajami trzecimi do czego przyczyniał się m.in. wzrost wartości importu ropy naftowej, co znalazło odzwierciedlenie w pogłębiającej się nierównowadze w handlu z Rosją²⁰.

W okresie grudzień 2005-luty 2006 r. utrzymał się wzrost dynamiki eksportu do strefy euro. Według danych Eurostat w okresie październik-grudzień 2005 r.²¹ wartość importu strefy euro z Polski wzrosła o 15,8% r/r. Wynikało to w dużej mierze z rosnącego popytu sektora eksportowego strefy euro oraz umacniania się tendencji wzrostowych popytu inwestycyjnego tego regionu. Wyższy, w porównaniu z okresem lipiec-listopad 2005 r., był również wzrost polskiego eksportu do nowych krajów członkowskich, co wynikało z ich wysokiego wzrostu gospodarczego²².

Spośród głównych grup towarowych najsilniej do przyspieszenia dynamiki polskiego eksportu w grudniu 2005 r.²³ przyczyniła się sprzedaż maszyn i sprzętu transportowego. Obniżyła się natomiast dynamika eksportu żywności²⁴. Był to efekt z jednej strony

¹⁹Poprawa salda w handlu towarami nastąpiła mimo wyższych niż przed rokiem cen ropy naftowej. Wzrost wartości importu ropy pogłębił deficyt handlowy w grudniu 2005 r. o 187 mln EUR (w stosunku do grudnia 2004 r.) – dane o strukturze towarowej handlu dostępne są jedynie do grudnia 2005 r.

²⁰W okresie grudzień 2005-luty 2006 r. ujemne saldo w wymianie z Rosją wyniosło 1,4 mld EUR, a więc było dwukrotnie wyższe niż w okresie grudzień 2004-luty 2005 r.

²¹Dane Eurostat dotyczące polskiego handlu zagranicznego dostępne są do grudnia 2005 r.

²²W IV kw. 2005 r. wzrost gospodarczy w nowych krajach członkowskich ważony strukturą polskiego eksportu wyniósł 6,9% r/r.

²³Dane o strukturze towarowej handlu dostępne są jedynie do grudnia 2005 r.

²⁴Wprawdzie wartość polskiego eksportu żywności wzrosła w grudniu 2005 r. o 18,4% r/r, jednak było to

niższej dynamiki sprzedaży do krajów Unii Europejskiej²⁵, a z drugiej – wyraźnego spadku eksportu artykułów rolnych do Rosji²⁶, do czego przyczyniły się wprowadzone w listopadzie 2005 r. restrykcje nałożone na polski eksport. Przyspieszenie wzrostu importu w grudniu 2005 r. związane było z szybszym wzrostem importu dóbr pośrednich²⁷. Wysoka dynamika importu zaopatrzeniowego była z jednej strony wynikiem znaczącego wzrostu wartości importu paliw (ropy naftowej²⁸ i gazu ziemnego), a z drugiej przyspieszenia importu części i akcesoriów. Wzrost dynamiki importu tej ostatniej grupy był prawdopodobnie związany z przyspieszeniem dynamiki eksportu maszyn i sprzętu transportowego, co wynika z wysokiego stopnia umiędzynarodowienia produkcji w tej branży (por. Ramka "Polski handel zagraniczny" w *Raporcie o inflacji*, styczeń 2006 r.).

W grudniu 2005 r. obniżyła się roczna dynamika importu dóbr konsumpcyjnych w stosunku do okresu analizowanego w styczniowym *Raporcie*. W grudniu 2005 r. wartość importu konsumpcyjnego zwiększyła się o 8,8% r/r wobec 20,7% r/r w okresie lipiec-listopad 2005 r., analizowanym w poprzednim *Raporcie*. Obniżenie dynamiki importu dotyczyło zarówno żywności jak i towarów nieżywnościowych. Mimo spowolnienia wzrostu importu dóbr konsumpcyjnych ogółem, utrzymywało się wysokie tempo wzrostu ich importu z Chin²⁹. Zwiększenie udziału Chin wśród dostawców towarów nieżywnościowych przyczyniło się prawdopodobnie do spadku cen tych towarów. Wzrost udziału Chin w polskim imporcie jest zgodny z obserwowaną globalną tendencją wzrostu roli Chin w światowym handlu. Większość prognoz wskazuje, że dwucyfrowe tempo wzrostu eksportu Chin będzie się utrzymywało, co oznacza, że udział tego kraju w globalnym handlu będzie się nadal zwiększał.

W IV kw. 2005 r. pozycja konkurencyjna krajowych eksporterów, mierzona relacją cen transakcyjnych eksportu do jednostkowych kosztów pracy oraz realnym efektywnym

najniższe tempo wzrostu od czasu przystąpienia Polski do UE (w okresie maj 2004-listopad 2005 r. średnie roczne tempo wzrostu polskiego eksportu żywności wynosiło 35,5%).

²⁵W grudniu 2005 r. sprzedaż artykułów rolnych do krajów Unii Europejskiej wzrosła o 16% r/r, natomiast w okresie lipiec-listopad ub.r. rosła dwukrotnie szybciej.

²⁶W listopadzie 2005 r. Rosja wprowadziła zakaz importu mięsa i produktów pochodzenia roślinnego z Polski. Wartość eksportu rolnego do Rosji obniżyła się w tym miesiącu o 2% r/r, a w grudniu o 24% r/r.

²⁷Dane dotyczące struktury towarowej importu dostępne są tylko dla grudnia 2005 r.

²⁸Wzrost wartości importu ropy naftowej w grudniu 2005 r. o 66,4% r/r związany był zarówno ze zwiększeniem jej dostaw (o 7,9% r/r), jak i wzrostem cen (w EUR o 54,2% r/r). Natomiast w styczniu 2006 r. wielkość dostaw ropy obniżyła się o 3,4% r/r.

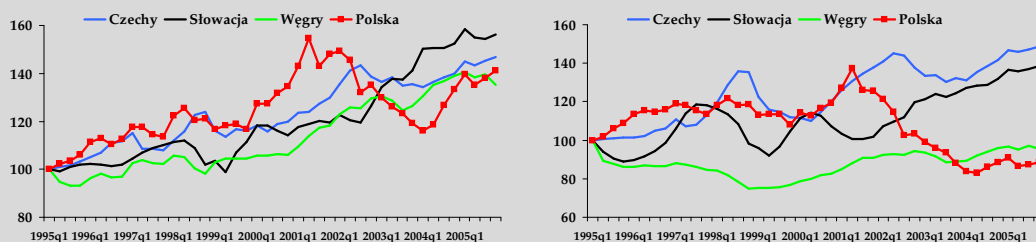
²⁹Wartość importu konsumpcyjnych towarów nieżywnościowych z tego kraju wzrosła w grudniu 2005 r. o 32,4% r/r (wobec 28,4% r/r w okresie lipiec-listopad 2005), tj. przeszło pięciokrotnie szybciej niż z pozostałych krajów (6,1% r/r). W największym stopniu na wzrost wartości importu konsumpcyjnego z Chin złożyło się zwiększenie przywozu elektrycznego sprzętu AGD (o 72,8% r/r), mebli (o 101,6% r/r) oraz obuwia (o 71,6% r/r). Wyraźnie niższy niż w poprzednich miesiącach był natomiast wzrost wartości importu odzieży (o 5,1% r/r), co prawdopodobnie wynikało ze spowolnienia importu w oczekiwaniu na uruchomienie na początku 2006 r. preferencyjnych kwot importowych. W sumie, udział Chin w polskim imporcie zwiększył się z 4,6% w 2004 r. do 5,4% w 2005 r. Tendencja ta utrzymała się w pierwszych dwóch miesiącach 2006 r., kiedy import z Chin wzrósł o 42,4% r/r, a z pozostałych krajów tylko o 15,9% r/r. Spowodowało to dalszy wzrost udziału Chin w polskim imporcie do 6% w lutym 2006 r. Jeszcze większy jest natomiast udział Chin w imporcie towarów konsumpcyjnych nieżywnościowych (w 2005 r. wyniósł 15,5%).

kursem walutowym nieco poprawiła się w porównaniu do III kw. 2005 r. Wynikało to z mniejszego spadku cen transakcyjnych eksportu niż jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym. Pomimo aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego w IV kw. 2005 r. o 2,2% (kw/kw), realny efektywny kurs walutowy, deflowany jednostkowymi kosztami pracy, osłabił się o 3,0% (kw/kw).

Realny efektywny kurs złotego

Zmiany kursu złotego po wejściu Polski do UE powinny być analizowane w dłuższej perspektywie czasowej. W okresie I kw. 2004-IV kw. 2005 r. realny efektywny kurs złotego (deflowany wskaźnikiem cen konsumpcyjnych HICP) wzmożył się – według obliczeń Komisji Europejskiej – o 21,6%. Ta aprecjacja nastąpiła jednak po okresie (II kw. 2001 r. – IV kw. 2003 r.) deprecjacji realnego kursu walutowego o 23,0%.

Realnej aprecjacji złotego w ostatnich dwóch latach towarzyszyła ogólna tendencja do aprecjacji walut krajów Europy Środkowej. W okresie I kw. 2004-IV kw. 2005 r. realne efektywne kursy walut Czech, Słowacji i Węgier umocniły się odpowiednio o 9,4%, 3,9% oraz 3,5%. Natomiast od I kw. 2000 r. realne kursy walut Polski, Czech, Słowacji i Węgier umocniły się odpowiednio o 11,0%, 24,2%, 32,2% oraz 27,8%. W ostatnich dwóch latach skala aprecjacji złotego była największa spośród tych walut, natomiast w całym okresie 1995-2005 r. umocnienie realnego kursu polskiej waluty było zbliżone do aprecjacji pozostałych walut krajów Europy Środkowej (Wykres R.1).



Wykres R.1 Realny efektywny kurs walutowy. **Lewy panel:** Deflowany wskaźnikiem cen konsumpcyjnych (HICP). **Prawy panel:** Deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym.

Źródło: Komisja Europejska.

Miarą odpowiednią do oceny konkurencyjności producentów na rynkach międzynarodowych jest wskaźnik odzwierciedlający koszty produkcji. W warunkach umiędzynarodowienia rynków finansowych, gdzie koszty pozyskania kapitału są zbliżone w poszczególnych krajach, o przewadze kosztowej decydują głównie koszty pracy. Ponadto, większość wymiany handlowej dotyczy jak dotąd produktów przemysłu przetwórczego. Dlatego odpowiednim wskaźnikiem konkurencyjności producentów na rynku międzynarodowym jest realny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. W okresie I kw 2004-IV kw. 2005 r. realny efektywny kurs złotego deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym wzmożył się zaledwie o 5,3%, podczas gdy kursy korony czeskiej, słowackiej oraz forinta węgierskiego umocniły się odpowiednio o 13,6%, 8,9% i 6,6%. Natomiast od I kw. 2000 r.

realne kursy walut Czech, Słowacji i Węgier umocniły się odpowiednio o 33,4%, 24,2%, 21,4%, podczas gdy realny kurs złotego osłabił się o 22,6%. Pomimo obserwowanej w ostatnich dwóch latach aprecjacji, realna wartość złotego jest obecnie o 11,5% niższa, a forinta węgierskiego o 4,6% niższa niż w I kw. 1995 r. Natomiast realna wartość walut Czech i Słowacji jest odpowiednio o 48,8% i 38,8% wyższa. Oznacza to, że pomimo obserwowanej w ostatnich dwóch latach nominalnej aprecjacji złotego, konkurencyjność polskich producentów pozostaje na wysokim poziomie w porównaniu z konkurencyjnością producentów w krajach Europy Środkowej (Wykres R.1).

	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*								
r/r	25,7	32,6	12,8	7,7	-8,2	-16,6	-6,7	-6,4
kw./kw.	2,0	15,6	-10,5	2,0	-13,0	5,0	0,2	2,3
Ceny importu / ceny krajowe producentów								
r/r	6,4	1,7	-8,2	-10,5	-11,9	-13,8	-3,4	-2,2
kw./kw.	3,4	-2,0	-9,4	-2,5	1,7	-4,1	1,6	-1,3
REER ULC*								
r/r	-22,4	-16,8	-2,5	9,1	24,0	17,5	9,4	3,2**
kw./kw.	1,5	-4,2	9,1	2,7	15,4	-9,2	1,6	-3,0**

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

Oznaczenia:

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

** – szacunek na bazie danych miesięcznych GUS oraz danych EBC.

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

Z Badań Koniunktury NBP³⁰ wynika, iż w I kw. 2006 r. odsetek przedsiębiorstw wskazujących na kurs złotego jako barierę rozwoju ankietowanych przedsiębiorstw zmniejszył się o 2,5 pkt. proc. w porównaniu do IV kw. 2005 r. i wyniósł 18,9%. Kurs złotego wobec dolara oraz euro kształtował się na poziomie, który z punktu widzenia sprzedaży eksportowej pozostawał cały czas opłacalny dla większości eksporterów. Odsetek przedsiębiorstw prowadzących działalność eksportową w I kw. 2006 r. utrzymał się na wysokim poziomie³¹, zaś wskaźnik prognoz eksportu sygnalizuje możliwość wystąpienia w II kw. 2006 r. dynamiki eksportu nieco wyższej niż w I kw. 2006 r. Pomimo tego

³⁰ Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2006 r.*, NBP.

³¹ Wśród przedsiębiorstw objętych badaniami Koniunktury NBP w I kw. 2006 r. 63,9% prowadziło działalność eksportową (wobec 64,2% w IV kw. 2005 r.). Natomiast wśród przedsiębiorstw objętych sprawozdawczością GUS odsetek eksporterów wyniósł 48,2% w 2005 r.

zaobserwowano wzrost przeciętnego udziału nieopłacalnego eksportu w przychodach ze sprzedaży eksportowej³².

W IV kw. 2005 r. odnotowano nieznaczne pogorszenie pozycji konkurencyjnej krajowych producentów, na co wskazywała zmiana relacji indeksu cen transakcyjnych importu do indeksu krajowych cen producentów w przemyśle przetwórczym. Tak mierzony wskaźnik konkurencyjności osłabił się w IV kw. 2005 r. o 1,3 % (kw/kw) wobec wzrostu o 1,6 % (kw/kw) w III kw. 2005 r.

W IV kw. 2005 r źródłem finansowania deficytu obrotów bieżących była nadwyżka na rachunku kapitałowym, powstała dzięki napływowi środków z UE i pozostałych inwestycji. W całym 2005 r. napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych był o 1,4 mld EUR (tj. 41%) większy od deficytu na rachunku obrotów bieżących. W wyniku znacznego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w 2005 r. wystąpiła nadwyżka w bilansie płatniczym.

W 2005 r. większość wskaźników ostrzegawczych służących do oceny nierównowagi zewnętrznej poprawiła się w stosunku do ubiegłorocznych, a wszystkie utrzymały się na bezpiecznym poziomie (Tabela 2.4).

Wskaźnik ostrzegawczy	2004	05q1	05q2	05q3	05q4	2005
<u>Saldo obrotów bieżących</u> PKB w skali roku	-4,2%	-3,4%	-2,2%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
<u>Saldo obrotów bieżących i kapitałowych</u> PKB w skali roku	-3,8%	-2,8%	-1,6%	-1,2%	-1,1%	-1,1%
<u>Saldo płatności towarowych</u> PKB w skali roku	-2,2%	-1,8%	-1,3%	-1,0%	-0,9%	-0,9%
<u>Inwestycje bezpośrednie</u> Deficyt obrotów bieżących	112,9%	217,2%	106,2%	209,5%	32,0%	141,4%
(Saldo obrotów bieżących + kapitałowych + inwestycje bezpośrednie)/PKB	0,9%	2,9%	0,2%	1,8%	-0,8%	0,9%
<u>Obsługa zadłużenia zagranicznego</u> Wpływy z eksportu towarów w skali roku	35,4%	40,2%	40,4%	38,6%	32,5%	32,5%
Oficjalne aktywa rezerwowe (w miesiącach importu towarów i usług)	4,0	4,4	4,6	4,4	4,3	4,8

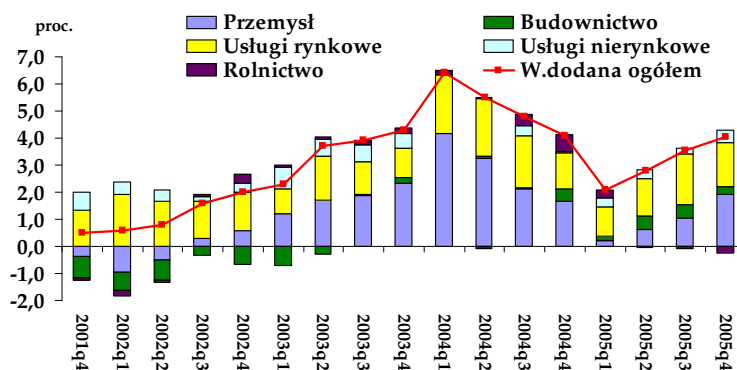
Tabela 2.4: Główne wskaźniki ostrzegawcze
Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

2.2 Produkcja

Według danych GUS, w IV kw. 2005 r. wzrost wartości dodanej brutto wyniósł 4,0% r/r, wobec 3,6% r/r w III kw. Przyspieszenie rocznej dynamiki wartości dodanej w IV kw. 2005 r. wynikało głównie z silnego przyspieszenia wzrostu w przemyśle (Wykres 2.11).

³²Przeciętny udział nieopłacalnego eksportu w przychodach ze sprzedaży eksportowej przedsiębiorstw wzrósł do 8,1% w I kw. 2006 r wobec 6,7% w IV kw. 2005 r.

Na podstawie wstępnych danych za styczeń-luty 2006 r. można oceniać, że w I kw. nastąpiło dalsze przyspieszenie rocznej dynamiki wartości dodanej. Według szacunków NBP, w I kw. 2006 r. przyspieszył także wzrost w ujęciu kwartalnym (po wyeliminowaniu wahań sezonowych), ponownie przekraczając 1%.



Wykres 2.11: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wyrównane sezonowo (procent)	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4
Wartość dodana ogółem	1,2	1,1	2,4	0,7	0,5	0,4	0,5	1,4	1,3	0,9
Przemysł	4,1	2,5	6,2	0,9	-0,7	0,5	0,1	2,6	1,1	3,6
Budownictwo	0,9	-0,4	1,1	0,0	1,2	3,3	0,5	2,7	1,6	1,1
Usługi rynkowe	0,5	1,1	1,5	0,7	0,3	0,6	0,8	0,9	1,2	0,5

Tabela 2.5: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. – wyrównane sezonowo

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS

W przemyśle, po silnym ożywieniu w ostatnich miesiącach 2005 r., korzystne tendencje utrzymały się także w I kw. 2006 r. W rezultacie produkcja sprzedana przemysłu ponownie zaczęła rosnąć w tempie bliskim 10% r/r. Trwa ożywienie produkcji w branżach o dużym udziale sprzedaży na eksport, w szczególności w produkcji sprzętu RTV i urządzeń telekomunikacyjnych, wyrobów z metali oraz pojazdów mechanicznych. Po dynamicznym wzroście w 2005 r. ustabilizował się poziom produkcji maszyn i urządzeń. Wyhamowanie tendencji wzrostowych obserwuje się w przemyśle meblarskim i gumowym. Pomimo nadal ograniczonego eksportu niektórych towarów żywnościowych do Rosji, dynamicznie rośnie sprzedaż przemysłu spożywczego. Po silnym obniżeniu w II kw. 2005 r., stopniowo wzrasta produkcja w przemyśle hutniczym i koksowniczo-rafinacyjnym. Zatrzymany został spadek produkcji w przemyśle lekkim. Natomiast przedsiębiorstwa produkujące materiały budowlane odnotowują niższą niż pod koniec 2005 r. dynamikę produkcji ze względu na wygaśnięcie z końcem 2005 r. ulgi remontowej oraz przejściowego spowolnienia produkcji w budownictwie związanego z niekorzystnymi warunkami

pogodowymi na początku br. Podsumowując, obserwowana struktura produkcji przemysłu jest spójna z dynamicznie rosnącym eksportem przy jednoczesnym rosnącym udziale sprzedaży na rynku krajowym we wzroście produkcji. Badania koniunktury GUS i większości innych ośrodków badawczych sygnalizują utrzymanie się dynamicznego wzrostu produkcji przemysłowej. Ponadto rosnący popyt inwestycyjny w przedsiębiorstwach wskazuje, że wzrost ten w coraz większym stopniu powinien być efektem zwiększania mocy wytwórczych.

Według danych GUS, w IV kw. 2005 r. dynamika wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych nieoczekiwanie obniżyła się w stosunku do III kw. 2005 r., na co złożyło się głównie spowolnienie wzrostu wartości dodanej w handlu i naprawach. Obniżenie dynamiki wartości dodanej w handlu i naprawach w IV kw. 2005 r. było zaskakujące w świetle miesięcznych danych GUS wskazujących na wyraźnie wyższą niż w III kw. 2005 r. dynamikę sprzedaży detalicznej i hurtowej. Na podstawie wstępnych danych za styczeń-marzec 2006 r. można oceniać, że w I kw. br. wzrost w usługach rynkowych był nieznacznie wyższy niż w IV kw. 2005 r. Wskazują na to coraz szybciej rosnąca sprzedaż detaliczna, nadal korzystna sytuacja w handlu hurtowym oraz utrzymujący się wysoki wzrost sprzedaży usług transportu. Korzystna koniunktura utrzymuje się również w pozostałych sekcjach usług rynkowych. Badania koniunktury wskazują, że w kolejnych miesiącach wartość dodana w usługach będzie rosła zgodnie z dotychczas obserwowanymi trendami.

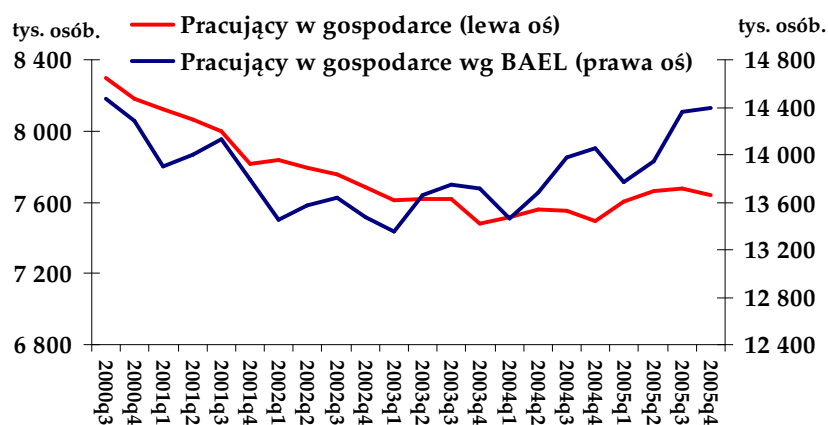
Według danych GUS, w IV kw. 2005 r. dynamika wartości dodanej w budownictwie obniżyła się silniej niż oczekiwano na podstawie miesięcznych danych o produkcji budowlano-montażowej. Produkcja w budownictwie w I kw. 2006 r. została silnie zaburzona przez niekorzystne warunki pogodowe, jednak już w marcu 2005 r. zaobserwowano duży wzrost produkcji budowlano-montażowej w ujęciu rocznym. Wobec nadal optymistycznych sygnałów w badaniach koniunktury, utrzymującego się bardzo silnego wzrostu robót w przedsiębiorstwach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę oraz oczekiwanego wzrostu absorpcji funduszy z UE finansujących projekty infrastrukturalne, w ocenie NBP perspektywy wzrostu produkcji w branży budowlanej w najbliższych kwartałach kształtują się korzystnie.

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Od II kw. 2003 r. obserwuje się pozytywne zjawisko polegające na wzroście liczby pracujących w gospodarce. Choć w IV kw. 2005 r. tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) było niższe niż w III kw. 2005 r. (zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym po uwzględnieniu wahań sezonowych), to utrzymało się ono na wysokim poziomie.

Według danych BAEL, w IV kw. 2005 r. pracujących w gospodarce było o 332 tys. więcej niż przed rokiem (tj. wzrost o 2,4% r/r wobec 2,8% r/r w III kw. 2005 r.). Po wyelimi-



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

Źródło: Dane GUS.

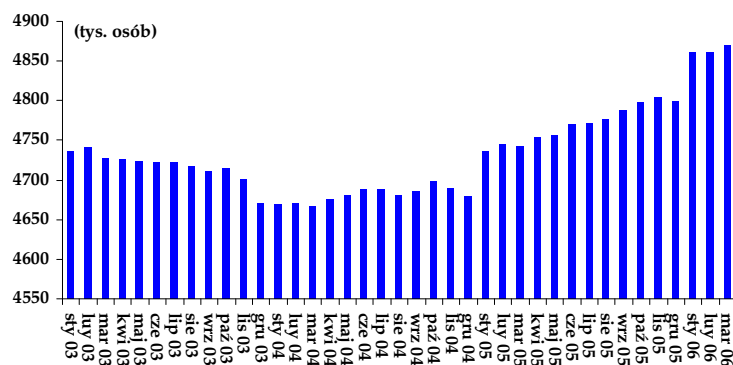
	Pracujący w 2005q4 (tys. osób)	Wzrost w 2005q3 (r/r)	Wzrost w 2005q4 (r/r)	Wzrost w 2005q3 (kw/kw) od-sezonowany	Wzrost w 2005q4 (kw/kw) od-sezonowany
Ogółem	14 390	2,8%	2,4%	1,1%	0,6%
Poza rolnictwem indywidualnym	12 084	3,7%	3,5%	1,3%	0,8%
Miejsce zamieszkania					
miasto	8 834	1,7%	3,0%	0,9%	1,1%
wieś	5 556	4,3%	1,3%	0,9%	-0,8%
Sektor ekonomiczny					
rolniczy	2 482	-0,4%	-2,9%	0,9%	-1,4%
przemysłowy	4 178	2,8%	3,2%	-0,1%	0,7%
usługowy	7 723	3,8%	3,6%	1,4%	1,1%
Sektor własności					
publiczny	4 246	1,3%	1,5%	0,1%	-0,4%
prywatny	10 143	3,4%	2,7%	1,8%	1,0%
Status zatrudnienia					
pracownicy najemni	10 701	4,6%	3,9%	1,3%	0,8%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 972	-2,6%	0,5%	0,2%	1,4%
pomagający członkowie rodzin	717	0,1%	-11,2%	1,9%	-4,9%
Rodzaj umowy o pracę					
na czas określony	2 841	16,2%	15,2%	4,0%	2,8%
na czas nieokreślony	7 860	0,9%	0,4%	0,6%	-0,1%

Tabela 2.6: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

nowaniu wahań sezonowych liczba pracujących w IV kw. 2005 r. wzrosła o 0,6% kw/kw (Wykres 2.12). Na utrzymanie się wysokiej dynamiki liczby pracujących w gospodarce w IV kw. 2005 r. złożył się przede wszystkim silny wzrost liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (3,5% r/r wobec 3,7% r/r w III kw. 2005 r.)³³. W IV kw. 2005 r. przyspieszył wzrost liczby pracujących w przemyśle i usługach, natomiast pogłębił się spadek liczby pracujących w rolnictwie (Tabela 2.6). Powyższe dane wskazują na przyspieszenie procesu realokacji pracujących z rolnictwa do pozostałych sektorów gospodarki. W ciągu ostatnich trzech lat (IV kw. 2002 r. - IV kw. 2005 r.) liczba pracujących w gospodarce wzrosła łącznie o 911 tys. (tj. 6,8%), z czego 65% przypadło na sektor usług. Utrzymuje się wysokie tempo wzrostu liczby pracujących na czas określony (15,2% r/r w IV kw. 2005 r.), choć jest ono niższe niż w latach poprzednich (19,5% r/r w 2004 r. i 25,5% r/r w 2003 r.). Jednocześnie od III kw. 2005 r. obserwuje się wzrost liczby pracujących na czas nieokreślony, co może wynikać z wygasania dotychczas zawartych umów na czas określony i obligatoryjnego zastępowania ich umowami na czas nieokreślony. Ta nowa tendencja może wynikać również z chęci zatrudnienia bądź utrzymania przez pracodawców odpowiednio wykwalifikowanych pracowników w sytuacji narastających trudności z ich pozyskaniem (na co wskazują badania koniunktury GUS). Źródłem tych trudności może być wzmożona emigracja polskich pracowników do innych krajów europejskich po przystąpieniu Polski do UE³⁴.

W sektorze przedsiębiorstw przyspiesza wzrost zatrudnienia. Od początku 2005 r. do marca 2006 r. liczba zatrudnionych w przedsiębiorstwach zwiększyła się o 133 tys., tj. 2,8% (Wykres 2.13). W marcu 2006 r. roczny wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 2,7% r/r.

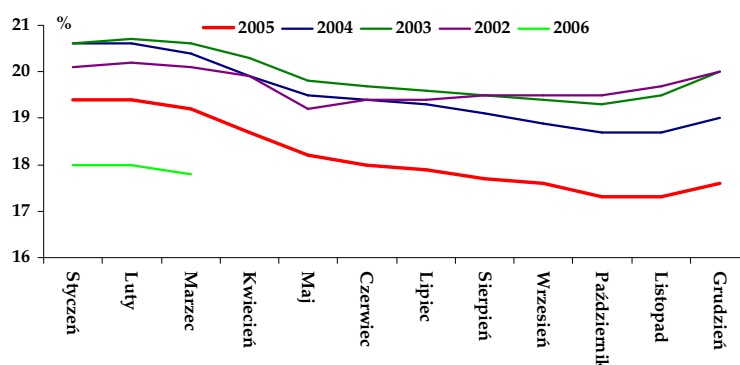


Wykres 2.13: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.

³³Tak wysoką dynamikę liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (tj. przekraczającą 3,0% r/r) odnotowywano ostatnio w 1998 r.

³⁴Po przystąpieniu Polski do UE istotnie zwiększyła się liczba Polaków wyjeżdżających do pracy za granicę. Brak wiedzy na temat sposobu klasyfikacji pracowników czasowo pracujących za granicą w Badaniach Aktywności Ekonomicznej Ludności utrudnia jednak oszacowanie skali wpływu tego zjawiska na procesy zachodzące na rynku pracy i przez to jest źródłem niepewności oceny sytuacji na rynku pracy.



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

Źródło: Dane GUS.

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

Nadal obniża się stopa bezrobocia (zarówno według BAEL jak i danych z Urzędów Pracy). W marcu br. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 17,8%, co oznacza spadek o 1,4 pkt. proc. w ujęciu rocznym (Wykres 2.14). Natomiast według danych BAEL, w IV kw. 2005 r. stopa bezrobocia wyniosła 16,7%, i była niższa o 1,3 pkt. proc. r/r. W sumie, w ciągu ostatnich trzech lat (IV kw. 2002 r. - IV kw. 2005 r.) liczba bezrobotnych wg BAEL obniżyła się o 424 tys. (tj. 12,8%). Wzrostowi popytu na pracę towarzyszy notowany od trzech kwartałów wzrost współczynnika aktywności zawodowej (w IV kw. 2005 r. współczynnik aktywności wyniósł 55,2% wobec 54,9% przed rokiem). W IV kw. 2005 r. liczba aktywnych zawodowo zwiększyła się o 0,8% r/r.

Badania koniunktury NBP³⁵ wskazują, że w II kw. 2006 r. będzie kontynuowany wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach; dodatnie saldo prognoz zatrudnienia³⁶ (po uwzględnieniu wahań sezonowych) wzrosło od poprzedniego kwartału i jest najwyższe od początku prowadzenia tych badań (tj. od 2001 r.). Również badania koniunktury GUS potwierdzają korzystne perspektywy zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

W sumie, dane dotyczące rynku pracy wskazują, że skala poprawy sytuacji na rynku pracy jest jak dotąd zgodna z oczekiwaniami z poprzedniego Raportu.

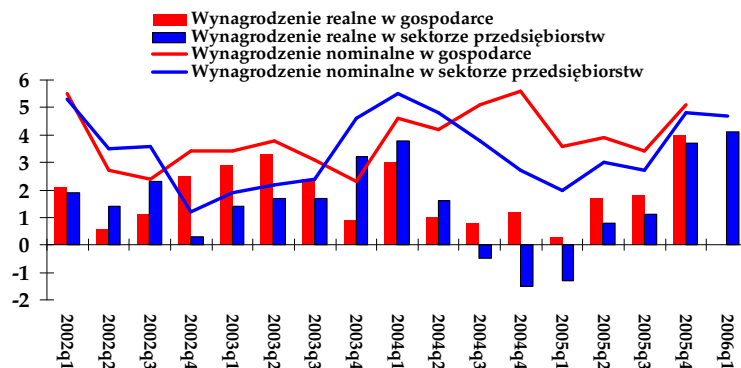
³⁵Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2006 r.*, NBP.

³⁶Saldo prognoz zatrudnienia: różnica między odsetkiem firm deklarujących zwiększenie zatrudnienia a odsetkiem deklarujących jego zmniejszenie.

2.3.2 Płace i wydajność

Ożywieniu gospodarczemu w Polsce towarzyszy przyspieszenie wzrostu płac. W IV kw. 2005 r. wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce wyniósł 5,1% r/r (wobec 3,4% w poprzednim kwartale) i był wyższy niż oczekiwano w styczniowej *Projekcji inflacji*. Wyższą niż w poprzednim kwartale dynamikę wynagrodzeń odnotowano także w sektorze przedsiębiorstw, gdzie płace wzrosły o 4,8% r/r (wobec 2,7% w III kw. 2005 r.). W I kw. 2006 r. dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była wprawdzie zbliżona do poprzedniego kwartału (4,7% r/r), jednak w kolejnych miesiącach kwartału systematycznie rosła (Tabela 2.7). Ponadto, odnotowane w styczniu br. obniżenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wynikało z wcześniejszej niż w poprzednim roku wypłaty nagród rocznych w górnictwie węgla kamiennego. Po uwzględnieniu zmian w harmonogramie wypłat dodatkowych składników wynagrodzeń, które od września 2005 r. zwiększały zmienność miesięcznej dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw, obserwuje się przyspieszenie tempa wzrostu płac nominalnych w przedsiębiorstwach (Tabela 2.7)³⁷. W warunkach niskiej inflacji oznacza to także przyspieszenie wzrostu płac realnych.

Przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń oraz znaczący wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przyczyniły się do zwiększenia dynamiki funduszu płac, która w marcu 2006 r. wyniosła nominalnie 8,2% r/r wobec 7,3% r/r w lutym i 6,3% r/r w styczniu. (Tabela 2.7).



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W IV kw. przyspieszył wzrost wydajności pracy w gospodarce (z 0,9% r/r w III kw. 2005 r. do 1,8% r/r w IV kw. 2005 r.)³⁸. Pomimo przyspieszenia wzrostu wydajności

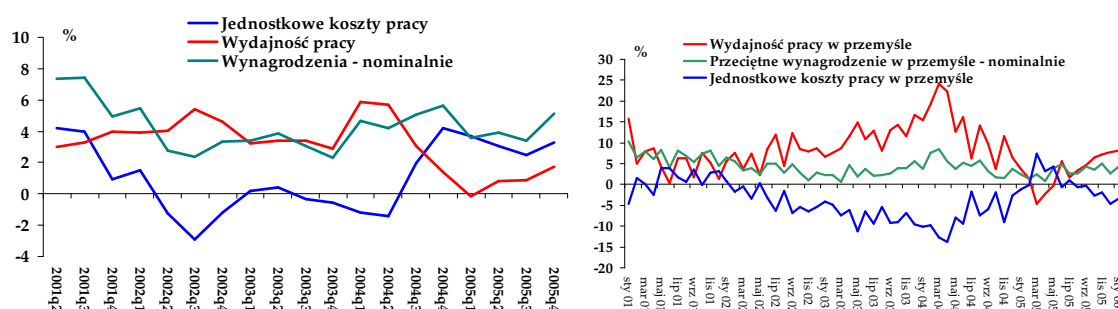
³⁷Eliminacja czynników jednorazowych z szeregu przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw polega na eksperckim zmniejszeniu wysokości funduszu płac w październiku i listopadzie 2005 r. i styczniu 2006 r. oraz jego zwiększeniu we wrześniu i grudniu 2005 r. o kwoty odpowiadające wypłatom premii i nagród rocznych, które nastąpiły według innego harmonogramu niż rok wcześniej.

³⁸Wydajność pracy w gospodarce: wartość dodana brutto w gospodarce (w cenach stałych) przypadająca na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

Roczne tempo wzrostu (sektor przedsiębiorstw)	wrz-05	paź-05	lis-05	gru-05	sty-06	lut-06	mar-06
Przeciętne wynagrodzenie nominalne	1,8%	6,4%	6,9%	1,5%	3,6%	4,8%	5,4%
po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	3,6%	3,7%	4,2%	3,7%	4,3%	4,8%	5,4%
Przeciętne wynagrodzenie realne	0,0%	4,7%	5,8%	0,8%	2,9%	4,1%	4,9%
po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	1,8%	2,1%	3,2%	3,0%	3,6%	4,1%	4,9%
Fundusz wynagrodzeń nominalny	4,0%	8,6%	9,5%	4,1%	6,3%	7,3%	8,2%
po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	5,9%	5,9%	6,8%	6,3%	7,1%	7,3%	8,2%
Fundusz wynagrodzeń realny	2,2%	6,9%	8,4%	3,4%	5,6%	6,6%	7,8%
po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	4,0%	4,2%	5,7%	5,6%	6,4%	6,6%	7,8%

Tabela 2.7: Dynamika przeciętnego wynagrodzenia i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

pracy, utrzymuje się obserwowany od III kw. 2004 r. wzrost jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce w ujęciu rocznym, który w IV kw. 2005 r. przyspieszył (z 2,5% r/r w III kw. 2005 r. do 3,3% r/r w IV kw. 2005 r. – Wykres 2.16, lewy panel)³⁹. Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce po wyeliminowaniu rolnictwa indywidualnego była jeszcze wyższa niż w gospodarce ogółem.

Przyspieszył również wzrost wydajności w przemyśle (8,0% r/r w pierwszych dwóch miesiącach I kw. 2006 r. wobec 7,1% r/r w IV kw. 2005 r. i 3,0% w III kw. 2005 r.). Dynamika wydajności w przemyśle jest wyższa od dynamiki wynagrodzeń w tym sektorze. W efekcie jednostkowe koszty pracy w przemyśle od sierpnia 2005 r. spadają (Wykres

³⁹Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do wartości dodanej brutto (w cenach stałych).

2.16, prawy panel)⁴⁰.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W I kw. 2006 r. wzrosły ceny surowców na rynkach międzynarodowych. W większości głównych grup odnotowano wzrost cen zarówno w ujęciu kwartalnym, jak i rocznym (Tabela 2.8). Na przyspieszenie wzrostu cen surowców nieenergetycznych złożyła się kontynuacja tendencji wzrostowych na rynkach metali nieżelaznych oraz wzrost cen żywności. W okresie styczeń-marzec br. wzrosły także ceny głównych surowców energetycznych – ropy naftowej, węgla i gazu.

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	05q2	05q3	05q4	06q1	05q2	05q3	05q4	06q1
Ogółem	27,9	33,1	23,1	24,4	7,2	11,1	-4,1	8,9
Surowce nieenergetyczne	7,4	11,5	13,0	12,3	-0,7	-0,3	3,6	9,4
żywność	-6,5	7,6	10,1	10,6	5,8	-3,4	-1,4	9,7
surowce przemysłowe	14,2	13,0	14,1	12,9	-3,1	1,0	5,5	9,3
pochodzenia rolnego	0,3	0,3	2,1	3,2	-2,7	-1,1	1,8	5,3
metale nieżelazne	14,8	14,2	19,2	32,4	-0,7	2,5	11,1	17,0
Surowce energetyczne	37,6	42,0	27,1	29,4	10,5	15,3	-6,5	8,7
ropa naftowa	44,3	49,1	32,4	32,2	11,1	17,0	-5,8	7,9

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

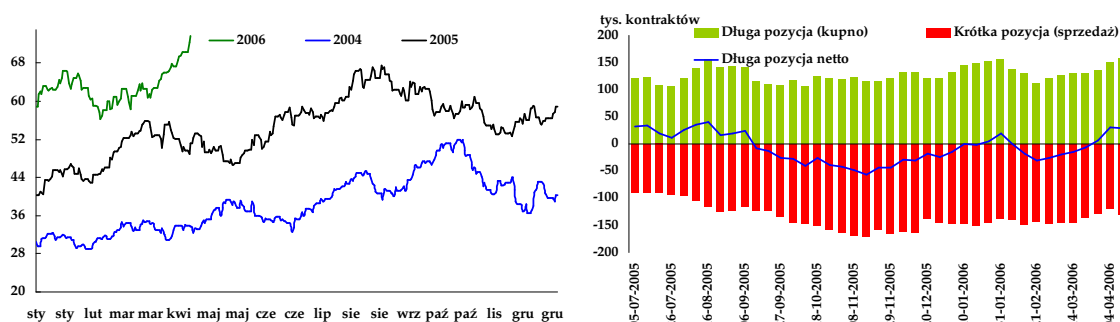
Źródło: Hamburg Institute of International Economics.

Znaczący wzrost cen ropy naftowej, który nastąpił w styczniu br., (Wykres 2.17, lewy panel) został spowodowany rosnącym ryzykiem politycznym w krajach będących głównymi producentami tego surowca (Iranie, Nigerii i Iraku). Wyższe ryzyko polityczne zwiększyło obawy o bezpieczeństwo dostaw, których ewentualne zakłócenia nie będą zrekompensowane przez zwiększenie produkcji w innych krajach z powodu utrzymujących się na niskim poziomie światowych nadwyżek zdolności produkcyjnych. Od końca stycznia do połowy lutego ceny ropy obniżały się (łącznie o blisko 10 USD), jednak utrzymująca się duża niepewność związana z sytuacją geopolityczną spowodowała, że już w II połowie lutego nastąpiła ponowna zmiana tendencji. Pod koniec marca 2006 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostowej tendencji cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych, co odzwierciedla coraz bardziej napiętą sytuację wokół irańskiego programu nuklearnego. W efekcie 19 kwietnia 2006 r. cena ropy Brent na giełdzie w Londynie osiągnęła

⁴⁰Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenia nominalne w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze.)

najwyższy nominalny poziom: 73 USD/b. Obok ryzyka politycznego ważnym czynnikiem wpływającym na ostatni wzrost cen ropy, jest relatywnie niski stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych amerykańskich rafinerii⁴¹, który znajduje odzwierciedlenie w obniżających się zapasach benzyny w Stanach Zjednoczonych.

Wzrost obaw o bezpieczeństwo dostaw ropy ponownie nasilił aktywność funduszy inwestycyjnych, które znacznie zwiększyły zakupy kontraktów terminowych (Wykres 2.17, prawy panel), przyczyniając się dodatkowo do silnego wzrostu zmienności cen.



Wykres 2.17: Lewy panel: Ceny ropy naftowej Brent w latach 2004-2006 (USD). Prawy panel: Kontrakty terminowe funduszy na giełdzie NYMEX.

Źródło: Bloomberg, Commodity Futures Trading.

Wzajemna relacja popytu i podaży w I kw. br. oddziaływała w kierunku ograniczenia wzrostu cen ropy. Światowy wzrost popytu na ropę okazał się w tym okresie niższy niż oczekiwano w grudniu ub.r.⁴², na co złożyło się obniżenie dynamiki popytu na ten surowiec w Stanach Zjednoczonych oraz w krajach Azji Południowo-Wschodniej. Taką sytuacją sprzyjała zwiększeniu zapasów ropy naftowej. Jednocześnie podjęte przez OPEC decyzje o utrzymaniu wydobycia na niezmiennym poziomie w II kw. br. – pomimo okresowego obniżenia popytu – wskazują, że kartel utrzymuje neutralne nastawienie w swojej polityce podażowej.

Wzrost cen ropy zarówno na rynkach spot, jak i na rynkach terminowych spowodował, że w I kw. br. wielu analityków podwyższyło swoje prognozy cen ropy naftowej. Wśród najważniejszych ryzyk dla obecnych prognoz cen tego surowca wymienia się możliwość znacznego zmniejszenia podaży spowodowanego sytuacją polityczną lub czynnikami atmosferycznymi.

Zmniejszenie zmienności średnich miesięcznych cen ropy naftowej przyczyniło się do ustabilizowania inflacji w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro w pierwszych dwóch

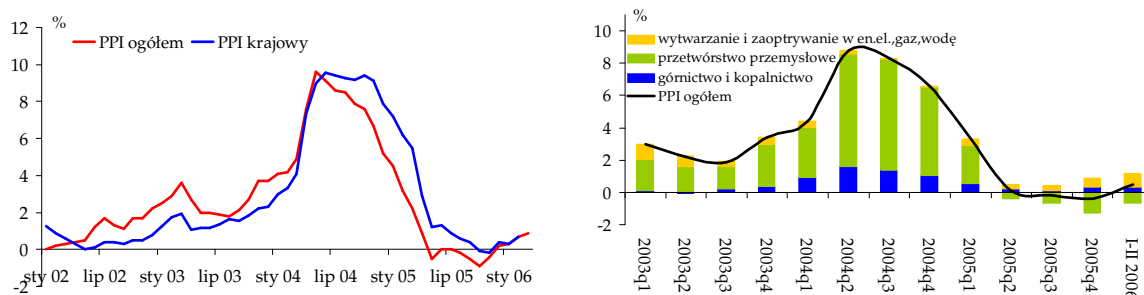
⁴¹Główną przyczyną tego zjawiska są problemy logistyczne części rafinerii, które zaczęły wycofywać z użycia dodatek MTBE, wprowadzając w jego miejsce etanol.

⁴²Według szacunków z marca br. popyt na ropę w I kw. 2006 r. zwiększył się o 0,96-1,28 mln b/d tj. o 1,1-1,5% w porównaniu z I kw. 2005 r. Wzrost popytu w tym okresie okazał się zatem niższy niż w I kw. 2005 r. (wówczas światowe zapotrzebowanie na ropę zwiększyło się o 1,31-1,90 mln b/d, tj. o 1,5-2,3%) oraz niższy niż oczekiwano w grudniu ub.r. (wówczas prognozy zakładały wzrost popytu o 1,59-1,94 mln b/d, tj. o 1,9-2,3%).

miesiącach 2006 r. W Stanach Zjednoczonych średni roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniósł w okresie styczeń-luty 2006 r. 3,8% (wobec 3,9% w okresie objętym poprzednim *Raportem o inflacji*: sierpień-grudzień 2005 r.). W strefie euro natomiast zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP) wyniósł 2,4%, a więc utrzymał się na takim samym poziomie, jak w okresie sierpień-grudzień ub.r.⁴³. Utrzymujący się relatywnie niski poziom wskaźników inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro może świadczyć o bardzo ograniczonym jak dotąd wpływie wysokich cen energii na ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych⁴⁴.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie o inflacji*, w kolejnych miesiącach 2006 r. roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu nieznacznie wzrosła i w marcu br. wyniosła 0,9% r/r. Wzrost cen producentów obserwowany jest na rynku krajowym, podczas gdy w przypadku cen eksportowych od ponad roku notowana jest ujemna dynamika. W kierunku obniżenia cen eksportowych odziaływała aprecjacja złotego w 2005 r.⁴⁵



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

Źródło: Dane GUS.

Największy wpływ na dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu w I kw. br. miał wzrost cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę (w styczniu br. miała miejsce ponad 3% (m/m) podwyżka cen nośników energii). Ponadto

⁴³Wzrost cen paliw i nośników energii w 2005 r. spowodował zwiększenie udziału energii w koszyku towarów i usług konsumpcyjnych, co może powodować w br. większy wpływ zmian cen paliw na wskaźnik inflacji. W Stanach Zjednoczonych udział energii w koszyku CPI wynosi łącznie 8,7% (wobec 8,0% w 2005 r.), a w strefie euro 9,2% (8,5%).

⁴⁴Wskaźnik inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych w okresie styczeń-luty 2006 r. wyniósł 2,1% (a więc utrzymał się na poziomie notowanym w okresie sierpień-grudzień ub.r.), natomiast w strefie euro wyniósł 1,2% (wobec 1,4% w okresie objętym poprzednim *Raportem o inflacji*). Trwa dyskusja nad wartością informacyjną wskaźników inflacji bazowej w sytuacji, gdy oczekuje się, że ceny ropy nie będą się obniżać.

⁴⁵Przyjęta przez GUS metodologia liczenia indeksu cen eksportowych powoduje, że są one bardzo wrażliwe na wahania kursów walutowych.

wzrost cen odnotowano w górnictwie i kopalnictwie (przede wszystkim w kopalnictwie rud metali). W rezultacie sekcje *energetyka* i *górnictwo* miały dodatni wkład w kształtowanie się wskaźnika PPI. Jednak wobec spadku cen w przetwórstwie przemysłowym, wskaźnik PPI pozostawał stabilny (Wykres 2.18, prawy panel).

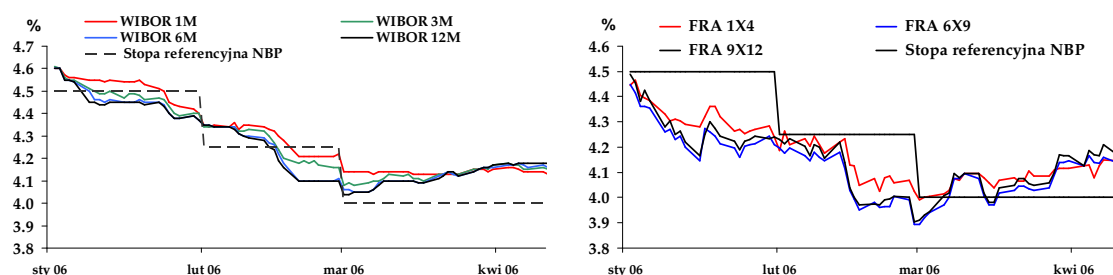
2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe⁴⁶

W I kw. 2006 r. istotny wpływ na sytuację na polskim rynku finansowym miały czynniki o charakterze globalnym. W pierwszych dwóch miesiącach br. oddziaływały one w kierunku aprecjacji nie tylko kursu złotego, lecz także innych walut krajów Europy Środkowej. W marcu natomiast odpływ kapitału zagranicznego przyczynił się do osłabienia wszystkich walut i spadku cen obligacji w tym regionie, przy czym najsilniejsza deprecjacja miała miejsce w przypadku kursu węgierskiego forinta oraz – w mniejszej skali – złotego. W kierunku osłabienia polskiej waluty oraz wzrostu rentowności obligacji skarbowych w tym okresie oddziaływała także zwiększona niepewność polityczna w kraju.

Krótkoterminowe stopy procentowe

W okresie styczeń-luty br. krótkoterminowe stopy procentowe charakteryzowały się tendencją spadkową. Było to głównie spowodowane korzystnymi danymi dotyczącymi inflacji, które wzmacniały oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych. Styczniowa obniżka stopy referencyjnej przez RPP o 25 punktów bazowych, do poziomu 4,25%, była zgodna z oczekiwaniami rynku. Równocześnie styczniowa projekcja, wskazująca na wolniejszy niż przedstawiono w sierpniowym *Raporcie o inflacji* powrót inflacji do celu, wpłynęła na nasilenie oczekiwań na kolejne obniżki stóp procentowych.

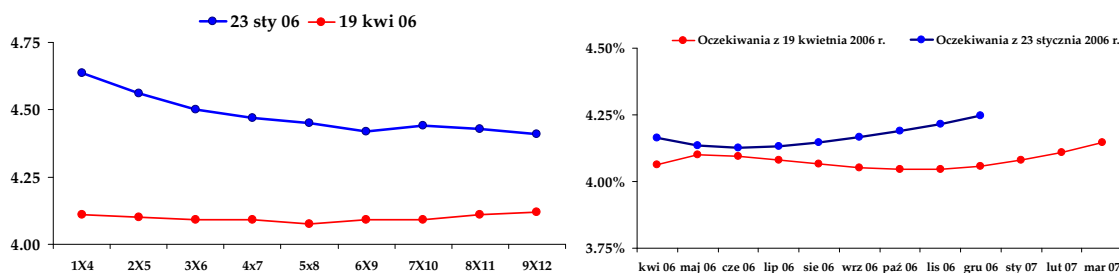


Wykres 2.19: Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie depozytów międzybankowych (lewy panel) oraz stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

⁴⁶Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 19 kwietnia 2006 r.

Ze względu na to, że opinie rynku co do terminu następnej redukcji stóp NBP były podzielone (w lutym bądź w marcu), decyzja RPP o obniżce o 0,25 pkt. proc. w lutym zaskoczyła część uczestników rynku i wpłynęła na spadek stawek rynku pieniężnego. W marcu trend spadkowy na rynku krótkoterminowych stóp procentowych uległ wyhamowaniu. Jednocześnie stawki kontraktów FRA wskazywały na wygaśnięcie oczekiwań na kolejne obniżki stóp procentowych NBP. Do tej zmiany przyczyniła się m.in. deprecjacja kursu złotego (o ok. 4,5% wobec euro) spowodowana zarówno czynnikami globalnymi, jak i krajowymi (zobacz rozdział: *Kurs walutowy*). Ponadto, istotnym dla uczestników rynku argumentem przemawiającym przeciwko łagodzeniu polityki pieniężnej był wzrost ryzyka politycznego w kraju. W rezultacie marcowa decyzja RPP o utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie była zgodna z oczekiwaniami rynku i nie miała wpływu na stopy rynku pieniężnego. Na koniec analizowanego okresu stawki kontraktów FRA wyceniały utrzymanie stóp procentowych NBP na poziomie 4,0% do końca br. Również wyniki ankiety Reutersa wskazują, że o ile w drugiej połowie marca (17.03) analitycy oczekiwali jeszcze jednej obniżki o 0,25 pkt. proc. w br. (najprawdopodobniej w kwietniu), to na początku (tj. 11) kwietnia br. mediana tych oczekiwań wskazywała na pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie.



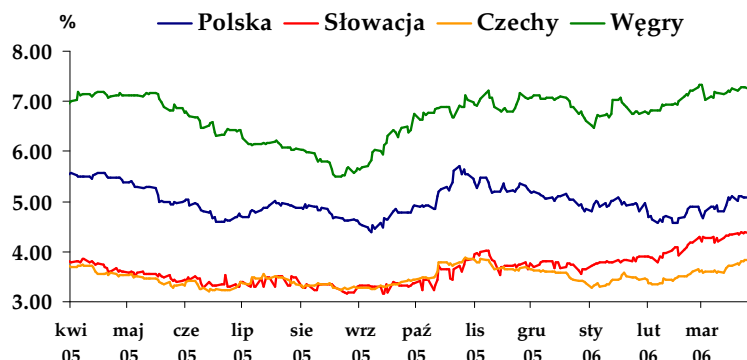
Wykres 2.20: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

Długoterminowe stopy procentowe

Trend spadkowy rentowności obligacji skarbowych utrzymywał się do końca lutego br. i był przede wszystkim związany z oczekiwaniami rynków na obniżki stóp procentowych NBP. Na początku marca ceny polskich obligacji skarbowych uległy jednak istotnemu obniżeniu. Dotyczyło to także innych krajów Europy Środkowej (Wykres 2.21) i było w znacznym stopniu związane z wycofaniem zagranicznego kapitału portfelowego w reakcji na wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w strefie euro oraz w Stanach Zjednoczonych. Na wzrost rentowności obligacji węgierskich miały też wpływ utrzymująca się nierównowaga makroekonomiczna (zewnętrzna i wewnętrzna), jednak z uwagi na wcześniejsze spadki cen obligacji, skala korekty w marcu była ograniczona.

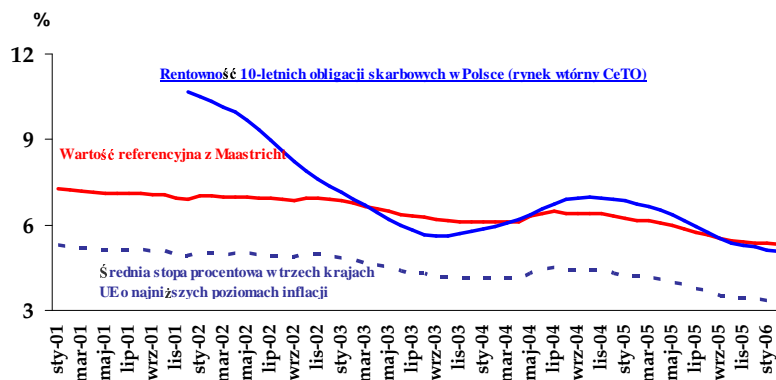
Wzrost rentowności w Czechach wynikał przede wszystkim ze zmian rentowności w strefie euro, natomiast czynnikiem lokalnym dla spadku cen obligacji na Słowacji były oczekiwania na podwyżki stóp banku centralnego związane ze wzrostem inflacji w tym kraju. W kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji w tym okresie oddziaływała także zwiększona niepewność polityczna w kraju.



Wykres 2.21: Zmiany rentowności długoterminowych obligacji w Czechach, na Słowacji, Węgrzech i w Polsce

Źródło: Dane Reutersa.

Chociaż wspomniany marcowy spadek cen obligacji istotnie zmniejszył skalę tegorocznych wzrostów cen polskich obligacji skarbowych (Wykres 2.23, lewy panel), to różnica między rentownością polskich obligacji a rentownością papierów skarbowych w strefie euro zmniejszyła się w znacznie większym stopniu (Wykres 2.23, prawy panel). Wynikało to przede wszystkim ze spadku cen obligacji skarbowych w strefie euro w I kw. br.

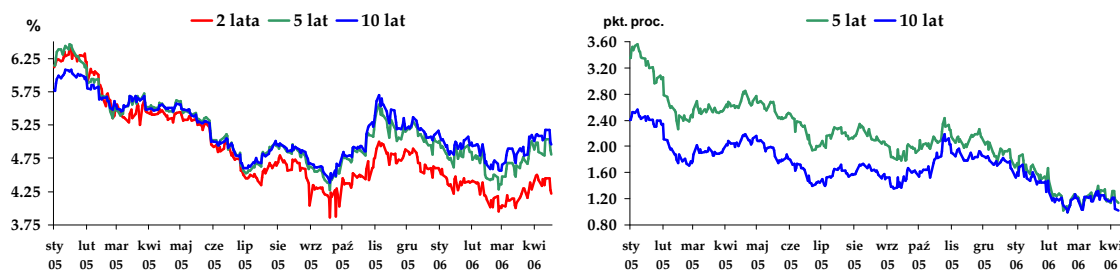


Wykres 2.22: Średnia rentowność (12-miesięczna średnia ruchoma) długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium z Maastricht

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

W okresie styczeń–luty br. utrzymywał się spadek rentowności długoterminowych polskich papierów skarbowych w ujęciu średniorocznym. W rezultacie, od sierpnia 2005 r.

Polska spełnia kryterium długoterminowych stóp procentowych, co jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro⁴⁷.



Wykres 2.23: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych (lewy panel) oraz różnice między rentownością obligacji niemieckich a rentownością polskich obligacji skarbowych (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

Portfel obligacji skarbowych w posiadaniu nierezydentów zwiększał się w okresie, w którym utrzymywały się oczekiwania na obniżki stóp procentowych NBP. W marcu odpływ kapitału portfelowego spowodował przejściowe obniżenie ich zaangażowania na polskim rynku papierów skarbowych, jednak na koniec analizowanego okresu wartość portfela nierezydentów ponownie wzrosła do poziomów obserwowanych przed wystąpieniem marcowego zaburzenia. Równocześnie po okresie spadku w II połowie 2005 r., udział nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych ustabilizował się w I kw. br. na poziomie ok. 24%.

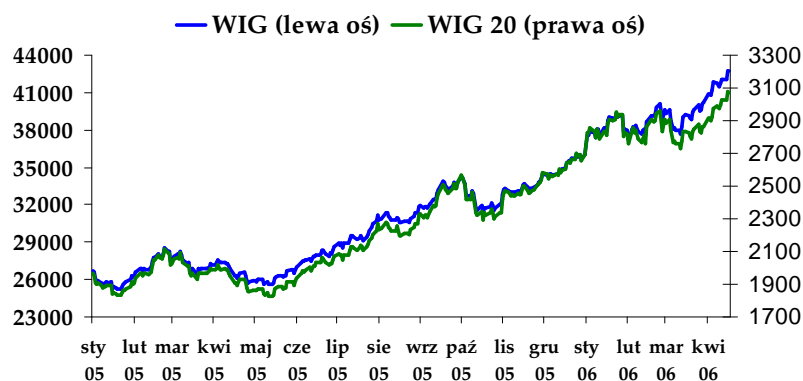
Rynek akcji

W okresie styczeń-marzec br. główne indeksy warszawskiej giełdy charakteryzowały się zwiększoną zmiennością. Do wzrostu tej zmienności przyczynił się przede wszystkim odpływ kapitału portfelowego z krajów Europy Środkowej, a także zwiększona niepewność polityczna w Polsce.

Pod koniec lutego br. indeks WIG po raz pierwszy w historii przekroczył poziom 40 000 punktów. W pierwszych dwóch tygodniach marca wspomniany odpływ zagranicznego kapitału portfelowego spowodował silny spadek głównego indeksu giełdowego (o 6,2%) w stosunku do maksimum odnotowanego w lutym. W tym samym okresie skala spadku indeksu największych spółek WIG20 wyniosła 8,0%⁴⁸. Od połowy marca indeksy warszawskiej giełdy ponownie znalazły się w trendzie wzrostowym. Marcowa decyzja

⁴⁷Dany kraj spełnia to kryterium, gdy średnia (12-miesięczna średnia ruchoma) rentowność długoterminowych obligacji skarbowych obserwowana w ciągu roku nie przekracza o więcej niż 2 pkt. proc. średniej arytmetycznej rentowności obligacji trzech krajów członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

⁴⁸Ze względu na to, że nierezydenci inwestują głównie w największe spółki warszawskiej giełdy, zmiana ich zachowania wywiera najsilniejszy wpływ na kształtowanie się wartości tego indeksu.



Wykres 2.24: Zmiany wartości głównych indeksów giełdowych w Polsce

Źródło: Reuters.

amerykańskiego banku centralnego o podwyżce stóp procentowych o 25 punktów bazowych (do poziomu 4,75%), a przede wszystkim towarzyszący jej komunikat przejściowo przyczyniły się do spadków na giełdach światowych oraz giełdach w regionie Europy Środkowej. W komunikacie tym Fed podkreślił, że utrzymanie inflacji pod kontrolą może wymagać dalszego zacieśnienia polityki monetarnej. Na koniec opisywanego okresu indeks WIG znajdował się powyżej poziomu 40 000 punktów, ustalając na kwietniowych sesjach kolejne rekordy.

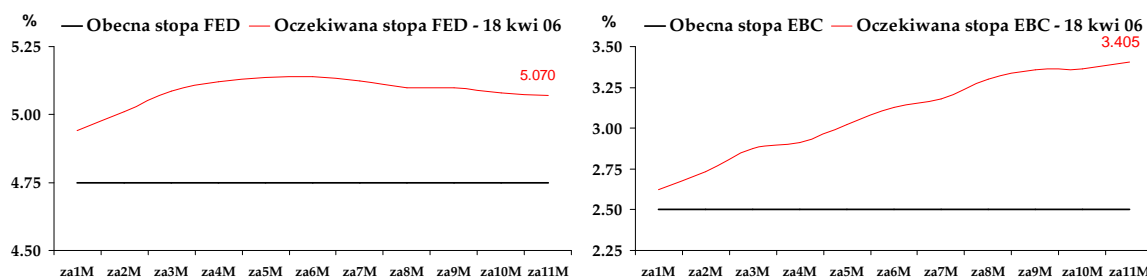
Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Od początku stycznia 2006 r. stopa funduszy federalnych Fed została podwyższona dwukrotnie, łącznie o 50 punktów bazowych, do poziomu 4,75% pod koniec marca 2006 r. Decyzje Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) były zgodne z oczekiwaniami rynku. W okresie styczeń-kwiecień br. rentowności rządowych obligacji amerykańskich charakteryzowały się tendencją wzrostową. Pod koniec analizowanego okresu rentowności amerykańskich obligacji 2-, 5- i 10-letnich ukształtowały się odpowiednio na poziomie ok. 4,8%, 4,9% i 5,0%.

Na koniec marca br. analitycy oczekiwali szesnastej z rzędu podwyżki stóp procentowych przez Fed. Równocześnie wskazywali na zbliżający się koniec cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, nie wykluczając jednak możliwości dalszych podwyżek w 2007 r. Wyniki marcowej ankiety Reutersa wskazują, że większość analityków oczekuje podwyższenia stopy procentowej Fed o 25 punktów bazowych do poziomu 5,0% (mediana oczekiwań) podczas majowego posiedzenia FOMC i utrzymania stóp na tym poziomie do końca br. Prognozy analityków znajdują potwierdzenie w oczekiwaniach rynku na zmiany stóp Fed, zawartych w notowaniach kontraktów futures na stopę funduszy federalnych.

Europejski Bank Centralny (EBC) na posiedzeniu 2 marca 2006 r. podniósł stopę refinansową o 25 punktów bazowych, a w kwietniu zdecydował o jej utrzymaniu na po-

Determinanty inflacji



Wykres 2.25: Oczekiwania zmian stóp przez FED na podstawie kontraktów Fed Funds Futures – lewy panel – oraz oczekiwania zmian stóp przez EBC na podstawie kontraktów EONIA swaps (overnight index swaps) – prawy panel

Źródło: Bloomberg.

ziomie 2,50%. Od początku br. rentowności obligacji europejskich utrzymywały się w trendzie wzrostowym. Pod koniec kwietnia br. rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich kształtowały się odpowiednio na poziomie ok. 3,3%, 3,7% i 3,9%.

Wyniki kwietniowej ankiety Reutersa wskazują, że większość analityków oczekuje podwyżek stopy procentowej EBC po 25 punktów bazowych kolejno w II, III i IV kw. 2006 r. (mediana oczekiwań) i że pod koniec br. stopa refinansowa EBC wyniesie 3,25%. Oczekiwania rynku na zmiany stóp EBC, zawarte w notowaniach kontraktów swap na stopę procentową EONIA, są zbliżone do prognoz analityków i wskazują na wzrost stóp EBC o 75 punktów bazowych do końca 2006 r.

2.5.2 Kurs walutowy

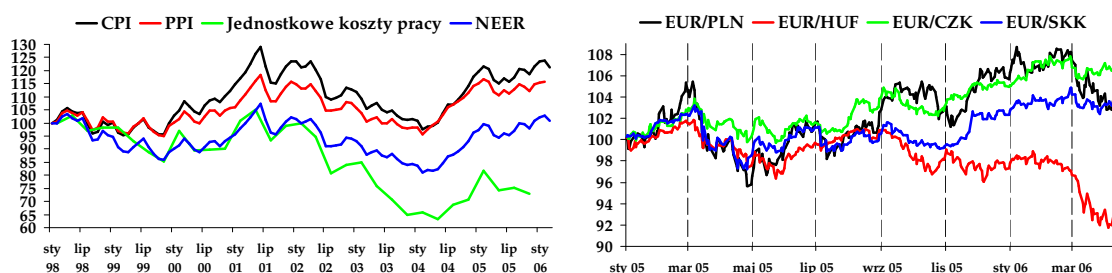
Trwająca od początku 2004 r. tendencja aprecjacyjna złotego, która w znaczącym stopniu oddziaływała w kierunku obniżenia inflacji, utrzymała się w pierwszych dwóch miesiącach 2006 r. W marcu nastąpił jednak spadek wartości polskiej waluty. W efekcie, w tym miesiącu średniomiesięczny nominalny efektywny kurs złotego ukształtował się na poziomie z grudnia 2005 r. (Wykres 2.26, lewy panel). Ze względu na zmiany kursów krzyżowych, w tym okresie złoty umocnił się względem dolara amerykańskiego o 0,9% oraz osłabił względem euro o 0,5%. Z kolei od 20 lutego br., tj. od momentu, w którym kurs polskiej waluty zaczął deprecjonować względem euro, do 19 kwietnia br. złoty osłabił się o 3,4% w stosunku do waluty europejskiej (do poziomu 3,90).

W pierwszym kwartale 2006 r. nastąpił wzrost korelacji wahań kursu EUR/PLN z kursem euro wobec innych walut krajów Europy Środkowej. W przypadku czterech największych krajów naszego regionu, tj. Czech, Węgier, Słowacji i Polski (CEC4), przez pierwsze dwa miesiące br. ich waluty umocniły się wobec euro (Wykres 2.26, prawy panel). Było to związane z hossą na rynku akcji w tym regionie, co prowadziło do napływu kapitału portfelowego, oraz z napływem inwestycji bezpośrednich i transferów z UE. W marcu br. wszystkie w/w waluty osłabiły się względem euro, przy czym największą deprecjację odnotowano w przypadku forinta węgierskiego oraz kursu złotego. Osłabienie

to było spowodowane rosnącymi stopami procentowymi w Stanach Zjednoczonych, jak również zwiększonym ryzykiem politycznym w krajach CEC4. Zmiany kursu złotego, które nastąpiły w I kw. br. były zatem w znacznej mierze spowodowane czynnikami o charakterze regionalnym i globalnym.

Na zmiany wartości polskiej waluty wpływały także czynniki krajowe. Na początku roku w kierunku umocnienia złotego mogły oddziaływać oczekiwania rynku dotyczące wymiany na rynku walutowym przez polski rząd 3 mld EUR pochodzących z emisji euroobligacji. Ponadto rynek pozytywnie zareagował na przyjęcie ustawy budżetowej oraz na tymczasowe uspokojenie sytuacji politycznej po podpisaniu Paktu Stabilizacyjnego. Począwszy od połowy lutego, sytuacja polityczna doprowadziła jednak do pogorszenia nastrojów na rynku walutowym, w wyniku czego kurs złotego się osłabił. W kierunku deprecjacji złotego oddziaływały także zmiany dysparytetu nominalnych stóp procentowych. W pierwszych trzech miesiącach br. stopy procentowe NBP zostały obniżone o 0,5 pkt. proc., gdy w tym czasie stopy procentowe EBC wzrosły o 0,25 pkt. proc., a w Stanach Zjednoczonych o 0,5 pkt. proc. W rezultacie, 19 kwietnia br. stopy procentowe FED były o 0,75 pkt. proc. wyższe niż stopy NBP.

Dostępne dane za okres do marca br. pokazują, że zmianom kursu nominalnego towarzyszyły podobne tendencje w kształtowaniu się realnego kursu efektywnego, deflowanego indeksem cen konsumenta (REER CPI) (Wykres 2.26, lewy panel). Utrzymaniu się realnego kursu złotego na zbliżonym do obecnego poziomie powinny sprzyjać: bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących, napływ inwestycji bezpośrednich oraz środków unijnych, a także dobre perspektywy dotyczące wzrostu gospodarczego. Spodziewany wzrost zagranicznych stóp procentowych może natomiast oddziaływać w kierunku osłabienia złotego w 2006 r. Ponadto, na wartość polskiej waluty będą miały wpływ wydarzenia na scenie politycznej. Choć w ostatnich kwartałach wrażliwość kursu złotego na wydarzenia polityczne zmalała, trudno jest oceniać, na ile trwały jest charakter tej zmiany.



Wykres 2.26: Realny efektywny kurs złotego (lewy panel) oraz nominalne kursy walut krajów Europy Środkowej względem euro (prawy panel). Wzrost oznacza aprecjację.

Źródło: Dane NBP, Komisji Europejskiej oraz EcoWin.

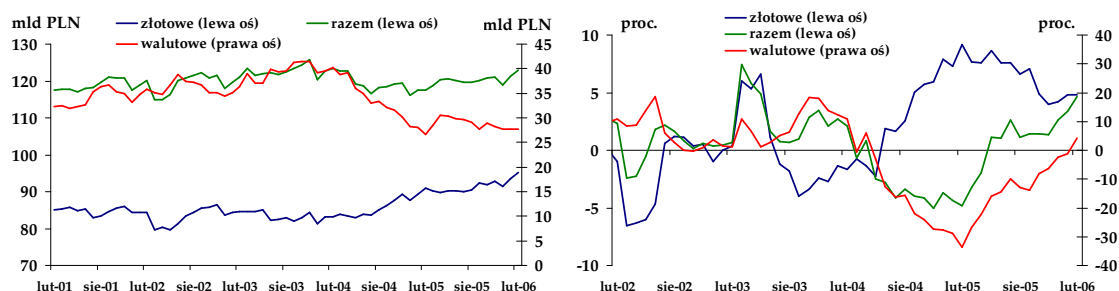
Uwaga: Dla jednostkowych kosztów pracy (w przetwórstwie przemysłowym): dane kwartalne, szacunki NBP na podstawie danych GUS, EBC i Komisji Europejskiej

2.5.3 Kredyt i pieniądz

Tempo wzrostu kredytów bankowych dla sektora niefinansowego, utrzymujące się w drugiej połowie ub.r. na poziomie ok. 8% r/r, w lutym osiągnęło 13,2%. Kredyty dla gospodarstw domowych przyrastają szybciej niż kredyty dla przedsiębiorstw. Głównym składnikiem wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych jest dynamiczny przyrost kredytów mieszkaniowych. Tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw jest umiarkowane.

Sektor przedsiębiorstw

Po przejściowym spowolnieniu, od początku br. obserwowany jest powrót do zapoczątkowanej w połowie 2004 r. umiarkowanej wzrostowej tendencji stanu zadłużenia przedsiębiorstw w bankach. Na koniec lutego br. nominalna wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom przez system bankowy wyniosła 123,0 mld zł. Stan kredytów walutowych obniżył się ze względu na aprecjację złotego na początku br. (Wykres 2.27).



Wykres 2.27: Kredyty dla przedsiębiorstw, dane bez korekty o wpływ wahań kursu złotego. Lewy panel – wartości udzielonych kredytów. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.

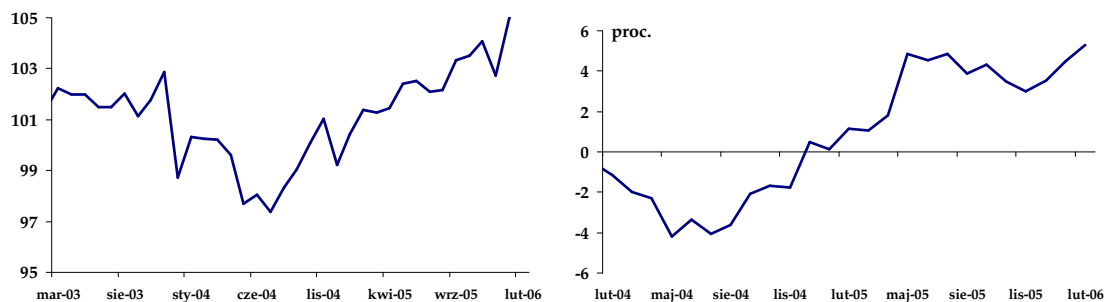
Źródło: Dane NBP.

Ze względu na znaczny udział kredytów w walutach obcych w strukturze zadłużenia przedsiębiorstw⁴⁹ wahania kursu złotego utrudniają ocenę jego rzeczywistych zmian. Dane oczyszczone z wpływu wahań kursowych wskazują⁵⁰, że od ok. półtora roku utrzymuje się rosnący trend wolumenu kredytów udzielonych przedsiębiorstwom (Wykres 2.28, lewy panel). Choć od lipca 2004 r. utrzymuje się wzrostowa tendencja dynamiki kredytów ogółem dla przedsiębiorstw, od połowy 2005 r. dynamika ta pozostaje na umiarkowanym poziomie (Wykres 2.28, prawy panel). W lutym br. dynamika roczna kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła 5,3% wobec 1,1% rok wcześniej. Umiarkowane jest także tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych (5,9% r/r), a ich stan utrzymał się

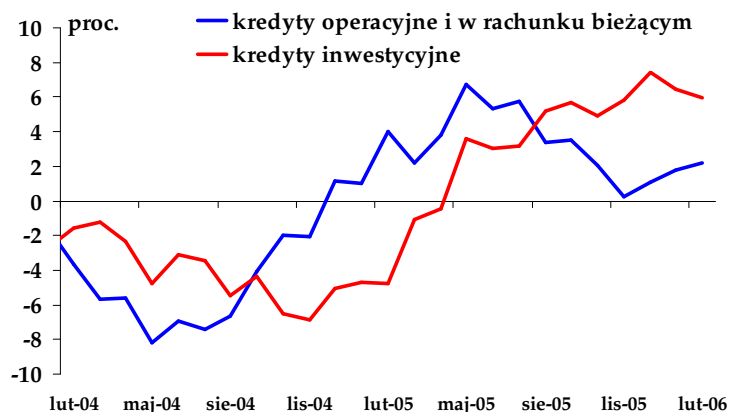
⁴⁹W lutym 2006 r. kredyty walutowe stanowiły 22,6% ogółu kredytów udzielonych przez banki komercyjne przedsiębiorstwom.

⁵⁰W dalszej części tego podrozdziału wszelkie wartości liczbowe dotyczące zmian kredytów i depozytów przedsiębiorstw odnoszą się do danych skorygowanych o wpływ wahań kursu złotego, chyba że zaznaczono inaczej.

na poziomie zbliżonym do odnotowanego w końcu ub.r. W styczniu i lutym br. wzrósł natomiast stan kredytów operacyjnych i w rachunku bieżącym przedsiębiorstw, co spowodowało zahamowanie spadkowej tendencji rocznego tempa wzrostu tej kategorii, a następnie jego wzrost do poziomu ok. 2,2% (Wykres 2.29).



Wykres 2.28: Kredyty dla przedsiębiorstw, dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego. Lewy panel – wolumen udzielonych kredytów, stan w grudniu 2002 = 100. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.
Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.29: Roczne tempo wzrostu kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych i kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw oraz miesięczne tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych (dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego)
Źródło: Dane NBP.

W świetle powyższych danych z systemu bankowego dotyczących zadłużenia kredytowego oraz wyników badań ankietowych NBP zmniejszyła się sygnalizowana w poprzednim *Raporcie o inflacji* niepewność odnośnie do sytuacji na rynku kredytów dla przedsiębiorstw⁵¹. Wstępne szacunki wyników badań ankietowych kierowanych do przedsię-

⁵¹Dostępne w czasie prac nad styczniowym *Raportem o inflacji* wyniki badań ankietowych kierowanych do przedsiębiorców wskazywały na przewidywane spowolnienie tempa akcji kredytowej dla tego sektora. Równocześnie ankietowani przez NBP przewodniczący komitetów kredytowych spodziewali się utrzymania wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw na umiarkowanym poziomie.

biorstw w I kw. br.⁵² wskazują na wzrost zainteresowania zaciąganiem kredytów przez przedsiębiorstwa w najbliższej przyszłości. Saldo prognoz zadłużenia kredytowego (odsetek prognoz wzrostu minus odsetek prognoz spadku), po znacznym spadku odnotowanym w ankietach prowadzonych w III i IV kw. ub.r., w I kw. br. wzrosło. Podobnie odpowiedzi na pytania dotyczące źródeł finansowania nowych inwestycji wskazują na możliwy wzrost zadłużenia bankowego przedsiębiorstw: przedsiębiorstwa informują o obniżającej się roli środków własnych w finansowaniu inwestycji i wzroście znaczenia kredytów bankowych. Deklaracje ankietowanych przedsiębiorstw, sygnalizujące rosnącą skłonność do zaciągania kredytów, nie znajdują jednak jak dotąd odzwierciedlenia w wyraźnym przyspieszeniu dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw.

Zgodnie z wynikami badań ankietowych kierowanych do przewodniczących komitetów kredytowych w bankach komercyjnych⁵³, w IV kw. ub.r., podobnie jak w poprzednim kwartale, odczuły one umiarkowany wzrost popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw. Dotyczył on przede wszystkim zapotrzebowania na środki przeznaczone na finansowanie inwestycji, a także zapasów i kapitału obrotowego. Banki spodziewają się, że popyt na kredyty będzie nadal wzrastać, szczególnie w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. Wobec nasilającej się presji konkurencyjnej w sektorze bankowym oraz obniżania się ryzyka związanego z przewidywaną sytuacją gospodarczą, następuje dalsze złagodzenie warunków uzyskania kredytu, zwłaszcza przez MSP.

Najnowsze dane o zadłużeniu zagranicznym przedsiębiorstw wskazują, że w końcu ub. r. utrzymywał się dynamiczny wzrost zadłużenia z tytułu kredytów handlowych (18,0% r/r w IV kw. 2005 r. w przeliczeniu na euro), odzwierciedlający wzrastającą wymianę handlową z zagranicą. Pozostałe kategorie zadłużenia, łącznie z papierami dłużnymi wyemitowanymi przez polskie firmy, wzrastały w tempie zbliżonym do wzrostu zadłużenia krajowego (6,5% r/r).

Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw podąża za zmianami stóp procentowych NBP (Tabela 2.9). W ostatnich miesiącach nieznacznie obniżyła się wysokość marż kredytowych dla przedsiębiorstw, co jest spowodowane przede wszystkim silną konkurencją pomiędzy bankami. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżania marż jest spodziewana wysoka dynamika wzrostu gospodarczego, która powinna wpływać na spadek ryzyka kredytowego. Wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że cena kredytu nie stanowi bariery rozwoju przedsiębiorstw – w I kw. 2006 r., podobnie jak w IV kw. 2005 r., jedynie 2,6% ankietowanych przedsiębiorstw wymieniło oprocentowanie kredytów jako jeden z czynników ograniczających ich działalność. Wraz ze spodziewanym wzrostem inflacji realne oprocentowanie kredytów będzie się zmniejszać.

Depozyty bankowe przedsiębiorstw przyrastają w szybkim tempie. Od III kw. ub. r. ich roczna dynamika kształtuje się na poziomie ok. 20%. Podstawowym źródłem wzrostu depozytów przedsiębiorstw jest ich dobra sytuacja ekonomiczna, znajdująca odbicie m. in. w rosnących przychodach, wysokim stopniu rentowności oraz bezpiecznym poziomie

⁵²Wstępna informacja o kondycji przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2006, www.nbp.pl

⁵³Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2006, www.nbp.pl

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

Tabela 2.9: Średnie ważone oprocentowanie złotych kredytów i depozytów terminowych w bankach komercyjnych

Źródło: Dane NBP.

płynności. Tempo wzrostu depozytów powinno być ograniczane przez obserwowane przyspieszenie dynamiki inwestycji, gdyż – zgodnie z deklaracjami przedsiębiorstw wyrażanymi w badaniach ankietowych NBP – inwestycje będą finansowane w pierwszej kolejności ze środków własnych. W dalszej kolejności można się spodziewać wzrostu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Jednakże, jak już wyżej wspomniano, dotychczas przewidywania te nie znajdują jednoznacznego potwierdzenia w danych z systemu bankowego.

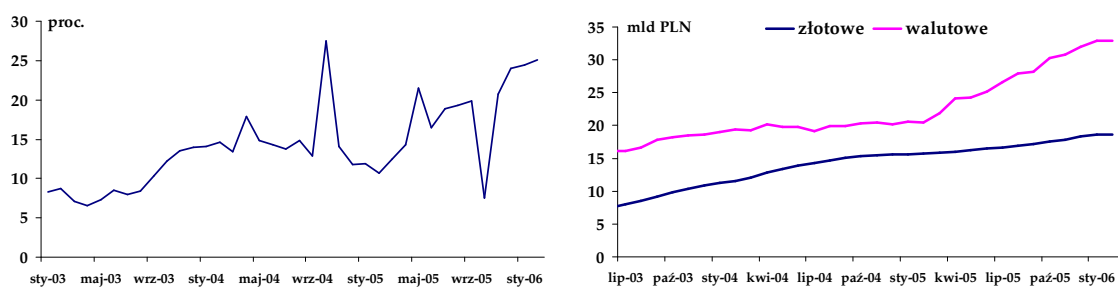
Sektor gospodarstw domowych

Od połowy 2003 r. utrzymuje się dynamiczny wzrost kredytów bankowych dla gospodarstw domowych. W pierwszych miesiącach 2006 r. ich nominalne roczne tempo wzrostu kształtowało się na poziomie ok. 25% (Wykres 2.30, lewy panel). Głównym składnikiem wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych pozostają kredyty mieszkaniowe. Nadal bardziej popularne niż kredyty złote są kredyty zaciągane w walutach obcych (Wykres 2.30, prawy panel), których udział w kredytach mieszkaniowych dla gospodarstw domowych ogółem wyniósł na koniec lutego br. 63,8%. Wzrost wartości kredytów na cele konsumpcyjne, który od połowy 2004 r. był porównywalny ze wzrostem kredytów mieszkaniowych, na początku br. uległ spowolnieniu.

Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw, wahania kursu złotego zaburzają analizę zmian kredytów także dla gospodarstw domowych, gdyż znaczna ich część jest denominowana w walutach obcych. Wykres 2.31 przedstawia roczne tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem oraz kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych, po skorygowaniu o wpływ zmian kursu złotego⁵⁴. Tempo wzrostu kredytów mieszkanio-

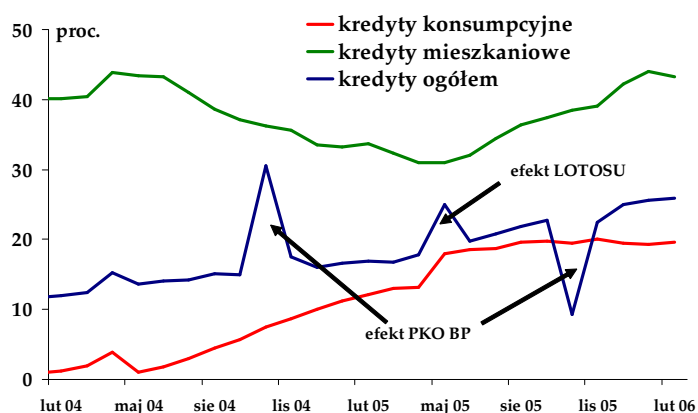
⁵⁴W dalszej części tego podrozdziału wszelkie wartości liczbowe dotyczące zmian kredytów i depozytów gospodarstw domowych odnoszą się do danych skorygowanych o wpływ wahań kursu złotego, chyba że

Determinanty inflacji



Wykres 2.30: Kredyty dla gospodarstw domowych w ujęciu nominalnym, bez korekty o wpływ wahań kursowych. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem. Prawy panel: wartość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w rozbiściu na kredyty złotowe i walutowe. **Źródło:** Dane NBP.

wych pozostaje na wysokim poziomie (43,3% na koniec lutego br.), choć jego wzrostowa tendencja obserwowana od połowy ub.r. została w pierwszych miesiącach br. zahamowana. Podobnie w ostatnich miesiącach ub.r. zahamowany został rosnący trend rocznej dynamiki kredytów konsumpcyjnych. Widoczny na wykresie 2.32 (lewy panel) brak przyrostu kredytów konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach br. może mieć charakter sezonowy – podobne spowolnienie ich wzrostu miało miejsce na początku 2005 r.

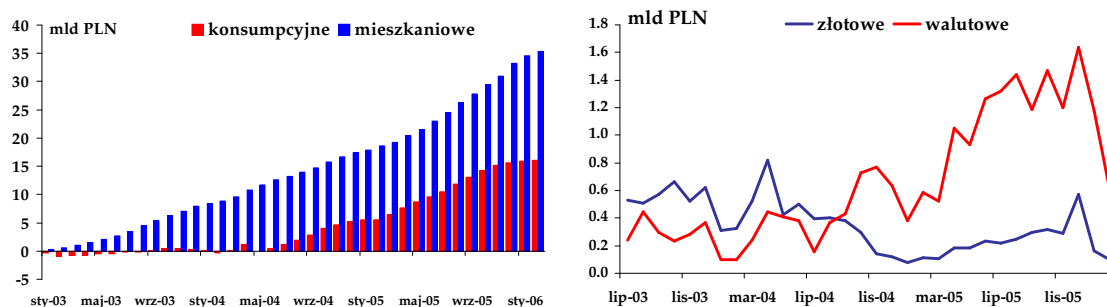


Wykres 2.31: Roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych – dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego **Źródło:** Dane NBP.

Ankietowane przez NBP banki komercyjne wskazują⁵⁵, że obserwowana wysoka dynamika kredytów mieszkaniowych jest stymulowana przez silny popyt ze strony gospodarstw domowych oraz przez dotychczas podjęte działania banków mające na celu zwiększenie dostępności kredytów mieszkaniowych. Ponadto ankietowane banki twier-

zaznaczono inaczej.

⁵⁵Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2006, www.nbp.pl



Wykres 2.32: Struktura przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Lewy panel przedstawia skumulowane miesięczne przyrosty kredytów w okresie od stycznia 2003 r. Widać, że od połowy 2004 r. przyrosty kredytów konsumpcyjnych są niemal równe przyrostom kredytów mieszkaniowych. Prawy panel przedstawia miesięczne przyrosty mieszkaniowych kredytów złotych i walutowych. W obu przypadkach wykorzystano dane skorygowane o wpływ wahań kursu złotego.

Źródło: Dane NBP.

dzą, że wysoki popyt na kredyty mieszkaniowe jest także związany z dobrą kondycją finansową gospodarstw domowych i oczekiwanym dalszym wzrostem cen mieszkań. Dodatkowo nie bez znaczenia są czynniki demograficzne: wchodzenie na rynek mieszkaniowy wyżu demograficznego z przełomu lat 1970/1980 oraz postępująca migracja ludzi z obszarów wiejskich i miasteczek do dużych miast.

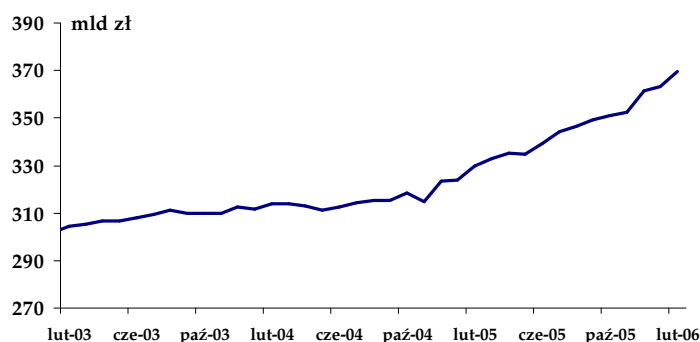
Ważnym czynnikiem zwiększającym popyt na kredyty mieszkaniowe jest ich niskie oprocentowanie – zwłaszcza we frankach szwajcarskich. Oprocentowanie kredytów złotych maleje, podążając za zmianami stawek WIBOR. W lutym br. średnie ważone oprocentowanie mieszkaniowych kredytów złotych było równe 5,6%. Reakcja popytu na kredyty mieszkaniowe na zmiany krajowych stóp procentowych jest ograniczona ze względu na niższe oprocentowanie dostępnych kredytów walutowych, choć różnica ta się zmniejsza ze względu na obniżki stóp procentowych w Polsce i ich podwyżki w strefie euro i Szwajcarii. Nadal jednak mieszkaniowe kredyty walutowe cieszą się większą popularnością od kredytów złotych (Wykres 2.32, prawy panel).

W segmencie kredytów konsumpcyjnych utrzymuje się tendencja do łagodzenia kryteriów przyznawania kredytów, co – w opinii ankietowanych banków – wynika przede wszystkim z silnej presji konkurencyjnej. Banki nie odczuwają także spadku popytu, pomimo utrzymującego się wysokiego oprocentowania kredytów konsumpcyjnych (14,2% w lutym br.). W ich opinii najważniejszą tego przyczyną jest potrzeba finansowania przez gospodarstwa domowe zakupu dóbr trwałego użytku. Wzrostowi kredytów konsumpcyjnych sprzyja także raportowana m.in. przez GUS⁵⁶, dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych, zwiększająca ich zdolność kredytową.

Po sezonowym wzroście w grudniu ub.r., w kolejnych miesiącach depozyty bankowe gospodarstw domowych wzrosły nieznacznie. Równocześnie utrzymuje się intensywna substytucja przez gospodarstwa domowe depozytów bankowych innymi aktywami

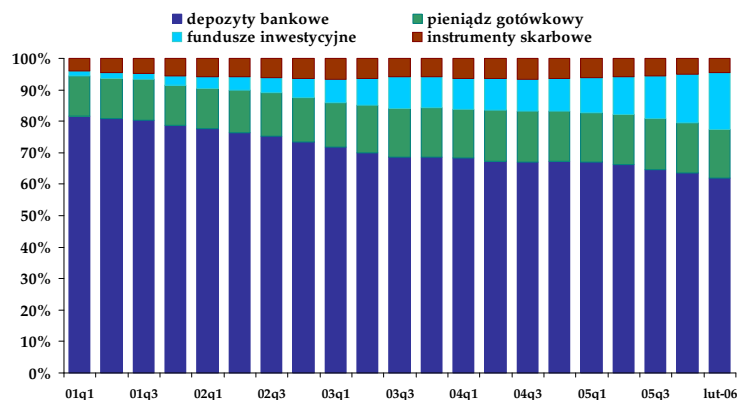
⁵⁶Koniunktura konsumencka. Marzec 2006., GUS.

finansowymi, na przykład jednostkami funduszy inwestycyjnych. Suma aktywów finansowych w posiadaniu gospodarstw domowych szybko wzrasta – tempo wzrostu depozytów bankowych gospodarstw domowych, gotówki w obiegu oraz posiadanych przez nie papierów skarbowych i jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych wyniosło w lutym br. 12,1% r/r (Wykres 2.33). Utrzymuje się tendencja do zmiany struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych: maleje w niej udział depozytów bankowych, a zwiększa się udział instrumentów alternatywnych wobec tradycyjnych lokat (Wykres 2.34).



Wykres 2.33: Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych – dane skorygowane o wpływ wahań kursowych, przyjęto relacje kursowe z grudnia 2002 r.

Źródło: Szacunki NBP.



Wykres 2.34: Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych

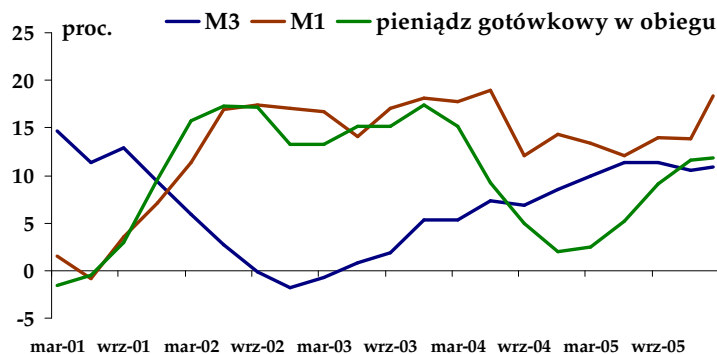
Źródło: Szacunki NBP.

Utrzymanie się ożywienia gospodarczego oraz kontynuacja pozytywnych trendów na rynku pracy powinny się przyczyniać do dalszego wzrostu zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych, zarówno z tytułu kredytów mieszkaniowych, jak i konsumpcyjnych. Można się spodziewać, że wraz ze zmniejszeniem różnicy między oprocentowaniem kredytów złotych a walutowych oraz w wyniku stosowania przez banki wydanej na początku 2006 r. *Rekomendacji S* nadzoru bankowego, dotyczącej dobrych praktyk

w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, spadnie popularność walutowych kredytów mieszkaniowych.

Agregaty monetarne

Opisane powyżej procesy na rynku kredytów i depozytów bankowych znajdują odzwierciedlenie w zmianach podstawowych agregatów monetarnych (Wykres 2.35). Nominalne roczne tempo wzrostu szerokiego agregatu monetarnego M3 w końcu ub.r. ustabilizowało się. Na koniec lutego br. osiągnęło ono wartość 10,8%, tj. zbliżoną do średniego poziomu notowanego w trzech poprzednich kwartałach. Zgodnie z tym, co było sygnalizowane w poprzednim *Raporcie o inflacji*, zatrzymała się rosnąca tendencja rocznego tempa wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu (11,6% w lutym br.). Tempo wzrostu gotówki w obiegu nie rośnie pomimo znacznego przyspieszenia rocznego tempa wzrostu wąskiego agregatu M1. Wynika to z kontynuacji zmian struktury M1, przejawiających się w obserwowanym od listopada ub.r. dalszym spadku udziału gotówki w tym agregacie pieniężnym.



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

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

Źródło: Dane NBP.

Polityka pieniężna w okresie luty-kwiecień 2006 r.

Styczniowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 2 stycznia 2006 r.), wskazywała, że powrót inflacji do celu (2,5%) nastąpi nieco później, niż przewidywała projekcja inflacji z sierpnia 2005 r. Równocześnie styczniowa projekcja wskazywała, że w horyzoncie projekcji, tzn. do 2008 r., luka popytowa pozostanie ujemna. W IV kw. 2005 r. i I kw. 2006 r. wystąpił stopniowy spadek zarówno wskaźnika inflacji bieżącej, jak i inflacji bazowej netto. Obniżenie wskaźników inflacji pozwalało oczekiwać, że inflacja w I kw. br. ukształtuje się na poziomie niższym, niż założono w styczniowej projekcji inflacji. Na posiedzeniu RPP w lutym przeważał pogląd, że perspektywy inflacji zmieniły się i w związku z tym obniżono stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., tj. do poziomu: stopa referencyjna 4,0%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%. W marcu i kwietniu stopy procentowe zostały utrzymane na niezmiennym poziomie.

Dane opublikowane w okresie luty-kwiecień 2006 r. wskazywały na wzmocnienie tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce obserwowanych od II kw. ub.r. Dane o rachunkach narodowych w IV kw. potwierdziły, że od II kw. 2005 tempo wzrostu gospodarczego przyspieszało, wskazując na umacniające się ożywienie gospodarcze. Dynamika PKB w IV kw. była niższa od oczekiwań przedstawionych w styczniowym *Raporcie o inflacji*, natomiast istotnie różna od tych oczekiwań była struktura wzrostu PKB. W IV kw. nastąpiło silniejsze niż oczekiwano przyspieszenie popytu krajowego (głównie inwestycji) i obniżenie wkładu eksportu netto do PKB. Czynnikiem, który dynamizował popyt krajowy był szybki wzrost kredytu dla gospodarstw domowych. Opublikowane w okresie luty-kwiecień dane spoza rachunków narodowych wskazywały, że tempo wzrostu PKB w I kw. 2006 r. będzie najprawdopodobniej wyraźnie wyższe niż w IV kw. 2005 r. i zgodne z oczekiwaniami ze styczniowego *Raportu*.

Dane dostępne w analizowanym okresie wskazywały na utrzymującą się poprawę sytuacji na rynku pracy. Następował wzrost zatrudnienia, zarówno w sektorze przedsiębiorstw (2,7% r/r w marcu br.) jak i w całej gospodarce (2,4% r/r w IV kw. 2005 r.). Jednocześnie obniżała się w ujęciu rocznym stopa bezrobocia. Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w styczniowym *Raporcie*, według Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności w IV kw. ub.r. utrzymało się notowane od III kw. szybkie tempo wzrostu licz-

by pracujących w gospodarce poza indywidualnymi gospodarstwami rolnymi, któremu towarzyszył wzrost liczby aktywnych zawodowo.

Przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w IV kw. ub.r. towarzyszyło wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce. Dane o wynagrodzeniach w przedsiębiorstwach, skorygowane o wpływ przesunięć jednorazowych składników wynagrodzeń w niektórych sekcjach, wskazywały na utrzymujący się od III kw. ub. r. systematyczny wzrost dynamiki płac w tym sektorze w ujęciu rocznym. W warunkach niższego niż oczekiwano tempa wzrostu PKB w IV kw. ub. r. przyspieszenie dynamiki płac w gospodarce oznaczało szybszy niż przewidywano w styczniowym *Raporcie* wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Jednocześnie obserwowanej od II połowy 2005 r. rosnącej dynamice wynagrodzeń w przedsiębiorstwach sektora przemysłowego towarzyszył szybki wzrost wydajności pracy w tym sektorze.

Inflacja w III kw. 2005 r. wyniosła 1,6% r/r, w IV kw. ub. r. obniżyła się do 1,1% r/r, a w I kw. 2006 r. ukształtowała się na poziomie 0,7% r/r. Na kształtowanie się inflacji na niskim poziomie począwszy od III kw. 2005 r. wpłynęło wygaśnięcie efektów cenowych związanych z akcesją Polski do UE w 2004 r., polityka pieniężna sprzed kilku kwartałów, aprecjacja złotego w 2005 r., rosnący udział importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz wzmożona konkurencja ze strony producentów z tych krajów. Na działanie tych czynników nałożyły się efekty krótkookresowe: głębszy niż oczekiwano spadek dynamiki cen paliw w wyniku obniżenia marż dystrybucyjnych oraz spadek cen żywności. Ponadto w marcu GUS dokonał rewizji styczniowego wskaźnika inflacji według nowej struktury wag stosowanych do jego obliczania. W efekcie, tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w styczniu zostało zrewidowane o 0,1 pkt. proc. w dół.

Pomimo umacniania się tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, w okresie styczeń-marzec wskaźniki inflacji bazowej utrzymywały się na niskim poziomie. Niska inflacja "netto" wskazywała, że presja inflacyjna była w tym okresie ograniczona. Ograniczonej presji inflacyjnej w analizowanym okresie towarzyszyło ukształtowanie się oczekiwań inflacyjnych na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego, przy jednoczesnym ustabilizowaniu się prognoz inflacyjnych analityków bankowych na poziomie 2.0%.

W analizowanym okresie odnotowano stopniowy wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym z 0,3% r/r w styczniu do 0,9% r/r w marcu, który następował mimo mocniejszego niż rok temu efektywnego kursu złotego.

W okresie, jaki upłynął pomiędzy posiedzeniami Rady w styczniu i marcu br. kurs złotego osłabił się głównie na skutek oddziaływania czynników globalnych. Jednocześnie w I kw. br. nominalny efektywny kurs złotego był nieznacznie mocniejszy niż przewidywano w styczniowym *Raporcie*.

W omawianym okresie najważniejszymi problemami diskutowanymi przez Radę były perspektywy trwałości ożywienia na rynku pracy, wpływ procesów globalizacyjnych i kształtowania się światowych cen surowców na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji, perspektywy poprawy stanu finansów publicznych oraz krótko- i średniookresowy wpływ przystąpienia Polski do UE na kurs złotego i inflację.

W omawianym okresie Rada poświęcała szczególnie dużo uwagi kwestii zmian na rynku pracy oraz ich wpływowi na inflację. Dla oceny tego wpływu zasadniczo ważna jest odpowiedź na dwa pytania: czy obserwowany wzrost liczby pracujących będzie trwały oraz jaka jest i będzie rola czynników popytowych oraz czynników podażowych we wzroście liczby pracujących? W tym kontekście dyskutowano o liberalizacji rynku pracy, międzynarodowej migracji zarobkowej oraz zmianach współczynnika aktywności zawodowej. Dodatkowe pytanie dotyczy siły przyszłego antyinflacyjnego oddziaływania czynników globalnych w porównaniu z przeszłością.

Rada rozważała również wpływ wysokich cen ropy na inflację i wzrost gospodarczy w perspektywie krótko- i średniookresowej. Nieco wyższe niż zakładano w styczniowej projekcji prognozowane ceny ropy w I poł. 2006 r. i w 2008 r. oddziaływały w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej w średniej perspektywie. Źródłem znacznej niepewności pozostawały polityka cenowa firm paliwowych, w szczególności w zakresie kształtowania marż dystrybucyjnych oraz zamierzenia Rządu dotyczące wysokości akcyzy na paliwa..

Rada analizowała również możliwe zmiany w stanie finansów publicznych w 2007 r. i latach następnych między innymi z punktu widzenia warunków prowadzenia polityki pieniężnej. Scenariusz rozwoju sytuacji fiskalnej przedstawiony w *Aktualizacji Programu Konwergencji* ze stycznia br. przewiduje stopniowe zmniejszanie deficytu sektora w relacji do PKB w latach 2007-2008. Jednak w świetle zapowiadanych przez ugrupowania parlamentarne tworzące koalicję rządzącą zmian legislacyjnych, dotyczących finansów publicznych, prawdopodobne są odchylenia od przewidywanej w tym scenariuszu ścieżki deficytu sektora finansów publicznych. Z jednej strony przyjęcie nowej ustawy o finansach publicznych, zakładającej m.in. konsolidację finansów publicznych, może zwiększyć ich przejrzystość i przyczynić się do lepszego zarządzania środkami publicznymi, jednak skala oszczędności może być mniejsza niż oczekiwana przez rząd (w ciągu dwóch lat 0,8-1,0% PKB). Z drugiej strony większość publicznie ogłoszonych propozycji zmian w polityce fiskalnej może, w przypadku ich realizacji, wpływać na zwiększenie deficytu finansów publicznych. Ponadto przedstawiony przez rząd w kwietniu br. pakiet zmian podatkowych przewiduje znaczne zmniejszenie dochodów sektora finansów publicznych, ale dotychczas nie przedstawiono informacji dotyczącej sposobu skompensowania przewidywanego zmniejszenia dochodów. W sumie proponowane zmiany zwiększają ryzyko, że deficyt sektora finansów publicznych w latach 2007-2008 może okazać się większy niż założono w styczniowej *Aktualizacji Programu Konwergencji*. Sytuacja fiskalna w latach następnych będzie w znacznym stopniu zależała od tempa i struktury wzrostu gospodarczego, który determinuje dochody sektora finansów publicznych. Gdyby wzrost gospodarczy okazał się niższy niż założono w tym scenariuszu to proces redukcji deficytu sektora finansów publicznych mógłby zostać zahamowany lub nawet mógłby nastąpić jego ponowny wzrost. Wzrost deficytu sektora finansów publicznych może prowadzić do zwiększenia ryzyka makroekonomicznego, deprecjacji kursu złotego i zwiększonej presji inflacyjnej w 2007 r. Skala możliwej deprecjacji złotego byłaby ograniczana, jeśli utrzymałby się niski deficyt obrotów bieżących. Możliwej deprecjacji złotego przeciwdziałałaby również obniżona premia za ryzyko, co jest wynikiem przystąpienia Polski do UE. Trudno jednak ocenić siłę oddziaływania tych

czynników na kurs złotego. Należy podkreślić, że utrwalenie wysokiego wzrostu polskiej gospodarki wymaga obniżenia deficytu budżetowego, jak i obciążeń fiskalnych. W tym celu konieczne jest podjęcia działań ograniczających wydatki publiczne.

Rada omawiała także perspektywy kształtowania się kursu równowagi złotego. Wyniki badań NBP wskazują, że ścieżka średniookresowa realnego kursu złotego uwzględniana w projekcji inflacji może w niedostatecznym stopniu uwzględniać takie czynniki fundamentalne jak wzrost popytu na polski eksport po przystąpieniu Polski do UE oraz napływ funduszy unijnych. Czynniki te mogły powodować, że kurs równowagi złotego kształtował się na poziomie silniejszym od ścieżki średniookresowej kursu realnego uwzględnionej w projekcji styczniowej. Zagadnienie to będzie omawiane na kolejnych posiedzeniach Rady.

W lutym br. Rada uznała, że rozwój sytuacji w gospodarce, łącznie z aprecjacją złotego i niższym niż oczekiwano poziomem inflacji w styczniu, zwiększały prawdopodobieństwo, że w 2006 r. inflacja może kształtować się poniżej poziomu przewidywanego w projekcji. Jednak ze względu na opóźnienia, jakie występują pomiędzy decyzjami w polityce pieniężnej a ich najsilniejszym wpływem na inflację, kluczowy wpływ na podejmowane przez Radę decyzje o stopach procentowych mają średniookresowe perspektywy inflacji. W lutym Rada oceniała, że w latach 2007 i 2008 wzrost popytu krajowego oraz jednostkowych kosztów pracy będzie powodować stopniowy powrót inflacji do celu. Ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację wskazywała, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu cen będzie wyższe niż 2,5%. W marcu Rada uznała, że ocena perspektyw inflacji, uwzględniająca wpływ dokonanych w styczniu i lutym obniżek stóp procentowych na inflację oraz dane BAEL za IV kw. wskazywała, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji jest zrównoważony. Taka ocena uzasadniała utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie.

Zgodnie z projekcją inflacji NBP, przedstawioną w kwietniowym *Raporcie o inflacji*, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9-5,0% w 2006 r. (wobec 3,8-5,1% w styczniowej projekcji); 3,4-5,8% w 2007 r. (wobec 3,4-5,2%) oraz 3,5-6,2% w 2008 r. (wobec 3,6-5,5%).

Kwietniowa projekcja inflacji wskazuje, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie prawdopodobnie nieznacznie niższe w 2006 r., jednak w 2008 r. nieco wyższe od oczekiwanego w styczniowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 0,5-2,0% w IV kw. 2006 r. (wobec 0,5-2,3% w projekcji styczniowej), 1,3-3,4% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,1-3,6%) oraz 1,2-3,9% w IV kw. 2008 r. (wobec 0,8-3,9%).

Należy podkreślić, że przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim skali przyszłego wpływu czynników globalizacyjnych na inflację, tempa wzrostu siły roboczej, kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach, kształtowania się kursu walutowego. Ponadto, projekcja została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 24 marca br., a więc nie uwzględnia znacznie wyższych niż założono w projekcji cen ropy naftowej i cen paliw,

wyższego szacunku PKB i wynagrodzeń w gospodarce w I kw. br. oraz nieznacznie niższej niż prognozowano inflacji CPI w I kw. br. Natomiast inflacja netto była w I kw. br. zgodna z założoną w kwietniowej projekcji.

Rada podtrzymuje ocenę, że inflacja – głównie na skutek oddziaływania czynników o charakterze krótkookresowym – będzie w perspektywie II, a być może III kw. 2006 r. z dużym prawdopodobieństwem utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego. Gdyby rozwój sytuacji w gospodarce był zgodny z kwietniową projekcją inflacji NBP, obecny poziom stopy referencyjnej banku centralnego sprzyjałby stopniowemu powrotowi inflacji do celu w horyzoncie projekcji i utrzymywaniu się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do tempa potencjalnego, które wynika ze strukturalnych cech polskiej gospodarki. Stosunkowo długie utrzymywanie się inflacji oraz inflacji bazowej poniżej wcześniej prognozowanego poziomu może świadczyć o tym, że oddziaływanie czynników, które mogą spowolnić założone w projekcji tempo powrotu inflacji do celu, jest silniejsze niż wcześniej przypuszczano. Czynniki mogącymi przyspieszyć powrót inflacji do celu mogłyby okazać się wyższe niż założone w projekcji tempo wzrostu płac, jeśli nie towarzyszyłby mu dostatecznie szybki wzrost wydajności, dalszy wzrost cen ropy naftowej oraz pogorszenie się sytuacji w finansach publicznych w stosunku do założonej w *Programie Konwergencji*.

Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana przy wykorzystaniu modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Datą zamknięcia założeń do obecnej projekcji był 24 marca 2006 r. W związku z tym kwietniowa projekcja została oparta na szacunkach NBP dotyczących kategorii makroekonomicznych w I kw. 2006 r.

4.1 Wstęp

Przed projekcją kwietniową dokonano zapowiadanej reestymacji parametrów równań modelu ECMOD. W procesie estymacji uwzględniono dane do IV kw. 2005 r. włącznie, w tym zrewidowane dane z rachunków narodowych za lata 1995-2004. Zarówno dokonana rewizja danych z rachunków narodowych, jak i uwzględnienie trzech nowych kwartalnych obserwacji miały istotny wpływ na oszacowania parametrów równań modelu. Z tego powodu nastąpiła zmiana specyfikacji kilku kluczowych dla modelu równań.

Najważniejsze zmiany w poszczególnych równaniach w porównaniu z poprzednią wersją modelu można podsumować następująco. W równaniu inflacji netto zmniejszyła się rola czynników krajowych (jednostkowych kosztów pracy i luki popytowej) i wzrosła rola cen importu. Wzmocnieniu, w porównaniu do modelu wykorzystanego do projekcji styczniowej, uległa długookresowa ścieżka kursu walutowego. Obniżył się wpływ cen importu i eksportu na wolumen eksportu, opóźnił wpływ cen importu na wolumen importu oraz osłabił się wpływ kursu walutowego na ceny eksportu i importu. Zwiększyła się inercja płac, liczby pracujących i inwestycji. Wzrosła wrażliwość inwestycji na bieżący poziom aktywności gospodarczej. Nie zmieniła się natomiast w istotny sposób, w porównaniu z poprzednią wersją modelu, reakcja rynku pracy na przyspieszenie wzrostu gospodarczego.

Wzrost gospodarczy w modelu nadal wynika głównie ze wzrostu wydajności pracy, podczas gdy w ostatnich latach obserwujemy coraz silniejszą zależność tempa wzrostu liczby pracujących od tempa wzrostu gospodarczego. Na wzmocnienie związku pomiędzy

tempem wzrostu gospodarczego a tempem wzrostu liczby zatrudnionych i jego trwałość zwróciliśmy uwagę w styczniowym *Raporcie o inflacji*, przedstawiając scenariusz alternatywnego rozwoju sytuacji na rynku pracy. W tym scenariuszu zakładaliśmy, że nastąpi trwała poprawa sytuacji na rynku pracy, czyli równocześnie utrzyma się wysokie tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce oraz wysokie tempo wzrostu płac. Pisaliśmy dalej, że efektem realizacji tego scenariusza byłby wzrost inflacji, przy czym presja inflacyjna w tym scenariuszu byłaby zależna od tego, czy i w jakim stopniu wzrostowi liczby pracujących będzie towarzyszył wzrost liczby czynnych zawodowo.

Nowe dane, które napłynęły po publikacji styczniowego *Raportu o inflacji* dostarczyły argumentów, przemawiających za wprowadzeniem tego scenariusza do projekcji. Dane również pokazały, że równocześnie nastąpił wzrost aktywności zawodowej ludności, w skali nie oczekiwanej w projekcji styczniowej. Na tej podstawie przyjęto, że wyższy niż oczekiwano w styczniu wzrost aktywności zawodowej ludności utrzyma się w horyzoncie projekcji. Równoczesne przyjęcie scenariusza alternatywnego i egzogeniczne podwyższenie ścieżki czynnych zawodowo, zmniejszyło presję inflacyjną związaną ze scenariuszem alternatywnym, w porównaniu z sytuacją utrzymania założenia o aktywności zawodowej ludności z poprzedniej projekcji. Założenia scenariusza alternatywnego wprowadzono do modelu poprzez odpowiednie korekty eksperckie, przy czym nie korygowano już działania pozostałych mechanizmów, związanych z funkcjonowaniem rynku pracy. Do zagadnienia tego wracamy przy okazji omawiania założeń dotyczących aktywności ekonomicznej ludności, wyników projekcji oraz w analizie niepewności projekcji – raz w związku z problem adekwatności modelu i drugi raz przy omawianiu niepewności dotyczącej rozwoju sytuacji na rynku pracy.

Reestymacja modelu i wprowadzone w nim modyfikacje doprowadziły do zmian reakcji modelu na standardowe impulsy. Najważniejsze różnice w porównaniu z wersją poprzednią modelu to osłabienie reakcji inflacji na impuls stopy procentowej, istotne osłabienie reakcji inflacji i PKB na impuls kursowy oraz opóźnienie reakcji inflacji na impuls fiskalny i wzmocnienie reakcji PKB.

Zmiany właściwości modelu po reestymacji wskazują, że model ECMOD jest wrażliwy na zmiany w danych, co jest ogólnie znaną właściwością modeli ekonometrycznych. Dlatego w okresach zmian strukturalnych należy ze szczególną ostrożnością interpretować poprawne, ze statystycznego punktu widzenia, wyniki estymacji, gdyż wtedy bardziej prawdopodobne są błędy pomiaru i następnie głębsze rewizje danych. Niepewność danych i istotne zmiany właściwości modelu po reestymacji powodują, że przy interpretacji projekcji nie można abstrahować od oceny adekwatności modelu. W przypadku modelu ekonometrycznego szczególnie istotne dla uniknięcia zauważalnego obciążenia projekcji jest to, czy tempo zmian strukturalnych w gospodarce i jej otoczeniu nie prowadzi do istotnych różnic ocen parametrów modelu pomiędzy okresem próby i okresem projekcji⁵⁷. Ocena adekwatności modelu jest szczególnie istotna przy interpretacji wykresów wachlarzowych i rozkładów prawdopodobieństwa projekcji, które dokładnie odzwierciedlają niepewność, ale tylko wówczas gdy eksperci prawidłowo oceniają niepewność

⁵⁷Efekty zmiany struktury są częściowo eliminowane przez wprowadzone do modelu korekty eksperckie, jednak nie wszystkie zidentyfikowane efekty można skwantyfikować w sposób ekspercki.

związaną z jej założeniami oraz model całkowicie trafnie opisuje rzeczywistość. W sytuacji silnych zmian strukturalnych w gospodarce warunki takie są tylko częściowo spełnione. Im mniejszy stopień ich spełnienia, tym większa niepewność, z jaką można się wypowiadać na temat przyszłości na podstawie modelu.

Z tych powodów ważnym elementem analizy niepewności projekcji, jest ocena modelu prognostycznego pod kątem poprawności odwzorowania procesów gospodarczych, w tym inflacji. Pomiar niepewności, przedstawiony na wykresach wachlarzowych, dotyczy jedynie części składowych ogólnej niepewności, towarzyszącej wnioskowaniu o przyszłości. Na dodatek, są one wyodrębnione właśnie przy pomocy modelu i związanych z nim, silnych na ogół, założeń, z których najważniejsze jest to właśnie, że posłużono się adekwatnym modelem.

Opracowaniu projekcji kwietniowej towarzyszył wzrost niepewności politycznej oraz związana z nią niepewność dotycząca dalszego utrzymania kierunku polityki gospodarczej, który był realizowany w okresie próby. Ponieważ kwietniowa projekcja inflacji, podobnie jak wcześniejsze projekcje, zakłada brak zmian w polityce gospodarczej (*no policy change*), a istotnie wzrosło ryzyko zmiany kierunków polityki gospodarczej w horyzoncie projekcji, ma ona zdecydowanie bardziej warunkowy charakter (jest bardziej niepewna) niż wcześniejsze projekcje. Niepewność dotycząca kierunku zmiany polityki gospodarczej nie wydaje się dziś symetryczna. Prawdopodobieństwo tego, że efektem będzie pogorszenie perspektyw warunków gospodarowania wydaje się być dziś większe niż prawdopodobieństwo tego, że warunki gospodarowania w horyzoncie projekcji nie ulegną zmianie lub, że nastąpi ich poprawa. Tego prawdopodobieństwa nie należy tracić z pola widzenia interpretując projekcję kwietniową.

4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

W okresie od stycznia 2005 r. napłynęły nowe informacje, na podstawie których zostały uaktualnione prognozy przebiegu zmiennych zewnętrznych wobec modelu. W założeniach dotyczących cen ropy naftowej i paliw uwzględniono dane dostępne do 9 marca 2006 r., a dla pozostałych zmiennych egzogenicznych – dane znane do 24 marca br.

Popyt zewnętrzny i inflacja

W stosunku do projekcji styczniowej obecne założenia dotyczące wzrostu u głównych partnerów gospodarczych Polski przewidują jedynie nieznacznie wyższe tempo wzrostu PKB dla strefy euro w 2006 r.⁵⁸. Założenia dotyczące lat 2007-2008 pozostały niezmiennione.

⁵⁸W porównaniu z projekcją styczniową dokonano zamiany wag oraz struktury państw reprezentujących otoczenie zewnętrzne Polski. Aktualnie uwzględnia się strefę euro (udział 87,8%), Wielką Brytanię (7,2%) oraz Stany Zjednoczone (5,0%), gdzie wagi są wprost proporcjonalne do udziału w polskim handlu zagranicznym w latach 1995-2004. Ze względu na dominującą rolę strefy euro, ważony popyt oraz ceny zewnętrzne w znacznym stopniu są determinowane przez sytuację w krajach należących do tej strefy.

Główną przyczyną weryfikacji w górę wskaźnika wzrostu PKB w strefie euro są wyraźne sygnały poprawy popytu w tym regionie w br.:

- obserwowany od pewnego czasu wysoki poziom i wzrost wskaźników wyprzedzających, takich jak zaufanie konsumentów oraz producentów,
- dobre w ostatnim okresie wskaźniki dynamiki produkcji przemysłowej i nowych zamówień.

W rezultacie niektóre ośrodki zewnętrzne nieznacznie skorygowały w górę swoje prognozy dotyczące wzrostu PKB w strefie euro.

Podobnie jak w poprzedniej projekcji przewiduje się, że w najbliższych kwartałach głównym motorem wzrostu w strefie euro powinien być popyt inwestycyjny, wynikający ze wzrostu wykorzystania mocy produkcyjnych w warunkach wysokiej zyskowności przedsiębiorstw oraz utrzymującego się niskiego poziomu kosztów pozyskania kapitału. Zakłada się też, że tempo wzrostu spożycia indywidualnego będzie w przybliżeniu odpowiadało zmianom realnych dochodów do dyspozycji.

Wśród czynników stanowiących ryzyko dla niższego kształtowania się popytu zewnętrznego w latach 2006-2008 należy zaliczyć przede wszystkim możliwość istotnego i szybkiego spadku amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz zmienność cen surowców na rynkach światowych. Ponadto ważne będą zmiany cen na rynkach nieruchomości oraz skutki zmian podatkowych w Niemczech. Szybszy wzrost mógłby być natomiast efektem dalszej poprawy nastrojów konsumentów.

Nieznacznie wyższa (o 0,1-0,2 pp) realizacja dynamiki rocznej deflatorów PKB za IV kwartał 2005 r. w porównaniu z założeniami do projekcji styczniowej dla strefy euro, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych była głównym powodem lekkiego podwyższenia prognozy wzrostu cen zagranicznych na 2006 r.

W horyzoncie prognozy, czynnikami przemawiającymi za niską inflacją zagraniczną pozostają ujemna luka popytowa oraz niskie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Czynniki inflacjogennymi mogą być zarówno ewentualne efekty pierwotne, jak i drugiej rundy, ostatnich wzrostów ceny ropy naftowej (i niektórych innych surowców) oraz zmiany w stawkach podatkowych.

Zagraniczne stopy procentowe

Prognozowana stopa procentowa za granicą kształtuje się na wyższym (o 0,1-0,2 pp), w horyzoncie projekcji, poziomie niż w poprzedniej rundzie prognostycznej.

Ceny ropy naftowej, paliw i gazu

Ceny ropy naftowej

Podstawą prognozy cen ropy naftowej do projekcji kwietniowej, podobnie jak w poprzednich kwartałach, są dostępne w terminie *cut-off date* prognozy Departamentu Energii USA⁵⁹. Jednocześnie uwzględnia ona prognozy innych znaczących instytucji analitycznych (m.in. Międzynarodowej Agencji Energetyki, OPEC).

Realizacja I kw. 2006 r. okazała się wyższa (62 USD/b) od założeń przyjętych do projekcji styczniowej (59 USD/b). Jednocześnie od czasu publikacji poprzedniej projekcji większość instytucji prognozujących ceny ropy podniosła swoje prognozy na 2006 r. Ze względu na powyższe okoliczności zdecydowano się podwyższyć prognozę cen ropy w tej rundzie prognostycznej na bieżący rok (z 60,3 USD/b do 61,4 USD/b). Ze względu na oczekiwaną przez główne ośrodki prognostyczne poprawę relacji podaży i popytu w 2007 r., przejawiającą się m.in. w niższych niż w 2006 r. cenach ropy w 2007 r., nie zmieniono ścieżki tych cen na ten rok w stosunku do poprzedniej rundy prognostycznej (58,8 USD/b). Korekta prognozy na 2008 r. (z 54,3 USD/b do 56,0 USD/b) wynika ze zweryfikowanej w lutym br. długookresowej prognozy Departamentu Energii USA.

Obecna prognoza zakłada, że ryzyko geopolityczne, choć będzie wpływać na ceny ropy również w dalszej części 2006 r., to jednak nie spowoduje większych zakłóceń dostaw tego surowca. Jednocześnie wpływ ryzyka geopolitycznego na ceny może zostać osłabiony przez oddziaływanie czynników fundamentalnych – oczekuje się (na podstawie prognoz z marca br.), że światowe zapotrzebowanie na ropę wzrośnie w br. o 1,7-1,8% r/r, podczas gdy prognozy z grudnia 2005 r. wskazywały wyższy wzrost o 1,9-2,3%. Z kolei za utrzymaniem się przyszłych cen na relatywnie wysokim poziomie przemawiają ograniczone zdolności produkcyjne sektora wydobywczego i przetwórczego.

Od *cut-off date* dla ścieżki ropy (9 marca br.) obserwujemy silny wzrost jej cen. Wzrost ten wynika przede wszystkim z wysokiego ryzyka geopolitycznego oraz zmniejszających się zapasów benzyny w USA przed rozpoczynającym się sezonem wyjazdów. W konsekwencji część analityków ponownie zweryfikowała w górę swoje prognozy⁶⁰. W tym okresie nie zmieniła się natomiast znacząco ocena czynników fundamentalnych.

⁵⁹Prognoza na lata 2006-2007 opiera się na prognozie opublikowanej w *Short-Term Energy Outlook*, Energy Information Agency, March 2006, a zmiana cen w 2008 r. w porównaniu z 2007 r. na bazowym scenariuszu prognozy opublikowanej w *Annual Energy Outlook 2006*, Energy Information Agency, February 2006.

⁶⁰Np. 11 kwietnia 2006 r. Departament Energii USA opublikował nową prognozę cen ropy naftowej. Obecnie instytucja ta oczekuje, że średnia cena ropy WTI wyniesie w 2006 r. 64,7 USD/b, natomiast w 2007 r. obniży się do 60,6 USD/b. W porównaniu z prognozą opublikowaną w marcu br. cena na 2006 r. została podwyższona o 1 USD (wynikało to z podwyższenia ceny w II kw. o 2,3 USD i w III kw. o 1,3 USD) i pozostała na niezmiennym poziomie na 2007 r. Korekta ta wynikała ze wzrostu cen bieżących, do którego przyczynia się przede wszystkim wysokie ryzyko geopolityczne oraz zmiany technologiczne w produkcji benzyny polegające na zastępowaniu komponentu MTBE etanolem. W niewielkim stopniu zmieniła się ocena czynników fundamentalnych (obniżono prognozę wzrostu popytu w 2007 r. z 2,2% do 2,0%, natomiast podwyższono prognozę wzrostu światowej podaży w 2006 r. z 1,2% do 1,4% i jednocześnie obniżono na 2007 r. z 2,3% do 2,1%).

Ceny paliw i gazu

W porównaniu do projekcji styczniowej, zmiana ścieżki cen paliw nastąpiła przede wszystkim na skutek uwzględnienia niższych realizacji tych cen w okresie grudzień 2005-luty 2006 oraz opisanej powyżej zmiany prognozy cen ropy. Założenia dotyczące podatku akcyzowego w horyzoncie prognozy nie uległy zmianie. Natomiast ze względu na bardzo niski poziom marż dystrybucyjnych w kraju (obliczanych jako różnica między ceną detaliczną a ceną zbytu) i gorsze od oczekiwanych wyniki finansowe wiodących krajowych koncernów paliwowych, będące w opinii analityków branży rezultatem właśnie wielkości m. in. marż, w prognozie przyjęto stopniowy powrót udziału marży w cenie detalicznej do jej przeciętnego poziomu. W 2008 r. istotnym czynnikiem prowadzącym do wzrostu cen paliw będzie dalszy wzrost akcyzy i marż dystrybucyjnych w kraju.

Łącznym efektem wprowadzonych zmian jest podwyższenie ścieżki przeciętnej kwartalnej dynamiki cen paliw w stosunku do projekcji styczniowej, a w ujęciu rocznym – obniżenie tej dynamiki w 2006 r. oraz jej podwyższenie od 2007 r.

W 2006 r. nastąpiła dwukrotna zmiana taryf gazowych, skutkująca znaczącymi podwyżkami cen gazu. W styczniu br. miesięczny wzrost cen wyniósł 4,3%, zaś miesięczna skala podwyżki cen w kwietniu szacowana jest na ok. 11,0%. Kwietniowa zmiana taryf ma odmienny niż w ostatnim okresie charakter – po raz pierwszy od trzech lat wzrost cen gazu będzie efektem nie tylko wzrostu cen surowca, ale również podniesienia opłat przesyłowych. Zaskoczeniem, w stosunku do informacji posiadanych w poprzedniej rundzie prognostycznej, jest skala podwyżek z tego tytułu. Ponieważ ceny gazu należą do kategorii cen regulowanych, a działania regulatorów nie zawsze mogą być poprawnie odwzorowane przez model makroekonomiczny⁶¹ – zwłaszcza w przypadku wzrostu ich dyskrecjonalności – postanowiono, ze względu na wymóg wiernego oddania przebiegu procesów inflacyjnych, dołączyć w obecnej rundzie do egzogenicznej ścieżki cen paliw ekspercką prognozę cen gazu na 2006 r.

Po *cut-off date* napłynęły informacje zwiększające ryzyko wyższego od prognozowanego ukształtowania się ścieżki cen paliw i gazu. Główne ryzyko związane jest z opisanym wyżej silnym wzrostem cen ropy naftowej i możliwością dalszych wzrostów tych cen w przyszłości. Biorąc pod uwagę obserwowany wzrost cen benzyn nie można wykluczyć szybszego od zakładanego wzrostu marż tak, by wcześniej zrekompensowały one koncernom paliwowym utracone przychody, wpływające na ich wyniki finansowe i wycenę giełdową. Kolejnym czynnikiem ryzyka jest zapowiadana przez rząd podwyżka stawki podatku akcyzowego (tj. powrót stawki akcyzy do poziomu sprzed obniżki we wrześniu 2005 r.), która może wejść w życie od września br. Możliwe są też dodatkowe podwyżki taryf gazowych – tym bardziej prawdopodobne, im bardziej rosnąć będą ceny ropy. Pojawiają się również informacje o możliwym wzroście, od 2007 r., akcyzy na LPG.

⁶¹Dotychczasowe zmiany taryf gazowych mogły być w znacznie większym stopniu odwzorowywane przez model, gdyż główną przesłanką zmian taryf były rosnące ceny surowca. Warto też zwrócić uwagę, że z ekonomicznego punktu widzenia nie byłoby właściwe korygowanie o ten efekt ścieżki inflacji netto modelu (gdyż zmiana ma charakter szoku), choć w sensie statystycznym (*ex definitione*) zaobserwujemy go we wskaźniku inflacji netto.

Absorpcja funduszy unijnych

W świetle danych NBP wykorzystanie funduszy strukturalnych UE oraz funduszu spójności/ISPA w 2005 r. wyniosło ok. 1,1 mld EUR, co odpowiada projekcji styczniowej. Przyjęta w projekcji kwietniowej ścieżka realizacji transferów UE w ujęciu rocznym w latach 2006-2008 nie została zmieniona w stosunku do projekcji styczniowej.

Z danych NBP wynika również, że wysokość transferów WPR w 2005 r. odpowiada projekcji styczniowej (około 1,8 mld EUR). W projekcji kwietniowej ścieżka transferów WPR (w ujęciu rocznym) w latach 2006-2008 nie została zmieniona w stosunku do projekcji styczniowej. Założono, że wyniosą one 1,95 mld EUR w 2006 roku, 2,05 mld EUR w 2007 roku i 2,45 mld EUR w 2008 roku. Na lata 2006, 2007 i 2008 przyjęto jednakowy rozkład kwartalny transferów WPR.

Sytuacja sektora finansów publicznych

Zgodnie z zasadą nie uwzględniania w projekcji zmian w polityce gospodarczej, utrzymaną w projekcji kwietniowej mimo znacznie wyższego obecnie, niż w projekcji styczniowej, ryzyka wystąpienia takiej zmiany w horyzoncie projekcji, założone prognozowane wydatki sektora finansów publicznych uwzględniają jedynie skutki aktualnie obowiązujących ustaw. Wydatki związane z waloryzacją rent i emerytur prognozowane są zgodnie z regulacjami ustawowymi przyjętymi przez Parlament w 2004 r., tj. waloryzacja w 2006 r. o wskaźnik wzrostu cen w latach 2004-2006, brak waloryzacji w 2007 i 2008 r.

Prognoza dochodów głównych kategorii podatkowych oparta została o efektywne⁶² stawki. Poziom wszystkich stawek efektywnych, poza stawką podatku PIT, został przyjęty na historycznej wysokości (średniej z IV kw. 2005 r. i I kw. 2006 r.). Efektywna stawka podatku PIT uwzględnia likwidację ulgi remontowej w 2006 r., co wpływa na dochody z podatku PIT w 2007 r.

W związku z planowanymi przez rząd zmianami w systemie podatkowym, które miałyby obowiązywać od stycznia 2007 roku, istnieje zagrożenie wystąpienia ubytku dochodów publicznych. W przypadku braku odpowiednich działań ograniczających wydatki publiczne, czynnik ten działałby w kierunku zwiększającym deficyt sektora finansów publicznych.

Należy podkreślić, że sytuacja sektora finansów publicznych w horyzoncie projekcji jest szczególnie podatna na zmiany w polityce gospodarczej. Ryzyka z tym związane nie zostały uwzględnione ani w ścieżce centralnej ani w wykresie wachlarzowym. Omawiamy je szczegółowo w rozdziale poświęconym niepewności projekcji.

⁶²Historyczne stawki efektywne obliczane są przez podzielenie odsezonowanych wpływów z danej kategorii podatkowej przez odpowiednią bazę podatkową (będącą sumą odsezonowanych szeregów). Stawki efektywne nie charakteryzują się sezonowością. Efektywna stawka podatkowa umożliwia ujęcie w jednym parametrze szeregu czynników, takich jak: stawka nominalna, system ulg i zwolnień podatkowych czy też udział szarej strefy.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Realizacja prognozy styczniowej cen żywności i napojów bezalkoholowych w IV kwartale 2005 r. okazała się nieco niższa niż w projekcji styczniowej w wyniku niższej realizacji za grudzień 2005 r. W świetle danych GUS i innych ośrodków analizujących sytuację w rolnictwie, nie było podstaw do zmiany, w stosunku do projekcji styczniowej, prognoz podaży i cen takich podstawowych surowców rolnych, jak zboża, mięso, oraz mleko w 2006 r.

W stosunku do prognozy styczniowej – ze względu na znacznie bardziej mroźną niż przeciętnie zimę w I kw. br., która przyczyniła się do wzrostu strat w przechowalnictwie i większych trudności związanych z transportem – obniżeniu uległa ocena wielkości podaży owoców i warzyw. Spowodowało to wyższy, w stosunku do wcześniejszych przewidywań ekspertów, wzrost cen w tej grupie. Sytuacja ta, z uwagi na ograniczoną podaż nowych warzyw, może utrzymywać się do końca bieżącego sezonu.

W relacji do prognozy styczniowej podwyższeniu natomiast uległy oceny popytu na rzepak i żyto – ze względu na znaczący wzrost zużycia do produkcji biopaliw. W efekcie obecnie zakłada się wyższą dynamikę cen tych surowców i nieco wyższe ceny tłuszczów roślinnych w II połowie 2006 r.

Przy powyższych uwarunkowaniach aktualna prognoza rocznej dynamiki cen żywności jest w okresie I kw.-IV kw. 2006 r. nieco wyższa niż prognozowana w styczniu 2006 r.

Po *cut-off date* zmaterializowało się w Polsce ryzyko ptasiej grypy (ale bez zainfekowania krajowych stad hodowlanych). Wpłynęło to na spadek cen mięsa drobiowego w marcu br o 6,7% m/m.

Sytuacja demograficzna

Liczba aktywnych zawodowo

Prognozowany obecnie wzrost liczby aktywnych zawodowo powyżej ścieżki z projekcji styczniowej wynika z przyjęcia założenia o wzroście współczynnika aktywności zawodowej ludności z poziomu 55,2% w IV kw. 2005r. do poziomu 56,1% pod koniec horyzontu prognozy (odnotowanego ostatnio w IV. kw. 2000r.). W efekcie, liczba osób aktywnych zawodowo stopniowo rośnie z poziomu 17,1 mln osób w I kw 2006 r. do ok. 17,7 mln osób w końcu horyzontu projekcji.

Współczynnik aktywności zawodowej w Polsce kształtuje się na jednym z najniższych poziomów wśród krajów Unii Europejskiej i demografowie oceniają, że tak niski poziom aktywności współczynnika aktywności zawodowej nie będzie trwały i wzrośnie wraz z poprawą sytuacji na rynku pracy. Ponieważ w trzech kolejnych kwartałach 2005 r. po raz pierwszy w historii badania BAEL zaobserwowano, że wzrostowi liczby pracujących towarzyszy wzrost tego współczynnika, w projekcji założono, że jego wzrost będzie nadal następował w tempie ok. 0,3 pp. rocznie. Przyjmując to założenie, brano pod uwagę oczekiwany wzrost popytu na pracę, który jest ważną przesłanką do poszukiwania

pracy i przechodzenia z nieaktywności do aktywności zawodowej⁶³. Założony wzrost współczynnika aktywności zawodowej odpowiada przeciętnej dynamice tego wskaźnika, odnotowanej w okresie II-IV kw. 2005 r.⁶⁴. Prognozę liczby aktywnych zawodowo (BAEL) przygotowano w oparciu o prognozę demograficzną Eurostatu z 2004r.⁶⁵.

W założeniach do projekcji przyjęto, że wzrost współczynnika aktywności zawodowej może być mniejszy niż założony i temu zdarzeniu przypisano większe prawdopodobieństwo realizacji, nie zmieniono jednak ścieżki centralnej projekcji liczby aktywnych zawodowo. Prognoza liczby aktywnych zawodowo jest silnie związana z założeniem, że wzrost gospodarczy będzie tworzył nowe miejsca pracy w tempie obserwowanym w ostatnich kilku kwartałach oraz że nie zostaną osłabione silne obecnie bodźce do poszukiwania pracy.

W całym horyzoncie prognozy uznano, że prawdopodobieństwo ukształtowania się liczby aktywnych zawodowo poniżej ścieżki centralnej jest większe niż prawdopodobieństwo zdarzenia przeciwnego.

Pracujący w rolnictwie indywidualnym

Prognoza liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym sporządzana jest na potrzeby modelu po raz pierwszy. Potrzeba wyodrębnienia tej kategorii wynika m.in. z innych mechanizmów kształtowania się wynagrodzeń w tym sektorze i poza rolnictwem, co uwzględniono w modelu ECMOD, wiążąc wzrost płac w gospodarce ze wzrostem wydajności pracy poza rolnictwem indywidualnym⁶⁶. Dzięki podziałowi liczby pracujących w gospodarce na pracujących poza rolnictwem oraz pracujących w rolnictwie, osobno wyodrębniono komponenty sezonowe w szeregach pracujących poza rolnictwem i pracujących w rolnictwie indywidualnym, z korzyścią dla poprawy jakości prognoz⁶⁷.

Prognozę liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym przygotowano w oparciu o macierz przepływów na rynku pracy w okresie II kw. 2004 r.-II kw. 2005 r. Macierz

⁶³Liczba czynnych zawodowo powinna być zmienną endogeniczną modelu, zależną od egzogenicznych projekcji demograficznych i współczynników aktywności zawodowej, na które ma wpływ sytuacja na rynku pracy. Niestety prognozowanie współczynników aktywności ekonomicznej jest obciążone dużym błędem a już niewielkie zmiany tego współczynnika mają istotny wpływ na ocenę sytuacji na rynku pracy w horyzoncie projekcji. Z tych względów w modelu ECMOD, podobnie jak w wielu innych modelach tej klasy aktywność zawodową określa się w sposób egzogeniczny. Jeśli zachodzą szybkie zmiany na rynku pracy, z czym mamy do czynienia, błędy projekcji związane z tym założeniem mogą być istotne.

⁶⁴Dynamika wzrostu współczynnika aktywności zawodowej (0,3% pp. r/r) jest niższa od analogicznej dynamiki przyjętej w referencyjnej prognozie aktywności zawodowej Komisji Europejskiej (o 0,5 punktu procentowego r/r). Prognozy Komisji Europejskiej systematycznie przeszacowywały jednak rzeczywisty wzrost współczynnika aktywności zawodowej w Polsce, co wynikało ze zbyt optymistycznego założenia odnośnie wzrostu aktywności zawodowej osób w wieku przedemerytalnym (50-59/64 lat).

⁶⁵W poprzednich prognozach wykorzystywano prognozę demograficzną GUS z 2003 r. Zastąpienie jej przez prognozę Eurostatu z 2004 r. nie miało jednak istotnego wpływu na prognozowaną liczbę osób w wieku produkcyjnym.

⁶⁶Wydajność pracy poza rolnictwem indywidualnym jest zdefiniowana jako stosunek PKB do liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym

⁶⁷Sezonowości obu szeregów istotnie się różnią.

tę skorygowano o zakładany wzrost aktywnych zawodowo, zwiększono prawdopodobieństwo przepływu do pracy poza rolnictwem indywidualnym i zmniejszono prawdopodobieństwo dopływu pracujących do rolnictwa. W efekcie, prognozowana liczba osób pracujących w rolnictwie indywidualnym stopniowo spada i osiąga wartość ok. 2,09 mln w końcu horyzontu projekcji.

W całym horyzoncie prognozy przyjęto symetryczny przedział ufności. Wolniejszy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym może być efektem napływu środków z UE, które zwiększają opłacalność pracy w rolnictwie. Z drugiej strony, część środków z UE sprzyja restrukturyzacji tego sektora, co w połączeniu z oczekiwanym w horyzoncie prognozy wzrostem zatrudnienia w usługach może powodować szybszy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym.

Liczba emerytów i rencistów

Prognoza liczby emerytów i rencistów oparta jest na wynikach prognozy polskiej części modelu AWG (*Ageing Working Group*)⁶⁸. Zweryfikowane w IV kw. 2005 r. dobre własności prognostyczne zastosowanego modelu powodują, że w projekcji kwietniowej przebieg prognozy tej zmiennej jest identyczny jak w poprzedniej rundzie prognostycznej. Model ten wskazuje, że liczba osób otrzymujących emerytury z ZUS oraz otrzymujących emerytury "mundurowe" będzie się zwiększać wraz ze wzrostem liczby osób w wieku emerytalnym, natomiast liczba osób otrzymujących wcześniejsze emerytury, zasiłki przedemerytalne i renty z ZUS oraz emerytury i renty z KRUS będzie się zmniejszać. Łączny efekt tych zmian powoduje spadek całkowitej liczby emerytów i rencistów do ok. 9,01 mln w horyzoncie prognozy.

Należy zaznaczyć, że rzeczywista liczba emerytów i rencistów w najbliższych latach w największym stopniu będzie zależeć od zmian instytucjonalnych w zakresie warunków prawnych wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej.

4.3 Projekcja inflacji i PKB

Zgodnie z zasadą przyjętą w poprzednich *Raportach o inflacji*, w projekcji przyjęto założenie, że stopa referencyjna NBP pozostaje stała w całym horyzoncie projekcji i wynosi 4,0%. W obliczeniach ustalono stopę procentową na poziomie 4,1%, co odpowiada wartości stopy WIBOR3M, liczonej na podstawie krzywej dochodowości przed zamknięciem projekcji (24 marca 2006 r.). Projekcja z modelu ma więc charakter warunkowy⁶⁹ i powinna być interpretowana jako obraz kształtowania się inflacji i innych

⁶⁸Model AWG opracowany jest przez państwa EU pod kierunkiem KE. Emerytury i renty w polskiej części tego modelu prognozowane są przy współdziałaniu specjalistów z ZUS, MPIPS oraz IBnGR.

⁶⁹Każda projekcja jest warunkowa względem założeń. W tym przypadku mówiąc o warunkowym charakterze projekcji podkreślamy, że założenie o utrzymaniu stałego poziomu nominalnej stopy procentowej nie zawsze jest zdarzeniem najbardziej prawdopodobnym, a w takich sytuacjach projekcja nie przedstawia najbardziej prawdopodobnego przebiegu ścieżki inflacji.

zmiennych makroekonomicznych, gdyby stopy NBP i krótkoterminowe stopy rynkowe pozostawały bez zmian w horyzoncie projekcji, a zmienne egzogenicznie kształtowały się zgodnie z założeniami ekspertów.

Kwietniowa projekcja inflacji, podobnie jak poprzednie projekcje, zakłada także, jak o tym już była mowa, brak zmian w polityce gospodarczej (*no policy change*), co jest warunkiem projekcji z modelu makroekonomicznego, uzasadniającym utrzymanie parametrów modelu w okresie prognozy⁷⁰. Projekcję kwietniową trzeba traktować jako projekcję kontynuacji dotychczasowej polityki gospodarczej. Konsekwentnie, prawdopodobieństwo realizacji projekcji zależy od prawdopodobieństwa zachowania ciągłości dotychczas prowadzonej polityki gospodarczej (w tym m.in. odnośnie szybkości wprowadzenia Polski do strefy euro).

Prognozowana stopa wzrostu PKB przekracza wyraźnie 4% rocznie i sięga 5% rocznie pod koniec horyzontu projekcji, na co składa się szybszy wzrost popytu krajowego, zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego, przy ujemnym wkładzie eksportu netto. Podstawowa różnica w stosunku do projekcji styczniowej polega na wyższej prognozowanej obecnie dynamice popytu krajowego i PKB, w tym konsumpcji, a głównym źródłem tej różnicy jest oczekiwany rozwój sytuacji na rynku pracy, który nadal jest centralnym punktem projekcji.

Dane napływające z rynku pracy wskazują, że wzrost gospodarczy jest w coraz większym stopniu oparty na wykorzystaniu zasobu pracy, co potwierdza zawarte w scenariuszu alternatywnym z projekcji styczniowej przewidywania, dotyczące utrzymania się wysokiego tempa wzrostu liczby pracujących w gospodarce⁷¹.

Scenariusz ten stał się w projekcji kwietniowej scenariuszem głównym. Równocześnie, w stopniu nie oczekiwanym w projekcji styczniowej, nastąpiło zwiększenie aktywności gospodarczej ludności, co stało się uzasadnieniem dla podwyższenia zakładanej ścieżki liczby aktywnych zawodowo względem założeń projekcji styczniowej. Z drugiej strony funkcjonowanie modelu w części dotyczącej funkcjonowania rynku pracy, po reestymacji nie uległo istotnej zmianie. Także obecnie, model nadal w bardzo silnym stopniu wiąże wzrost gospodarczy ze wzrostem wydajności pracy, jak to miało miejsce w próbie. W rezultacie prognozowany popyt na pracę jest niewielki, co z kolei nie uzasadnia, na gruncie modelu, egzogenicznego wzrostu aktywności gospodarczej w założonej skali. Niespójność pomiędzy założeniem o liczbie aktywnych zawodowo i popytem na pracę, generowanym przez model usunięto zwiększając w modelu ekspercko popyt na pracę (kierując się zależnością pomiędzy wzrostem PKB i wzrostem popytu na pracę obserwowaną w latach 2002-2005), zmniejszając dynamikę płac (kierując się utrzymaniem implikowanej przez model dodatniej zależności pomiędzy wzrostem płac i wzrostem

⁷⁰Zmiany polityki gospodarczej prowadzą do zmian zachowań podmiotów gospodarczych i do zmian w strukturze gospodarki, a to są zmiany parametrów w modelu makroekonomicznym.

⁷¹Zmiana relacji pomiędzy wzrostem gospodarczym a popytem na pracę jest związana z pozbyciem się w latach 1999-2001 zbędnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Obecnie zwiększanie produkcji w funkcjonujących przedsiębiorstwach i podejmowanie nowej produkcji w wyniku dokonywanych inwestycji (także w dziedzinach o bardzo wysokiej wydajności pracy) wiąże się ze wzrostem liczby pracujących w gospodarce.

wydajności pracy) oraz obniżając odpowiednio zagregowaną produktywność czynników wytwórczych⁷². Jest jednak prawdopodobne, że ujemna relacja płac i popytu na pracę, implikowana przez oszacowania parametrów modelu ulega obecnie osłabieniu i wzrostowi liczby pracujących w gospodarce może towarzyszyć szybszy wzrost płac⁷³.

Prognozowana obecnie liczba pracujących w gospodarce rośnie w tempie 2,5% w 2006 r. i 1,4% w latach następnych. Przy malejącej liczbie pracujących w rolnictwie, liczba pracujących w gospodarce poza rolnictwem wzrasta w tempie wyższym o 0,9-0,7 pkt.proc. niż liczba pracujących w gospodarce. Wyższej niż w projekcji styczniowej, dynamice PKB, towarzyszy w kolejnych latach niższy, niż w projekcji styczniowej, wzrost wydajności pracy w gospodarce. Tempo wzrostu wydajności pracy w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem, które definiuje jednostkowe koszty pracy w równaniu inflacji jest niższe o 0,9-0,7 pkt.proc. od tempa wzrostu wydajności pracy w gospodarce. Ponieważ płace w projekcji kwietniowej⁷⁴ rosną w tempie 4,8%, 5,6% i 5,9% w latach 2005-2008, czyli niewiele niższym (o 0,2-0,4 pkt. proc.) niż w projekcji styczniowej, w projekcji dochodzi do istotnego podwyższenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w równaniu inflacji, do poziomu 3,5% w 2006 r. i 3,1% w latach następnych. W projekcji kwietniowej wzrost jednostkowych kosztów pracy przyczynia się do wzrostu inflacji większym stopniu, niż miało to miejsce w projekcji styczniowej, mimo niższego wzrostu płac niż w projekcji styczniowej, bo znacznie wolniej niż w projekcji styczniowej rośnie wydajność pracy.

Wzrost popytu na pracę i wzrost płac w gospodarce spowodowały nieprzewidziany w projekcji styczniowej wzrost aktywności gospodarczej ludności. Tendencje te, które przy założeniu braku zmian w polityce gospodarczej, obowiązującym w projekcji, uznajemy za trwałe w okresie 2006-2008 będą, zgodnie z obecną projekcją, powodować wyraźny wzrost liczby pracujących w gospodarce, następujący poprzez podejmowanie pracy przez bezrobotnych, w tym zaliczanych do bezrobocia strukturalnego oraz przez ograniczony odpływ do nieaktywności zawodowej. Przyjęty w założeniach do niniejszej projekcji wzrost liczby aktywnych zawodowo powoduje zmniejszenie dodatkowej presji inflacyjnej scenariusza alternatywnego⁷⁵, w porównaniu z tą, która by wystąpiła przy braku zmiany w aktywności zawodowej ludności. Podobnie oddziałuje utrzymanie założenia o dość istotnym zmniejszeniu stopy bezrobocia strukturalnego NAWRU. Wyższa, w stosunku do projekcji styczniowej, dynamika liczby pracujących będzie zmniejszać liczbę bezrobotnych i stopę bezrobocia, która obniży się w horyzoncie projekcji o ponad 2 punkty procentowe. Jednak znaczny wzrost liczby aktywnych zawodowo, nie przewi-

⁷²Korekta odpowiadała pożądanej skali zmniejszenia się wydajności pracy w całej gospodarce.

⁷³W tym kierunku działa postępująca liberalizacja rynku pracy w ramach Unii Europejskiej, która przyspiesza konwergencję płac nominalnych i przyspiesza wzrost płac w krajach o niskich płacach.

⁷⁴Dynamika płac w gospodarce jest bardziej związana z wydajnością pracy w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem niż z wydajnością pracy w przeliczeniu na pracującego w gospodarce, gdyż rolnicy nie są płacobiórcami. Odpowiednio zmieniono specyfikację równia płac, wiążąc je z wydajnością pracy poza rolnictwem. W równaniu inflacji zmienną objaśniającą są jednostkowe koszty pracy będące relacją płac w gospodarce i wydajności pracy poza rolnictwem.

⁷⁵Wzrost liczby aktywnych zawodowo powoduje w modelu wzrost produktu potencjalnego (obniża lukę popytową) oraz ogranicza presję na wzrost wynagrodzeń, gdyż powiększa różnicę pomiędzy stopą bezrobocia i stopą NAWRU.

dywany w projekcji styczniowej, spowoduje, że stopa bezrobocia w horyzoncie projekcji ukształtuje się nieznacznie powyżej stopy bezrobocia z projekcji styczniowej.

Z projekcją sytuacji na rynku pracy i jej wpływem na inflację związana jest duża niepewność. Ponieważ bardziej prawdopodobne jest to, że liczba aktywnych zawodowo może rosnać w tempie wolniejszym niż się obecnie zakłada niż to, że będzie ona rosła szybciej, bardziej prawdopodobne jest również podwyższenie presji inflacyjnej ze strony rynku pracy.

Poprawa sytuacji na rynku pracy, większa niż prognozowana w styczniu, przy utrzymaniu podobnie szybkiego tempa wzrostu płac, powodują wysoką (ponad 4% w całym horyzoncie projekcji) i nieznacznie wyższą niż prognozowana poprzednio dynamikę spożycia indywidualnego. Wysokie tempo wzrostu spożycia będzie też wspierane systematyczną poprawą dochodów prywatnych właścicieli, rosnącym napływem transferów w ramach Wspólnej Polityki Rolnej oraz waloryzacją rent i emerytur (projekcja uwzględnia tylko waloryzację w 2006 roku). Wzrostowi spożycia indywidualnego będzie towarzyszyć przewidywane obniżenie stopy oszczędzania gospodarstw domowych. W wysokim tempie (około 4%, o 2 pkt. proc. szybciej niż zakładano w projekcji styczniowej) będzie rosło spożycie zbiorowe⁷⁶.

Inwestycje rosą w obecnej projekcji w tempie 10-11% rocznie, tzn. szybciej niż w projekcji styczniowej od ok. 1 punktu procentowego w pierwszej połowie 2006 roku od ok. 3 punktów procentowych drugiej połowie w 2008 roku. Przyspieszenie wzrostu inwestycji obejmuje zarówno inwestycje sektora prywatnego, jak i inwestycje publiczne, w dużym stopniu finansowane z funduszy UE. Wyniki obecnej prognozy mogą być traktowane jako przejaw umocnienia pozytywnych tendencji w zakresie procesów inwestycyjnych, jakie przewidywała projekcja styczniowa. Utrzymują się wskazane poprzednio takie uwarunkowania silnego wzrostu inwestycji w najbliższych latach, jak korzystne perspektywy zbytu na rynku krajowym oraz za granicą, oczekiwany znaczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (uwzględniony ekspercko w projekcji), relatywnie niskie koszty pracy, a także relatywnie niski koszt pozyskania kapitału, przy historycznie niskich stopach procentowych NBP. Wzmocnienie tych tendencji w niniejszej projekcji wynika też w części z rewizji danych o inwestycjach z rachunków narodowych dokonanej przez GUS. Wyższe niż oczekiwano w styczniu realizacje dynamiki inwestycji na przełomie 2005 i 2006 roku wpłynęły na podniesienie ścieżki inwestycji głównie w krótkim horyzoncie prognozy.

Podobnie jak w projekcji styczniowej, sądzimy, że ścieżka wzrostu inwestycji jest obciążona znaczną niepewnością z tytułu wymienionych uprzednio czynników, tj. trudności w ocenie przyszłej skali napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, niejasności co do przyszłego stopnia absorpcji funduszy strukturalnych (niepewność uwzględniona w wykresie wachlarzowym), czy też z natury trudnej do oceny wrażliwości klimatu do

⁷⁶Korekta danych z rachunków narodowych dokonana przez GUS zmieniła bardzo istotnie dane o spożyciu zbiorowym. Zwiększono zarówno poziom tej kategorii, jak i jej dynamikę. Wzrost dynamiki wolumenu spożycia zbiorowego jest sumą ważoną wzrostu zatrudnienia w sektorze rządowym i samorządowym oraz wzrostu zużycia materiałów i usług (zużycia pośredniego). Do tej kategorii zaliczane są też wydatki woj-skowe.

inwestowania na niepewność dotyczącą kształtu polityki gospodarczej rządu. Ten ostatni czynnik zyskał na znaczeniu od projekcji styczniowej, zwiększając prawdopodobieństwo niższego przebiegu ścieżki inwestycji, co nie jest ujęte w wykresie wachlarzowym.

Przewidujemy dość wysoką dynamikę eksportu (8-9% rocznie) i importu (9-10% rocznie), co oznacza przyspieszenie tempa wzrostu obu strumieni handlu, w stosunku do projekcji styczniowej. Po stronie eksportu, czynnikami sprzyjającymi będzie prognozowane nieznaczne polepszenie, w stosunku do prognozy styczniowej, perspektyw wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Po stronie importu, na przyspieszenie jego dynamiki w stosunku do projekcji styczniowej wpłynie szybszy przewidywany wzrost spożycia i inwestycji. W efekcie, wkład eksportu netto do PKB będzie ujemny, na bezpiecznym poziomie i nieznacznie pogorszy się w stosunku do projekcji styczniowej.

Od strony podażowej, głównym czynnikiem wzrostu pozostanie łączna wydajność czynników produkcji, jednak jej rola zmniejszy się, w stosunku do projekcji styczniowej, na rzecz rosnącego dość szybko w efekcie przyspieszających inwestycji majątku produkcyjnego oraz powiększającego się w tempie 1-2% zatrudnienia. Na wyższą niż w projekcji styczniowej dynamikę majątku produkcyjnego wpłynęła również rewizja historycznych danych o inwestycjach w rachunkach narodowych, w wyniku której podniósł się historyczny stosunek nakładów brutto na środki trwałe do zasobów kapitału w gospodarce. W efekcie tej rewizji, zbliżone dynamiki inwestycji mają w projekcji kwietniowej proporcjonalnie większe przełożenie na dynamikę kapitału. Mniejsza od poprzednio przewidywanej dynamika TFP wynika ze wskazanej powyżej zmiany w strukturze wytwarzania PKB na rzecz wolniej zwiększających produktywność rodzajów działalności. Produkt potencjalny rośnie nieco szybciej niż w projekcji styczniowej, ale w stopniu niższym, niż wynikałoby z przyspieszenia inwestycji i liczby aktywnych zawodowo (podaż pracy). Luka popytowa pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji i będzie domykać się w tempie szybszym od prognozowanego w poprzedniej rundzie. Poziom luki popytowej jest niższy (mocniej ujemny) w horyzoncie projekcji niż w rundzie styczniowej, ze względu na oszacowanie stopy bezrobocia strukturalnego NAWRU dla okresu próby na niższym niż poprzednio poziomie i odpowiednie dostosowanie poziomu NAWRU w projekcji.

Opisany w modelu układ czynników działających na inflację netto zmienił się w porównaniu z projekcją styczniową. Po reestymacji modelu zmniejszyło się znaczenie w równaniu inflacji czynników krajowych, kształtujących inflację netto – jednostkowych kosztów pracy i luki popytowej, wzrosło znaczenie inflacji importowanej. Ponieważ źródłem presji inflacyjnej w modelu (i w gospodarce) są czynniki krajowe, taka zmiana układu parametrów prowadzi do trwałego obniżenia presji inflacyjnej w modelu. Biorąc pod uwagę niepewność danych i skalę szoków, które wpływały na gospodarkę w ostatnich latach, można mieć szereg wątpliwości, czy rzeczywiście obniżenie presji inflacyjnej w gospodarce, podpowiadane przez model, przejawiające się zmniejszeniem roli czynników krajowych i polityki pieniężnej w kształtowaniu inflacji jest trwałe.

Jednocześnie w projekcji kwietniowej nastąpił wzrost presji inflacyjnej w porównaniu z projekcją styczniową, poprzez wzrost jednostkowych kosztów pracy, utrzymujący się

w horyzoncie projekcji na wysokim poziomie, który "ciągnie" inflację netto w górę, co jest widoczne zwłaszcza w dłuższym horyzoncie projekcji. W podobnym kierunku działa na inflację netto luka popytowa, która obecnie domyka się szybciej, niż w projekcji styczniowej. Ten sam wzrost presji inflacyjnej ze strony czynników krajowych doprowadziłby do wyższej prognozowanej inflacji, gdyby w obecnym modelu nie nastąpiło zmniejszenie wpływu tych czynników na inflację netto. W dłuższym horyzoncie wzrost inflacji netto z tytułu czynników krajowych jest ograniczany przez ceny importu, których dynamika się zmniejsza w podobnym stopniu, jak w projekcji styczniowej, jednak ich waga w równaniu inflacji jest obecnie wyższa, niż w projekcji styczniowej.

Projekcja inflacji, uwzględniająca w pierwszych czterech kwartałach zmiany cen żywności (z malejącymi wagami) oraz ścieżkę cen paliw pokazuje, że do końca 2006 r. inflacja pozostanie niska, co będzie wynikiem przede wszystkim niskiej dynamiki cen żywności i mocnego kursu walutowego. W kolejnych kwartałach spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji z powodu jednoczesnego oddziaływania takich czynników, jak: utrzymująca się wysoka dynamika jednostkowych kosztów pracy, deprecjacja kursu walutowego oraz domykanie się luki popytowej. Od II kw. 2006 r. do I kw. 2007 r. na wzrost rocznej stopy inflacji oddziaływać będą także dokonane podwyżki cen gazu, a w dalszym horyzoncie projekcji proces odbudowy marż handlowych w sprzedaży paliw. W rezultacie, na początku 2007 r. inflacja znajdzie się w paśmie dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, a w końcu 2007 r. osiągnie cel inflacyjny, pozostając na zbliżonym poziomie do końca horyzontu projekcji.

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

Wykresy wachlarzowe zostały sporządzone przy założeniu, że model właściwie opisuje procesy gospodarcze a niepewność dotycząca założeń została prawidłowo oceniona i ujęta przez ekspertów w postaci przedziałów odchyłeń założeń od ścieżki centralnej. Przyjęcie tych założeń pozwala z dużą precyzją oszacować rozkłady prawdopodobieństwa, które są przedstawione na wykresach wachlarzowych. Na tej podstawie ocenia się, że prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu inflacyjnego będzie do końca 2007 r. wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja będzie powyżej celu, później prawdopodobieństwa te wyrównują się. Asymetria projekcji jest niewielka; w latach 2006 i 2007 jej kierunek jest zróżnicowany, natomiast w 2008 r. prawdopodobieństwo inflacji powyżej projekcji centralnej jest nieznacznie wyższe niż prawdopodobieństwo, że ukształtuje się ona poniżej projekcji centralnej. W rzeczywistości założenia niezbędne do przeprowadzenia obliczeń rozkładów prawdopodobieństw albo nie są spełnione albo są spełnione w pewnym przybliżeniu. Z takim samym przybliżeniem, z jakim się traktuje model, można interpretować wykresy wachlarzowe i czytać rozkłady prawdo-

podobieństwa. Biorąc to pod uwagę zdarzenie polegające na tym, że w 4 kwartale 2006 r. inflacja przekroczy cel inflacyjny ma szansę realizacji jak 1:10. W następnym kwartale prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego wzrasta czterokrotnie (4:10) a prawdopodobieństwo tego, że inflacja będzie wyższa niż 3,5% wynosi ok. 15%. Od 1 kwartału 2008 r. prawdopodobieństwa realizacji inflacji powyżej celu i poniżej celu są bardzo bliskie a prawdopodobieństwo wzrostu inflacji ponad 3,5% przekracza 25%. Kalkulacje prawdopodobieństw nie biorą pod uwagę wzrostu ogólnej niepewności, który nastąpił pomiędzy projekcjami a jego uwzględnienie zwiększyłoby prawdopodobieństwa realizacji inflacji odległej od celu inflacyjnego.

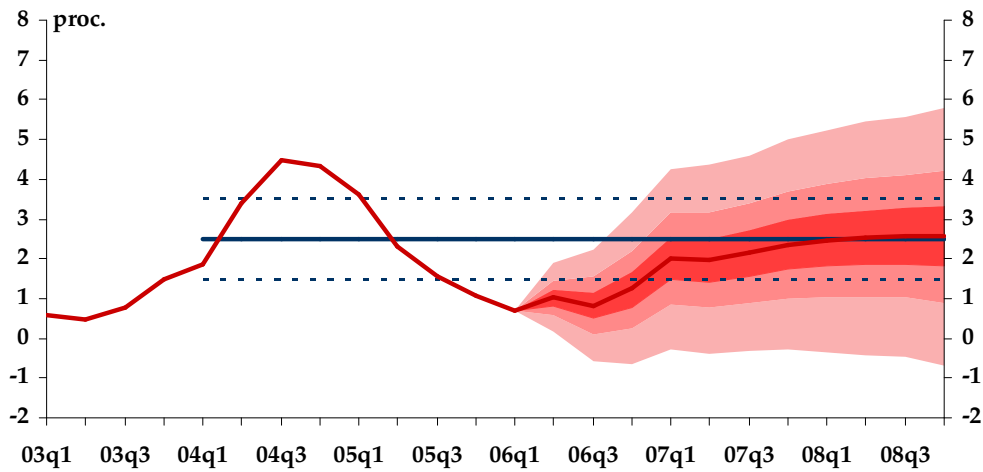
Źródła niepewności przedstawionej na wykresie wachlarzowym, obejmującej wyłącznie efekty skali i asymetrii ocenianych ekspercko odchyłeń założeń od ścieżki centralnej oraz błędy składników losowych równań modelu, określone na podstawie próby, różnią się w krótkim (poniżej 1 roku) i średnim okresie (czyli w horyzoncie 2-3 lat)⁷⁷.

W krótkim okresie, dominujący wpływ na niepewność inflacji ujętą na wykresie wachlarzowym ma niepewność związana z cenami żywności, a drugim w kolejności czynnikiem jest niepewność kształtowania się ścieżki cen ropy naftowej. Tak silny wpływ tych zmiennych na ogólną niepewność projekcji jest związany z faktem, że zarówno ceny żywności (bezpośrednio), jak i ceny ropy (pośrednio poprzez ceny paliw) wchodzi w skład koszyka CPI. Efekty oddziaływania innych czynników niepewności są mniejsze ze względu na ograniczone w krótkim okresie znaczenie sprzężeń modelu. Dodatkowo istotny wpływ na niepewność projekcji inflacji ma statystyczna niedokładność oszacowań równania inflacji netto i kursu walutowego. W długim okresie na niepewność projekcji PKB rosnący wpływ ma niepewność zmiennych bezpośrednio determinujących wzrost gospodarczy, a więc niepewność kształtowania się składników PKB, w tym zwłaszcza importu i eksportu.

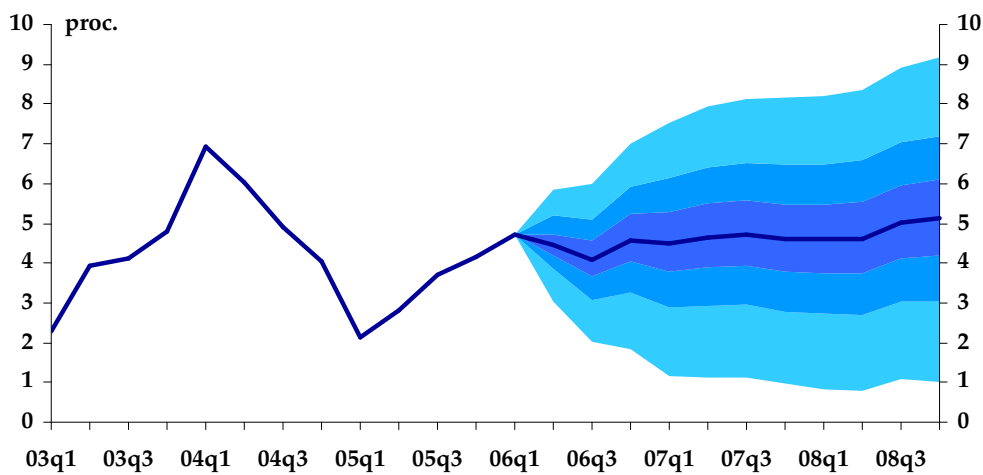
W średnim okresie rola poszczególnych czynników w kształtowaniu niepewności projekcji, ujętej na wykresie wachlarzowym, zmienia się. W przypadku inflacji, choć cały czas dominujące znaczenie ma niepewność związana z cenami żywności, to jej rola maleje, gdyż rośnie znaczenie czynników związanych z realną stroną gospodarki. W średnim okresie istotną staje się niepewność związana z czynnikami wpływającymi pośrednio na inflację przez PKB, przede wszystkim niepewność związana z kształtowaniem się importu i eksportu. Dodatkowo znaczącą rolę ma niepewność związana z czynnikami pośrednio kształtującymi inflację, a więc z kursem walutowym, deflatorem PKB, płacami i zatrudnieniem. W przypadku PKB w średnim okresie niepewność projekcji determinowana jest przez podobne czynniki jak w krótkim okresie. Największe znaczenie ma więc niepewność związana z kształtowaniem się handlu zagranicznego. W średnim okresie dodatkowo rośnie znaczenie niepewności związanej z decyzjami inwestycyjnymi

⁷⁷Gdy następuje wzrost ogólnej niepewności, dotyczącej przyszłości, towarzyszy mu wzrost wariancji składników losowych równań modelu w horyzoncie projekcji powyżej poziomów obserwowanych w próbie. Po uwzględnieniu prawdopodobnego wzrostu wariancji składników losowych równań modelu, ścieżka centralna inflacji pozostałaby taka sama, ale realizacje inflacji z dala od ścieżki stałyby się bardziej prawdopodobne. Wykres wachlarzowy byłby w takim przypadku zdecydowanie szerszy. Wzrostu ogólnej niepewności nie uwzględniono w przedstawionych wykresach wachlarzowych.

podmiotów gospodarczych.



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



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

Jak czytać wykresy wachlarzowe?

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest ryzykiem i niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji banki centralne prezentują na wykresach wachlarzowych. Szerokość "wachlarza" pokazuje ogólny poziom ryzyka, które zazwyczaj zmienia się z kwartału na kwartał. Im dalej w przyszłość, tym jest ona większa, gdyż niepewność ocen przyszłości zwykle rośnie wraz z wydłużaniem horyzontu czasowego.

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

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

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2006q2	0,819	0,997	1,000	0,505	0,181
2006q3	0,785	0,974	0,999	0,501	0,214
2006q4	0,589	0,860	0,973	0,499	0,384
2007q1	0,359	0,645	0,862	0,498	0,503
2007q2	0,374	0,648	0,855	0,504	0,481
2007q3	0,332	0,597	0,820	0,502	0,489
2007q4	0,299	0,536	0,762	0,498	0,462
2008q1	0,286	0,509	0,730	0,498	0,444
2008q2	0,278	0,489	0,709	0,497	0,431
2008q3	0,279	0,487	0,697	0,498	0,418
2008q4	0,295	0,487	0,682	0,500	0,387

Ryzyko zmiany projekcji centralnej

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

Wyniki reestymacji parametrów modelu ECMOD pokazały, że właściwości modelu uległy zmianie głównie z powodu korekty danych statystycznych o rachunkach narodowych wstecz a w mniejszym stopniu z powodu wydłużenia próby. Największej zmianie uległy wielkości w cenach bieżących. Ponieważ niewiele zmieniono dane realne, poważnej zmianie uległy deflatory PKB, importu i eksportu, które są istotnymi zmiennymi modelu. Szeregi danych o tych deflatorach są wykorzystywane do estymacji parametrów, które mają istotny wpływ między innymi na ocenę kanału transmisji impulsu kursowego na sferę nominalną i realną. Siła tego kanału, jak pisaliśmy we wstępie, uległa po reestymacji osłabieniu. Istnieje ryzyko, że przy korektach danych, GUS nie zadbał w wystarczającym stopniu o poprawność deflatorów cen. Jeśli tak, to osłabienie kanału transmisji impulsów kursowych do sfery realnej może być błędnie oszacowane. Błędy pomiaru i następnie rewizje danych są głębsze i bardziej prawdopodobne w okresie zmian strukturalnych i są jednym z istotnych źródeł niepewności modelu. Właściwą reakcją jest traktowanie wyników projekcji z modelu jako mniej pewnych, czego nie oddaje wykres wachlarzowy. Gdyby uwzględnić niepewność danych wykres wachlarzowy byłby odpowiednio szerszy.

Pewną rolę w obniżeniu skali presji inflacyjnej, której efektem jest osłabienie wpływu na inflację czynników krajowych – szybko rosnących w projekcji jednostkowych kosztów pracy i domykającej się luki popytowej i zwiększenie wpływu na inflację cen zagranicznych, które obniżają inflację netto w horyzoncie projekcji, odegrała reestymacja parametrów modelu. Taki układ czynników, kształtujących inflację w próbie, który został zapisany w parametrach modelu (w tym w parametrach równania inflacji) mógł być układem szczególnym, który nie będzie kontynuowany w horyzoncie projekcji. Co staraliśmy się pokazać omawiając założenia i projekcję, uzyskany rezultat prawdopodobnie nie odzwierciedla trwałych zmian w gospodarce i w powiązaniu z niepewnością dotyczącą danych statystycznych zwiększa niepewność projekcji nie ujętą w wykresie wachlarzowym⁷⁸. Można przypuszczać, że tempo otwierania gospodarki, obserwowane w ciągu ostatnich 10-15 lat, które doprowadziło do podwojenia stopnia otwartości gospodarki i uległo skokowemu przyspieszeniu w latach 2004-2005 z powodu akcesji, w horyzoncie projekcji ulegnie spowolnieniu. Z drugiej strony wraz z rozwojem gospodarczym systematycznie wzrasta rola usług niehandlowalnych w gospodarce i wzrasta udział tych usług w koszyku dóbr i usług nabywanych przez ludność (udział ten zwiększają także rosnące zakupy dóbr importowanych, które są sprzedawane wraz z udziałem w ich wartości usług niehandlowalnych)⁷⁹. Biorąc to pod uwagę, jest prawdopodobne,

⁷⁸W celu uwzględnienia rosnącej w próbie roli inflacji zewnętrznej w kształtowaniu cen krajowych niezbędna jest daleko idąca zmiana specyfikacji równań, uwzględniająca explicite efekty zachodzących trwałych zmian w strukturze gospodarki w odróżnieniu od przejściowych zaburzeń.

⁷⁹Podział inflacji netto na część dotycząca zmian cen towarów i usług handlowalnych, których ceny

że obecnie niższa reakcja inflacji na wzrost popytu i jednostkowych kosztów pracy jest niedoszacowana. Stanowi to czynnik ryzyka wzrostu inflacji ponad poziom, który podpowiada projekcja z modelu.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z oszacowaniem siły wpływu procesów globalizacji na inflację

Pewne ryzyko dotyczące inflacji wiążemy z możliwym przeszacowaniem w procesie reestymacji modelu siły zewnętrznych czynników, hamujących inflację w horyzoncie projekcji. Czynniki te związane są z procesami globalizacyjnymi, które wpływają na gospodarkę głównie kanałem towarów, usług i poprzez oddziaływanie na rynek pracy. Efekty globalizacji rynku towarów, które mogą wpłynąć na zmianę zachowania modelu po reestymacji są związane z niższymi cenami importowanych towarów i usług konsumpcyjnych oraz ze wzrostem cen surowców, w tym zwłaszcza ropy naftowej. Efekty globalizacji rynków towarów wpływają także na wzrost konkurencji międzynarodowej, odczuwany przez polskie przedsiębiorstwa i tym kanałem na ceny krajowych towarów i usług konsumpcyjnych. Model, po przetworzeniu dość niepewnych danych pokazał, że intensywność procesów hamujących inflację, które można kojarzyć z efektami globalizacji rynku towarów wzrosła pomiędzy projekcjami (taki jest końcowy efekt zmiany parametrów modelu pomiędzy projekcjami po reestymacji) i ta zwiększona intensywność została ekstrapolowana na okres projekcji. Ryzyko dotyczące projekcji inflacji sprowadza się do oceny prawdopodobieństwa tego, czy intensywność procesów hamujących inflację (wypadkowa wpływu malejących cen importu, wzmożonej konkurencji międzynarodowej oraz rosnących cen ropy) w horyzoncie projekcji nie ulegnie zmianie? Przywołując argumenty omówione wcześniej oceniamy, że istnieje ryzyko przeszacowania siły wpływu globalizacji na inflację kanałem towarów. Jest prawdopodobne, że z powodu wzrostu gospodarki światowej ceny importu nie będą maleć w tak szybkim tempie. Ocenę tę wzmacnia ryzyko wzrostu inflacji związane z utrzymującymi się od długiego czasu wysokimi cenami ropy i ich dalszym wzrostem.

Efekty globalizacji rynku pracy i usług rozpatrywane łącznie przyspieszają proces wyrównywania się ceny pracy w skali globalnej i regionalnej (przyspieszają nominalną konwergencję płac). Efektem tych procesów jest bowiem przenoszenie miejsc pracy w usługach z krajów o wysokich płacach do krajów, w których wydajność pracowników jest zbliżona a cena pracy niższa. Ten sam proces, który prowadzi w strefie euro do likwidacji miejsc pracy w usługach i spowolnienia wzrostów płac, w przypadku Polski, gdzie płace należą do najniższych w UE a wydajność pracowników jest zbliżona, może wywierać odwrotny efekt – przyczyniać się do wzrostu zatrudnienia w usługach, wzrostu płac i zwiększać presję inflacyjną. Trudno ocenić, w jakim stopniu obserwowany już wzrost zatrudnienia w sektorze usług w Polsce, oraz obserwowany już wzrost płac w

kształtują się pod wpływem konkurencji międzynarodowej, i na część dotycząca zmian cen towarów i usług niehandlowalnych, które są pod wpływem czynników krajowych, w rzeczywistości przebiega w poprzek towarów i usług, gdyż na cenę każdego towaru i usługi wpływają w mniejszym lub większym stopniu czynniki krajowe (cena towaru importowanego zawiera marżę, która zależy od kosztu pracy i popytu).

gospodarce jest związany z procesem przyspieszenia tempa nominalnej konwergencji płac, gdyż proces globalizacji rynku pracy i usług, w odróżnieniu od globalizacji rynków towarów dopiero się rozpoczyna i zapewne ulegnie przyspieszeniu. Jeśli to nastąpi, z jednej strony będziemy obserwować wzrost popytu na pracę w sektorze usług, kreowany przez popyt zagranicy, z drugiej strony możemy mieć do czynienia ze wzrostem skali migracji, ograniczającymi podaż pracy. Intensyfikacja obu procesów może być źródłem zwiększonej presji inflacyjnej w gospodarce, której nie uwzględnia projekcja centralna.

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

Projekcja inflacji została opracowana przy standardowo przyjmowanym założeniu braku zmian w polityce gospodarczej w horyzoncie projekcji. Rząd zapowiedział jednak zmianę dotychczasowego kierunku polityki gospodarczej i w ocenie ryzyka błędu projekcji trzeba wziąć pod uwagę efekty inflacyjne prawdopodobnych zmian, gdyż tego istotnego czynnika nie uwzględnia centralna ścieżka projekcji. Ryzyko dla inflacji jest związane z prawdopodobną zmianą polityki gospodarczej w zakresie świadczeń socjalnych i podatków. Nacisk na wzrost świadczeń socjalnych prawdopodobnie ulegnie dalszemu wzmocnieniu po utworzeniu koalicji parlamentarnej. Gdyby nastąpił wzrost świadczeń socjalnych ponad ścieżkę zakładaną w projekcji, to oprócz efektów budżetowych, wzrosłoby ryzyko zmniejszenia aktywności zawodowej ludności w porównaniu do założeń projekcji⁸⁰. Niższa ścieżka liczby aktywnych zawodowo niż w projekcji miałyby konsekwencje dla inflacji poprzez obniżenie potencjału, obniżenie luki popytowej i zwiększenie presji na wzrost płac. Działając sprzężenia z zatrudnieniem, w kierunku osłabienia tempa wzrostu zatrudnienia i inflacji, jednak efekt netto zmniejszenia liczby aktywnych zawodowo prowadzi do wzrostu inflacji. Z kolei propozycja zmniejszenia klina podatkowego, która w niewielkim stopniu obniży koszt pracy dla pracodawcy, przyniesie natomiast wzrost wynagrodzenia netto i wzrost dochodów do dyspozycji pracobiorców, gdyby została wprowadzona, zwiększyłaby ryzyko szybszego niż w projekcji wzrostu dochodów i ryzyko wzrostu inflacji ponad ścieżkę przedstawioną w projekcji.

Prawdopodobieństwo zmiany kierunku polityki gospodarczej, które wzrośnie po utworzeniu koalicji parlamentarnej zwiększa niepewność polityczną i fiskalną. Czynnikiem ten stwarza między innymi ryzyko wzrostu migracji. Wzrost migracji działa w kierunku wzrostu presji inflacyjnej tak samo, jak obniżenie aktywności zawodowej ludności. Czynnikiem tego nie uwzględnia model i ścieżka prezentowanej tam liczby czynnych zawodowo. Prawdopodobieństwo większej skali migracji zwiększa ryzyko wzrostu inflacji z powodu wzrostu presji płacowej, obniżenia potencjału gospodarczego oraz coraz większego wzrostu transferów zarobkowych, który poprzez wzrost dochodów do dyspozycji ludności przyspieszy domykanie się luki popytowej. Pogorszenie sytuacji w finansach publicznych i oddalenie perspektywy przystąpienia do strefy euro mogłoby mieć negatywne implikacje bezpośrednio dla ścieżki inwestycji, kursu walutowego i cen obligacji. Można

⁸⁰Pewne ryzyko niższej, niż w projekcji aktywności zawodowej ludności, większe niż to uwzględniono na wykresie wachlarzowym, istnieje nawet przy założeniu braku zmian w polityce gospodarczej.

się spodziewać, że o skali ryzyka wzrostu inflacji ponad ścieżkę z projekcji, związanego z niepewnością polityczną i fiskalną dowiemy się więcej dopiero przy konstrukcji budżetu na 2007 r.

Omówienie danych, które napłynęły po 24 marca 2006 r.

Projekcja została opracowana w oparciu o dane dostępne do 24 marca br., a więc nie uwzględnia znacznie wyższych niż założono w projekcji cen ropy naftowej i cen paliw. Nasilający się konflikt wokół Iranu zmienia też założony wcześniej rozkład ryzyka prognoz – w kierunku wzrostu prawdopodobieństwa dalszych zwyżek cen ropy. Opublikowane przez GUS dane za marzec 2006 r., sugerują podniesienie szacunku PKB w I kw. br., a nowe dane o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, wskazują na możliwość szybszego niż w projekcji wzrostu płac przy utrzymaniu wysokiej dynamiki liczby pracujących. Inflacja CPI w I kw. br. okazała się nieznacznie niższa od prognozowanej, głównie ze względu na spadek cen mięsa drobiowego i spadek cen paliw, natomiast inflacja netto była w I kw. br. zgodna z założoną w kwietniowej projekcji.

Asymetria ryzyk ujętych na wykresie wachlarzowym jest niewielka. Jednak czynniki nieuwzględnione na tym wykresie sugerują, że ryzyko ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej jest wyższe niż poniżej tej ścieżki. W krótkim okresie dominującymi czynnikami niepewności projekcji inflacji są znacznie wyższe po *cut-off date* ceny ropy naftowej i paliw. Natomiast w średnim okresie, tzn. począwszy od 2007 r., lekką asymetrię w górę wykresu wachlarzowego dodatkowo powiększa prawdopodobny, niższy niż założono ekspercko, wzrost aktywności zawodowej ludności oraz możliwy, szybszy niż wykazuje model, wzrost płac i dochodów ludności. W kierunku ryzyka, że inflacja będzie wyższa od ścieżki centralnej projekcji działa też możliwe przeszacowanie w modelu siły zewnętrznych czynników hamujących inflację (w tym konkurencji międzynarodowej).

Biorąc pod uwagę omówione wyżej podstawowe czynniki ryzyka, których nie ujęto w wykresie wachlarzowym, oceniamy, że ryzyko wzrostu inflacji ponad ścieżkę centralną jest obecnie wyższe, niż w projekcji styczniowej. Ponadto, projekcja została opracowana przy założeniu braku zmian w polityce gospodarczej. Ryzyko związane z niespełnieniem tego założenia jest dodatkowym istotnym czynnikiem, który zwiększa prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej centralnej ścieżki projekcji.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od grudnia 2005 r. do lutego 2006 r.

- **Data:** 20 grudnia 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 20 grudnia 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 20 grudnia 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 31 stycznia 2006

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:

Obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 28 lutego 2006

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:

Obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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