

Raport o inflacji Kwiecień 2007

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Kwiecień 2007

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 EC-MOD 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	9
1.1 Wskaźniki inflacji	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne	13
Determinanty inflacji	15
2.1 Popyt	15
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	16
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	17
2.1.3 Popyt inwestycyjny	20
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	21
2.2 Produkcja	23
2.3 Rynek pracy	24
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	24
2.3.2 Płace i wydajność	28
2.4 Inne koszty i ceny	29
2.4.1 Ceny zewnętrzne	29
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	30
2.5 Rynki finansowe	31
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	31
2.5.2 Kurs walutowy	36
2.5.3 Kredyt i pieniądz	37
Polityka pieniężna w okresie styczeń–kwiecień 2007 r.	41
Projekcja inflacji i PKB	53
4.1 Wstęp	53
4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB	55
4.3 Projekcja inflacji i PKB	66
4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej	73
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od grudnia 2006 r. do lutego 2007 r.	71

Synteza

Od listopada 2006 r. roczne tempo wzrostu cen mierzone wskaźnikiem CPI stopniowo wzrastało. W rezultacie, od stycznia br. roczna stopa inflacji powróciła do przedziału odchyień od celu inflacyjnego (2,5% +/-1 pkt proc.), a w marcu ukształtowała się na poziomie celu. Zmiany zachodzące w strukturze wzrostu cen mogą wskazywać, że zwiększenie dynamiki wskaźnika CPI następujące w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego w coraz większym, choć nadal umiarkowanym, stopniu związane jest z rosnącym popytem wewnętrznym.

W okresie styczeń – marzec br. do wzrostu inflacji w największym stopniu przyczynił się wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Obserwowany od sierpnia 2006 r. coraz szybszy wzrost cen żywności przetworzonej może wskazywać, że w ostatnim okresie wzrost cen żywności jest związany nie tylko z czynnikami podażowymi, lecz również z rosnącym popytem konsumpcyjnym.

Od drugiej poł. 2006 r. czynnikiem, który w coraz większym stopniu wpływa na inflację jest wzrost cen w sektorze usług. Wzrost ten wynika z przyspieszenia tempa wzrostu cen usług rynkowych. Może to być związane m.in. ze wzrostem popytu w warunkach przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego i rosnących dochodów gospodarstw domowych oraz zwiększeniem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze, do czego przyczynia się poprawa sytuacji na rynku pracy.

W odróżnieniu od cen usług, ceny towarów spadają, co jest związane ze spadkiem cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania i których ceny pozostają pod niewielkim wpływem zmian w popycie krajowym. W przypadku pozostałych towarów, od IV kw. 2006 r. można jednak obserwować stopniowe przyspieszenie tempa wzrostu ich cen, choć jest ono nadal niskie.

Przyspieszeniu tempa wzrostu cen konsumpcyjnych towarzyszy wzrost wskaźników inflacji bazowej. W okresie styczeń – marzec 2007 r. wszystkie miary inflacji bazowej wzrosły, jednak ich poziom był niższy niż poziom inflacji CPI.

W okresie luty – kwiecień 2007 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych nieznacznie wzrosły, co wynikało ze wzrostu stopy inflacji bieżącej, i kształtowały się w pobliżu dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie w lutym, marcu i kwietniu br. spadał udział respondentów oczekujących zwiększenia dynamiki cen. Pomimo zmian bieżącej stopy inflacji, od jesieni 2006 r. prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy pozostawały dość stabilne i kształtowały się na poziomie nieco poniżej celu inflacyjnego NBP.

W IV kw. 2006 r. utrzymała się wzrostowa tendencja cen importu wyrażonych w złotych, chociaż ich roczna dynamika była niższa niż w dwóch poprzednich kwartałach, do czego przyczynił się spadek cen ropy naftowej. Po obserwowanym w II połowie 2006 r. spadku cen ropy, od połowy stycznia br. ceny tego surowca ponownie wzrastały.

W I kw. 2007 wzrosła dynamika wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI). Złożyło się na to przede wszystkim przyspieszenie wzrostu cen w *przetwórstwie przemysłowym*. Wzrost ten jest obserwowany od II kw. 2006 r. i to pomimo spadku cen ropy naftowej w II poł. 2006 r. Wskazuje to, że przyspieszenie wzrostu cen produkcji sprzedanej jest prawdopodobnie w znacznej mierze wynikiem wzrostu popytu krajowego związanego z szybkim wzrostem gospodarczym.

Od II kw. 2005 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce systematycznie rośnie. Dane GUS o PKB w IV kw. potwierdziły, że polska gospodarka znajduje się w okresie silnego i utrwalającego się ożywienia, które obejmuje wszystkie sektory gospodarki. Zgodnie z oczekiwaniami ze styczniowego *Raporcu*, dominującą rolę we wzroście PKB odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji i konsumpcji. Nadal obserwuje się silny wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto do wzrostu stał się począwszy od III kw. 2006 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rosło szybciej niż wydajność pracy, czego efektem był wzrost jednostkowych kosztów pracy. Przyspieszeniu wzrostu PKB oraz dalszemu ożywieniu na rynku pracy nadal towarzyszy niska, aczkolwiek rosnąca inflacja, a także niski, choć stopniowo zwiększający się deficyt na rachunku obrotów bieżących.

W IV kw. 2006 r. spożycie indywidualne rosło nadal w szybkim tempie (5,2% r/r), które było tylko nieznacznie niższe od oczekiwanego w styczniowym *Raporcie*. Szybkiemu wzrostowi konsumpcji sprzyjał dalszy wzrost bieżących dochodów gospodarstw domowych. Na utrzymanie dynamiki spożycia na wysokim poziomie wpływał także utrzymujący się szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych. Utrzymująca się na początku br. wysoka dynamika sprzedaży detalicznej, kontynuacja ożywienia na rynku pracy oraz dobre nastroje konsumentów sygnalizują, że silny wzrost popytu konsumpcyjnego utrzymał się w I kw. 2007 r., a jego tempo było prawdopodobnie nieco wyższe niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*.

Utrzymuje się wysoka dynamika nakładów na środki trwałe w gospodarce. W IV kw. 2006 r. realny wzrost nakładów wyniósł 19,3% r/r i był zbliżony do oczekiwań przedstawionych w styczniowym *Raporcie*. Rosnąca aktywność inwestycyjna obejmuje wszystkie główne sektory gospodarki. Można oczekiwać, że dynamika inwestycji w I kw. 2007 r. nadal rosła, do czego, oprócz korzystnej koniunktury, przyczyniły się bardzo dobre warunki pogodowe, ułatwiające prowadzenie prac budowlanych. Obecna prognoza wzrostu nakładów na środki trwałe jest wyższa niż w styczniowym *Raporcie*. W najbliższych kwartałach oczekiwana jest kontynuacja silnego ożywienia inwestycyjnego.

Na podstawie wstępnych miesięcznych danych za okres styczeń – marzec 2007 r. można oceniać, że w I kw. br. dynamika PKB wyraźnie przekroczyła 7,0% r/r, czyli była istotnie wyższa od oczekiwań przedstawionych w styczniowym *Raporcie*. W ocenie NBP, na tak wysoką dynamikę PKB złożyły się, tak jak w poprzednich kwartałach, szybko rosnące nakłady brutto na środki trwałe i spożycie indywidualne. Ze względu na silne ożywienie popytu krajowego dalszemu pogorszeniu uległo saldo handlu zagranicznego.

Systematycznie rośnie popyt na pracę, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście liczby pracujących w gospodarce i spadku stopy bezrobocia. Utrzymuje się wysoki wzrost liczby

pracujących w usługach i przemyśle, przy jednoczesnym znacznym spadku liczby pracujących w rolnictwie. Jednocześnie obserwuje się narastające trudności z pozyskaniem pracowników przez przedsiębiorców. Ważnym czynnikiem przyczyniającym się do narastania problemów kadrowych jest emigracja polskich pracowników do krajów europejskich. Na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu zatrudnienia w II kw. 2007 r. wskazują zarówno badania koniunktury GUS, jak i NBP.

Silnemu ożywieniu na rynku pracy towarzyszy przyspieszenie wzrostu nominalnych wynagrodzeń. Przy jednoczesnym wzroście dynamiki zatrudnienia przyczynia się to do zwiększenia dynamiki funduszu płac, co oddziałuje w kierunku zwiększenia dochodów gospodarstw domowych i wzrostu zagregowanego popytu. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego i towarzyszący mu rosnący popyt na pracę mogą prowadzić do dalszego wzrostu dynamiki płac.

W IV kw. 2006 r. przyspieszył wzrost wydajności pracy w gospodarce. W efekcie, dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się, co powinno łagodzić kosztową presję na wzrost cen. Ponadto, utrzymujący się spadek jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach powinien sprzyjać poprawie ich konkurencyjności.

W okresie od ostatniego *Raportu o inflacji* wzrosły stopy rynkowe, co było związane z nasileniem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP. Spadek cen długoterminowych papierów wartościowych był ograniczony przez relatywnie niską podaż obligacji skarbowych. Na rynek długu pozytywnie wpływały także podwyższenie ratingu kredytowego przez agencję S&P oraz mniejsza wrażliwość kursu złotego na zmiany wartości walut rynków wschodzących (*emerging markets*), w wyniku czego ich deprecjacji na przełomie lutego i marca br. nie towarzyszyła wyprzedaż aktywów złotych, a tym samym nie nastąpił wzrost rentowności polskich papierów skarbowych.

W okresie, jaki upłynął od ostatniego *Raportu o inflacji* kurs złotego umocnił się. Aprecjacja złotego wynikała w dużej mierze z czynników o charakterze krajowym, z których najważniejsze to podwyższenie ratingu kredytowego przez agencję S&P oraz przyznanie Polsce i Ukrainie organizacji mistrzostw EURO 2012. Spadło natomiast oddziaływanie czynników o charakterze globalnym na wycenę polskiej waluty, co powinno sprzyjać stabilizacji jej wartości w przyszłości.

Nadal utrzymuje się szybki wzrost kredytów bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych osiągnęło w ostatnich miesiącach rekordowy poziom, co jest związane z silnym wzrostem popytu na rynku mieszkaniowym. Szybko przyrastają także kredyty konsumpcyjne dla gospodarstw domowych. Od ponad pół roku obserwowane jest również przyspieszenie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, jednak dynamika wzrostu zadłużenia w tym sektorze pozostaje znacznie niższa niż w przypadku gospodarstw domowych.

Na posiedzeniach w styczniu, lutym i marcu 2007 r. Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%. Na kwietniowym posiedzeniu Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

W trakcie posiedzeń Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście minionej, bieżącej i przewidywanej sytuacji go-

spodarczej. Na posiedzeniach rozważano przede wszystkim, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: perspektywy i struktura wzrostu gospodarczego, tendencje na rynku pracy, dynamika cen importu, dynamika agregatów monetarnych i kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Opracowana przez analityków NBP styczniowa projekcja inflacji przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji, w I poł. 2007 r. inflacja miała powrócić do celu inflacyjnego, w 2008 r. miała nadal wzrastać, a w II poł. 2009 r. miała przekroczyć górną granicę odchyień od celu. W trakcie posiedzeń członkowie Rady wyrażali zróżnicowane poglądy na temat perspektyw inflacji przedstawionych w styczniowej projekcji. Poglądy te znalazły odbicie w przebiegu dyskusji na posiedzeniach.

Na kwietniowym posiedzeniu Rada zapoznała się z przygotowaną przez analityków NBP projekcją inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Zgodnie z kwietniową projekcją z modelu ECMOD, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 6,0-7,0% w 2007 r. (wobec 4,9-6,7% w projekcji styczniowej), 4,0-6,3% w 2008 r. (wobec 3,6-6,4%) oraz 4,0-7,0% w 2009 r. (wobec 3,5-6,5%).

Według kwietniowej projekcji inflacji, tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie w całym horyzoncie niższe niż w styczniowej projekcji. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,3-2,6% w IV kw. 2007 r. (wobec 2,1-3,8% w projekcji styczniowej), 1,6-3,8% w IV kw. 2008 r. (wobec 2,2-4,5%) oraz 2,1-4,6% w IV kw. 2009 r. (wobec 2,4-5,2%). Rada zapoznała się również z wynikami innych prac progностycznych prowadzonych w NBP.

Rada ocenia, że w II połowie 2007 r. inflacja CPI przejściowo obniży się do poziomu wyraźnie niższego od celu inflacyjnego 2,5%, na co wskazuje również kwietniowa projekcja inflacji.

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu, co skłoniło Radę do zacieśnienia polityki pieniężnej. Rada uznała, że w najbliższych kwartałach utrzyma się wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku stopniowego narastania presji płacowej i inflacyjnej.

W najbliższych miesiącach Rada będzie bacznie obserwować relację tempa wzrostu wynagrodzeń do dynamiki wydajności pracy, poziom kursu złotego, oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę oraz inne czynniki.

Przebieg procesów inflacyjnych

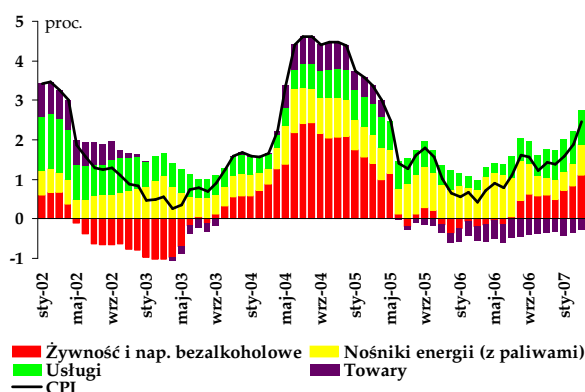
1.1 Wskaźniki inflacji

Od listopada 2006 r. roczne tempo wzrostu cen mierzone wskaźnikiem CPI stopniowo wzrastało (Wykres 1.1). W rezultacie, od stycznia br. roczna stopa inflacji powróciła do przedziału odchyłek od celu inflacyjnego (2,5% +/-1 pkt proc.), a w marcu ukształtowała się na poziomie celu. Zmiany zachodzące w strukturze wzrostu cen mogą wskazywać, że zwiększenie dynamiki wskaźnika CPI następujące w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego w coraz większym, choć nadal umiarkowanym, stopniu związane jest z rosnącym popytem wewnętrznym.

W okresie styczeń-marzec br. do przyspieszenia tempa wzrostu cen w największym stopniu przyczynił się wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Podczas gdy od końca 2005 r. do połowy 2006 r. spadek cen żywności sprzyjał utrzymywaniu się inflacji na niskim poziomie, począwszy od sierpnia 2006 r. ceny w tej grupie produktów wzrastają w tempie szybszym niż inflacja. Zmiany cen żywności są nadal w znacznym stopniu determinowane przez czynniki o charakterze podażowym, na które polityka pieniężna nie oddziałuje. Obserwowany od sierpnia 2006 r. coraz szybszy wzrost cen żywności przetworzonej może jednak wskazywać, że w ostatnim okresie do wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych przyczyniał się również rosnący popyt konsumpcyjny (Wykres 1.2).

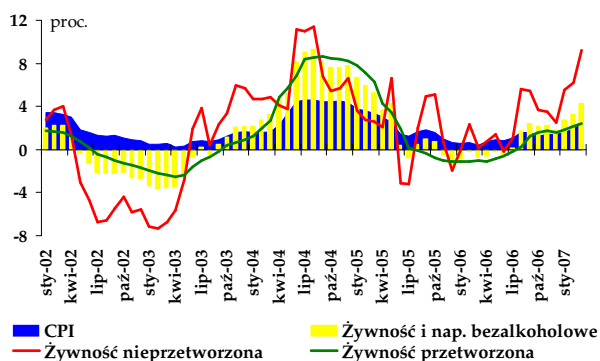
Od drugiej poł. 2006 r. czynnikiem, który w coraz większym stopniu wpływa na inflację jest wzrost cen w sektorze usług. Wzrost ten wynika z przyspieszenia tempa wzrostu cen usług rynkowych, podczas gdy dynamika cen usług nierynkowych¹

□ Wykres 1.1:
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ Wykres 1.2:
Indeksy cen żywności i napojów bezalkoholowych r/r



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹Do usług nierynkowych zaliczamy: koszty związane z

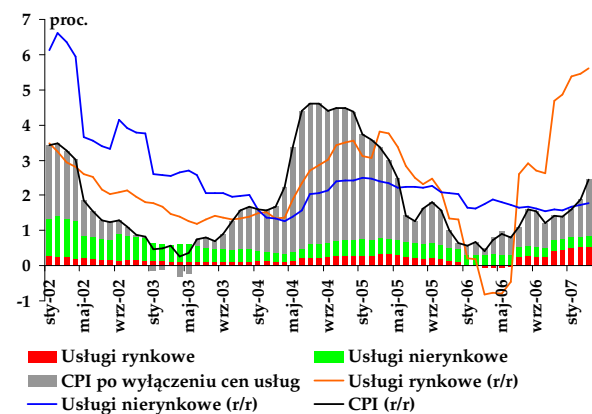
kategoria	waga w CPI	2006										2007		
		kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	
CPI	100.0%	0.7	0.9	0.8	1.1	1.6	1.6	1.2	1.4	1.4	1.6	1.9	2.5	
Żywność i napoje bezalkoholowe	26.2%	-0.6	-0.2	-0.5	0.2	1.8	2.4	2.2	2.2	1.8	2.8	3.2	4.3	
Nośniki energii (łącznie z paliwami)	16.1%	7.0	7.6	7.3	6.4	6.5	5.0	3.2	2.9	3.1	3.0	3.5	4.8	
Towary, których ceny są pod silnym wpływem globalizacji	6.8%	-7.0	-7.1	-7.1	-7.1	-7.3	-7.1	-7.3	-7.3	-7.3	-7.9	-7.7	-7.8	
Towary pozostałe	23.6%	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6	0.7	1.0	
Usługi rynkowe	10.0%	-0.8	-0.8	-0.5	2.6	2.9	2.7	2.6	4.7	4.9	5.4	5.5	5.6	
Usługi nierynkowe	17.3%	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	

Tabela 1.1: Dekompozycja CPI (r/r, proc.)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.3:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

od początku 2006 r. pozostaje stabilna (Wykres 1.3). Na wzrost dynamiki usług w znaczącym stopniu wpłynęły efekty statystyczne związane ze zmianami cen usług internetowych². Po ich uwzględnieniu dynamika cen usług rynkowych jest znacznie niższa i nie przekracza celu NBP (2,5%). Niemniej jednak, nawet po wyłączeniu usług internetowych, inflacja w grupie usług, których ceny są kształtowane przez mechanizmy rynkowe, jest rosnąca. Może to być związane m.in. ze wzrostem popytu w warunkach przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego i rosnących dochodów gospodarstw domowych oraz zwiększeniem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze, do czego przyczynia się poprawa sytuacji na rynku pracy.

W odróżnieniu od cen usług, ceny towarów³ spadają. W kierunku obniżania inflacji w dalszym ciągu oddziałuje spadek cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji⁴, których

utrzymaniem mieszkania i domu, usługi lekarskie, edukacja, żłobki, usługi transportowe, usługi związane z łącznością, oraz pozostałe usługi ubezpieczenia, administracji państwowej, abonament RTV.

²Więcej na temat zmian cen usług internetowych: zobacz styczniowy *Raport o inflacji*, str. 12.

³Zgodnie z przyjętą w *Raporcie* definicją, kategoria towarów nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii (łącznie z paliwami).

⁴Do grupy towarów, których ceny są pod silnym wpływem globalizacji zalicza się: odzież, obuwie, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, instrumenty muzyczne, gry zabawki, sprzęt sportowy i kempingowy do rekreacji

znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania i których ceny pozostają pod niewielkim wpływem zmian w popycie krajowym (Wykres 1.4). W przypadku pozostałych towarów, od IV kw. 2006 r. można jednak obserwować stopniowe przyspieszenie tempa wzrostu ich cen⁵. Jest to kolejny czynnik, który może świadczyć o rosnącej presji popytowej w polskiej gospodarce.

Obserwowana w Polsce rozbieżność między dynamiką cen usług oraz towarów jest przede wszystkim związana z faktem, że sektor usług charakteryzuje się niższym wzrostem wydajności niż produkcja przemysłowa oraz w mniejszym stopniu podlega konkurencji międzynarodowej, która ogranicza pole do kształtowania cen przez przedsiębiorców. Wspomniane różnice w wydajności są zazwyczaj największe w krajach takich jak Polska, które domykają lukę rozwojową w stosunku do bardziej rozwiniętych gospodarek. Wyższa inflacja w usługach może również wynikać ze zmian preferencji prowadzących do wzrostu udziału usług w konsumpcji w krajach, w których następuje szybki wzrost poziomu życia⁶.

W IV kw. 2006 r. i pierwszych dwóch miesiącach 2007 r. wkład wzrostu cen nośników energii do wzrostu wskaźnika CPI był stabilny, wzrósł natomiast w marcu br., w związku ze znacznym przyspieszeniem wzrostu cen paliw (Wykres 1.1). W okresie styczeń–marzec 2007 utrzymującej się wysokiej dynamice cen gazu ziemnego i ciepłej wody towarzyszyło zwiększenie tempa wzrostu cen paliw oraz obniżenie się dynamiki cen energii elektrycznej.

Przyspieszeniu tempa wzrostu cen konsumpcyjnych towarzyszy wzrost wskaźników inflacji bazowej (Wykres 1.5). W okresie styczeń – marzec 2007 r. wszystkie miary inflacji bazowej wzrosły, jednak ich poziom był niższy niż poziom inflacji CPI.

Od listopada 2005 r. Polska spełnia kryterium

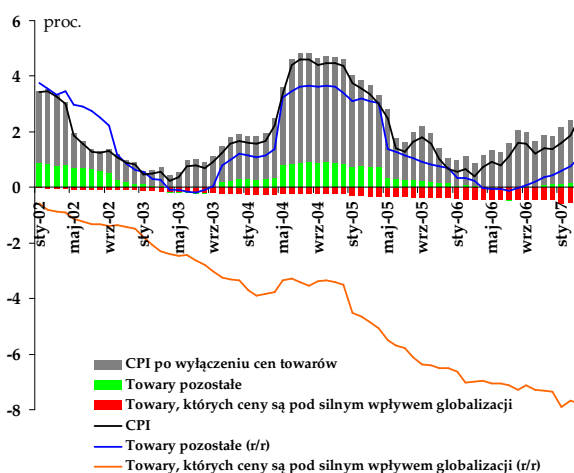
na powietrzu, urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

⁵Tendencja ta ma miejsce również po wyłączeniu z tej grupy cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, których ceny w znacznym stopniu zależą od zmian poziomu akcyzy, a więc czynnika nie związanego z popytem.

⁶Na przykład w Polsce udział usług w koszyku CPI między 2001 a 2007 r. wzrósł z poziomu 33,2% do 36,7%.

□ Wykres 1.4:

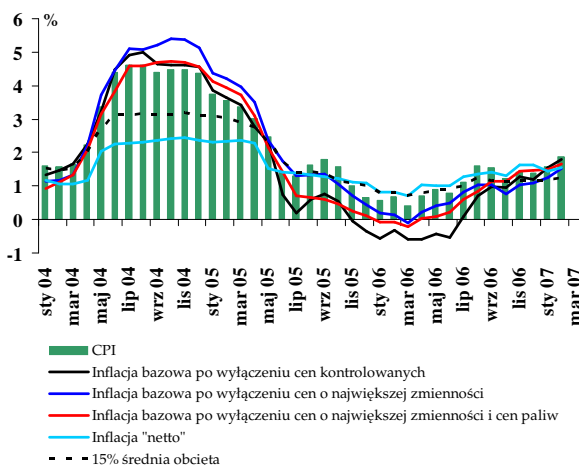
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ Wykres 1.5:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

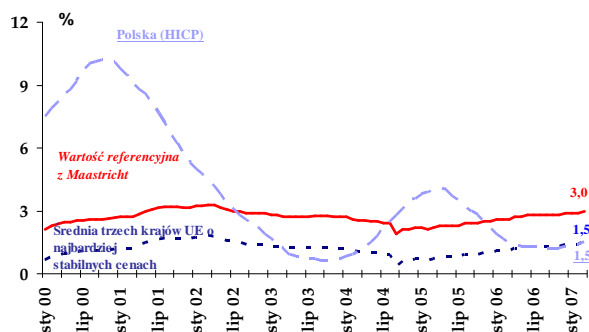
ZMIANY r/r (w proc.)	2006									2007		
	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar
CPI	0.7	0.9	0.8	1.1	1.6	1.6	1.2	1.4	1.4	1.6	1.9	2.5
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	-0.6	-0.4	-0.5	0.1	0.7	1.0	0.9	1.3	1.2	1.5	1.8	2.3
Cen o największej zmienności	0.2	0.4	0.5	0.8	1.0	1.0	0.8	1.0	1.1	1.2	1.5	2.0
Cen o największej zmienności i cen paliw	0.0	0.1	0.2	0.6	0.8	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4	1.4	1.3	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7
15% średnia obciąża	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.7
ZMIANY m/m (w proc.)	2006									2007		
CPI	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar
CPI	0.7	0.5	-0.3	0.0	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.2	0.4	0.3	0.5
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0.3	0.5	-0.4	-0.2	0.3	0.3	0.4	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.4
Cen o największej zmienności	0.1	0.0	-0.7	0.7	0.4	0.2	0.3	0.5	0.3	-0.1	0.0	0.3
Cen o największej zmienności i cen paliw	-0.2	-0.2	-0.7	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	-0.1	0.0	0.0
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0.4	0.0	0.1	0.5	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1
15% średnia obciąża	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.2
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3
Inflacja "netto"	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2

Tabela 1.2: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.6:

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



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

inflacyjne, które jest jednym z warunków uczestnictwa w strefie euro⁷ (Wykres 1.6). Ponadto, od marca 2006 r. Polska znajduje się w grupie trzech krajów o najniższym poziomie średniorocznej inflacji w UE. Tym samym inflacja w Polsce jest uwzględniana przy obliczaniu wartości referencyjnej.

⁷W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, w okresie referencyjnym średnioroczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych HICP nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym tempie wzrostu cen, powiększonej o 1,5 pkt. proc. (więcej informacji na temat kryterium znajduje się w rozdziale 1.3 Raportu o Inflacji ze stycznia 2007 r.).

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Od 2005 r. zarówno oczekiwania inflacyjne osób prywatnych⁸, jak i prognozy inflacyjne analityków bankowych kształtują się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.7).

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych mają charakter silnie adaptacyjny tzn. na ich zmiany wpływają przede wszystkim zmiany bieżącego poziomu inflacji. W okresie luty–kwiecień 2007 r. oczekiwania osób prywatnych nieznacznie wzrosły, co wynikało ze wzrostu stopy inflacji bieżącej, i kształtowały się w pobliżu dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie nastąpiła poprawa struktury odpowiedzi respondentów na pytanie ankietowe dotyczące przyszłego tempa wzrostu cen (Wykres 1.8). W lutym, marcu i kwietniu br. spadał udział respondentów oczekujących zwiększenia dynamiki cen. W okresie tym ponad połowa ankietowanych oczekiwała, że tempo wzrostu cen nie zmieni się.

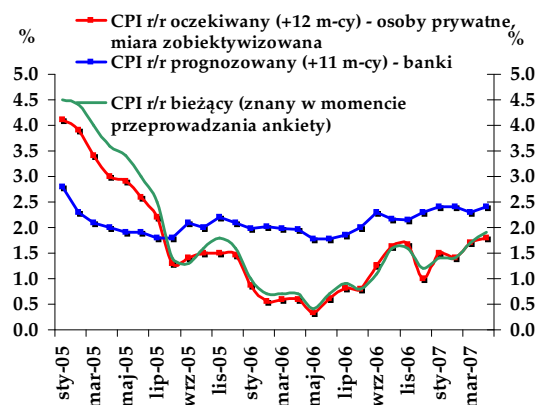
Pomimo zmian bieżącej stopy inflacji, od jesieni 2006 r. prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy pozostawały dość stabilne i kształtowały się na poziomie nieco poniżej celu inflacyjnego NBP. Może to świadczyć o wysokim stopniu wiarygodności polityki pieniężnej wśród analityków bankowych, na co wskazują również wyniki badań empirycznych⁹.

⁸Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych zależy od struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe oraz bieżącej stopy inflacji stanowiącej dla respondentów punkt odniesienia przy deklarowaniu swoich przewidywań. Bieżąca stopa inflacji jest tu zdefiniowana jako stopa inflacji znana respondentom w momencie przeprowadzania badania, która jest opóźniona o dwa okresy w stosunku do miesiąca, w którym ankietowani są respondenci.

⁹Por. T. Łyżiak, J. Mackiewicz, E. Stanisławska (2007), *Central Bank Transparency and Credibility: The Case of Poland, 1998-2004*, European Journal of Political Economy, nr 23, str. 67-87.

□ Wykres 1.7:

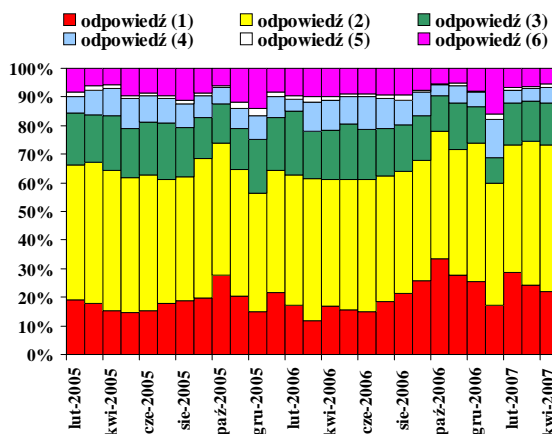
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych



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

□ Wykres 1.8:

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



Źródło: Dane Ipsos.

Pytanie ankiety 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?"

Determinanty inflacji

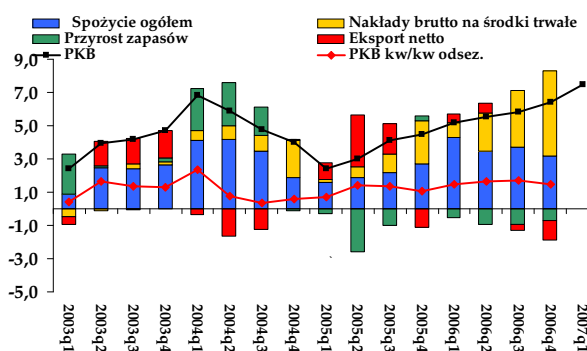
Od II kw. 2005 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce systematycznie rośnie. Dane GUS o PKB w IV kw. potwierdziły, że polska gospodarka znajduje się w okresie silnego i utrwalającego się ożywienia, które obejmuje wszystkie sektory gospodarki (tj. usługi, przemysł, budownictwo). Zgodnie z oczekiwaniami ze styczniowego *Raportu*, dominującą rolę we wzroście PKB odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji i konsumpcji. Nadal obserwuje się silny wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto do wzrostu stał się począwszy od III kw. 2006 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem był wzrost jednostkowych kosztów pracy. Przyspieszeniu wzrostu PKB oraz dalszemu ożywieniu na rynku pracy nadal towarzyszy niska, aczkolwiek rosnąca inflacja, a także niski, choć stopniowo zwiększający się deficyt na rachunku obrotów bieżących.

2.1 Popyt

W IV kw. 2006 r. utrzymało się wysokie tempo wzrostu realnego PKB w ujęciu kwartalnym (Tabela 2.1¹⁰), co przełożyło się na dalsze przyspieszenie wzrostu PKB w ujęciu rocznym (Wykres 2.1).

¹⁰W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może się różnić od prezentowanej przez GUS. Ponadto, dane dotyczące rachunków narodowych przedstawione w *Raporcie* nie uwzględniają rewizji dokonanej przez GUS 23 kwietnia 2007 r.

Wykres 2.1:
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS, I kw. 2007 r. – szacunki NBP.

Wyrównane sezonowo (procent)	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4
PKB	0.3	0.6	0.7	1.4	1.3	1.0	1.5	1.6	1.7	1.5
Popyt krajowy	0.2	-0.1	0.6	0.5	1.3	1.6	1.3	1.6	1.9	2.0
Spożycie ogółem	0.4	0.2	0.4	1.2	0.9	1.1	1.4	0.7	1.2	1.1
Spożycie indywidualne	0.3	0.3	-0.2	1.0	0.9	1.1	1.9	1.0	1.4	1.0
Akumulacja Nakłady na środki trwałe brutto	-1.5	-1.6	1.6	-2.0	3.1	3.5	1.6	4.0	3.9	3.9
	1.2	1.6	0.8	1.8	2.3	4.1	3.7	5.1	4.8	4.2

Tabela 2.1: Tempo wzrostu PKB i składników popytu w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. (wyrównane sezonowo)

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Był to kolejny kwartał, w którym silnie wzrosły nakłady brutto na środki trwałe i spożycie indywidualne, co przełożyło się na wzrost popytu krajowego realnie aż o 7,7% r/r. Import wzrósł szybciej niż eksport i od dwóch kwartałów saldo handlu zagranicznego jest czynnikiem zmniejszającym wzrost PKB. Tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. 2006 r. oraz jego struktura były zgodne z szacunkami przedstawionymi w styczniowym *Raporcie*.

Na podstawie wstępnych miesięcznych danych za okres styczeń-marzec 2007 r. można oceniać, że w I kw. 2007 r. dynamika PKB wyraźnie przekroczyła 7,0% r/r, czyli była istotnie wyższa od oczekiwań przedstawionych w styczniowym *Raporcie*. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost PKB wyniósł ok. 2% kw/kw. W ocenie NBP, na tak wysoką dynamikę PKB złożyły się, tak jak w poprzednich kwartałach, szybko rosnące nakłady brutto na środki trwałe i spożycie indywidualne. Ze względu na silne ożywienie popytu krajowego dalszemu pogorszeniu uległo saldo handlu zagranicznego.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

W IV kw. 2006 r. spożycie indywidualne rosło nadal w szybkim tempie (5,2% r/r), które było tylko nieznacznie niższe od oczekiwanego w styczniowym *Raporcie*. Spożycie publiczne wzrosło o 2,5% r/r, co było wyższą dynamiką niż wynikało z wcześniejszych szacunków GUS.

Szybkemu wzrostowi konsumpcji sprzyjał dalszy wzrost bieżących dochodów gospodarstw do-

mowych (Wykres 2.2). Na utrzymanie dynamiki spożycia na wysokim poziomie wpływał także utrzymujący się szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych (zob. rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*).

Na wysoki realny wzrost dochodów do dyspozycji złożyło się dalsze przyspieszenie dynamiki dochodów z pracy najemnej, poprawa dochodów z własności i działalności gospodarczej prowadzonej na własny rachunek oraz znaczny przyrost prywatnych transferów Polaków pracujących za granicą. Zwiększenie dynamiki dochodów z pracy najemnej wynikało z przyspieszenia wzrostu zatrudnienia i wzrostu płac (patrz rozdz. 2.3 *Rynek pracy*).

Wzrostowi konsumpcji sprzyjały także bardzo korzystne nastroje konsumentów (na co wskazują wyniki badań kondycji gospodarstw domowych), oceniających znacznie lepiej niż przed rokiem zmiany własnej sytuacji finansowej w okresie ostatniego roku, oraz poprawiające się nadal oczekiwania konsumentów dotyczące ich sytuacji finansowej w okresie najbliższego roku. W dalszym ciągu zmniejszały się obawy przed bezrobociem, co oddziaływało w kierunku poprawy nastrojów. Rosnący popyt konsumpcyjny znalazł odzwierciedlenie w silnym wzroście sprzedaży detalicznej towarów.

Utrzymująca się na początku br. wysoka dynamika sprzedaży detalicznej, kontynuacja ożywienia na rynku pracy oraz dobre nastroje konsumentów sygnalizują, że silny wzrost popytu konsumpcyjnego utrzymał się w I kw. 2007 r., a jego tempo było prawdopodobnie nieco wyższe niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*.

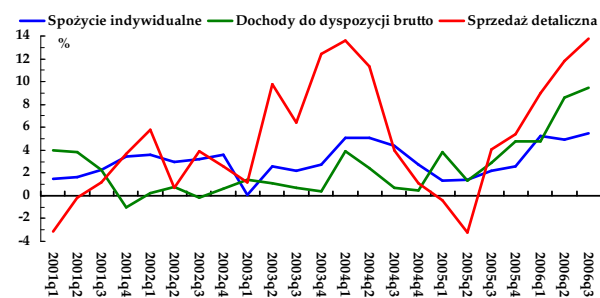
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W I kw. 2007 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 4,8 mld zł i był znacząco niższy niż w I kw. lat ubiegłych, do czego w zasadniczym stopniu przyczyniły się wysokie dochody budżetowe. Dochody podatkowe wzrosły w tym okresie o 15,3% r/r. Korzystnie na sytuację dochodową budżetu państwa wpływało wysokie tempo wzrostu gospodarczego.

Według aktualnej *Notyfikacji fiskalnej* w całym

Wykres 2.2:

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



Źródło: Dane GUS, Dochody do dyspozycji brutto w IV kw. 2006 – szacunki NBP.

2007 r. deficyt sektora finansów publicznych liczony według standardów UE (ESA'95 z OFE poza sektorem) ma wynieść 3,4% PKB, wobec szacowanego wykonania deficytu w 2006 r. na poziomie 3,9% PKB. Zgodnie z *Programem Konwergencji, Aktualizacja listopad 2006*, w 2007 r. deficyt sektora finansów publicznych skorygowany o wpływ wahań cyklicznych zmieni się w podobnym kierunku i skali, co deficyt nominalny (patrz ramka).

Obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform trwale ograniczających nierównowagę finansów publicznych. Ograniczenie nierównowagi finansów publicznych umożliwiłoby spełnienie kryteriów konwergencji oraz przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego. Działania powodujące zmniejszenie dochodów publicznych¹¹ bez jednoczesnego obniżenia wydatków publicznych mogą utrudnić wypełnienie zobowiązań wynikających z Paktu Stabilności i Wzrostu, w szczególności, gdy proponowane jest zwiększenie obciążeń dla finansów państwa poprzez np. wprowadzenie corocznej waloryzacji emerytur i rent o wskaźnik uwzględniający wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych powiększony o 20% realnego wzrostu wynagrodzenia w gospodarce. Pomimo proponowanych obecnie zmian w organizacji sektora finansów publicznych oraz kontroli nad wydatkowaniem środków publicznych, skala oszczędności z nimi związana może być niewystarczająca do znaczącego i trwałego obniżenia deficytu finansów publicznych.

¹¹Planowane jest obniżenie składki na ubezpieczenie rentowe o 3 pkt. proc. od lipca 2007 r. i o kolejne 4 pkt. proc. od stycznia 2008 r. Ponadto w 2009 r. mają zostać wprowadzone, zgodnie z przyjętą w 2006 roku ustawą, dwie stawki podatku dochodowego od osób fizycznych (18% i 32%).

Wynik sektora finansów publicznych a koniunktura gospodarcza

Wynik sektora finansów publicznych w dużej mierze zależy od wahań koniunktury gospodarczej. W okresie szybkiego wzrostu gospodarczego dynamicznie rosną wpływy podatkowe oraz spadają niektóre kategorie wydatków publicznych w związku z poprawą sytuacji ekonomicznej społeczeństwa. W czasie spowolnienia gospodarczego sytuacja jest odwrotna. Wynik budżetowy może być zatem przejściowo lepszy (w czasie ożywienia) lub gorszy (w czasie spowolnienia) od poziomu, jaki występowałby gdyby wpływ cyklu koniunkturalnego na finanse publiczne był neutralny, tj. gdyby gospodarka rozwijała się w tempie zgodnym ze wzrostem produktu potencjalnego.

Z tego względu, w celu właściwej oceny stanu finansów publicznych oraz skali zacieśnienia lub rozluźnienia polityki fiskalnej, koryguje się wynik finansów publicznych o wpływ cyklu koniunkturalnego, uzyskując tzw. wynik skorygowany o wpływ wahań cyklicznych. Miara ta jest powszechnie stosowana do oceny sytuacji finansów publicznych, w szczególności w krajach Unii Europejskiej. Pakt Stabilności i Wzrostu, obowiązujący kraje UE, odnosi się właśnie do zmiany wielkości wyniku skorygowanego o wpływ wahań cyklicznych jako podstawowej miary zacieśnienia polityki fiskalnej. Pakt zaleca krajom o nadmiernej nierównowadze finansów publicznych redukowanie deficytu cyklicznie skorygowanego w relacji do PKB w tempie co najmniej 0,5 pkt. proc. rocznie. Polska, jako kraj objęty procedurą nadmiernego deficytu, jest zobowiązana do redukcji deficytu skorygowanego o wpływ wahań cyklicznych właśnie w takim tempie.

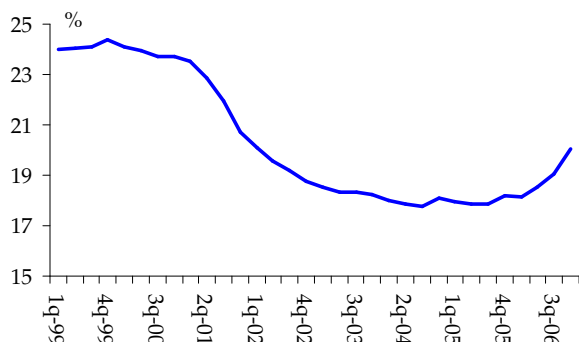
Do obliczeń cyklicznie skorygowanego wyniku budżetowego należy podchodzić z ostrożnością, gdyż miara ta oparta jest na szacunkach potencjalnego tempa wzrostu i luki popytowej, a zatem wielkościach nieobserwowalnych. Szacunki luki popytowej i wyniku skorygowanego o wpływ wahań cyklicznych mogą się różnić w zależności od zastosowanej metody obliczeń. Warto jednak zwrócić uwagę, że różne metody, dające odmienne wyniki dotyczące poziomu wyniku cyklicznie skorygowanego, często prowadzą do podobnych wniosków na temat kierunku i skali jego zmiany, dostarczając w ten sposób informacji co do perspektyw finansów publicznych oraz wpływu polityki fiskalnej na gospodarkę.

Szacunki cyklicznego składnika wyniku budżetowego, przedstawione w Aktualizacji Programu Konwergencji z listopada 2006 r., obliczone zostały przy wykorzystaniu tradycyjnej metody, stosowanej m.in. przez OECD i Komisję Europejską, w której wpływ cyklu gospodarczego na finanse publiczne jest szacowany przy wykorzystaniu luki popytowej. Istnieje również podejście alternatywne, tzw. zdezagregowane, które jest stosowane w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych¹. W podejściu tym nie jest wykorzystywana luka popytowa, lecz osobno obliczone szeregi trendu oraz luk dla poszczególnych baz podatkowych. Zastosowanie takiego podejścia pozwala na uwzględnienie struktury wzrostu gospodarczego przy ocenie jego wpływu na finanse publiczne - np. ożywienie gospodarcze wynikające ze wzrostu spożycia indywidualnego w większym stopniu przekłada się na poprawę nieskorygowanego wyniku finansów publicznych niż ożywienie wynikające z przyspieszenia eksportu netto.

¹ Metoda ta jest szczegółowo opisana w opracowaniu Bouthevillain i in., *Cyclically Adjusted Budget Balances: An Alternative Approach*, ECB Working Paper 2001.

Wykres 2.3:

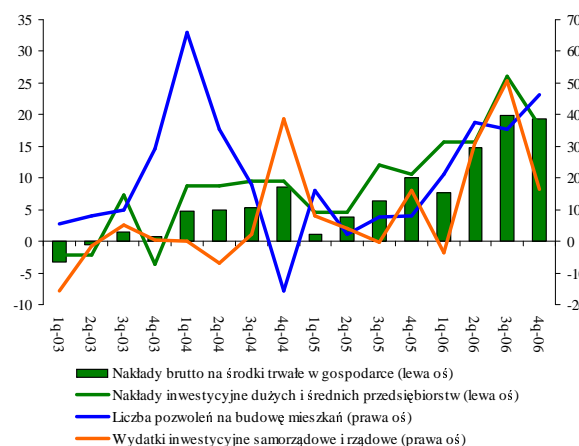
Stopa inwestycji w gospodarce (udział nakładów brutto na środki trwałe w PKB w ujęciu rocznym).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP

Wykres 2.4:

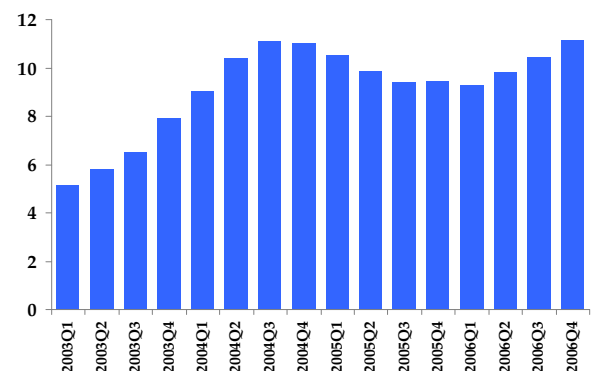
Roczne tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce oraz sektorze przedsiębiorstw, wydatków inwestycyjnych sektora rządowego i samorządowego oraz liczby pozwoleń na budowę mieszkań.



Źródło: Dane GUS, dane Ministerstwa Finansów, szacunki NBP

Wykres 2.5:

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS, szacunki NBP.

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego liczona jako wynik operacyjny w stosunku do różnicy aktywów ogółem i zobowiązań bieżących (w ujęciu rocznym)

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 49 osób.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

Utrzymuje się wysoka dynamika nakładów na środki trwałe w gospodarce. W IV kw. 2006 r. realny wzrost nakładów wyniósł 19,3% r/r i był zbliżony do oczekiwań przedstawionych w styczniowym *Raporcie*. W całym 2006 r. nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 16,7% r/r. W rezultacie stopa inwestycji (udział inwestycji w PKB) w ub.r. wzrosła do 20,0% (Wykres 2.3).

Rosnąca aktywność inwestycyjna obejmuje wszystkie główne sektory gospodarki (Wykres 2.4).

Utrzymuje się wysoki wzrost wydatków na środki trwałe w sektorze przedsiębiorstw. W ocenie NBP, w IV kw. 2006 r. wciąż w dwucyfrowym tempie rosły nakłady inwestycyjne sektora rządowego i samorządowego. Systematyczną poprawę odnotowuje się także w budownictwie mieszkaniowym.

Wśród nakładów ponoszonych przez przedsiębiorstwa w 2006 r. najszybciej rosły zakupy środków transportu, maszyn i urządzeń, relatywnie wolniej natomiast wydatki na budynki i budowle. Rosną zatem nakłady umożliwiające szybkie podnoszenie zdolności wytwórczych. W skali całej gospodarki struktura rodzajowa inwestycji nie ulega jednak istotnym zmianom¹², ze względu na silny wzrost popytu ze strony sektora rządowego i samorządowego, ukierunkowanego głównie na realizację projektów infrastrukturalnych.

Można oczekiwać, że dynamika inwestycji w I kw. 2007 r. nadal rośnie, do czego, oprócz korzystnej koniunktury, przyczyniły się bardzo dobre warunki pogodowe, ułatwiające prowadzenie prac budowlanych. Obecna prognoza wzrostu nakładów na środki trwałe jest wyższa niż w styczniowym *Raporcie*.

W najbliższych kwartałach oczekiwana jest kontynuacja silnego ożywienia inwestycyjnego w sektorze przedsiębiorstw. Wskazuje na to m.in. utrzymująca się wysoka stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego (Wykres 2.5), przy relatywnie niskim koszcie kapitału, korzystnych perspektywach kształtowania się popytu oraz bardzo wysokim

¹² Analiza struktury inwestycji może być pomocna w ocenie dynamiki produktu potencjalnego. Por. ramka w styczniowym *Raporcie*, str. 26-27.

stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.6).

Kontynuacja wysokiej aktywności inwestycyjnej znajduje potwierdzenie w systematycznie rosnącej wartości kosztorysowej rozpoczętych zadań inwestycyjnych. Do podobnych wniosków składają także wyniki Badań Koniunktury NBP¹³. Oczekiwania wzrostu popytu wśród ankietowanych przedsiębiorstw są obecnie rekordowo wysokie i jednocześnie przedsiębiorstwa sygnalizują, że wzrost ten ma w coraz większym stopniu charakter trwały. Dodatkowo, przedsiębiorstwa mają obecnie bardzo dobre możliwości finansowania rozwoju, na co wskazuje dynamiczny wzrost gromadzonych przez nie środków na rachunkach bankowych oraz ułatwiony dostęp do kredytu dla przedsiębiorstw¹⁴ i jego niski koszt (por. Rozdział 2.5.3. *Kredyt i pieniądz*). Inwestycjom przedsiębiorstw sprzyjać będzie także rosnący napływ środków finansowych z UE, których efektywne wykorzystanie będzie jednak warunkowane dalszym usprawnianiem działania systemu rozdysponowania tych środków. W ocenie NBP, napływ funduszy z UE będzie ponadto główną determinantą dalszego wzrostu inwestycji w sektorze rządowym i samorządowym.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

Według danych NBP, w IV kw. 2006 r. deficyt obrotów bieżących zwiększył się do najwyższego poziomu od II kw. 2004 r. (Wykres 2.7), choć w relacji do PKB (w skali 4 kwartałów) nadal był on stosunkowo niski (2,3% w 2006 r.).

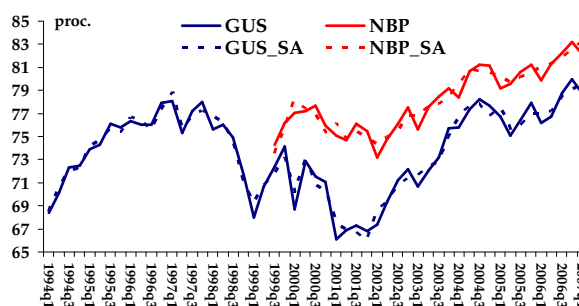
Według danych GUS, w IV kw. 2006 r. ujemne saldo w polskim handlu zagranicznym zwiększyło się zarówno wobec okresu sprzed roku, jak i poprzedniego kwartału. Na wzrost ujemnego salda

¹³Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2007 r., NBP.

¹⁴Na łagodzenie warunków i kryteriów przyznawania kredytów wskazują wyniki badań ankietowych NBP kierowanych do przewodniczących komitetów kredytowych w bankach komercyjnych. Zwiększenie dostępności kredytu sygnalizowane jest także przez przedsiębiorstwa w Badaniach Koniunktury NBP.

□ Wykres 2.6:

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

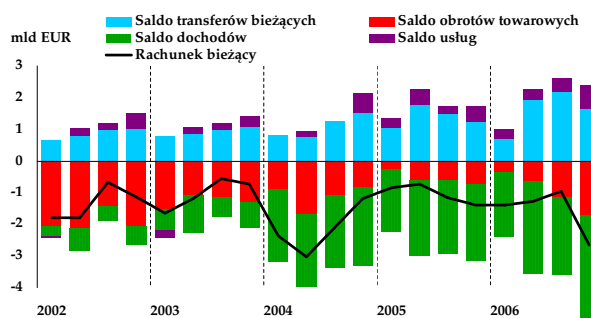


Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnieniem 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 2007 r. 869 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

□ Wykres 2.7:

Bilans obrotów bieżących i jego główne składowe (w mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*										
r/r	12.8	7.7	-8.2	-16.8	-6.9	-6.3	-0.4	5.1	7.3	6.6
kw./kw.	-10.5	2.0	-13.0	4.8	0.1	2.7	-7.5	10.5	2.2	2.0
Ceny importu / ceny krajowe producentów										
r/r	-8.2	-10.5	-11.8	-13.7	-3.2	-2.2	-2.0	3.3	0.7	0.6
kw./kw.	-9.4	-2.5	1.8	-4.1	1.6	-1.5	2.0	1.1	-0.9	-1.6
REER ULC*										
r/r	-1.2	10.9	26.8	20.9	13.0	6.4	0.5	1.0	-1.0	1.9
kw./kw.	9.6	3.4	16.4	-8.3	2.4	-2.6	9.9	-7.8	0.4	0.2

Tabela 2.2: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu (zmiana w proc.)

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

REER ULC (realny efektywny kurs walutowy): nominalny efektywny kurs walutowy skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym. Minus oznacza deprecjację.

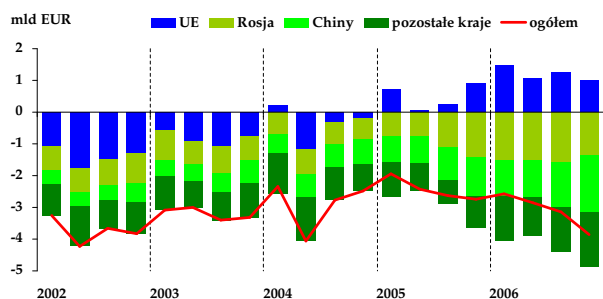
Źródło: Dane Eurostatu, KE, GUS oraz szacunki NBP i EBC.

obrotów towarowych złożyło się przede wszystkim utrzymanie dynamiki wolumenu importu na poziomie z poprzedniego kwartału przy jednoczesnym obniżeniu się tempa wzrostu wolumenu eksportu¹⁵.

Analiza zmian salda handlowego według najważniejszych partnerów handlowych Polski wskazuje, że na pogłębienie się deficytu w IV kw. 2006 r. wobec poprzedniego kwartału złożyło się przede wszystkim dalsze zwiększenie ujemnego salda w handlu z krajami trzecimi, zwłaszcza z Chinami¹⁶ (Wykres 2.8). Negatywny wpływ na saldo polskiego handlu miało także obniżenie się nad-

□ **Wykres 2.8:**

Saldo polskiego handlu zagranicznego.



Źródło: Dane GUS.

¹⁵W IV kw. 2006 r. wolumen importu wzrósł o 15,9% r/r (a więc tak jak w III kw.), natomiast wolumen eksportu zwiększył o 11,0% r/r (wobec wzrostu w III kw. o 15,9%). Wpływ szybszego wzrostu wolumenu importu niż eksportu na poziom salda został nieco osłabiony w efekcie poprawy *terms of trade*. Ceny transakcyjne eksportu wyrażone w EUR wzrosły w IV kw. 2006 r. o 6,1% r/r (wobec 6,3% r/r w III kw. 2006 r.), podczas gdy ceny importu wzrosły o 4,0% r/r (wobec 5,9% r/r w III kw.). W wyniku tych zmian wolumenu i cen wartość eksportu w EUR zwiększyła się w IV kw. 2006 r. o 17,8% r/r, natomiast wartość importu wzrosła o 20,6% r/r

¹⁶Złożyła się na to wysoka dynamika importu z Chin - na które przypada 45% deficytu handlowego Polski. W IV kw. ub.r. wartość przywozu z tego kraju zwiększyła się o 40,7%. W tym okresie Chiny były trzecim dostawcą do Polski, a ich udział w polskim imporcie zwiększył się do 7,1%.

wyżki w wymianie z krajami Unii Europejskiej. Zmniejszył się natomiast deficyt w handlu z Rosją i wzrosła nadwyżka w handlu z pozostałymi krajami WNP. Na obniżenie deficytu handlowego z Rosją złożyło się z jednej strony przyspieszenie dynamiki eksportu do tego kraju, a z drugiej – spowolnienie wzrostu importu.

Na pogłębienie się ujemnego salda w handlu ze strefą euro wskazują dane Eurostatu. W IV kw. 2006 r. deficyt polskiego handlu ze strefą euro wyniósł 4,5 mld EUR, chociaż wzrost polskiego eksportu był szybszy niż importu. Utrzymaniu się wysokiej dynamiki importu strefy euro z Polski sprzyjało nie tylko utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu popytu importowego w strefie euro¹⁷, ale także przyspieszenie dynamiki eksportu strefy euro do najwyższego poziomu w okresie ostatnich sześciu lat. Znacznie wyższa dynamika importu z Polski w porównaniu z importem z innych krajów przyczyniła się do dalszego wzrostu udziału Polski w imporcie strefy euro (do 3,2%).

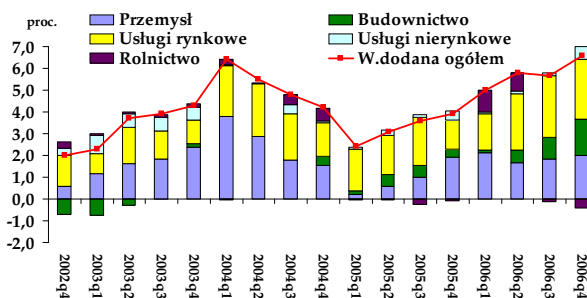
2.2 Produkcja

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*, w IV kw. 2006 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie rocznej dynamiki wartości dodanej brutto (Wykres 2.9). W porównaniu do poprzedniego kwartału, szybciej rosła wartość dodana w przemyśle i budownictwie. Na wysokim poziomie utrzymała się dynamika wartości dodanej brutto w usługach rynkowych (Tabela 2.3). Istotny wzrost wartości dodanej odnotowano też w usługach nierynkowych.

W ocenie NBP, w I kw. 2007 r. dynamika wartości dodanej brutto ponownie wzrosła, przekraczając 7,0% r/r i 2,0% kw/kw (po uwzględnieniu wahań sezonowych). Istotną przyczyną dalszego przyspieszenia wzrostu wartości dodanej były, poza wysokim wzrostem popytu, wyjątkowo dobre warunki pogodowe w pierwszych miesiącach br., czego efektem był bardzo silny wzrost

□ Wykres 2.9:

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁷Import strefy euro, według statystyki rachunków narodowych podawanej przez Eurostat, w IV kw. 2006 r. zwiększył się o 7,3% r/r.

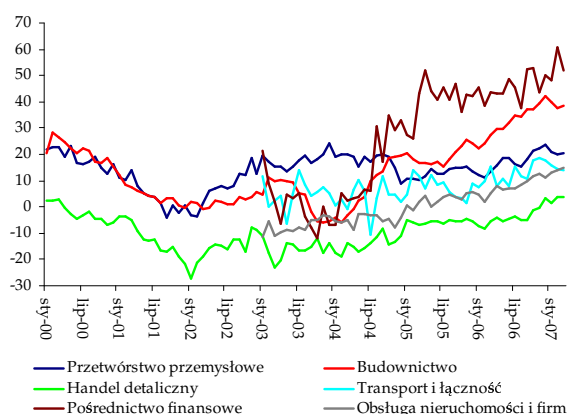
Wyrównane sezonowo (procent)	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4
Wartość dodana ogółem	0.6	0.6	0.6	1.3	1.1	0.9	1.6	2.0	1.0	1.8
Przemysł	-0.8	0.3	0.5	2.5	1.1	3.2	1.2	1.7	1.4	3.2
Budownictwo	1.4	3.2	1.1	2.2	1.8	1.5	5.0	4.6	3.5	4.1
Usługi rynkowe	0.7	1.0	0.9	0.6	1.0	0.8	1.3	1.5	1.5	1.4

Tabela 2.3: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. – wyrównane sezonowo

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 2.10:

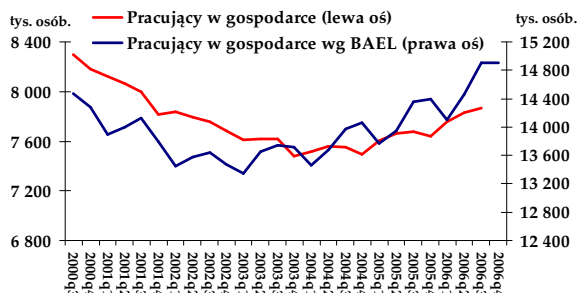
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach



Źródło: Badania koniunktury GUS

Wykres 2.11:

Pracujący w gospodarce według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób.



Źródło: Dane GUS.

wartości dodanej w budownictwie¹⁸ oraz zaopatrujących je branżach przemysłowych i usługowych.

W ocenie NBP, w kolejnych kwartałach 2007 r. dynamika wartości dodanej nie będzie już tak wysoka jak w I kw. br. Mimo to, perspektywy wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach są korzystniejsze niż przedstawiono w poprzednim *Raporcie*, za czym przemawiają szybki wzrost produkcji, nie tylko w branżach związanych z budownictwem, oraz korzystne wyniki badań koniunktury dla wszystkich sekcji gospodarki (Wykres 2.10).

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Od II kw. 2003 r. obserwuje się systematyczny wzrost popytu na pracę, czego efektem jest wzrost liczby pracujących w gospodarce (Wykres 2.11 i Tabela 2.4). Od II kw. 2006 r. utrzymuje się wysoki wzrost liczby pracujących w usługach i przemyśle, przy jednoczesnym znacznym spadku liczby pracujących w rolnictwie. Wciąż największy wkład do wzrostu pracujących ma sektor usług.

Odzwierciedleniem rosnącego popytu na pracę jest systematyczne przyspieszenie wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach (Wykres 2.12), przyspieszenie spadku bezrobocia oraz znaczny wzrost

¹⁸Według badań koniunktury GUS, w okresie styczeń-marzec br. na warunki atmosferyczne jako barierę działalności wskazało średnio 27% przedsiębiorstw budowlanych wobec 57% przed rokiem.

	Pracujący w 2006q4		Wzrost w 2006q3		Wzrost w 2006q4		Wzrost w 2006q3	Wzrost w 2006q4
	tys. osób	struktura	r/r tys. osób	r/r (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	14 911	100	547	3.8	521	3.6	0.9	0.9
Poza rolnictwem indywidualnym	12 810	85.9	783	6.6	726	6.0	1.7	1.2
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 154	61.4	395	4.6	320	3.6	1.1	1.0
wieś	5 757	38.6	151	2.7	201	3.6	1.0	0.8
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 279	15.3	-246	-9.2	-203	-8.2	-3.3	-0.9
przemysłowy	4 495	30.2	341	8.2	317	7.6	2.2	1.5
usługowy	8 132	54.6	451	6.0	409	5.3	1.4	1.3
Sektor własności								
publiczny	4 320	29.0	112	2.7	74	1.7	0.5	0.2
prywatny	10 592	71.0	435	4.3	449	4.4	1.2	1.0
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	11 380	76.3	711	6.7	679	6.3	2.0	1.3
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 911	19.5	-67	-2.3	-61	-2.1	-0.8	0.0
pomagający członkowie rodzin	621	4.2	-96	-11.4	-96	-13.4	-3.4	-4.7
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 171	27.9	444	15.9	330	11.6	7.0	-1.2
na czas nieokreślony	8 209	72.1	268	3.5	349	4.4	1.2	1.3

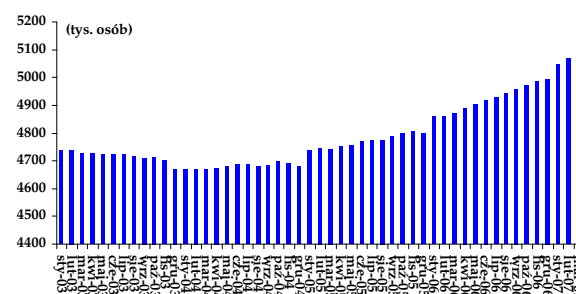
Tabela 2.4: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach
Dane BAEL odsezonowane na próbie od I kw. 1995 r. metodą TRAMO/SEATS, za wyjątkiem liczby pracujących w sektorze publicznym, które odsezonowano na próbie od I kw. 2000 r.
Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

liczby ofert zatrudnienia zgłaszanych do Urzędów Pracy¹⁹. Jednocześnie obserwuje się narastające trudności z pozyskaniem pracowników przez przedsiębiorców²⁰. Ważnym czynnikiem przyczyniającym się do narastania problemów kadrowych jest emigracja polskich pracowników do krajów europejskich po przystąpieniu Polski do UE (patrz ramka *Kanały wpływu emigracji zarobkowej na gospodarkę Polski*).

¹⁹W lutym br. przeciętna miesięczna liczba ofert zatrudnienia zgłoszonych przez pracodawców do urzędów pracy wzrosła o 19,5% r/r.

²⁰Według badań koniunktury GUS, w budownictwie niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało w marcu 2007 r. 50,8% pracodawców (wobec 20,8% przed rokiem), natomiast w przemyśle w I kw. 2007 r. 25,4% (wobec 12,2% przed rokiem).

Wykres 2.12:
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób).



Źródło: Dane GUS.

Kanały wpływu emigracji zarobkowej na gospodarkę Polski

Po wejściu Polski do UE istotnie zwiększyła się liczba Polaków wyjeżdżających do pracy za granicę. Jednocześnie Polska pozostaje potencjalnym krajem docelowym imigracji zarobkowej, głównie dla obywateli zza wschodniej granicy. Zarówno emigracja, jak i imigracja mają istotny wpływ na rynek pracy. Należy jednak podkreślić, że ze względu na brak pełnej substytucji pracowników rodzimych i imigrantów, z punktu widzenia rynku pracy te dwa przepływy nie muszą się kompensować. Ocenia się, że obecnie w większym stopniu na rynek pracy wpływa emigracja.

Z powodu braku pełnych danych statystycznych nie można dokładnie określić wielkości emigracji z Polski. Najdokładniejsze dane o liczbie osób przebywających za granicą pochodzą z powszechnych spisów ludności, z których ostatni przeprowadzono w Polsce w 2002 r., dlatego jego wyniki nie są użyteczne do oceny wielkości emigracji po 1 maja 2004 r.¹

Istnieją trzy podstawowe źródła danych dotyczących wyjazdów Polaków za granicę: bieżące dane ludnościowe GUS, dane Ministerstwa Pracy o zatrudnieniu obywateli polskich w innych krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego i Szwajcarii, część migracyjna badania BAEL (patrz Tabela R1, dane w tys.). Należy podkreślić, że żadne z tych źródeł nie oddaje w pełni rzeczywistej skali polskiej emigracji, co wynika z używanych w nich definicji lub sposobu pozyskiwania danych.

Tabela R1: Szacunki emigracji z Polski (tys. osób)

	2002	2003	2004	2005	2006
Emigracja (GUS)	24.5	20.8	18.9	22.2	51.0 ¹
BAEL (średnie roczne)	178	206	253	298	405
w tym w celach zarobkowych	140	156	208	261	368
Informacja o liczbie wydanych pozwoleń na pracę lub numerów w systemach rejestracji					
Wielka Brytania (WRS)	-	-	71.0 ²	127.3	159.9
Irlandia (PPS)	-	-	25.3b	65.1	72.9 ³
Niemcy⁴	259.6	271.9	286.6	272.8	218.6 ⁵

¹ Wstępny szacunek GUS; ² Dane dotyczą okresu V-XII 2004 r.; ³ Dane dotyczą okresu I-III kw. 2006 r.;

⁴ Liczba kontraktów sezonowych; ⁵ Dane dotyczą okresu I-IX 2006 r.

1. **Dane ludnościowe GUS** – dotyczą osób, które wyjechały za granicę i jednocześnie wyrejestrowały się ze stałego miejsca zamieszkania w kraju.

2. **Część migracyjna badania BAEL** – ze względu na cel i metodologię tego badania gromadzona dodatkowo informacja o osobach pozostających za granicą powyżej 2 miesięcy jest niekompletna i niereprezentatywna.

3. **Dane Ministerstwa Pracy o zatrudnieniu obywateli polskich w innych krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego i Szwajcarii** – ze względu na różne systemy ewidencjonowania tych danych w poszczególnych krajach oraz fakt, iż opuszczenie rynków pracy tych krajów najczęściej nie jest rejestrowane, dane te mogą być traktowane jedynie jako orientacyjny wskaźnik zainteresowania obywateli polskich zagranicznymi rynkami pracy, a liczby z poszczególnych państw nie powinny być sumowane. Najpopularniejszymi docelowymi krajami emigracji Polaków po 1 maja 2004 r. są Wielka Brytania, Irlandia, oraz pomimo utrzymanych ograniczeń w dostępie do rynku pracy, Niemcy. Liczby osób zarejestrowanych w Wielkiej Brytanii i Irlandii, zwłaszcza dla 2004 r., najprawdopodobniej częściowo odzwierciedlają legalizację wcześniejszego pobytu i zatrudnienia. W Niemczech ponad 95% udzielonych pozwoleń na pracę dotyczyło prac sezonowych.

Dostępne dane oraz badania wskazują, że najczęściej emigrują z Polski osoby młode (do 35 roku życia) i relatywnie dobrze wykształcone, przy czym znaczna ich część podejmuje pracę poniżej swoich kwalifikacji zawodowych. Ponadto, emigracja ma głównie charakter krótkookresowy (poniżej 12 miesięcy).

Ze względu na brak pełnych i wiarygodnych danych o skali emigracji, ilościowa ocena jej wpływu na wzrost gospodarczy i inflację nie jest możliwa. Możliwa jest jedynie jakościowa analiza potencjalnych kanałów wpływu emigracji na wzrost gospodarczy i produkt potencjalny oraz inflację.

Emigracja zarobkowa z Polski przyczynia się do zmniejszenia populacji osób w wieku produkcyjnym. Jeśli osobami wyjeżdżającymi z kraju są głównie osoby już aktywne zawodowo, emigracja powoduje zarówno zmniejszenie wielkości podaży pracy jak i pogorszenie jej jakości. Badania wskazują, że stosunkowo częściej emigrują osoby o bardziej korzystnych charakterystykach (wiek, doświadczenie, kwalifikacje) z punktu widzenia ich produktywności na krajowym rynku pracy niż średnia w populacji. W efekcie, emigracja zarobkowa przyczynia się do zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego oraz produktu potencjalnego w średnim okresie. W tym horyzoncie czasowym mogą ujawnić się lub pogłębić już istniejące niedobory podaży pracy i niedopasowania strukturalne. Długookresowe efekty emigracji zależą od długości pobytu emigrantów zagranicą. Jeśli emigracja okaże się zjawiskiem trwałym, będzie ona oddziaływała w kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego oraz produktu potencjalnego również w długim okresie. Jeżeli natomiast emigracja będzie miała głównie charakter krótkookresowy, podejmowanie pracy w kraju przez byłych emigrantów, którzy będą bogatsi o nowe doświadczenia i umiejętności, może skompensować krótkookresowe obniżenie tempa wzrostu. W długim okresie, do zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego oraz produktu potencjalnego przyczynia się także emigracja osób nieaktywnych zawodowo w wieku produkcyjnym, ponieważ zmniejsza ona potencjalną liczbę osób, które mogłyby stać się aktywne zawodowo. Obecnie nie można określić, jaka część obserwowanej emigracji okaże się krótko-, a jaka długookresowa. Należy oczekiwać, że skala powrotów będzie zależała od tempa poprawy sytuacji na krajowym rynku pracy, w tym w szczególności tempa wzrostu realnych płac i wzrostu popytu na pracę.

Emigracja, poprzez oddziaływanie na czynniki podażowe oraz popytowe, może również wpływać na inflację. Zmniejszająca się podaż pracy oraz wynikające z tego narastanie niedopasowań strukturalnych na rynku pracy przyczyniają się do wzrostu presji płacowej. Przy braku odpowiedniej poprawy wydajności pracy i innych czynnikach niezmiennych, prowadzi to do wzrostu inflacji. Wpływ emigracji na czynniki popytowe, które warunkują poziom inflacji nie jest jednoznaczny. Zmniejszając wielkość populacji, emigracja może powodować spadek wydatków konsumpcyjnych w kraju odpływu. Jednocześnie jednak, część dochodów uzyskanych przez emigrantów z pracy zagranicą jest przekazywana gospodarstwu domowemu pozostałym w kraju. Według danych bilansu płatniczego w 2006 r. z tytułu wynagrodzenia pracowników i przekazów zarobków² do Polski napłynęło łącznie 13,45 mld PLN (Tabela R2, dane w mld PLN).

Tabela R2: Przychody w bilansie płatniczym z tytułu wynagrodzeń pracowników i przekazów zarobków w latach 2002-2006 (mld PLN) **Źródło:** Dane NBP.

	2002	2003	2004	2005	2006
Wynagrodzenia pracowników i przekazy zarobków	8.11	10.33	9.70	11.5	13.45

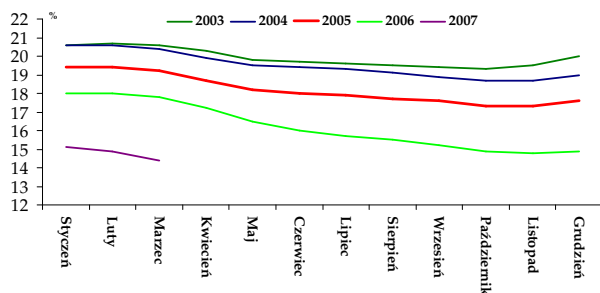
Transfery te zwiększają ich dochód do dyspozycji i w efekcie najprawdopodobniej zwiększają także wielkość wydatków konsumpcyjnych. Ponadto, w trakcie kilkumiesięcznych pobytów za granicą część emigrantów gromadzi oszczędności i odkłada konsumpcję do czasu powrotu do Polski. Takie zachowania mogą zwiększać presję inflacyjną w krótkim i średnim okresie. Skutki długookresowe zależą od charakteru i skali emigracji. Obecnie nie można określić efektu netto emigracji dla wielkości popytu krajowego.

¹ GUS planuje przeprowadzić następny powszechny spis ludności w 2011 r.

² Wynagrodzenia pracowników obejmują pensje i inne świadczenia uzyskiwane przez osoby fizyczne w innych gospodarkach, za prace wykonane dla (i zapłacone przez) rezydentów tychże gospodarek. Do pozycji tej wliczają się tylko wynagrodzenia pracowników, pracujących za granicą przez krótki okres (zazwyczaj do jednego roku), którzy swoje centrum zainteresowań ekonomicznych mają nadal w Polsce. Przekazy zarobków obejmują natomiast transfery zarobków od osób pracujących za granicą przez okres powyżej jednego roku, którzy swoje centrum zainteresowań ekonomicznych mają w kraju, w którym pracują. Pozycja ta obejmuje część zarobków, która jest przekazywana do kraju na rzecz rodziny a nie całości uzyskiwanego wynagrodzenia.

Wykres 2.13:

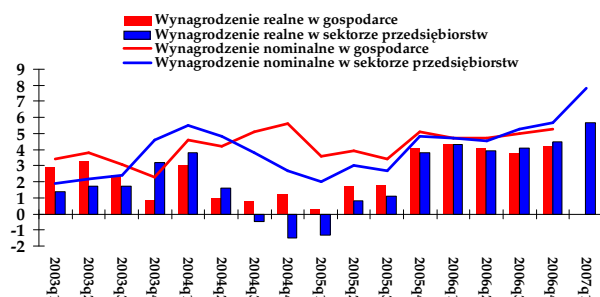
Stopa bezrobocia rejestrowanego wg danych z urzędów pracy (w proc.).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.14:

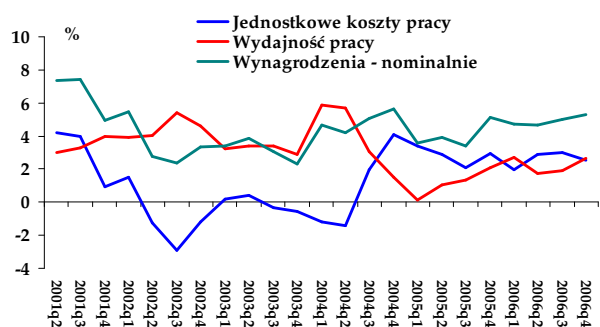
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.15:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszy spadek liczby aktywnych zawodowo (w IV kw. 2006 r. o 1,7% r/r). Odnótowany spadek liczby aktywnych zawodowo był częściowo skutkiem zmian metodologicznych wprowadzonych w BAEL od I kw. 2006 r.²¹ Dodatkowo, przyczyną zmniejszenia się liczby osób aktywnych zawodowo mogła być dezaktywizacja osób nabywających prawa do wcześniejszych świadczeń emerytalnych oraz migracje zarobkowe Polaków do krajów UE. Obserwowane zmiany liczby aktywnych zawodowo mogą oddziaływać w kierunku ograniczenia podaży pracy, a przez to przyczyniać się wzrostu presji płacowej.

Na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu zatrudnienia w II kw. 2007 r. wskazują zarówno badania koniunktury GUS, jak i NBP²².

2.3.2 Płace i wydajność

Silnemu ożywieniu na rynku pracy, towarzyszy przyspieszenie wzrostu nominalnych wynagrodzeń, na co wskazują zarówno dane kwartalne z całej gospodarki, jak i dane miesięczne z sektora przedsiębiorstw (Wykres 2.14). Przy jednoczesnym wzroście dynamiki zatrudnienia przyczynia się to do zwiększenia dynamiki funduszu płac, co oddziałuje w kierunku zwiększenia dochodów gospodarstw domowych i wzrostu zagregowanego popytu.

W IV kw. 2006 r. przyspieszył wzrost wydajności pracy w gospodarce²³. W efekcie, dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się (do 2,5% r/r z 3,0% r/r w III kw. 2006

²¹W I kw. 2006 r. GUS wprowadził nową, węższą, definicję osoby pracującej. W rezultacie część osób pracujących została zaklasyfikowana jako osoby bierne zawodowo. GUS zmienił także sposób uogólniania wyników badania na populację generalną, co najprawdopodobniej również przyczynia się do odnotowywanego spadku liczby aktywnych zawodowo.

²²Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2007 r.*, NBP.

²³Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

r. - Wykres 2.15)²⁴. Obniżenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce powinno łagodzić kosztową presję na wzrost cen.

W przedsiębiorstwach przemysłowych utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy (o 2,0% r/r w IV kw. 2006 r. – Wykres 2.16)²⁵, co sprzyja poprawie ich konkurencyjności i łagodzi kosztową presję na wzrost cen w tym sektorze.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego i towarzyszący mu rosnący popyt na pracę może prowadzić do dalszego wzrostu dynamiki płac. Oczekiwane zwiększenie tempa wzrostu płac potwierdzają sygnały z badań koniunktury NBP²⁶, gdzie odnotowuje się zwiększenie odsetka przedsiębiorców deklarujących wzrost wynagrodzeń w II kw. 2007 r. wobec okresu przed rokiem. W I kw. 2007 r. utrzymały się także sygnały narastania żądań płacowych w części sektora publicznego. Ponadto, do wzrostu płac będą się przyczyniały sygnalizowane przez przedsiębiorców w badaniach GUS i NBP narastające problemy ze znalezieniem pracowników.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W IV kw. 2006 r. utrzymała się wzrostowa tendencja cen importu wyrażonych w złotych, chociaż ich wzrost w ujęciu rocznym był wolniejszy niż w dwóch poprzednich kwartałach (Wykres 2.17). Na obniżenie dynamiki cen importu największy wpływ miał spadek cen ropy naftowej.

Po znacznym spadku cen ropy naftowej na początku stycznia br., związanym z oddziaływaniem

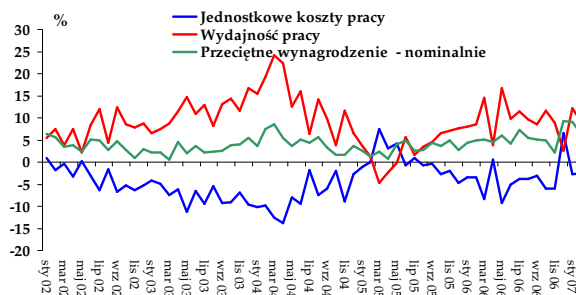
²⁴Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

²⁵Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze.)

²⁶Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2007 r.*, NBP.

Wykres 2.16:

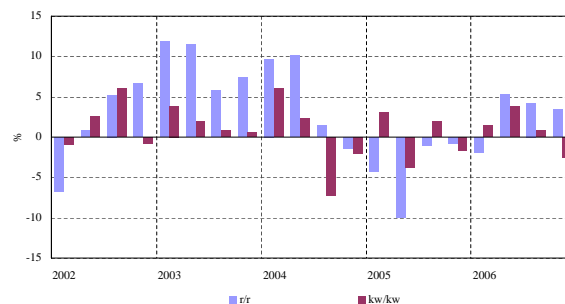
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17:

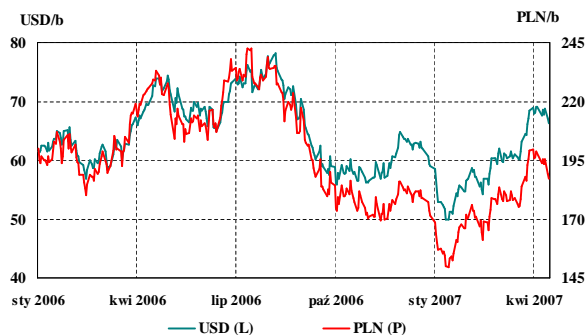
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.18:

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



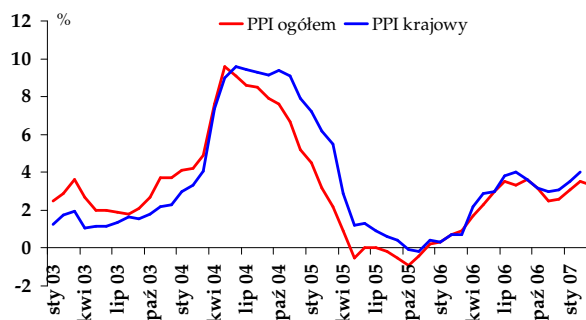
Źródło: Ceny ropy w USD - Departament Energii USA (www.eia.doe.gov) i oficjalny kurs PLN - NBP (www.nbp.pl).

czynników pogodowych, ceny tego surowca zaczęły wzrastać (Wykres 2.18). Zdecydowana większość prognoz, podobnie jak notowania rynków terminowych, wskazuje na możliwy dalszy wzrost cen ropy naftowej w II i III kw. 2007 r.²⁷. Na kształtowanie się cen tego surowca duży wpływ będzie miała dynamika popytu na ropę, zwłaszcza w krajach rozwiniętych, jak i ewentualny dalszy spadek poziomu zapasów paliw w tej grupie krajów. Do wzrostu cen ropy może się również przyczynić realizowany przez OPEC plan zmniejszenia wydobycia tego surowca oraz wzrost obaw o bezpieczeństwo przyszłych dostaw ropy z Bliskiego Wschodu. Wszystkie te czynniki wpłynęły na ponowny wzrost zainteresowania funduszy inwestycyjnych kontraktami na ropę, co może prowadzić do zwiększenia zmienności cen tego surowca.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Wykres 2.19:

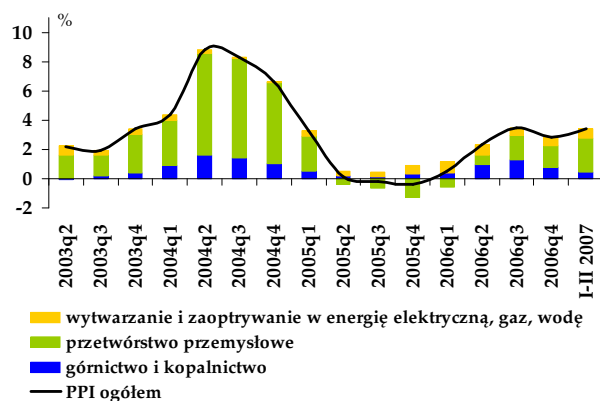
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Zmiany PPI i cen producentów na rynku krajowym (r/r).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.20:

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



Źródło: Dane GUS.

Po przejściowym spadku rocznego tempa wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w IV kw. 2006 r., w I kw. 2007 nastąpił ponowny wzrost dynamiki tego wskaźnika (Wykres 2.19). W lutym 2007 r. tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym²⁸ kształtowało się powyżej tempa wzrostu cen ogółem. Roczna dynamika cen eksportowych w tym okresie nie przekraczała natomiast 1%.

Na przyspieszenie tempa wzrostu cen w przemyśle złożył się przede wszystkim wzrost dyna-

²⁷Według ankiety przeprowadzonej przez agencję Reuters wśród analityków banków inwestycyjnych (opublikowanej 14.04.2007 r.) w II kw. br. za baryłkę ropy Brent trzeba będzie zapłacić 60,2 USD, a w III kw. - 61,5 USD. Na podobną tendencję wskazuje także kwietniowa (opublikowana 10.04) prognoza Departamentu Energii USA. Według niej średnia cena ropy WTI wyniesie w II kw. br. 65,3 USD/b, natomiast w III kw. - 65,8 USD/b.

²⁸Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. górnictwo i kopalnictwo, przetwórstwo przemysłowe oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę) odnoszące się do określonego miesiąca publikowane są w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach przetwórstwa przemysłowego oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym). Z tego powodu zakres czasowy analizy nie jest taki sam dla wszystkich omawianych kategorii.

miki cen w przetwórstwie przemysłowym (Wykres 2.20). Wzrost ten jest obserwowany od II kw. 2006 r. i to pomimo spadku cen ropy naftowej w II poł. 2006 roku. Wskazuje to, że przyspieszenie wzrostu cen produkcji sprzedanej jest prawdopodobnie w znacznej mierze wynikiem wzrostu popytu krajowego związanego z szybkim wzrostem gospodarczym. W odróżnieniu od przetwórstwa przemysłowego, od IV kw. 2006 r. na tempo wzrostu wskaźnika PPI w coraz mniejszym stopniu oddziałują zmiany cen w górnictwie i kopalnictwie, które w znacznym stopniu zależą od kształtowania się cen surowców. Z kolei wkład wzrostu cen w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę do wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu utrzymuje się na stabilnym poziomie.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe²⁹

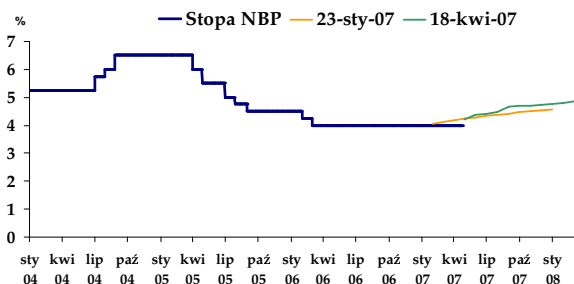
Krótkoterminowe stopy procentowe

W I kw. br. Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 4,0%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W analizowanym okresie wzrosły jednak oczekiwania na podwyżki stóp procentowych NBP, przede wszystkim dotyczące ich skali w II półroczu br. (Wykres 2.21). Było to spowodowane m.in. publikacją danych wskazujących na silny wzrost produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz wynagrodzeń, a także na wzrost wskaźnika inflacji. Wzmocnienie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych znalazło odzwierciedlenie w zmianach krzywej rynku pieniężnego. W momencie zakończenia prac nad *Raportem* oczekiwania rynkowe wskazywały na wzrost stopy referencyjnej do końca br. o 50-75 punktów bazowych.

Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, w I kw. br. Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) nie zmienił stóp procentowych, które pozostają na poziomie z końca czerwca 2006 r. (5,25%). Komentarze przedstawicieli FOMC oraz sygnały wskazujące na wzrost ryzyka spadku tempa wzrostu

□ Wykres 2.21:

Oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA.

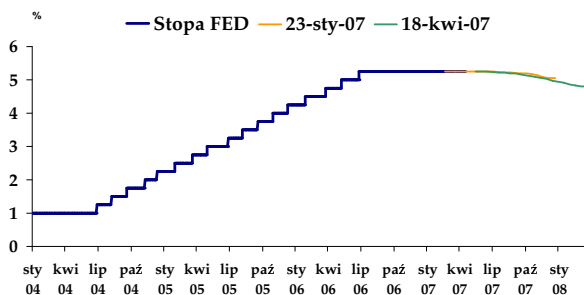


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters

²⁹Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 18 kwietnia 2007 r.

Wykres 2.22:

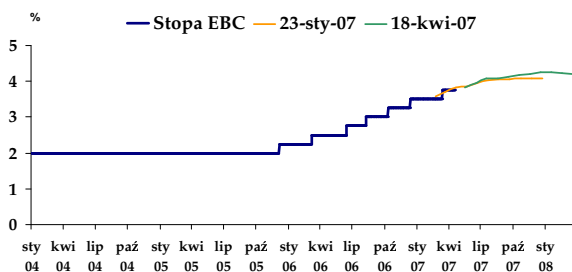
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

Wykres 2.23:

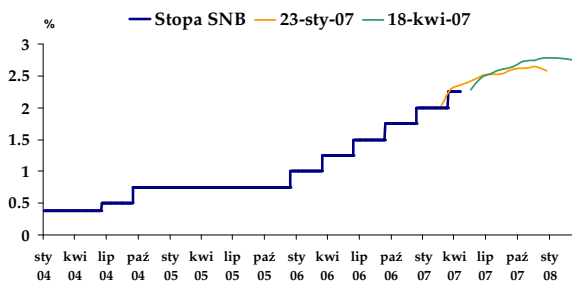
Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

Wykres 2.24:

Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

Wykres 2.25:

Rentowność polskich obligacji benchmarkowych



Źródło: Dane Reutersa

gospodarczego w Stanach Zjednoczonych wzmocniły oczekiwania na obniżki stóp procentowych (Wykres 2.22). W ocenie rynku stopa funduszy federalnych Fed powinna zostać obniżona w grudniu br. oraz w marcu 2008 r., za każdym razem o 25 punktów bazowych.

Europejski Bank Centralny (EBC) podniósł w marcu br. stopę refinansową o 0,25 pkt. proc. do poziomu 3,75%. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami rynków, które spodziewają się kolejnej podwyżki o 25 punktów bazowych pod koniec II kw. br. Równocześnie w ocenie rynków wzrosło prawdopodobieństwo jeszcze jednej podwyżki o 0,25 pkt. proc. na przełomie 2007 i 2008 r. (Wykres 2.23). W opinii analityków rynkowych, taki scenariusz potwierdzają komentarze przedstawicieli EBC wskazujące, że stopy procentowe w strefie euro będą jeszcze podwyższone przede wszystkim z powodu dalszej poprawy sytuacji gospodarczej, a także ze względu na szybki wzrost kredytu w obszarze unii monetarnej. Utrwaleniu tych oczekiwań sprzyjały opublikowane pozytywne dane dotyczące gospodarki eurolandu.

Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) podwyższył w marcu br. stopę procentową o 25 punktów bazowych do poziomu 2,5%. Oczekiwania rynkowe wskazują na jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych (na koniec II i IV kw. br.), o 0,25 pkt. proc. każda (Wykres 2.24).

Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

Umocnienie się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w analizowanym okresie wpłynęło na wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych, zwłaszcza dwu- i pięcioletnich (Wykres 2.25). Spadek cen długoterminowych papierów wartościowych był ograniczony przez relatywnie niską podaż obligacji skarbowych. Na rynek długu pozytywnie wpływały także podwyższenie ratingu kredytowego przez agencję S&P oraz mniejsza wrażliwość kursu złotego na zmiany wartości walut rynków wschodzących (*emerging markets*), w wyniku czego ich deprecjacji na przełomie lutego i marca br. nie towarzyszyła wyprzedaż aktywów złotych, a tym samym nie nastąpił wzrost

rentowności polskich papierów skarbowych (zobacz podrozdział *kurs walutowy*).

Od publikacji ostatniego *Raportu* rentowności amerykańskich obligacji skarbowych obniżyły się. Było to związane ze wzrostem ryzyka pogorszenia sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, które przyczyniło się do obniżenia oczekiwań co do przyszłego poziomu stóp procentowych Fed. W strefie euro natomiast rentowności obligacji wzrosły, co odzwierciedlało wzrost oczekiwań co do przyszłego poziomu stóp procentowych EBC (Wykres 2.26). W rezultacie, różnica w rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych względem 10-letnich niemieckich obligacji rządowych pozostała na poziomie ok. 120 punktów bazowych.

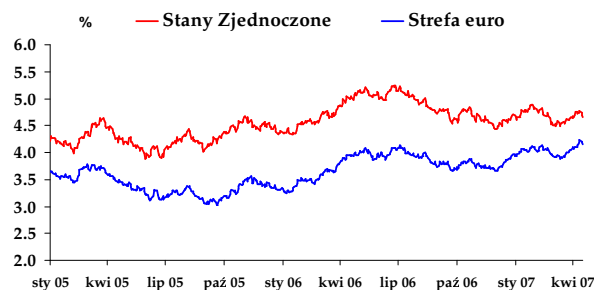
Wśród krajów regionu Europy Środkowej (CEE-4) wzrost rentowności, choć mniejszy niż w Polsce, miał miejsce tylko na czeskim rynku papierów dłużnych. Z kolei na Słowacji odnotowano niewielki, a na Węgrzech głęboki spadek rentowności obligacji skarbowych, co było w głównej mierze spowodowane nasileniem oczekiwań na złagodzenie polityki pieniężnej w tych krajach w br. (Wykres 2.27).

Rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywanych do weryfikacji spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, nieznacznie wzrosła. Polska nadal spełnia to kryterium (Wykres 2.28), co jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro³⁰. W analizowanym okresie wartość referencyjna dla tego kryterium również wzrosła. Ze względu na to, że Polska od marca 2006 r. znajduje się w grupie krajów referencyjnych (ze względu na niski poziom inflacji - zobacz rozdział 1.1 *Wskaźniki inflacji*), rentowność polskich obligacji skarbowych jest uwzględniana przy wyznaczaniu kryterium stóp procentowych.

W pierwszych dwóch miesiącach br. wartość port-

□ Wykres 2.26:

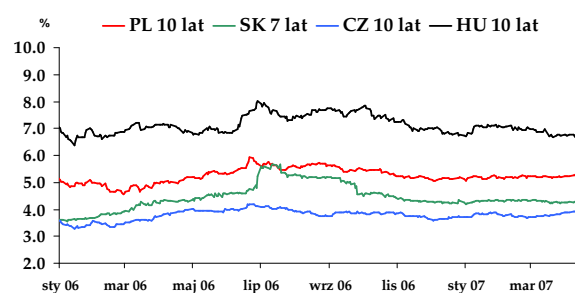
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Bloomberg.

□ Wykres 2.27:

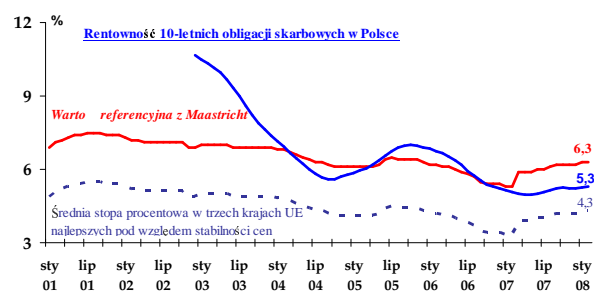
Rentowność długoterminowych obligacji w krajach CEE-4



Źródło: Dane Reutersa

□ Wykres 2.28:

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

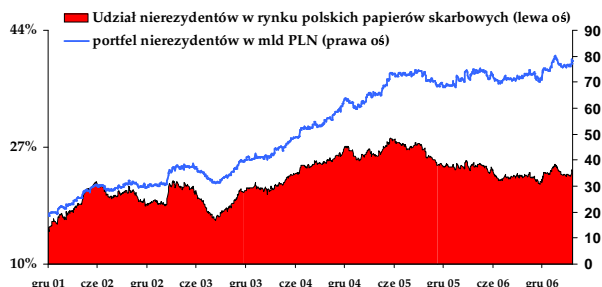


Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

³⁰Dany kraj spełnia to kryterium, gdy średnia rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w okresie ostatnich 12-tu miesięcy (wyznaczona na podstawie średnich rentowności w tych miesiącach) nie przekracza o więcej niż 2 pkt. proc. średniej arytmetycznej z tak wyznaczonych 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.

Wykres 2.29:

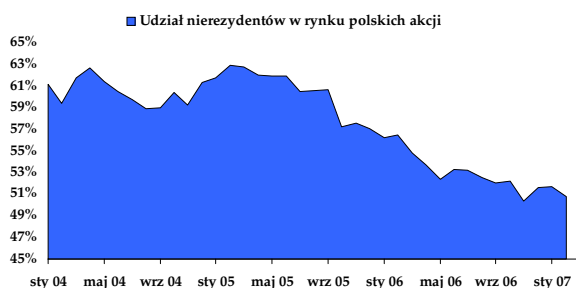
Zaangażowanie nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.30:

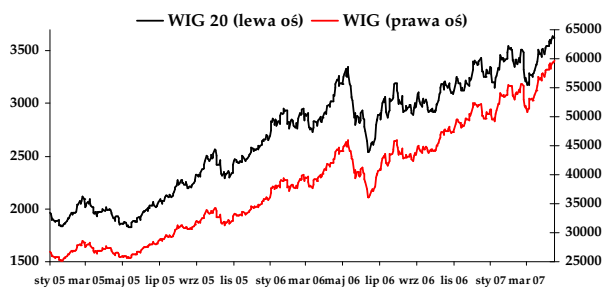
Udział nierezydentów w polskim rynku akcji - ustalony wg wartości rynkowej akcji.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.31:

Wartości indeksów WIG i WIG 20



Źródło: Reuters

fela obligacji skarbowych znajdujących się w posiadaniu nierezydentów zwiększyła się, przejściowo osiągając rekordowo wysoki poziom w styczniu (Wykres 2.29). Równocześnie wzrost podaży papierów dłużnych (choć niższy niż w analogicznym okresie ub. r.) spowodował, że udział nierezydentów w całości obligacji hurtowych oraz indeksowanych utrzymał się na dotychczasowym poziomie.

Z kolei udział inwestorów zagranicznych w rynku polskich akcji od końca października 2006 r. zmniejszył się (Wykres 2.30), co było związane z wyprzedzą polskich papierów wartościowych w okresie, gdy indeksy na GPW osiągały nowe historyczne maksima (Wykres 2.31). Na zmiany indeksów na warszawskiej giełdzie znacząco wpływał wzrost indeksów na giełdach zagranicznych³¹, na których również indeksy osiągnęły rekordowy poziom, a także korzystne dane dotyczące polskiej gospodarki.

Ceny mieszkań

Na najbardziej znaczących rynkach nieruchomości w Polsce, tj.: w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu, Trójmieście, Poznaniu i Łodzi w końcu 2006 r. utrzymywał się wzrost cen mieszkań. Na rynkach nieruchomości w małych i średnich miastach tempo wzrostu cen mieszkań jest znacznie niższe niż w miastach wojewódzkich (Tabela 2.5). W II poł. 2006 r. przyspieszeniu uległo tempo wzrostu cen działek budowlanych, szczególnie na przedmieściach największych miast, co można wiązać z poprawą relacji kosztów budowy domu do zakupu mieszkania, jaka miała miejsce w tym okresie wskutek szybkiego wzrostu cen mieszkań.

W 2006 r. poziom cen mieszkań w największych polskich miastach wzrósł bardzo istotnie. W ocenie NBP spowodowało to ograniczenie dostępności mieszkań dla gospodarstw domowych, pomimo wzrostu ich dochodów oraz dostępności kredytów. W konsekwencji można zaobserwować powolne ograniczanie zainteresowania za-

³¹Silny, choć tylko przejściowy, spadek indeksu WIG pod koniec lutego br. był związany z czynnikami globalnymi, które spowodowały korektę na większości rynków akcji.

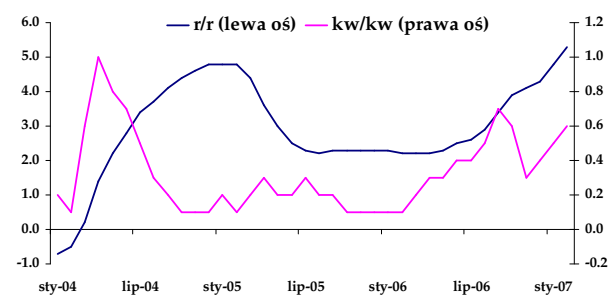
kupem mieszkań przez gospodarstwa domowe, trudno jednak określić trwałość tej tendencji.

W kierunku wzrostu cen mieszkań nadal oddziałują znaczące ograniczenia podażowe związane m.in. ze słabo rozwiniętą infrastrukturą.

W ostatnich miesiącach obserwowany jest wzrost cen produkcji budowlano-montażowej (Wykres 2.32). Z jednej strony przełoży się on na wzrost kosztów budowy domów i mieszkań. Z drugiej strony jednak nie musi to oznaczać proporcjonalnego wzrostu cen mieszkań sprzedawanych przez deweloperów, szczególnie wobec oznak słab-

□ Wykres 2.32:

Ceny produkcji budowlano-montażowej



Źródło: Dane GUS

	XII 2004	XII 2005	XII 2006	VI 2006	IX 2006	XII 2006	XII 2006
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	Średnia cena (zł/m ²)
Rynek pierwotny							
Polska ogółem	9.07	7.91	51.52	5.72	23.24	11.57	6 180.4
Najważniejsze rynki mieszkalniowe w Polsce*	8.91	12.62	56.10	11.00	22.95	12.81	6 808.1
Miasta wojewódzkie**	9.06	14.97	45.18	8.84	21.49	11.89	6 431.7
Małe i średnie miasta**	10.62	6.97	10.40	1.44	9.30	0.24	3 253.9
Warszawa	12.84	12.94	54.32	11.52	25.36	18.71	7 590.9
Kraków	13.07	22.34	67.43	1.85	17.96	7.10	7 114.7
Wrocław	4.83	17.95	101.24	7.66	35.68	4.83	6 945.6
Gdańsk	12.00	15.71	63.69	6.32	-2.30	51.02	5 597.9
Gdynia	6.59	8.51	46.03	5.49	8.20	0.39	5 513.5
Poznań	8.92	3.05	18.86	15.53	8.39	15.78	4 038.8
Łódź	4.67	-5.26	67.40	22.37	16.42	34.07	4 405.0
Rynek wtórny							
Polska ogółem	0.92	8.68	77.60	7.03	19.82	31.89	5 016.7
Najważniejsze rynki mieszkalniowe w Polsce*	7.23	-1.61	84.07	9.03	31.37	22.57	6 714.9
Miasta wojewódzkie**	2.24	4.53	82.23	7.05	26.19	29.58	5 756.7
Małe i średnie miasta**	7.35	9.56	49.36	6.05	6.62	20.03	3 200.4
Warszawa	6.95	15.12	55.60	3.98	27.62	28.22	8 133.5
Kraków	12.49	31.29	62.37	1.73	38.16	20.40	7 494.7
Wrocław	16.57	13.84	74.78	21.04	22.90	5.90	6 487.2
Gdańsk	6.45	18.88	82.55	5.80	20.61	29.95	5 684.5
Gdynia	10.51	17.66	77.84	7.93	6.90	26.34	6 062.6
Poznań	14.78	4.47	49.40	12.53	18.22	11.33	4 678.0
Łódź	4.90	3.90	74.53	12.30	21.38	15.92	3 340.8

Tabela 2.5: Zmiana średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych. Rynek pierwotny i wtórny w latach 2004-2006.

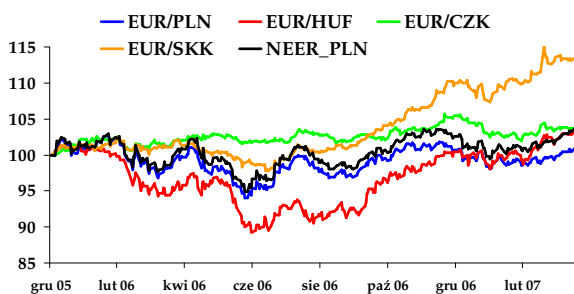
* Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Łódź. Wyboru dokonano biorąc pod uwagę m.in. liczbę zawieranych transakcji, wielkość budownictwa mieszkaniowego, potencjał rozwojowy miasta.

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

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

Wykres 2.33:

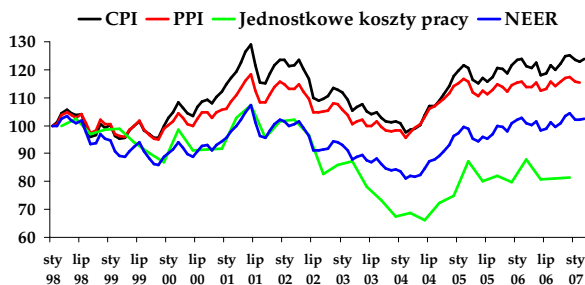
Nominalne kursy walut krajów CEE-4 względem euro. Wzrost oznacza aprecjację.



Źródło: EcoWin.

Wykres 2.34:

Realny i nominalny efektywny kurs złotego. Wzrost oznacza aprecjację.



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

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

nącego popytu na mieszkania. Deweloperzy mają możliwości absorpcji rosnących kosztów poprzez redukcję uzyskiwanych marż, które obecnie są na bardzo wysokim poziomie.

2.5.2 Kurs walutowy

W okresie, jaki upłynął od ostatniego *Raportu o inflacji* kurs złotego umocnił się wobec euro (Wykres 2.33). Silniejsza aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego (Wykres 2.34) była spowodowana osłabieniem dolara amerykańskiego na rynkach światowych. Spośród pozostałych walut krajów CEE-4 bardziej niż kurs złotego umocniły się forint węgierski i korona słowacka (Wykres 2.34). Aprecjacja tej ostatniej waluty wynikała w dużej mierze z oczekiwań rynku na rewaluację centralnego parytetu ERM II, która miała miejsce 16 marca br. i wyniosła 8,5%.

Aprecjacja złotego wynikała w dużej mierze z czynników o charakterze krajowym, z których najważniejsze to podwyższenie ratingu kredytowego przez agencję S&P oraz przyznanie Polsce i Ukrainie organizacji mistrzostw EURO 2012. W badanym okresie obserwowany był natomiast spadek oddziaływania czynników o charakterze globalnym na wycenę polskiej waluty. Odpływ kapitału z rynków wschodzących na przełomie lutego i marca br., który był związany z zamykaniem pozycji w strategiach inwestycyjnych typu "carry trade"³², miał niewielki wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Wskazuje to, że udział złotego w tego typu strategiach jest niewielki, co jest prawdopodobnie związane z zanikaniem różnic w poziomie stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro. Osłabienie wpływu czynników globalnych na kurs złotego powinno sprzyjać stabilizacji wartości polskiej waluty.

Dostępne dane za okres do lutego 2007 r. pokazują, że w ciągu ostatniego roku stabilizacji nominalnego kursu złotego towarzyszyły podobne

³² Strategie te polegają na zadłużaniu się w walucie kraju o niskich stopach procentowych (np. we franku szwajcarskim czy jenie japońskim) i inwestowaniu w waluty, które przynoszą wyższy dochód z tytułu płatności odsetkowych (np. reala brazylijskiego czy forinta węgierskiego). Zamykanie pozycji wiąże się z kolejną sprzedażą waluty przynoszącej relatywnie wysokie oprocentowanie, co prowadzi do jej deprecjacji.

tendencje w kształtowaniu się realnego kursu efektywnego (Wykres 2.33). Można się spodziewać, że ze względu na niski dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro w najbliższych miesiącach wahania kursu EUR/PLN będą umiarkowane. W średnim horyzoncie stabilizującą na kurs realny złotego powinny oddziaływać nadal bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących (pomimo prawdopodobnego zwiększenia się deficytu), w tym rosnące transfery emigrantów, napływ inwestycji bezpośrednich oraz środków unijnych, a także dobre perspektywy wzrostu gospodarczego.

2.5.3 Kredyt i pieniądz

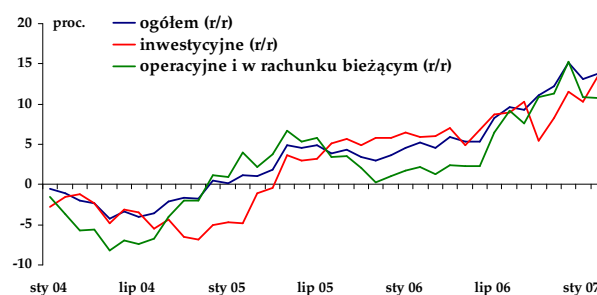
Kredyt dla przedsiębiorstw

W pierwszych miesiącach 2007 r. kontynuowana była dynamiczna akcja kredytowa dla sektora przedsiębiorstw. Roczne tempo wzrostu kredytów ogółem zwiększyło się do ok. 15%. W podobnym tempie przyrastają główne składowe tej kategorii: kredyty na inwestycje oraz kredyty operacyjne i w rachunku bieżącym (Wykres 2.35). Dynamicznie zwiększa się również zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw. Dane dotyczące bilansu płatniczego za IV kw. 2006 wskazują na przyspieszenie tempa wzrostu kredytów niehandlowych (Tabela 2.6). Rosnące zainteresowanie finansowaniem działalności za pośrednictwem kredytów bankowych jest potwierdzeniem dobrej kondycji przedsiębiorstw³³, intensyfikacji przez nie działalności inwestycyjnej oraz pozytywnych oczekiwań odnośnie do rozwoju sytuacji w przyszłości.

Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw pozostawało na początku 2007 r. na poziomie zbliżonym do obserwowanego w II poł. ub. r. (Tabela 2.7), co wynika ze stabilnego kształtowania się stawek WIBOR stanowiących stopę odniesienia

³³Badania ankietowe NBP wskazują, że banki najczęściej przyznawały kredyt przedsiębiorstwom, które oceniały swoją sytuację ekonomiczną jako dobrą, nie miały problemów z płynnością i terminowo wywiązywały się z zobowiązań kredytowych i handlowych. Więcej na ten temat: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2007*, www.nbp.pl/publikacje/koniunktura

□ Wykres 2.35:
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r w proc.)



Źródło: Dane NBP

	05q2	05q4	06q2	06q4
kredyty niehandlowe	-1.3	11.4	12.0	20.0
kredyty handlowe	10.9	23.9	24.5	11.8

Tabela 2.6: Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw (proc. r/r w EUR)

Źródło: Dane NBP.

Okres	cze06	lip06	sie06	wrz06	paź06	lis06	gru06	sty07	lut07
Gospodarstwa domowe									
depozyty ogółem	3.5	3.6	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.5	3.6
kredyty ogółem	11.2	10.9	11.1	10.8	9.6	10.4	8.8	10.6	11.1
kredyty konsumpcyjne	14.36	14.2	14.1	14.1	14.2	14.2	13.9	14.7	14.5
kredyty mieszkaniowe (PLN)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.6	5.6	5.6
kredyty mieszkaniowe (CHF)	-	-	-	-	-	-	-	3.8	3.9
Przedsiębiorstwa									
depozyty ogółem	3.5	3.5	3.5	3.48	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
kredyty ogółem	5.7	5.7	5.8	5.8	5.8	5.8	5.6	5.8	5.8

Tabela 2.7: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w bankach komercyjnych

Źródło: Dane NBP.

dla bankowych stóp procentowych. Marże banków również nie ulegały istotnym zmianom.

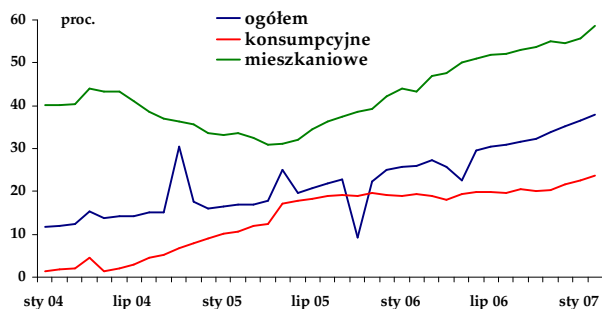
W najbliższej przyszłości można oczekiwać utrzymania się stosunkowo wysokiego tempa zadłużania przedsiębiorstw. Sygnalizują to m.in. pozytywne prognozy rozwoju sytuacji gospodarczej, a także polityka banków komercyjnych łagodząca warunki i kryteria przyznawania kredytów³⁴. Również same przedsiębiorstwa informują o planach zwiększania zadłużenia kredytowego, na co wskazują m.in. wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NBP³⁵.

Kredyty dla gospodarstw domowych

Kredyty dla gospodarstw domowych przyrastają coraz szybciej. Roczne tempo wzrostu zbliżyło się w pierwszych miesiącach 2007 r. do 40% (Wykres 2.36). Głównym motorem wzrostu akcji kredytowej są kredyty mieszkaniowe. Dynamicz-

□ **Wykres 2.36:**

Kredyty dla gospodarstw domowych (r/r w proc.)



Źródło: Dane NBP

³⁴Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2007, www.nbp.pl/systemfinansowy

³⁵W I kw. 2007 r. nastąpił wzrost wskaźnika prognoz zadłużenia (po usunięciu wahań sezonowych) do poziomu najwyższego od 6 lat. Więcej na ten temat: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2007*, www.nbp.pl/publikacje/koniunktura

nie wzrastają także kredyty na cele konsumpcyjne. Wzrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyja ich dobra sytuacja ekonomiczna, postępująca poprawa warunków na rynku pracy a także pozytywne oczekiwania odnośnie do koniunktury w przyszłości, co znajduje odzwierciedlenie m. in. w rosnących wartościach wskaźników koniunktury konsumenckiej GUS³⁶. W przypadku kredytów mieszkaniowych ważną rolę odgrywają m.in. czynniki demograficzne³⁷ oraz oczekiwania dotyczące przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych a także dalszego możliwego wzrostu cen mieszkań. Nie bez znaczenia dla wysokiej dynamiki kredytów gospodarstw domowych jest również polityka banków komercyjnych, które zwiększają dostępność kredytów m.in. poprzez łagodzenie warunków ich przyznawania. Jednak odnotowany w 2006 r. bardzo szybki wzrost cen mieszkań, przewyższający znacznie dotychczasowe tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych, może w najbliższej przyszłości spowodować zmniejszenie zainteresowania kredytami mieszkaniowymi. Zwracają na to uwagę banki komercyjne ankietowane przez NBP³⁸.

Oprocentowanie kredytów złotych utrzymuje się w ostatnich miesiącach na stałym poziomie, co – podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw – wynika z braku zmian stóp procentowych przez NBP oraz utrzymywania stabilnych marż przez banki. Oprocentowanie kredytów walutowych, z których większość jest denominowana w CHF, wzrasta wskutek podwyżek stóp przez Narodowy Bank Szwajcarii oraz EBC (Tabela 2.7).

Od połowy 2006 r. na popularności zyskują mieszkaniowe kredyty złote (Wykres 2.37). Jest to wynikiem zmniejszania się różnicy w oprocentowaniu kredytów złotych i walutowych a także wprowadzania przez banki w życie regulacji zawartych w *Rekomendacji S* (więcej na ten temat: *Raport o inflacji. Styczeń 2007*).

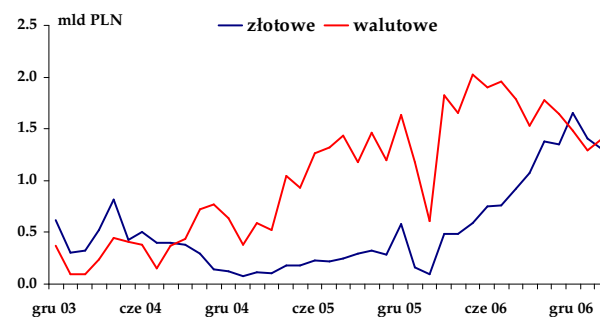
³⁶Koniunktura konsumencka. Luty 2007, GUS

³⁷Na rynek pracy wciąż wchodzi roczniki wyżu demograficznego, uzyskując dochody umożliwiające zaciąganie kredytów na zakup mieszkania.

³⁸Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2007, www.nbp.pl/systemfinansowy

□ Wykres 2.37:

Kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych – przyrosty miesięczne (mld PLN)



Źródło: Dane NBP

Depozyty i agregaty monetarne

Przyspieszającej akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw towarzyszy wzrastająca dynamika ich depozytów bankowych, która w lutym 2007 r. osiągnęła 30%. Jest to kolejne potwierdzenie dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz ich znacznych możliwości współfinansowania procesów inwestycyjnych ze środków własnych.

Tempo wzrostu depozytów bankowych gospodarstw domowych także się zwiększa, jednak wciąż pozostaje ono znacznie niższe niż w przypadku przedsiębiorstw (w lutym wyniosło 10,7%). Gospodarstwa domowe gromadzą oszczędności finansowe także w innych formach, z których najpopularniejsze są jednostki funduszy inwestycyjnych. Środki gospodarstw domowych zgromadzone w funduszach inwestycyjnych, obligacjach i innych instrumentach skarbowych a także w formie depozytów w SKOK stanowiły w lutym 2007 r. 49,5% ich depozytów bankowych. Dynamika przyrostu aktywów gospodarstw domowych w funduszach inwestycyjnych znacznie przewyższa dynamikę wzrostu ich depozytów bankowych (Tabela 2.8), co wynika zarówno z intensywnego napływu nowych środków do funduszy jak i z szybkiego wzrostu indeksów giełdowych.

Procesy zachodzące na rynku kredytów i depozytów znajdują odzwierciedlenie we wzroście dynamiki podstawowych agregatów monetarnych (Wykres 2.38). Roczne tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 na początku 2007 r. przekroczyło 15%. Najszybszym wzrostem charakteryzują się składniki M3 o największym stopniu płynności, w tym gotówka w obiegu.

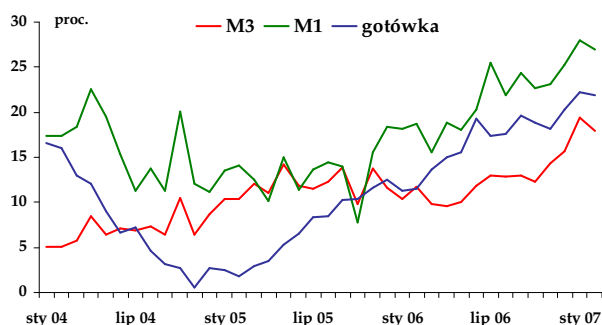
	gru05	cze06	gru06	lut07
depozyty bankowe	5.2	5.3	8.4	10.9
depozyty w SKOK	26.7	18.3	11.3	11.8
fundusze inwestycyjne	67.7	74.4	62.5	56.6
obligacje	-17.2	-27.6	-23.7	-22.5

Tabela 2.8: Depozyty bankowe i oszczędności finansowe gospodarstw domowych (r/r, w proc., dane bez korekty o wpływ wahań kursowych)

Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.38:

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



Źródło: Dane NBP.

Polityka pieniężna w okresie styczeń–kwiecień 2007 r.

W trakcie posiedzeń Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście minionej, bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej. Na posiedzeniach rozważano przede wszystkim, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: perspektywy i struktura wzrostu gospodarczego, tendencje na rynku pracy, dynamika cen importu, dynamika agregatów monetarnych i kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Na posiedzeniach w styczniu, lutym i marcu 2007 r. Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%. Na kwietniowym posiedzeniu Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Styczniowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 8 stycznia 2007 r.) przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji, w I poł. 2007 r. inflacja miała powrócić do celu inflacyjnego, w 2008 r. miała nadal wzrastać, a w II poł. 2009 r. miała przekroczyć górną granicę odchyień od celu. W trakcie posiedzeń członkowie Rady wyrażali zróżnicowane poglądy na temat perspektyw inflacji przedstawionych w styczniowej projekcji. Poglądy te znalazły odbicie w przebiegu dyskusji na posiedzeniach.

Styczeń

Jednym z zagadnień omawianych na posiedzeniu było kształtowanie się bieżącej inflacji. Niektórzy członkowie wskazywali, że niskie tempo wzrostu cen konsumpcyjnych utrzymuje się od długiego czasu, co świadczy o tym, że przyczyną niskiej inflacji nie są jedynie przejściowe czynniki. Podkreślali oni, że inflacja bazowa utrzymywała się poniżej obecnego celu inflacyjnego już od 2002 r. i to niezależnie od przebiegu koniunktury gospodarczej. Ich zdaniem może to wskazywać na wynikające z globalizacji osłabienie zależności między wzrostem gospodarczym a inflacją, widoczne także w innych krajach.

Inni członkowie, wskazali, że przez ostatnie siedem miesięcy inflacja netto istotnie wzrosła. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w całym 2006 r., oprócz dwóch miesięcy, inflacja bazowa netto była wyższa od inflacji CPI, co może sygnalizować wzrost inflacji CPI w przyszłości.

Na posiedzeniu omawiano także kształtowanie się cen importu. Niektórzy członkowie stwierdzili, że ceny importu zaczynają rosnąć, a wzrost ten zaczął się, gdy kurs walutowy umacniał się. Według nich, przy ewentualnej deprecjacji kursu, wzrost tych cen będzie silniejszy, co będzie prowadziło do przyspieszenia inflacji. Zdaniem innych uczestników dyskusji nie należy spodziewać się, by ceny produktów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania miały zacząć rosnąć, bowiem w niektórych z tych krajów trwają głębokie zmiany strukturalne, polegające m. in. na przenoszeniu produkcji w miejsca o tańszej sile roboczej, których efektem może być utrzymanie tendencji do spadku tych cen. Ponadto członkowie ci argumentowali, że nie należy przewidywać dynamiki cen importowych jedynie na podstawie ich bieżących zmian, ale także zmian koniunktury w gospodarce światowej. Dodatkowo, ich zdaniem, obecnie wiele czynników, w tym bardzo wysoki popyt na aktywa krajów wschodzących (w tym Polski), przemawia za mocnym kursem złotego.

Na posiedzeniu Rada poświęciła wiele uwagi ocenie bieżącego i oczekiwanego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że gospodarka znajduje się w okresie silnego wzrostu. Ponadto wskazywali, że w IV kw. 2006 r. obserwowane były w polskiej gospodarce rekordowe wskaźniki dynamiki popytu krajowego, zatrudnienia, funduszu płac i agregatów pieniężnych, a tempo wzrostu PKB było nieco wyższe niż w projekcji. Uznali oni, że szybszy niż prognozowano wzrost gospodarczy może prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej.

Inni członkowie podkreślali, że wzrost gospodarczy ma korzystną z punktu widzenia presji inflacyjnej strukturę, bowiem znaczny udział we wzroście PKB mają inwestycje zwiększające potencjał gospodarczy, co powinno ograniczać presję inflacyjną wynikającą z szybkiego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci twierdzili, że szybki wzrost inwestycji będzie zwiększał techniczne uzbrojenie pracy, co powinno przyczyniać się do wzrostu wydajności pracy, a przez to łagodzić kosztową presję na wzrost cen. Wskazywali oni ponadto, że udział inwestycji w PKB jest w Polsce wciąż najniższy spośród krajów UE, dlatego obserwowany obecnie dynamiczny wzrost inwestycji sprzyja likwidowaniu różnic w poziomie rozwoju między Polską a tymi krajami.

Rada dyskutowała również na temat wpływu sytuacji na rynku pracy na dynamikę wynagrodzeń, jednostkowych kosztów pracy i inflację. Zdaniem większości członków Rady istotnym zagrożeniem dla inflacji może być prawdopodobne przyspieszenie wzrostu płac, szczególnie w warunkach znacznej emigracji zarobkowej Polaków. Zdaniem części członków stopa bezrobocia kształtuje się poniżej stopy NAWRU, co oddziałuje w kierunku przyspieszenia dynamiki płac. Inni członkowie podzielali pogląd, że sytuacja na rynku pracy jest jednym z najważniejszych czynników mogących w przyszłości prowadzić do wzrostu inflacji, jednak nie zgadzali się, że bieżąca stopa bezrobocia jest poniżej stopy NAWRU. Wskazywali oni, że następuje poprawa struktury osób bezrobot-

nych w kierunku wzrostu udziału osób lepiej wykształconych i bardziej mobilnych, co oddziałuje w kierunku obniżenia stopy NAWRU.

Na posiedzeniu dyskutowano także na temat przyszłej inflacji na tle przedstawionej przez analityków NBP projekcji inflacji. Część członków zgadzała się ze scenariuszem zarysowanym w projekcji inflacji, sygnalizującym wzrost inflacji w średnim horyzoncie do poziomu wyraźnie przekraczającego cel inflacyjny.

Inni członkowie twierdzili, że do wyników projekcji w horyzoncie 2009 r. należy podchodzić z dystansem, gdyż prognozowanie procesów gospodarczych w tak dalekiej przyszłości jest obciążone znaczącą niepewnością. Według nich prawdopodobieństwo przekroczenia przez inflację celu w końcowym okresie projekcji było niższe niż przedstawiono w projekcji. Wyrażali oni wątpliwości dotyczące braku zasadniczej zmiany ścieżki prognozowanej inflacji w średnim horyzoncie w styczniu wobec października ub. r. mimo istotnego obniżenia inflacji w punkcie startowym projekcji, niższej dynamiki cen paliw i importu oraz mocniejszego kursu złotego. Ponadto ich zdaniem wpływ globalizacji na procesy inflacyjne nie został odpowiednio uwzględniony w projekcji. Wskazywali oni, że pod koniec 2006 r. inflacja była znacząco niższa niż wcześniej prognozowano, podczas gdy wzrost PKB był wyższy od prognoz. Według nich może to sugerować, że zmiany mechanizmów gospodarczych, w tym osłabienie zależności między krajowym wzrostem gospodarczym a inflacją mogą nie być w wystarczającym stopniu uwzględnione w głównym modelu prognostycznym. Zwracali oni także uwagę na niepewność dotyczącą tego, czy szybszy od oczekiwań wzrost PKB jest zjawiskiem cyklicznym, czy też wynika z szybszego niż dotychczas szacowano wzrostu produktu potencjalnego.

Oprócz projekcji inflacji, Rada zapoznała się także z wynikami innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP. Wskazywały one, że w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej inflacja może być niższa niż wynikało to ze styczniowej projekcji inflacji. Część członków uznała, że perspektywy inflacji przedstawione w tych prognozach są bardziej prawdopodobne niż scenariusz wyłaniający się z projekcji inflacji. Inni uczestnicy dyskusji wskazywali, że prognozy z tych modeli nie uwzględniają kosztów pracy, które są jednym z najważniejszych czynników ryzyka wzrostu inflacji, a także nie uwzględniają zmian kursu równowagi. W efekcie, prognozy te mogą – ich zdaniem – zaniżać przewidywaną inflację.

Rada dyskutowała także na temat kształtowania się agregatów monetarnych. W opinii części członków obserwowany obecnie szybki wzrost akcji kredytowej przy jednoczesnym stosunkowo wysokim wzroście wynagrodzeń będzie sprzyjać silnemu wzrostowi spożycia indywidualnego, a przez to zagregowanego popytu i inflacji. Według niektórych uczestników dyskusji, większość nowych krajów członkowskich, oprócz Czech i Słowenii, odnotowuje obecnie znaczące nierównowagi, które przejawiają się wysoką inflacją lub znacznym deficytem na rachunku bieżącym. Jednocześnie we wszystkich tych krajach obserwuje się wysoką dynamikę agregatów monetarnych. Z tego względu wysoka dynamika agregatów monetarnych w Polsce jest – według nich – przejawem pojawiającej się w polskiej gospodarce nierównowagi makroekonomicznej.

Inni członkowie wskazywali, że większość przyrostu kredytów dla gospodarstw domo-

wych w Polsce stanowią kredyty mieszkaniowe, które nie wpływają bezpośrednio na ceny dóbr konsumpcyjnych. Ponadto efektem zwiększania zadłużenia gospodarstwa domowych będzie zwiększenie udziału w dochodach gospodarstw domowych wydatków, które będą przeznaczane na obsługę i spłatę zadłużenia, a przez to będą ograniczały wydatki na dobra konsumpcyjne. Zwracali oni także uwagę, że relacja kredytu do PKB jest w Polsce wciąż niska na tle krajów rozwiniętych i dlatego obserwowany obecnie szybki wzrost kredytów częściowo wynika z procesu nadrobienia dystansu wobec tych krajów.

Według większości członków Rady, obecny stan i perspektywy gospodarki nie uzasadniały zmiany parametrów polityki pieniężnej. Jednak część członków stwierdziła, że pewne dostosowanie stóp procentowych może być konieczne w najbliższym czasie. Zacieśnienie polityki pieniężnej może być, ich zdaniem, wskazane, ponieważ właściwa polityka pieniężna powinna być antycykliczna względem koniunktury gospodarczej, a gospodarka jest obecnie w okresie szybkiego wzrostu, przewyższającego tempo wzrostu produktu potencjalnego. Jednocześnie wskazywano, że pewnym substytutem dla zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce mogłoby być spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej. Uczestniczący w dyskusji wskazywali jednak, że skala spowolnienia gospodarki światowej jest wciąż niewiadoma. Niektórzy członkowie twierdzili, że gdyby zacieśnienie polityki pieniężnej zbiegło się z niekorzystnymi zdarzeniami w gospodarce, mogłoby doprowadzić do silnego spowolnienia gospodarczego w Polsce.

W informacji po posiedzeniu Rada stwierdziła, że w krótkim okresie inflacja CPI będzie wyraźnie niższa niż wskazuje projekcja styczniowa, co może być związane z najprawdopodobniej niższymi niż przewiduje projekcja cenami ropy i żywności. Rada oceniała, że również inflacja bazowa netto ukształtuje się na poziomie wyraźnie niższym niż przewidywała projekcja.

Rada uznała, że w średnim okresie, mimo oczekiwanego pewnego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego może wystąpić stopniowe zwiększenie dynamiki płac prowadzące do wzrostu inflacji. Rada oceniała, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych, związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada uznała, że ówczesny poziom stóp procentowych NBP sprzyjał utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Rada oceniała, że ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej, a przyszłe jej decyzje będą zależały od nowych informacji dotyczących procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Luty

Po zapoznaniu się z przygotowaną przez analityków NBP oceną sytuacji gospodarczej, Rada dyskutowała na temat zmian w bilansie czynników kształtujących przyszłą inflację

na tle styczniowej projekcji inflacji i PKB oraz własnej oceny perspektyw inflacji sprzed miesiąca.

Większość członków zgadzała się, że w najbliższych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie prawdopodobnie wyższe niż przewidywano w styczniowej projekcji.

Część członków zwracała uwagę, że do utrwalenia wyższego niż dotychczas oczekiwano wzrostu gospodarczego mogą przyczynić się obserwowane obecnie bardzo korzystne nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Ponadto wskazywano, że wprawdzie rośnie prawdopodobieństwo spowolnienia w gospodarce amerykańskiej, ale wpływ tego spowolnienia na wzrost gospodarczy w Polsce powinien być umiarkowany. Ich zdaniem ograniczony wpływ spowolnienia gospodarki amerykańskiej na koniunkturę w Polsce wynika z faktu, że polska gospodarka jest w znacznie większym stopniu zależna od gospodarki europejskiej niż amerykańskiej, a perspektywy wzrostu gospodarczego w Europie są korzystne. Jak zauważali niektórzy uczestnicy dyskusji, istotnym czynnikiem prowadzącym do przyspieszenia inwestycji jest napływ funduszy unijnych, które są przeznaczane głównie na inwestycje w infrastrukturę, kapitał ludzki oraz ochronę środowiska. Może to, według nich, oddalić w czasie podażowe efekty tych inwestycji. Z tego względu obecny i oczekiwany wysoki wzrost inwestycji może nie wpływać tak szybko jak dotychczas na zwiększenie zagregowanej podaży w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, a co za tym idzie może nie ograniczać presji inflacyjnej w takim stopniu jak dotychczas. Według uczestników dyskusji, poza napływem funduszy unijnych trudno znaleźć inne czynniki trwałego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w sytuacji braku reform strukturalnych. W ich ocenie, oznacza to, że obecne tempo wzrostu gospodarczego jest wyższe niż tempo wzrostu produktu potencjalnego i będzie prowadzić do wzrostu inflacji.

Inni członkowie zwracali uwagę, że obserwowane obecnie szybki wzrost gospodarczy ma korzystną z punktu widzenia niskiej inflacji strukturę, bo inwestycje rosną w szybszym tempie niż konsumpcja, a to powinno ograniczać wpływ przyspieszenia gospodarczego na inflację. Ponadto, ważnym czynnikiem przemawiającym za przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w dłuższej perspektywie są, w ich ocenie, bardzo korzystne perspektywy napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, co z kolei powinno ograniczać presję inflacyjną związaną z szybkim wzrostem gospodarczym. Jednocześnie zwracali oni uwagę, że mimo, że dane makroekonomiczne za styczeń świadczą o wysokim wzroście gospodarczym, to trudno na ich podstawie określić, czy wzrost gospodarczy w całym 2007 r. będzie wyższy niż w projekcji. Członkowie ci twierdzili także, że jak dotąd przyspieszającemu wzrostowi gospodarczemu wciąż towarzyszy niska inflacja co - według nich - sugeruje, że oddziaływanie na inflację takich czynników jak międzynarodowa konkurencja, import dóbr z krajów o niskich kosztach wytwarzania, wzrost wydajności pracy oraz stabilność kursu walutowego jest silne.

Rada poświęciła dużo uwagi kształtowaniu się agregatów monetarnych. Niektórzy uczestnicy dyskusji twierdzili, że szybkie tempo wzrostu kredytów w połączeniu z obserwowanym znacznym wzrostem cen aktywów, szczególnie widocznym na rynku nieruchomości, a także akcji sygnalizuje, że w Polsce może występować bańka na rynku aktywów, tzn. ceny aktywów są wyższe niż uzasadniają to czynniki fundamentalne. Ponadto, ich

zdaniem, obecna sytuacja w Polsce, tj. wysoka dynamika agregatów monetarnych w połączeniu z wysoką dynamiką sprzedaży detalicznej jest podobna do sytuacji niektórych nowych krajów członkowskich UE, gdzie inflacja wzrosła z niskiego do stosunkowo wysokiego poziomu (np. na Litwie). Dodatkowo, twierdzili oni, że w sytuacji, gdy ceny aktywów ustabilizują się na wysokim poziomie wówczas wzrost dochodów nie będzie już przeznaczany na zakup aktywów, tylko znajdzie odzwierciedlenie we wzroście popytu na dobra konsumpcyjne, co będzie prowadziło do wzrostu inflacji.

Inni uczestnicy dyskusji stwierdzili, że obecnie trudno ocenić, czy wzrost cen aktywów jest nadmierny. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że trudno określić, jaka powinna być właściwa reakcja polityki pieniężnej na potencjalne sygnały nierównowagi na rynku aktywów. Ponadto wskazywano, że konsekwencją pęknięcia "bańki", o ile ona istnieje, byłby prawdopodobnie spadek a nie wzrost inflacji, gdyż w reakcji na spadek cen aktywów konsumenci mogą zwiększyć oszczędności i zmniejszyć konsumpcję, a to mogłoby oddziaływać w kierunku spadku inflacji. Dodatkowo, ich zdaniem szybki wzrost kredytów jest w części efektem tzw. "doganiania", i dlatego nie powinien rodzić ryzyka znaczącego wzrostu inflacji. Ponadto według tych członków, relacja tempa wzrostu agregatów monetarnych do tempa wzrostu PKB jest w Polsce niska w porównaniu z tą relacją w strefie euro. Członkowie ci wskazywali także, że obecnie trudno określić tempo wzrostu kredytu, po przekroczeniu którego można by stwierdzić, że jest ono nadmierne i rodzi ryzyko wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny. Wskazywali oni także, że w świetle wyników analiz przeprowadzonych dla wielu krajów trudno znaleźć zależność między agregatami monetarnymi a inflacją w krótkim okresie. Odnosząc się do przywołanych przykładów wzrostu inflacji w innych nowych krajach UE, członkowie ci zwracali uwagę, że sytuacja na Litwie nie daje się bezpośrednio porównać z sytuacją Polski, gdyż obowiązuje tam inny reżim kursowy, tj. reżim izby walutowej, który wyklucza możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej.

Rada dyskutowała także na temat sytuacji na rynku pracy i jej wpływu na perspektywy inflacji. Część członków wskazywała, że w ostatnich latach wzrost płac w gospodarce był umiarkowany w stosunku do wzrostu wydajności, czego efektem było znaczące polepszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Członkowie sygnalizowali, że z tego względu w najbliższym czasie dynamika płac może przyspieszyć, aby zrekompensować jego wcześniej wolniejsze tempo. Ponadto, wskazywali oni, że w kierunku wyższej dynamiki wynagrodzeń będzie oddziaływała emigracja polskich pracowników do innych krajów UE, oraz konwergencja płac w Polsce i krajach UE. Inni uczestnicy dyskusji wskazywali, że globalna konkurencja w dalszym ciągu powinna sprzyjać wzrostowi produktywności i jednocześnie ograniczać nadmierny wzrost płac, a tym samym powinna ograniczać presję inflacyjną. Wskazywali oni także, że w przemyśle wciąż obserwuje się wysoki wzrost wydajności, który przewyższa wzrost płac, co nadal oddziałuje w kierunku niskiej inflacji. Ponadto dane o PKB, liczbie pracujących oraz płacach w gospodarce w IV kw. 2006 r. wskazały, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce była istotnie niższa niż uwzględniono w projekcji, co może sugerować, że również w dłuższym horyzoncie projekcji presja kosztowa na wzrost cen będzie niższa niż przewidywano w projekcji.

Niektórzy członkowie zwracali uwagę, że od dwóch kwartałów istotnie wzrosła dynamika cen usług w Polsce, co może sygnalizować, że nasilił się efekt Balassy-Samuelsona. Inni członkowie wskazywali, że trudno oceniać zmiany siły efektu Balassy-Samuelsona w Polsce na podstawie obserwacji z ostatnich dwóch kwartałów. Ponadto, ich zdaniem szybszy wzrost cen usług niż cen towarów nie musi wskazywać na istnienie silnego efektu Balassy-Samuelsona, ponieważ różnice w dynamice cen usług i towarów są obserwowane w wielu krajach.

Rada dyskutowała także na temat sytuacji i perspektyw finansów publicznych. Część członków stwierdziła, że dane za 2006 r. oraz dane za styczeń sugerują, że sytuacja budżetu państwa jest bardzo dobra i powinna się taka utrzymać w całym 2007 r. Inni uczestnicy dyskusji wskazywali, że mimo korzystnej sytuacji budżetu oddziaływanie polityki fiskalnej na gospodarkę jest obecnie procykliczne, na co wskazuje wzrost deficytu finansów publicznych skorygowanego o wpływ wahań cyklicznych w 2006 r. wobec poprzedniego roku.

Niektórzy członkowie wskazywali, że zarówno bieżące jak i prognozowane ceny ropy są niższe niż założono w projekcji, co wskazuje, że inflacja powinna być niższa niż przewiduje projekcja. Inni członkowie wskazywali, że ceny ropy podlegają znacznym wahaniom i nie da się wykluczyć, że wzrosną one np. na skutek pojawienia się niestabilności politycznej na Bliskim Wschodzie.

Część członków uznała, że dostępne dane, w szczególności wyniki styczniowej projekcji inflacji, prognozy inflacji przygotowane przez niektóre ośrodki zewnętrzne, szybki wzrost agregatów monetarnych, szybszy niż prognozowano wzrost gospodarczy oraz rosnące prawdopodobieństwo dalszego przyspieszenia wzrostu płac wskazywały na rosnące ryzyko wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny w średnim okresie. Uzasadniało to, ich zdaniem, zaostrzenie polityki pieniężnej na lutowym posiedzeniu. Twierdzili oni, że ponieważ polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę i inflację z opóźnieniem, zwlekanie z decyzją o zaostrzeniu polityki pieniężnej może być niewłaściwe, a późniejsze decyzje o podwyżce stóp mogą być spóźnione.

Część członków uznała, że od poprzedniego posiedzenia zwiększyło się ryzyko wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny i dlatego przybliżył się moment zacieśnienia polityki pieniężnej, jednak decyzja o podwyżce stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu nie była, ich zdaniem, konieczna. Wskazywali oni, że dla utrzymania stabilności cen bardzo ważna jest wiarygodność i antyinflacyjna reputacja banku centralnego. W ich ocenie, zbudowanie tej reputacji wymagało w przeszłości poniesienia kosztu makroekonomicznego. Zarówno z tego względu, jak i biorąc pod uwagę przyspieszający wzrost gospodarczy należało, więc, w ich ocenie, rozważyć pewne zacieśnienie polityki pieniężnej w ciągu najbliższych miesięcy.

Część członków uważała, że w najbliższym czasie nie ma potrzeby zacieśniania polityki pieniężnej, gdyż w średnim okresie nie dostrzegali oni ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny. Wskazywali oni także na najnowsze krótkookresowe prognozy inflacji sugerujące, że kolejna projekcja inflacji może być niższa niż styczniowa.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyżkę podstawowych stóp procentowych NBP o

25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty.

W informacji po posiedzeniu Rada stwierdziła, że w krótkim okresie inflacja CPI będzie wyraźnie niższa niż wskazywała projekcja styczniowa. Rada oceniała, że również inflacja bazowa netto ukształtuje się na poziomie wyraźnie niższym niż przewidywała styczniowa projekcja.

Rada uznała, że w średnim okresie może wystąpić stopniowe zwiększenie dynamiki płac prowadzące do wzrostu inflacji. Rada oceniała, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych, związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada uznała, że ówczesny poziom stóp procentowych NBP umożliwiał utrzymanie inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Rada oceniała, że ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej. Przyszłe decyzje Rady miały zależeć w dużej mierze od tego, czy rosnąca aktywność gospodarcza będzie mieć bardziej trwały charakter, a także od kształtowania się innych elementów procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Marzec

Po zapoznaniu się z przygotowaną przez analityków NBP oceną sytuacji gospodarczej, Rada dyskutowała na temat zmian w bilansie czynników kształtujących przyszłą inflację na tle styczniowej projekcji inflacji i PKB oraz własnej oceny perspektyw inflacji sprzed miesiąca.

Członkowie Rady byli zgodni, że w świetle najnowszych danych w I kw. br. wzrost gospodarczy w Polsce najprawdopodobniej przyspieszył i ukształtował się na poziomie wyższym niż przewidywano w styczniowej projekcji inflacji. W ocenie niektórych członków dane o sprzedaży detalicznej w lutym potwierdzały, że następuje zmiana struktury wzrostu gospodarczego w kierunku zwiększenia roli popytu krajowego we wzroście PKB. Oceniali oni, że w najbliższych kwartałach dynamika PKB ukształtuje się najprawdopodobniej na poziomie wyraźnie przewyższającym dostępne szacunki tempa wzrostu potencjalnego PKB, co może oddziaływać w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej.

Inni członkowie podkreślali, że od kilku kwartałów wyższej niż prognozowano dynamice PKB towarzyszy niższa lub zgodna z oczekiwaniami inflacja. Biorąc pod uwagę stosunkowo krótkie opóźnienia, jakie występują pomiędzy zmianami dynamiki PKB a ich najsilniejszym wpływem na inflację, może to ich zdaniem wskazywać, że tempo wzrostu potencjalnego PKB w Polsce jest wyższe niż dotychczas szacowano, co oddziaływałoby w kierunku zmniejszenia presji na wzrost cen w średnim okresie. Wskazywali oni również na utrzymującą się i oczekiwaną w najbliższych kwartałach wysoką dynamikę inwestycji, która z pewnym opóźnieniem powinna przyczynić się do zwiększenia dynamiki potencjalnego PKB. Podkreślali oni, że w 2006 r. w nakładach inwestycyjnych

dużych i średnich przedsiębiorstwach wzrósł udział zakupów tych składników majątku (m. in. maszyn, urządzeń technicznych oraz środków transportu), które stosunkowo szybko przyczyniają się do wzrostu produkcji potencjalnej.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych. Niektórzy członkowie zwracali uwagę, że od początku 2007 r. następuje stopniowa poprawa struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, co oddziałuje w kierunku ich obniżenia. Ich zdaniem do spadku tych oczekiwań w II poł. 2007 r. może przyczynić się prawdopodobny spadek cen żywności w III kw. br. Wskazywali oni ponadto, że oczekiwania przedsiębiorstw w przetwórstwie przemysłowym i handlu detalicznym dotyczące przewidywanych cen sprzedaży na najbliższe trzy miesiące pozostają stabilne. Ich zdaniem wpływ rosnących oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw budowlanych na perspektywy inflacji jest ograniczony, gdyż zmiany cen produkcji budowlanej nie mają bezpośredniego wpływu na kształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Inni członkowie zwracali uwagę, że w świetle wyników badań empirycznych oczekiwania inflacyjne w Polsce mają charakter adaptacyjny. W konsekwencji, wraz ze spodziewanym przez nich wzrostem wskaźnika bieżącej inflacji w średnim okresie można spodziewać się wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci argumentowali, że ze względu na potwierdzone w badaniach empirycznych osłabienie krótkookresowego związku pomiędzy inflacją i bezrobociem w przyszłości dla obniżenia podwyższonych oczekiwań inflacyjnych i inflacji konieczny może być stosunkowo duży wzrost stopy bezrobocia.

Na posiedzeniu w marcu Rada ponownie dyskutowała na temat wpływu obserwowanej dynamiki wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy na perspektywy inflacji. Część członków wskazywała, że wprawdzie wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w styczniu i lutym był dość wysoki, jednak roczna dynamika wynagrodzeń w tych miesiącach obniżała się. Wskazywali oni ponadto, że uwzględniane w modelu prognostycznym zmiany jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce mogą przeszacowywać presję kosztową na wzrost cen, gdyż w niektórych sektorach (usługach nierynkowych) płace nie mają bezpośredniego wpływu na kształtowanie się cen konsumpcyjnych. Inni członkowie zwracali uwagę, że zgodnie z wynikami badań ankietowych NBP w I kw. br. ponad połowa przedsiębiorstw planowała podwyżki cen wyrobów własnych, co ich zdaniem może sygnalizować narastającą presję płacową. Wskazywali oni, że po wyeliminowaniu wpływu czynników jednorazowych dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w lutym utrzymała się na podwyższonym poziomie, notowanym w styczniu br. i grudniu ub. r. Ich zdaniem oznaczało to, że zwiększenie dynamiki płac w przedsiębiorstwach może mieć charakter trwały.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu był również wpływ zmian zapasów na perspektywy inflacji. Wypowiadający się w dyskusji wskazywali, że o ile w 2005 r. ujemny wkład przyrostu zapasów do PKB wynikał najprawdopodobniej z niepewności przedsiębiorstw co do skali i trwałości wzrostu popytu zewnętrznego, o tyle utrzymanie się ujemnego wkładu przyrostu zapasów w 2006 r. mogło być spowodowane wyższym od oczekiwanego przez przedsiębiorstwa wzrostem aktywności gospodarczej. Ich zdaniem w przy-

padku utrzymania się szybkiego wzrostu popytu konieczność odbudowy zapasów, której towarzyszyć będzie rosnąca możliwość kształtowania cen przez przedsiębiorstwa (ang. pricing power), mogą przyczynić się do wzrostu presji inflacyjnej. Inni uczestnicy dyskusji zwracali uwagę na następującą w skali globalnej poprawę organizacji procesów biznesowych, których częścią jest optymalizacja zarządzania zapasami. Ich zdaniem powszechnie obserwowana poprawa zarządzania zapasami może w pewnym stopniu tłumaczyć odnotowany w latach 2005 i 2006 ujemny wkład przyrostu zapasów do wzrostu PKB w Polsce.

Część członków uznała, że utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Wskazywali oni, że w średnim okresie ukształtowanie się inflacji na poziomie przekraczającym cel inflacyjny prowadziłoby do utraty konkurencyjności cenowej polskiej gospodarki. Ich zdaniem utrata konkurencyjności, znajdująca odzwierciedlenie w pogarszającym się saldzie bilansu handlowego, rodziłaby zagrożenie, że w średnim okresie nie będzie możliwe utrzymanie szybkiego wzrostu gospodarczego. Uważali oni, że zaostrzenie polityki monetarnej miałyby efekt sygnalizacyjny, podkreślający dążenie władz monetarnych do realizacji celu i przez to ograniczający presję na wzrost wynagrodzeń. Członkowie ci podkreślali, że w świetle wyników badań nad mechanizmem transmisji w polityce pieniężnej nieznaczne zaostrzenie polityki monetarnej w niewielkim stopniu przyczyni się do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. Oceniali oni jednak, że zwlekanie z decyzją o podniesieniu stóp procentowych może w przyszłości oznaczać konieczność dokonania podwyżek stóp procentowych w większej skali.

Inni członkowie Rady uważali, że ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację nie daje jednoznacznych przesłanek dla zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Wskazywali oni, że w krótkim okresie zarówno bieżące jak i prognozowane wskaźniki CPI i inflacji bazowej netto kształtować się będą najprawdopodobniej na poziomie niższym od celu inflacyjnego. Ich zdaniem dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce kształtowała się na poziomie, który nie zagrażał realizacji celu inflacyjnego. Członkowie ci podkreślali, że notowany w Polsce szybki wzrost gospodarczy stwarza możliwość zmniejszenia luki rozwojowej, jaka dzieli Polskę od krajów rozwiniętych. Dlatego, ich zdaniem, zaostrzenie polityki pieniężnej powinno nastąpić tylko w przypadku pojawienia się wyraźnych zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego. Zwracali oni również uwagę, że ewentualna decyzja o podniesieniu stóp procentowych powinna być poprzedzona pełniejszą oceną średniookresowych perspektyw inflacji, która będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami kwietniowej projekcji inflacji.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty.

W informacji po posiedzeniu Rada stwierdziła, że w krótkim okresie zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa netto będą wyraźnie niższe niż wskazuje projekcja styczniowa.

Rada uznała, że w średnim okresie prawdopodobna jest kontynuacja stopniowego zwiększania dynamiki płac, co może prowadzić do wzrostu inflacji. Rada oceniała, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu

wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych, związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada uznała, że ustabilizowanie inflacji w pobliżu celu 2,5% i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Skala tego zacieśnienia będzie zależeć w dużej mierze od tego, czy napływające dane potwierdzą oczekiwania, że w najbliższych kwartałach utrzyma się wysoki wzrost popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższający wzrost potencjalnego PKB, a także od kształtowania się innych elementów procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na przyszłą inflację w Polsce.

Podobnie jak w styczniu i lutym Rada oceniała, że obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform powodujących trwale ograniczenie nierównowagi finansów publicznych. Rada podtrzymywała przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie. Ograniczenie nierównowagi finansów publicznych samo w sobie, a także przez stworzenie warunków umożliwiających wprowadzenie euro, przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

Kwiecień

Rada zapoznała się z przygotowaną przez analityków NBP projekcją inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Zgodnie z kwietniową projekcją z modelu ECMOD, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 6,0-7,0% w 2007 r. (wobec 4,9-6,7% w projekcji styczniowej), 4,0-6,3% w 2008 r. (wobec 3,6-6,4%) oraz 4,0-7,0% w 2009 r. (wobec 3,5-6,5%).

Według kwietniowej projekcji inflacji, tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie w całym horyzoncie niższe niż w styczniowej projekcji. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,3-2,6% w IV kw. 2007 r. (wobec 2,1-3,8% w projekcji styczniowej), 1,6-3,8% w IV kw. 2008 r. (wobec 2,2-4,5%) oraz 2,1-4,6% w IV kw. 2009 r. (wobec 2,4-5,2%). Rada zapoznała się również z wynikami innych prac progностycznych prowadzonych w NBP.

Rada oceniała, że w II połowie 2007 r. inflacja CPI przejściowo obniży się do poziomu wyraźnie niższego od celu inflacyjnego 2,5%, na co wskazuje również kwietniowa projekcja inflacji.

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu, co skłoniło Radę do zacieśnienia polityki pieniężnej. Rada uznała, że w najbliższych kwartałach utrzyma się wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, najprawdopodobniej

przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku stopniowego narastania presji płacowej i inflacyjnej.

W najbliższych miesiącach Rada będzie bacznie obserwować relację tempa wzrostu wynagrodzeń do dynamiki wydajności pracy, poziom kursu złotego, oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę oraz inne czynniki.

Zgodnie z zapowiedzią Rady z *Informacji po posiedzeniu* z 31 stycznia 2007 r., począwszy od maja 2007 r. Rada będzie publikować co miesiąc syntetyczny opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych (ang. *minutes*). Opis ten będzie publikowany w czwartek w tygodniu poprzedzającym kolejne posiedzenie decyzyjne Rady. Opis dyskusji z trzech ostatnich decyzyjnych posiedzeń Rady, poprzedzających posiedzenie decyzyjne na którym przyjmowany jest *Raport o inflacji*, będzie także umieszczany w *Raporcie* w miejsce dotychczasowego rozdziału *Polityka pieniężna*.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana z wykorzystaniem modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Projekcja powstaje jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane są przebiegi niektórych zmiennych modelu, jeśli odbiegają one od intuicji ekonomicznej ekspertów NBP, uwzględniającej ogólny stan wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje odnośnie ewentualnej ich zmiany. Datą zamknięcia założeń do projekcji był 23 marca 2007 r., tak więc została ona oparta na szacunkach NBP kształtowania się kategorii makroekonomicznych w I kw. 2007 r. (punkt startowy projekcji).

4.1 Wstęp

Przed kwietniową rundą prognostyczną model ECMOD został poddany corocznej re-estymacji, uwzględniającej dane do IV kw. 2006 r. włącznie. Dodatkowo w modelu wprowadzono kilka zmian, z których za najważniejszą należy uznać endogenizację stopy bezrobocia równowagi (NAWRU). W aktualnej wersji modelu NAWRU nie jest już zmienną określaną ekspercko poza modelem, lecz uzależniona jest od kształtowania się innych wielkości makroekonomicznych, w tym poziomu aktywności gospodarczej oraz polityki fiskalnej¹.

Endogenizacja stopy bezrobocia NAWRU wiązała się ze zmianami w specyfikacji modułu fiskalnego, dzięki czemu możliwa była rozbudowa sprzężeń pomiędzy zmiennymi fiskalnymi a pozostałymi segmentami modelu. Pozostałe ważniejsze zmiany w modelu obejmowały przededefiniowanie szeregu kapitału² oraz zastąpienie tożsamości generują-

¹Szczegółowe omówienie koncepcji endogenizacji NAWRU zawiera praca K. Budnik *Non-accelerating wage inflation rate of unemployment in Poland* (wkrótce jako *NBP Working Paper*)

²W aktualnej wersji modelu kapitał zdefiniowany jest jako wartość brutto środków trwałych, co zdaniem NBP w lepszym stopniu aproksymuje zasób majątku produkcyjnego w gospodarce niż stosowane do tej pory ujęcie netto. Zmiana definicji kapitału zmniejszyła jego wrażliwość na wahania inwestycji. Zbyt silne przełożenie nakładów inwestycyjnych na przyrost kapitału sygnalizowane było jako jedno z istotnych ryzyk projekcji styczniowej (por. styczniowy *Raport*, strony 90-91)

cej zapasy estymowanym równaniem. Dodatkowo w procesie tworzenia i odsezonowania danych z rachunków narodowych (PKB i składowe) wprowadzona została nowa procedura, zapewniająca sumowalność komponentów do agregatu, przy zbilansowaniu zmian wolumenów, wartości w cenach bieżących i deflatorów cen. Zdaniem autorów modelu, wprowadzone w nim modyfikacje zwiększyły spójność modelu oraz wzbogaciły jego możliwości symulacyjne. Wyniki nowych oszacowań równań modelu i jego reakcja na standardowe impulsy przedstawiona została w osobnym materiale, dostępnym na www.nbp.pl.

Zmiany wprowadzone do modelu oraz jego reestymacja przyczyniły się do ograniczenia korekt eksperckich nakładanych na surową prognozę z modelu. W prezentowanej projekcji ingerencje ekspertów dotyczyły:

- osłabienia wpływu bardzo wysokiej i wynikającej częściowo z korzystnych warunków pogodowych dynamiki PKB w punkcie startowym projekcji na ścieżkę PKB w kolejnych kwartałach,
- uwzględnienia dokonanej już po reestymacji modelu korekty danych o dochodach do dyspozycji gospodarstw domowych za 2006 r.
- wbudowania w przebieg procesu inwestycyjnego korzystnych perspektyw napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (czynnik nie uwzględniony w modelu).

W konsekwencji dynamikę inwestycji obniżono w pierwszych kwartałach projekcji, podniesiono natomiast w dłuższym jej horyzoncie. W krótkim odcinku projekcji skorygowano w górę spożycie indywidualne i import.

Główną przyczyną obniżenia aktualnej projekcji inflacji w stosunku do ścieżki prezentowanej w projekcji styczniowej są zmiany w modelu, a w szczególności zmiany oszacowanych parametrów równania opisującego inflację netto oraz endogenizacja stopy bezrobocia NAWRU. Po reestymacji parametrów modelu zmniejszeniu uległa początkowa nierównowaga pomiędzy poziomem cen a ich determinantami kosztowymi, spowolnieniu uległo także tempo eliminacji tej nierównowagi. Ożywienie na rynku pracy jest obecnie w większym stopniu związane z czynnikami popytowymi. Przejawia się to w szybszym spadku stopy bezrobocia NAWRU i w pewnym ograniczeniu presji płacowej w porównaniu z projekcją styczniową. Większa elastyczność rynku pracy znajduje odzwierciedlenie także w szybszym niż założono w styczniu wzroście współczynnika aktywności zawodowej w dwóch ostatnich latach projekcji. Wśród pozostałych założeń zewnętrznych największy wpływ na obniżenie projekcji inflacji miało podwyższenie dynamiki łącznej wydajności czynników wytwórczych (TFP), a w pierwszych kwartałach projekcji również niższa ścieżka cen paliw oraz niższy punkt startowy inflacji netto.

Główną przyczyną różnic pomiędzy aktualnie prezentowaną ścieżką PKB a jej przebiegiem w projekcji styczniowej stanowi wysoki poziom aktywności gospodarczej w punkcie startowym projekcji, a szczególnie silniejszy niż oczekiwano wzrost popytu inwestycyjnego. Szybszy niż w poprzedniej projekcji wzrost gospodarczy oddziałuje w kierunku wyższej inflacji, jednak efekt ten jest słabszy niż łączne oddziaływanie czynników omówionych w poprzednim akapicie.

4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

Popyt zewnętrzny i inflacja

Roczna dynamika PKB w strefie euro w IV kw. 2006 r. wzrosła do poziomu 3,3% wobec 2,7% w III kw. Złożyło się na to głównie istotne przyspieszenie dynamiki eksportu oraz wyższa dynamika popytu inwestycyjnego. W IV kw. zanotowano także przyspieszenie dynamiki spożycia indywidualnego, co mogło jednak wynikać z przesunięcia popytu w związku ze zmianami stawek podatku VAT w Niemczech. Biorąc pod uwagę wyższy od zakładanego wzrost PKB w ostatnim kwartale ur. oraz krótkookresowe tendencje, w tym m.in. bardzo dobre nastroje konsumentów i przedsiębiorców, wysoką dynamikę produkcji przemysłowej oraz spadek stopy bezrobocia podniesiono, w stosunku do rundy styczniowej, zakładane tempo wzrostu PKB w strefie euro w 2007 r. – do 2,2% r/r (z 2,1% r/r). Obserwowana poprawa na rynku pracy i wysokie zyski przedsiębiorstw wskazują na duże prawdopodobieństwo utrzymania się dynamiki PKB w strefie euro na poziomie przekraczającym 2% w horyzoncie projekcji. W efekcie dla lat 2008-2009 przyjęto, że gospodarka strefy euro będzie się rozwijać w tempie 2,1%.

Ważnym czynnikiem ryzyka niższego wzrostu w strefie euro w latach 2007-2009 pozostaje możliwość korekty wysokiego deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych; zwłaszcza w przypadku istotnej aprecjacji kursu euro. Negatywny efekt mogłoby mieć również wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, któremu towarzyszyłaby ogólnosiwiatowa przecena cen akcji oraz spadek cen nieruchomości. Natomiast szybszy od przewidywanego wzrost PKB w strefie euro mógłby być rezultatem dalszego przyspieszenia popytu wewnętrznego, wynikającego z dalszej poprawy na rynku pracy oraz reform strukturalnych, prowadzących do utrzymywania się wysokiej dynamiki produktywności. Wyższy od zakładanego wzrost w strefie euro może wystąpić także w przypadku pobudzenia popytu wewnętrznego w gospodarkach azjatyckich, gdyż prowadziłoby to do utrzymania wysokiej dynamiki eksportu z krajów tej strefy.

Z łącznej analizy powyższych czynników wynika, że w całym horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się wzrostu gospodarczego poniżej prognozowanej ścieżki jest większe niż 1/2, pozostając jednak pozamodelowym czynnikiem jej ryzyka.

W IV kw. 2006 r. roczna dynamika deflatora PKB w strefie euro obniżyła się do poziomu 1,5% w porównaniu z 1,8% w poprzednim okresie. Na przestrzeni dwóch pierwszych miesięcy br. nastąpił jednak wzrost inflacji bazowej – z 1,5% w grudniu 2006 r., do 1,9% w lutym. Istnieją również inne sygnały, wskazujące na możliwość wzrostu inflacji w średnim horyzoncie czasowym, w tym m.in.: wysoka dynamika cen producenta dla dóbr pośrednich, przekraczająca od połowy 2006 r. 6,0% r/r. oraz wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych, przekraczające w I kw. 2007 r. – według danych Komisji Europejskiej – o 2,6 pkt. proc. swój średni poziom. Również poprawa sytuacji na rynku pracy może prowadzić do pojawiania się presji na wzrost płac, choć rosnąca dynamika wydajności pracy powinna ograniczać wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

W efekcie zakłada się, że inflacja deflatora PKB w strefie euro wzrośnie z poziomu 1,7% w 2006 r. do poziomu 2,0% w latach 2007-2009.

Zagraniczne stopy procentowe

W porównaniu do poprzedniej rundy prognozowane stopy procentowe za granicą kształtują się na wyższym poziomie: dla strefy euro od III kw. br. o ok. 0,1 pkt. proc., a dla Wielkiej Brytanii – od II kw. br. o ok. 0,1-0,2 pkt. proc. Dla USA nie zmieniono ścieżki, przy czym perspektywy kształtowania się stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych są jednak obarczone większą niepewnością niż w strefie euro i Wielkiej Brytanii.

Ceny ropy naftowej i paliw

Ceny ropy naftowej

Podstawą prognozy cen ropy naftowej do projekcji kwietniowej, podobnie jak w poprzednich rundach prognostycznych, są dostępne w terminie do *cut-off date* prognozy Departamentu Energii USA³. Jednocześnie uwzględniane są prognozy innych znaczących instytucji analitycznych (m.in. Międzynarodowej Agencji Energetyki, OPEC).

Nietypowo ciepła zima na początku br. w wielu obszarach półkuli północnej i osłabienie części napięć politycznych spowodowały, że w styczniu nastąpił na tyle znaczący spadek cen ropy, że mimo ich wzrostu w lutym i marcu średnia cena tego surowca w I kw. 2007 r. okazała się niższa (o ok. 9%) od założeń przyjętych w poprzedniej projekcji. Obecna prognoza przewiduje, że średnia cena ropy w 2007 r. będzie niższa o ok. 4,5% niż zakładano w rundzie styczniowej – głównie w wyniku niższych cen w I poł. br. Ze względu na przejściowy charakter zaburzeń z początku tego roku i najwyższe, od trzech lat, oceny Departamentu Energii USA popytu na ropę w 2007 r. przewiduje się, że w 2008 r. ścieżki z obu rund prognostycznych będą jednak już zbliżone (obecnie prognozowana średnia cena jest wyższa o ok. 1 USD/b), a w 2009 r. cena ropy będzie wyższa o ok. 5% od przyjętej w rundzie styczniowej⁴.

Wydaje się, że w krótkim okresie podstawowym źródłem ryzyka prognozy są czynniki polityczne; zwłaszcza dotyczące sytuacji w Iranie. Na ceny ropy może mieć też wpływ kształtowanie się zapasów benzyn w USA (ostatnie dane wskazują na ich szybsze obniżanie się niż w latach ubiegłych). Czynniki te zwiększają ryzyko ukształtowania się cen ropy, w tej perspektywie, powyżej wielkości założonych w prognozie zwłaszcza, że

³Prognoza na lata 2007-2008 opiera się na prognozie opublikowanej w *Short-Term Energy Outlook*, Energy Information Agency, March 2007 (z 6 marca 2007 r.). Poziom przewidywanych cen na rok 2009 został przyjęty na podstawie ostatniej wartości z prognozy na 2008 r. 10 kwietnia 2007 r., a więc już po cut-off date, Departament Energii opublikował nową prognozę cen ropy naftowej.

⁴Różnica ta wynika z tego, że w projekcji styczniowej cena na 2009 r. została przyjęta na podstawie długookresowej prognozy Departamentu Energii.

mogą przyczynić się do wzrostu popytu na kontrakty na ropę ze strony funduszy inwestycyjnych. Krótkookresowe prognozy cen ropy charakteryzują się też obecnie dużą zmiennością, co jest dodatkowym źródłem ryzyka w tym horyzoncie.

W średnim i dłuższym horyzoncie według oceny ekspertów nadal największy wpływ na poziom cen ropy naftowej będzie miała dynamika światowego popytu na paliwa – zwłaszcza w krajach rozwiniętych. Jeśli chodzi o stronę podażową to obecnie, odmiennie niż w poprzedniej rundzie przyjęto, że OPEC nie zrealizuje w pełni deklaracji dotyczących obniżenia poziomu wydobycia. Gdyby jednak OPEC kontynuował w kolejnych miesiącach cięcia w produkcji do poziomu ustalonego jeszcze w IV kw. 2006 r., wówczas może okazać się, że wzrost światowej podaży nie będzie nadążał za wzrostem popytu (także ze względu na prawdopodobnie niższy wzrost wydobycia w krajach spoza OPEC).

Ceny paliw

Ze względu na niższe od prognozowanych ceny ropy naftowej w I kw. br. faktyczna dynamika cen paliw w tym okresie okaże się prawdopodobnie niższa od oczekiwanej w projekcji styczniowej.

Zmiana ścieżki cen paliw przyjętej do projekcji kwietniowej, w porównaniu do projekcji styczniowej, nastąpiła przede wszystkim na skutek uwzględnienia niższej realizacji cen paliw w I kw. br. oraz zmiany prognozy cen ropy (obniżenie ścieżki w tym roku i podniesienie w latach 2008-2009). Założenia dotyczące stawek podatków pośrednich nie uległy zmianie. W rezultacie, w porównaniu do projekcji styczniowej, ścieżka cen paliw przyjęta do projekcji kwietniowej przewiduje (w ujęciu rocznym) niższy wzrost cen paliw w 2007 r. oraz nieznacznie wyższy w dalszym horyzoncie prognozy.

Podstawowymi źródłami niepewność prognozy cen paliw są kształtowanie się cen ropy naftowej oraz kursu walutowego. Dynamika cen paliw zależy też będzie od szybkości wzrostu popytu w kraju, rozwoju rynku biopaliw i jego wpływu na rynek paliw mineralnych⁵, obowiązku tworzenia wyższych niż dotychczasowe zapasów przez operatorów rynku paliwowego, a także od zapowiadanej przez rząd dywersyfikacji źródeł dostaw surowców energetycznych.

Ocenia się, że zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się cen paliw nieco powyżej prognozowanej ścieżki centralnej.

Absorpcja funduszy unijnych

Prognoza kwietniowa, podobnie jak poprzednie, zakłada stały wzrost skali wykorzystania funduszy UE dla Polski (funduszy strukturalnych i spójności). Od 2007 r., oprócz alokacji za lata 2004-2006, możliwe jest rozpoczęcie wykorzystywania środków z alokacji

⁵Perspektywy rozwoju rynku biopaliw zależą m.in. od podatkowych i pozapodatkowych instrumentów wsparcia tego rynku, jak również od kształtowania się cen nośników energii, dla których biopaliwa mogą być paliwem substytucyjnym.

2007-2013. Choć w prognozie kwietniowej uaktualniono kwotę wykorzystania funduszy w I kw. 2007 r.⁶, wykorzystanie funduszy w kolejnych kwartałach 2007 r. zostało zmienione tak, by prognozowana roczna kwota wykorzystania pozostała dla 2007 r. na poziomie prognozy styczniowej. W chwili obecnej brak jest wskazań dla dokonania korekty prognozy. Dopiero stopień wykorzystania funduszy w II kw. 2007 r. wraz z oceną przygotowania do wdrażania środków unijnych pochodzących z Perspektywy Finansowej 2007-13 wskaże na ewentualną potrzebę dla zrewidowania zakładanego wykorzystania dla całego 2007 r. względnie dla dalszych lat. Prognozy roczne na lata 2007-09 pozostają zatem bez zmian w stosunku do prognozy styczniowej: 3,5 mld EUR w 2007 r., 4,4 mld EUR w 2008 r. i 4,9 mld EUR w 2009 r.

Wykorzystanie środków w ramach Wspólnej Polityki Rolnej (WPR) w I kw 2007 r. ukształtowało się wg danych NBP (do połowy marca 2007 r.) nieznacznie powyżej zakładanego poziomu w prognozie styczniowej. Dlatego w prognozie kwietniowej uaktualniono kwotę wykorzystania funduszy w I kw. 2007 r. pozostawiając prognozy dla pozostałych kwartałów bez zmian. Ponieważ prognoza kwietniowa zakłada wzrost wypłat z WPR w kolejnych latach, przewidywany ich poziom wynosi: 2,09 mld EUR w 2007 r., 2,45 mld EUR w 2008 r. oraz 2,58 mld EUR w 2009 r..

Stopień faktycznej absorpcji wszystkich funduszy unijnych zależy głównie od sprawności funkcjonowania administracji rządowej i regionalnej w tym obszarze. Coraz bardziej wyraźne staje się ryzyko związane z przygotowaniem projektów kwalifikujących się do współfinansowania ze środków nowej perspektywy finansowej oraz z ograniczeniami technicznymi ich realizacji (problem z wykonawcami, materiałami budowlanymi itp.). Dla 2009 r. ocena ryzyka Wspólnej Polityki Rolnej musi uwzględniać konieczność wprowadzenia pełnego instrumentu *cross-compliance*, warunkującego możliwość uzyskiwania płatności bezpośrednich. Obecnie rolnicy muszą spełniać dwa warunki tj. utrzymanie gospodarstw w dobrej kulturze rolnej oraz utrzymanie powierzchni trwałych użytków zielonych. Od 2009 r. będą musieli spełnić trzeci warunek, dotyczący tzw. ustawowych warunków gospodarowania (m.in. z zakresu ochrony środowiska).

Sytuacja sektora finansów publicznych

Założenia dotyczące wydatków sektora finansów publicznych na 2007 r. w projekcji kwietniowej zostały przyjęte na podstawie uchwalonej przez Sejm Ustawy budżetowej na 2007 rok. Natomiast w latach 2008-2009 projekcja sytuacji tego sektora zakłada, deklarowane przez rząd, utrzymanie "kotwicy" (w postaci deficytu budżetu państwa na stałym poziomie 30 mld zł)⁷ jako zasadniczego wyznacznika polityki fiskalnej.

W projekcji uwzględniono skutki zmian systemowych, które wejdą w życie w latach

⁶Zgodnie z danymi NBP, dotychczasowe (do 19 marca 2007 r.) wykorzystanie funduszy unijnych wyniosło w I kw 500 mln EUR (wobec prognozowanych w projekcji styczniowej 800 mln EUR).

⁷Dodatkowo przyjęto założenie, że saldo pozostałych jednostek sektora finansów publicznych będzie w latach 2008-2009 bliskie zeru. W konsekwencji, również deficyt całego sektora przyjęty został w tych latach na poziomie 30 mld zł.

2008-2009 i w istotny sposób wpłyną na kształtowanie się dochodów podatkowych sektora: podwyżkę stawek VAT w 2008 r. oraz wprowadzenie dwóch stawek PIT w 2009 r.

Projekcja fiskalna obarczona jest ryzykiem. Nie uwzględnia ona zapowiadanej przez Ministerstwo Finansów obniżki stawki rentowej o 7 pkt. procentowych, której pierwszy etap miałyby nastąpić 1 lipca br. (redukcja stawki o 3 pkt. proc.), a kolejny – wraz z początkiem 2008 r. (4 pkt. proc.). Przyjęcie tej propozycji spowodowałoby ubytek dochodów sektora finansów publicznych w wysokości ok. 0,2% PKB w bieżącym roku i ponad 1% PKB w kolejnych latach. Razem ze spadkiem dochodów z podatku dochodowego od osób fizycznych w 2009 r., związanym z wprowadzeniem dwustopniowej skali podatkowej, stanowiłoby to zagrożenie dla utrzymania w nadchodzących latach deficytu budżetu państwa na deklarowanym poziomie 30 mld zł. Czynnikiem ryzyka w horyzoncie prognozy mogłoby być również przyjęcie przez Parlament ustaw zwiększających wydatki publiczne.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych w IV kwartale 2006 r. okazało się słabsze niż przyjęto w punkcie startowym projekcji styczniowej; głównie ze względu na nietypowo⁸ niską dynamikę cen w grudniu 2006 roku.

Zgodnie z przewidywaniami rundy styczniowej w I kwartale 2007 r. utrzymuje się niska podaż produkcji roślinnej, będąca skutkiem suszy w lecie 2006 r. oraz niekorzystnego wpływu ciepłej zimy na przechowalność owoców i warzyw. Odnotowuje się natomiast stosunkowo wysoką podaż produktów pochodzenia zwierzęcego, zwłaszcza mięsa wieprzowego. Wysoką i stabilną dynamiką charakteryzuje się sprzedaż detaliczna żywności i napojów bezalkoholowych, co przy rosnącej nadwyżce handlu zagranicznego towarami żywnościowymi i utrzymującej się wysokiej dynamice eksportu świadczy o dalszym wzroście popytu na produkty tego sektora. Powyższe informacje potwierdziły oczekiwania ekspertów co do kształtowania się tendencji na rynku żywności. Dynamika cen w bieżącej projekcji nie odbiega więc istotnie od przyjętej w projekcji styczniowej, a wprowadzone nieznaczne korekty miały na celu przede wszystkim nieco odmienne, lepiej dopasowane do aktualnych informacji, rozłożenie prognozowanych wzrostów cen pomiędzy kwartałami.

W bieżącej projekcji przewiduje się, że dynamika cen żywności w I kw. br. będzie wyższa niż w projekcji styczniowej; głównie ze względu na szybsze niż oczekiwano wzrosty cen w styczniu i w lutym br., pieczywa i produktów zbożowych, drobiu oraz warzyw. W bieżącej wersji prognozy przyjęto też, że większa część podwyżek oczekiwanych w I półroczu br. zrealizuje się w pierwszych miesiącach roku. W II kw. br. roczna dynamika cen żywności ustabilizuje się więc na wysokim poziomie, osiągniętym w I kw. Na II połowę roku prognoza rocznej dynamiki cen żywności jest zbliżona do przyjętej w

⁸Po raz pierwszy od 1989 r. odnotowano w tym miesiącu spadek cen żywności, a wskaźniki cen wszystkich grup artykułów spożywczych zrealizowały się poniżej przeciętnych dla tego miesiąca.

poprzedniej projekcji⁹ i bazuje na założeniu powrotu produkcji roślinnej do wartości przeciętnych. Na I kw. 2008 r. przewiduje się, częściowo wynikające ze statystycznego efektu bazy, dalsze obniżanie rocznego tempa wzrostu cen żywności do poziomu nieznacznie niższego niż w III kw. 2006 roku¹⁰.

Ważnym czynnikiem ryzyka w całym horyzoncie prognozy są warunki agrometeorologiczne, wpływające na wielkość i jakość produkcji roślinnej, w tym między innymi skutki ciepłej zimy dla wegetacji upraw polowych oraz drzew i krzewów owocowych. W horyzoncie prognozy, dynamika cen żywności może różnić się od oczekiwanej również z powodu wyjątkowo niskiej obecnie opłacalności chowu trzody chlewnej¹¹, dużej niestabilności cenowej na rynku drobiu oraz powracającego zagrożenia wirusem ptasiej grypy. W I i II kw. 2007 r. niepewność prognozy jest oceniana asymetrycznie w górę.

Sytuacja demograficzna

Liczba aktywnych zawodowo

Podstawą kwietniowej prognozy liczby aktywnych zawodowo są dane BAEL, na które nałożono ekspercką korektę tak, aby uwzględnić zmiany metodologiczne, jakie zostały wprowadzone w badaniu BAEL w 2006 r.¹².

Ze względu na przewidywaną wysoką aktywność gospodarczą w kraju i wyższy niż w poprzednich latach wzrost płac realnych oczekuje się, że w horyzoncie prognozy nastąpi wzrost aktywności zawodowej. Prognozowana poprawa sytuacji na rynku pracy spowoduje większą aktywizację zawodową, szczególnie osób starszych, oraz zmniejszenie skali migracji zarobkowych. W efekcie, już w I kw. 2007 r. tempo obniżania współczynnika aktywności zawodowej, jakie obserwuje się od I kw. 2006 r., będzie stopniowo wygasać, a od IV kw. 2007 r. nastąpi jego niewielki wzrost. W latach 2008 i 2009 roczna dynamika liczby aktywnych zawodowo wyniesie odpowiednio 0,5% i 0,7%.

W kwietniowej prognozie liczby aktywnych zawodowo przyjęto symetryczny przedział niepewności, przy czym analogicznie jak w poprzedniej rundzie prognostycznej, już w początkowym okresie prognozy niepewność oceniana jest jako dość wysoka. Jej podstawowym źródłem są wątpliwości odnośnie właściwego uwzględniania procesów migracyjnych w badaniu BAEL i w efekcie odnośnie podawanej w tym badaniu liczby osób aktywnych zawodowo. Niepewność prognozy wynika również z ewentualnych opóźnień w ograniczeniu przechodzenia na wcześniejsze emerytury lub możliwości rozszerzenia

⁹Od III kwartału 2007 r., czyli od początku nowego roku gospodarczego w rolnictwie, prognoza oparta jest na założeniu o przeciętnym poziomie zbiorów ziemiopłodów rolnych.

¹⁰W III kwartale 2006 r. zanotowano znaczne przyspieszenie rocznej dynamiki cen żywności spowodowane skutkami suszy.

¹¹Może ona przyspieszyć i zaostrzyć przebieg cyklicznego ograniczania skali produkcji wieprzowiny.

¹²W 2006r. wprowadzono nową, węższą definicję osoby pracującej oraz nową metodę uogólniania wyników BAEL w oparciu o dokładną datę urodzenia respondentów.

katalogu zawodów uprawniających do wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej, co może przyczynić się do niższej realizacji zmiennej¹³.

Pracujący w rolnictwie indywidualnym

Podobnie jak w przypadku aktywnych zawodowo, podstawą kwietniowej prognozy liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym są dane BAEL, na które nałożono ekspercką korektę, która uwzględnia wprowadzone w 2006 r. przez GUS zmiany metodologiczne. Zgodnie z prognozą, dynamika zmiennej w całym horyzoncie prognozy będzie się utrzymywać na poziomie -4.6% r/r. Rosnący popyt na pracę w sektorach pozarolniczych będzie bowiem sprzyjał likwidacji przerostów zatrudnienia w rolnictwie poprzez przepływ pracowników z rolnictwa do innych rodzajów działalności.

Wolniejszy spadek liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym może być efektem napływu środków z UE, zwiększających opłacalność pracy w rolnictwie. Z drugiej strony, część środków z UE sprzyja restrukturyzacji tego sektora i poprawie wydajności pracy, co w połączeniu z oczekiwanym w horyzoncie prognozy wzrostem zatrudnienia w sektorach pozarolniczych może powodować szybszy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym.

Liczba emerytów i rencistów

W prognozie kwietniowej nie zmieniono założeń odnośnie dynamiki zmian liczby emerytów i rencistów przyjętych w prognozie styczniowej. Zgodnie z prognozą, średnioroczne tempo spadku liczby emerytów i rencistów w 2007 r. wyniesie ok. 0,33% r/r, a w okresie od I kw. 2008 r. do IV kw. 2009 r. dynamika spadku zmiennej utrzyma się na poziomie ok. -0,25% r/r. Na koniec horyzontu projekcji liczba emerytów i rencistów zmniejsza się do 9,05 mln osób.

Identycznie jak w prognozie styczniowej, założono symetryczny przedział niepewności. Zdecydowano się, jednak, na jego dwukrotne poszerzenie, tj. do 2,4% w IV kw. 2009 r. Dotychczas zakładany bardzo wąski przedział niepewności prognozy, przy odnotowywanej zmienności liczby emerytów i rencistów sprawiał, że pojedyncze obserwacje nie mieściły się w założonym przedziale, pomimo utrzymania się trendu zgodnego ze ścieżką centralną prognozy. Należy zaznaczyć, że w okresie prognozy rzeczywista liczba emerytów i rencistów w największym stopniu będzie zależeć od zmian instytucjonalnych w zakresie warunków prawnych, dotyczących wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej.

¹³Do czynników ryzyka związanych z danymi należą zapowiadane na 2007 r. i 2008 r. kolejne zmiany metodologiczne w badaniu BAEL.

4.3 Projekcja inflacji i PKB

Prognozy otoczenia polskiej gospodarki nie uległy istotnej zmianie w porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną. Projekcja kwietniowa została sporządzona przy założeniu umiarkowanej ścieżki wzrostu PKB za granicą i niskiej inflacji zewnętrznej, co obecnie uważa się za scenariusz najbardziej prawdopodobny. Prognozowane ceny ropy kształtują się nieco powyżej ścieżki założonej w projekcji styczniowej, jednak bez widocznego wpływu na zmianę aktywności gospodarczej. Także oczekiwane nieco wyższe ścieżki stóp procentowych za granicą nie są istotnym czynnikiem wpływającym na różnice w ocenie aktywności gospodarczej pomiędzy projekcjami.

Gospodarka na początku 2007 r.

Przy zbliżonym wpływie czynników zewnętrznych, na początku 2007 r. gospodarka polska rozwija się istotnie szybciej niż to oceniano w styczniu, co nie wynika wyłącznie z wyjątkowo sprzyjających warunków pogodowych. Głównym czynnikiem wzrostu jest popyt krajowy. Znacznie szybciej niż oczekiwano w poprzedniej projekcji rosną inwestycje, na wysokim i zgodnym z przewidywaniami poziomie stabilizuje się dynamika spożycia indywidualnego. Utrzymuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego jeszcze szybciej rośnie import, tak więc saldo handlowe z zagranicą jest czynnikiem zmniejszającym tempo wzrostu PKB.

Szybki wzrost gospodarczy przynosi systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy. Rosnącemu popytowi na pracę ze strony przedsiębiorstw nie towarzyszy jednak wzrost aktywności ekonomicznej ludności w kraju (m.in. ze względu na emigracje do krajów starej UE), czego skutkiem jest silny spadek stopy bezrobocia. Uwidaczniająca się nierównowaga pomiędzy popytem a podażą na rynku pracy prowadzi do systematycznego wzrostu przeciętnych wynagrodzeń. Obserwowana skala ożywienia na rynku pracy jest zgodna z oczekiwaniami przedstawionymi w projekcji styczniowej.

Wzrost zatrudnienia i płac stanowi główny element poprawy dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Ważnym czynnikiem zwiększającym ich dynamikę są także transfery z zagranicy związane z emigracją zarobkową. Poprawa bieżących i oczekiwanych dochodów gospodarstw domowych oraz łatwo dostępny kredyt przekładają się na wzrost spożycia indywidualnego. Dynamicznie rośnie też popyt na mieszkania, co wobec barier podażowych powoduje silny wzrost ich cen.

Utrzymujące się ożywienie doprowadziło do wyczerpania możliwości zaspokojenia rosnącego popytu przy użyciu istniejących mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach, co przekłada się na dynamiczny wzrost inwestycji. Wysokiemu wzrostowi nakładów inwestycyjnych sprzyja także silny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wzmacniających stronę podażową gospodarki poprzez transfer nowoczesnych technologii, a także rosnąca absorpcja funduszy strukturalnych z UE.

Projekcja na lata 2007-2009

Zgodnie z prezentowaną projekcją, tempo wzrostu PKB w 2007 r. wyniesie 6,4%, a w kolejnych latach wyraźnie przekroczy 5%. Prognozowane tempo wzrostu gospodarczego jest wyższe niż przewidywała to projekcja styczniowa. Głównym źródłem szybszego niż oczekiwano wzrostu gospodarczego w 2007 r. jest silniejsze ożywienie inwestycyjne, natomiast w kolejnych latach – szybszy wzrost spożycia indywidualnego.

Dynamika inwestycji wyniesie ok. 20% w 2007 r., a w kolejnych latach przekroczy 10%. W rezultacie udział inwestycji w PKB osiągnie ok. 25%, przekraczając rekordowy poziom z 1999 r. Źródłem wysokiego popytu inwestycyjnego ze strony przedsiębiorstw będą korzystne perspektywy zbytu, przy relatywnie niskim koszcie kapitału. Wzrostowi inwestycji sprzyjać będzie także napływ kapitału z zagranicy w formie inwestycji bezpośrednich i funduszy z UE.

Korzystne perspektywy rozwoju gospodarczego będą także głównym czynnikiem wzrostu popytu na pracę. Dynamika liczby pracujących wg BAEL wyniesie ok. 3% w 2007 r., stabilizując się w kolejnych latach na poziomie ok. 2%. W rezultacie, pomimo szybszego wzrostu aktywności zawodowej w latach 2008-2009, stopa bezrobocia spadnie silniej niż prognozowano w styczniu i ukształtuje się na poziomie poniżej 9% w ostatnim kwartale 2009 r. Szybki spadek bezrobocia przełoży się na wzrost presji płacowej – w całym horyzoncie projekcji dynamika płac realnych wyraźnie będzie przekraczać wzrost wydajności pracy w gospodarce (w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem indywidualnym).

Przewidywany wzrost nominalnych przeciętnych wynagrodzeń wyniesie ok. 6% w 2007 r., w kolejnych latach ustabilizuje się natomiast na poziomie ok. 7%. Prognozowana obecnie dynamika płac nominalnych w dłuższym horyzoncie projekcji jest więc niższa niż miało to miejsce w projekcji styczniowej, co częściowo wynika ze słabszego wzrostu cen, głównie jednak z wyższej elastyczności rynku pracy. Od 2008 r. spadek stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) będzie następował szybciej niż założono w styczniu (jednak w całym horyzoncie projekcji NAWRU kształtować się będzie istotnie powyżej faktycznej stopy bezrobocia), nieco większa będzie także skala aktywizacji zawodowej ludności.

Wysoki wzrost zatrudnienia i płac realnych przełoży się na szybki wzrost spożycia indywidualnego, którego dynamika kształtować się będzie na poziomie średnio ok. 5,5% r/r do połowy 2008 r., po czym przekroczy 6% r/r. Obok dochodów z pracy najemnej, podstawą wzrostu konsumpcji będzie wzrost dochodów z tytułu działalności gospodarczej prowadzonej na własny rachunek. Pozytywnym impulsem fiskalnym w 2009 r. będzie planowane obniżenie stawek podatku dochodowego od osób fizycznych (PIT).

Podobnie jak w poprzednich projekcjach przyjęto, że zasadniczym wyznacznikiem polityki fiskalnej w latach 2008-2009 będzie utrzymanie kotwicy nominalnej w postaci deficytu budżetu państwa i sektora finansów publicznych na poziomie 30 mld zł. W konsekwencji, wynikający z korzystnej sytuacji makroekonomicznej wzrost wpływów podatkowych nie doprowadzi do spadku deficytu, lecz przeznaczony zostanie na zwiększenie wydatków w takiej samej skali. Utrzymywanie się relacji deficytu sektora finansów pu-

blicznych do PKB w latach 2007-2009 w granicach 2-2,5%, w warunkach stosunkowo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, będzie prowadzić do zwiększenia cyklicznie skorygowanego deficytu sektora finansów publicznych.

Wzrost inwestycji i spożycia oznacza wzrost popytu krajowego o ponad 8% w 2007 r. i o 7% w latach 2008-2009. Dynamika popytu krajowego jest wyższa niż w projekcji styczniowej.

Podobnie jak przewidywano w styczniu, kurs nominalny złotego będzie się stopniowo osłabiał, stabilizując się w końcowym odcinku projekcji. Głównymi czynnikami wpływającymi na deprecjację kursu będzie rosnąca dynamika cen w kraju w stosunku do cen zagranicznych oraz zawężający się dysparytet stóp procentowych, przy czym w wyniku reestymacji modelu ten drugi efekt odgrywa mniejszą rolę niż w projekcji styczniowej. Zgodnie z aktualną projekcją, wzrost cen importu będzie w 2007 r. wyższy, a w kolejnych latach zbliżony do przewidywań z rundy styczniowej.

Obecnie prognozowana dynamika obrotów handlu zagranicznego jest wyższa niż w projekcji styczniowej. Na wysoki wzrost eksportu (średnio o ok. 9%) korzystnie wpływać będzie dobra koniunktura u głównych partnerów handlowych, szybki wzrost importu (średnio o ok. 13% r/r) będzie natomiast skutkiem ożywienia gospodarczego w kraju. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie w całym horyzoncie projekcji ujemny i od 2008 r. niższy niż przewidywano w styczniu.

W latach 2007-2009 oczekiwane jest istotne przyspieszenie tempa wzrostu produktu potencjalnego, czego źródłem będzie stopniowy przyrost kapitału (w ślad za silnym ożywieniem inwestycyjnym) oraz poprawa sytuacji podażowej na rynku pracy (znajdująca głównie odzwierciedlenie w szybkim spadku NAWRU). Do końca 2008 r. tempo wzrostu produktu potencjalnego będzie jednak niższe niż tempo wzrostu PKB, co znajduje odzwierciedlenie w szybkim narastaniu, a następnie stabilizacji luki popytowej.

Konsekwencją zarysowanych wcześniej tendencji na rynku pracy będzie silny wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC), będących najistotniejszym czynnikiem determinującym inflację netto w projekcji. Oczekuje się, że dynamika tej kategorii (poza rolnictwem indywidualnym) wyniesie 3,6% w 2007 r., 4,7% w 2008 r. i 4,2% w 2009 r. Osłabienie wzrostu ULC w dłuższym horyzoncie projekcji związane będzie ze wspomnianym zwiększeniem elastyczności rynku pracy, znajdującym wyraz w szybkim spadku NAWRU i w konsekwencji nieznacznym zawężeniu luki na bezrobociu.

Ścieżka inflacji CPI w projekcji kwietniowej leży w całym horyzoncie poniżej ścieżki z projekcji styczniowej. Szczególnie duże różnice widoczne są w pierwszych dwóch latach projekcji (średnio 0,7 pkt. proc.), mniejsze natomiast w ostatnim jej roku (0,4 pkt. proc.). Główną przyczyną niższej ścieżki inflacji CPI jest niższa w porównaniu z projekcją styczniową ścieżka inflacji netto. Wpłynęły na to wspomniane we wstępie zmiany w modelu oraz zmiany założeń mających bezpośredni wpływ na ścieżkę produktu potencjalnego: podniesienie dynamiki TFP i zwiększenie w latach 2008-2009 liczby aktywnych zawodowo w porównaniu z założeniami projekcji styczniowej. W krótkim horyzoncie projekcji na obniżenie ścieżki inflacji netto wpłynęła także niższa jej wartość w punkcie startowym projekcji (o 0,4 pkt. proc.). W 2007 r. istotnym źródłem odchylenia inflacji CPI

między projekcjami jest także niższa obecnie ścieżka cen paliw (wpływ tego założenia na inflację CPI to niespełna 0,3 pkt. proc.).

Zgodnie z aktualną projekcją, do połowy 2008 r. inflacja CPI kształtować się będzie poniżej celu. Jednakże, począwszy od końca 2007 r., inflacja będzie systematycznie rosła i na koniec horyzontu projekcji zbliży się do górnej granicy pasma odchyleń.

Z prezentowaną projekcją inflacji oraz tempa wzrostu PKB, podobnie jak z każdym odwzorowaniem procesów gospodarczych w przyszłości, związana jest istotna niepewność. Wykresy wachlarzowe obrazują te źródła niepewności, których znaczenie można zmierzyć, przy założeniu, że wykorzystywany model poprawnie odwzorowuje procesy gospodarcze. Kwantyfikowalne źródła niepewności obejmują niedokładność statystycznego odwzorowania zależności pomiędzy zmiennymi makroekonomicznymi w modelu oraz niepewność co do kształtowania się w przyszłości ścieżek zmiennych zewnętrznych wobec modelu. Pozostałe źródła niepewności, związane z niepełną adekwatnością modelu wykorzystywanego do opisu funkcjonowania gospodarki, zostały omówione w następnym podrozdziale.

W krótkim okresie najważniejszym źródłem niepewności dla projekcji inflacji jest niepewność związana z kształtowaniem się cen żywności. Istotnymi czynnikami są również niepewność składnika losowego¹⁴ w równaniu inflacji netto oraz niepewność kształtowania się ścieżki cen ropy naftowej. W mniejszym stopniu na niepewność inflacji CPI wpływa ryzyko składnika losowego w równaniu kursu walutowego oraz cen paliw. Zaprezentowany zestaw czynników odpowiadających za niepewność projekcji inflacji w krótkim okresie obejmuje zatem zmienne, które bezpośrednio wpływają na inflację (inflacja netto, ceny żywności, ceny paliw), bądź oddziałują na nią pośrednio z niewielkim opóźnieniem (ceny ropy oraz kurs walutowy).

W średnim okresie niepewność związana z cenami żywności ma nadal największy wpływ na niepewność inflacji. Pozostała część niepewności wynika w zbliżonym stopniu z niepewności co do kształtowania się ścieżki cen ropy (choć jej wpływ maleje w horyzoncie prognozy) oraz niepewności składnika losowego w równaniach inflacji netto, deflatora PKB, kursu walutowego oraz cen importu.

W krótkim okresie na niepewność projekcji PKB największy wpływ ma niepewność zmiennych bezpośrednio determinujących wzrost gospodarczy. W szczególności dotyczy to importu, istotna niepewność związana jest również z kształtowaniem się składnika losowego w równaniu zapasów. Mniejszą rolę w wyjaśnianiu niepewności projekcji PKB w krótkim okresie odgrywają składniki losowe równań inwestycji, eksportu oraz konsumpcji.

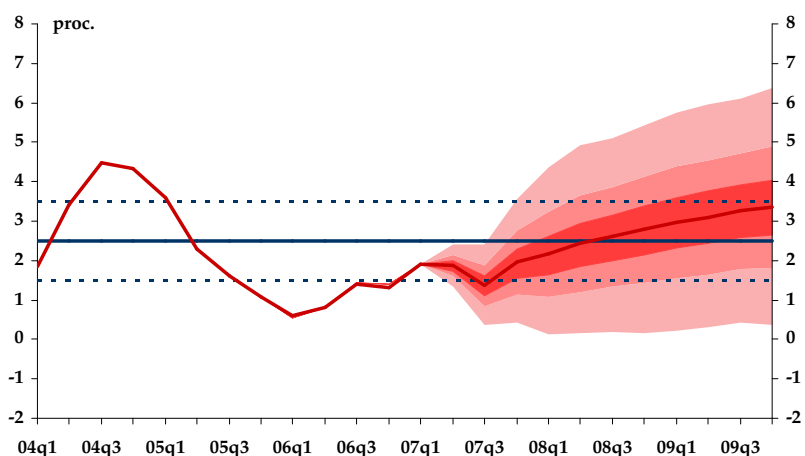
W średnim okresie wzrasta rola czynników, które z opóźnieniem wpływają na dynamikę PKB. W szczególności, większe znaczenie w wyjaśnieniu niepewności projekcji PKB ma niepewność co do kształtowania się czynników nie uwzględnionych w równaniu

¹⁴Niepewność składnika losowego to niepewność wynikająca z nieprzewidywalności tych czynników determinujących daną zmienną, które nie są ujęte w opisującym ją równaniu w postaci zmiennych objaśniających.

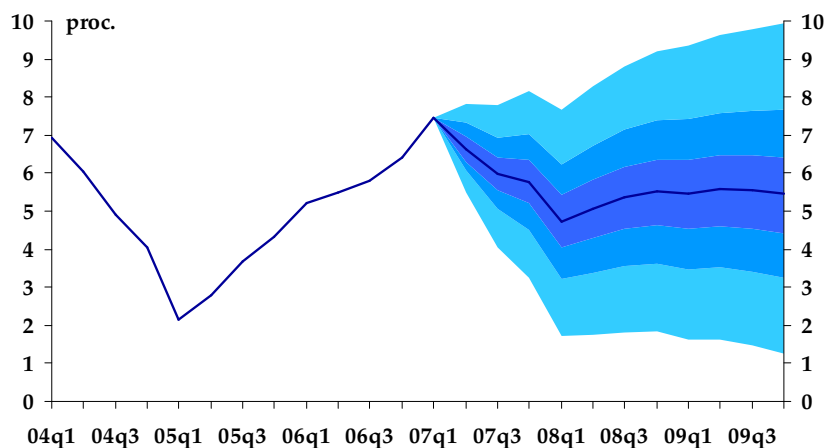
inwestycji. Nadal istotny jest również wpływ niepewności związanej z importem, choć jego względne znaczenie jest nieco mniejsze niż w krótkim okresie.

Kompleksowy obraz omówionych źródeł niepewności projekcji inflacji i PKB przedstawiono na wykresach wachlarzowych¹⁵.

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



Wykres 4.1: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP.
Źródło: NBP.



Wykres 4.2: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.
Źródło: NBP.

¹⁵Informacje na temat metody konstrukcji i interpretacji wykresów wachlarzowych opisano w ramce "Jak czytać wykresy wachlarzowe" w poprzednich *Raportach* (w *Raporcie* styczniowym na s. 97)

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2007q2	0.12	0.97	1.00	0.51	0.88
2007q3	0.59	0.96	0.99	0.51	0.41
2007q4	0.33	0.72	0.94	0.51	0.62
2008q1	0.31	0.61	0.85	0.51	0.54
2008q2	0.26	0.53	0.77	0.52	0.51
2008q3	0.23	0.48	0.73	0.51	0.50
2008q4	0.21	0.43	0.68	0.50	0.46
2009q1	0.19	0.39	0.63	0.50	0.43
2009q2	0.18	0.36	0.59	0.50	0.42
2009q3	0.16	0.33	0.56	0.50	0.40
2009q4	0.15	0.32	0.53	0.50	0.38

4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej

Każda projekcja obarczona jest niepewnością, która *ex post* ujawnia się w postaci błędów projekcji. W analizie niepewności *ex ante* można wyróżnić dwie sytuacje. W pierwszej zakładamy, że w procesie prognozowania mylimy się wyłącznie w sposób losowy. Takie założenie pozwala zbudować wykres wachlarzowy i ująć na nim źródła niepewności projekcji przy założeniu, że sam model jest adekwatny. W drugiej sytuacji nie mamy pewności co do stopnia adekwatności modelu i liczymy się z możliwością popełnienia systematycznego błędu, polegającego na zaniżeniu lub zawyżeniu prognozowanej ścieżki inflacji. Źródłem tego typu błędów mogą być problemy z poprawnym odwzorowaniem w przyszłości procesów ekonomicznych (np. ze względu na zmiany w strukturze gospodarki, rewizje danych) oraz zmienne i zjawiska nie ujęte w modelu. Poniżej analizujemy źródła niepewności, które mogą prowadzić do obciążenia ścieżki centralnej projekcji.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu zmian na rynku pracy

Jednym z głównych źródeł niepewności projekcji jest dalszy rozwój sytuacji na rynku pracy. Projekcja zakłada, że kontynuacji ożywienia popytu na pracę towarzyszyć będzie wzrost elastyczności rynku pracy, objawiający się zwiększeniem efektywnej podaży pracy (wzrost aktywności zawodowej oraz spadek NAWRU). Wprawdzie, podobnie jak w projekcji styczniowej, przewidywane są istotne napięcia na rynku pracy, niemniej wynikająca z nich presja płacowa w dłuższym horyzoncie jest łagodniejsza. Gdyby wzrost efektywnej podaży pracy (np. na skutek intensyfikacji migracji zarobkowych) był wolniejszy niż w projekcji lub reakcja stopy bezrobocia NAWRU na zmiany poziomu aktyw-

ności gospodarczej słabsza, wzrost płac byłby szybszy niż przewiduje projekcja. Konsekwencją realizacji takiego scenariusza byłaby wyższa inflacja.

Utrzymuje się sygnalizowana w poprzednich projekcjach niepewność związana z danymi BAEL. Utrudnia ona nie tylko ocenę sytuacji na samym rynku pracy, lecz także stanowi istotne źródło niepewności szacunku potencjału gospodarczego. Dane BAEL za 2006 r. wskazują bowiem na bardzo silny przyrost liczby pracujących, co powoduje, że obserwowany wzrost produktywności w gospodarce jest stosunkowo niski. Równocześnie odnotowujemy w danych BAEL spadek liczby aktywnych zawodowo. Złożenie niskiej produktywności w gospodarce i spadku liczby aktywnych zawodowo prowadzi do oceny dynamiki produktu potencjalnego na niskim poziomie i w rezultacie do domknięcia się luki popytowej już w połowie 2006 r., podczas gdy w projekcji styczniowej miało to miejsce dopiero na początku 2007 r. Istnieje ryzyko, że w rzeczywistości wzrost liczby pracujących w 2006 r. był słabszy oraz że nie nastąpił spadek aktywności zawodowej, a w rezultacie faktyczna nierównowaga na rynkach pracy i dóbr są w punkcie startowym projekcji mniejsze niż to wynika z danych.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z nieadekwatnością odwzorowania determinant inflacji

W wyniku dokonanej reestymacji modelu, sygnalizowane w poprzedniej rundzie progностycznej ryzyko słabszego niż pokazuje to projekcja przełożenia się wzrostu kosztów pracy na inflację znacznie zmalało. Wciąż jednak zawarta w modelu ocena możliwości przerzucania przez przedsiębiorców wzrostu kosztów na ceny wytwarzanych produktów stanowi ważne źródło niepewności. Podobnie jak w projekcji styczniowej, także w modelu użytym do opracowania projekcji kwietniowej wzrost kosztów pracy prowadzi do stopniowego wzrostu inflacji, aczkolwiek w tempie wolniejszym niż miało to miejsce w projekcji styczniowej. Jest prawdopodobne, że obserwowana niska inflacja pomimo rosnących kosztów pracy jest w dużym stopniu efektem globalnej konkurencji, która z jednej strony utrudnia firmom podnoszenie cen, a z drugiej motywuje i ułatwia obniżanie pozostałych kosztów produkcji i kosztów inwestycji, dzięki czemu rośnie produkcja i zyski firm. Jeśli tak jest, skutkiem przyszłego wzrostu kosztów pracy w warunkach wyczerpania możliwości redukcji pozostałych kosztów mogą być nie tylko podwyżki cen (jak sugeruje projekcja), lecz także ograniczenie produkcji.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane ze spowolnieniem gospodarki światowej

Wciąż istnieje ryzyko popełnienia błędu projekcji związane ze spowolnieniem w gospodarce światowej. Możliwe skutki takiego scenariusza omówiono szczegółowo w opisie poprzedniej projekcji. Ocenia się, że prawdopodobieństwo "twardego lądowania" gospodarki światowej jest obecnie niższe niż w styczniowej rundzie progностycznej.

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

Utrzymuje się ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z niespełnieniem założenia o braku zmian w polityce gospodarczej w horyzoncie projekcji. Ocenia się, że w porównaniu z projekcją styczniową poziom tego ryzyka nie uległ istotnej zmianie. Na najbardziej prawdopodobne konsekwencje możliwych zmian w polityce gospodarczej zwracaliśmy uwagę w opisie projekcji styczniowej.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z kształtowaniem się kursu walutowego

Ze względu na obiektywne trudności z powiązaniem zmian kursu walutowego z czynnikami makroekonomicznymi, jego ścieżka w każdej projekcji obciążona jest znaczną niepewnością. W styczniowej rundzie progностycznej uznano, że bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się kursu walutowego na poziomie mocniejszym niż w projekcji. Aktualnie prognozowana skala deprecjacji kursu jest mniejsza niż w projekcji styczniowej. W związku z tym ocenia się, że ryzyka wokół ścieżki kursu tym razem rozkładają się bardziej symetrycznie, choć nadal bardziej prawdopodobne jest umocnienie się kursu względem ścieżki z projekcji niż jego osłabienie.

Omówienie danych, które napłynęły po 23 marca 2007 r.

Po upływie terminu zamknięcia założeń dla projekcji (23 marca 2007 r.) Departament Energii USA opublikował nową prognozę cen ropy naftowej, w której przewiduje, że średnia cena tego surowca w 2007 r. będzie o ok. 2,7% wyższa od założonej, przy czym efekt ten zaniknie po I kw. 2008 r. – cena powróci do ścieżki przyjętej w projekcji. Zarówno opublikowane dane o inflacji w marcu, jak i wyższa ścieżka cen ropy naftowej wskazują, że dynamika cen paliw może w najbliższym okresie okazać się nieco wyższa od założonej. Także bieżące informacje, dotyczące kształtowania się cen na rynkach rolno-spożywczych, jak i najnowsza prognoza tych cen ARR wskazują na możliwość nieco szybszego ich wzrostu, zwłaszcza w perspektywie III kw. 2007 r., co może spowodować nieco wyższy niż założono w projekcji wzrost wskaźnika cen żywności i napojów alkoholowych w horyzoncie najbliższego roku.

Dane marcowe o dynamice przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw okazały się znacznie wyższe od oczekiwań. Oznacza to, że przyjęty w punkcie startowym projekcji wzrost płac w gospodarce jest prawdopodobnie zaniżony, z konsekwencjami dla kształtowania się tej kategorii w krótkim horyzoncie projekcji.

Opublikowana przez GUS rewizja rocznych rachunków narodowych za lata 1999-2006 wskazuje na wyższą niż podawano wcześniej dynamikę PKB w 2006 r. (o 0,3 pkt. proc.), na co złożyło się głównie podniesienie spożycia publicznego i przyrostu zapasów, przy

obniżeniu wkładu eksportu netto. Korekty danych za lata wcześniejsze były stosunkowo niewielkie. Wspomniana rewizja zwiększa niepewność oszacowania PKB w punkcie startowym projekcji, w skali trudnej do określenia bez znajomości zrewidowanych danych za poszczególne kwartały 2006 r.

Już po sporządzeniu projekcji napłynęła informacja o przyznaniu Polsce i Ukrainie prawa do organizacji mistrzostw Europy w piłce nożnej w 2012 r. Wpływ tej decyzji na procesy inflacyjne w horyzoncie projekcji jest obecnie trudny do określenia i będzie przedmiotem analizy w jednym z najbliższych *Raportów*.

Układ ryzyk ujętych na wykresie wachlarzowym w kwietniowej projekcji inflacji jest niemal symetryczny. W krótkim okresie czynniki nie uwzględniane na tym wykresie powodują jednak, że bardziej prawdopodobna jest nieznacznie wyższa niż wynikająca ze ścieżki centralnej dynamika cen. Przemawia za tym głównie możliwość ukształtowania się cen ropy, paliw i żywności powyżej ścieżki założonej w projekcji.

W bilansie czynników ryzyka projekcji styczniowej uznano, że bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się inflacji poniżej ścieżki centralnej. Głównymi przesłankami takiej oceny było ryzyko przeszacowania presji kosztowej w punkcie startowym projekcji i siły cenotwórczej przedsiębiorstw, a także ryzyko mocniejszej ścieżki kursu. W wyniku dokonanych w modelu zmian i reestymacji, które przesunęły w dół ścieżkę centralną projekcji, powyższe ryzyka uległy istotnemu osłabieniu. W konsekwencji ocenia się, że ryzyko odchylenia przyszłej inflacji od ścieżki centralnej obecnie prezentowanej projekcji jest w średnim i dłuższym jej horyzoncie w przybliżeniu symetryczne. Prawdopodobnemu szybszemu niż pokazuje projekcja wzrostowi wynagrodzeń towarzyszyć będzie równie prawdopodobny proces redukcji innych kosztów produkcji i wzrost efektywności inwestycji, spowalniający wzrost cen. W kierunku wyższej inflacji może oddziaływać ryzyko związane z pogłębieniem nierównowagi finansów publicznych. Z kolei bardziej prawdopodobne niż osłabienie jest umocnienie się kursu walutowego względem ścieżki z projekcji, działające w kierunku niższej inflacji. Istnieje także ryzyko spowolnienia gospodarki światowej, mogące skutkować obniżeniem presji inflacyjnej.

Biorąc pod uwagę pełny obraz projekcji, czyli ścieżkę centralną wraz z przypisanym jej bilansem czynników ryzyka, różnice pomiędzy projekcją kwietniową a styczniową są istotnie mniejsze niż wynikałoby to wyłącznie z porównania ścieżek centralnych.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od grudnia 2006 r. do lutego 2007 r.

- **Data:** 19 grudnia 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim

Wyniki głosowania członków RPP:

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

J. Czekaj był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 19 grudnia 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2007

Wyniki głosowania członków RPP:

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

J. Czekaj był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 19 grudnia 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek w sprawie podwyższenia wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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

J. Czekaj był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 28 lutego 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek w sprawie podwyższenia wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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