

Raport o inflacji Luty 2005

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Luty 2005

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 modeli makroekonomicznych przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego pod kierunkiem Wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego. 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
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	14
Determinanty inflacji	17
2.1 Popyt	17
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	18
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	20
2.1.3 Popyt inwestycyjny	22
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	24
2.2 Produkcja	28
2.3 Rynek pracy	30
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	30
2.3.2 Płace i wydajność	32
2.4 Inne koszty i ceny	34
2.4.1 Ceny zewnętrzne	34
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	36
2.5 Rynki finansowe	37
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	37
2.5.2 Kurs walutowy	42
2.5.3 Kredyt i pieniądz	43
Polityka pieniężna w okresie grudzień 2004 r.– luty 2005 r.	51

SPIS TREŚCI

Projekcja inflacji	55
4.1 Wstęp	55
4.2 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych	56
4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych	57
4.4 Projekcja inflacji	58
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w IV kw. 2004 r.	61

Synteza

W IV kw. 2004 r. tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtowało się na średnim poziomie 4,4% r/r, po czym w styczniu br. nastąpił jego spadek do 4,0%. W okresie od publikacji listopadowego *Raportu* inflacja nadal utrzymywała się powyżej celu inflacyjnego (2,5%), choć jej poziom w styczniu był niższy od oczekiwanego.

Spadek inflacji w styczniu br. wynikał przede wszystkim z obniżenia się dynamiki cen żywności oraz paliw. Wcześniejsza niż zakładano obniżka dynamiki cen żywności świadczy o wygaśnięciu impulsów inflacyjnych wynikających ze wzrostu tych cen związanego z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Znajduje to również potwierdzenie w kształtowaniu się miar inflacji bazowej.

W analizowanym okresie nastąpiła stabilizacja poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, który od października ub.r. kształtuje się poniżej wartości bieżącej stopy inflacji znanej w momencie przeprowadzania ankiety. Oczekiwania inflacyjne mają w dominującym stopniu adaptacyjny charakter. Wraz z szybkim spadkiem inflacji, w II połowie 2005 r. oczekiwania powinny więc obniżyć się również do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego 2,5%.

Jednocześnie w ostatnich miesiącach obniżało się tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wynikało to głównie ze zmniejszenia się dynamiki cen uzyskiwanych w eksporcie, co było związane z umacnianiem się kursu złotego. Obniżaniu rocznej dynamiki cen producenta w analizowanym okresie nie sprzyjały natomiast utrzymujące się wysokie ceny surowców (m. in. ropy naftowej i miedzi) na rynkach światowych.

W analizowanym okresie nie odnotowano sygnałów, które wskazywałyby na wystąpienie presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw. Na brak silnych nacisków płacowych wskazuje niskie tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w tym sektorze oraz badania ankietowe NBP, zgodnie z którymi planowane podwyżki wynagrodzeń w 2005 r. powinny być umiarkowane. Presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw jest nadal ograniczana przez utrzymującą się trudną sytuację na rynku pracy, w tym wysokie bezrobocie.

Natomiast w całej gospodarce w IV kw. 2004 r. dynamika wynagrodzeń wyniosła 5,6% r/r w porównaniu do 5,1% r/r w III kw. ub. r. Po okresie spadku jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, od III kw. ub. r. występuje ich niewielki wzrost. W rezultacie, deflacyjne oddziaływanie tego czynnika stopniowo słabnie.

Po okresie wahań w styczniu br. złoty ponownie się umocnił. Silna aprecjacja polskiej waluty ograniczyła tempo wzrostu cen w analizowanym okresie. Przyczyniła się ona także do wzrostu prawdopodobieństwa niższego przebiegu inflacji w stosunku do przedstawionego w listopadowym *Raporcie*. Umocnienie złotego w analizowanym okresie może się również przyczynić do osłabienia wzrostu gospodarczego w 2005 r.

Na podstawie wstępnych danych GUS za 2004 r. można oceniać, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w IV kw. 2004 r. obniżyło się w stosunku do poprzednich kwartałów i wyniosło nieco ponad 4% (r/r). Wstępne szacunki wskazują, że wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego był ujemny. Według wstępnej oceny, dynamika spożycia indywidualnego w IV kw. 2004 r. była niższa niż w III kw. ub. r. W tym samym czasie dynamika realnych wynagrodzeń w gospodarce wzrosła z 0,7% do 1,1% r/r. Pełna ocena dynamiki spożycia i oszczędności będzie możliwa dopiero po opublikowaniu danych za IV kw. 2004 r. W ostatnim kwartale 2004 r. wzrosło natomiast tempo nakładów na inwestycje. O korzystnych uwarunkowaniach dla inwestycji świadczą m. in. wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw, zwiększone możliwości finansowania przez przedsiębiorstwa nakładów ze środków własnych oraz napływ funduszy strukturalnych UE. Na korzystne kształtowanie się przyszłych inwestycji wskazują również kwartalne badania koniunktury prowadzone przez NBP.

Począwszy od listopada kolejny miesiąc z rzędu obserwuje się wzrost rocznej dynamiki podaży pieniądza M3. Na wysokim poziomie utrzymało się także roczne tempo kredytów dla gospodarstw domowych, przy czym odnotować należy stopniowy wzrost udziału kredytów konsumpcyjnych w kredytach nowo udzielanych. Utrzymuje się natomiast ujemna dynamika kredytu dla sektora przedsiębiorstw.

W okresie grudzień 2004 r.-luty 2005 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Na koniec tego okresu stopa referencyjna wyniosła 6,5%, stopa lombardowa 8,0%, stopa depozytowa 5,0%. Przy niezmiennym poziomie stóp procentowych, aprecjacja złotego przyczyniała się do wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej.

W miesiącach grudzień 2004 r.-styczeń 2005 r. Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, gdyż zgodnie z jej oceną prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu (2,5%) w horyzoncie transmisji impulsów polityki monetarnej było nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa niż 2,5%, aczkolwiek bilans ryzyk zmieniał się stopniowo w kierunku obniżenia presji inflacyjnej.

W ocenie Rady przebieg procesów gospodarczych w okresie listopad 2004 r.-luty 2005 r. wskazywał, że inflacja w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej będzie niższa niż przedstawiono w *Raporcie* listopadowym. Potwierdza to również lutowa projekcja inflacji. Zgodnie z nią, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,2-4,0% w IV kw. 2005 r. (2,5-5,2% w poprzedniej projekcji), 0,4-4,2% w IV kw. 2006 r. (1,3-4,8% w poprzedniej projekcji) oraz 0,5-4,6% w IV kw. 2007 r. Według projekcji, prawdopodobieństwo utrzymywania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie od-

działywania instrumentów polityki pieniężnej jest zbliżone do prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej celu.

W ocenie Rady obecny bilans ryzyk dla przyszłej inflacji może kształtować się korzystniej niż przedstawiono w lutowej projekcji. Dotychczasowa skala umocnienia złotego była bowiem większa niż uwzględniono w projekcji, a dynamika cen żywności może obniżyć się szybciej niż założono. Rada dostrzega jednak niepewność dotyczącą między innymi kształtowania się cen ropy i kursu złotego.

W związku z tym w lutym br. Rada przyjęła łagodne nastawienie w polityce pieniężnej.

Przebieg procesów inflacyjnych

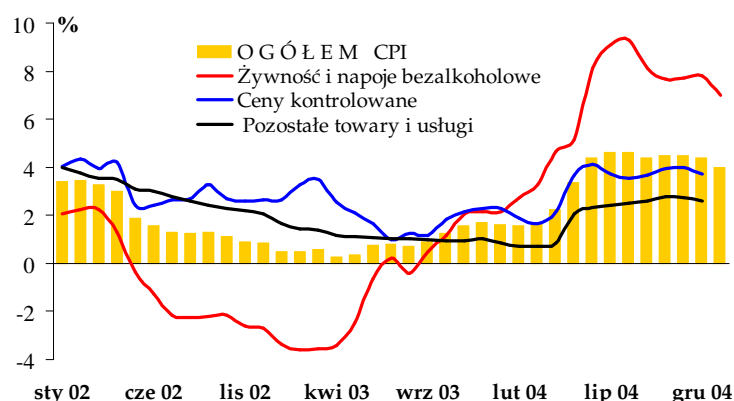
1.1 Wskaźniki inflacji

W IV kw. 2004 r. inflacja utrzymywała się na poziomie ok. 4,4% r/r¹. Roczne tempo wzrostu cen w styczniu 2005 r. ukształtowało się poniżej oczekiwań i wyniosło 4%² (Wykres 1.1). Wyhamowanie wzrostu oraz następująca po nim obniżka dynamiki rocznego wskaźnika cen konsumpcyjnych wynikają ze stopniowego ustępowania, a obecnie prawie całkowitego wygaśnięcia impulsów inflacyjnych występujących w okresie poprzedzającym akcesję oraz w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE. Wśród tych impulsów należy wymienić m.in. zwiększenie popytu wewnętrznego i zewnętrznego na niektóre krajowe surowce i towary, wprowadzenie uregulowań UE dotyczących podatków pośrednich, polityki celnej, polityki rolnej, jak również skutki występujących w tym samym czasie zaburzeń na światowych rynkach surowców energetycznych i przemysłowych (m.in. ropy naftowej, węgla oraz miedzi). Mimo ustępowania powyższych źródeł wzrostu cen, inflacja w ujęciu rocznym nadal pozostaje na podwyższonym poziomie, co wynika z odniesienia bieżącego poziomu cen do poziomu z okresu poprzedzającego przystąpienie Polski do UE. W rezultacie, wygasanie presji inflacyjnej, widoczne już w ujęciu miesięcznym (Tabela 1.1) oraz - do pewnego stopnia - w rocznym wskaźniku CPI za styczeń br., znajduje odzwierciedlenie w wyraźnym obniżeniu 12-miesięcznego tempa wzrostu cen dopiero w II kw. br.

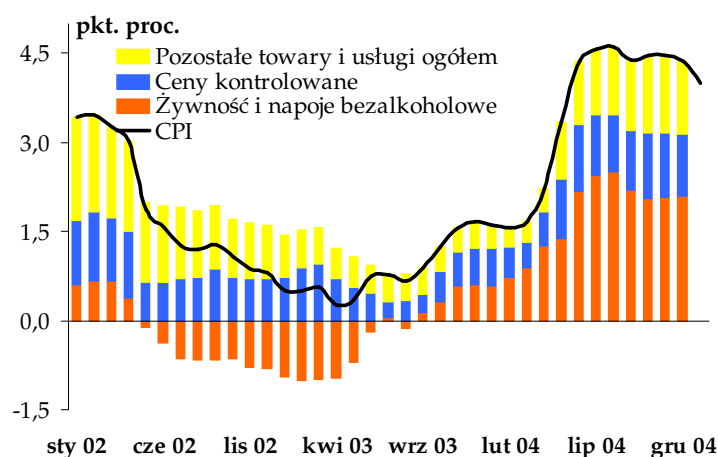
Ze względu na silny wzrost cen żywności w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE, roczna dynamika tej kategorii utrzymywała się w analizowanym okresie na wciąż wysokim poziomie (7,7-7,8% r/r w listopadzie i grudniu oraz 7% w styczniu). W rezultacie, tempo wzrostu cen żywności nadal w największym stopniu przyczynia się do utrzymywania inflacji, mierzonej 12-miesięcznym wskaźnikiem CPI, na podwyższonym poziomie (Wykres 1.1, 1.2). Na podstawie danych za styczeń br. można oceniać, że spowolnienie dynamiki cen żywności wystąpiło jednak wcześniej niż zakładano. W

¹W dalszej części *Raportu* przyjęto następujące oznaczenia:
r/r - analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym
kw/kw - kwartał do poprzedniego kwartału
m/m - miesiąc do poprzedniego miesiąca

²Dane prezentowane za styczeń 2005 r. mają charakter wstępny i mogą ulec zmianie po dokonaniu corocznej korekty systemu wag w strukturze wskaźnika CPI.



Wykres 1.1: Zmiany (r/r) CPI i głównych kategorii cen
 Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

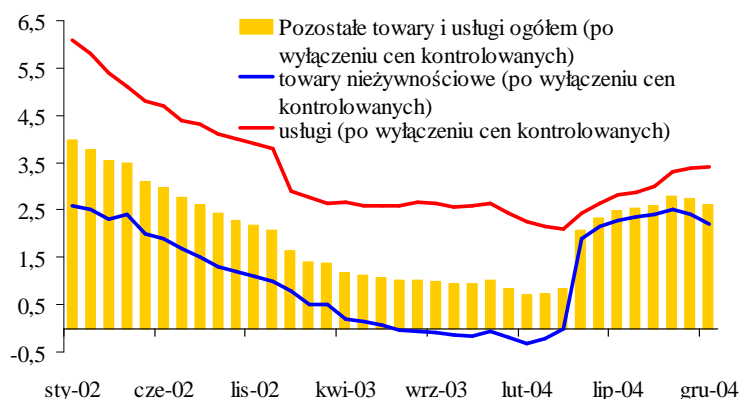


Wykres 1.2: Dekompozycja CPI (r/r)
 Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

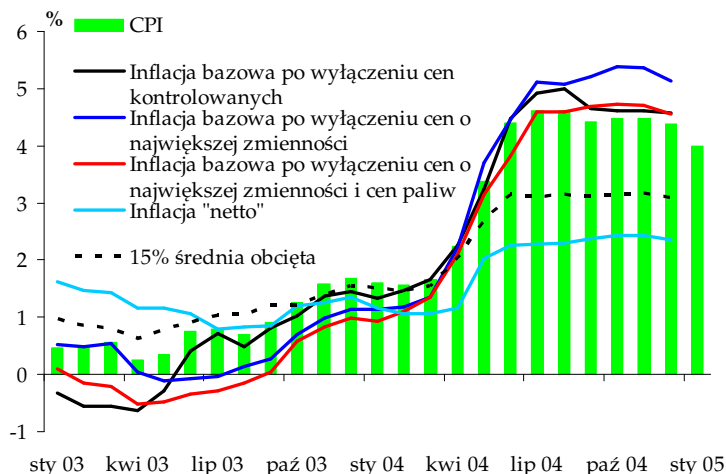
2005 r. wzrost popytu zewnętrznego na polską żywność będzie prawdopodobnie niższy niż w roku ubiegłym i w konsekwencji nie będzie wywierał tak silnego wpływu na wzrost jej cen, jak to miało miejsce w pierwszych miesiącach po akcesji. Jednocześnie sytuacja na rynku zbóż, gdzie zbiory w sezonie 2004/2005 były o 26,7% wyższe od zbiorów z poprzedniego sezonu, oraz tendencja spadkowa dynamiki cen mięsa będą sprzyjać dalszemu spowolnieniu rocznego tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych, przy czym oczekuje się, że jego wyraźne obniżenie nastąpi w najbliższych miesiącach.

W IV kw. 2004 r. inflacja w grupie cen kontrolowanych uległa niewielkiemu spadkowi (Wykres 1.1)³. Wpłynęły na to przede wszystkim zmiany cen paliw na rynku krajowym,

³Dane dotyczące inflacji w grupie cen kontrolowanych oraz cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych obejmują okres do grudnia 2004 r. Wskaźniki cen za styczeń 2005 r. zostaną podane pod koniec I kw.



Wykres 1.3: Zmiany (r/r) cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych
 Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



Wykres 1.4: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca roku poprzedniego w proc.)
 Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

które w okresie listopad-grudzień ub.r. obniżyły się łącznie o 1,5%. Wg szacunków NBP, miesięczny spadek cen paliw w styczniu br. był drugim – obok obniżenia cen żywności – czynnikiem przyczyniającym się do spowolnienia rocznego tempa wzrostu cen. Natomiast do wzrostu cen kontrolowanych w styczniu w największym stopniu przyczyniła się prawdopodobnie zmiana taryf na energię elektryczną oraz gaz⁴. Nie w pełni jeszcze zrealizowały się efekty podwyżek akcyzy dokonanych w styczniu 2005 r.

⁴Zgodnie z komunikatami Urzędu Regulacji Energetyki Prezes URE zatwierdził w grudniu 2004 r. nowe taryfy dla energii elektrycznej na 2005 r. oraz przedłużył do 31 marca 2005 r. obowiązywanie taryf dla paliw gazowych stosowanych od 1 października 2003 r. Jednocześnie Prezes URE zatwierdził nowe, wyższe ceny paliw gazowych. Pozostałe elementy decydujące o wysokości opłat, jakimi obciążeni są odbiorcy za dostarczane im paliwa, tj. stawki opłat abonamentowych oraz stawki opłat przesyłowych pozostają na niezmiennym poziomie.

Przebieg procesów inflacyjnych

	Zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku											
	2004											
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
CPI	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	1,3	1,5	1,7	2,3	3,2	4,5	4,9	5,0	4,6	4,6	4,6	4,6
Cen o największej zmienności	1,1	1,2	1,3	2,2	3,7	4,5	5,1	5,1	5,2	5,4	5,4	5,1
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,9	1,1	1,3	2,1	3,2	3,8	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,6
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1,2	1,1	1,1	1,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
15% średnia obciąża	1,5	1,5	1,5	2,0	2,7	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,2	3,1
	Zmiany do poprzedniego miesiąca											
	2004											
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
CPI	0,4	0,1	0,3	0,8	1,0	0,9	-0,1	-0,4	0,3	0,6	0,3	0,1
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0,3	0,1	0,3	0,9	1,0	1,2	-0,2	-0,6	0,2	0,6	0,3	0,3
Cen o największej zmienności	0,1	0,1	0,2	0,7	1,1	0,0	0,8	0,2	0,3	0,8	0,4	0,3
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,0	0,0	0,1	0,7	0,9	0,0	0,9	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0,2	0,0	0,1	0,2	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0
15% średnia obciąża	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metoda TRAMO/SEATS):												
CPI	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,9	0,9	0,5	0,3	0,0	0,3	0,3	0,1
Inflacja "netto"	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej w 2004 r.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Niemniej, przewidywana dynamika cen kontrolowanych w ciągu najbliższych miesięcy wskazuje, że nie będą one istotnym źródłem presji inflacyjnej w br.

Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych⁵ w IV kw. 2004 r. pozostały na zbliżonym poziomie, a ich roczne tempo wzrostu wykazywało powolną tendencję spadkową, obniżając się z 2,8% w październiku (najwyższy poziom w ciągu 2004 r.), do 2,7% w listopadzie i 2,6% w grudniu 2004 r. (Wykres 1.3).

Przedstawiona powyżej charakterystyka procesów inflacyjnych wskazuje na prawie całkowite wygaśnięcie impulsów inflacyjnych związanych z akcesją Polski do UE. Ten wniosek znajduje również potwierdzenie w stabilizacji (w ujęciu rocznym) i obniżeniu (w ujęciu miesięcznym) miar inflacji bazowej⁶ (Wykres 1.4, Tabela 1.1). Podobnie jak w miesiącach poprzednich 15% średnią obciąża oraz tzw. inflację "netto"⁷ charakteryzuje dużo niższa roczna dynamika w porównaniu z pozostałymi miarami inflacji. Zmniejszenie różnicy pomiędzy CPI a "inflacją netto" (szczególnie w styczniu br.) potwierdza

⁵Do grupy cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są ceny towarów i usług, kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe, tj. wyłączone z nich zostały grupy cen kontrolowanych.

⁶Dane dotyczące wskaźników inflacji bazowej w styczniu br. nie są dostępne ze względu na dokonywaną przez GUS korektę systemu wag. Niemniej, szacunki NBP wskazują, że inflacja "netto" w styczniu br. ukształtowała się na poziomie 2,5% r/r.

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

ustępowanie proinflacyjnego wpływu zmian cen żywności i paliw na dynamikę wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (r/r). Ta różnica jednak w dalszym ciągu jest znaczna. Jest to przede wszystkim wynikiem wzrostu cen żywności i paliw w II kw. 2004 r., na co wskazuje porównanie miesięcznych zmian (po uwzględnieniu czynników sezonowych) obu analizowanych miar inflacji (Tabela 1.1).

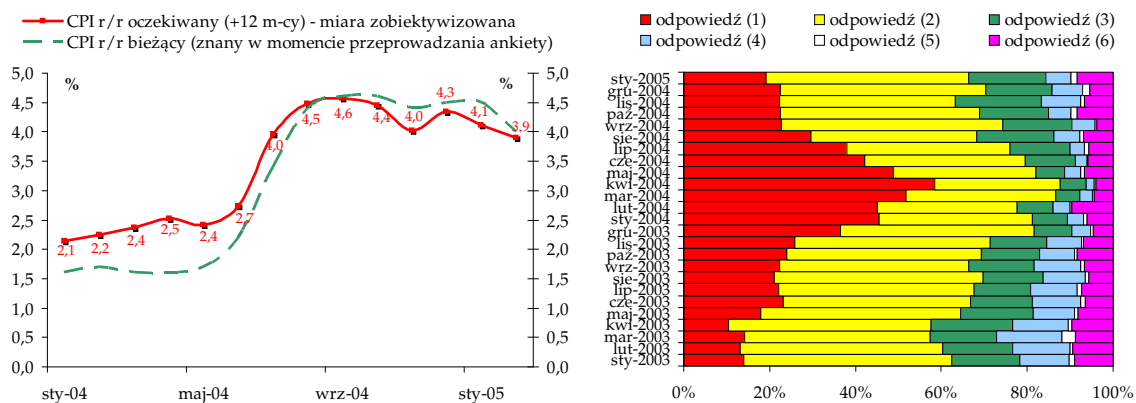
Podsumowując, począwszy od II kw. 2005 r. można oczekiwać obniżenia 12-miesięcznego tempa wzrostu cen, które w II połowie br. powinno zbliżyć się do poziomu 2,5%. Dane dotyczące tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w styczniu br. wskazują, że obniżenie inflacji może nastąpić wcześniej niż oczekiwano.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

W analizowanym okresie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych nadal kształtowały się powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.5, lewy panel). Niemniej, stopniowe ustępowanie przejściowych czynników prowadzących do przyspieszenia inflacji w 2004 r., a następnie zahamowanie jej wzrostu, doprowadziło również do ustabilizowania poziomu oczekiwań inflacyjnych. Od października 2004 r. oczekiwania inflacyjne, po raz pierwszy od września 2003 r., zaczęły przyjmować wartości niższe niż bieżąca stopa inflacji, znana w momencie przeprowadzania ankiety.

Należy również wspomnieć, że od maja ub.r. obserwuje się postępującą poprawę struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe (Wykres 1.5, prawy panel). Zatem wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych trwający do września 2004 r., a następnie stabi-



Wykres 1.5: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Lewy panel: Oczekiwana inflacja w horyzoncie 12 miesięcy. Prawy panel: Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos

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

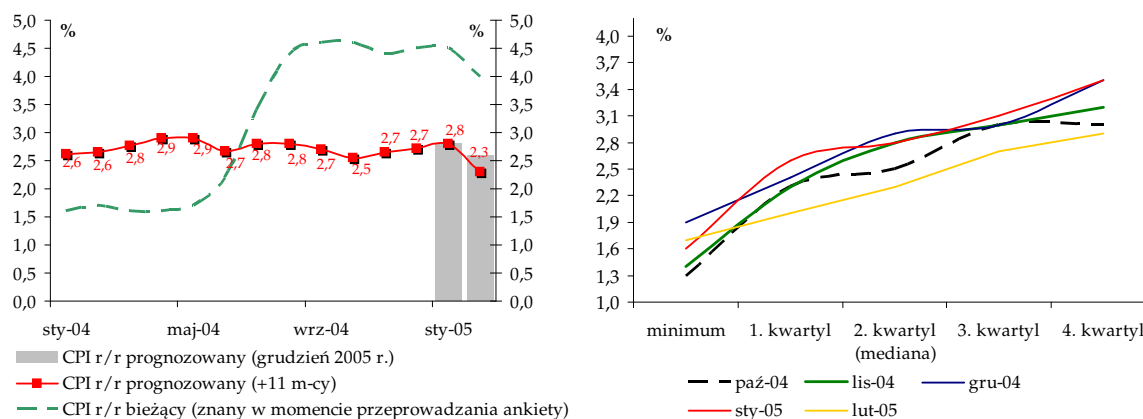
Pytanie ankiety firmy Ipsos: "Jak Pan(i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż teraz; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) będą takie same jak teraz; (5) będą niższe; (6) trudno powiedzieć"

lizacja ich poziomem, wynikają głównie ze zmian stopy inflacji bieżącej, która stanowi dla ankietowanych punkt odniesienia przy deklarowaniu swoich przewidywań.

Biorąc pod uwagę dominującą rolę czynników adaptacyjnych w kształtowaniu oczekiwań osób prywatnych można spodziewać się, że w drugiej połowie br., wskutek oczekiwanego obniżenia tempa wzrostu cen, nastąpi spadek oczekiwań inflacyjnych tej grupy podmiotów do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego NBP (2,5%).

Prognozy inflacyjne analityków bankowych

W okresie od listopada ub.r. do stycznia br. prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy nieznacznie wzrosła (do 2,8% w styczniu br.). Jednakże w lutym br. oczekiwania analityków w tym horyzoncie czasowym uległy znacznemu obniżeniu (do 2,3%) (Wykres 1.6, lewy panel). Jednocześnie zmalała niepewność dotycząca przebiegu procesów inflacyjnych w przyszłości, wyrażona zmniejszeniem przedziału deklaracji pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem oczekiwanej inflacji (Wykres 1.6, prawy panel).



Wykres 1.6: Prognozy inflacyjne analityków bankowych. Lewy panel: Inflacja prognozowana za 11 miesięcy oraz w grudniu 2005 r. Prawy panel: Rozkład prognoz inflacyjnych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy.

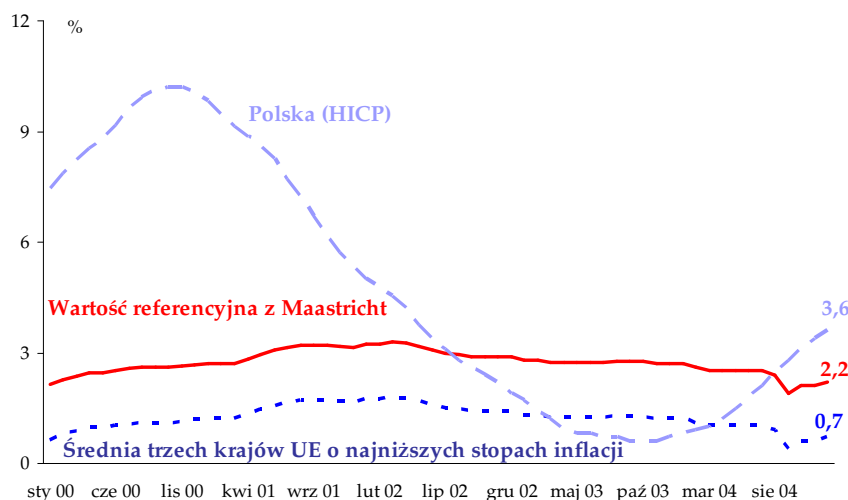
Źródło: Dane GUS, Reuters, obliczenia NBP.

1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

Przyspieszenie inflacji w Polsce w 2004 r. w okresie poprzedzającym wstąpienie Polski do Unii Europejskiej oraz w pierwszych miesiącach członkostwa, a następnie jej utrzymywanie się na podwyższonym poziomie, spowodowało wzrost średniorocznego tempa wzrostu cen, mierzonych indeksem cen konsumpcyjnych HICP⁸. W rezultacie,

⁸Zasadnicza różnica między indeksem CPI i HICP polega na tym, że indeks zharmonizowany uwzględnia dodatkowo wydatki ponoszone przez cudzoziemców na zakup dóbr i usług w Polsce, szacunkowe

od sierpnia 2004 r. Polska nie spełnia kryterium stabilności cen (Wykres 1.7). Różnica pomiędzy średnioroczną inflacją w Polsce a wartością referencyjną⁹ zwiększa się ze względu na wzrost średniorocznego tempa wzrostu cen w Polsce. Niemniej, do pogłębienia się tej różnicy przyczyniło się również obniżenie średniej inflacji w grupie krajów referencyjnych, przy czym jej najsilniejszy spadek nastąpił we wrześniu ub.r. (do 1,4%)¹⁰.



Wykres 1.7: Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.)
Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

wydatki ponoszone przez osoby przebywające w tzw. gospodarstwach instytucjonalnych (np. szpitalach, więzieniach, domach spokojnej starości) oraz wydatki ponoszone na gry losowe. Choć koszyki cen indeksów HICP i CPI różnią się strukturą wag, różnice pomiędzy tymi indeksami są w praktyce nieznaczne.

⁹Wartość referencyjna jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym tempie wzrostu cen (mierzonego indeksem HICP) powiększonej o 1,5 pkt. proc. Kraj akcesyjny spełnia kryterium stabilności cen, gdy jego średnioroczna inflacja nie przekracza tak wyznaczonej wartości referencyjnej. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

¹⁰Powyższe szacunki wartości referencyjnej są zgodne ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję Europejską, przedstawiona w *Raporcie o konwergencji za 2004 r.* W odróżnieniu od stanowiska Komisji, Europejski Bank Centralny (EBC) nie uzależnia wyłączenia danego kraju z grupy trzech członków UE o najbardziej stabilnych cenach od tego, czy wystąpiła w nim deflacja, lecz od tego, czy jego średnioroczna inflacja różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. Ocena, czy taka sytuacja ma miejsce, jest jednak dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez Radę Ogólną (General Council) EBC. W rezultacie, o ile w sierpniu 2004 r. do grupy krajów referencyjnych nie została włączona Litwa z deflacją 0,2%, w przeciwieństwie do Finlandii z inflacją 0,4%, to na przykład odnotowana we wrześniu na Litwie średnioroczna inflacja w wysokości 0,1% nie gwarantuje – w ocenie EBC, że ten kraj powinien być już uwzględniany przy wyznaczaniu wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen.

Determinanty inflacji

2.1 Popyt

Według wstępnych szacunków GUS, tempo wzrostu PKB w 2004 r. wyniosło 5,4%. Opublikowane dane są tylko nieznacznie niższe od wcześniejszych szacunków NBP (5,5%) oraz oczekiwań analityków rynkowych (5,5-5,6%).

Trzeba podkreślić, że nie ma jeszcze informacji umożliwiających ocenę tempa wzrostu gospodarczego w IV kw. 2004 r. W związku z tym szacunki wzrostu gospodarczego w całym 2004 r. są obciążone znaczną niepewnością. Uwzględnienie niedostępnych jeszcze informacji, które są gromadzone w cyklu rocznym, może spowodować korektę tempa wzrostu PKB w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. Biorąc to pod uwagę, szacunki dotyczące tempa wzrostu PKB w IV kw. 2004 r., uzyskane poprzez zestawienie szacunków rocznych z również wstępnymi danymi za trzy pierwsze kwartały 2004 r., są jeszcze niepewne.

Szacunki na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w całym 2004 r. oraz danych o PKB w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. wskazują, że tempo wzrostu PKB w IV kw. 2004 r. wyniosło nieco ponad 4% r/r i było niewiele niższe od oczekiwanego. Postępując w analogiczny sposób ze składowymi popytu finalnego, można uznać, że przyczyniły się do tego w zbliżonym stopniu niższe tempo wzrostu popytu krajowego oraz ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

Wstępne dane wskazują na to, że zgodnie z oczekiwaniami w IV kw. 2004 r. przyspieszyła dynamika nakładów brutto na środki trwałe (ponad 7% r/r). Wysoka dynamika akumulacji (ponad 14% r/r w całym 2004 r.) wskazuje, że GUS przyjął wysoki przyrost rzeczowych składników majątku obrotowego (zapasów) w gospodarce w IV kw. 2004 r. w skali podobnej do zaobserwowanego w poprzednich kwartałach¹¹.

O obniżeniu rocznej dynamiki popytu krajowego zdecydowało niespodziewane, w świetle innych dostępnych informacji, znaczące obniżenie się dynamiki spożycia. Dotyczyło to szczególnie spożycia indywidualnego, którego szacowane tempo wzrostu w IV kw. 2004 r. spadło poniżej 2% r/r, podczas gdy od półtora roku utrzymywało się na poziomie 3,5% - 3,9%.

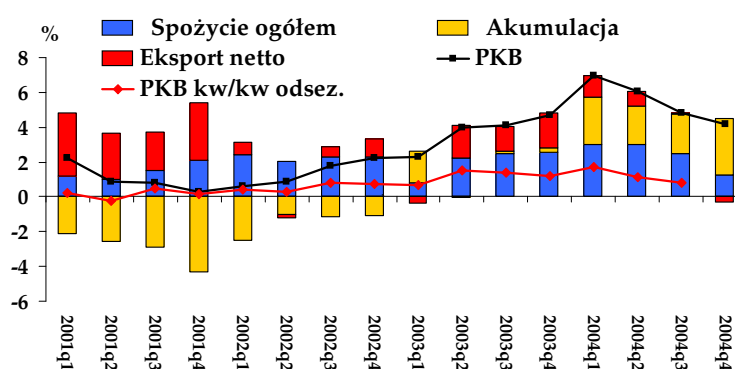
¹¹W dniu publikacji oceny wzrostu PKB w 2004 r. nie były znane wyniki badania sektora przedsiębiorstw (F01).

Determinanty inflacji

Wyrównane sezonowo (proc.)	2002q4	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3
PKB	0,7	0,7	1,5	1,4	1,2	1,7	1,1	0,8
Popyt krajowy	0,4	0,4	0,7	1,0	1,0	1,6	1,2	1,1
Spożycie ogółem	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
Spożycie indywidualne	0,7	0,7	0,9	0,8	0,9	0,7	0,9	0,7
Akumulacja	0,4	0,2	-0,7	2,0	3,0	6,0	2,4	3,1
Nakłady na środki trwałe brutto	0,5	-0,8	0,5	0,5	0,4	1,6	1,1	1,3

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

Źródło: Dane GUS.



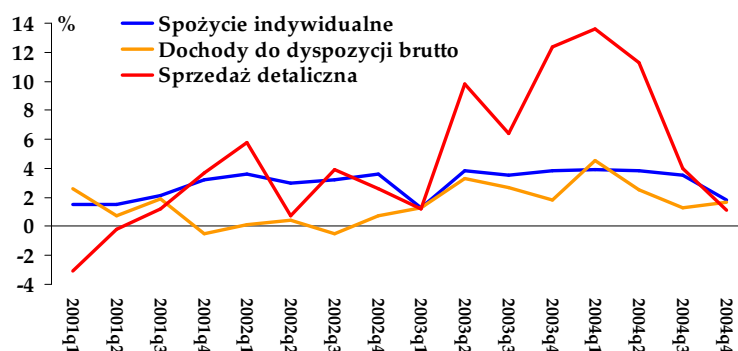
Wykres 2.8: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

Źródło: Dane GUS, szacunki NBP.

Wstępne szacunki NBP wskazują, że po bardzo wysokim wzroście w III kw. 2004 r. dynamika eksportu i importu w IV kw. uległa obniżeniu. W większym stopniu dotyczyło to jednak dynamiki eksportu, w wyniku czego w IV kw. wkład eksportu netto do rocznego tempa wzrostu PKB był ujemny, wobec bliskiego zeru w kwartale poprzednim. Sytuacja ta zgodna jest z oczekiwaniami, według których ożywieniu inwestycyjnemu będzie towarzyszyć pogarszający się bilans wymiany handlowej.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Jak podkreślono w podrozdziale 2.1, wstępne szacunki dotyczące wzrostu spożycia indywidualnego w 2004 r. wskazują na zaskakujące obniżenie się jego dynamiki w IV kw. 2004 r. (do 1,8% z 3,5% r/r w III kw.). Takie spowolnienie tempa wzrostu spożycia indywidualnego trudno jednak wytłumaczyć w świetle innych informacji dotyczących sektora gospodarstw domowych. Jak bowiem wskazują szacunki NBP na podstawie rejestrowanych składowych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (dochodów z pracy najemnej, dochodów z działalności gospodarczej na własny rachunek, dochodów z tytułu własności, rent, emerytur, świadczeń społecznych oraz wypłat dla rolników) wzrost dochodów do dyspozycji brutto w ujęciu realnym w III i IV kw. 2004 r.



Wykres 2.9: Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto, sprzedaży detalicznej (ceny stałe)

Źródło: Dane GUS, IV kw. 2004 r. - szacunki NBP.

Zmiana (proc.)	kw/kw odsezonowane				r/r			
	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3
Zatrudnienie w gospodarce	-0,5	0,0	-0,1	-1,0	-2,9	-1,3	-0,7	-1,6
Przeciętne wynagrodzenie nominalnie	0,8	2,8	0,3	1,3	2,3	4,6	4,2	5,1
Przeciętne wynagrodzenie realnie	-0,8	2,8	-1,2	-1,9	0,9	3,0	1,0	0,8
Fundusz płac w gospodarce nominalnie	0,5	2,6	0,5	-0,4	1,3	4,4	4,5	3,0
Fundusz płac w gospodarce realnie	-0,4	2,8	-1,2	-1,9	-0,2	2,8	1,2	-1,4

Tabela 2.3: Wzrost zatrudnienia, przeciętnego wynagrodzenia oraz funduszu płac w gospodarce (w proc.) w okresie IV kw 2003 – III kw 2004

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

był podobny¹². Dynamika dochodów nie tłumaczy zatem obniżenia tempa wzrostu spożycia o ponad 1,5 pkt. proc.

Nie należy wiązać zmniejszenia dynamiki spożycia indywidualnego z osłabieniem tempa wzrostu sprzedaży detalicznej towarów, które z 4,0% r/r w III kw. obniżyło się do 1,1% r/r w IV kw. W styczniu br. nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej (do 7,5% r/r). Spowolnienie sprzedaży w IV kw. 2004 r. było głównie spowodowane prawie 25% (r/r) spadkiem sprzedaży w branży motoryzacyjnej¹³. Gospodarstwa domowe sprowadziły do Polski blisko 800 tys. używanych samochodów, co miało z jednej strony bezpośredni wpływ na spadek sprzedaży nowych aut, a z drugiej – na wzrost konsumpcji. Jest prawdopodobne, że GUS w szacunkach spożycia nie uwzględnił efektu znacznego zaniżenia wartości importowanych samochodów używanych, co mogło być przyczyną odnotowania niższej niż faktyczna dynamiki spożycia indywidualnego w ujęciu realnym.

Badania koniunktury konsumenckiej GUS wskazują, że gospodarstwa domowe spo-

¹²Do wzrostu dochodów do dyspozycji brutto w IV kw. 2004 r. przyczyniło się zwiększenie dochodów z działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów prywatnych właścicieli. Nieco silniejszy niż w III kw. 2004 r. był wzrost dochodów z pracy najemnej. Realna wartość wypłaconych świadczeń społecznych w IV kw. 2004 r. obniżyła się, podobnie jak w poprzednim kwartale. Rolnicy otrzymali natomiast wypłaty świadczeń unijnych.

¹³Do osłabienia dynamiki sprzedaży detalicznej przyczynił się również niewielki wzrost (o 0,5% r/r) sprzedaży detalicznej dóbr konsumpcyjnych trwałego użytkowania (meble, sprzęt RTV, AGD).

dziewają się poprawy swojej sytuacji finansowej w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Obserwowana od wielu miesięcy systematyczna poprawa oczekiwań konsumentów powinna więc przyczynić się do wzrostu dynamiki popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie jednak skala wzrostu popytu konsumpcyjnego będzie prawdopodobnie niższa od skali wzrostu dochodów, ponieważ wyniki badań sygnalizują, że gospodarstwa domowe planują zwiększyć oszczędności i zmniejszyć wydatki na ważne zakupy.

Jednocześnie w IV kw. 2004 r. nastąpiło zwiększenie oszczędności sektora gospodarstw domowych, zarówno niefinansowych (m.in. przeznaczonych na finansowanie budownictwa mieszkaniowego) jak i finansowych. Wzrost ten musiałby być jednak bardzo silny, aby spowodować tak wyraźne obniżenie dynamiki spożycia przy zbliżonej do poprzedniego kwartału dynamice dochodów.

Trudno jednak przyjąć, że gospodarstwa domowe zwiększyły swoje oszczędności w IV kw. ub.r. kosztem silnego ograniczenia konsumpcji. Dane pokazują, że konsumpcja charakteryzuje się dość silną inercją, a nieoczekiwane zmiany dochodów do dyspozycji w większym stopniu prowadzą do zmian oszczędności niż konsumpcji. Ponadto sygnalizowany wzrost optymizmu konsumentów (*Wyprzedzający Wskaźnik Ufności Konsumentckiej* jest na poziomie nienotowanym od przeszło pięciu lat) również nie jest spójny z informacjami o radykalnym obniżeniu dynamiki spożycia indywidualnego.

W rezultacie, pełna ocena wzrostu spożycia w IV kw. i w całym 2004 r. będzie możliwa dopiero po opublikowaniu ostatecznych danych. Nim to nastąpi, szacunki dynamiki spożycia uzyskane przez porównanie wstępnych szacunków rocznych i kwartalnych należy traktować jako niepewne.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W IV kw. 2004 r. dynamicznie zwiększył się popyt kreowany przez sektor finansów publicznych, czego ilustracją jest poziom deficytu budżetu państwa w tym okresie. Kwota tego deficytu (12,7 mld zł) była prawie trzykrotnie wyższa od notowanej w IV kw. poprzedniego roku.

W IV kw. ub. r. budżet państwa odnotował umiarkowany wzrost dochodów, głównie z podatków pośrednich. Ponadto na rachunek dochodów budżetu wpłynęły środki z UE w ramach tzw. instrumentu Schengen¹⁴. W całym roku dochody budżetu państwa były nominalnie o 2,7% wyższe niż w 2003 r., co w ujęciu realnym oznacza jednak ich spadek o 0,8%.

W IV kw. ub. r. realizacja wydatków budżetu państwa uległa przyspieszeniu. Nominalne tempo wzrostu wydatków wyniosło w analizowanym okresie 19,4% r/r wobec 1,7% r/r odnotowanych w III kw. Po sprowadzeniu do porównywalności (tj. skorygowaniu wydatków budżetu państwa o dotacje dla FUS z tytułu ubytku składek na ubezpieczenia społeczne przekazywane do OFE) były one nominalnie wyższe o 26,7% r/r, wobec 7,6% r/r odnotowanych w III kw. 2004 r. W dużej mierze wzrost wydatków budżetowych

¹⁴Instrument Schengen to środki z UE przeznaczone na modernizację granicy wschodniej UE.

wynikał m. in. ze zwiększenia środków na współfinansowanie projektów z funduszy unijnych oraz dofinansowanie dopłat bezpośrednich dla rolników. Budżet przekazał też Funduszowi Ubezpieczeń Społecznych dodatkową dotację, dzięki której Fundusz zmniejszył swoje zobowiązania wobec banków komercyjnych. W analizowanym okresie wystąpił prawdopodobnie dalszy wzrost wydatków realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego¹⁵. Istotnym czynnikiem wpływającym na popyt krajowy w IV kwartale 2004 r. były wypłaty dopłat bezpośrednich dla rolników – w kwocie ok. 1,7 mld zł – realizowane przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, finansowane z rozchodów i wydatków budżetu państwa. W IV kw. ub.r. wystąpił również wzrost wydatków o charakterze inwestycyjnym zarówno z budżetu państwa, jak i samorządów, co może świadczyć o większym wkładzie sektora finansów publicznych w ożywienie popytu inwestycyjnego w kraju. W całym 2004 r. wydatki budżetu państwa wzrosły o 4,6% r/r (realnie o 1,1% r/r). W warunkach porównywalnych¹⁶ wydatki budżetu państwa były jednak znacząco wyższe. W porównaniu z rokiem 2003 ich nominalny wzrost wyniósł 10,3% r/r (6,6% r/r realnie), po wyeliminowaniu zaś wpłat z tytułu składek członkowskich do UE - tempo wzrostu wydatków budżetu państwa wyniosło 7,1% r/r (3,5% r/r realnie).

W konsekwencji w ostatnich trzech miesiącach 2004 r. nastąpił dynamiczny wzrost deficytu budżetu państwa. Jego poziom, znacząco wyższy od zrealizowanego w poprzednich kwartałach roku, wynikał przede wszystkim ze wzrostu wydatków budżetowych, ograniczanych w pierwszej połowie roku. Na koniec 2004 r. deficyt budżetowy ukształtował się jednak poniżej wielkości ustawowej (91,6% planu) i wyniósł 41,5 mld zł (4,7% PKB). Było to efektem wyższych niż prognozowano dochodów budżetu państwa (o 1,1%) oraz realizacji wydatków budżetowych poniżej limitu (o 1%).

Pomimo znaczącego skumulowania wydatków, głównie budżetu państwa i prawdopodobnie jednostek samorządu terytorialnego w IV kwartale ub.r, prowadzona w I połowie roku polityka ograniczania wydatków oraz dobra sytuacja dochodowa przyczyniły się do mniejszego niż planowano deficytu sektora finansów publicznych. Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów w 2004 r. wyniósł on ok. 5,6% PKB wobec planowanego 6,3% PKB. Oznacza to jednak wzrost deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB w stosunku do 2003 roku o 0,3 pkt. proc. (w warunkach porównywalnych o 1,4 pkt. proc.), a tym samym zwiększenie popytu kreowanego przez sektor finansów publicznych w ubiegłym roku. W rezultacie niższego deficytu sektora finansów publicznych, a ponadto wyższych niż planowano przychodów z prywatyzacji oraz aprecjacji złotego (wpływającej na obniżenie wartości zobowiązań zgranicznych w wyrażeniu złotowym), państwowy dług publiczny ukształtował się w 2004 r. na poziomie nieprzekraczającym 51% PKB¹⁷, tj. poniżej wielkości z 2003 r.

¹⁵Na podstawie sprawozdań z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego, w I kw. 2004 r. jednostki te wykazały nominalny wzrost wydatków ogółem w wysokości 4,2% r/r, w II kw. ub. r. 8,5% r/r., natomiast w III kw. ub. r. 10,8%.

¹⁶Tj. po skorygowaniu wydatków budżetu państwa o dotacje dla FUS z tytułu ubytku składek na ubezpieczenia społeczne przekazywane do OFE.

¹⁷Według wstępnych informacji z Ministerstwa Finansów.

W *Uzasadnieniu do Ustawy Budżetowej* na 2005 r., w bieżącym roku zakłada się zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych do poziomu 4,5% PKB, głównie poprzez obniżenie relacji deficytu budżetu państwa do PKB o ok. 1,0 pkt. proc. Pozwoli to jedynie na zahamowanie dotychczasowej tendencji wzrostu deficytu sektora finansów publicznych, gdyż planowany w 2005 r. spadek udziału wydatków sztywnych i socjalnych w wydatkach publicznych jest w dużym stopniu efektem jednorazowym. Poziom wydatków sektora finansów publicznych do PKB będzie nadal wysoki (ok. 45,0% PKB), a więc niekorzystny z punktu widzenia wzrostu gospodarczego. Ponadto istnieje duże zagrożenie wystąpienia wyższego, niż planowano, deficytu sektora finansów publicznych w 2005 r. z uwagi na nieprzyjęcie przez parlament istotnych ustaw mających zmniejszyć wydatki, których efekty finansowe zostały uwzględnione w budżecie¹⁸. Ponadto, według oceny NBP, do lutego br. efekty finansowe działań już zrealizowanych z *Programu Uporządkowania i Ograniczenia Wydatków Publicznych* wyniosą w latach 2005-2007 ok. 17 mld zł, co stanowi zaledwie 31% planowanej wielkości¹⁹. Wprowadzenie w życie kolejnych rozwiązań oszczędnościowych pozostaje, zatem kluczowym zadaniem polityki fiskalnej, jest bowiem jednym z warunków utrzymania długotrwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Realizacja reformy fiskalnej ograniczającej nierównowagę finansów publicznych jest również warunkiem koniecznym przystąpienia Polski do strefy euro. Zakładany na 2005 r. wysoki poziom deficytu sektora finansów publicznych – ok. 4,2% PKB (według ESA 95), stanowi główne wyzwanie na drodze do spełnienia kryteriów fiskalnych z Maastricht.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

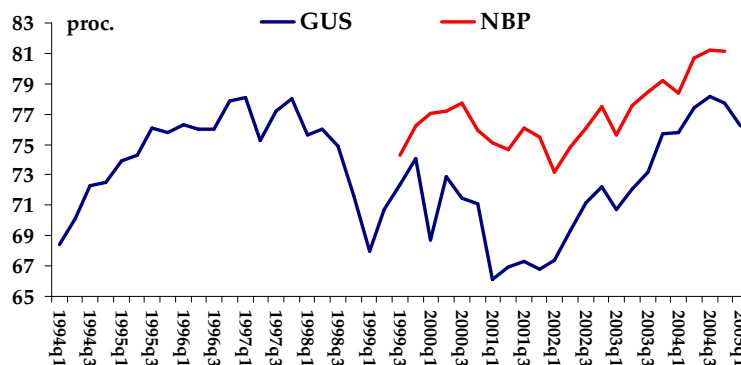
Według wstępnych szacunków GUS, które są zgodne z oceną NBP, w IV kw. 2004 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie popytu inwestycyjnego. Nakłady brutto na środki trwałe zwiększyły się o ponad 7% r/r, wobec wzrostu w granicach 4% r/r w poprzednich trzech kwartałach. Ocenia się, że przyspieszenie dynamiki nakładów wynikało z utrzymującego się wzrostu inwestycji w sektorze przedsiębiorstw, który został wzmocniony przez istotny wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze instytucji rządowych i samorządowych. Trzeba jednak podkreślić, że w chwili publikowania wstępnych szacunków rocznych GUS nie były dostępne dane o nakładach inwestycyjnych na środki trwałe w IV kw. 2004 r.

W przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 pracowników, zwiększoną aktywność inwestycyjną obserwuje się od początku ub.r. (wzrost o 9% r/r w ciągu trzech

¹⁸Skutki finansowe nieprzyjęcia tych ustaw szacowane są na ok. 3,6 mld zł, tj. 0,4% PKB

¹⁹Ministerstwo Gospodarki i Pracy podaje, iż efekty finansowe zrealizowanych już działań z "planu Hausnera" stanowią 24 mld zł, tj. 44% planu. Powyższa różnica wynika z uwzględnienia w szacunkach NBP kosztów likwidacji tzw. "starego portfela", dodatkowych kosztów wypłat zasiłków przedemerytalnych osobom, które uzyskały do nich uprawnienia w ostatnich miesiącach obowiązywania starych przepisów, a ponadto nie wliczania kwot podatków wpłacanych przez PKP i kopalnie węgla kamiennego. Wymienione kwestie wpłynęły na zmniejszenie efektów finansowych prognozowanych w *Programie*.

kwartałów 2004 r.). O ile jednak w I półroczu 2004 r. głównym źródłem wzrostu nakładów inwestycyjnych były nakłady na budynki i budowle oraz zwiększone zakupy środków transportu (w związku z oczekiwaną zmianą przepisów podatkowych od 1 maja 2004 r.), w III kw. odnotowano silny wzrost nakładów na maszyny i urządzenia (ponad 9% r/r wobec 1,4% r/r w I półroczu)²⁰.



Wykres 2.10: Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP) w proc.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP. Różnica ta jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 2500 jednostek przemysłowych i obejmuje tylko trzy sekcje przemysłu. Próba NBP liczy natomiast (we wrześniu 2004 r.) ok. 640 przedsiębiorstw z całego sektora przedsiębiorstw. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw. Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

O korzystnych uwarunkowaniach dla inwestycji przedsiębiorstw decydują: utrzymujący się od dłuższego czasu bardzo wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz zwiększone możliwości finansowania nakładów, głównie ze środków własnych. W przypadku instytucji rządowych i samorządowych źródłem zwiększonego popytu inwestycyjnego jest rozpoczęcie realizacji projektów finansowanych z funduszy strukturalnych UE. Ponadto korzystnie rysują się perspektywy napływu do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych, bowiem po przystąpieniu do UE, postrzegana przez inwestorów zagranicznych atrakcyjność Polski wyraźnie wzrosła.

Ocenia się, że wyżej wymienione czynniki przyczynią się do dalszego ożywienia nakładów na środki trwałe w 2005 r. Potwierdzają to wyniki badań koniunktury NBP, zgodnie z którymi odsetek firm planujących nowe inwestycje osiągnął poziom naj-

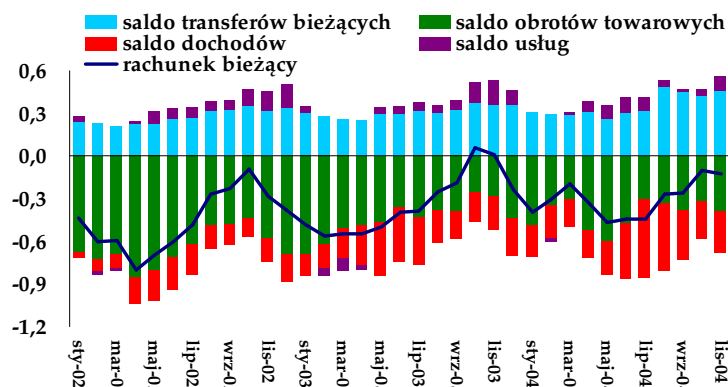
²⁰W pierwszych trzech kwartałach 2004 r. nastąpiło wyhamowanie wzrostu wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych w dużych przedsiębiorstwach (spadek o 1,3% r/r). Należy jednak pamiętać, że dane o inwestycjach rozpoczętych charakteryzują się bardzo dużą zmiennością i bezpośrednie wnioskowanie na ich podstawie o przyszłych trendach w inwestycjach może być mylące. Warto zauważyć, że niewielki spadek odnotowany w 2004 r. nastąpił po bardzo wysokim wzroście w roku poprzednim (o blisko 50% r/r) i obecnie wartość inwestycji rozpoczętych zbliżona jest do obserwowanej w latach 1998-2000, a więc w okresie szczytowego poziomu nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach. Niemniej wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych powinna być uważnie analizowana, a ewentualny brak dalszego jej wzrostu mógłby stanowić sygnał wyhamowania tendencji wzrostowych w inwestycjach przedsiębiorstw.

wyższy od 1998 r. Połowa badanych przedsiębiorstw zamierza rozpocząć *istotne*²¹ inwestycje w 2005 r., z czego 50% planuje inwestować już od początku roku. Można oczekiwać, że napływ środków z UE zwiększy popyt inwestycyjny także w pozostałych sektorach gospodarki. Dotyczy to nie tylko sektora instytucji rządowych i samorządowych w związku z realizacją inwestycji infrastrukturalnych, lecz również małych przedsiębiorstw i gospodarstw rolnych. Przynajmniej część otrzymywanych od końca ubiegłego roku dopłat bezpośrednich rolnicy przeznaczą bowiem na modernizację produkcji.

Pomimo korzystnych uwarunkowań bieżącej i przyszłej aktywności inwestycyjnej, utrzymuje się znaczna niepewność co do kształtowania się dynamiki nakładów na środki trwałe w najbliższych kwartałach. Powodem tej niepewności jest niejasna perspektywa fiskalna (rok wyborczy) i towarzysząca jej istotna niepewność dotycząca warunków gospodarowania (ryzyko kursu walutowego, koszt kredytu).

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

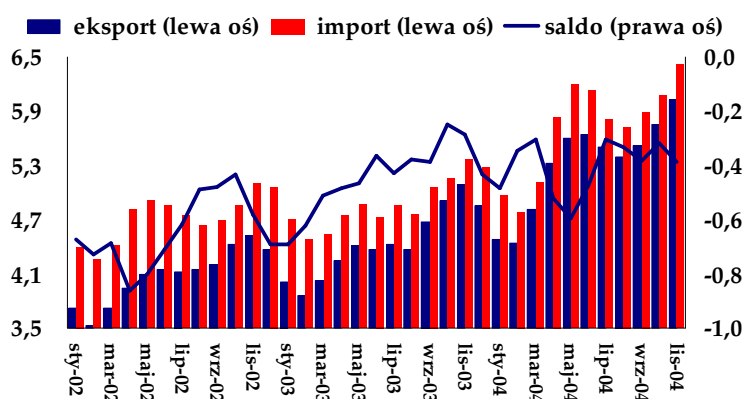
Skumulowany deficyt obrotów bieżących w okresie styczeń-listopad 2004 r. wyniósł, według wstępnych szacunków, 2,73 mld EUR, wobec 3,34 mld EUR w analogicznym okresie poprzedniego roku. Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących wynikała przede wszystkim ze wzrostu nadwyżki transferów bieżących i usług (Wykres 2.11).



Wykres 2.11: Bilans obrotów bieżących – dane miesięczne (trzymiesięczna średnia ruchoma, mld EUR)
Źródło: Dane NBP.

W okresie styczeń-listopad 2004 r. wartość eksportu towarów (w EUR) wzrosła o 21,5% (r/r), natomiast wartość importu towarów – o 19,5% r/r. W II połowie 2004 r. (lipiec-listopad) nastąpiło nieznaczne pogłębienie się deficytu obrotów towarowych w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, któremu towarzyszyło obniżenie się dynamiki zarówno eksportu (silniejsze), jak i importu. Ponadto, od sierpnia 2004 r. import rósł już szybciej niż eksport²².

²¹Zgodnie z pytaniem z badania koniunktury NBP: "Czy przedsiębiorstwo planuje rozpocząć reali-



Wykres 2.12: Polski handel zagraniczny – eksport i import towarów – dane miesięczne (trzymiesięczna średnia ruchoma, w mld EUR)
Źródło: Dane NBP.

Według danych GUS w okresie styczeń-listopad 2004 r. deficyt w polskim handlu zagranicznym zmniejszył się o 840 mln EUR do poziomu 10,7 mld EUR. Na poprawę salda w obrotach handlowych najbardziej wpłynęło zmniejszenie deficytu w wymianie z Unią Europejską.²³ Rok 2004 był szóstym z kolei, w którym następowało zmniejszanie się nierównowagi w obrotach handlowych z UE. Było to wynikiem wyższego wzrostu eksportu (22% r/r) niż importu (16% r/r). Jednocześnie wzrost polskiego eksportu do UE w roku ubiegłym był najwyższy od 2000 r.

Wysokiej dynamice eksportu do Unii Europejskiej w 2004 r. sprzyjał wzrost popytu importowego u najważniejszych partnerów handlowych Polski. W II połowie 2004 r. nastąpiło przyspieszenie importu w strefie euro, w szczególności w Niemczech. Wyraźnie poprawiło się również saldo w handlu z Rosją, gdzie obserwowano bardzo dynamiczny wzrost gospodarczy (wzrost PKB o ponad 7% r/r).

Podobnie jak w latach poprzednich największy wpływ na wzrost polskiego eksportu miały towary klasyfikowane jako maszyny i sprzęt transportowy²⁴. Na przyspieszenie dynamiki eksportu duży wpływ miał również wzrost sprzedaży wyrobów metalurgicznych, co było przede wszystkim związane z wysokim popytem na metale na rynkach światowych oraz silnym wzrostem ich cen.

Najwyższym tempem wzrostu odznaczał się jednak eksport produktów nieprzetworzonych, przede wszystkim węgla i koks (na skutek wzrostu cen na rynkach światowych)

zacień istotnych inwestycji w 2005 r.?”

²² Analizę i ocenę zjawisk występujących w ub.r. w eksporcie i imporcie w znaczący sposób utrudniają zmiany w systemie polskiej statystyki handlu zagranicznego wprowadzone po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej (Por. *Raport o Inflacji, sierpień 2004 r.*). Na obecnym etapie funkcjonowania nowego systemu do publikowanych danych należy odnosić się z ostrożnością i uważać je za wstępne, gdyż w kolejnych miesiącach ulegają one głębokim korektom.

²³ W ciągu 11 miesięcy ub.r. deficyt w wymianie z Unią Europejską obniżył się o 1,7 mld EUR.

²⁴ Analiza zmian w strukturze towarowej eksportu i importu opiera się na danych GUS obejmujących okres styczeń-wrzesień 2004 r.

Determinanty inflacji

	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*								
r/r	13,1	18,6	11,1	20,8	25,6	32,8**	13,0	bd.
kw./kw.	-1,8	9,4	5,3	6,8	2,1	15,6**	-10,4	bd.
Ceny importu / ceny krajowe producentów								
r/r	11,3	11,4	5,2	6,0	6,5	-1,1	-6,9	bd.
kw./kw.	3,0	2,5	0,4	0,0	3,5	-4,8	-5,5	bd.
REER ULC								
r/r	-15,0	-19,5	-11,9	-23,2	-23,3	-18,4	-5,3	8,7***
kw./kw.	1,0	-10,5	-6,4	-9,2	0,9	-4,7	8,7	4,1***

Tabela 2.4: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu (zmiana w proc.)

Oznaczenia:

*** – 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,

*** – dane skorygowane na podstawie bieżących publikacji GUS,

**** – wykorzystano szacunki EBC oraz NBP (ULC dla Polski na podstawie danych miesięcznych GUS),

Dla REER ULC minus oznacza deprecjację.

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

oraz artykułów rolnych. Najszybciej wzrósł eksport artykułów rolnych do UE, co było efektem wyeliminowania ceł w handlu rolnym z tym obszarem. W II połowie ub.r. znacząco zwiększył się także eksport produktów rolnych na rynki wschodnie, związany w dużej mierze z objęciem polskiego eksportu rolnego, po przystąpieniu do UE, dopłatami do eksportu do krajów trzecich.

W I połowie 2004 r. widoczna była bardzo wyraźna poprawa wskaźników konkurencyjności kosztowej polskich eksporterów, mierzonej zmianami relacji indeksu cen transakcyjnych eksportu do indeksu jednostkowych kosztów pracy, a także zmianami realnego efektywnego kursu walutowego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy. Od III kw. 2004 r. można jednak zauważyć stopniowe osłabienie tak mierzonej konkurencyjności. Wynika to z niższej dynamiki cen eksportu, związanej z aprecjacją złotego, oraz słabszego niż w I połowie 2004 r. rocznego spadku jednostkowych kosztów pracy w Polsce. Pogorszenie konkurencyjności eksporterów sygnalizują badania koniunktury NBP²⁵. Według nich w stosunku do poprzedniego kwartału wzrósł zarówno średni udział nieopłacalnego eksportu w przychodach ze sprzedaży, jak również odsetek przedsiębiorstw, które informowały o występowaniu nieopłacalnej sprzedaży eksportowej²⁶. Wzrósł także znacznie odsetek eksporterów, dla których rzeczywisty kurs złotego przekroczył podawany przez nich graniczny kurs opłacalnego eksportu (w przypadku euro odsetek ten wyniósł 32% w porównaniu z 18,3% w poprzednim

²⁵ Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2005 r., NBP

²⁶ Średni udział eksportu w przychodach ankietowanych przedsiębiorstw wynosi obecnie 39,3%. Natomiast odsetek podmiotów informujących o nieopłacalnej sprzedaży eksportowej wzrósł z 9,2% w III kw. do 18,4% w IV kw. 2004 r.

Wskaźnik ostrzegawczy	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3
Saldo obrotów bieżących/PKB*	-2,7%	-2,4%	-2,4%	-2,2%	-1,7%	-1,8%	-1,8%
Saldo płatności towarowych/PKB*	-3,7%	-3,2%	-3,1%	-2,7%	-2,4%	-2,6%	-2,6%
Inwestycje bezpośrednie/ deficyt obrotów bieżących	78,1%	52,8%	104,2%	137,0%	142,7%	79,2%	-34,7%
(Saldo obrotów bieżących + inwestycje bezpośrednie)/PKB	-0,8%	-1,2%	0,1%	0,5%	0,6%	-0,6%	-2,1%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/wpływy z eksportu towarów i usług	30,2%	36,6%	25,3%	31,0%	28,3%	27,7%	28,1%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	5,4	5,1	4,8	4,4	5,2	4,4	4,3

* w skali rocznej.

Tabela 2.5: Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

kwartale, w przypadku dolara 62,7% wobec 42% analogicznie). W ostatnim badaniu koniunktury NBP deklarowane kursy graniczne, zarówno dla dolara, jak i euro kształtowały się na niższym (zaprecjonowanym) poziomie niż w poprzednim kwartale. Należy jednak zaznaczyć, że oceny kursu granicznego opłacalności eksportu, deklarowane przez ankietowane przedsiębiorstwa, zmieniają się w czasie. W historii badania sygnalizowana graniczna dla opłacalności eksportu wartość kursu EUR/PLN (mediana odpowiedzi) kształtowała się w przedziale 3,5-4,2. Pełna ocena konkurencyjności eksportu musi jednak brać pod uwagę przede wszystkim poziom realnego kursu walutowego.

W przypadku polskiego importu największy wpływ na jego wzrost miał przywóz towarów zaopatrzeniowych, co wynikało z relatywnie wysokiej dynamiki produkcji przemysłowej i eksportu. W III kw. nastąpiło natomiast obniżenie dynamiki importu dóbr inwestycyjnych w stosunku do I połowy 2004 r. (w okresie styczeń-czerwiec 2004 r. wzrost wartości importu tych dóbr wyniósł 15% r/r, natomiast po dziewięciu miesiącach: 10%). Najniższą dynamiką odznaczał się jednak przywóz towarów konsumpcyjnych (wzrost wartości o 7% r/r). Mimo to, w tej grupie towarów istotnie zwiększył się import żywności, co było efektem eliminacji ceł na towary z UE oraz obniżenia ceł na towary z krajów trzecich po przystąpieniu Polski do UE. Czynnikiem, który może prowadzić do wzrostu importu jest – widoczne od połowy 2004 r. – pogorszenie wskaźnika konkurencyjności cenowej polskich producentów, mierzonego zmianami relacji indeksu cen transakcyjnych importu do indeksu krajowych cen producentów w przemyśle przetwórczym (Tabela 2.4). Pogorszenie tak liczonej konkurencyjności jest m.in. wynikiem aprecjacji złotego w tym okresie.

W III kw. 2004 r. nastąpiło pogorszenie struktury finansowania deficytu na rachunku obrotów bieżących. Odnotowano wówczas ujemne saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych w wysokości 266 mln EUR (wynikające z mniejszego napływu kapitału zagranicznego w postaci zakupów udziałów lub akcji przy jednoczesnym odpływie wynikającym ze spłaty kredytów udzielonych przez inwestorów zagranicznych). W efekcie deficyt na rachunku obrotów bieżących został w tym kwartale w całości sfinansowany napływem kapitału w postaci dłużnych papierów wartościowych. Natomiast w IV kw. 2004 r. nastąpiła zmiana struktury napływu kapitału, tj. wzrost inwestycji bezpośrednich w relacji do inwestycji portfelowych.

W III kwartale 2004 r. wszystkie wskaźniki ostrzegawcze wybrane dla oceny nierównowagi zewnętrznej pozostawały na bezpiecznym poziomie (Tabela 2.5).

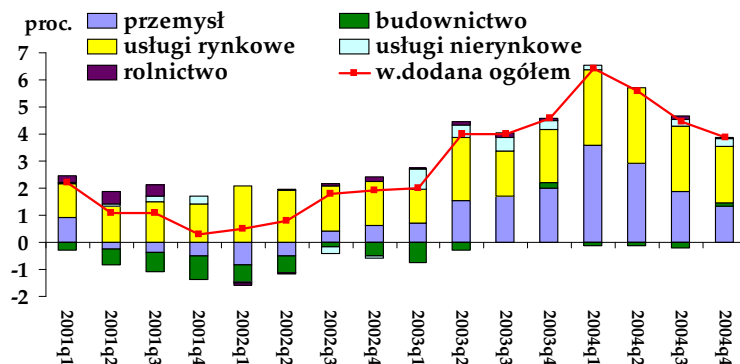
2.2 Produkcja

Na podstawie wstępnych szacunków GUS za 2004 r. można oceniać, że wartość dodana w IV kw. 2004 r. przekroczyła poziom sprzed roku o blisko 4%. W całym 2004 r. tempo wzrostu wartości dodanej wyniosło 5% r/r, jednakże w poszczególnych kwartałach stopniowo malało. O wzroście wartości dodanej w 2004 r. decydowały głównie sekcje należące do przemysłu i usług rynkowych, przy czym na kształtowanie się dynamiki wartości dodanej w poszczególnych kwartałach największy wpływ miało słabnące roczne tempo wzrostu w przemyśle (Wykres 2.13).

W IV kw. 2004 r. oraz w styczniu 2005 r. znacząco zmniejszyła się dynamika wzrostu produkcji przemysłowej. Sytuacja ta dotyczyła szczególnie tych działów przetwórstwa, które odnotowały silne wzrosty produkcji w I połowie 2004 r. wskutek znacznych nakładów inwestycyjnych poczynionych w latach poprzednich (przemysł motoryzacyjny, produkcja wyrobów z metali, maszyn i urządzeń, maszyn i aparatury elektrycznej, wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych, przemysł meblarski). Można przypuszczać, że jedną z głównych przyczyn wyhamowania tendencji wzrostowych w wymienionych działach jest osiągnięcie wysokiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, sygnalizowane przez badania koniunktury GUS.

W niektórych działach istotną rolę odegrały również czynniki popytowe, zarówno o charakterze krajowym (wygaśnięcie boomu przedakcesyjnego m.in. w sprzedaży materiałów budowlanych), jak i zewnętrznym (wstrzymanie eksportu niektórych towarów przetwórstwa spożywczego do Rosji).

Wobec pogorszenia się ocen koniunktury formułowanych przez przedsiębiorstwa (objęte badaniami koniunktury przez GUS) można oczekiwać, że niska dynamika produkcji przemysłowej (m/m) utrzyma się w ciągu najbliższych miesięcy. Jednak efekt bazy



Wykres 2.13: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto
Źródło: Dane GUS

doprowadzi do dalszego obniżenia rocznych dynamik, szczególnie w miesiącach odpowiadających okresowi zeszłorocznego boomu przedakcesyjnego. Ponownego przyspieszenia dynamiki (m/m) produkcji przemysłowej można spodziewać się wraz z ujawnieniem się efektów nakładów inwestycyjnych, m.in. rozpoczętych przez przedsiębiorstwa w okresie poprawy koniunktury. Z badań przedsiębiorstw prowadzonych w NBP wynika, iż niezależnie od ogólnego klimatu koniunktury w całym sektorze przedsiębiorstw, inwestorami zazwyczaj były te firmy, które pozytywnie oceniały sytuację gospodarczą i perspektywy rozwoju.

Wyrównane sezonowo (procent)	2002q4	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3
Wartość dodana ogółem	0,7	0,8	1,2	1,3	1,3	1,6	1,3	0,9
Przemysł	0,5	0,4	3,1	2,6	3,5	3,8	1	-0,4
Budownictwo	-2,5	-0,8	1	0,1	-0,2	-3	-0,9	-1,8
Usługi rynkowe	0,9	0,9	0,8	1	1,1	1,2	1,5	1,1

Tabela 2.6: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. - wyrównane sezonowo

Źródło: Dane GUS

Wstępne szacunki GUS wskazują na kontynuację tendencji wzrostowych w usługach rynkowych w IV kw. 2004 r., aczkolwiek w tempie nieco niższym od obserwowanego w I półroczu. Silnemu obniżeniu uległa dynamika sprzedaży detalicznej w IV kw. Warto jednak zaznaczyć, że było to wynikiem załamania sprzedaży nowych samochodów osobowych wskutek rekordowego napływu używanych samochodów z importu. Wysoka dynamika obrotów utrzymała się natomiast w pozostałych działach handlu detalicznego. Podobnie jak w przypadku przemysłu, niekorzystny wpływ na roczną dynamikę sprzedaży detalicznej w najbliższym okresie będzie miał jej wysoki poziom w miesiącach poprzedzających ubiegłoroczną akcesję. Korzystne sygnały z badań koniunktury wskazują jednak na możliwość dalszego ożywienia w tej sekcji.

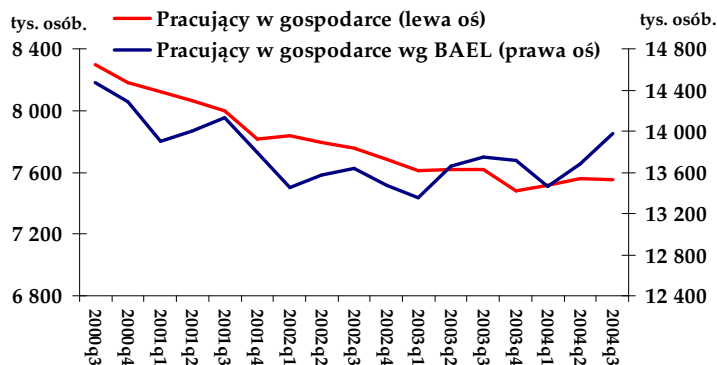
Wśród pozostałych sekcji usług rynkowych zwraca uwagę spowolnienie wzrostu w handlu hurtowym oraz silny spadek sprzedaży usług transportu. O utrzymaniu się stosunkowo wysokiego tempa wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych decydują więc pozostałe sekcje, przy czym szczególnie korzystnie kształtuje się sprzedaż usług łączności.

W IV kw. 2004 r. rozpoczęło się długo oczekiwane ożywienie w budownictwie, wynikające z wyhamowania spadku robót o charakterze inwestycyjnym oraz dalszego przyspieszenia robót o charakterze remontowym. Wobec bardzo optymistycznych sygnałów płynących z badań koniunktury GUS, w najbliższym okresie można spodziewać się wzmocnienia tendencji wzrostowych w budownictwie. Ożywieniu w branży sprzyjać będą inwestycje infrastrukturalne realizowane w ramach projektów współfinansowanych przez UE oraz korzystnie kształtująca się koniunktura w budownictwie mieszkaniowym.

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W III kw. 2004 r. ponownie zaczęła wyraźnie wzrastać liczba pracujących według danych BAEL²⁷. Liczba pracujących była wówczas o 230 tys. osób (1,7%) wyższa niż przed rokiem (Wykres 2.14). Przyrost ten w przeważającej części wynikał ze wzrostu pracujących na umowę na czas określony, co jest zgodne z tendencją obserwowaną w poprzednich kwartałach. Liczba pracujących na umowę na czas określony dynamicznie rośnie, natomiast spada liczba pracujących na umowę na czas nieokreślony. Według danych BAEL, poprawa na rynku pracy nastąpiła we wszystkich podstawowych sektorach gospodarki, lecz w największym stopniu w sektorze prywatnym poza rolnictwem (Tabela 2.7).



Wykres 2.14: Pracujący według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób

Źródło: Dane GUS.

Natomiast według danych ze sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób liczba pracujących w gospodarce była w III kw. 2004 r. o 60 tys. niższa niż przed rokiem (Wykres 2.14)²⁸. Zatrudnienie rosło w handlu i naprawach (2,1% r/r) oraz w pośrednictwie finansowym (4,1% r/r). Wzrosła także, choć nieznacznie, liczba pracujących w przetwórstwie przemysłowym (0,7%). Istotnie natomiast obniżyło się zatrudnienie w budownictwie (spadek o 8,2% r/r) oraz w ochronie zdrowia i opiece społecznej (spadek o 3,8% r/r).

Na przełomie roku w ubiegłych pięciu latach następowało zmniejszenie zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. W grudniu 2004 r. odnotowano mniejszy niż w poprzednich latach miesięczny spadek zatrudnienia, co oznacza niewielki wzrost w skali rocznej (0,2% r/r). W styczniu 2005 r. odnotowano natomiast znaczący miesięczny wzrost

²⁷Definicja pracujących wg BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności) – patrz: Kwartalna Informacja o Rynku Pracy, GUS.

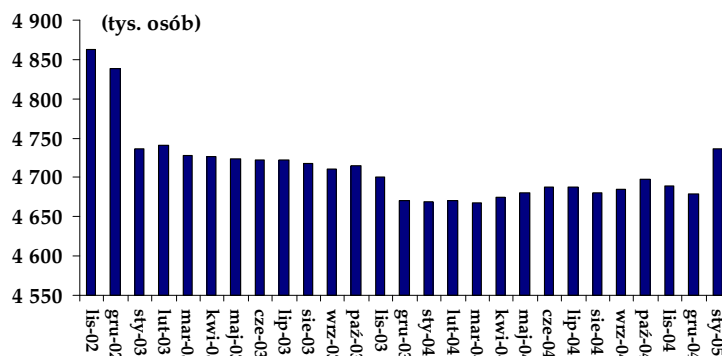
²⁸Definicja pracujących według sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób – patrz: Biuletyn Statystyczny, GUS.

	Liczba pracujących w 2004q3	Wzrost w 2004q2 (r/r)	Wzrost w 2004q3 (r/r)
Ogółem	13 974	0,2%	1,7%
Miejsce zamieszkania			
miasto	7 648	-0,5%	0,8%
wieś	6 326	1,3%	2,2%
Sektor ekonomiczny			
rolniczy	2 685	-3,1%	1,0%
przemysłowy	4 053	1,9%	1,4%
usługowy	7 236	1,3%	2,1%
Sektor własności			
publiczny	4 128	-4,5%	-4,5%
prywatny (bez indywidualnych gospodarstw roln)	7 331	3,9%	5,7%
prywatny (indywidualne gospodarstwa rolne)	2 515	-1,9%	1,2%
Status zatrudnienia			
pracownicy najemni	10 090	0,7%	1,8%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	3 044	-2,2%	0,9%
pomagający członkowie rodzin	841	1,0%	2,1%
Rodzaj umowy o pracę			
praca na umowę na czas nieokreślony	7 693	-3,7%	-2,4%
praca na umowę na czas określony	2 397	20,1%	18,7%

Tabela 2.7: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

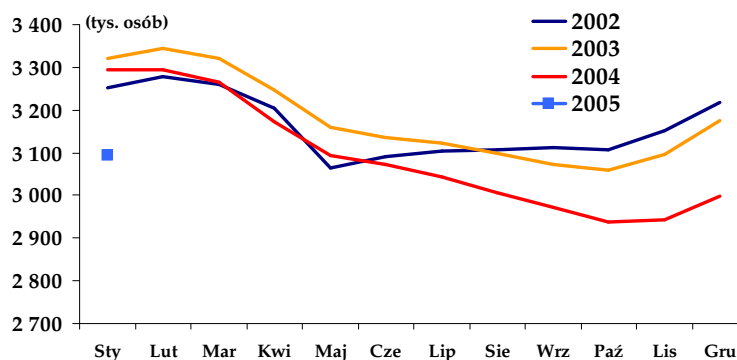
zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Zatrudnienie zwiększyło się o 1,4% m/m (Wykres 2.15), co oznacza wzrost zatrudnienia w skali rocznej (1,2% r/r). Do pozytywnych danych dotyczących zatrudnienia w styczniu 2005 r. należy jednak podchodzić z ostrożnością, bowiem zawsze na początku roku (tak było i tym razem) zmienia się próba badanych przez GUS przedsiębiorstw, co może wpływać na dane dotyczące wielkości zatrudnienia.



Wykres 2.15: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.

Zarówno dane z urzędów pracy jak i dane BAEL wskazują, że bezrobocie jest istotnie niższe niż rok wcześniej. Wprawdzie liczba zarejestrowanych bezrobotnych oraz stopa bezrobocia zwiększyła się sezonowo pod koniec 2004 r. i na początku bieżącego roku, ale w całym roku obniżyła się znacznie. Pod koniec 2004 r. zarejestrowanych bezrobotnych było o 176 tys. mniej niż rok wcześniej (Wykres 2.16), a stopa bezrobocia była niższa o 0,9 punktu procentowego wobec roku poprzedniego. Według danych BAEL liczba bezrobotnych w III kwartale 2004 r. była o 194 tys. osób niższa niż rok



Wykres 2.16: Bezrobocie rejestrowane wg danych z urzędów pracy (w tys. osób)
 Źródło: Dane GUS.

wcześniej. W styczniu br. stopa rejestrowanego bezrobocia wyniosła 19,5%.

Badania koniunktury NBP wskazują, że perspektywy zatrudnienia w przedsiębiorstwach w I kwartale 2005 r. są lepsze niż w latach poprzednich (w analogicznym okresie), choć nieco gorsze niż w poprzednich dwóch kwartałach. Co prawda, nadal więcej przedsiębiorstw chce zredukować zatrudnienie (19,3%) niż je zwiększać (7,7%), ale też więcej chce je utrzymać na niezmiennym poziomie (73,0%)²⁹.

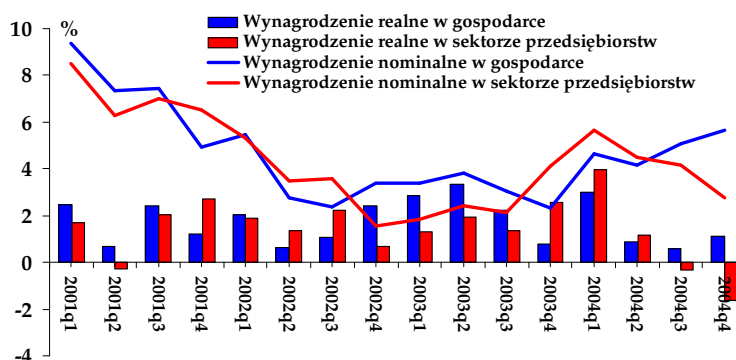
Podsumowując można stwierdzić, że dane, które ukazały się od ostatniego *Raportu o inflacji* sygnalizują stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy. Liczba bezrobotnych jest istotnie niższa niż rok wcześniej. Zaobserwowano wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Sprzeczne są natomiast sygnały dotyczące pracujących w gospodarce, bowiem według danych BAEL liczba pracujących rośnie (r/r), a według sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób – spada (r/r).

2.3.2 Płace i wydajność

W IV kw. 2004 r. przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw rosło wolniej niż w poprzednich kwartałach 2004 r. Przeciętne wynagrodzenie wzrosło wówczas nominalnie o 2,7% r/r (realnie spadło o 1,5% r/r) (Wykres 2.17). Niski roczny wzrost wynagrodzeń utrzymał się również w styczniu 2005 r. Spadek realnych płac w sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się od września 2004 r. Presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw jest nadal ograniczana przez trudną sytuację na rynku pracy, w tym wysokie bezrobocie. Według ostatnich badań koniunktury NBP, blisko 60% ankietowanych przedsiębiorstw nie odnotowało nacisków płacowych, a odsetek tych, w których

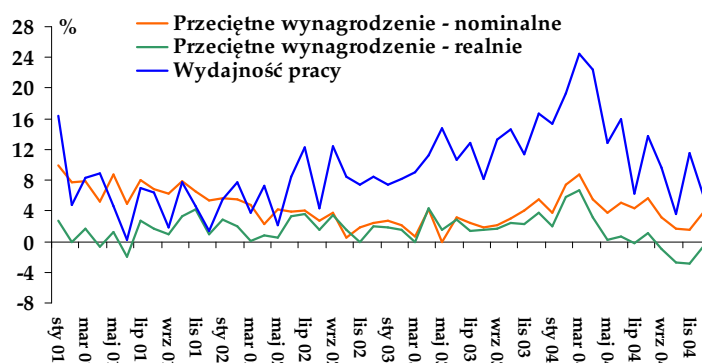
²⁹Pozytywne perspektywy zatrudnienia w bieżącym kwartale sygnalizowane są przez badania *Hudson Job Index* dotyczące przewidywanych zachowań przedsiębiorców odnośnie do zatrudnienia. Wśród badanych firm 37% deklaruje w bieżącym kwartale wzrost zatrudnienia pracowników etatowych, 7% jego spadek, a 54% utrzymanie go bez zmian. Firma Hudson Global Resources bada perspektywy rynku pracy na podstawie badań próby 200 małych, średnich i dużych, polskich i międzynarodowych firm. Metodą doboru próby jest losowy wybór z bazy klientów i firm zaprzyjaźnionych z Hudson Global Resources.

naciski się nasiliły zmniejszył się od ostatniego badania. Ponadto badania koniunktury NBP wskazują, że – zgodnie z pytaniem zawartym w ankiecie – w najbliższym kwartale 28% firm planuje podwyżki płac (13% w poprzednim kwartale). Podwyżkami miałyby być objęte ok. 40% pracowników ankietowanych firm, jednak skala tych podwyżek będzie raczej umiarkowana (średnio o ok. 5%)³⁰.



Wykres 2.17: Rocznе tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



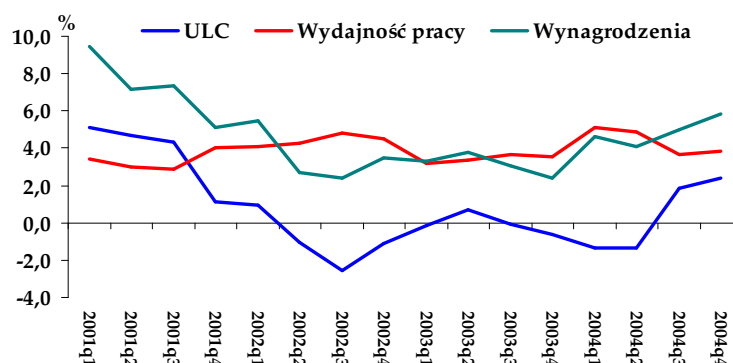
Wykres 2.18: Rocznе tempo wzrostu wydajności pracy i wynagrodzeń w przemyśle

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Odmienne wygląda sytuacja w całej gospodarce. W IV kw. 2004 r. przeciętne wynagrodzenie w całej gospodarce rosło szybciej niż w poprzednich kwartałach oraz szybciej niż w sektorze przedsiębiorstw - nominalny wzrost o 5,6% r/r (realnie 1,1% r/r) wobec 5,1% r/r w III kw. 2004 r. (realnie 0,7% r/r) (Wykres 2.17). Wyższa – niż w sektorze przedsiębiorstw – dynamika płac w całej gospodarce wynikała prawdopodobnie z wyższego tempa wzrostu wynagrodzeń w sekcji edukacja i usługi finansowe.

Od kilku lat wzrost wydajności pracy w przemyśle jest szybszy od wzrostu płac w tym sektorze (Wykres 2.18). W gospodarce natomiast w ostatnich dwóch kwartałach 2004 r. dynamika nominalnych wynagrodzeń była wyższa od dynamiki wydajności, czego

³⁰Patrz też: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2005 r.*, NBP



Wykres 2.19: Roczne tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy (ULC), wydajności pracy oraz przeciętnych wynagrodzeń w gospodarce - wyrównane sezonowo

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP; IV kw. 2004 r. - szacunki NBP.

Uwaga: Wydajność pracy: PKB (w cenach stałych) na osobę pracującą wg BAEL; jednostkowe koszty pracy (ULC): nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce wg BAEL) do PKB (w cenach stałych).

efektem był wzrost (r/r) jednostkowych kosztów pracy (jednostkowe koszty pracy rosły w tempie ok. 1,9-2,4% r/r w III i IV kw. 2004 r.) (Wykres 2.19)³¹. W rezultacie dezinflacyjne oddziaływanie jednostkowych kosztów pracy słabnie.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W IV kw. 2004 r. zaobserwowano dalszy wzrost cen na międzynarodowych rynkach surowcowych. Wzrost ten był się jednak wolniejszy w porównaniu z poprzednimi kwartałami ub.r. (Tabela 2.8). Do osłabienia się wzrostowej tendencji, obserwowanej od początku 2004 r., przyczyniło się obniżenie cen żywności oraz niższy wzrost cen metali³². Niemniej, w ciągu 2004 r. ceny surowców wzrosły o ponad 30%³³ (tzn. przeszło dwukrotnie silniej w porównaniu z 2003 r.), do czego przede wszystkim przyczyniły się wzrosty cen metali oraz paliw, tj. tych surowców, na które popyt wzrósł w ub.r. najsilniej.

Wzrostowa tendencja na rynkach ropy naftowej utrzymała się do końca października 2004 r. (Wykres 2.20), kiedy ceny osiągnęły swoje historyczne maksimum. Wysoka produkcja krajów OPEC oraz przywrócenie wielkości dostaw ropy z rejonu Zatoki

³¹Jednostkowe koszty pracy (ULC): nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce wg BAEL) do PKB (w cenach stałych).

³²Na obniżenie się tempa wzrostu cen metali wpłynęła przede wszystkim niższa dynamika PKB w USA w III kwartale 2004 r. oraz oczekiwane – po podwyższeniu stóp procentowych – spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach.

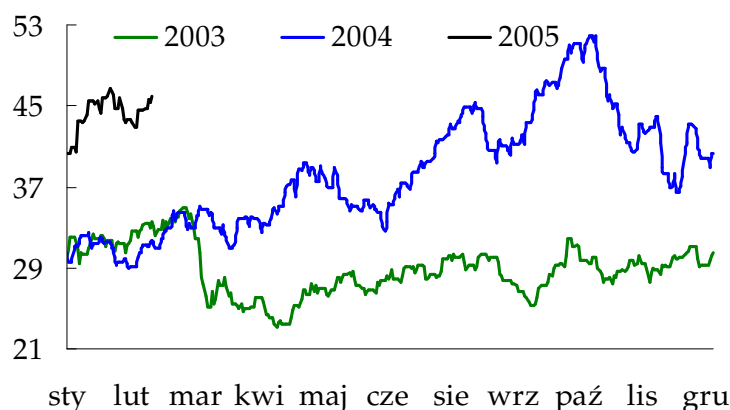
³³W USD, dane HWWA.

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4
Ogółem	13,1	36,2	38,2	35,1	12,1	8,7	6,7	3,8
Surowce nieenergetyczne	25,4	25,5	20,5	11,8	13,4	0,5	-3,9	2,0
żywność	18,4	25,3	9,0	-5,0	13,4	3,7	-16,0	-3,7
surowce przemysłowe	29,1	25,6	25,8	19,5	13,4	-1,0	2,1	4,3
pochodzenia rolnego	17,3	11,0	10,2	1,6	3,2	-0,4	-1,2	-0,1
metale nieżelazne	39,8	41,4	37,4	29,7	18,3	-0,1	3,1	6,2
Surowce energetyczne	7,6	42,0	47,2	47,3	11,5	13,1	11,7	4,5
ropa naftowa	3,0	35,2	42,2	46,2	9,0	11,4	13,3	6,2

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

Źródło: HWWA – Hamburg Institute of International Economics.

Meksykańskiej³⁴ przyczyniły się do wzrostu poziomu zapasów surowej ropy i jej produktów. W efekcie od początku listopada do połowy grudnia 2004 r. ceny ropy obniżyły się o 15 USD/b. Jednak dalszy spadek cen ropy powstrzymała decyzja OPEC o zmniejszeniu od początku 2005 r. produkcji do poziomu oficjalnych limitów.



Wykres 2.20: Ceny ropy naftowej Brent w latach 2003-2004 (USD)

Źródło: Dane Bloomberg.

Wysoki popyt w całym 2004 r.³⁵ sprawił, że zapasy ropy wciąż utrzymują się na relatywnie niskim poziomie. Powoduje to dużą zmienność cen, a wszelkie zakłócenia w produkcji i dostawach wpływają na ich znaczący wzrost³⁶. Wzrost cen w styczniu br. sprawił, że OPEC podczas kolejnej konferencji ministerialnej (30.01.2005 r.) pozostawił bez zmian poziom deklarowanej produkcji.

Notowania rynków terminowych oraz oceny zewnętrznych ośrodków badawczych wska-

³⁴Po ich wcześniejszym zmniejszeniu spowodowanym przez jesienne huragany.

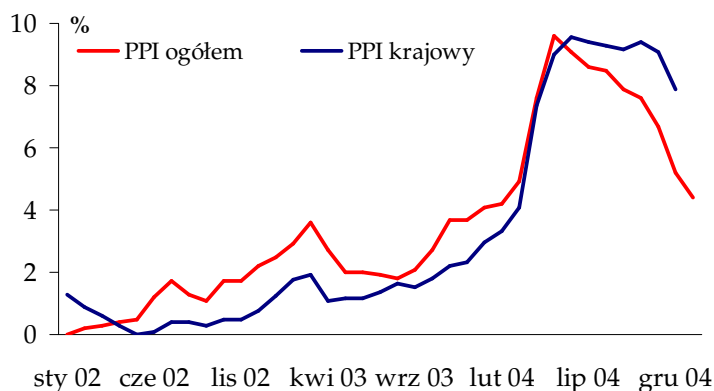
³⁵Według Międzynarodowej Agencji Energetyki (MAE) w 2004 r. popyt na ropę naftową zwiększył się o 2,68 mln b/d, co było najwyższym wzrostem od 1976 r. (*Oil Market Report*, International Energy Agency, 10 lutego 2005 r.)

³⁶Tak stało się również w połowie stycznia 2005 r., kiedy instalacje naftowe Iraku ponownie stały się celem ataków sabotażowych w związku ze zbliżającymi się w tym kraju wyborami

zują, że ceny ropy nadal będą utrzymywać się na relatywnie wysokim poziomie, przy czym powinien dominować trend ich stopniowego spadku. Można się spodziewać, że średnia cena ropy naftowej w 2005 r. przekroczy 40 USD/b, a więc będzie wyższa niż średnio w roku poprzednim. Oczekuje się również, że największą rolę w kształtowaniu się cen ropy w br. odegrają czynniki popytowe. Wzrost popytu w 2005 r. będzie jednak prawdopodobnie niższy niż w roku ubiegłym³⁷.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (mierzony indeksem PPI) w analizowanym okresie obniżał się i w styczniu 2005 r. wyniósł 4,4% r/r (Wykres 2.21). Ze względu na nieoczekiwane wzrosty cen surowców (ropy naftowej i miedzi) w II połowie ub.r. spadek dynamiki cen był nieco wolniejszy od oczekiwań.



Wykres 2.21: Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI) oraz cen producentów na rynku krajowym

Źródło: GUS, Eurostat.

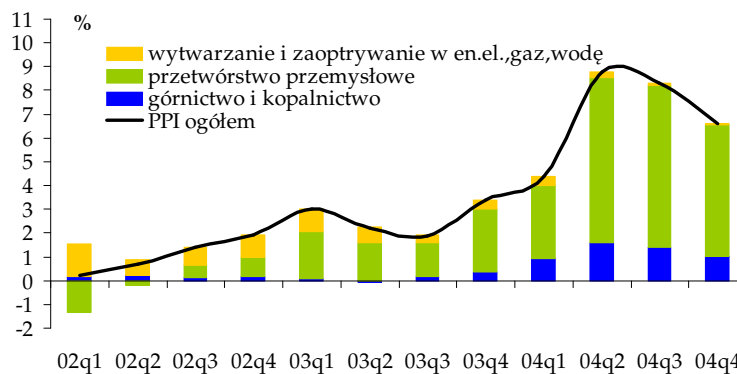
Ceny producentów wzrosły przede wszystkim w pierwszej połowie 2004 r. (o 6,3% w okresie styczeń-czerwiec ub.r.), podczas gdy w drugiej połowie ub. r. zanotowano ich spadek (o 0,5%).

Największy wpływ na kształtowanie się rocznej dynamiki PPI w 2004 r. miały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym – głównie ze względu na jego wagę we wskaźniku ogółem³⁸. Istotny wpływ na poziom wskaźnika PPI miała również sekcja górnictwo i kopalnictwo (Wykres 2.22).

³⁷Oceny tego wzrostu są jednak dość zróżnicowane, co odzwierciedla niepewność dotyczącą tempa wzrostu w gospodarce światowej. W raportach opublikowanych w lutym 2005 r. Departament Energii USA przewiduje, że popyt na ropę w 2005 r. wzrośnie o 2,0 mln b/d, z kolei OPEC szacuje, że zwiększy się on o 1,73 mln b/d, natomiast Międzynarodowa Agencja Energetyki ocenia, że zapotrzebowanie na ropę wzrośnie o 1,52 mln b/d. W porównaniu ze styczniem br. swoje prognozy popytu na ropę zweryfikowały w górę zarówno OPEC, jak i MAE.

³⁸W grudniu ub.r. tempo wzrostu cen w tej sekcji kształtowane było przede wszystkim przez dynamikę cen w działach *produkcja koksu i rafinacji ropy naftowej*, gdzie ceny wzrosły o ponad 38,6% r/r oraz *produkcja metali* (wzrost o ponad 26,9% r/r). Ze względu na duży udział branży spożywczej w produkcji

Zaobserwowany spadek wskaźnika PPI wynikał głównie z obniżenia tempa wzrostu cen uzyskiwanych w eksporcie, co było związane z umocnieniem się kursu złotego. Natomiast dynamika cen krajowych produkcji sprzedanej przemysłu nadal utrzymuje się na wysokim poziomie i od czerwca ub.r. przewyższa dynamikę PPI ogółem (Wykres 2.21). Wynika to głównie z wysokiego tempa wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym. Niemniej, w grudniu 2004 r. nastąpił znaczący spadek dynamiki cen krajowych (do 7,9% r/r z 9,1% r/r w listopadzie ub. r.). Do tego spadku przyczyniło się przede wszystkim obniżenie dynamiki cen w przemyśle spożywczym (z 10,8% r/r w listopadzie 2004 r. do 9,4% r/r w grudniu 2004 r.), produkcji pojazdów mechanicznych (z 13,5% do 11,3% r/r), produkcji koksu i rafinacji ropy naftowej (z 49,3% r/r do 39,2% r/r) oraz produkcji wyrobów chemicznych (z 7,4% r/r do 6,7% r/r). Natomiast w działach przemysłu w niewielkim stopniu uzależnionych od cen surowców oraz w działach nastawionych na produkcję eksportową w grudniu 2004 r. zanotowano w ujęciu r/r deflację cen producentów³⁹.



Wykres 2.22: Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej w sekcjach przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna)

Źródło: Dane GUS.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe⁴⁰

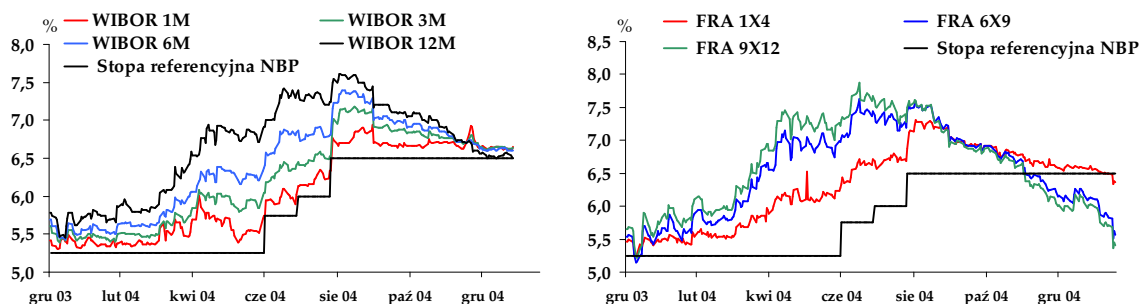
W analizowanym okresie Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła głównych stóp procentowych NBP, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 6,5%. Było to zgodne

przemysłowej istotny był również wzrost cen w dziale *produkcja artykułów spożywczych* (o 7,2% w grudniu ub.r.)

³⁹Np.: produkcja sprzętu RTV spadek cen o 9,9% r/r, pozostałego sprzętu transportowego – o 3,5% r/r, instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych – o 3,3% r/r, wyrobów tytoniowych – o 1,8% r/r.

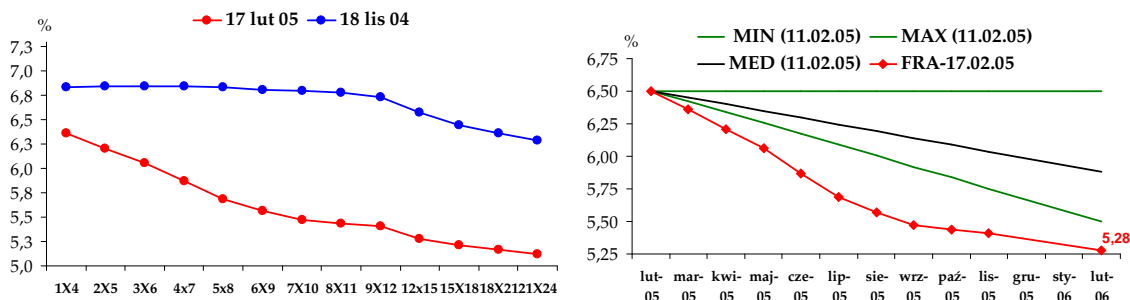
⁴⁰Przedstawione w tym rozdziale dane obejmują okres od 18 listopada 2004 r. do 18 lutego 2005 r.

z oczekiwaniami analityków oraz z oczekiwaniami rynku wyliczanyymi ze stawek kontraktów terminowych na stopę procentową (FRA)⁴¹. Ponieważ decyzje RPP nie były zaskakujące, nie prowadziły one do istotnych zmian oprocentowania stawek instrumentów rynku pieniężnego.



Wykres 2.23: Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie depozytów międzybankowych (lewy panel) oraz stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.



Wykres 2.24: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA oraz ankiety Reutersa z dnia 11 lutego 2005 r. (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

Do końca stycznia 2005 r. utrzymywała się (obserwowana od września ub.r.) tendencja spadkowa oprocentowania depozytów międzybankowych oraz stawek kontraktów terminowych na krótkoterminową stopę procentową (Wykres 2.23). Wynikało to z wygaśnięcia oczekiwań rynku na podwyżki oraz pojawienia się oczekiwań na obniżki stóp procentowych NBP w 2005 r. W istotnym stopniu przyczyniła się do tego utrzymująca się aprecjacja złotego, która została wymieniona przez RPP jako czynnik oddziałujący w kierunku obniżenia inflacji. Ponadto, opublikowane wskaźniki makroekonomiczne wskazujące na ustępowanie presji na wzrost cen w gospodarce (niska dynamika płac, malejąca dynamika produkcji przemysłowej) wzmocniły oczekiwania rynku co

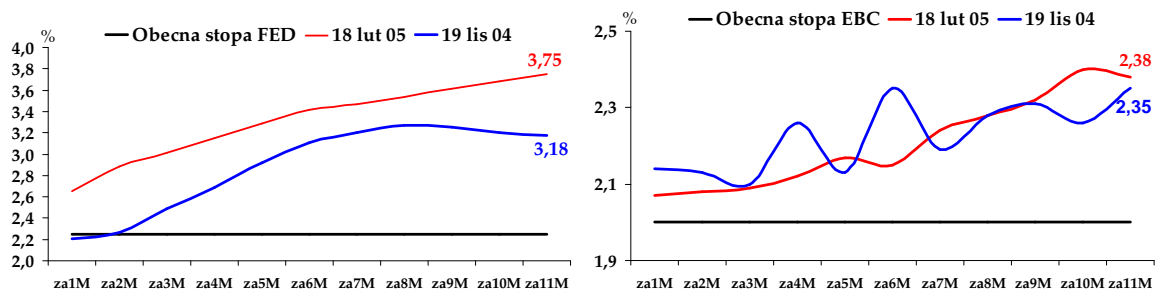
⁴¹Stopy procentowe odczytywane z krzywych kontraktów terminowych odzwierciedlają jednak nie tylko oczekiwania uczestników rynku co do wysokości nominalnych stóp procentowych, lecz również wymaganą kompensatę z tytułu ponoszonego przez inwestorów ryzyka. Premia za ryzyko rośnie wraz z wydłużającym się horyzontem czasowym, ponieważ inwestycjom dotyczącym przyszłości towarzyszy odpowiednio większa niepewność.

do zmiany kierunku w polityce pieniężnej. Największa obniżka stawek kontraktów FRA miała miejsce po publikacji styczniowego wskaźnika inflacji, istotnie niższego od oczekiwań analityków.

W rezultacie, podstawową zmianą w stosunku do listopadowego *Raportu* było całkowite wygaśnięcie oczekiwań rynku na podwyżki oraz stopniowe nasilenie oczekiwań na obniżki stóp w 2005 r. W końcu analizowanego okresu w stawkach kontraktów FRA były wyceniane redukcje stóp, łącznie o ok. 100 punktów bazowych w br. (Wykres 2.24, lewy panel). Pierwsza obniżka o 0,25 pkt. proc. była oczekiwana w kwietniu, natomiast druga w maju lub czerwcu 2005 r. Wzmocnieniu oczekiwań na redukcję stóp procentowych towarzyszyła jednak duża niepewność analityków rynkowych co do ich skumulowanej wielkości w 2005 r. Mediana oczekiwań – na podstawie ankiet Reutersa – kształtowała się powyżej krzywej terminowej FRA (Wykres 2.24, prawy panel).

Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, na grudniowym posiedzeniu *Komitet Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej USA (FOMC)* podniósł stopy procentowe o kolejne 25 punktów bazowych do poziomu 2,5%. Od rozpoczętego w czerwcu 2004 r. cyklu zaciężania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, stopa Fedu wzrosła łącznie o 150 punktów bazowych. W komunikacie z ostatniego posiedzenia (z dnia 1-2 lutego 2005 r.) FOMC dał do zrozumienia, że obecny poziom stóp procentowych jest nadal za niski, aby ograniczyć inflację. W rezultacie, kolejna 25-punktowa podwyżka jest oczekiwana już na następnym, marcowym posiedzeniu *Komitetu*.



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

Źródło: Bloomberg.

Ponadto, w styczniowej ankiecie Reutersa większość respondentów oczekuje podwyższenia poziomu stopy Fedu łącznie o 50 punktów bazowych w I kw. br. (do poziomu 2,75%), kolejnej 25-punktowej podwyżki w II kw. (do 3%) oraz wzrostu stóp do 3,5% na koniec grudnia 2005 r. Mediana oczekiwań z ankiet Reutersa jest bliska poziomom odczytywanym z kontraktów futures na stopę Fedu, które również wyceniają łączną podwyżkę stóp o 100-125 punktów bazowych do końca 2005 r. (Wykres 2.25).

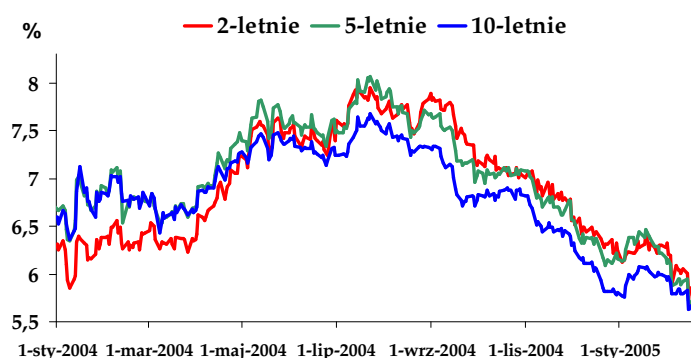
Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi w analizowanym okresie Europejski Bank Cen-

tralny (EBC) pozostawił stopy procentowe na niezmiennym, historycznie niskim poziomie 2,0%. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli EBC wskazują, iż ryzyko wzrostu inflacji w krótkim okresie uległo zmniejszeniu dzięki obniżkom cen ropy pod koniec 2004 r., jak również w wyniku braku sygnałów, które mogłyby wskazywać na wystąpienie popytowej presji inflacyjnej w krajach strefy euro.

W ankiecie Reutersa (z 18 lutego 2005 r.) większość respondentów oczekuje utrzymania dotychczasowego poziomu stóp EBC przez kolejne trzy kwartały br. Oczekiwana przez analityków podwyżka w IV kw. br. wynosi 25 punktów bazowych. Znajduje to także odzwierciedlenie w oczekiwaniach rynku mierzonych na podstawie kontraktów na stopę procentową (kontrakty EONIA Swaps - overnight index swaps), które wyceniają łączną podwyżkę do końca 2005 r. w wysokości 25-50 punktów bazowych (Wykres 2.25).

Długoterminowe stopy procentowe⁴²

Głównymi czynnikami wpływającymi na rozwój sytuacji na rynku obligacji w analizowanym okresie były zmieniająca się ocena zagrożeń inflacyjnych i związane z tym oczekiwania co do przyszłego poziomu stóp NBP oraz spadek premii za ryzyko, wynikający w dużej mierze z korzystnych informacji dotyczących bieżącej sytuacji fiskalnej.

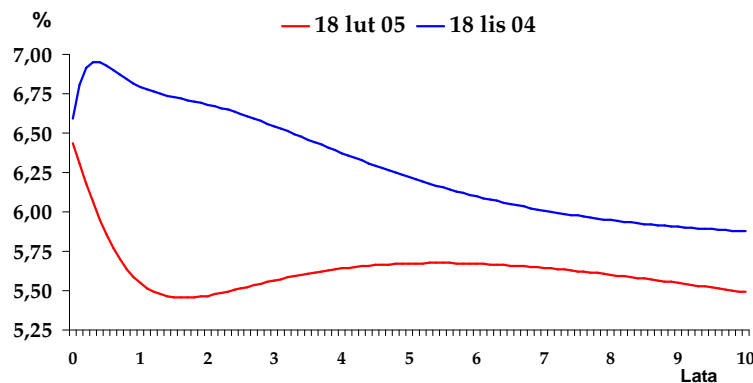


Wykres 2.26: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych

Źródło: Dane NBP.

Zmiana oczekiwań rynku dotyczących kierunku polityki pieniężnej NBP w przyszłości utrwaliła się po publikacji listopadowej projekcji inflacji, która była niższa od projekcji przedstawionej w Raporcie sierpniowym. Na spadek rentowności na rynku obligacji duży wpływ miały również dane o niższej od planowanej realizacji budżetu w 2004 r. oraz założone obniżenie deficytu w 2005 r. i związana z tym planowana redukcja podaży papierów skarbowych. Ponadto umocnienie złotego oraz słabsze dane o wzroście gospodarczym zmniejszały obawy inflacyjne uczestników rynku. Powyższe czynniki skutkowały rosnącym zainteresowaniem obligacjami skarbowymi we wszystkich segmentach krzywej dochodowości, zwłaszcza dla papierów o średnim i długim okresie do wykupu. W rezultacie do końca 2004 r. utrzymywał się obserwowany od sierpnia ub.r. silny spadkowy trend rentowności (Wykres 2.26). Wyhamowanie tego trendu w

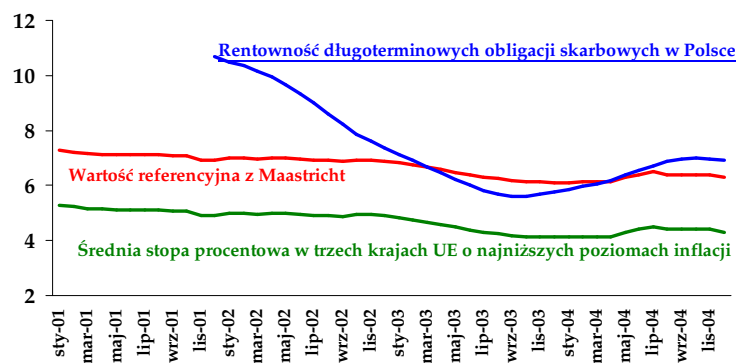
⁴²Przedstawione w tym rozdziale dane obejmują okres od 18 listopada 2004 r. do 18 lutego 2005 r.



Wykres 2.27: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów Forward

Źródło: Bloomberg.

styczniu 2005 r. było krótkookresowe i wynikało z korekty na rynku, która była spowodowana m. in. osłabieniem kursu złotego oraz tym, że wzrost cen obligacji pod koniec 2004 r. był częściowo wynikiem spekulacji na płytkim rynku. Szczególne znaczenie dla kontynuacji spadkowego trendu rentowności obligacji miała publikacja danych GUS dotyczących inflacji w styczniu 2005 r. Wartość 4,0% była znacznie poniżej oczekiwań analityków rynkowych, którzy po publikacji danych zrewidowali swoje oczekiwania na krótkoterminowe stopy procentowe w przyszłości. Na koniec badanego okresu wskaźnik konwergencji, liczony jako różnica pomiędzy rentownością 10-letnich obligacji w Polsce i strefie euro, spadł do poziomu 206 punktów bazowych, tj. najniższego od października 2003 r.



Wykres 2.28: Średnia rentowność (12-miesięczna średnia ruchoma) długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium z Maastricht

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat

Spadkowi rentowności obligacji w analizowanym okresie towarzyszyło znaczące obniżenie krzywej 3-miesięcznych stóp terminowych zarówno w krótkim, jak i długim horyzoncie czasowym (Wykres 2.27). Zmiany cen polskich obligacji znajdują również odzwierciedlenie w obniżeniu od listopada ub. r. średniorocznej rentowności długoterminowych papierów skarbowych. Jej poziom nadal jednak przewyższa wartość re-

ferencyjną dla kryterium stóp procentowych (Wykres 2.28), którego spełnienie jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro⁴³.

W analizowanym okresie utrzymywało się duże zainteresowanie polskim rynkiem obligacji za strony inwestorów zagranicznych. Do końca 2004 r. obserwowany był wzrost zaangażowania nierezydentów na tym rynku (do poziomu 62,1 mld zł na koniec ub. r.). W całym 2004 r. wzrost ten wyniósł ok. 50% (tj. 21,7 mld zł), osiągając maksymalny poziom w grudniu. Kapitał zagraniczny był lokowany przede wszystkim w obligacjach o średnich i długich terminach zapadalności. W okresie od początku roku do 20 stycznia zaangażowanie nierezydentów spadało, co miało związek z trwającą na rynku obligacji korektą. Pod koniec badanego okresu (18 lutego) zaangażowanie nierezydentów powróciło do poziomów notowanych na początku br.

2.5.2 Kurs walutowy

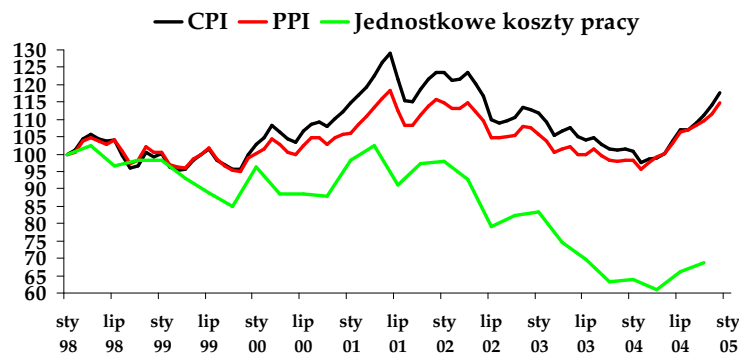
W analizowanym okresie utrzymywała się obserwowana od I kw. 2004 r. tendencja do aprecjacji polskiej waluty. W całym 2004 r. realny efektywny kurs złotego (deflowany indeksem cen konsumenta – REER CPI) umocnił się o 16,2%, osiągając poziom z połowy 2002 r. (Wykres 2.29). Po dłuższym okresie osłabienia, w II połowie 2004 r. odnotowano również aprecjację realnego efektywnego kursu złotego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy⁴⁴. Niemniej, ze względu na dynamikę wydajności pracy przewyższającą tempo wzrostu wynagrodzeń, umocnienie tak liczonego kursu złotego było mniejsze niż w przypadku kursu deflowanego innymi indeksami (CPI oraz PPI).

Ocenia się, że do nominalnej aprecjacji złotego po wejściu Polski do UE przyczyniły się m. in. korzystne tendencje w polskiej gospodarce jak bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących, niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz utrzymujący się wysoki wzrost gospodarczy. Do umocnienia złotego mógł również prowadzić spadek premii za ryzyko wynikający ze zwiększenia w tym okresie stabilności politycznej po uzyskaniu wotum zaufania przez rząd oraz z korzystnych informacji dotyczących wykonania budżetu w 2004 r. Aprecjacji polskiej waluty sprzyjał także rosnący napływ funduszy unijnych.

W najbliższym czasie na kształtowanie się kursu złotego wpływ będą mieć przede wszystkim decyzje dotyczące realizacji reform finansów publicznych, zmiany w bieżącym i oczekiwanym poziomie stóp procentowych NBP oraz wydarzenia związane z te-

⁴³Dany kraj spełnia to kryterium, gdy średnia (12-miesięczna średnia ruchoma) rentowność długoterminowych obligacji skarbowych obserwowana w ciągu roku nie przekracza o więcej niż 2 pkt. proc. średniej arytmetycznej rentowności obligacji trzech krajów członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*. NBP, 2004.

⁴⁴Indeks 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.



Wykres 2.29: Realny efektywny kurs złotego

Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Uwaga: Dla jednostkowych kosztów pracy: dane kwartalne na podstawie danych NBP i Komisji Europejskiej; IV kw. 2004 r. - szacunki na podstawie danych EBC.

gorocznymi wyborami. Innymi czynnikami wpływającymi na wahania polskiej waluty w krótkim okresie mogłyby być inne niż oczekiwane informacje dotyczące kształtowania się bilansu obrotów bieżących oraz PKB w pierwszych dwóch kwartałach br.

2.5.3 Kredyt i pieniądz

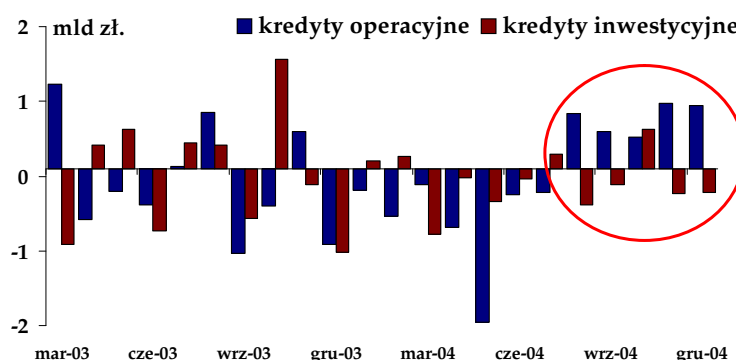
Sektor przedsiębiorstw

W ostatnich miesiącach odnotowano sygnały wskazujące, że utrzymujące się ożywienie gospodarcze zaczyna znajdować odzwierciedlenie w aktywności kredytowej przedsiębiorstw. Choć kredyty dla tej grupy podmiotów w ujęciu nominalnym obniżyły się od końca października 2004 r. do końca stycznia 2005 r. o ok. 1,8 mld zł⁴⁵, spadek ten był w znacznym stopniu rezultatem aprecjacji złotego, w wyniku której nominalna złotowa wartość kredytów walutowych uległa zmniejszeniu. Po wyeliminowaniu wpływu zmian kursowych wolumen kredytów dla przedsiębiorstw wzrósł o ok. 0,6 mld zł, a 6-miesięczny przyrost tej kategorii, tj. od końca lipca 2004 r., wyniósł 3,2 mld zł. W rezultacie utrzymuje się sygnalizowana w poprzednim *Raporcie o Inflacji* poprawa w obszarze kredytów dla przedsiębiorstw. Większość banków komercyjnych przewiduje dalszy wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyty, na co wskazują wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NBP⁴⁶.

Wśród czynników oddziałujących w kierunku zwiększenia akcji kredytowej banki komercyjne wskazują przede wszystkim na wzrost zapotrzebowania przedsiębiorstw na

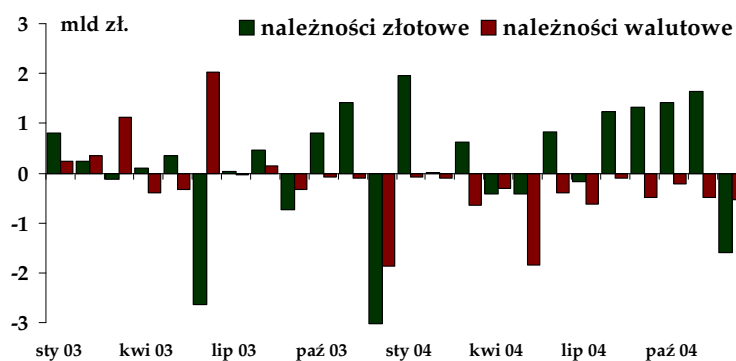
⁴⁵Wszelkie dane dotyczące kredytów i depozytów za styczeń 2005 r. w niniejszym *Raporcie* podawane są na podstawie informacji przyspieszonej z systemu bankowego, a zatem mogą ulec niewielkim zmianom po opublikowaniu danych bilansowych.

⁴⁶Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2005., www.nbp.pl



Wykres 2.30: Miesięczne przyrosty kredytów na cele operacyjne oraz inwestycyjne dla przedsiębiorstw w bankach komercyjnych – dane po skorygowaniu o wpływ wahań kursu złotego.

Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.31: Miesięczne przyrosty należności złotych oraz walutowych dla przedsiębiorstw. Przyrosty należności walutowych skorygowane o wpływ wahań kursu złotego.

Źródło: Dane NBP.

finansowanie inwestycji oraz zapasów i kapitału obrotowego. Z drugiej strony, hamująco na popyt na kredyt oddziałuje wysoki stan środków własnych przedsiębiorstw. Zgodnie z wynikami styczniowego monitoringu koniunktury w przedsiębiorstwach⁴⁷ środki własne stanowiły w IV kw. 2004 r. około 50% w strukturze finansowania działalności bieżącej przedsiębiorstw, podczas gdy kredyty bankowe zaledwie 16%. Nakłady inwestycyjne były w IV kw. 2004 r. sfinansowane w 75% ze środków własnych, a tylko w 15% kredytami. Warto jednakże zwrócić uwagę, że wzrost udziału kredytów w finansowaniu działalności bieżącej utrzymuje się od połowy 2004 r., natomiast w przypadku finansowania działalności inwestycyjnej ich wzrost, choć także niewielki, odnotowano po raz pierwszy od I kw. ub.r. Powyższe tendencje, sygnalizowane w badaniach ankietowych przedsiębiorstw i banków, znajdują odzwierciedlenie w bilansie systemu banków komercyjnych w postaci wzrostu kredytów obrotowych dla przedsiębiorstw (skorygowanych o zmiany kursowe – Wykres 2.30). Podobne zmiany nie są jednak jeszcze widoczne w przypadku kredytów inwestycyjnych dla tej grupy podmiotów. Niewielka

⁴⁷ Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2005 r., www.nbp.pl

skala ożywienia na rynku kredytów dla przedsiębiorstw może być efektem istotnej poprawy finansowej, jaką odnotowały one w ub. r. – dysponując znacznymi środkami własnymi przedsiębiorstwa mogą finansować swą działalność bez zadłużania się w sektorze bankowym.

Poziom oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, który w analizowanym okresie utrzymywał się na praktycznie niezmiennym poziomie, już od wielu kwartałów nie stanowi w opinii przedsiębiorców bariery rozwoju ich działalności. W I kw. 2005 r. odsetek przedsiębiorstw wskazujących na koszt kredytu jako czynnik utrudniający prowadzenie ich działalności zmalał do 4,8% (z 6,4% w poprzednim kwartale).

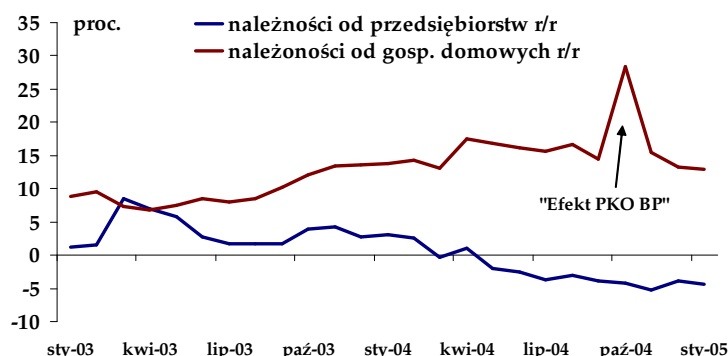
Ankietowane banki nie przewidują w najbliższym czasie zmian warunków udzielania kredytów dla przedsiębiorstw w większości kategorii kredytowych. Wyjątkiem są kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw – połowa banków zamierza nieznacznie złagodzić warunki przyznawania kredytów krótkoterminowych w tym sektorze. Powinno to sprzyjać wzrostowi zadłużenia małych przedsiębiorstw w sektorze bankowym. Na realizację takiego scenariusza wskazują także wyniki monitoringu koniunktury, według których prognozowane jest ożywienie na rynku kredytów dla przedsiębiorstw zatrudniających poniżej 50 osób.

Depozyty przedsiębiorstw w bankach komercyjnych nadal przyrastają szybko (23,2% r/r w styczniu br.), choć od września ub. r. obserwuje się osłabienie rocznego tempa wzrostu tej kategorii w ujęciu nominalnym, będącego przede wszystkim wynikiem statystycznego efektu bazy odniesienia oraz ostatniej aprecjacji złotego. Roczne tempo wzrostu po oczyszczeniu z wpływu wahań kursowych wyniosło w styczniu ok. 28%. Oczekiwane ożywienie działalności inwestycyjnej pozostanie prawdopodobnie w znacznej mierze finansowane ze środków własnych, co może być jednym z czynników sprzyjających stopniowemu spowalnianiu tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw w bankach.

Sektor gospodarstw domowych

Kredyty dla gospodarstw domowych wciąż przyrastają w szybkim tempie (Wykres 2.32). W analizowanym okresie (tj. od października ub. r. do stycznia br.) stan należności sektora bankowego od gospodarstw domowych zwiększył się w ujęciu nominalnym o ok. 1 mld zł⁴⁸. Jednakże podobnie jak w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw aprecjacja złotego oddziaływała w kierunku zmniejszenia złotej wartości kredytów udzielonych gospodarstwom domowym. Po skorygowaniu o różnice kursowe wzrost wolumenu kredytów udzielonych gospodarstwom domowym był znacznie wyższy, wynosząc ok. 3,8 mld zł.

⁴⁸Jest to wzrost względem stanu kredytów na koniec października skorygowanego o kredyty udzielone na zakup akcji PKO BP. Wzrost wolumenu kredytów z tytułu oferty prywatyzacyjnej tego banku miał charakter jednorazowego i krótkotrwałego zaburzenia. Jako referencyjną wartość kredytów dla gospodarstw domowych na koniec października ub. r. przyjęto średnią ze stanów na koniec września oraz listopada.



Wykres 2.32: Nominalne roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych

Źródło: Dane NBP. Dane za styczeń 2005 r. na podstawie informacji przyspieszonej – mogą ulec zmianie.

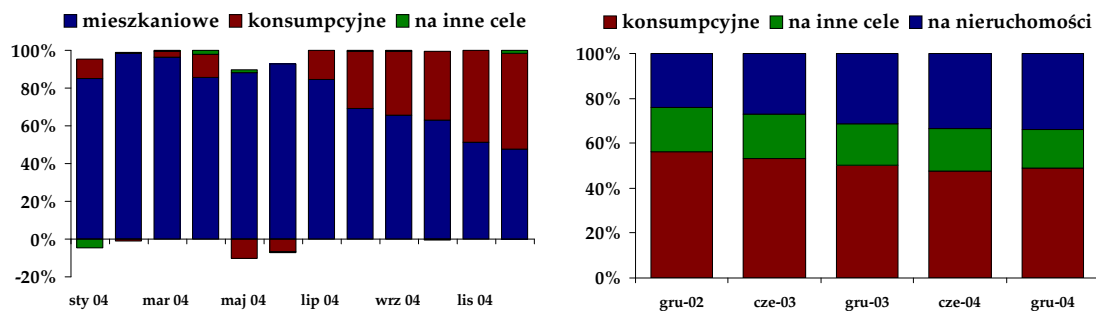
O ile od 2002 r. do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych przyczyniały się głównie kredyty mieszkaniowe, to w IV kw. 2004 r. bardzo zbliżony udział w strukturze wzrostu wolumenu kredytów dla tej grupy podmiotów miały kredyty o charakterze konsumpcyjnym. Wartość kredytów mieszkaniowych zwiększyła się w tym okresie o ok. 2,7 mld zł, zaś przyrost kredytów o charakterze konsumpcyjnym wyniósł ok. 2,5 mld zł⁴⁹. Wzrastający udział kredytów konsumpcyjnych we wzroście należności od gospodarstw domowych ogółem widoczny jest od połowy 2004 r. (Na wykresie 2.33 przedstawiono zmiany struktury przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych w ub. r. – dane zostały oczyszczone z wpływu zaburzenia wywołanego jednorazowym wzrostem kredytów na zakup akcji PKO BP, jaki miał miejsce w październiku, w celu lepszego zobrazowania trendu zmian). Wcześniej wzrost zadłużenia kredytowego w tym sektorze wynikał przede wszystkim z szybko rosnących kredytów mieszkaniowych, co doprowadziło do istotnych zmian w strukturze zadłużenia gospodarstw domowych (Wykres 2.33). Zmianę kompozycji kredytów udzielanych gospodarstwom domowym sygnalizują również banki ankietowane przez NBP⁵⁰.

Stopniowemu łagodzeniu ulegają warunki przyznawania kredytów – zarówno mieszkaniowych jak i konsumpcyjnych, przy czym tendencja ta jest silniejsza w przypadku drugiej z wymienionych kategorii zadłużenia. Wyniki badań ankietowych wskazują na wzrost odsetka banków, które złagodziły swą politykę w obszarze kredytów konsumpcyjnych w ostatnim kwartale 2004 r. Wśród najważniejszych przyczyn zwiększania dostępności kredytów banki wymieniają rosnącą konkurencję ze strony innych banków i niebankowych instytucji finansowych a także poprawiającą się sytuację ekonomiczną gospodarstw domowych.

Średnie ważone oprocentowanie kredytów udzielanych gospodarstwom domowym uległo w IV kw. 2004 r. nieznacznemu obniżeniu (Tabela 2.9), co wynikało przede wszystkim ze spadku oprocentowania kredytów mieszkaniowych (z 8,8% w listopadzie do 8,1%

⁴⁹Obie wielkości po skorygowaniu o wpływ wahań kursowych

⁵⁰Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2005., www.nbp.pl



Wykres 2.33: Struktura kredytów dla gospodarstw domowych. Lewy panel przedstawia strukturę przyrostu kredytów dla osób prywatnych w półrocznych okresach kończących się w miesiącach zaznaczonych na wykresie. Dane oczyszczono z zaburzenia wywołanego kredytami na zakup akcji prywatyzowanego PKO BP. Prawy panel przedstawia strukturę wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych w miesiącach zaznaczonych na wykresie. Wykorzystano dane nominalne skorygowane o szacunki wpływu zmian kursu złotego.

Źródło: Dane NBP.

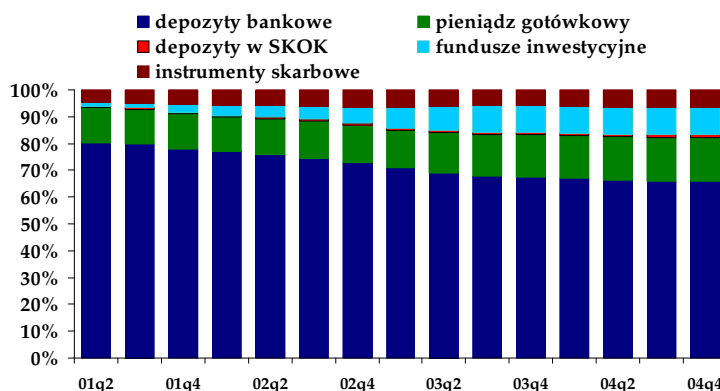
	Kredyty			Depozyty		
	ogółem	gosp. dom	przeds.	ogółem	gosp. dom.	przeds.
Sty04	9,6	12,1	7,1	3,0	3,0	2,9
Lut04	9,5	12,0	7,1	3,0	3,0	2,9
Mar04	9,3	11,6	7,1	3,0	3,0	2,9
Kwi04	9,5	11,6	7,3	3,0	3,0	2,9
Maj04	9,6	11,6	7,4	3,0	3,0	2,9
Cze04	9,6	11,6	7,4	3,0	3,0	2,9
Lip04	9,9	11,8	7,8	3,1	3,1	3,1
Sie04	10,3	12,2	8,2	3,5	3,5	3,2
Wrz04	10,5	12,3	8,4	3,8	3,9	3,4
Paź04	10,7	12,5	8,4	3,8	3,9	3,4
Lis04	10,5	12,4	8,4	3,8	3,9	3,3
Gru04	10,4	12,1	8,3	3,7	3,8	3,4

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

Źródło: Dane NBP.

w grudniu). Utrwalenie się ożywienia gospodarczego i dobre perspektywy rozwoju sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych powinny sprzyjać wzrostowi akcji kredytowej dla tej grupy podmiotów m. in. poprzez ułatwienie dostępu do tej formy finansowania oraz obniżanie marż kredytowych. W przypadku kredytów mieszkaniowych wzrost kosztów związany z wprowadzaniem (od początku 2005 r.) nowych rozwiązań nadzorczych może jednak oddziaływać w kierunku wzrostu marż kredytowych w tym segmencie.

Po wyhamowaniu spadkowej tendencji wartości depozytów gospodarstw domowych w III kw. 2004 r., w IV kw. odnotowano ich wzrost. Po skorygowaniu o różnice kursowe



Wykres 2.34: Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych

Źródło: Dane NBP.

wyniósł on 5,4 mld zł, a w styczniu br. depozyty bankowe gospodarstw domowych ponownie zwiększyły się o ok. 1 mld zł. Wzrostowi depozytów bankowych sprzyjało ich rosnące oprocentowanie, które zwiększa koszt alternatywny utrzymywania pieniądza w postaci gotówkowej oraz depozytów bieżących. Jest to również jedna z przyczyn obserwowanego obniżenia rocznego tempa wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz depozytów bieżących gospodarstw domowych.

Gospodarstwa domowe mogą lokować swoje oszczędności finansowe także poza sektorem bankowym. Tempo wzrostu oszczędności gospodarstw domowych gromadzonych w innych niż banki instytucjach finansowych⁵¹ przewyższa obecnie tempo przyrostu depozytów bankowych. Taka sytuacja znajduje odzwierciedlenie w zmianach struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych – udział depozytów bankowych systematycznie maleje (Wykres 2.34). Znaczny spadek marży depozytowej w bankach komercyjnych obserwowany w ostatnim kwartale jest w głównej mierze wynikiem opóźnionych dostosowań banków do zmian stóp WIBOR. Może on również świadczyć o intensyfikacji starań banków komercyjnych o pozyskanie nowych klientów detalicznych.

Agregaty monetarne

Tendencje na rynku kredytów i depozytów opisane powyżej znajdują odzwierciedlenie w zmianach podstawowych agregatów monetarnych. W ostatnim kwartale ub. r. roczne nominalne tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 kontynuowało wzrostowy trend, osiągając poziom 8,7% na koniec grudnia 2004 r.⁵² (Wykres 2.35). Jednorazowy

⁵¹Pod uwagę wzięto sumę aktywów gospodarstw domowych zgromadzonych w Spółdzielczych Kasach Oszczędnościowo-Kredytowych, funduszach inwestycyjnych oraz instrumentach skarbowych; w grudniu roczne tempo wzrostu tych aktywów wyniosło 12% wobec 1,4% wzrostu depozytów bankowych gospodarstw domowych (po skorygowaniu o zmiany kursu)

⁵²Aprecjacja złotego oddziaływała w kierunku zmniejszenia wartości złotowej komponentów M3 – po korekcie o zmiany kursu tempo wzrostu M3 r/r było wyższe: ok. 11,3% w grudniu 2004 r.

	Stan na	Zmiana w kwartale		Zmiana do analogicznego	
	31.12.2004 r.	mld zł	procent	mld zł	procent
KREDYTY, POZYCZKI I INNE	266,8	0,5	0,2	7,9	3,0
Gospodarstwa domowe	115,5	2,6	2,3	13,5	13,3
w tym osoby prywatne	86,4	3,3	4,0	12,4	16,8
Niemonetarne instytucje finansowe	9,6	-0,8	-7,6	-1,1	-10,5
Przedsiębiorstwa	125,1	-2,7	-2,1	-5,0	-3,9
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	0,8	0,0	1,0	-0,1	-6,4
Instytucje samorządowe	11,1	0,7	6,9	0,6	5,8
Fundusze ubezpieczeń społecznych	4,8	0,8	18,8	-0,1	-1,1

Tabela 2.10: Należności od pozostałych sektorów krajowych

Źródło: Dane NBP.

	Stan na	Zmiana w kwartale		Zmiana do analogicznego	
	31.12.2004 r.	mld zł	procent	mld zł	procent
DEPOZYTY I INNE ZOBOWIĄZANIA ZALICZANE DO PIENIĄDZA M3	311,7	15,2	5,1	23,4	8,1
Gospodarstwa domowe	192,6	4,8	2,6	0,1	0,1
w tym osoby prywatne	178,8	2,1	1,2	-2,5	-1,4
Niemonetarne instytucje finansowe	11,3	3,0	36,8	2,4	26,8
Przedsiębiorstwa	85,2	8,6	11,3	16,9	24,8
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8,9	0,0	-0,1	0,4	4,2
Instytucje samorządowe	11,3	-1,8	-14,0	2,5	28,8
Fundusze ubezpieczeń społecznych	2,4	0,6	31,0	1,0	75,9

Tabela 2.11: Zobowiązania wobec pozostałych sektorów krajowych zaliczane do pieniądza M3

Źródło: Dane NBP.

wzrost odnotowany w październiku ub.r. był skutkiem akcji prywatyzacyjnych banku PKO BP oraz Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych, jakie wówczas miały miejsce. Zmniejszanie różnicy między tempem wzrostu agregatu M1 oraz M3 przyczynia się do hamowania wzrostu stopnia płynności M3, mierzonego udziałem M1 w M3. Na koniec grudnia wyniósł on 47,6%.

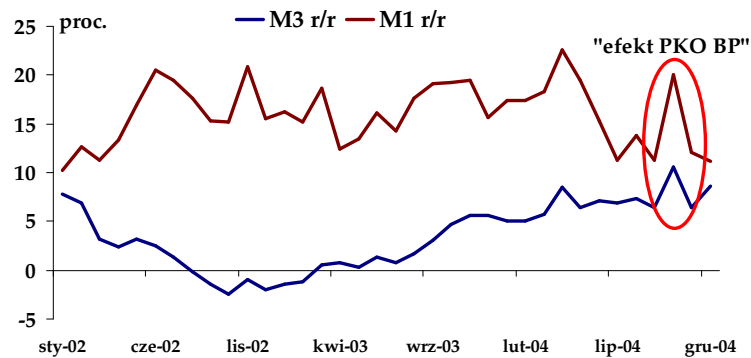
kraj	Czechy	Słowacja	Węgry	strefa euro	Polska
udział gotówki w M3	14,4	13,0	14,4	6,9	13,7

Tabela 2.12: Udział pieniądza gotówkowego w obiegu w agregacie M3 – stan na listopad 2004 r. (grudzień 2004 r. dla Polski oraz strefy euro), dane w procentach

Źródło: Dane EBC.

W IV kw. 2004 r. dalszemu spowolnieniu uległo tempo wzrostu pieniądza gotówkowego. Wydaje się, że jest to oznaka powrotu dynamiki gotówki do równowagi po okresie utrzymywania się jej na podwyższonym poziomie (od I kw. 2002 r. do I kw. 2004 r.) Udział pieniądza gotówkowego w szerokim agregacie M3 ustabilizował się w 2004 r. na poziomie ok. 14%, porównywalnym z innymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej (Tabela 2.12).

Wstępne dane monetarne na styczeń 2005 r. wskazują na utrzymywanie się trendów obserwowanych w końcu ub. r. Od początku br. zmieniona została metodologia wyzna-



Wykres 2.35: Agregaty monetarne M1 oraz M3 – nominalne roczne tempo wzrostu
Źródło: Dane NBP.

czania agregatów monetarnych⁵³ Z tego względu porównywanie ich stanu ze stycznia br. i końca ub. r. jest utrudnione⁵⁴.

⁵³Od stycznia 2005 r. kredyty udzielane przez Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe (SKOK) zostały włączone do czynników kreacji pieniądza, a przyjmowane przez nie depozyty do agregatu pieniężnego M3. Posunięcie takie zostało podyktowane wymogami dalszej harmonizacji statystyki monetarnej z zasadami obowiązującymi w eurosystemie. Ze względu na stosunkowo nieznaczną wartość aktywów SKOK spowodowało ono jedynie niewielkie zmiany w wartościach agregatów monetarnych: Stan M3 powiększył się o ok. 1%, depozyty i inne zobowiązania sektora monetarnych instytucji finansowych o ok. 1,3%, należności ogółem tego sektora również o ok. 1,3%, a stan gotówki w obiegu zmniejszył się o ok. 0,1%.

⁵⁴Szacunkowy spadek M3 według starej metodologii wyniósłby ok. 4,7 mld zł, a nie jak odnotowano w styczniu 0,9 mld zł. Zmniejszenie agregatu M3 w styczniu ma charakter sezonowy.

Polityka pieniężna w okresie grudzień 2004 r.–luty 2005 r.

W okresie grudzień 2004 r.-luty 2005 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Na koniec tego okresu stopa referencyjna wyniosła 6,5%, stopa lombardowa 8%, stopa depozytowa 5,0%. Przy niezmiennym poziomie stóp procentowych, aprecjacja złotego przyczyniała się do wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej.

W miesiącach grudzień 2004 r.-styczeń 2005 r. Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, gdyż zgodnie z jej oceną prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu (2,5%) w horyzoncie transmisji impulsów polityki monetarnej było nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa niż 2,5%, aczkolwiek bilans ryzyk zmieniał się stopniowo w kierunku obniżenia presji inflacyjnej.

W ostatnim kwartale 2004 r. inflacja kształtowała się na średnim poziomie 4,4% r/r. W styczniu br. roczne tempo wzrostu cen było niższe niż oczekiwano i wyniosło 4,0% r/r, utrzymując się na poziomie wyższym od celu inflacyjnego (2,5%). Spadek inflacji w styczniu wynikał głównie z obniżenia się dynamiki cen żywności oraz paliw. Obniżka dynamiki cen żywności wystąpiła wcześniej niż zakładano, co świadczy o wygaśnięciu impulsów inflacyjnych wynikających ze wzrostu tych cen związanego z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Ocenia się, że inflacja netto utrzymała się w styczniu na poziomie zbliżonym do grudniowego (2,4% r/r).

W IV kw. 2004 r. oraz w styczniu 2005 r. nie odnotowano sygnałów, które wskazywałyby na wystąpienie presji płacowej wynikającej z podwyższonych oczekiwań inflacyjnych (efektów drugiej rundy). Do ograniczenia presji na wzrost wynagrodzeń mogło przyczynić się zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej w miesiącach letnich 2004 r. Dostępne dane oraz wyniki badań ankietowych NBP wskazują na umiarkowane planowane podwyżki płac w 2005 r. Większość planowanych podwyżek będzie miała miejsce w I kw. 2005 r. Dlatego pełniejsza ocena możliwej dynamiki płac będzie możliwa dopiero w II kw. br.

Po okresie spadku jednostkowych kosztów pracy w gospodarce od III kw. ub. r. występuje ich niewielki wzrost. Tym samym dezinflacyjne oddziaływanie tego czynnika stopniowo słabnie.

W okresie listopad 2004 r.-luty 2005 r. istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżania inflacji była znacząca aprecjacja złotego. Wskazywała ona na wzrost prawdopodobieństwa niższego przebiegu inflacji w stosunku do przedstawionego w listopadowym *Raporcie*.

Ceny ropy naftowej utrzymały się w okresie listopad 2004 r.-luty 2005 r. nadal na wysokim poziomie.

Na podstawie wstępnych danych o PKB w 2004 r. można oceniać, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w IV kwartale 2004 r. obniżyło się w porównaniu z poprzednimi kwartałami i wyniosło nieco ponad 4% (r/r). Wstępne szacunki wskazują, że dynamika spożycia indywidualnego w IV kw. 2004 r. była niższa niż w III kw. ub. r. W tym samym czasie dynamika realnych wynagrodzeń w gospodarce wzrosła z 0,7% do 1,1% r/r. Pełna ocena dynamiki spożycia i oszczędności będzie możliwa dopiero po opublikowaniu danych za IV kw. 2004 r. Zgodnie z oczekiwaniami wzrosło tempo nakładów na środki trwałe; styczeń br. był kolejnym miesiącem, w którym wzrosła produkcja budowlano-montażowa. Można szacować, że przyspieszeniu inwestycji w IV kw. ub. r. towarzyszył spadek eksportu netto, a jego wkład do rocznego tempa wzrostu PKB w IV kw. był ujemny. O korzystnych uwarunkowaniach dla inwestycji świadczą wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw, rosnące możliwości finansowania przez przedsiębiorstwa nakładów ze środków własnych oraz napływ funduszy strukturalnych UE. Kwartalne badania koniunktury prowadzone przez NBP także wskazują na korzystne kształtowanie się przyszłych inwestycji, chociaż równocześnie sygnalizują pewne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w pierwszym półroczu 2005 r. Styczniowa analiza innych obserwowanych przez NBP wskaźników koniunktury wskazuje, że sytuacja gospodarcza jest oceniana pozytywnie, przy czym od kilku miesięcy większość wskaźników sygnalizuje tendencję do stopniowego wyhamowania tempa ożywienia.

W okresie grudzień 2004 r.-luty 2005 r. na podwyższonym poziomie utrzymywały się oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. W lutym oczekiwania inflacyjne obniżyły się o 0,2 pkt. proc. do poziomu 3,9%. Rada spodziewa się, że - ze względu na w dominującym stopniu adaptacyjny charakter oczekiwań - wraz z szybkim spadkiem inflacji, w II połowie 2005 r. obniżą się one również do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego 2,5%.

Począwszy od II kw. 2005 r. można oczekiwać obniżenia 12-miesięcznego tempa wzrostu cen, które w II połowie br. powinno zbliżyć się do poziomu 2,5%. Potwierdza to również projekcja inflacji przedstawiona w 4. rozdziale *Raportu*, zgodnie z którą tempo wzrostu cen będzie niższe od oczekiwanego w listopadowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej jest zbliżone do prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji powyżej celu.

W ocenie Rady obecny bilans ryzyk dla przyszłej inflacji może kształtować się korzystniej niż przedstawiono w lutowej projekcji. Dotychczasowa skala umocnienia złotego była bowiem większa niż uwzględniono w projekcji, a dynamika cen żywności mo-

że obniżyć się szybciej niż założono. Rada dostrzega jednak niepewność dotyczącą między innymi kształtowania się cen ropy i kursu złotego.

W związku z tym w lutym br. Rada przyjęła łagodne nastawienie w polityce pieniężnej.

Projekcja inflacji

Projekcja inflacji została opracowana z wykorzystaniem modeli ekonometrycznych przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Wiceprezesa NBP. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

4.1 Wstęp

Sytuacja gospodarcza w punkcie wyjścia projekcji może być scharakteryzowana następująco: Na przełomie 2004 i 2005 r. obserwuje się stosunkowo wysoki poziom aktywności gospodarczej mierzonej tempem wzrostu PKB (szacowanym na 4,0-4,5%). Tempo to jest jednak znacznie niższe niż osiągnięte w I półroczu 2004 r. Wysoka dynamika wzrostu w pierwszych dwóch kwartałach 2004 r. była spowodowana w dużym stopniu przystąpieniem do Unii Europejskiej. Utrzymuje się natomiast niepewność co do struktury tego wzrostu. Spowolnienie dynamiki PKB może tłumaczyć brak wyraźnego ożywienia na rynku pracy – zarówno spadek bezrobocia, jak i wzrost płac są nadal umiarkowane.

Przystąpienie do UE przyczyniło się również w istotnej mierze do przyspieszenia inflacji w II i III kw. ub. r. – choć stabilizacja inflacji na przełomie 2004 i 2005 r. pokazuje, że był to najprawdopodobniej jednorazowy wzrost poziomu cen, a nie bardziej trwałe zwiększenie ich dynamiki.

Projekcja inflacji została przygotowana przy wykorzystaniu dwóch makroekonomicznych modeli inflacji⁵⁵ oraz wiedzy i doświadczenia ekspertów. Wiedza ekspertów została wykorzystana do opracowania założeń o tendencjach w gospodarce światowej (rynki paliw, rynki finansowe, koniunktura gospodarcza u głównych partnerów handlowych) oraz przewidywanych zmianach innych czynników oddziałujących na inflację w Polsce (np. sytuacja w rolnictwie i finansach publicznych), a także do oceny rozwoju sytuacji gospodarczej w ostatnim kwartale (np. struktura PKB). Przedstawiona poniżej

⁵⁵Opis modeli można znaleźć w opracowaniu: B. Kłos, R. Kokoszcyński, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Wróbel (2004): *Modele strukturalne w prognozowaniu inflacji w NBP*, Materiały i Studia nr 180, NBP, Warszawa, www.nbp.pl.

projekcja została sporządzona na podstawie informacji dostępnych do 21 stycznia 2005 r. i obejmuje lata 2005-2007.

Dla I kw. br. wszystkie zmienne występujące w modelach, a więc również tempo wzrostu cen, zostały oszacowane za pomocą metod eksperckich. Podobnie oszacowano najważniejsze składowe rachunków narodowych dla IV kw. 2004 r. Wpływ ewentualnych błędów tych szacunków na projekcję inflacji ujawnia się zazwyczaj w pierwszych dwóch-trzech kwartałach projekcji, a następnie zanika. Ryzyko błędnego szacunku wartości inflacji w punkcie startowym wzrosło po opublikowaniu – już po sporządzeniu projekcji – znacznie odmiennych od oczekiwań danych o inflacji w styczniu 2005 r. Wynikało to głównie z niższego niż prognozowano kształtowania się cen żywności oraz cen kontrolowanych (przede wszystkim paliw). Gdyby inflacja w kolejnych miesiącach I kw. odbiegała w tej samej skali od wcześniejszych szacunków ekspertów NBP, to centralna projekcja inflacji w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. byłaby średnio niższa od przedstawionej w niniejszym *Raporcie* o podobną wielkość. W chwili obecnej nie można jednak precyzyjnie ocenić skali tego ryzyka, gdyż nie jest jeszcze znana dokładnie struktura wzrostu cen w styczniu br. Ponieważ efekty podwyżek akcyzy nie zmaterializowały się w pełni w styczniu, możliwe jest wyższe niż założone w projekcji tempo wzrostu cen kontrolowanych w lutym i marcu 2005 r. i – w rezultacie – ukształtowanie się inflacji w I kw. br. na poziomie zbliżonym do założonego w projekcji.

W projekcji przyjęto założenie natury technicznej, że w okresie, dla którego sporządzana jest projekcja, stopa referencyjna NBP nie ulegnie zmianie. Oznacza to, że projekcja – szczególnie w dłuższym horyzoncie czasowym – nie pokazuje zapewne takiego poziomu inflacji, jaki się ukształtuje w rzeczywistości, gdyż nie uwzględnia możliwych zmian stóp procentowych NBP. W modelach służących do sporządzenia projekcji krótkoterminową stopą procentową odzwierciedlającą wpływ polityki pieniężnej jest stawka WIBOR3M. Jej poziom przyjęty do projekcji lutowej był o 0,2 pkt. proc. niższy od wielkości przyjętej w listopadzie.

4.2 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych

Popyt zewnętrzny i inflacja w strefie euro

Ocena koniunktury w strefie euro jest obecnie nieco gorsza niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Wzrost PKB w strefie euro w latach 2005 i 2006 jest obecnie szacowany na poziomie odpowiednio: 1,8% i 2,0%, to jest o ok. 0,4 pkt. proc. niżej niż przedstawiono w projekcji listopadowej; w 2007 r. oczekiwany jest nieznaczny wzrost dynamiki PKB do 2,1%. Główną przyczyną tych zmian jest – widoczny już w danych za III kw. 2004 r. – mniejszy wkład eksportu netto do wzrostu PKB oraz niższa dynamika spożycia indywidualnego, w istotnej mierze spowodowana niższą dynamiką płac. Inflacja w strefie euro (HICP) w latach 2005-2006 będzie się stopniowo obniżać: z 2,1% w 2004 do 1,8% w 2005 i 1,6% w 2006 r.; wartości te są niższe o 0,1 pkt. proc. od wielkości

zakładanych w projekcji listopadowej. Różnica ta wynika głównie z aprecjacji euro i niższej dynamiki płac. W 2007 r. zakłada się natomiast lekki wzrost inflacji do poziomu 1,8%.

Skala spodziewanych zmian popytu i inflacji w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski oraz ich niewielki wpływ na inflację w Polsce oznaczają, że w stosunku do projekcji listopadowej czynniki te nie wpływają w istotny sposób na zmianę obecnej projekcji inflacji.

Ceny ropy naftowej

Obecna prognoza cen ropy naftowej dla lat 2005 i 2006 nie różni się od prognozy listopadowej. Zgodnie z nią, ceny ropy naftowej wyniosą średnio nieco ponad 40 USD za baryłkę w 2005 r. i ok. 37 USD w 2006 r. Ich poziom w 2007 r. będzie nieco niższy niż w 2006 r. i w całym roku wyniesie średnio 36 USD za baryłkę.

Kurs EUR/USD i zagraniczne stopy procentowe

Prognozy zagranicznych stóp procentowych (LIBOR 3M dla USD) oraz kursu krzyżowego EUR/USD wyliczone zostały z cen odpowiednich instrumentów rynkowych. Obecne oczekiwania co do stóp procentowych są w pierwszej połowie horyzontu projekcji wyższe niż w poprzednim kwartale, choć różnica ta jest niewielka, a od połowy 2006 r. bliska zeru.

Oczekiwany kurs krzyżowy EUR/USD w obecnej projekcji wskazuje na znaczne zakładane wzmocnienie euro w stosunku do oczekiwań formułowanych w listopadzie w całym praktycznie horyzoncie projekcji (z 1,23-1,24 do 1,31-1,34), choć zakładana obecnie dynamika kursu nie różni się od dynamiki przyjętej w projekcji listopadowej.

4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych

Wydatki budżetu państwa

W założeniach do projekcji lutowej nie nastąpiły poważniejsze zmiany w stosunku do poprzedniego kwartału. Przyjęto, że wydatki budżetu państwa ukształtują się zgodnie z projektem ustawy budżetowej na 2005 rok. Dla lat 2006 i 2007 wykorzystano szacunki Ministerstwa Finansów z listopada ub.r., które skorygowano o wpływ zakładanych przez ekspertów NBP wartości zmiennych makroekonomicznych (inflacja, stopy procentowe, kurs walutowy).

Ceny żywności

Obecna prognoza cen żywności nie różni się istotnie od przyjmowanej w listopadzie 2004 r. Opublikowane – już po sporządzeniu projekcji – dane GUS wskazują jednak na znacznie niższą od oczekiwań dynamikę cen żywności w styczniu 2005 r., co może spowodować, że tempo wzrostu cen żywności w br. będzie niższe niż założono w projekcji.

4.4 Projekcja inflacji

Prezentowana obecnie projekcja – zgodnie z przyjętą w NBP zasadą – obejmuje rok jej sporządzania i dwa pełne lata po nim następujące. Oznacza to, że po raz pierwszy przedstawiana jest projekcja również na 2007 r.

Zgodnie z lutową projekcją inflacji, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,2-4,0% w IV kw. 2005 r. (2,5-5,2% w poprzedniej projekcji), 0,4-4,2% w IV kw. 2006 r. (1,3-4,8% w poprzedniej projekcji) oraz 0,5-4,6% w IV kw. 2007 r. Prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej będzie zbliżone do prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej celu.

Różnice w inflacji dla lat 2005 i 2006 między obecną a projekcją z listopada 2004 r. polegają przede wszystkim na szybszym spadku inflacji w II półroczu 2005 r. i na nieco odmiennym jej przebiegu w 2006 r. W obecnej projekcji inflacja maleje w kolejnych kwartałach 2005 r. do poziomu nieco ponad 2% na początku 2006 r., a następnie nieznacznie rośnie, by ustabilizować się w 2007 r. na poziomie celu inflacyjnego.

Podstawowa przyczyna tych różnic to silniejsze względem projekcji listopadowej faktyczny kurs złotego w IV kw. 2004 r. i zakładana wartość kursu na I kw. 2005 r. Ścieżka nominalnego kursu walutowego w projekcji lutowej przebiega na wyższym (bardziej zaprecjonowanym) poziomie niż w projekcji listopadowej. W porównaniu z poziomem kursu notowanym w styczniu modele nie przewidują dalszego umocnienia złotego, a wręcz przeciwnie – niewielką deprecjację. Szybszy spadek inflacji w początkowych kwartałach oznacza też, że realna stopa procentowa szybciej rośnie w obecnej projekcji niż w projekcji listopadowej, co powoduje głębszy spadek inflacji w końcu 2005 i w 2006 r.

Oczekuje się, że w 2005 r. tempo wzrostu PKB wyniesie 4,0%-4,5% i będzie nieco niższe niż oczekiwano w listopadowym Raplocie, głównie na skutek przewidywanego obecnie mniejszego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Z uwagi na wyższy wzrost popytu krajowego oraz mocniejszy kurs walutowy wkład eksportu netto do wzrostu PKB jest ujemny od początku 2005 r. Nieco szybciej rosną natomiast inwestycje. Ich wzrost nie zrekompensuje jednak w pełni spadku eksportu netto. Oczekiwana wysoka

dynamika inwestycji w latach 2005-2007 będzie początkowo skutkiem niskiej bazy indeksu, a następnie oddziaływania inwestycji finansowanych z funduszy unijnych oraz spadku kosztu kapitału (malejący koszt importu maszyn i urządzeń). Z drugiej strony, hamująco na wzrost inwestycji może jednak oddziaływać niepewność dotycząca perspektyw wzrostu popytu, wynikająca z niewielkiego wzrostu zatrudnienia (średniorocznie w okresie projekcji poniżej 1%). W latach 2006-2007 oczekuje się, że – o ile nastąpi spodziewany wzrost inwestycji – dynamika PKB przyspieszy do 4,5%-5,5%.

Niepewność projekcji

Każda projekcja jest obarczona niepewnością. Przedstawiona w niniejszym *Raporcie* projekcja ma charakter warunkowy, z czego wynikają podstawowe źródła jej niepewności.

Pierwsza grupa warunków wiąże się z tym, że odwzorowywanie rzeczywistości gospodarczej za pomocą modeli ekonometrycznych ma zawsze charakter przybliżony, a korzystanie z modeli przy sporządzaniu projekcji wymaga ponadto założenia o stałości podstawowych mechanizmów ekonomicznych w okresie próby i w okresie projekcji.

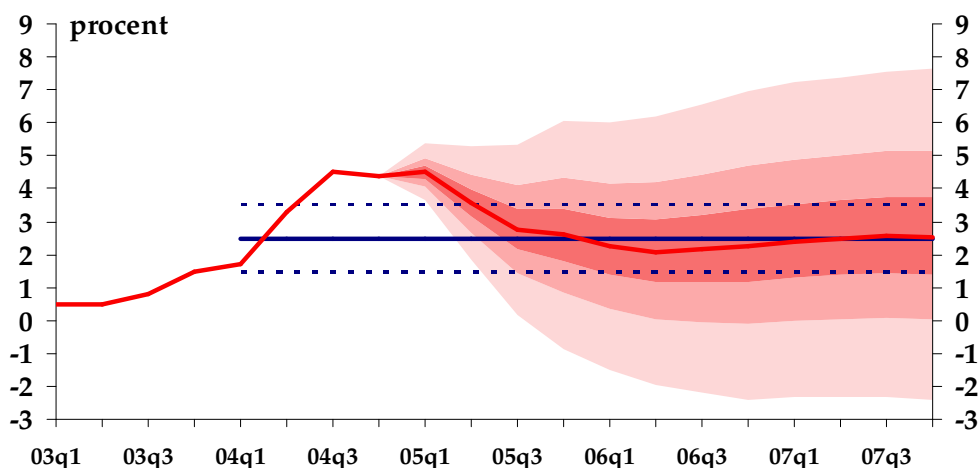
Druga grupa warunków dotyczy formułowanych przez ekspertów założeń (zmiennie egzogeniczne) oraz oszacowania poziomu zmiennych endogenicznych w IV kw. 2004 r. i w I kw. 2005 r. W krótkim horyzoncie czasowym prognozowanie typu eksperckiego daje zazwyczaj lepsze wyniki niż zastosowanie modeli strukturalnych, jednak i w tym wypadku nie można wykluczyć innej od oczekiwań realizacji zmiennych.

Wiedza ekspercka została też wykorzystana do oceny, jak bardzo prognozowane zmienne egzogeniczne mogą się odchylić od przyjętych wartości. W obecnej projekcji największą niepewnością obarczona jest prognoza cen żywności i cen ropy naftowej, a także zmiennych fiskalnych (w 2006 r.) z uwagi na wybory parlamentarne w 2005 r. Nadal trudno jest ocenić, jak długo i jak silnie popyt zewnętrzny będzie wpływał na ceny żywności w Polsce. Ponadto nie wiadomo, jakie będą zbiory w sezonie 2005/2006 i 2006/2007. Prognozowanie cen ropy utrudnia fakt, iż szczupłość jej zapasów w USA oraz niepewność dostaw sprawiają, że są one bardzo podatne na spekulację, a co za tym idzie, są bardzo zmienne. Wyniki wyborów parlamentarnych w Polsce mogą spowodować trudne obecnie do przewidzenia zmiany wydatków budżetu. Należy przy tym zwrócić uwagę, że wyraźna zależność kursu walutowego od czynnika ryzyka, jakim jest deficyt budżetowy, może sprawić, że rzeczywiste zmiany kursu złotego będą inne niż przewidywane w lutowej projekcji. Nie można również wykluczyć, że wydarzenia polityczne (wybory parlamentarne, referendum konstytucyjne) mogą nie tworzyć korzystnego klimatu dla przedsięwzięć inwestycyjnych i wzrostu gospodarczego.

Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niepewność projekcji jest wstępny charakter danych dotyczących elementów składowych PKB w 2004 r., a szczególnie struktury jego wzrostu w kolejnych kwartałach ub. r.

W celu zilustrowania niepewności projekcji w sposób umożliwiający jej pomiar skonstruowano prezentowany poniżej wykres wachlarzowy. Należy jednak podkreślić, że

na wykresie wachlarzowym znajduje odzwierciedlenie jedynie niepewność dotycząca kształtowania się zmiennych, których przebieg w horyzoncie projekcji jest zakładany z góry (cen żywności i ropy naftowej, zmiennych fiskalnych, w tym głównie wydatków budżetu państwa, popytu zewnętrznego i procesów inflacyjnych w otoczeniu Polski, jak również zagranicznych stóp procentowych i kursu krzyżowego EUR/USD).



Wykres 4.36: Wykres wachlarzowy, centralna projekcja inflacji i cel inflacyjny RPP

Źródło: NBP.

Jak należy czytać wykres wachlarzowy?

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest ryzykiem i niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji inflacji banki centralne prezentują na wykresach wachlarzowych. Szerokość "wachlarza" pokazuje ogólny poziom ryzyka, które zazwyczaj zmienia się z kwartału na kwartał. Dla każdego z kwartałów wyznacza się centralną wartość projekcji - jest to najbardziej prawdopodobne tempo wzrostu cen - i wokół niej buduje się przedział, w którym wskaźnik inflacji znajdzie się z prawdopodobieństwem 30%. Przedziały te tworzą centralny pasek wachlarza, zaznaczony na wykresie najciemniejszym odcieniem czerwieni. Następnie dla każdego kwartału przedział ten jest poszerzany z obu stron tak, by prawdopodobieństwo znalezienia się inflacji w przesuniętych granicach wzrosło o kolejne 30 punktów procentowych. Kolejne rozszerzenia tworzą paski wachlarza zaznaczone coraz mniej intensywnymi odcieniami czerwieni. Całość wachlarza pokazuje zaś przedział, w którym inflacja znajdzie się z 90-procentowym prawdopodobieństwem. Z wykresu wynika, na przykład, że prawdopodobieństwo, iż inflacja w IV kwartale 2006 r. mieści się będzie w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, wynosi około 27%, prawdopodobieństwo wyższej inflacji wynosi około 34%, natomiast prawdopodobieństwo niższej wynosi 39%. W stosunku do projekcji listopadowej prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, praktycznie się nie zmieniło, wzrosło o ok. 10 punktów procentowych prawdopodobieństwo, że będzie ona poniżej tego przedziału, spadło o podobną wielkość prawdopodobieństwo, że inflacja okaże się wyższa niż 3,5%. Prawdopodobieństwa znalezienia się inflacji w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego oraz poniżej i powyżej tego przedziału dla ostatniego kwartału horyzontu projekcji, tj. IV kwartału 2007 roku, są praktycznie takie same jak dla 2006 roku.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w IV kw. 2004 r.

- **Data:** 26 października 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

- **Data:** 23 listopada 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego NBP na rok 2005

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

Nieobecni: S. Nieckarz

- **Data:** 23 listopada 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe NBP za rok obrotowy 2004

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

Nieobecni: S. Nieckarz

- **Data:** 14 grudnia 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: