



Raport o inflacji

maj 2004 r.

Projekt graficzny i grafika na okładce:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

Narodowy Bank Polski

Departament Komunikacji Społecznej

ul. Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa

Tel.: (0-22) 653 2335, Fax: (0-22) 653 1321

www.nbp.pl, www.nbportal.pl

© Narodowy Bank Polski, 2004

ISSN 1640 – 0747

Spis treści

SYNTEZA	4
1. Przebieg procesów inflacyjnych	7
1.1. CPI, HICP oraz indeksy inflacji bazowej.....	7
1.2. Oczekiwania inflacyjne.....	12
1.3. Cel inflacyjny	15
2. Determinanty inflacji	16
2.1. Popyt.....	16
2.1.1. <i>Popyt konsumpcyjny</i>	17
2.1.2. <i>Popyt sektora finansów publicznych</i>	18
2.1.3. <i>Popyt inwestycyjny</i>	20
2.1.4. <i>Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących</i>	21
2.2. Produkcja	27
2.3. Rynek pracy	29
2.3.1. <i>Zatrudnienie i bezrobocie</i>	29
2.3.2. <i>Płace i wydajność</i>	33
2.4. Inne koszty i ceny	36
2.4.1. <i>Ceny zewnętrzne</i>	36
2.4.2. <i>Ceny produkcji sprzedanej</i>	38
2.5. Rynki finansowe i procesy monetarne	40
2.5.1. <i>Ceny aktywów / Stopy procentowe</i>	40
2.5.2. <i>Kurs walutowy</i>	45
2.5.3. <i>Kredyt i pieniądz</i>	46
3. Polityka pieniężna w okresie styczeń – maj 2004 r.	52
4. Perspektywy inflacji	54
Załącznik A – Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w I kwartale 2004 r.	56

SYNTEZA

1. W kolejnych miesiącach I kwartału br. roczne tempo wzrostu cen ustabilizowało się na poziomie 1,6 – 1,7%. W kwietniu br. nastąpiło jednak wyraźne przyspieszenie inflacji do 2,2%. NBP spodziewa się jej dalszego wzrostu w maju. Na kształtowanie się bieżącej inflacji wpłynęły głównie czynniki podażowe, takie jak drożejąca żywność i wzrost cen surowców na świecie. Jednak w ocenie NBP, znacząco szybszy wzrost cen od kwietnia br. był już w większym stopniu wynikiem zwiększonej presji popytowej, co w pewnym stopniu wiązało się z oczekiwaniami wzrostu cen po wejściu Polski do Unii Europejskiej.

2. Według prognoz NBP, opartych na danych dostępnych w kwietniu br., oraz przy uproszczonym założeniu niezmiennych stóp procentowych prawdopodobieństwo, że inflacja w 2005 r. przekroczy górną granicę dopuszczalnych odchyłeń od celu, wyznaczonego na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc., jest wyższe niż 50%. Dane ekonomiczne, które zostały opublikowane w maju, oraz utrzymujące się wysokie ceny ropy naftowej wskazują na procesy prowadzące do dalszego wzmocnienia ryzyka przekroczenia górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego.

3. Od początku roku rosną oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i analityków bankowych. Chociaż w maju ustabilizowały się one na podwyższonym poziomie, to w warunkach rosnącej bieżącej inflacji można spodziewać się ich dalszego wzrostu. Wyraźnie zwiększyły się także oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw oraz, w jeszcze większym stopniu, ich prognozy cen własnych wyrobów. Roczne tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniosło w kwietniu br. 7,5% (w tym w górnictwie i kopalnictwie 30,5%), co jest najwyższym poziomem od października 2000 r. Ponadto, badania ankietowe przeprowadzone przez NBP w maju wskazują, że przedsiębiorstwa planują dalsze podwyżki cen swoich produktów w najbliższych miesiącach, uzasadniając je rosnącą presją kosztową. W ocenie NBP wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych może w znacznym stopniu wiązać się z wejściem Polski do Unii Europejskiej, o czym świadczy nasilenie tych oczekiwań także w niektórych pozostałych nowych krajach członkowskich. Mimo to, w warunkach silnego ożywienia gospodarczego oraz niekorzystnych wstrząsów podażowych istnieje znaczne ryzyko, że w następnych miesiącach br. oczekiwania inflacyjne mogą wzrosnąć, co może przyczynić się do dalszego przyspieszenia inflacji.

4. Ceny na światowych rynkach surowcowych w analizowanym okresie nadal rosły. Oczekuje się, że światowe ceny ropy naftowej będą się utrzymywać na obecnym wysokim poziomie do końca br.

5. Mimo pozytywnych tendencji w polskiej gospodarce, w okresie styczeń – kwiecień br. nastąpiło dalsze osłabienie kursu złotego, co w warunkach silniejszego niż oczekiwano wzrostu gospodarczego, może skutkować przyspieszeniem inflacji. Osłabienie złotego wynikało ze spadku dysparytetu realnych stóp procentowych oraz wzrostu wymaganej premii za ryzyko związane z lokowaniem w aktywa złotowe. Wzrost premii za ryzyko był spowodowany niepewnością dotyczącą realizacji programu naprawy finansów publicznych, a tym samym możliwości utrzymania długu publicznego na bezpiecznym poziomie.

6. W okresie styczeń – marzec 2004 r. roczna dynamika podaży pieniądza M3 utrzymywała się na umiarkowanym poziomie, jednak w kwietniu odnotowano jej znaczne przyspieszenie. Aktywność na rynku kredytowym przedsiębiorstw była nadal niska. Przyrost należności od gospodarstw domowych wynikał głównie z utrzymującej się wysokiej dynamiki kredytów mieszkaniowych, a znaczące przyspieszenie dynamiki kredytów w kwietniu było spowodowane wzmocnionymi zakupami wynikającymi z obaw o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE. W badaniach ankietowych, przeprowadzonych przez NBP, banki sygnalizują oczekiwany znaczny wzrost popytu na kredyt zarówno w sektorze przedsiębiorstw (w tym na kredyt długoterminowy), jak i w sektorze gospodarstw domowych. Na zwiększenie zainteresowania kredytami wskazują również badania kondycji sektora przedsiębiorstw.

7. Polska gospodarka wykazuje silne ożywienie, w znacznym stopniu oparte na dynamicznie rosnącym eksporcie. Badania koniunktury oraz kondycji przedsiębiorstw potwierdzają powyższe tendencje. Ponadto w 2004 r. odnotowano przyspieszenie spożycia indywidualnego oraz coraz licz-

niejsze sygnały wzrostu popytu inwestycyjnego. Według prognoz NBP należy oczekiwać utrzymania się dynamiki spożycia indywidualnego na wysokim poziomie i stopniowej poprawy dynamiki inwestycji. Tempo wzrostu gospodarczego w latach 2004–2006 pozostanie wysokie pod warunkiem przeprowadzenia reform finansów publicznych.

8. Przyspieszający wzrost gospodarczy, rosnąca inflacja, zwiększający się fundusz płac i najwyższe od 1995 r. zyski przedsiębiorstw prowadzą do poprawy dochodów budżetu państwa i pozostałych elementów sektora finansów publicznych. Wyniki budżetu po czterech miesiącach zmniejszają zagrożenie niższych niż planowano dochodów budżetowych w 2004 r. Jednak kluczowym okresem dla oceny sytuacji sektora finansów publicznych będzie maj – lipiec br., ze względu na przewidywany ubytek dochodów i wzrost wydatków związany z wprowadzeniem od 1 maja br. rozliczeń z budżetem UE.

Pomimo większych niż oczekiwano dochodów sektora finansów publicznych w okresie styczeń – kwiecień br., z dużym prawdopodobieństwem można oczekiwać, że deficyt sektora w 2004 r. będzie znacznie wyższy niż rok wcześniej, co w połączeniu z niską realizacją wpływów z prywatyzacji może prowadzić do przekroczenia drugiego progu ostrożnościowego relacji długu publicznego do PKB.

Ponadto, odkładanie działań na rzecz ograniczenia i racjonalizacji wydatków publicznych musiałyby prowadzić do kryzysu finansów publicznych i do załamania wzrostu gospodarczego.

9. W I kwartale br. utrzymała się tendencja do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących. Przyczyniło się do tego głównie dalsze zmniejszenie deficytu obrotów towarowych (wskutek wyższego tempa wzrostu eksportu niż importu) oraz zwiększenie nadwyżki wymiany usług. Poprawa salda w obrotach handlowych wynika w znacznym stopniu z poprawiającej się pozycji konkurencyjnej polskich producentów wobec partnerów zagranicznych.

10. Na podstawie wstępnych danych można szacować, że wzrost wartości dodanej w I kwartale 2004 r. przekroczył 6%. Podobnie jak w 2003 r. przyczynił się do niego głównie wzrost wartości dodanej w przemyśle i w usługach rynkowych. O wysokiej dynamice produkcji przetwórstwa zdecydowały gałęzie przemysłu o wysokim i rosnącym udziale sprzedaży na eksport. Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej, po spadkach w pierwszych dwóch miesiącach roku, w marcu i kwietniu była dodatnia, przy czym znaczący wzrost produkcji budowlanej w kwietniu wiązał się z podwyżką podatku VAT na materiały i usługi budowlane poczynawszy od maja br.

11. Według danych GUS dotyczących sektora przedsiębiorstw, pomimo silnego ożywienia gospodarczego w pierwszych miesiącach 2004 r., nie zaobserwowano wzrostu zatrudnienia w tym sektorze. Jednak analiza danych z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności wskazuje, że już w zeszłym roku zatrudnienie w gospodarce mogło wzrosnąć. Można oczekiwać, że w najbliższych miesiącach będzie następowała stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy.

12. W okresie styczeń – kwiecień br. zaobserwowano zdecydowane przyspieszenie rocznego tempa wzrostu przeciętnego nominalnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw oraz funduszu płac. Wysoki wzrost wydajności pracy nadal wyprzedza wzrost wynagrodzeń, co znajduje odzwierciedlenie w obniżających się jednostkowych kosztach pracy.

13. Od początku roku nasilają się czynniki zwiększające presję inflacyjną i jednocześnie maleje rola niektórych czynników dotychczas ograniczających tempo wzrostu cen. W związku z tym Rada Polityki Pieniężnej w lutym i marcu br. zasygnalizowała możliwość zmiany nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne, a następnie w kwietniu takie nastawienie przyjęła.

14. Rosnące od początku roku oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych ustabilizowały się w maju br. na podwyższonym poziomie. Niektóre miary oczekiwań inflacyjnych ponownie wzrosły w maju, a oczekiwania podwyżek cen w handlu detalicznym osiągnęły najwyższy poziom od 1997 r. W kwietniu nastąpił znaczący wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu, zaś niektórzy producenci planują dalsze znaczne podwyżki cen w najbliższych miesiącach. Zwiększyły się, choć w różnym stopniu, wszystkie miary inflacji bazowej. Te czynniki w połączeniu ze wzrostem aktywności gospodarczej, którego skala znacząco przewyższa oczekiwania, wskazują na wysokie prawdopodobieństwo dalszego przyspieszenia inflacji.

Jednakże, przeprowadzone analizy wskazują, że niektóre z czynników wpływające na wzrost oczekiwań inflacyjnych mogą być związane z wejściem Polski do Unii Europejskiej, a zatem prawdopodobnie mają charakter tymczasowy. Można zakładać, że dane dostępne w najbliższym czasie pozwolą lepiej ocenić siłę oddziaływania efektów przejściowych.

Biorąc to pod uwagę, Rada postanowiła w maju br. nie zmieniać parametrów polityki pieniężnej oraz utrzymać restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

1

Przebieg procesów inflacyjnych

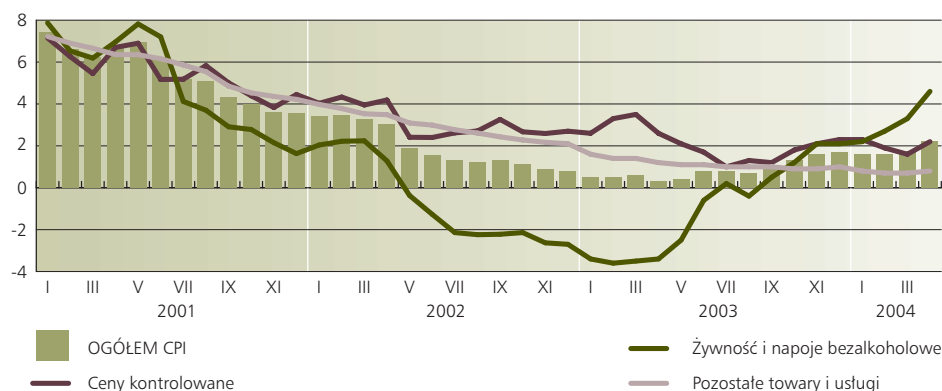
1

1.1. CPI, HICP oraz indeksy inflacji bazowej

Po wzroście inflacji z 0,3%¹ w kwietniu 2003 r. do 1,7% w grudniu 2003 r., w kolejnych miesiącach I kwartału br. roczne tempo wzrostu cen ustabilizowało się na poziomie 1,6 – 1,7% (wykres 1). Wyraźne przyspieszenie inflacji do poziomu 2,2% r/r nastąpiło natomiast w kwietniu br., co było spowodowane głównie sytuacją na rynkach żywności oraz paliw (wykres 2, tabela 1).

Wykres 1

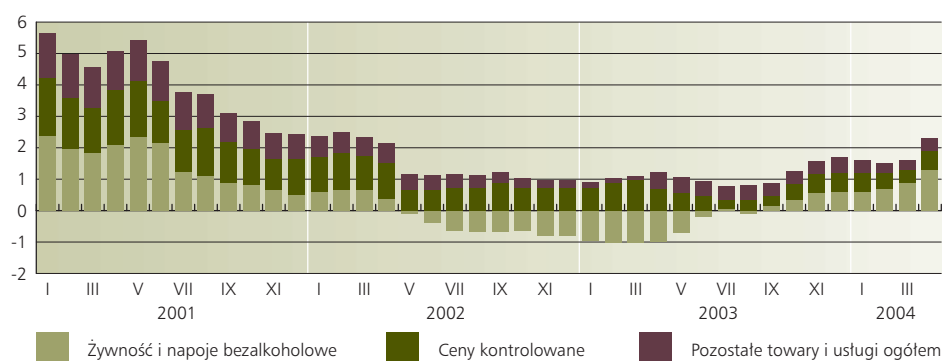
Zmiany CPI i głównych kategorii cen w latach 2001–2004 (%)
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2

Dekompozycja CPI w latach 2001–2004 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100) (pkt. proc.)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹ Mierzonej rocznym indeksem CPI. W dalszej części *Raportu* przyjęto następujące oznaczenia:
r/r – analizowany okres w porównaniu z analogicznym okresem w ubiegłym roku,
kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału,
m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca.

Tabela 1
Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

	wagi %	2004			
		I	II	III	IV
		analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100			
Ogółem	100,0	101,6	101,6	101,7	102,2
Żywność i napoje bezalkoholowe	27,0	102,2	102,7	103,3	104,6
Ceny kontrolowane	27,3	102,3	101,9	101,6	102,2
w tym paliwo	3,8	105,4	102,7	101,3	104,7
Pozostałe towary i usługi	45,8	100,8	100,7	100,7	100,8
w tym towary nieżywnościowe	27,3	99,8	99,7	99,8	100,0
Usługi	18,5	102,4	102,3	102,1	102,1
poprzedni miesiąc = 100					
Ogółem	100,0	100,4	100,1	100,3	100,8
Żywność i napoje bezalkoholowe	27,0	100,5	100,3	100,8	102,1
Ceny kontrolowane	27,3	100,6	100,2	100,3	100,4
w tym paliwo	3,8	103,2	101,0	101,9	101,9
Pozostałe towary i usługi	45,8	100,2	99,9	100,0	100,2
w tym towary nieżywnościowe	27,3	100,0	99,6	100,0	100,1
Usługi	18,5	100,5	100,3	100,1	100,3

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

W analizowanym okresie polska gospodarka weszła w fazę silnego i trwałego ożywienia, o czym świadczą m.in. wyniki badań koniunktury i kondycji sektora przedsiębiorstw. Wzrostowi gospodarczemu towarzyszyło zwiększenie funduszu płac, sygnalizujące wzrost spożycia prywatnego. Ponadto, rosnące ceny surowców na rynkach światowych oraz osłabienie kursu złotego prowadziły do wzrostu kosztów i – w konsekwencji – cen produkcji sprzedanej².

Wymienione czynniki nie znalazły jednak jeszcze wyraźnego odzwierciedlenia we wzroście cen towarów i usług konsumpcyjnych. Presja inflacyjna jest ograniczana m.in. przez obserwowany od czterech kwartałów wzrost wydajności pracy, któremu towarzyszy spadek jednostkowych kosztów pracy. Rosnąca konkurencja, szczególnie na rynku detalicznym, również ogranicza możliwość podnoszenia cen. Z kolei obserwowany wzrost cen produkcji sprzedanej, według badań NBP, do lutego dotyczył głównie produkcji eksportowej. Ponadto należy podkreślić, że efekt przeniesienia (ang. *pass-through*) presji kosztowej i popytowej na wzrost cen następuje zazwyczaj z pewnym opóźnieniem.

Mimo występowania czynników powstrzymujących wzrost inflacji, tempo wzrostu popytu przewyższające poziom wynikający z długookresowego trendu, rosnący stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przemyśle przetwórczym oraz wzrost oczekiwań inflacyjnych rodzą ryzyko przyspieszenia inflacji w najbliższej przyszłości. Dane z kwietnia br. w znacznym stopniu potwierdzają powyższą tezę.

Na kształtowanie się bieżącej inflacji wpłynęły głównie czynniki podażowe, choć znacząco szybszy wzrost cen w kwietniu br. był już prawdopodobnie w większym stopniu wynikiem zwiększonej presji popytowej. Silny wzrost cen żywności w kwietniu br. potwierdził obserwowaną od wielu miesięcy tendencję wzrostową w tej grupie cen, która w analizowanym okresie wpłynęła najsilniej na przyspieszenie inflacji (wykres 2, tabela 1). Przyczyn wzrostu cen żywności należy upatrywać przede wszystkim w gorszych niż rok wcześniej zbiorach zbóż. Od wielu

² Determinanty procesów inflacyjnych w analizowanym okresie zostały omówione w rozdziale *Determinanty inflacji*.

miesiący ograniczana jest także skala produkcji zwierzęcej (mięsa wieprzowego). Zmniejszeniu presji inflacyjnej nie sprzyjały również wysokie ceny żywności (zbóż) na rynku europejskim. Ponadto, czynnikiem wpływającym na dynamikę cen żywności w pierwszych czterech miesiącach br. był statystyczny efekt bazy – w analogicznym okresie 2003 r. ceny te spadały w tempie 3,4–3,5% r/r.

Do wzrostu cen żywności przyczyniły się również wzmożone zakupy niektórych artykułów żywnościowych (m.in. cukru) wynikające z obaw konsumentów o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE. Wzmocniło to presję inflacyjną, szczególnie w kwietniu – miesiącu poprzedzającym akcesję.

Według NBP, w kolejnych miesiącach do wzrostu cen żywności będą się przyczyniać: gorsza niż w dwóch poprzednich latach produkcja roślinna (czynnik ten będzie wpływał na ceny do połowy roku) oraz niższa produkcja zwierzęca (głównie mięsa wieprzowego). Na kształtowanie się krajowych cen żywności będzie również wpływać stopniowe wprowadzanie rozwiązań przyjętych w ramach Wspólnej Polityki Rolnej oraz Taryfy Celnej UE.

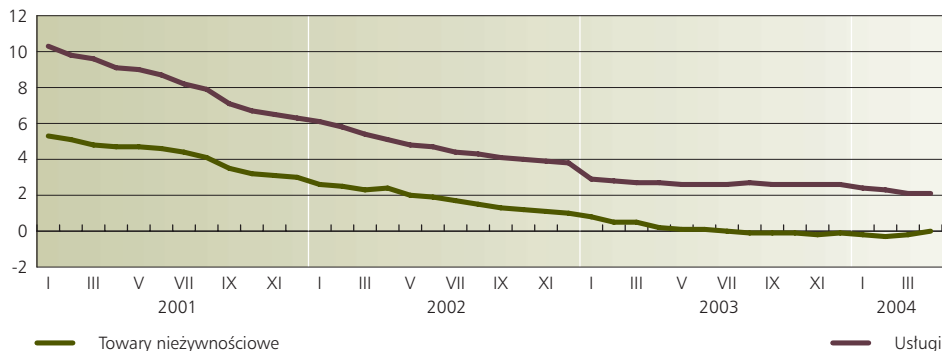
W grupie cen kontrolowanych podstawowym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się inflacji w okresie styczeń – kwiecień 2004 r. były podwyżki cen paliw. W ciągu pierwszych czterech miesięcy br. ceny paliw wzrosły łącznie o 8,2%. Ceny te charakteryzują się dużą zmiennością, dlatego w niektórych okresach mogą istotnie wpływać na ogólny poziom indeksu CPI. Wzrost cen paliw w analizowanym okresie wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen ropy na rynkach światowych. W znacznie mniejszym stopniu przyczyniła się do niego podwyżka podatku akcyzowego³ oraz wprowadzenie od 1 stycznia br. opłaty paliwowej.

Wśród nośników energii – kategorii, której udział w grupie cen kontrolowanych jest największy, w ciągu pierwszych czterech miesięcy br. najbardziej wzrosły ceny ciepłej wody (łącznie o 2,0%; 3,9% r/r w kwietniu br.). W analizowanym okresie nie wprowadzono jeszcze nowych tarif opłat za gaz i energię elektryczną.

W miesiącach styczeń – kwiecień br. utrzymywało się znacząco niższe niż przed rokiem roczne tempo wzrostu cen w grupie pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych (po wyłączeniu cen kontrolowanych). Było to wynikiem obserwowanej od sierpnia 2003 r. spadkowej tendencji cen wchodzących w skład tej grupy towarów nieżywnościowych (wykres 3). Spośród tych towarów największe spadki cen w ciągu pierwszych czterech miesięcy br. wystąpiły w przypadku obuwia (o 3,7%) i odzieży (2,3%). W analizowanym okresie utrzymywała się tendencja powolnego obniżania się tempa wzrostu cen usług, na które wpływają głównie czynniki krajowe. Nie dotyczyło to jednak tych rodzajów usług, na które popyt jest mało elastyczny, przede wszystkim związanych z użytkowaniem mieszkania.

Wykres 3

Zmiany cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych (r/r; w %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³ Styczniowa podwyżka akcyzy na benzynę (o 2 gr/l) była mniejsza niż jej obniżka w połowie maja br. (o 5 gr/l).

1

Przedstawiona charakterystyka czynników wpływających na przebieg procesów inflacyjnych w miesiącach styczeń – kwiecień 2004 r. znajduje odzwierciedlenie w kształtowaniu się miar inflacji bazowej w analizowanym okresie. Od października 2003 r. do marca br. żadna z nich nie przewyższała rocznego tempa wzrostu cen mierzonego indeksem CPI, natomiast w kwietniu na wyższym niż CPI poziomie ukształtował się tylko jeden ze wskaźników. Świadczy to o istotnym proinflacyjnym wpływie cen, które są wyłączone ze wskaźników inflacji bazowej. Wielkości przedstawione w tabeli 2 potwierdzają, że w omawianych miesiącach na wzrost inflacji najsilniej oddziaływały ceny żywności, paliw oraz ceny najbardziej zmienne, a także opłaty za użytkowanie mieszkań.

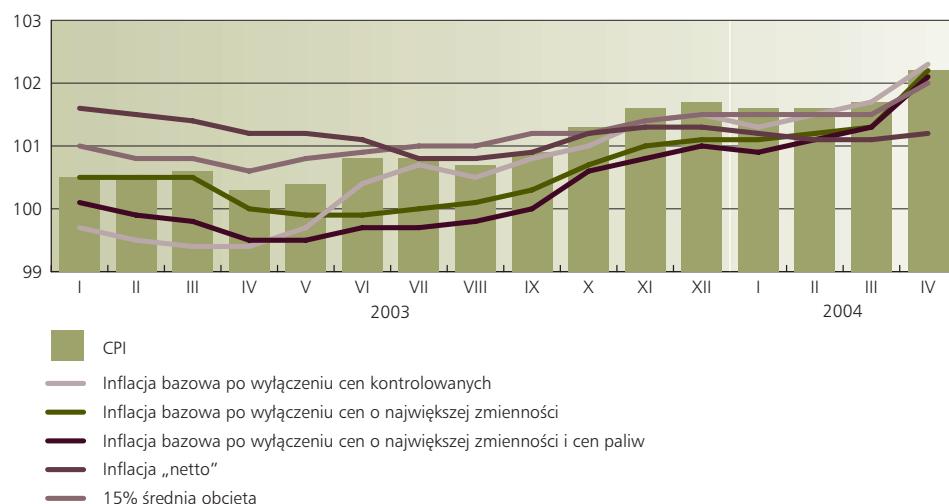
Wykres 5 ilustruje, że po względnie stabilnym w I kwartale 2004 r. kształtowaniu się wskaźników CPI oraz inflacji bazowej, w kwietniu nastąpił ich znaczący wzrost. Wyjątek stanowiła inflacja „netto”, co pokazuje, że w tym miesiącu do przyspieszenia wzrostu cen w największym stopniu przyczyniły się wyłączone z tej miary ceny żywności i paliw.

Tabela 2
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej w 2004 r.

	Zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku (w %)				Zmiany do poprzedniego miesiąca (w %)			
	2004							
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
CPI	1,6	1,6	1,7	2,2	0,4	0,1	0,3	0,8
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:								
Cen kontrolowanych	1,3	1,5	1,7	2,3	0,3	0,1	0,3	0,9
Cen o największej zmienności	1,1	1,2	1,3	2,2	0,1	0,1	0,2	0,7
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,9	1,1	1,3	2,1	0,0	0,0	0,1	0,7
Cen żywności i paliw (inflacja „netto”)	1,2	1,1	1,1	1,2	0,2	0,0	0,1	0,2
15% średnia obcięta	1,5	1,5	1,5	2,0	0,2	0,1	0,2	0,2

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP.

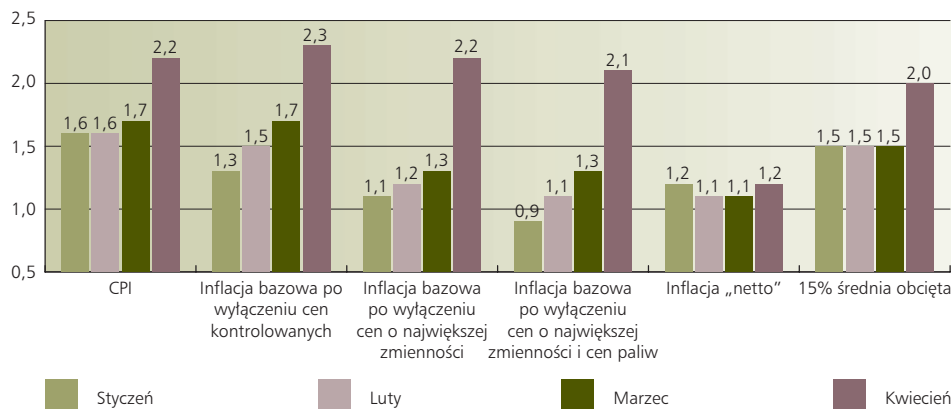
Wykres 4
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 5

CPI oraz inflacja bazowa (zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku, w %)



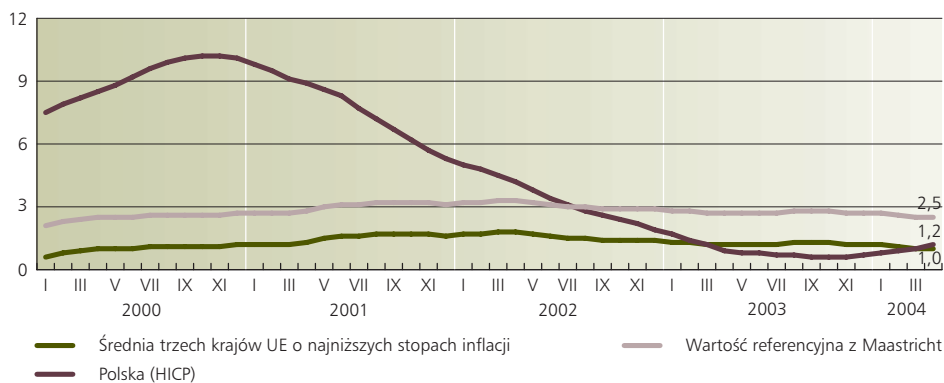
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja a kryterium z Maastricht

Trwające od maja 2003 r. przyspieszenie inflacji znajduje odzwierciedlenie w systematycznym wzroście średniorocznego tempa wzrostu cen (do 1,2% w kwietniu br.), mierzonego zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych – HICP⁴ (wykres 6). Wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen⁵ (2,5% w marcu br.) znajduje się wciąż wyraźnie powyżej aktualnej inflacji w Polsce. Mając jednak na uwadze konstrukcję indeksu średniorocznego, a także wyższe niż 1,2% bieżące i – zgodnie z wyznaczonym celem inflacyjnym – przyszłe roczne tempo wzrostu cen, obliczana przy ocenie spełnienia kryterium z Maastricht inflacja dla Polski będzie charakteryzowała się tendencją rosnącą.

Wykres 6

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



Źródło: dane Eurostat-u, obliczenia NBP.

⁴ Zasadnicza 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 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 między tymi indeksami są w praktyce nieznaczne.

⁵ Wartość 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.

1.2. Oczekiwania inflacyjne

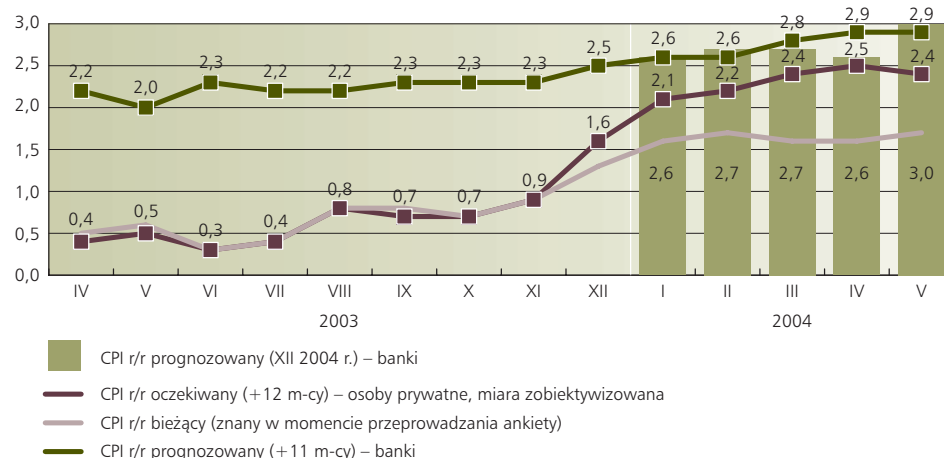
W pierwszych czterech miesiącach br. odnotowano dalszy wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i analityków bankowych (wykres 7). W maju ustabilizowały się one na podwyższonym poziomie. Niemniej, niektóre miary oczekiwań inflacyjnych ponownie wzrosły, a oczekiwania podwyżek cen w handlu detalicznym osiągnęły najwyższy poziom od 1997 r.

W pierwszych miesiącach br. wyraźnie wzrosły także oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw oraz, w jeszcze większym stopniu, prognozy cen ich własnych wyrobów. Na silnie rosnące oczekiwania i prognozy wzrostu cen wskazują również badania koniunktury GUS (wykresy 8 i 9).

Czynnikiem wywierającym dominujący wpływ na oczekiwania inflacyjne osób prywatnych były – często nieuzasadnione – obawy o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE (Ramka 1). Obawy

Wykres 7

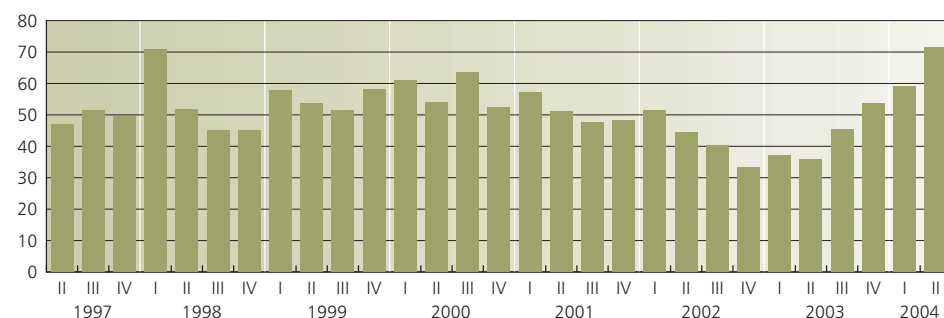
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i prognozy inflacyjne analityków bankowych w okresie od kwietnia 2003 r. do kwietnia 2004 r.⁶ (%)



Źródło: dane Reuters, GUS, obliczenia NBP na podstawie danych Ipsos.

Wykres 8

Oczekiwane przez konsumentów zmiany trendów cen w okresie najbliższych 12 miesięcy – saldo ocen (%)

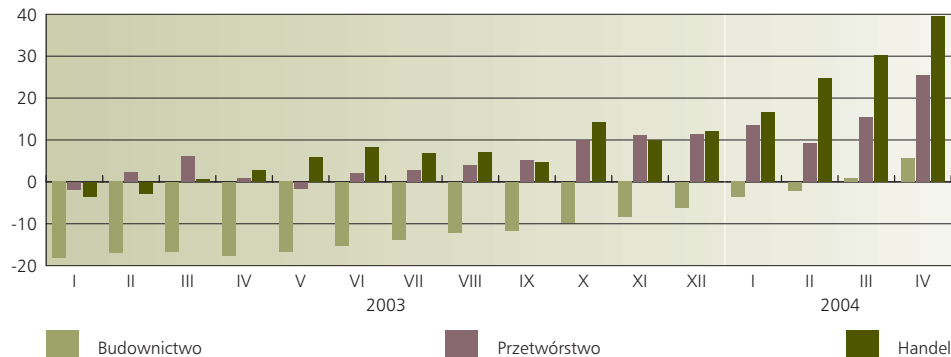


Źródło: GUS, badania koniunktury konsumenckiej.

⁶ Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i prognozy analityków bankowych nie są w pełni porównywalne ze względu na odmienny horyzont czasowy: analitycy bankowi deklarują swoje przewidywania na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku, natomiast osoby prywatne – na analogiczny miesiąc następnego roku. Poza tym należy wziąć pod uwagę fakt, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, że respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji.

Wykres 9

Prognozowane zmiany trendów cen w budownictwie, przetwórstwie i handlu w okresie najbliższych 3 miesięcy – saldo ocen



Źródło: Badania koniunktury GUS.

te nasiliły się szczególnie w ostatnich miesiącach poprzedzających termin akcesji. Wyniki badań ankietowych pokazują, że oczekiwany wzrost cen dotyczył wszystkich uwzględnionych w badaniach grup produktów (tabela 3).

Ramka 1. Wpływ członkostwa Polski w UE na ceny krajowe

W związku z przystąpieniem Polski do UE Narodowy Bank Polski i Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów przeprowadziły badanie dotyczące wpływu akcesji na zmiany cen w Polsce. Wyniki analiz wskazują, że członkostwo w UE nie powinno wpłynąć istotnie na krajowe ceny towarów i usług. Zmiany cen mogą wynikać z:

- przyczyn bezpośrednich, takich jak: zmiany stawek VAT, akcyzy, przyjęcia Wspólnej Taryfy Celnej oraz objęcia Polski Wspólną Polityką Rolną,
- liberalizacji cen oraz efektów rynkowych wynikających ze wzrostu konkurencji.

Ocenia się, że wzrost cen wynikający z członkostwa w UE powinien dotyczyć 15% towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe. Spadek cen powinien natomiast wystąpić w przypadku 33% z nich, a dla 52% towarów i usług przystąpienie do UE nie powinno mieć wpływu na ceny. Przy uwzględnieniu wyłącznie efektów bezpośrednich ocenia się, że łączny wpływ zmian cen związany z przystąpieniem Polski do UE na roczny wskaźnik CPI nie powinien być wyższy niż 0,9 pkt. proc.

W badaniu podkreśla się, że mimo wieloletniego procesu budowania Jednolitego Rynku, między krajami UE-15 nadal występuje znaczne zróżnicowanie cen usług oraz towarów, zarówno żywnościowych, jak i przemysłowych. Wynika to z różnic w sile nabywczej konsumentów, stopnia liberalizacji danego rynku oraz poziomu konkurencji.

W celu analizy zmian cen w okresie poprzedzającym i po uzyskaniu członkostwa Polski w UE:

- uruchomiona została infolinia, służąca do rejestracji zgłaszanych przez konsumentów informacji o zaobserwowanych przypadkach zmian cen detalicznych,
- wprowadzony został system notowań cen wytypowanych towarów i usług na rynku krajowym, realizowany w Centrali i w Oddziałach Okręgowych NBP. Zgodnie z założeniami system notowań cen stanowi ważne źródło bieżącej informacji o tendencjach kształtowania się cen wybranych towarów i usług przed przystąpieniem do UE i w początkowym okresie członkostwa.

Dotychczasowe notowania cen wskazują, że:

- ujawniły się już wszystkie podwyżki, które są uzasadnione regulacjami Unii Europejskiej, natomiast w przypadku przewidywanych obniżek efekt cenowy wywołany wejściem Polski do UE jeszcze się w pełni nie zrealizował;
- zmiany cen takich towarów jak paliwa, węgiel czy owoce nie są związane z akcesją, lecz wynikają z tendencji na rynkach światowych, decyzji administracyjnych oraz czynników sezonowych;
- w dłuższym okresie niektóre towary i usługi powinny tanieć ze względu na liberalizację niektórych rynków i rosnącą konkurencję (czynnik nie uwzględniony w analizie). Dotyczy to m.in. usług telekomunikacyjnych i energii elektrycznej;
- wyrównywanie cen do poziomu UE-15 może wystąpić tylko przy zbliżaniu się dochodów realnych społeczeństwa do poziomu notowanego w krajach Europy Zachodniej.

Tabela 3

Struktura odpowiedzi na pytanie dotyczące zmian cen wybranych kategorii towarów i usług w wyniku akcesji Polski do Unii Europejskiej

	Odsetek respondentów (w %) twierdzących, że po wstąpieniu do Unii Europejskiej ceny:											
	(1) zwiększą się			(2) pozostaną bez zmian			(3) zmniejszą się			(4) trudno powiedzieć		
	II	I	II	II	I	II	II	I	II	II	I	II
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
A. Produkty spożywcze	64	77	75	14	5	9	10	8	6	12	10	9
B. Odzież i obuwie	50	58	61	22	10	13	14	18	14	14	14	12
C. Samochody ¹	35	50*	53*	18	17*	21*	30	14*	10*	17	19*	15*
		35**	36**		32**	34**		12**	12**		21**	17**
D. Sprzęt elektroniczny (AGD-RTV)	35	41	42	22	23	28	27	19	12	16	18	17
E. Mieszkania	56	71	67	18	5	9	9	10	8	17	14	15
F. Połączenia telefoniczne	31	37	36	18	30	34	33	15	13	18	17	17

¹ W styczniu i lutym 2004 r. pytanie to zostało rozбите na dwa pytania:

* pytanie o ceny nowych samochodów osobowych

** pytanie o ceny używanych samochodów osobowych

Źródło: Ipsos.

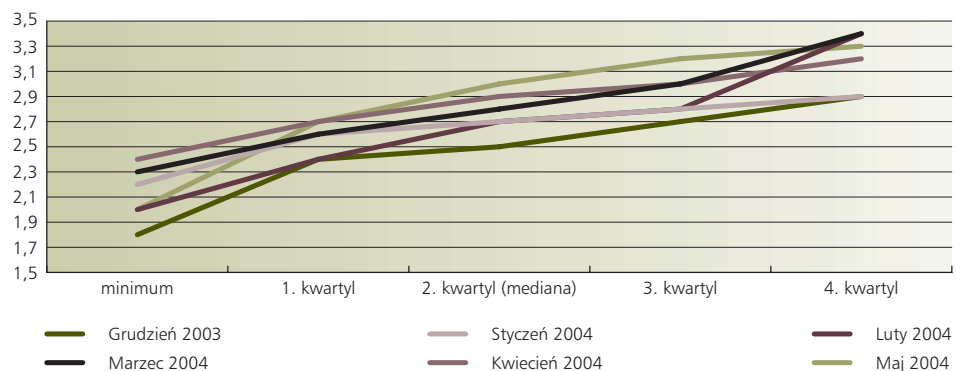
Wzrost oczekiwań inflacyjnych analityków bankowych (wykres 10) znalazł odzwierciedlenie w przesunięciu rozkładu ich prognoz w kierunku wyższego tempa wzrostu cen. W maju br. odnotowano stabilizację średniej oczekiwanej inflacji, przy czym towarzyszył jej wzrost niepewności (rozszerzony przedział deklaracji między minimalnym a maksymalnym poziomem oczekiwanej inflacji).

Mediana oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących rocznego wskaźnika inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy wzrosła z 2% do 2,4% (wykres 11). Jednocześnie należy podkreślić, że po raz pierwszy od II kwartału 2001 r. o zamiarze podniesienia cen swoich towarów poinformowała ponad połowa ankietowanych przedsiębiorstw.

Silny wzrost oczekiwań inflacyjnych na przełomie 2003 i 2004 r. oraz ewentualna kontynuacja tego trendu, szczególnie w przypadku osób prywatnych, rodzą ryzyko zwiększenia presji na wzrost płać i popytu konsumpcyjnego, co z kolei prowadziłoby do przyspieszenia tempa wzrostu cen.

Wykres 10

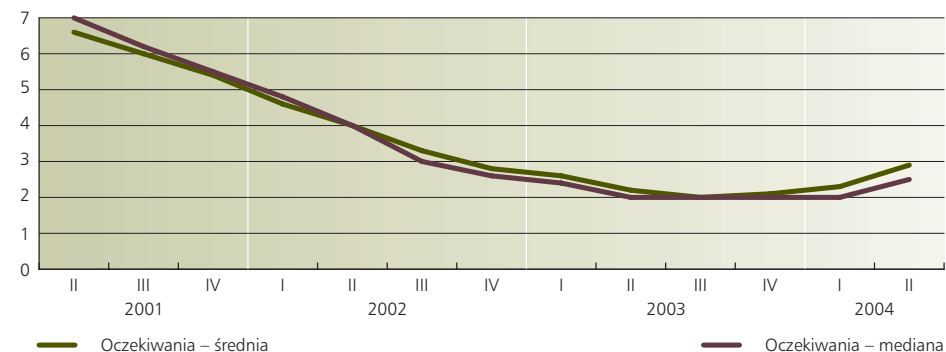
Rozkład prognoz inflacyjnych analityków bankowych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji w miesiącu poprzedzającym analogiczny miesiąc następnego roku (%)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 11

Oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące kwartalnego wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w ciągu najbliższych 12 (w %)



Źródło: NBP.

1.3. Cel inflacyjny

Pomimo obserwowanego od maja 2003 r. przyspieszenia inflacji, jej bieżący poziom znajduje się w dolnym przedziale odchyień od celu inflacyjnego. Inflacja oczekiwana przez osoby prywatne i przedsiębiorstwa również nie przekracza górnej granicy dopuszczalnych wahań. Natomiast prognozy inflacyjne banków wyraźnie już przewyższają poziom 2,5%. Dalszy wzrost oczekiwanej inflacji w warunkach ożywienia gospodarczego i rosnących dochodów do dyspozycji rodzi jednak ryzyko przyspieszenia tempa wzrostu cen nawet powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego.

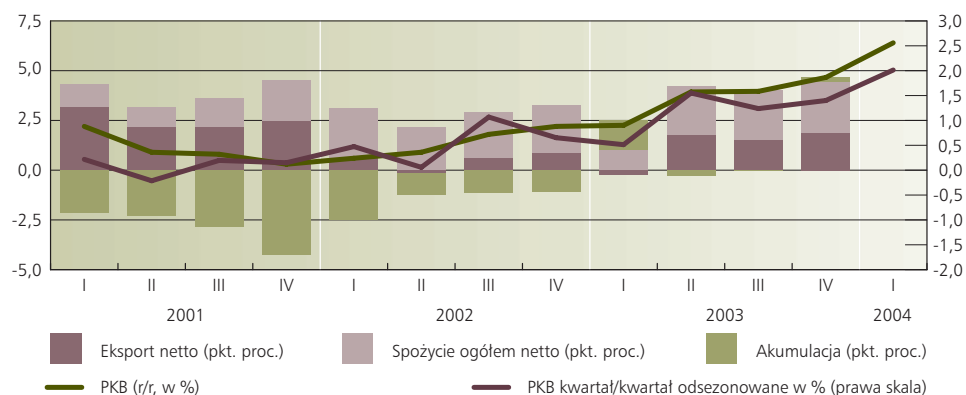
2 Determinanty inflacji

2.1. Popyt

W okresie styczeń – kwiecień 2004 r. polska gospodarka znajdowała się w fazie silnego ożywienia w znacznym stopniu opartego na rosnącym eksporcie. Jednocześnie zaobserwowano przyspieszenie spożycia indywidualnego oraz coraz liczniejsze sygnały wzrostu popytu inwestycyjnego. Badania koniunktury oraz kondycji przedsiębiorstw potwierdzają powyższe tendencje.

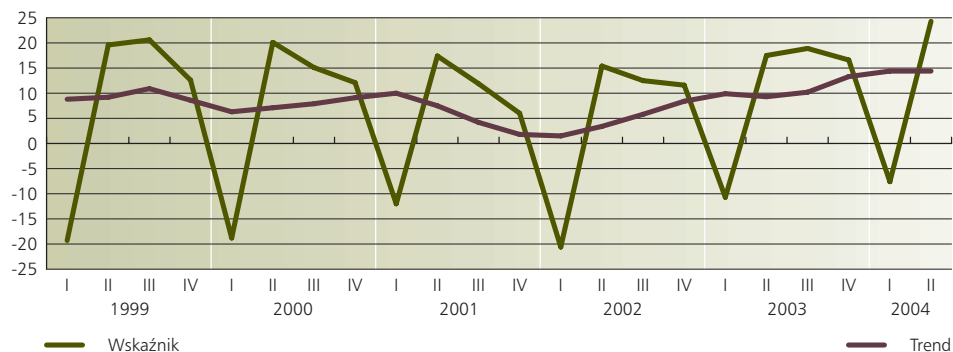
W I kwartale 2004 r. po raz kolejny odnotowano przyspieszenie wzrostu produktu krajowego brutto (wykres 12). W analizowanym okresie tempo wzrostu PKB przekroczyło 6% r/r,

Wykres 12
Udział składników popytu finalnego we wzroście PKB*



* W Raporcie do odsezonowania danych użyto metody TRAMO/SEATS.
Źródło: dane GUS.

Wykres 13
Wskaźnik prognoz popytu ogółem* (różnica sald) oraz trend tego wskaźnika**



* Wskaźnik wyliczony wg metody tzw. testu koniunkturalnego (różnica pomiędzy odsetkiem prognoz wzrostu popytu a odsetkiem prognoz spadku popytu).

** Wskaźnik uzyskany metodą x11.
Źródło: NBP.

wobec 3,8% w całym 2003 r. i 4,7% w IV kwartale 2003 r. Podobnie jak w ubiegłym roku, głównym źródłem wzrostu w I kwartale br. były silny eksport oraz spożycie indywidualne. Ocenia się, że te czynniki zadecydowały także o przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w analizowanym okresie.

Badania NBP dotyczące kondycji przedsiębiorstw wskazują, że już drugi kwartał z rzędu niski poziom popytu nie jest wymieniany przez przedsiębiorstwa jako główna bariera ich rozwoju (w marcu br. był to czwarty najczęściej wymieniany czynnik). Oczekiwana przez przedsiębiorstwa wyraźna poprawa popytu znajduje odzwierciedlenie we wzroście spodziewanego przez nie w II kwartale br. wskaźnika popytu ogółem do poziomu najwyższego w całej historii badań ankietowych, tj. od 1997 r. (wykres 13). Mimo że zgodnie z oczekiwaniami odsetek prognoz wzrostu popytu jest większy wśród eksporterów niż wśród przedsiębiorstw sprzedających swoje wyroby wyłącznie na rynku krajowym, to wzrost optymizmu jest większy w tej drugiej grupie podmiotów. Ponadto wśród eksporterów bardziej optymistyczne prognozy sformułowały przedsiębiorstwa o niskim udziale eksportu w przychodach (do 50%). Powyższe czynniki wskazują zatem na wyraźną poprawę popytu również na rynku krajowym.

2.1.1. Popyt konsumpcyjny

Według szacunków NBP, w I kwartale br. utrzymywało się wysokie tempo wzrostu spożycia. Jego głównym źródłem był wzrost dochodów gospodarstw domowych, który wiązał się z ożywieniem gospodarczym. Wysoka była przede wszystkim dynamika dochodów bezpośrednio związanych z wynikami produkcji. Po raz pierwszy od II kwartału 2001 r. tempo wzrostu dochodów pierwotnych było wyższe niż transferów, których dynamika (r/r) w I kwartale br. obniżyła się.

Tempo wzrostu dochodów z pracy najemnej oraz dochodów z działalności gospodarczej na własny rachunek w pozarolniczych sekcjach gospodarki były najwyższe od I kwartału 2002 r. Wzrost dochodów z pracy najemnej, szacowany w I kwartale br. na ponad 4% r/r (nominalnie), był przede wszystkim wynikiem wzrostu funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. W tym sektorze tempo wzrostu przeciętnych wynagrodzeń wyniosło 5,5% r/r i było najwyższe od IV kwartale 2001 r. Ponadto, w analizowanym okresie wzrosły dochody z własności, głównie w wyniku wysokiej dynamiki dochodów prywatnych właścicieli.

Wypłaty świadczeń z ubezpieczeń społecznych były nominalnie wyższe niż przed rokiem o 5,4%, a świadczenia z pomocy społecznej nie przekroczyły poziomu z I kwartału 2003 r. Zmniejszyły się wypłaty zasiłków dla bezrobotnych i z ubezpieczeń. Natomiast zasiłki pielęgnacyjne i rodzinne nieznacznie wzrosły. Wyraźny wzrost odnotowano natomiast w przypadku świadczeń przedemerytalnych, jednak ich udział w transferach pozostaje relatywnie niewielki.

Według szacunków NBP, dochody brutto do dyspozycji gospodarstw domowych w I kwartale br. wzrosły nominalnie o ponad 6% (r/r), a ich siła nabywcza była większa niż przed rokiem o ponad 4,5%. Przyczyniło się to do wzrostu spożycia indywidualnego, którego tempo kształtowało się, według ocen NBP, również powyżej 4,5%.

W I kwartale br. został zahamowany spadek oszczędności brutto gospodarstw domowych. Do wzrostu akumulacji gospodarstw domowych przyczynił się przede wszystkim wzrost inwestycji mieszkaniowych oraz wydatków na prowadzoną przez nie działalność gospodarczą. Oszczędności finansowe gospodarstw domowych były natomiast o blisko 25% mniejsze niż przed rokiem. Wynikało to ze spadku depozytów gospodarstw domowych w sektorze bankowym i wzrostu ich zadłużenia (zobacz rozdział 0).

Do wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych w miesiącach poprzedzających przystąpienie Polski do UE niewątpliwie przyczyniły się obawy o wzrost cen po akcesji. Znajduje to potwierdzenie m.in. w wysokim wzroście sprzedaży detalicznej w tym okresie. Choć powyższy efekt może mieć charakter przejściowy, to rosnące dochody do dyspozycji gospodarstw domowych w warunkach ożywienia gospodarczego i stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy powinny znaleźć odzwierciedlenie we wzroście spożycia prywatnego.

2.1.2. Popyt sektora finansów publicznych

Analiza wpływu sektora finansów publicznych na popyt krajowy z konieczności została ograniczona wyłącznie do budżetu państwa. Wynika to z braku informacji o pozostałych segmentach tego sektora⁷. Dane dotyczące budżetu państwa w 2004 r. są nieporównywalne z danymi z lat poprzednich z powodu wprowadzonych w br. zmian systemowych i metodologicznych (zobacz Ramka 2). Powyższe przyczyny utrudniają pełną ocenę wpływu sektora finansów publicznych na przebieg procesów gospodarczych w analizowanym okresie.

2

Ramka 2.

W 2004 r. po stronie dochodowej i wydatkowej budżetu państwa wprowadzono następujące zmiany systemowe i metodologiczne:

- Zgodnie z nowelizacją ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego wprowadzono nowe zasady zasilenia tych jednostek przez budżet państwa, a także nowy podział zadań finansowanych przez administrację rządową i samorządową. W rezultacie zwiększył się udział jednostek samorządu terytorialnego we wpływach budżetu państwa* z podatków bezpośrednich. Działania te mają na celu dalszą decentralizację środków publicznych oraz zwiększenie ekonomicznej samodzielności samorządów w gospodarowaniu własnymi środkami.
- Dokonano zmiany sposobu refundacji Funduszowi Ubezpieczeń Społecznych ubytku dochodów z tytułu wprowadzenia reformy ubezpieczeń społecznych (głównie składki do otwartych funduszy emerytalnych). Środki na ten cel nie obciążają w br. wydatków budżetowych i są ewidencjonowane w rozchodach budżetu państwa.
- Rok 2004 jest pierwszym rokiem członkostwa Polski w Unii Europejskiej, co sprawia że w dochodach, wydatkach, przychodach i rozchodach budżetu państwa pojawiają się nowe pozycje. W ramach rozliczeń z budżetem UE budżet krajowy uzyska dodatkowe wpływy na poprawę płynności, ale równocześnie zwiększy swoje wydatki o składkę członkowską i o środki niezbędne do współfinansowania programów unijnych, umożliwiające absorpcję przewidywanych płatności z UE. Dodatkowo budżet będzie musiał zabezpieczyć środki na prefinansowanie programów realizowanych z wykorzystaniem funduszy strukturalnych oraz na świadczenia wynikające ze Wspólnej Polityki Rolnej, tylko częściowo zrefundowane w br. z budżetu ogólnego UE.

* Udział jednostek samorządu terytorialnego w podatku PIT został zwiększony w 2004 r. do 45,7% wobec 30,1% w ubiegłym roku, a w podatku CIT – do 24,01% z 5,5% w 2003 r.

Oddziaływanie budżetu państwa na popyt krajowy i jego strukturę dokonuje się poprzez wydatki budżetowe oraz politykę podatkową. Obniżenie w 2004 r. stawki podatku dochodowego od osób prawnych do 19% (z 27% w 2003 r.), a także wprowadzenie możliwości korzystania z 19% stawki podatku dochodowego dla osób prowadzących działalność gospodarczą mogło skłonić przedsiębiorców do rozszerzania działalności inwestycyjnej. Jednocześnie w 2004 r. wprowadzono zamrożenie progów podatkowych i wyeliminowano część ulg i zwolnień w podatku dochodowym od osób fizycznych. Powoduje to ograniczenie dochodów do dyspozycji tej grupy podatników. Innym czynnikiem, który może mieć wpływ na ograniczenie popytu krajowego w br., jest dalszy wzrost efektywnej stawki podatków pośrednich. W okresie styczeń–kwiecień 2004 r. budżet państwa odnotował wysokie wpływy podatkowe, głównie z podatków pośrednich i podatku dochodowego od osób prawnych. Przyczyniło się do tego m.in. „ożywienie przedakcesyjne” stymulowane przez wzmożone zakupy wynikające z obaw o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE, a także poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Poprawa ta spowodowała także zwiększenie, w stosunku do poprzedniego roku, wpływów ze składek gromadzonych przez fundusze celowe (Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, Fundusz Pracy).

W I kwartale br. wydatki budżetu państwa, po sprowadzeniu do porównywalności⁸ (zobacz Ramka 2), wzrosły realnie o 0,8% r/r. Oznacza to, że ich wkład we wzrost produktu krajowego brutto był dodatni, chociaż zdecydowanie mniejszy od odnotowanego w I kwartale ub.r. (1,8% r/r).

Kreowany przez budżet państwa popyt wewnętrzny jest zdominowany przez wydatki o charakterze konsumpcyjnym. Ich wzrost w I kwartale br. (o około 0,8% r/r) wynikał ze wzrostu bieżą-

⁷ Dane dotyczące skonsolidowanego sektora finansów publicznych dostępne są tylko w ujęciu rocznym w terminie 5 miesięcy po okresie sprawozdawczym.

⁸ Wydatki budżetu państwa zostały skorygowane o dotacje przekazywane dla OFE.

Tabela 4

Sytuacja budżetu państwa w okresie styczeń – kwiecień br.

	2004				2003	2004
	I	I-IV	I	I-IV	I-IV	
	kwartały		analogiczny okres		stopień realizacji	
	mld zł		ub.r. = 100		planu rocznego	
				%		
Dochody ogółem, z tego:	36,00	50,84	107,8	109,4	29,8	32,9
– podatkowe	32,56	44,96	106,4	106,8	30,4	33,2
– pozostałe	3,44	5,88	123,7	134,5	25,6	30,6
Wydatki ogółem, w tym:	47,80	61,83	97,9	96,0	33,1	30,9
– koszty obsługi długu publicznego	4,99	6,33	91,9	86,7	27,2	23,7
– dotacje (FUS, FP, FER)						
i subwencje ogólne dla jst	22,47	28,18	94,4	91,8	38,8	40,1
Wydatki pierwotne	42,81	55,50	98,7	97,2	34,1	32,1
Deficyt budżetu państwa	-11,81	-10,99	76,5	61,2	46,4	24,3
Deficyt pierwotny	-6,81	-4,66	68,2	43,7	89,6	25,1

Źródło: Ministerstwo Finansów.

cych wydatków jednostek budżetowych na wynagrodzenia (od 1 stycznia br. zrealizowano podwyżkę wynagrodzeń w wysokości zapewniającej ich 3% wzrost realny r/r) i na zakup towarów i usług, a także na świadczenia na rzecz osób fizycznych. Jednocześnie budżet państwa przeznaczył mniej środków na transfery, m.in. dotacje i subwencje, oraz na obsługę długu publicznego. Zmniejszenie tempa wzrostu wydatków m.in. świadczeń emerytalno-rentowych, zasiłków wypłacanych z Funduszu Pracy oraz niższe wypłaty dla ludności z tytułu rekompensat oznaczają mniejszy, w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku, udział budżetu państwa we wzroście indywidualnego popytu konsumpcyjnego.

W analizowanym okresie zrealizowano 6% planowanych na bieżący rok wydatków na finansowanie zadań inwestycyjnych⁹. W sumie wydatki te mają wzrosnąć w br. o blisko 18% w porównaniu z ubiegłorocznymi. Mimo ich nominalnego wzrostu w br. (i w efekcie wzrostu ich udziału w wydatkach ogółem budżetu państwa do 5,3% z 4,5% w 2003 r.), ich planowany poziom ma stanowić tylko 1,2% PKB w 2004 r., co oznacza, że wydatki majątkowe (inwestycyjne) budżetu państwa nie będą miały istotnego wpływu na zwiększenie popytu inwestycyjnego w kraju.

W okresie styczeń – kwiecień br. wydatki budżetowe utrzymywały się na poziomie niższym niż w ubiegłym roku, co wynikało z niższych kosztów obsługi długu oraz dotacji do funduszy celowych. W rezultacie korzystnego ukształtowania się dochodów budżetu państwa oraz innych jednostek sektora finansów publicznych, a także niższego od notowanego w poprzednich latach poziomu wydatków budżetowych, deficyt budżetu państwa w I kwartale br. utrzymywał się na poziomie niższym od zrealizowanego w ub.r., a w kwietniu br. budżet państwa odnotował nawet nadwyżkę dochodów (tabela 4). Mimo to poziom deficytu budżetu państwa jest nadal wysoki.

Brak stabilizacji politycznej oraz sygnały słabnącego poparcia dla programu ograniczenia nadmiernych wydatków sektora finansów publicznych zwiększają ryzyko opóźnienia realizacji reformy finansów publicznych. Utrzymywanie wysokiej nierównowagi sektora finansów publicznych i – w konsekwencji – narastanie długu publicznego oraz zwiększone potrzeby pożyczkowe budżetu

⁹ Zazwyczaj w I kwartale wykorzystanie tych kwot jest bardzo niskie, a około 60% tych wydatków jest realizowanych w ostatnim kwartale roku.

państwa sprzyjałyby wzrostowi długoterminowych stóp procentowych, zwiększałyby niepewność inwestorów i wzmacniały presję na osłabienie polskiej waluty. W kolejnych miesiącach 2004 r. można oczekiwać zwiększenia roli sektora finansów publicznych we wzroście popytu krajowego poprzez wzrost wydatków, m.in. wskutek uruchamiania środków na współfinansowanie programów unijnych, a pod koniec roku także na realizację dopłat bezpośrednich dla rolników. Wyższe wydatki będą kreować wyższe potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, co może prowadzić do drenażu oszczędności krajowych, a większy popyt na te środki będzie oddziaływać w kierunku wzrostu kosztu pozyskania kapitału. Po czterech miesiącach br. zrealizowano zaledwie 11,5% rocznego planu przychodów z prywatyzacji. Nieuzyskanie założonych na br. przychodów z prywatyzacji wzmocni ryzyko przekroczenia przez dług publiczny kolejnego progu ostrożnościowego relacji długu publicznego do PKB w wysokości 55%. Rodziłoby to ryzyko wzrostu presji inflacyjnej, ograniczenia popytu inwestycyjnego i spowolnienia wzrostu gospodarczego.

2.1.3. Popyt inwestycyjny

Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, w IV kwartale 2003 r. nie nastąpiło przyspieszenie wzrostu popytu inwestycyjnego. Nakłady brutto na środki trwałe zwiększyły się o 0,1% r/r, wobec wzrostu o 0,3% w III kwartale 2003 r. Zaskakujące okazały się opublikowane w marcu br. przez GUS dane o inwestycjach w sektorze przedsiębiorstw. Po silnym wzroście o ponad 7% r/r w III kwartale ub.r., w IV kwartale nakłady inwestycyjne dużych i średnich przedsiębiorstw obniżyły się o ponad 3% (wykres 14). Najgłębszy spadek dotyczył nakładów na budynki i budowlę (o ponad 7%, wobec wzrostu w III kwartale o ponad 15%), mimo że wartość dodana w budownictwie w IV kwartale obniżyła się w mniejszym stopniu niż w III kwartale, a dane o produkcji budowlano-montażowej wskazywały na poprawę sprzedaży w przedsiębiorstwach wykonujących prace budowlane o charakterze inwestycyjnym. O około 2% r/r zmniejszyły się również inwestycje przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia. Jednocześnie odnotowano ponad 10% wzrost nakładów na środki transportu, głównie wskutek zwiększonych zakupów samochodów w związku ze zmianą przepisów podatkowych od 1 maja 2004 r.

Według danych z formularzy F-01¹⁰ w IV kwartale, podobnie jak w całym 2003 r., najsilniejszy wzrost nakładów inwestycyjnych (ponad 30% r/r) wystąpił w przedsiębiorstwach z przewagą kapitału zagranicznego. Dynamiczny wzrost nakładów inwestycyjnych w 2003 r. (ponad 20%) odnotowano także w przedsiębiorstwach z ponad 50% udziałem sprzedaży na eksport. W ostatnich trzech kwartałach 2003 r. wysokie było też tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w grupie przedsiębiorstw zatrudniających od 50 do 500 pracowników, które w całym ub.r. wyniosło ponad 14%. Dynamika nakładów inwestycyjnych ogółem była jednak znacznie niższa, co wynikało ze spadku nakładów o około 1,5% w grupie dużych przedsiębiorstw, w których skoncentrowana jest większość inwestycji całego sektora.

Należy podkreślić, że oszacowanie nakładów brutto na środki trwałe w I kwartale br., przed opublikowaniem przez GUS oficjalnych danych z rachunków narodowych, jest obarczone dużą niepewnością i może dostarczać co najwyżej wstępnych przesłanek o kształtowaniu się tej kategorii. Na podstawie dostępnych informacji można oceniać, że w I kwartale br. nie nastąpił znaczący wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe. Wskazują na to m.in. spadek produkcji budowlano-montażowej oraz brak ożywienia akcji kredytowej finansującej działalność przedsiębiorstw. Choć w I kwartale br. sprzedaż przedsiębiorstw produkujących głównie dobra inwestycyjne wzrosła aż o około 55% r/r, było to najprawdopodobniej wynikiem zwiększenia sprzedaży przede wszystkim na eksport, a nie na rynek krajowy.

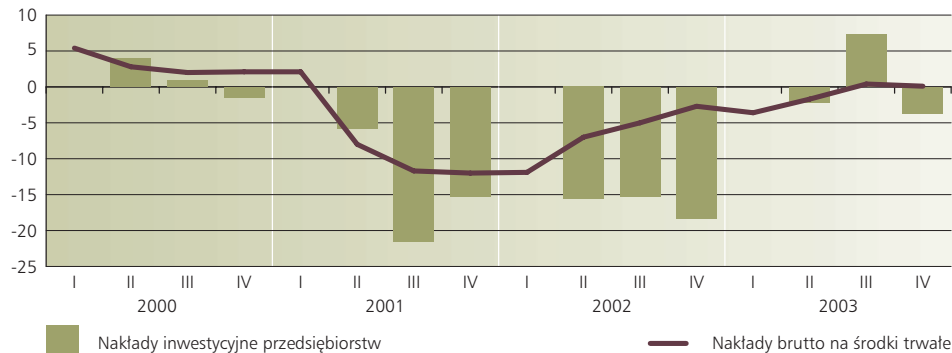
W kolejnych kwartałach oczekuje się stopniowego wzrostu popytu inwestycyjnego, z jego silniejszym ożywieniem w drugiej połowie roku. Od końca 2002 r. odsetek ankietowanych przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje wykazuje trend wzrostowy. Prognozy na II kwartał 2004 r., na podstawie badań NBP dotyczących kondycji sektora przedsiębiorstw, wskazują na znaczny wzrost aktywności inwestycyjnej.

¹⁰ Wypełnianych przez przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 pracowników.

Wykres 14

Tempo zmian nakładów inwestycyjnych

(w porównaniu z analogicznym kwartałem* poprzedniego roku; w %)

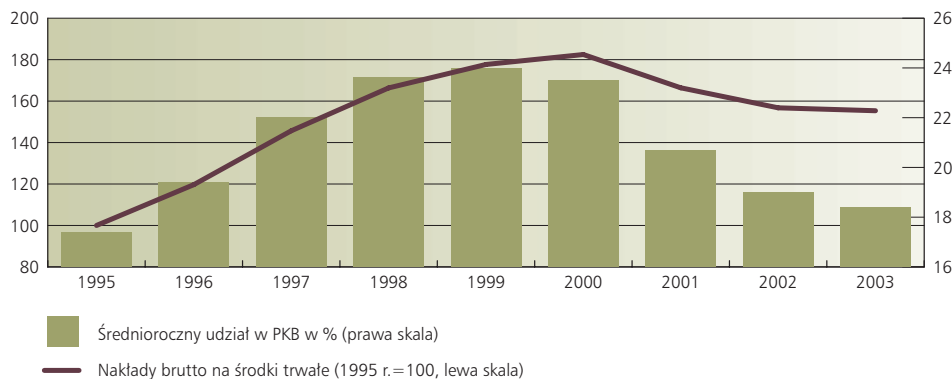


* dla przedsiębiorstw I półrocze, III i IV kwartał

Źródło: dane GUS.

Wykres 15

Nakłady brutto na środki trwałe



Źródło: dane GUS.

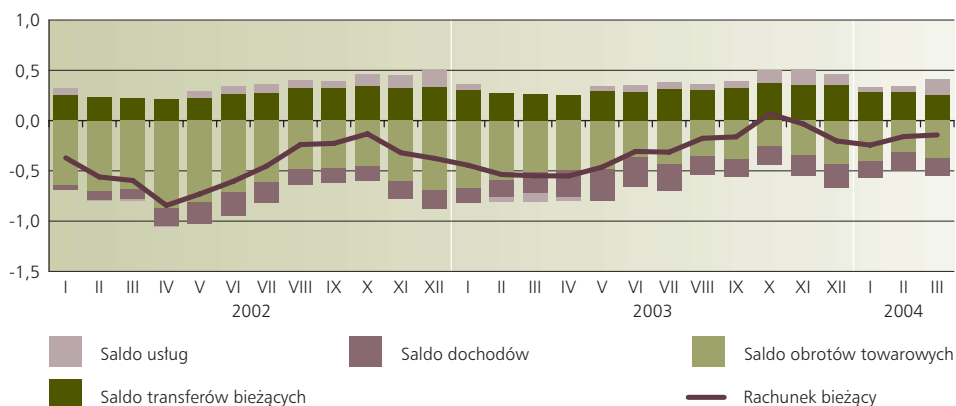
Wzrostowi inwestycji powinny sprzyjać rosnący popyt krajowy i zewnętrzny. Poprawiają się także oczekiwania dotyczące perspektyw zbytu produkcji z nowych inwestycji. Wobec silnej poprawy bieżących i oczekiwanych dochodów do dyspozycji przedsiębiorstw wzrosły możliwości finansowania nowych nakładów. Wynika to z rosnących zysków (szczególnie eksporterów), obniżenia podatku od osób prawnych oraz możliwości korzystniejszych odpisów amortyzacyjnych. Rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle przetwórczym (wykres 23) sprawia, że możliwości bezinwestycyjnego wzrostu produkcji w tej sekcji są ograniczone. Na wzrost popytu inwestycyjnego wskazują także badania ankietowe NBP oraz systematycznie spadający od ponad roku poziom nadmiernych zapasów. Za oczekiwanym wzrostem dynamiki inwestycji przemawia również efekt statystyczny wynikający z ich niskiego poziomu. Obecnie nakłady brutto na środki trwałe odpowiadają poziomowi z końca 1997 r., a ich udział w PKB jest najniższy od 1995 r. (wykres 15).

2.1.4. Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

W I kwartale 2004 r. utrzymywała się tendencja do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących. W okresie styczeń – marzec 2004 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 0,43 mld EUR (według wstępnych szacunków), podczas gdy w I kwartale 2003 r. 1,64 mld EUR. W I kwartale br. na poprawę salda rachunku obrotów bieżących wpłynął przede wszystkim wzrost nadwyżki wymiany usług, a także obniżenie się deficytu obrotów towarowych i dochodów. Niższa niż w I kwartale ub.r. była natomiast nadwyżka transferów bieżących (wykres 16).

Wykres 16

Bilans obrotów bieżących – dane miesięczne* (w mld EUR)

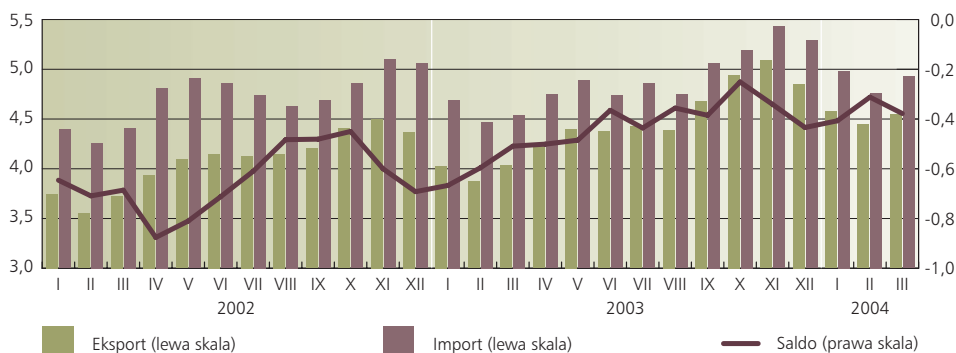


* trzymiesięczna średnia ruchoma.

Źródło: dane NBP.

Wykres 17

Polski handel zagraniczny – dane miesięczne* (w mld EUR)



* Trzymiesięczna średnia ruchoma.

Źródło: dane NBP.

Zmniejszenie się ujemnego salda obrotów towarowych w porównaniu z sytuacją z I kwartału 2003 r. (wykres 17) wynikało z wyższego tempa wzrostu eksportu niż importu. W okresie styczeń – marzec 2004 r. wartość eksportu wzrosła o 12,8% (r/r), natomiast wartość importu zwiększyła się o 8,5%. Jednak poprawa ta była wyraźnie słabsza w porównaniu z odpowiednim okresem ub.r., co wynikało z silniejszego przyspieszenia importu w bieżącym roku.

Na przyspieszenie tempa wzrostu obrotów polskiego handlu zagranicznego wskazują także dane GUS, choć w tym przypadku sygnalizują one wyższą dynamikę importu niż eksportu¹¹.

Utrzymująca się, według danych NBP, tendencja do poprawy salda w obrotach handlowych Polski jest w znacznym stopniu efektem poprawiającej się pozycji konkurencyjnej polskich producentów wobec partnerów zagranicznych (tabela 5). Sprzyjały temu silny wzrost wydajności pracy przy wyraźnie wolniejszym wzroście płac¹² w Polsce oraz obserwowane od połowy 2001 r. osłabienie kursu złotego¹³.

¹¹ Według wstępnych danych GUS w okresie styczeń–marzec 2004 r. wartość importu do Polski zwiększyła się o 6,1% (r/r), a wartość eksportu wzrosła o 3,6%. W efekcie wyższej dynamiki importu niż eksportu ujemne saldo w handlu zagranicznym pogłębiło się do 3.560 mln EUR, a więc o blisko 470 mln EUR w porównaniu z I kwartałem 2003 r. Należy jednak zaznaczyć, że wstępne szacunki w analogicznym okresie ub.r. wskazywały na wzrost importu i eksportu odpowiednio o 1,5% i 1,3%, natomiast ostateczne dane GUS znacząco skorygowały te wielkości do odpowiednio 3,1% i 5,6%.

¹² Zobacz rozdział 2.3.2. *Płace i wydajność*.

¹³ Zobacz rozdział 2.5.2. *Kurs walutowy*.

Tabela 5

**Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu
(zmiana w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)**

	2003			
	I	II	III	IV
	kwartały			
Ceny eksportu/Jednostkowe koszty pracy*	13,1	18,6	11,1	20,9
Ceny importu/ceny producenta	8,5	8,8	3,9	4,1
REER ULC**	-15,0	-19,5	-11,9	-23,2

* 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 (woolumen) w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.

** Realny efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy; minus oznacza deprecjację.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP, KE i GUS, wskaźniki dla III kwartału są zanizone z uwagi na bardzo silny, odbiegający od trendu, spadek cen eksportu i importu we wrześniu 2003 r.

Największy wpływ na wzrost eksportu w ciągu pierwszych trzech miesięcy br. miało zwiększenie sprzedaży do Unii Europejskiej (wykres 18). Zgodnie z prognozami gospodarka UE-15 powinna rozwijać się w bieżącym roku szybciej niż w 2003 r., choć prognozy te zostały częściowo zweryfikowane w dół w porównaniu z formułowanymi rok wcześniej (tabela 6). Stosunkowo najsilniejszy wzrost oczekiwany jest w przypadku eksportu oraz popytu importowego tej grupy krajów, co znalazło już odzwierciedlenie w przyspieszeniu tempa wzrostu importu UE do 2% (r/r) w IV kwartale ub.r. Jednak ukształtowanie się poniżej oczekiwań wskaźników dotyczących produkcji przemysłowej oraz indeksów zaufania w I kwartale br. sygnalizuje, że prognozy tempa wzrostu gospodarczego w UE mogą być obarczone dużą niepewnością. Potwierdzają to również dane dotyczące importu Unii Europejskiej z krajów trzecich (wg statystyki celnej). W styczniu br. jego wartość obniżyła się o 5% (r/r). Pomimo to nadal wysoką dynamiką odznacza się przywóz z Polski, który w tym okresie zwiększył się o 9%, a więc najwięcej spośród wszystkich głównych dostawców na rynek unijny¹⁴. Wzrost importu z Polski, przy jednoczesnym spadku przywozu z krajów trzecich, przyczynił się do dalszego wzrostu udziału naszego kraju w imporcie UE (wykres 19).

Wzrost eksportu w okresie styczeń – marzec 2004 r. był wynikiem znacznego zwiększenia sprzedaży w grupie obejmującej maszyny i sprzęt transportowy (tabela 7). Zdecydowało o tym wy-

Tabela 6

**Zmiany prognoz głównych składników PKB Unii Europejskiej i Niemiec na 2004 r.
(zmiany w % w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w cenach stałych)**

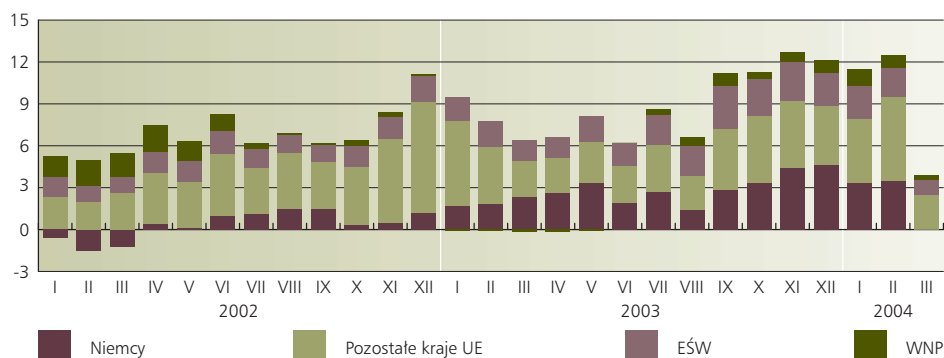
	Unia Europejska				Niemcy			
	2003	2004 prognoza			2003	2004 prognoza		
		wiosna	jesień	wiosna		wiosna	jesień	wiosna
		2003	2004	2003		2004		
Produkt krajowy brutto	0,8	2,4	2,0	2,0	-0,1	2,0	1,6	1,5
Popyt krajowy	1,3	2,3	1,9	2,0	0,3	2,1	1,3	1,2
Spożycie indywidualne	1,4	2,0	1,8	1,9	-0,1	1,5	1,1	0,9
Spożycie zbiorowe	1,9	1,4	1,4	1,3	0,9	0,8	0,5	0,2
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,5	3,4	2,7	2,9	-2,9	3,1	2,8	2,7
Eksport	0,1	5,7	5,1	4,9	1,2	6,4	6,2	6,8
Import	1,7	5,8	5,1	5,1	2,6	6,7	5,9	6,6

Źródło: dane Komisji Europejskiej.

¹⁴ Euro-indicators, news release 51/2004, Eurostat, 20 kwietnia 2004.

Wykres 18

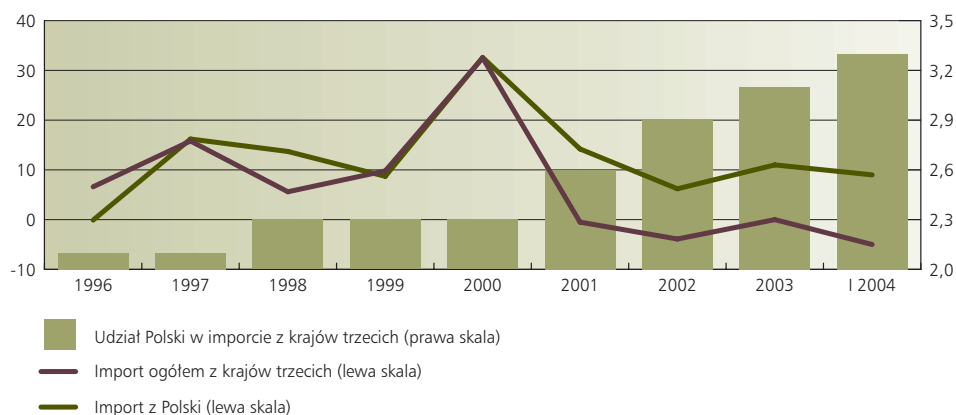
Udział najważniejszych partnerów w kształtowaniu się dynamiki polskiego eksportu*
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* Trzymiesięczna średnia ruchoma.
Źródło: dane CIHZ.

Wykres 19

Import Unii Europejskiej z krajów trzecich i z Polski (zmiany w % do poprzedniego roku)
oraz udział Polski w imporcie zewnętrznym UE (%)



Źródło: dane Eurostat.

rażne zwiększenie eksportu części i akcesoriów samochodowych, gotowych samochodów osobowych oraz statków. W przypadku dwóch pierwszych pozycji oznaczało to kontynuację tendencji obserwowanych już w II połowie ub.r.

Podobnie jak w całym 2003 r. ponownie zanotowano wzrost udziału części w polskim eksporcie, co oznacza, że nadal rośnie znaczenie handlu korporacyjnego i jednocześnie zwiększa się rola polskiej gospodarki jako podwykonawcy.

W I kwartale br. najwyższy wzrost importu miał miejsce w przypadku środków transportu, do czego przyczyniło się zwiększenie przywozu części do montażu samochodów, statków do remontu oraz samochodów osobowych. Znaczne przyspieszenie dynamiki przywozu samochodów w marcu br. było związane z obawami o wzrost ich cen po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej.

Zdecydowanie szybciej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku rósł także import o charakterze zaopatrzeniowym (tabela 8), do czego przyczynił się szybki wzrost produkcji przemysłowej. Zaobserwowano także przyspieszenie przywozu dóbr inwestycyjnych, głównie wskutek dużego importu maszyn i urządzeń do obróbki metali oraz tzw. ogólnego sprzętu przemysłowego. Jednocześnie wśród dostawców dóbr inwestycyjnych zwiększył się udział krajów Europy Środkowej i Wschodniej oraz z WNP.

Tabela 7

Zmiany w eksporcie wg głównych grup towarowych SITC (w EUR)

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę		
	(w %)			(w % do poprzedniego roku)			ogółem (w pkt. proc.)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
	I-III	I-XII	I-III	I-III	I-XII	I-III	I-III	I-XII	I-III
Ogółem	100,0	100,0	100,0	5,6	9,3	3,6			
Produkty nieprzetworzone	15,4	14,9	14,7	15,1	8,4	-1,0	2,1	1,3	-0,1
Artykuły rolno-spożywcze	7,8	7,9	7,4	20,2	15,3	-1,4	1,4	1,1	-0,1
Surowce	2,7	2,6	2,7	27,0	14,6	3,2	0,6	0,4	0,1
Paliwa mineralne	4,9	4,3	4,6	2,9	-5,0	-2,7	0,1	-0,2	-0,1
Wyroby przetworzone	84,6	85,1	85,3	4,1	9,4	4,5	3,5	8,0	3,8
Produkty chemiczne	6,6	6,5	6,4	14,4	12,3	-0,2	0,9	0,8	0,0
Maszyny i sprzęt									
transportowy	35,2	37,7	37,1	-1,1	9,7	9,2	-0,4	3,6	3,3
Pozostałe wyroby									
przemysłowe	42,8	40,9	41,8	7,1	8,7	1,3	3,0	3,6	0,5

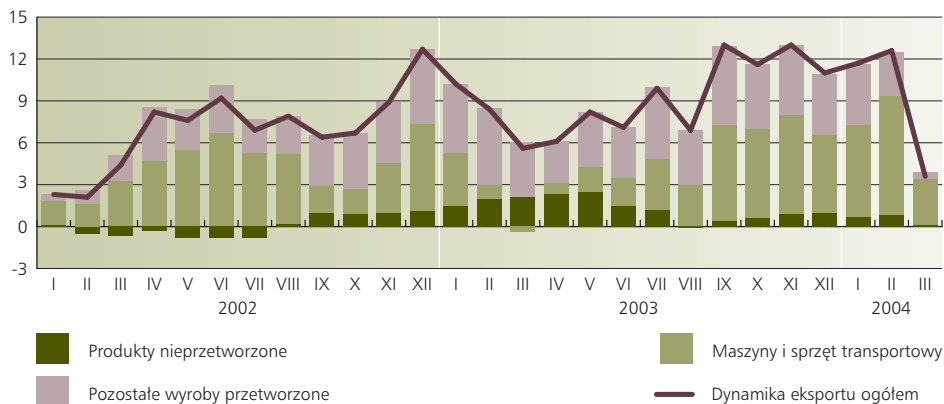
Źródło: dane CIHZ.

Natomiast w imporcie towarów konsumpcyjnych oraz żywności utrzymała się wyraźna tendencja spadkowa. Relatywnie silny spadek w tych grupach kontrastuje z danymi o wzroście sprzedaży detalicznej na początku br., co mogłoby wskazywać na zwiększenie zakupów przede wszystkim towarów krajowych z obawą przed wzrostem ich cen po przystąpieniu do UE.

Przez większość 2004 r. (I-III kwartał) spodziewane jest utrzymanie się wysokiej dynamiki wzrostu eksportu, której będą sprzyjać efekty kursowe zwiększające jego konkurencyjność. Po prawdopodobnym przejściowym obniżeniu się tempa wzrostu eksportu na przełomie 2004 i 2005 r., jego ponowny wzrost powinien wynikać ze zwiększenia produktu potencjalnego, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w rozszerzeniu polskiej oferty eksportowej oraz ożywienia popytu zewnętrznego.

Wykres 20

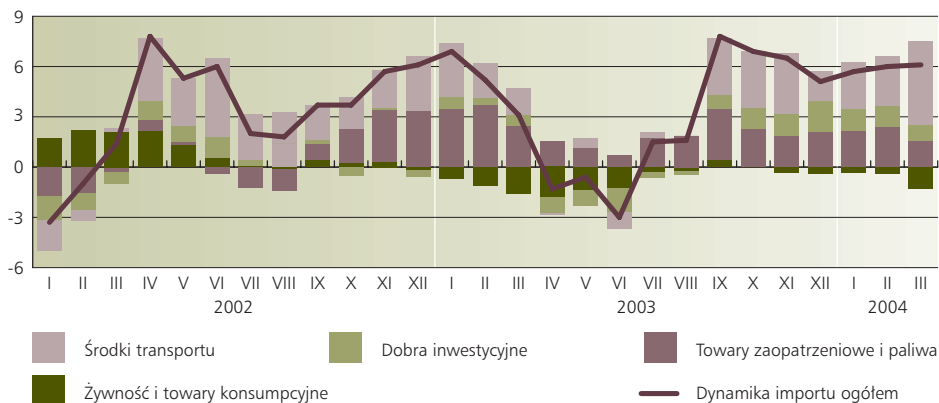
Udział najważniejszych grup towarowych w kształtowaniu się dynamiki polskiego eksportu* (w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* Trzymiesięczna średnia ruchoma.
Źródło: dane CIHZ.

Wykres 21

Udział najważniejszych grup towarowych w kształtowaniu się dynamiki polskiego importu*
(w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)



* Trzymiesięczna średnia ruchoma.
Źródło: dane CIHZ.

Tabela 8

Zmiany w rozdyśponowaniu importu wg kierunków przeznaczenia BEC (w EUR)

	Struktura			Dynamika			Wpływ na dynamikę		
	(w %)			(w % do poprzedniego roku)			ogółem (w pkt. proc.)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
	I-III	I-XII	I-III	I-III	I-XII	I-III	I-III	I-XII	I-III
Ogółem	100,0	100,0	100,0	3,1	3,2	6,1			
Żywność i napoje	4,8	4,4	4,1	-11,9	-3,1	-8,1	-0,7	-0,1	-0,4
Towary zaopatrzeniowe	35,3	36,2	36,1	2,4	5,0	8,6	0,9	1,8	3,0
Paliwa i smary	10,5	9,0	8,5	17,7	3,4	-13,9	1,6	0,3	-1,5
Dobra inwestycyjne, części	22,1	22,4	21,6	2,5	1,9	3,9	0,6	0,4	0,9
Dobra inwestycyjne	13,2	13,8	13,2	-1,3	-0,1	6,1	-0,2	0,0	0,8
Części do dóbr inwestycyjnych	8,9	8,7	8,4	8,7	5,1	0,5	0,7	0,4	0,0
Środki transportu, części	14,6	15,5	18,4	12,1	9,9	34,4	1,6	1,4	5,0
Samochody osobowe	4,8	4,9	5,1	-1,8	10,4	12,2	-0,1	0,5	0,6
Środki transportu przemysłowe	4,4	5,0	6,4	50,4	3,8	55,0	1,5	0,2	2,4
Części do środków transportu	5,2	5,5	6,8	2,5	14,8	39,9	0,1	0,7	2,1
Towary konsumpcyjne	12,7	12,2	11,0	-6,5	-3,9	-7,4	-0,9	-0,5	-0,9

Źródło: dane CIHZ.

Rosnący eksport będzie również głównym czynnikiem stymulującym wzrost importu w pierwszej połowie 2004 r. Natomiast na ograniczenie importu w tym okresie będą miały wpływ: wciąż niski popyt inwestycyjny oraz dotychczasowe osłabienie złotego obniżające cenową atrakcyjność dóbr z zagranicy. W końcu 2004 r. wzrost popytu krajowego powinien jednak spowodować przyspieszenie dynamiki importu.

Korzystnym tendencjom na rachunku obrotów bieżących w 2003 r. towarzyszyła poprawa struktury jego finansowania. Pomimo obniżenia napływu kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (do 3,4 mld EUR), sfinansował on w około 93% deficyt na rachunku obrotów bieżących (w porównaniu z około 77% w 2002 r.). Wynikało to z relatywnie silniejsze-

Tabela 9

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze*

Wskaźnik ostrzegawczy	2001	2002	2003
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	-2,9	-2,7	-2,0
Saldo płatności towarowych/PKB (%)	-4,2	-3,9	-2,7
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących (%)	107,9	76,7	93,3
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB (%)	0,2	-0,6	-0,1
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług (%)	31,5	28,2	30,5
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	5,5	5,1	4,7

* na podstawie bilansu płatniczego na bazie transakcji.

go zmniejszenia deficytu obrotów bieżących niż spadku napływu kapitału zagranicznego. Podobnie w I kwartale 2004 r. mimo niewielkiego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, niski poziom deficytu obrotów bieżących pozwolił na jego sfinansowanie w całości napływem bezpiecznego kapitału.

W 2003 r. odnotowano poprawę czterech z sześciu wskaźników ostrzegawczych wybranych dla oceny nierównowagi zewnętrznej (tabela 9). Pozostałe dwa, mimo ich pogorszenia, nadal pozostają na bezpiecznym poziomie. W wyniku oczekiwanego utrzymania korzystnych tendencji w bilansie obrotów towarowych, spowodowanych szybszym wzrostem eksportu niż wypłat z tytułu importu, w 2004 r. spodziewana jest dalsza poprawa w bilansie obrotów bieżących. Tylko częściowo będzie ona ograniczona wzrostem kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego. W konsekwencji powinna nastąpić dalsza poprawa wskaźników ostrzegawczych dla polskiej gospodarki.

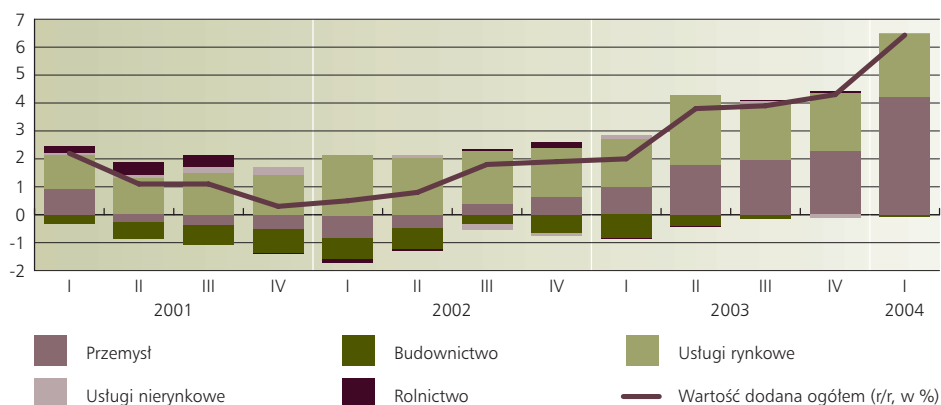
2.2. Produkcja

Na podstawie wstępnych danych można szacować, że wzrost wartości dodanej w I kwartale 2004 r. przekroczył 6% r/r. Podobnie jak w 2003 r. do tego wzrostu przyczyniły się głównie sekcje należące do przemysłu i usług rynkowych (wykres 22).

Bardzo silne przyspieszenie zanotowano w przedsiębiorstwach przemysłowych, których produkcja sprzedana wzrosła w I kwartale br. o 19,1% (r/r) wobec wzrostu o 12,2% w IV kwartale 2003 r. Szczególnie silne ożywienie obserwowane jest w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego.

Wykres 22

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto (w pkt. proc.)



Źródło: dane GUS, I kwartał 2004 r.; szacunki NBP.

czego, które w I kwartale br. zwiększyły sprzedaż o 23,7% (r/r)¹⁵. Podobnie jak w 2003 r., o tak wysokiej dynamice produkcji przetwórstwa decydują przemysły o wysokim i rosnącym udziale sprzedaży na eksport, szczególnie branża motoryzacyjna, gumowa, meblarska, produkcja sprzętu gospodarstwa domowego oraz elektrycznego. W porównaniu z IV kwartałem ub.r. przyspieszenie wzrostu odnotowano także w produkcji metali i wyrobów z metali (co można wiązać z korzystną koniunkturą na światowych rynkach stali), przemyśle mineralnym (w związku z obserwowanym boomem na materiały budowlane) oraz w produkcji pozostałego sprzętu transportowego. W I kwartale br. silniej niż w poprzednim kwartale rosła także sprzedaż przemysłu spożywczego, będącego największym działem przemysłu i stanowiącym ponad 18% produkcji sprzedanej. Częściowo przyczynił się do tego dynamiczny wzrost eksportu w tej grupie.

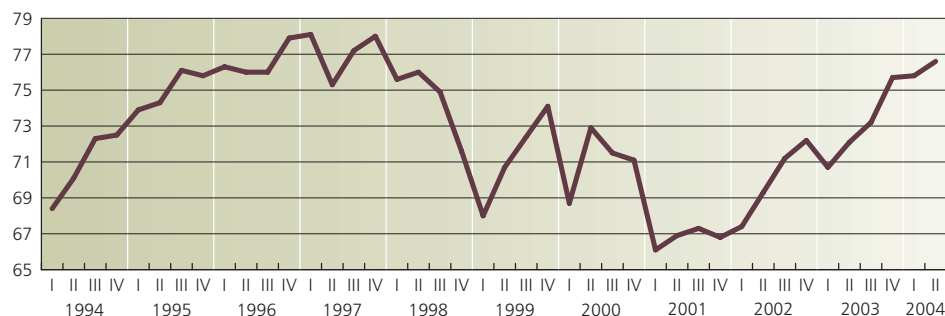
Ocenia się, że w I kwartale br. nastąpiło też przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych. Wskazuje na to wyższa dynamika obrotów przedsiębiorstw handlu detalicznego i hurtowego. Wstępne wyniki sygnalizują także wyraźną poprawę sprzedaży usług transportu i łączności. Jednak ze względu na to, że do wysokiej dynamiki obrotów w handlu przyczynił się wzrost zakupów o charakterze spekulacyjno-przezornościowym (wywołany oczekiwaniem wzrostu cen po przystąpieniu do UE), w najbliższych miesiącach można liczyć się z pewnym spowolnieniem dynamiki usług rynkowych.

Wbrew oczekiwaniom, dane z przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 pracowników wskazują na spadek produkcji budowlano-montażowej w I kwartale br. o 4,3% (r/r), mimo bardzo niskiego poziomu odniesienia z poprzedniego roku. Obserwowane pogorszenie w większym stopniu wynikało ze spadku robót o charakterze inwestycyjnym niż o charakterze remontowym. Mimo to spodziewane jest stopniowe ożywienie w budownictwie, w tym w budownictwie mieszkaniowym, na co wskazuje rosnąca liczba wydanych pozwoleń na budowę. Wyniki badań ankietowych NBP również wskazują, że sekcja *budownictwo* charakteryzuje się największym odsetkiem przedsiębiorstw planujących zwiększenie produkcji. Silniejsze ożywienie w tym obszarze powinno być widoczne w drugiej połowie roku.

Dynamiczny wzrost produkcji w przemyśle przetwórczym wynika z inwestycji dokonanych w niektórych przedsiębiorstwach w okresie, gdy w przetwórstwie ogółem następował spadek nakładów. Inwestycje te miały miejsce głównie w przedsiębiorstwach z przewagą kapitału zagranicznego. Obserwowany dotychczas znaczący wzrost sprzedaży był możliwy również dzięki bardzo dużym rezerwom mocy produkcyjnych. Szybko rosnący stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie (wykres 23) oznacza jednak, że utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży będzie wymagało dalszych nakładów zwiększających możliwości produkcyjne (wykres 24).

Wykres 23

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle przetwórczym (w %)

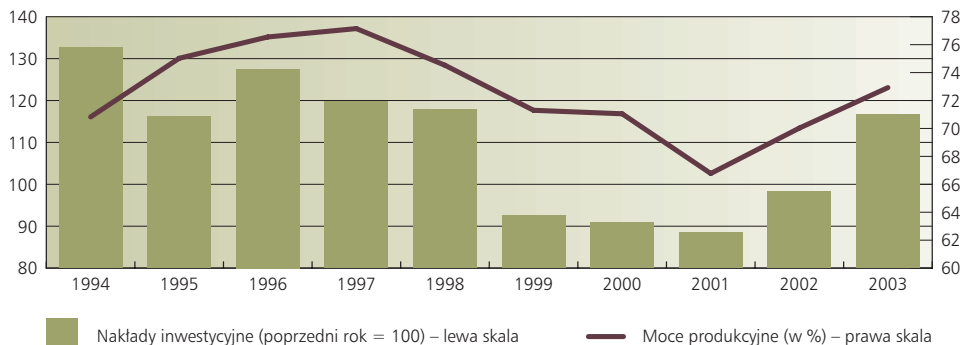


Źródło: opracowanie NBP na podstawie Badań koniunktury GUS.

¹⁵ Opublikowane w momencie zakończenia prac nad *Raportem* dane o produkcji sprzedanej przemysłu w kwietniu br. potwierdziły jej silny trend wzrostowy. Roczny wzrost produkcji w kwietniu wyniósł 21,9% (3,3% m/m po uwzględnieniu czynników sezonowych), a w przetwórstwie przemysłowym odpowiednio 25,2% (3,7%).

Wykres 24

Wykorzystanie mocy produkcyjnych i nakłady inwestycyjne w przemyśle przetwórczym



Źródło: opracowanie NBP na podstawie Badań koniunktury GUS.

Z badań koniunktury wynika, że w najbliższych miesiącach można spodziewać się utrzymania silnego wzrostu w przemyśle. Wskaźnik prognoz produkcji w monitoringu NBP przyjął wartość najwyższą od 2000 r. Ponadto wyniki badań wskazują na wzrost odsetka przedsiębiorstw planujących zwiększenie produkcji w warunkach wzrostu popytu. Jest to kolejny sygnał świadczący o poprawie nastrojów w gospodarce. Na ograniczenie tempa wzrostu produkcji w coraz większym stopniu zaczną jednak oddziaływać wyższy poziom odniesienia z poprzedniego roku.

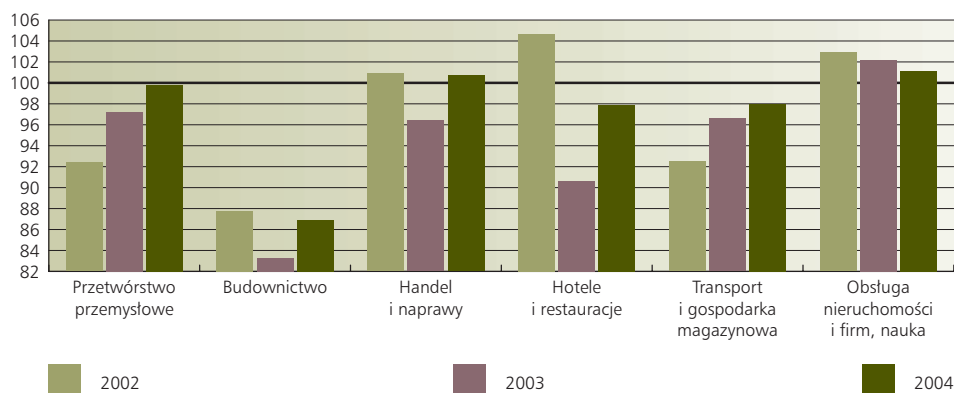
2.3. Rynek pracy

2.3.1. Zatrudnienie i bezrobocie

W okresie styczeń – kwiecień 2004 r. utrzymały się, obserwowane od II kwartału 2003 r., pewne pozytywne tendencje na rynku pracy. Spadek zatrudnienia (o 1,3% r/r) był co prawda głębszy niż oczekiwano, ale zarazem wyraźnie słabszy niż w analogicznym okresie ub.r. (4,1%) i to we wszystkich sekcjach sektora przedsiębiorstw, nawet w budownictwie (wykres 25). Nieznaczny wzrost zatrudnienia wystąpił w sekcji handel i naprawy, głównie w wyniku zwiększenia w dziale *sprzedaż i naprawa pojazdów mechanicznych* (o 3,2% r/r). Ponownie zaobserwowano wzrost zatrudnienia w sekcji *obsługa nieruchomości i firm, nauka*, przy czym był on wolniejszy niż w ub.r.

Wykres 25

Przeciętne zatrudnienie w sekcjach w okresie styczeń – kwiecień 2002–2004 (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



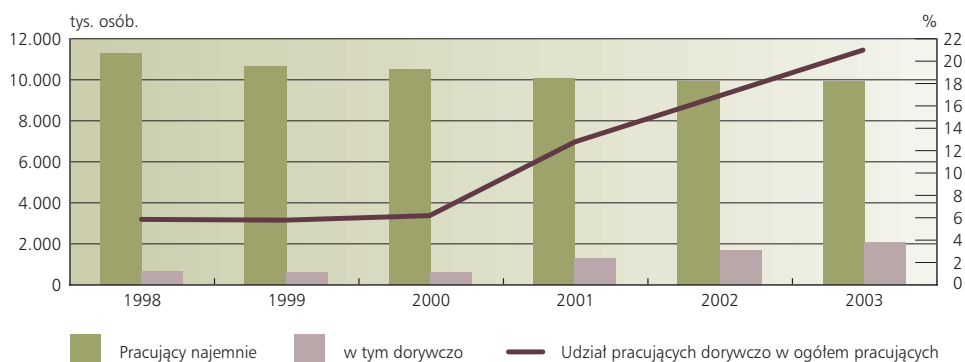
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w kwietniu br. spadła do 20,0% z 20,5% w marcu br. (20,3% w kwietniu ub.r.). Liczba bezrobotnych zarejestrowanych na koniec kwietnia obniżyła się o 92 tys. (m/m), a w ujęciu rocznym o 72,3 tys. osób. W ciągu czterech miesięcy br. do urzędów pracy zgłoszono o 71,4 tys. (35,5%) ofert pracy więcej niż przed rokiem, ale jednocześnie ponad 5,7 tys. ofert więcej nie zostało wykorzystanych, co świadczy o utrzymującym się niedopasowaniu podaży i popytu siły roboczej.

Choć ożywienie w gospodarce nie skłoniło jeszcze przedsiębiorców (według danych GUS) do zatrudniania większej liczby nowych pracowników, to spowolnienie spadku zatrudnienia pozwala przypuszczać, że przy utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych miesiącach będzie powstawało coraz więcej nowych miejsc pracy.

Wzrost zatrudnienia mogą przynieść dokonane w 2003 i 2004 r. zmiany w Kodeksie pracy (i w innych aktach prawnych) zmierzające do uelastycznienia stosunków pracy oraz czasu pracy. Wy-

Wykres 26
Pracujący dorywczo w Polsce w latach 1998–2003



Źródło: dane BAEL, obliczenia NBP.

Tabela 10
Wybrane wskaźniki z rynku pracy

	2003				2004			
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Sektor przedsiębiorstw								
Przeciętne wynagrodzenia								
(analogiczny miesiąc)								
poprzedniego roku = 100; w %)	102,2	103,0	104,1	105,1	103,5	106,3	107,0	104,6
Przeciętne zatrudnienie								
(analogiczny miesiąc)								
poprzedniego roku = 100; w %)	96,9	96,8	96,7	96,5	98,6	98,5	98,7	98,9
Bezrobotni								
nowo zarejestrowani (w tys.)	259,9	250,1	232,5	260	291,5	196,0	203,1	178,9
wyrejestrowani (w tys.)	285,6	265,2	193,8	181,2	174,0	194,7	231,8	270,8
Udział wśród wyrejestrowanych								
osób, które podjęły pracę (w %)	48,8	47,5	46,9	43,5	51,8	49,6	52,7	60,5
Oferty pracy w miesiącu (w tys.)	84,7	67,6	48,6	37,4	56,1	55,6	72,5	88,5
Niewykorzystane oferty na koniec								
miesiąca (w tys.)	22,2	15,8	14,6	10,3	16,0	16,5	21,4	24,0

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

korzystanie możliwości stosowania nowych form pracy, podobnie jak w krajach UE, mogłoby przynieść pozytywne efekty w postaci wzrostu liczby pracujących i jednoczesnego obniżenia kosztów związanych z zatrudnieniem. Jednak pracodawcy, mimo poparcia wyrażanego na etapie wprowadzania zmian, obecnie nie są skłonni do zatrudniania pracowników w innych formach niż tradycyjne (m.in. praca na wezwanie, praca w domu, wynajmowanie pracy, samozatrudnienie, dzielenie się pracą, dzielenie stanowiska pracy). W bardzo dużym stopniu wykorzystywana była możliwość wielokrotnego zatrudniania pracowników na czas określony (według BAEL od 2000 r. zanotowano około 3-krotny wzrost udziału zatrudnionych w tej formie w ogóle pracujących). Ułatwiało to dostosowanie zatrudnienia do aktualnych potrzeb i sytuacji firmy, a jednocześnie znacznie ograniczało koszty związane ze zwolnieniem pracownika. Taka forma zatrudnienia została przejściowo wprowadzona od początku 2003 r. Po przystąpieniu Polski do UE ponownie obowiązuje zasada, że po okresie próbnym trzecia umowa zawarta na czas określony staje się umową na czas nieokreślony.

Według badań BAEL z elastycznych form zatrudnienia korzysta w Polsce niewiele ponad 11% pracujących, podczas gdy w krajach „piętnastki” jest to ponad 20%, w tym około 35% kobiet (w Polsce około 15%) (Eurostat Yearbook 2002). Z badań BAEL wynika też, że szybko wzrasta liczba osób pracujących dorywczo tj., nie związanych z pracodawcą umową o pracę i nie posiadających uprawnień z tytułu zatrudnienia (wykres 26).

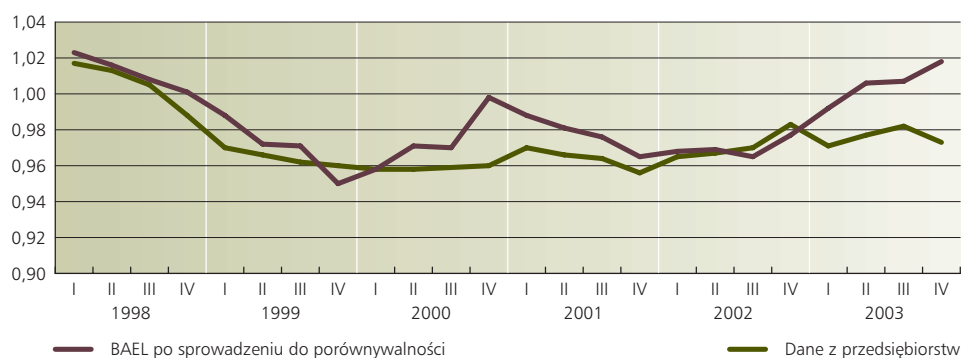
Dane BAEL¹⁶ mówią o wzroście zatrudnienia już w 2003 r. (wykres 27) – nie wykazują zatem spójnej tendencji z danymi ze sprawozdań przedsiębiorstw, według których liczba osób pracujących w 2003 r. cały czas spadała. Według BAEL, w końcu 2003 r. liczba pracujących rośnie we wszystkich sektorach, najdynamiczniej w sektorze przemysłowym (wykres 28). Powyższe zróżnicowanie wyników może być efektem wzrostu liczby pracujących w najmniejszych przedsiębiorstwach i w szarej strefie oraz dynamicznego wzrostu wśród pracujących odsetka zatrudnionych na podstawie umów minimalizujących obowiązkowe obciążenia wynagrodzeń.

Dane BAEL dotyczące zatrudnienia i średniej liczby przepracowanych w tygodniu godzin wskazują na silny wzrostowy trend ogólnej liczby przepracowanych godzin w gospodarce wynikający ze zwiększonego zatrudnienia (wykres 29). Mogłoby to wskazywać, że obserwowany dynamiczny wzrost wydajności pracy jest w rzeczywistości nieco niższy (choć nadal bardzo wysoki), a obecne ożywienie gospodarcze wynika również z rosnącego zatrudnienia.

Mimo że stopa bezrobocia rejestrowanego po usunięciu sezonowości utrzymuje się na niemal niezmiennym poziomie, zmniejsza się liczba osób bezrobotnych. Wynika to z systematycznego

Wykres 27

Dynamika liczby pracujących według przedsiębiorstw i według BAEL
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 1)

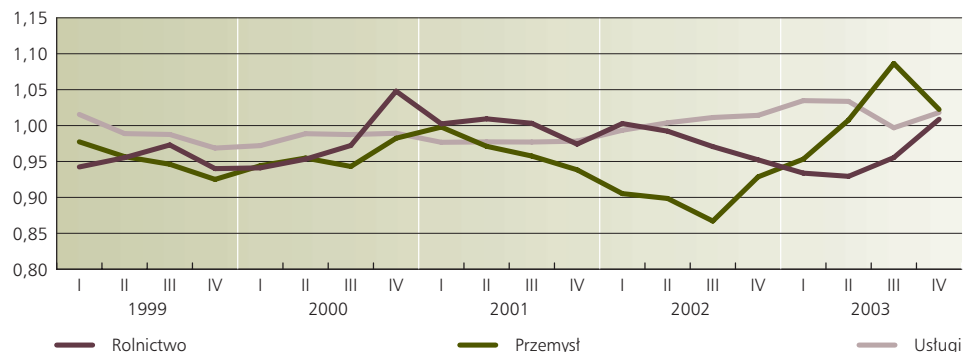


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

¹⁶ Pracującą, według BAEL, jest każda osoba, która zadeklarowała, że w ciągu ostatniego tygodnia przepracowała zarobkowo lub pomagała w rodzinnej działalności gospodarczej przez co najmniej godzinę. Należy podkreślić, że w I kwartale 2003 r. GUS, uwzględniając wyniki spisu powszechnego, skorygował liczbę pracujących według BAEL, zmniejszając ją o około 240 tys. osób.

Wykres 28

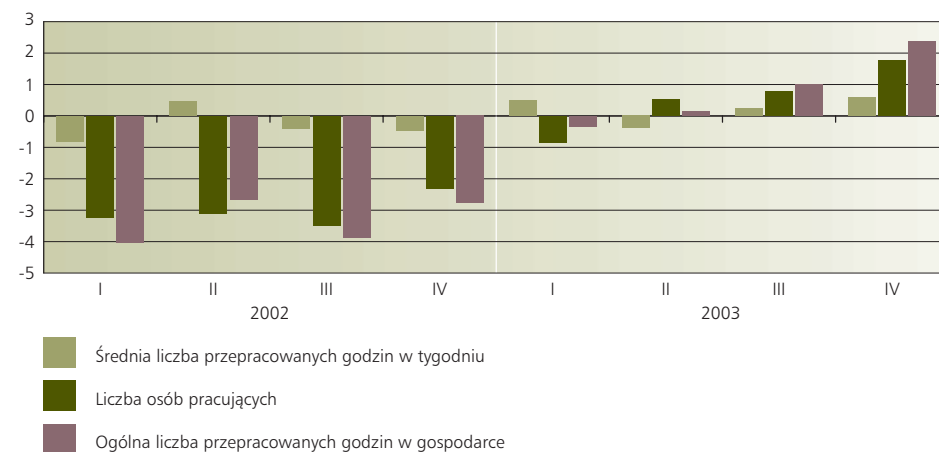
Dynamika liczby pracujących w przemyśle, usługach i w rolnictwie według BAEL
(analogiczny miesiąc roku poprzedniego = 1)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BAEL

Wykres 29

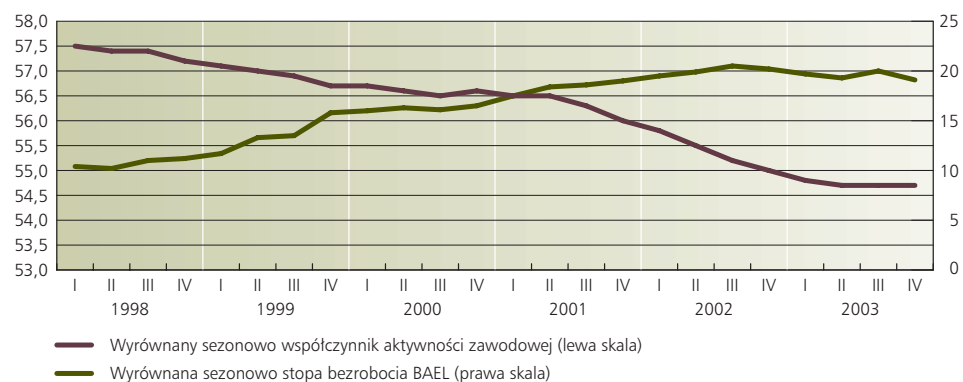
Roczna zmiana liczby osób pracujących i przepracowanych godzin w gospodarce
(po odsezonowaniu) (w %)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BAEL

Wykres 30

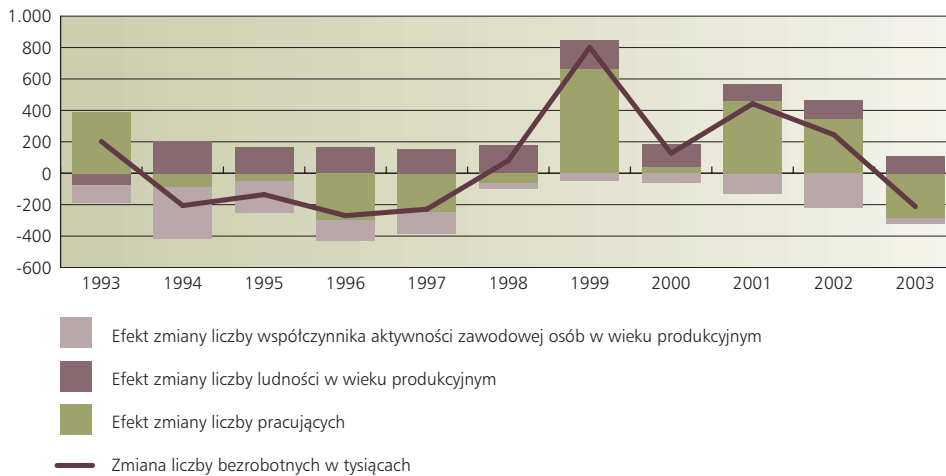
Współczynnik aktywności zawodowej* oraz stopa bezrobocia BAEL



* Współczynnik aktywności zawodowej = (liczba osób pracujących + liczba bezrobotnych) / liczba ludności w wieku produkcyjnym; współczynnik jest wyliczany dla osób w wieku 15 lat i więcej.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BAEL.

Wykres 31
Dekompozycja zmian liczby osób bezrobotnych



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BAEL

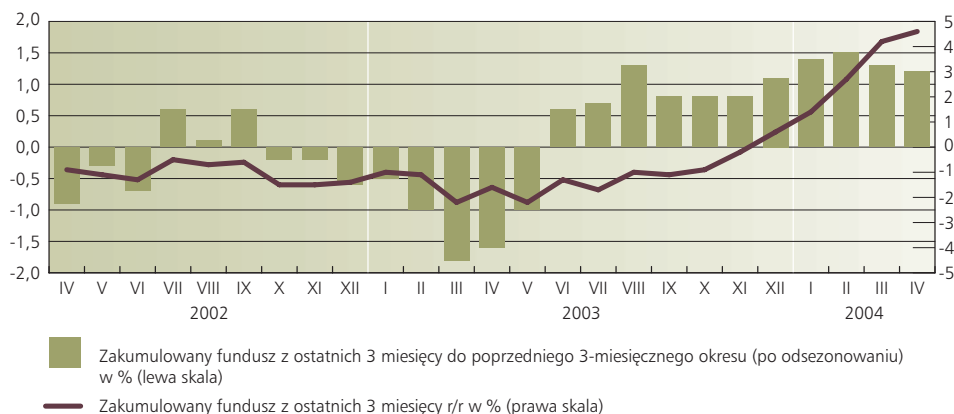
zmniejszania się liczby osób aktywnych na rynku pracy. Trzeba jednak podkreślić, że spadek współczynnika aktywności zawodowej jest znacznie wolniejszy niż w poprzednich latach (wykres 30).

Na spadek liczby bezrobotnych w największym stopniu oddziałuje, według danych BAEL, wzrost zatrudnienia (wykres 31). Tendencję tę potwierdza wyraźnie większa niż rok temu liczba osób wyrejestrujących się z urzędów pracy z powodu podjęcia pracy. Pozytywne jest także zahamowanie tendencji wycofywania się z rynku pracy osób bezrobotnych w wieku produkcyjnym, choć ten czynnik oddziałuje hamująco na spadek liczby zarejestrowanych bezrobotnych.

2.3.2. Płace i wydajność

W okresie styczeń – kwiecień br. zaobserwowano zdecydowane przyspieszenie rocznego tempa wzrostu przeciętnego nominalnego wynagrodzenia oraz funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (wykresy 32 i 33). W całym analizowanym okresie roczne tempo wzrostu funduszu płac wyniosło 4,0% nominalnie i 2,2% realnie¹⁷, podczas gdy w analogicznym

Wykres 32
Zmiany funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw

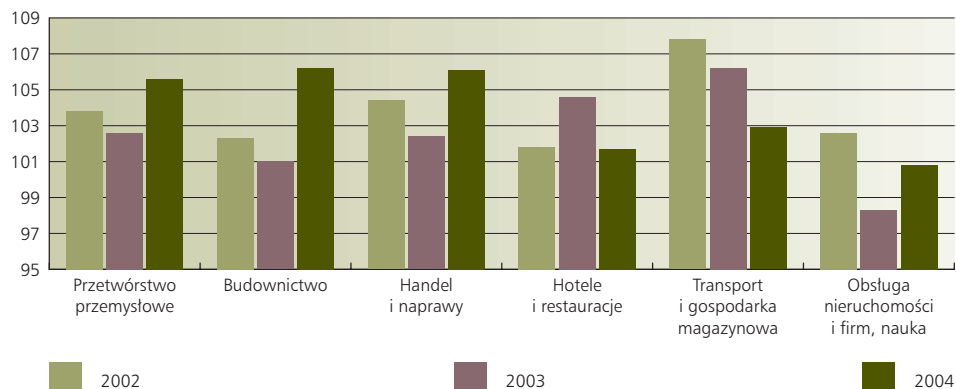


Źródło: GUS, obliczenia NBP.

¹⁷ Deflowane wskaźnikiem CPI.

Wykres 33

Przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w sekcjach
w okresie styczeń–kwiecień 2002–2004 (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

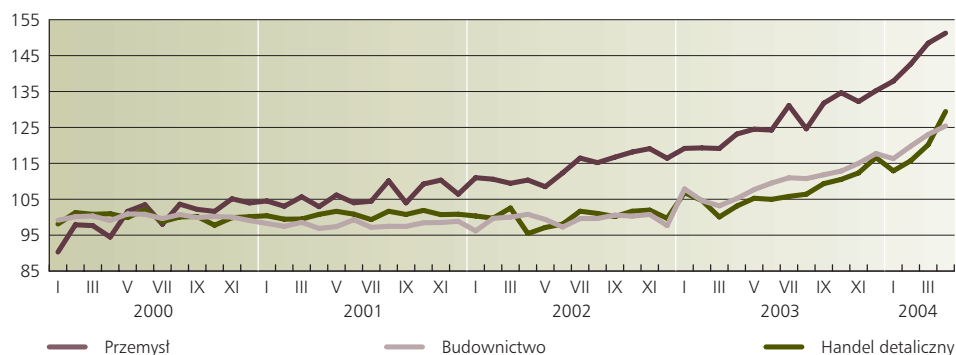
okresie 2003 r. zanotowano jego spadek odpowiednio o 1,6% i 2,0%. Wynikało to ze stosunkowo wysokiego wzrostu wynagrodzeń i jednocześnie słabszego spadku zatrudnienia w br. W okresie styczeń – kwiecień br. wynagrodzenia wzrosły nominalnie o 5,4% r/r (3,5% realnie) i były wyższe niż oczekiwano.

Dynamiczny wzrost produkcji sprzedanej przemysłu oraz sprzedaży detalicznej, jak też dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw i znaczący wzrost wydajności pracy (wykres 34), wpłynęły na wysoki wzrost wynagrodzeń w pierwszych miesiącach br. w większości sekcji i działów sektora przedsiębiorstw (wykres 33). W trzech sekcjach o największym udziale w zatrudnieniu ogółem w sektorze przedsiębiorstw (blisko 67%), tj. w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie oraz w handlu i naprawach, wzrost przeciętnych miesięcznych wynagrodzeń w miesiącach styczeń – kwiecień br. był znacznie wyższy niż w poprzednich dwóch latach w tym okresie. Jednocześnie wysoki wzrost wydajności pracy wyprzedzał wzrost wynagrodzeń, co znalazło odzwierciedlenie w obniżających się jednostkowych kosztach pracy (wykresy 35 i 36). Wykres 37 ilustruje, że przynajmniej do IV kwartału 2003 r. powyższa tendencja dotyczyła również całej gospodarki.

Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu produkcji sprzedanej powinno przekładać się na powolny wzrost zatrudnienia (w kwietniu odnotowano jego wzrost o 0,2% m/m). Oczekiwana kontynuacja wzrostu funduszu wynagrodzeń, powiększającego dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, będzie sprzyjać wzrostowi dynamiki spożycia indywidualnego.

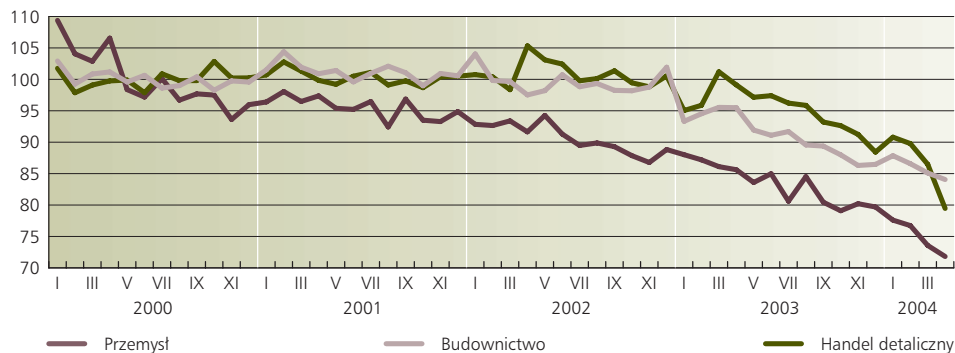
Wykres 34

Wydajność pracy w wybranych sekcjach sektora przedsiębiorstw
(wyrównane sezonowo; średnia w 2000 r. = 100)



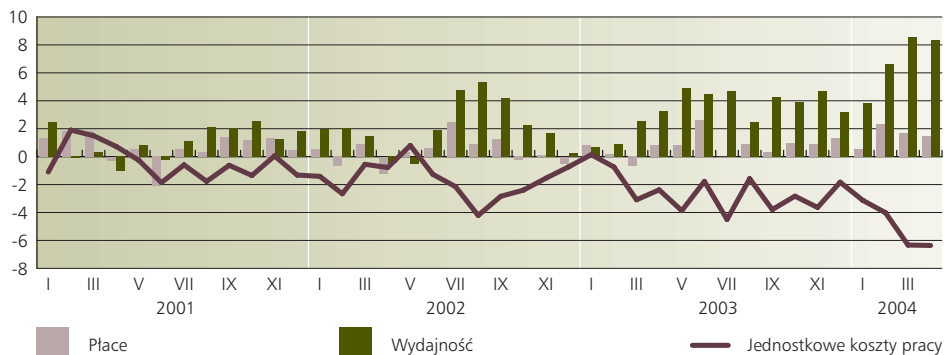
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 35
Jednostkowe koszty pracy w wybranych sekcjach sektora przedsiębiorstw
 (wyrównane sezonowo; średnia w 2000 r. = 100)



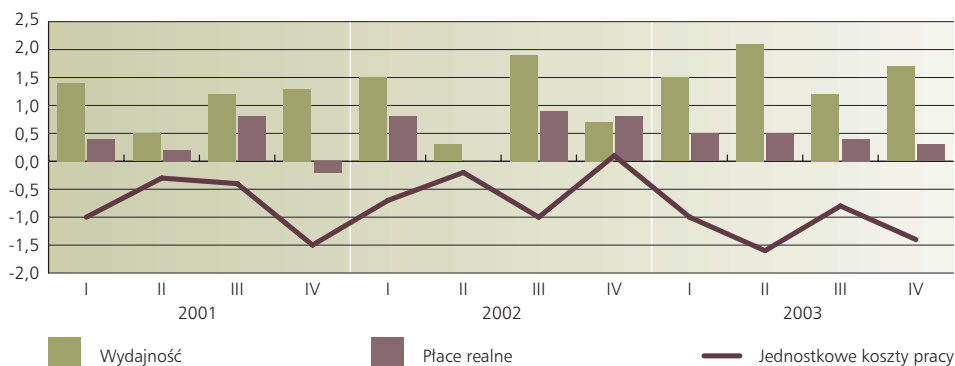
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 36
Wynagrodzenia, wydajność* i jednostkowe koszty pracy w przemyśle
 (zmiana w ostatnich 3 miesiącach w porównaniu z taką zmianą 3 miesiące wcześniej; odsezonowane; w %)



* Wydajność pracy liczona jako realna wartość produkcji sprzedanej na 1 zatrudnionego. Jednostkowe koszty pracy liczone jako iloraz dynamiki płac realnych do dynamiki wydajności pracy.
 Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 37
Wynagrodzenia, wydajność i jednostkowe koszty pracy w gospodarce
 (kw/kw odsezonowane; w %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

2.4. Inne koszty i ceny

2.4.1. Ceny zewnętrzne

W I kwartale 2004 r. nadal rosły ceny na światowych rynkach surowcowych (tabela 11). Na ich wysoki poziom, obok czynników o charakterze popytowym i podażowym, wpłynęła także deprecjacja dolara amerykańskiego¹⁸. Do utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu cen surowców nie-energetycznych przyczyniły się przede wszystkim tendencje na światowym rynku metali. Ożywienie w gospodarce światowej, a zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i Chinach, wpłynęło na silny wzrost popytu na metale, a tym samym na wzrost ich cen (wykres 38). Ceny miedzi osiągnęły w marcu br. najwyższy poziom od ośmiu lat.

Tabela 11

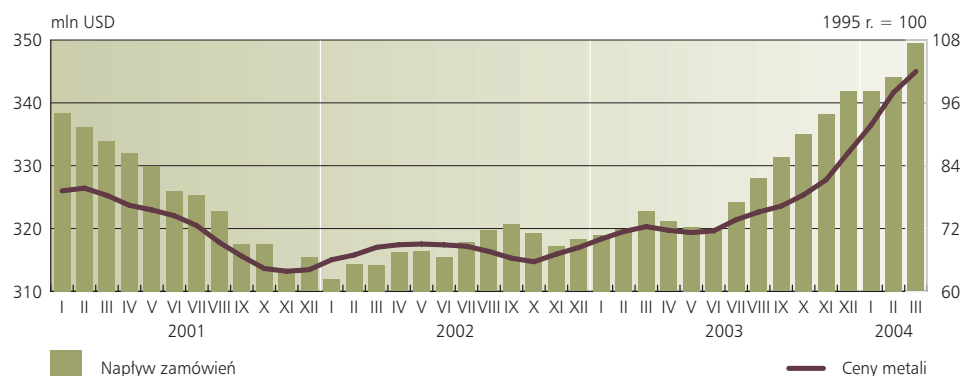
Zmiany cen podstawowych surowców (w stosunku do poprzedniego roku, w %)

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2003		2004		2003		2004	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Surowce nieenergetyczne	10,2	6,8	14,7	22,9	-1,2	2,7	10,3	9,8
w tym:								
żywność	12,3	0,7	8,0	16,9	-1,5	-0,1	10,1	7,9
surowce przemysłowe	7,3	16,0	24,8	31,7	-0,8	6,8	10,6	12,4
w tym:								
surowce pochodzenia rolnego	11,1	17,3	22,8	21,5	-0,7	6,9	7,7	6,3
metale	3,9	14,9	26,6	41,0	-1,0	6,6	13,5	17,8
Ropa naftowa (Brent)	4,3	5,4	9,6	1,9	-16,8	8,7	3,5	8,8

Źródło: dane „The Economist” i Bloomberg.

Wykres 38

Napływ zamówień do przemysłu przetwórczego w Stanach Zjednoczonych i zmiany cen metali (średnia ruchoma trzymiesięczna)

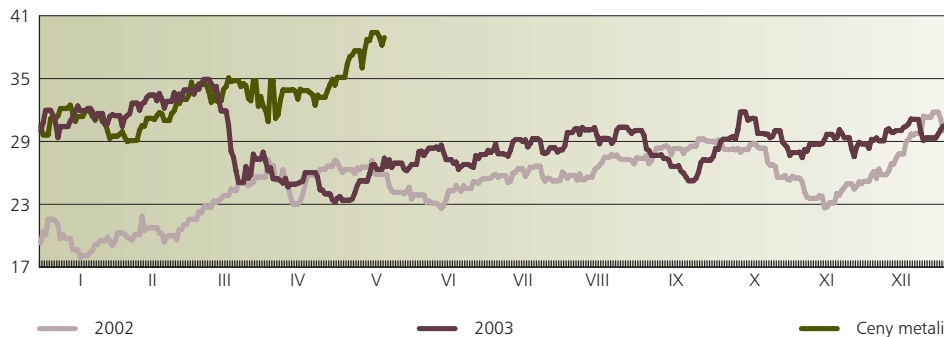


Źródło: dane Bloomberg i „The Economist”.

¹⁸ Deprecjacja USD powoduje z jednej strony zmniejszanie się dochodów eksporterów wyrażonych w ich walucie krajowej, co staje się istotnym argumentem na rzecz podwyżek cen dolarowych, a z drugiej strony ułatwia akceptację tych podwyżek przez nabywców w krajach, których waluty aprecjonowały wobec USD (por. *Koniunktura gospodarcza świata i Polski w latach 2002–2004* – luty 2004, IKCHZ, Warszawa 2004).

Wykres 39

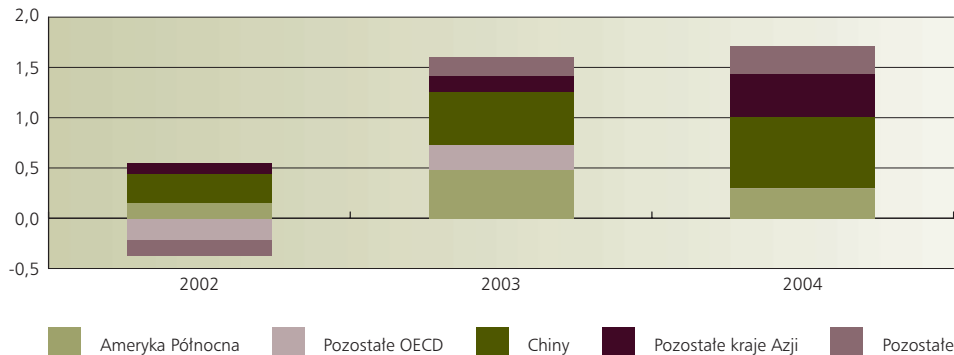
Zmiany cen ropy naftowej Brent w latach 2002–2004 (USD/b)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 40

Zmiany światowego popytu na ropę w latach 2002–2004, wg głównych regionów świata (w mln b/d w porównaniu z poprzednim rokiem)



Źródło: dane Międzynarodowej Agencji Energetyki.

Średnia cena ropy naftowej Brent wyniosła w kwietniu 2004 r. 33,4 USD/b. W miesiącu tym nastąpił systematyczny wzrost cen (o 4,2 USD, tj. o 14%). Tendencja ta utrzymała się również w I połowie maja br., kiedy cena ropy osiągnęła poziom blisko 40 USD/b (wykres 39), a więc wyższy od 1990 r. Wysoka zmienność cen odzwierciedla duży stopień niepewności na rynkach.

Podobnie jak w przypadku surowców nieenergetycznych, duży wpływ na wzrost cen ropy mają czynniki o charakterze podażowym i popytowym. Spośród czynników podażowych największy wpływ na wysoki poziom cen ma restrykcyjna polityka OPEC. Ponadto niestabilna sytuacja w Iraku, a także ataki na instalacje naftowe w innych krajach sprawiają, że przewidywania co do wzrostu dostaw ropy są obciążone dużą niepewnością, co sprzyja wzrostowi cen tego surowca.

Postępujące ożywienie w gospodarce światowej znajduje odzwierciedlenie we wzroście popytu na ropę. Według szacunków Międzynarodowej Agencji Energetyki z maja br. wzrost światowego popytu na ropę w 2004 r. wyniesie 2 mln b/d i będzie największy od 1988 r. Najwyższy wzrost przewidywany jest w Chinach (ponad 40% wzrostu światowego popytu na ropę), pozostałych krajach rozwijających się Azji oraz w Stanach Zjednoczonych (wykres 40). W krajach Europy Zachodniej natomiast popyt na ten surowiec powinien utrzymać się na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego.

Przedstawione wyżej czynniki utrudniają odbudowę zapasów ropy naftowej w krajach rozwiniętych, co prowadzi do jeszcze większej zmienności cen tego surowca. Od początku II kwartału br. dodatkowym czynnikiem, który może utrudniać wzrost zapasów ropy będzie oczekiwane zwiększenie zapotrzebowania na nią w rafineriach zwiększających produkcję benzyny, aby zaspokoić rosnący popyt na paliwa w okresie wakacyjnych wyjazdów.

W I kwartale br. zanotowano także dalszy wzrost cen węgla, do czego przyczyniło się zmniejszenie dostaw z Australii oraz Chin. Efekty te zostały wzmocnione przez zakłócenia na europejskim rynku energetycznym, przede wszystkim przez mniejszą podaż energii ze Skandynawii (ze względu na kłopoty energetyki wodnej).

Główne ośrodki analityczne na wiosnę br. zweryfikowały w górę swoje prognozy cen ropy. Obecnie oczekuje się, że średnia cena ropy naftowej będzie w 2004 r. wyższa od ubiegłorocznej. Znajduje to również potwierdzenie w wyraźnym przesunięciu w górę krzywej oczekiwań rynkowych. Ponadto spodziewany jest dalszy wzrost cen metali, jednak – jak wskazują na to dane z kwietnia br. – będzie on prawdopodobnie wolniejszy niż w I kwartale 2004 r. Na ograniczenie wzrostu cen surowców może wpłynąć również zahamowanie deprecjacji dolara, a także ograniczenie popytu na rynku amerykańskim w wyniku oczekiwanej przez rynki podwyżki stóp procentowych przez FED¹⁹.

2.4.2. Ceny produkcji sprzedanej

W okresie styczeń – kwiecień 2004 r. nastąpił wzrost wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) o 5,2% r/r (tabela 12). Szczególnie silne przyspieszenie cen producenta zanotowano w kwietniu br., gdy roczny poziom indeksu PPI był najwyższy od października 2000 r. (7,5% r/r). Wzrost cen produkcji sprzedanej w przemyśle był spowodowany czynnikami kosztowymi (wzrost cen surowców przemysłowych, np. metali przemysłowych, ropy) oraz osłabieniem złotego względem koszyka walut, które powodowało przede wszystkim wzrost cen uzyskiwanych w eksporcie. W kwietniu br. wyższe ceny surowców i materiałów przyczyniły się również do wzrostu cen producenta w największych gospodarkach świata (wykres 41). Jednak w krajach strefy euro dynamika PPI nadal utrzymuje się na niskim poziomie (w Niemczech w lutym br. zanotowano nawet deflację cen producenta).

Wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce w pierwszych miesiącach br. był głównie spowodowany szybkim wzrostem cen w górnictwie i kopalnictwie. Przyspieszenie wzrostu cen zanotowano również w przetwórstwie przemysłowym (wykres 42). Największy wpływ na poziom wskaźnika PPI w analizowanym okresie miały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym – głównie ze względu na wagę tej sekcji we wskaźniku, jednak istotny i rosnący od połowy ub.r. był wzrost cen w górnictwie i kopalnictwie (wykres 43).

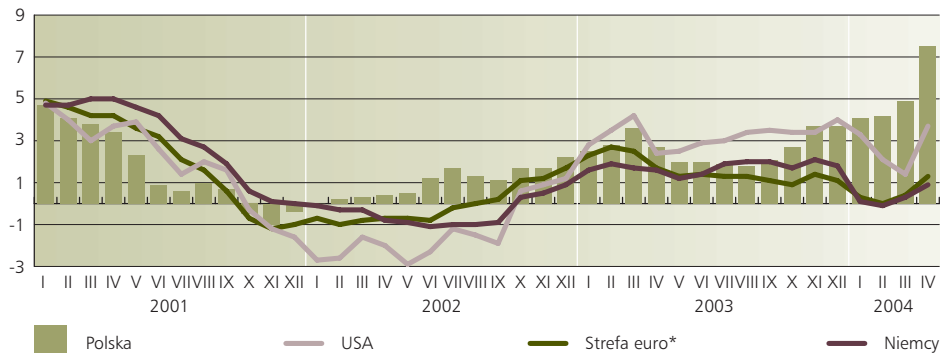
W okresie styczeń – kwiecień br. w przetwórstwie przemysłowym najwyższą dynamikę cen zanotowano w produkcji metali (około 17,2% r/r), co było spowodowane wzrostem notowań metali przemysłowych na giełdach światowych. Czynnikiem ten miał również decydujący wpływ na obser-

Tabela 12
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie

	2004									
	I	II	III	IV	styczeń– –kwiecień	I	II	III	IV	
	kwartaly				poprzedni rok = 100		poprzedni miesiąc = 100			
PRZEMYSŁ PPI										
w tym:	104,1	104,2	104,9	107,5	105,2	100,8	100,7	101,5	102,0	
– górnictwo i kopalnictwo	114,4	118,8	121,5	130,5	121,2	104,3	103,8	103,1	105,2	
– przetwórstwo przemysłowe	103,7	103,5	104,1	106,8	104,5	100,8	100,7	101,6	102,0	
– wytwarzanie i zaopatrywanie										
w energię elektryczną,										
gaz, wodę	103,2	103,1	103,1	102,9	103,1	100,0	100,0	100,1	100,1	
BUDOWNICTWO	99,2	99,5	100,2	101,5	100,1	100,1	100,1	100,6	101,1	

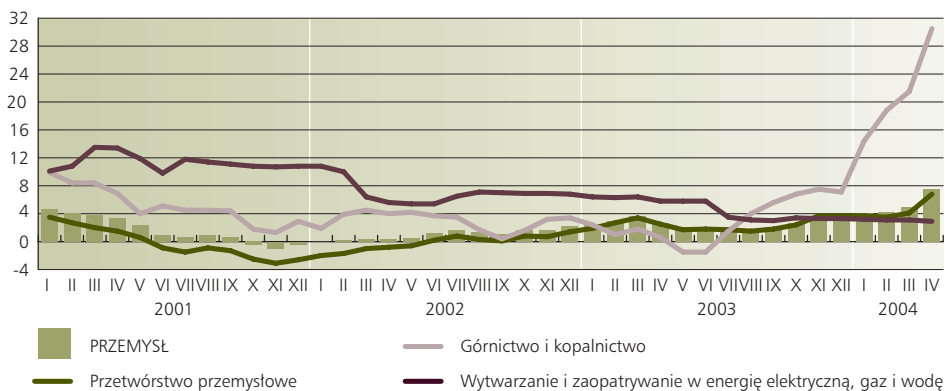
¹⁹ Zobacz rozdział *Krótkoterminowe stopy procentowe*.

Wykres 41
PPI w Niemczech, w strefie euro*, w USA i w Polsce (%)
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



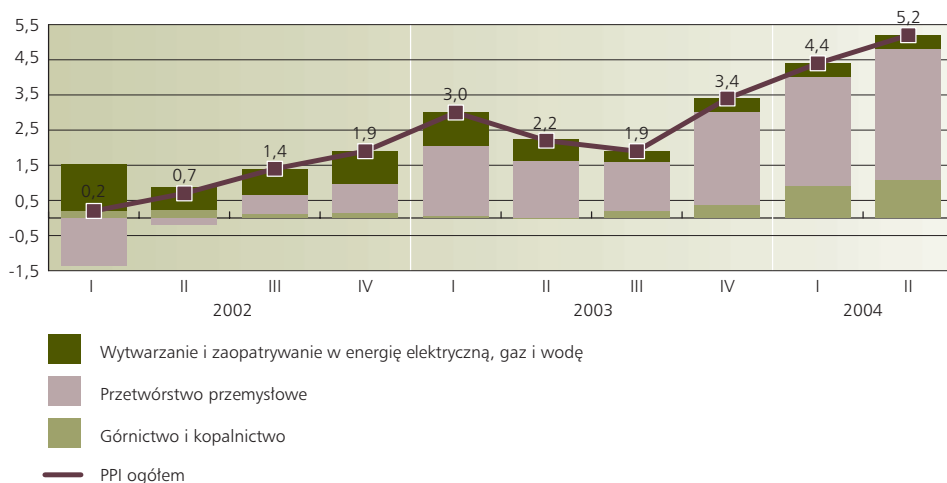
* PPI dla strefy euro za kwiecień br. na podstawie prognozy Bloomberg.
 Źródło: Bloomberg.

Wykres 42
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI) i w jego sekcjach (dynamika roczna)



Źródło: dane GUS.

Wykres 43
Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej w sekcjach przemysłu we wzroście PPI (%)
 (dynamika roczna)



Źródło: dane GUS.

wowany od III kwartału ub.r. znaczący wzrost cen w dziale kopalnictwo rud metali (w kwietniu wzrost o 66,7% r/r). Ponadto, w wyniku obserwowanego od III kwartału 2003 r. dynamicznego wzrostu cen węgla kamiennego na rynkach światowych, wzrosły ceny uzyskiwane w eksporcie przez polskich producentów.

Ceny producentów w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę są w znacznej mierze kontrolowane (np. przez URE). Po ich spadku w III kwartale ub.r. indeks cen w kolejnych kwartałach pozostawał stabilny (dynamika roczna wynosiła około 3,1 – 3,3%). Sytuacja taka utrzyma się do połowy roku (termin zmian taryf).

Wstępne szacunki dokonanych przez ekspertów NBP wskazują, że do lutego 2004 r. wzrost cen PPI wynikał głównie ze wzrostu cen uzyskiwanych w eksporcie. W rezultacie, nie przekładał się on bezpośrednio na wzrost presji inflacyjnej w kraju, gdyż składnik *PPI-krajowe* kształtował się na relatywnie niskim poziomie. Przeprowadzone analizy wskazują jednak, że powyższa struktura wzrostu cen PPI w marcu i kwietniu 2004 r. uległa zmianie i od tego czasu ceny producentów napędzane są już cenami krajowymi. Wzrosty cen produkcji sprzedanej przemysłu mają w dużym stopniu charakter podażowy, wynikający ze wzrostów cen ropy i metali na rynkach światowych. W działach przemysłu mniej uzależnionych od cen surowców notuje się znacznie mniejsze wzrosty cen.

Ze względu na to że wzrost popytu krajowego oraz oczekiwań inflacyjnych sprzyja przeniesieniu efektów kosztowych na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych, obserwowany dynamiczny wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu zwiększa ryzyko przyspieszenia inflacji mierzonej indeksem CPI.

2.5. Rynki finansowe i procesy monetarne

2.5.1. Ceny aktywów / Stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe

W okresie styczeń – kwiecień 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) nie zmieniła podstawowych stóp procentowych NBP, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 5,25%, stopę lombardową – 6,75%, stopę depozytową – 3,75%. W pierwszych miesiącach br. wyraźnie wzrosły jednak oczekiwania rynku na podwyżki stóp procentowych banku centralnego (wykres 44). Był to m.in. wynik narastających obaw o możliwość realizacji programu naprawy finansów publicznych oraz utrwalania się procesu ożywienia gospodarczego. Istotne znaczenie miał również lutowy komunikat z posiedzenia RPP, w którym wskazano na możliwość zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne, oraz komunikat kwietniowy, w którym ogłoszono dokonanie takiej zmiany. Zmiana nastawienia na restrykcyjne została odczytana przez rynek jako sygnał, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych jest większe niż prawdopodobieństwo ich obniżenia.

Czynnikami wzmacniającym oczekiwania rynku na podwyżki stóp procentowych okazały się dane na temat wielkości produkcji sprzedanej przemysłu w marcu br., potwierdzające jej silny trend wzrostowy. W efekcie krzywa terminowych stóp procentowych znacząco przesunęła się w górę, a jej dodatnie nachylenie zwiększyło się (wykres 45). Reakcja stóp terminowych na zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne na kwietniowym posiedzeniu RPP była nieznaczna, gdyż decyzja ta była zapowiadana od lutego i została już wcześniej uwzględniona w cenach instrumentów finansowych.

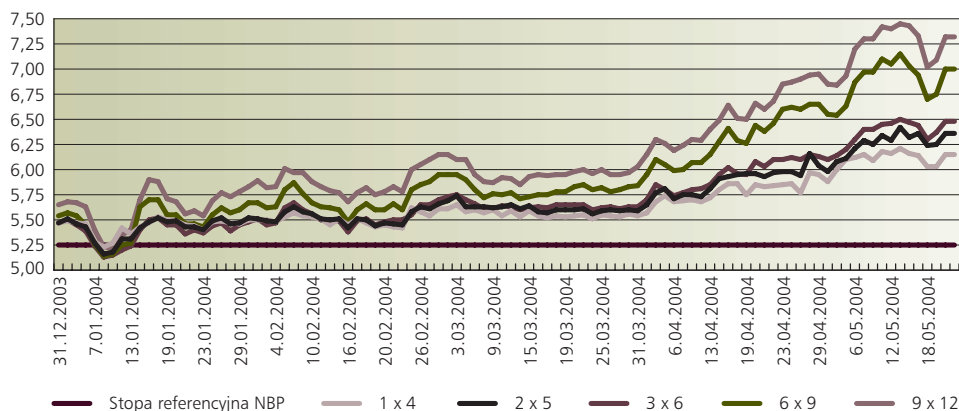
Wyniki przeprowadzonej w maju 2004 r. ankiety Reutersa wskazują, że oczekiwany przez analityków bankowych poziom stopy referencyjnej NBP na koniec br. wzrósł do 5,75% (mediana prognoz). Ze względu na utrzymywanie się bieżącego, rocznego wskaźnika inflacji w dolnym przedziale dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego uczestnicy rynku przyjęli, że w najbliższych miesiącach do zmiany stóp procentowych jednak nie dojdzie. Dlatego też po ogłoszeniu komuni-

katu w największym stopniu wzrosło oprocentowanie kontraktów terminowych na WIBOR 3M rozliczanych za 9 miesięcy (FRA 9x12 – wykres 44)²⁰.

Należy podkreślić, że stopy procentowe odczytywane z krzywych kontraktów terminowych odzwierciedlają nie tylko oczekiwania uczestników rynku co do przyszłego poziomu stóp procentowych, lecz również zmiany w wysokości premii za ryzyko. W analizowanym okresie zaobserwowano silny wpływ tendencji na rynku obligacji skarbowych na wzrost stóp na rynku pieniężnym i terminowym w horyzoncie rocznym, co sygnalizuje wzrost premii za ryzyko inwestycyjne²¹. Po obniżeniu ratingu²² długoterminowego w walucie krajowej przez agencję Fitch²³ stawki kontraktów FRA 6x12 i 9x12 wzrosły od 35 do 45 punktów bazowych. Potwierdza to, że wzrost ryzyka inwestycyjnego, odzwierciedlony w zmianie ratingu, prowadzi do przesunięcia w górę krzywej 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych. Wielkość tego przesunięcia była jednak wzmocniona przez zaburzenie płynno-

Wykres 44

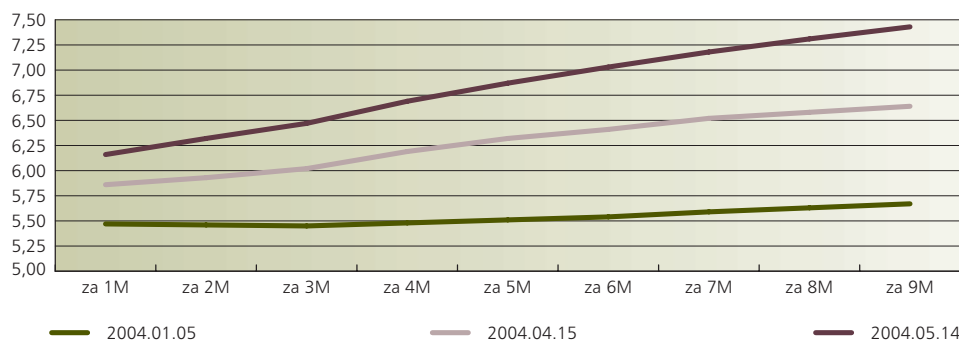
Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR (%)



Źródło: dane Reuters.

Wykres 45

Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych (%)



Źródło: dane Reuters.

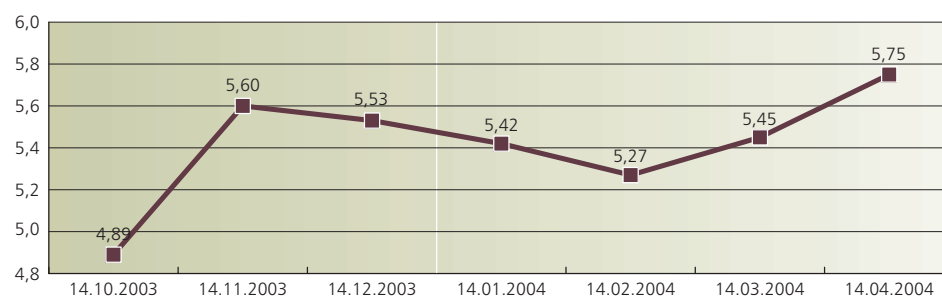
²⁰ Rynek FRA to rynek międzybankowy, na którym zawierane są transakcje FRA (Forward Rate Agreement). Są to kontrakty terminowe na krótkoterminową stopę procentową (WIBOR 1M, 3M lub 6M). Kontrakty FRA 1x4 i 9x12 są kontraktami terminowymi na stopę procentową, wystawionymi na 3-miesięczny WIBOR, których data rozliczenia została uzgodniona za miesiąc (1x4) i za 9 miesięcy (9x12), licząc od daty zawarcia kontraktu.

²¹ Czynniki ten, choć z definicji trudno mierzalny, można śledzić m.in. analizując zależności między rynkiem pieniężnym a rynkiem obligacji skarbowych. Obserwowany od stycznia 2004 r. wzrost korelacji między zmianami stóp krótkoterminowych (12M) a rentownością obligacji skarbowych (2-letnich) sygnalizuje możliwy wzrost premii za ryzyko inwestycyjne.

²² Rating jest niezależną i obiektywną oceną wiarygodności kredytowej podmiotu zaciągającego dług na rynku.

²³ Zobacz rozdział *Długoterminowe stopy procentowe*.

Wykres 46
Ewolucja 3-miesięcznej stopy terminowej na podstawie kontraktu FRA zapadającego 14 lipca 2004 r. (%)



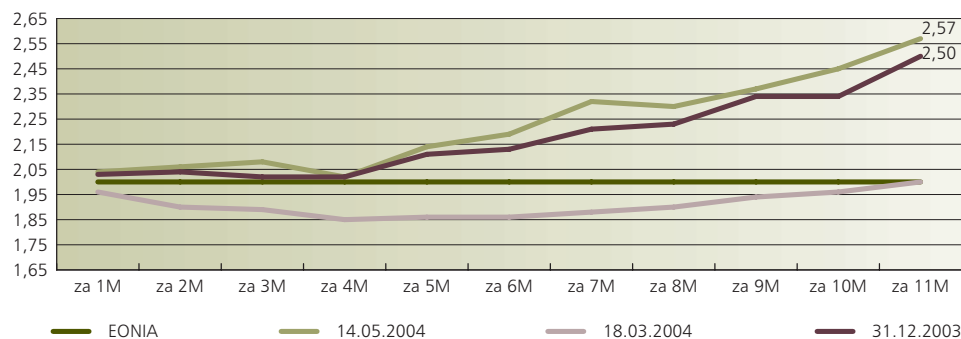
Źródło: dane Reuters, obliczenia NBP.

ściowe na rynku pieniężnym w dniach 5–6 maja br. W wyniku tego wszystkie stopy krótkoterminowe (od stopy jednodniowej (O/N) do rocznej) przejściowo znalazły się powyżej poziomu 6%.

Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

W analizowanym okresie również w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych podstawowe stopy procentowe EBC i Banku Rezerwy Federalnej (FED) nie zmieniły się. Wraz z postępującym oży-

Wykres 47
Oczekiwania dotyczące zmiany stóp przez EBC



Źródło: na podstawie kontraktów EONIA swaps (overnight index swaps).

Wykres 48
Ewolucja oczekiwań na zmiany stóp FED



Źródło: obliczenia własne.

wieniem w gospodarce światowej coraz liczniejsze sygnały wskazują jednak na tendencję w kierunku podnoszenia stóp procentowych przez banki centralne. Wśród krajów UE Bank Anglii w br. już dwukrotnie (w lutym i kwietniu) podnosił stopy po 25 punktów bazowych.

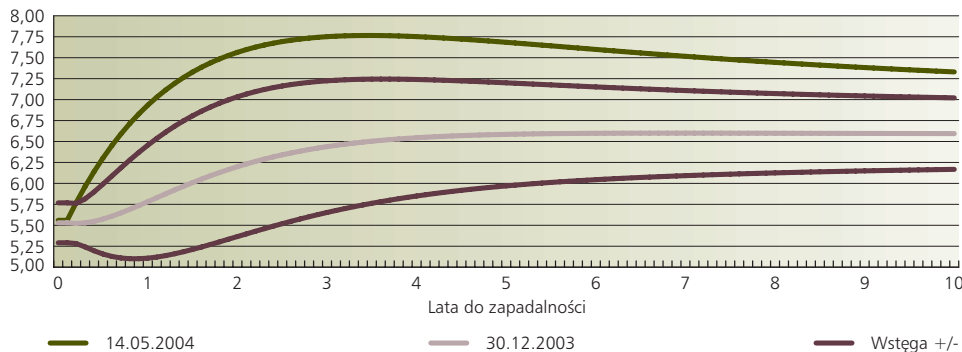
W kwietniu br., po komunikatach o oczekiwanym przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro, odczytywane z rynków terminowych oczekiwania na obniżki stóp procentowych EBC ustąpiły miejsca przewidywanym podwyżkom, z których pierwsza miałyby zostać dokonana pod koniec br. (wykres 47). Z kolei na oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych FED najsilniej wpływały dane z amerykańskiego rynku pracy. Lepsze od spodziewanych dane dotyczące zatrudnienia w marcu i kwietniu br. przyczyniły się do znacznego wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, z których pierwsza jest oczekiwana na posiedzeniu 30 czerwca br. (wykres 48).

Długoterminowe stopy procentowe

W analizowanym okresie (styczeń – 14 maja 2004 r.) rentowność polskich obligacji skarbowych znacząco wzrosła, średnio o 104 punkty bazowe. Czynniki powodującymi spadek cen tych papierów wartościowych były: podwyższony poziom ryzyka politycznego, wzrost ryzyka kursowego, znajdujący odzwierciedlenie w osłabieniu złotego, oraz oczekiwania na wzrost stóp procentowych NBP wynikające z rosnących oczekiwań inflacyjnych i zmiany nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne. Ponadto od końca marca br. na wzrost rentowności polskich obligacji znaczący wpływ miał spadek cen skarbowych papierów wartościowych na rynkach światowych.

Wykres 49

Wahania krzywej zerokuponowej w 2004 r. (%)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 50

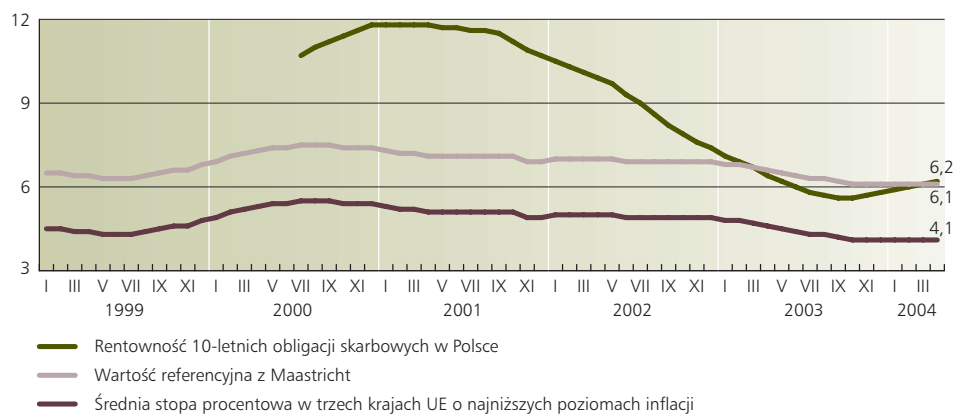
Różnice rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i polskich (w punktach bazowych)



Źródło: dane Reuters, NBP.

Wykres 51

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



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Eurostat-u i CeTo.

Dodatkowymi czynnikami wpływającymi na wzrost rentowności polskich papierów skarbowych było obniżenie ich ratingu w walucie krajowej przez agencję Fitch (6 maja br. – z A+ do A) oraz zmiana perspektywy dla papierów dłużnych w walucie zagranicznej (z pozytywnej na stabilną BBB+). Decyzje te były konsekwencją braku realizacji reform fiskalnych w zakładanym wcześniej kształcie. Chociaż zmiana ratingu wzmocniła obserwowany obecnie na rynku proces przeceny obligacji skarbowych (wzrost rentowności o 15–25 punktów bazowych w dniu ogłoszenia informacji), to jej wpływ w dużej mierze był już zdyskontowany w cenach.

Wzrost dochodowości polskich obligacji nie był równomierny na całej długości krzywej. Największej przecenie uległy instrumenty o najkrótszym i średnim terminie zapadalności. W konsekwencji nastąpiło stosunkowo spłaszczenie rynkowej krzywej dochodowości, co wskazuje, że oczekiwane w najbliższych miesiącach poziomy krótkoterminowych stóp procentowych znacząco wzrosły (wykres 49).

Znaczny spadek cen obligacji krajowych w kwietniu br. spowodował wzrost różnicy dochodowości polskich i niemieckich obligacji skarbowych (10-letnich) do poziomu 310 punktów bazowych (14 maja 2004), najwyższego od lipca 2002 r. (wykres 50). W wyniku systematycznego wzrostu rentowności polskich papierów skarbowych w kwietniu br., po raz pierwszy od lutego 2003 r. Polska przestała spełniać kryterium stóp procentowych z Maastricht²⁴ (wykres 51).

Do czynników, które w najbliższych miesiącach mogą istotnie wpływać na kształtowanie się stóp procentowych na rynkach finansowych należą wciąż nieustabilizowana sytuacja polityczna w kraju oraz sygnały wpływające na ocenę prawdopodobieństwa realizacji planu reform finansów publicznych. W dłuższym okresie na dochodowość papierów skarbowych będzie również oddziaływać zmiana perspektyw ratingu Polski. Będzie to przede wszystkim czynnik ograniczający spadek różnicy ich rentowności w stosunku do europejskich i amerykańskich papierów skarbowych. Ponadto silny wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych, jeśli dane za II kwartał br. to potwierdzą, a także ożywienie gospodarcze w strefie euro będą sprzyjać scenariuszowi podwyższenia stóp procentowych odpowiednio przez FED i EBC. W warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego w Polsce wymienione czynniki zewnętrzne będą wzmacniać presję na wzrost rentowności polskich instrumentów finansowych. Ryzyko przeceny papierów skarbowych na rynku krajowym wiąże się także z oczekiwanym wzrostem ich podaży.

²⁴ Kraj akcesyjny 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.

2.5.2. Kurs walutowy

W okresie styczeń – kwiecień 2004 r. nominalny efektywny kurs złotego (NEER) był niższy średnio o 9% niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. W porównaniu z ubiegłym rokiem złoty osłabił się wobec wszystkich walut, które wchodzą w skład indeksu NEER, z wyjątkiem USD. Najbardziej złoty zdeprecjonował się wobec euro (o 13,3%), natomiast wobec USD umocnił się średnio o 1,5%. W lutym br. wartość nominalnego efektywnego kursu złotego była najniższa od momentu rozpoczęcia liczenia indeksu, tj. od grudnia 1993 r., a w ciągu kolejnych 2 miesięcy ustabilizowała się ona na poziomie o 1% powyżej wartości z lutego br.

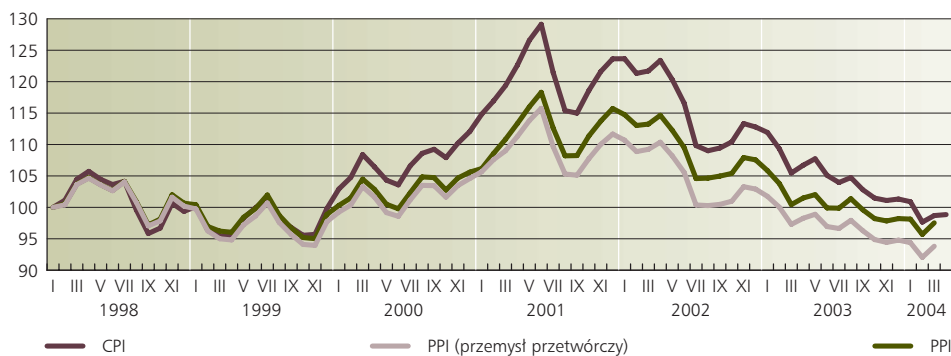
Deprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego towarzyszyło osłabienie realnego efektywnego kursu polskiej waluty, co stanowiło kontynuację tendencji obserwowanej od 3 lat (wykres 52). W kwietniu 2004 r. realny efektywny kurs złotego, deflowany indeksem CPI, był o 7,4% słabszy niż w kwietniu ub.r. i o 23,5% słabszy niż w czerwcu 2001 r. Najgłębszy spadek wartości złotego odnotowano wobec waluty europejskiej: nominalny kurs EUR/PLN osłabił się z poziomu 3,39 w czerwcu 2001 r. do 4,76 w kwietniu 2004 r.

Deprecjacja złotego nastąpiła mimo poprawy salda na rachunku obrotów bieżących, spadku jednostkowych kosztów pracy, utrzymywania się niskiej inflacji oraz wysokiego wzrostu gospodarczego.

Oslabienie złotego, mimo pozytywnych tendencji w polskiej gospodarce, wynikało ze spadku realnego dysparytetu stóp procentowych oraz wzrostu wymaganej premii za ryzyko związane z lokowaniem w aktywa złotowe. Ten drugi czynnik był spowodowany niepewnością dotyczącą realizacji programu naprawy finansów publicznych, a tym samym możliwości utrzymania długu publicznego na bezpiecznym poziomie²⁵.

W najbliższym czasie na wartość polskiej waluty będą miały wpływ głównie decyzje, od których zależy realizacja reform finansów publicznych, oraz zmiany dokonujące się na scenie politycznej.

Wykres 52
Realny efektywny kurs złotego



Źródło: NBP.

Natomiast w średnim i długim horyzoncie czasowym w kierunku wzmocnienia złotego powinny oddziaływać oczekiwany wzrost napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz napływ netto środków z funduszy Unii Europejskiej. Ponadto aprecjacji złotego powinny sprzyjać szybszy wzrost gospodarczy w Polsce niż u jej głównych partnerów handlowych oraz utrzymywanie się bezpiecznego salda na rachunku obrotów bieżących.

²⁵ W ostatnich latach na kurs złotego istotnie wpływała również wysoka zmienność kursów walut głównych gospodarek światowych, w tym przede wszystkim kursu EUR/USD. Ponadto na notowania złotego (w 2003 r.) wpływały również zaburzenia na węgierskim rynku walutowym, choć oddziaływanie tego czynnika miało charakter przejściowy.

2.5.3. Kredyt i pieniądz

Kredyty a stopy procentowe w bankach

Do odnotowanego w pierwszych czterech miesiącach br. wzrostu należności od pozostałych sektorów krajowych²⁶ przyczynił się przede wszystkim wzrost zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw i osób prywatnych (tabela 13).

W pierwszych czterech miesiącach 2004 r. należności od przedsiębiorstw zwiększyły się o 2,3 mld zł. Jednak utrzymująca się ich niska roczna dynamika nadal wskazuje na brak ożywienia w tym segmencie rynku kredytowego (wykres 53). Ponadto około 1,0 mld zł z całkowitego przyrostu należności od przedsiębiorstw w analizowanym okresie wynikało ze zmian kursowych. Z kolei napływające z opóźnieniem dane dotyczące zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw utrudniają określenie aktywności polskich firm poza krajowym rynkiem kredytowym w 2004 r. (zobacz Ramka 3).

W analizowanym okresie popyt na kredyt nie był stymulowany spadkiem jego oprocentowania, m.in. wskutek utrzymywania stóp procentowych NBP od czerwca ub.r. na niezmiennym poziomie. Koszt kredytu w rachunku bieżącym, po spadku w I kwartale br. z 7,0% do 6,8%, w kwietniu wzrósł do 7,1% i niewiele odbiegał od przeciętnego oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw (7,3% – tabela 14). Badania ankietowe NBP wskazują jednak, że koszt pieniądza na rynku kredytowym nie należy do głównych barier aktywności gospodarczej polskich przedsiębiorstw.

W analizowanym okresie przedsiębiorstwa zaciągały przede wszystkim kredyty w rachunku bieżącym, wykorzystywane głównie do finansowania bieżącej działalności. Ich wartość wzrosła od grudnia 2003 r. do kwietnia 2004 r. o 3,0 mld zł. Nadal nie widać natomiast ożywienia na rynku kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw. Ich wartość w analizowanym okresie spadła o 0,2 mld zł. Z drugiej strony jednak, badania ankietowe NBP wskazują na przewidywany wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyt, co potwierdzają zarówno same przedsiębiorstwa, jak i banki komercyjne²⁷.

Tabela 13
Kredyty, pożyczki i inne należności

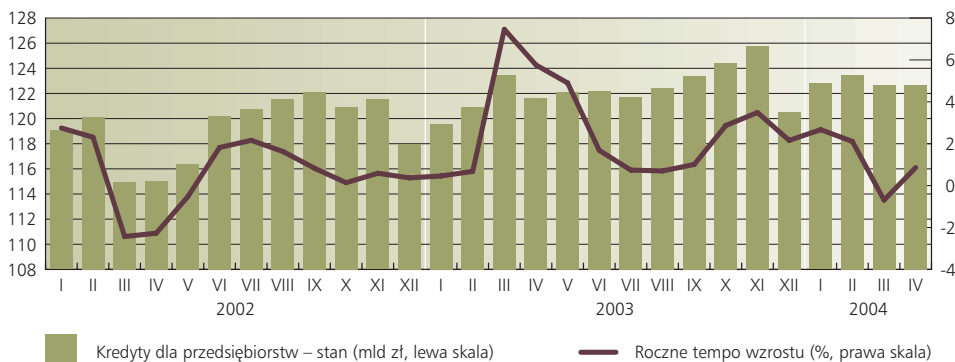
	Stan na	Zmiana		Zmiana	
	30.04.2004	04.2004/12.2003		04.2004/04.2003	
	mld zł	%	mld zł	%	
KREDYTY, POŻYCZKI I INNE NALEŻNOŚCI	266,9	8,2	3,2	21,4	8,7
Gospodarstwa domowe	107,8	5,8	5,7	16,1	17,5
w tym osoby prywatne	78,3	4,3	5,9	14,1	22,0
Niemonetarne instytucje finansowe	10,7	0,2	1,5	0,9	9,7
Przedsiębiorstwa	132,3	2,3	1,8	1,4	1,1
Instytucje niekomercyjne działające					
na rzecz gospodarstw domowych	0,8	0,0	1,3	-0,1	-8,1
Instytucje samorządowe	10,1	-0,4	-3,8	1,1	11,8
Fundusze ubezpieczeń społecznych	5,2	0,3	6,4	2,0	62,6

Źródło: dane NBP.

²⁶ Pozostałe sektory krajowe obejmują: niemonetarne instytucje finansowe, podmioty sektora niefinansowego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych.

²⁷ Na podstawie wyników badań ankietowych prowadzonych przez NBP wśród przedsiębiorstw oraz komitetów kredytowych w bankach komercyjnych.

Wykres 53
Kredyty dla przedsiębiorstw



Źródło: NBP.

Ramka 3. Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw w 2003 r.

W 2003 r. zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw obniżyło się do 38,7 mld EUR z 39,5 mld EUR na koniec 2002 r. Natomiast w USD zaobserwowano jego wzrost odpowiednio z 41,3 mld USD do 48,8 mld USD. Różnice te były wynikiem osłabienia waluty amerykańskiej wobec euro.

W kierunku obniżenia zadłużenia zagranicznego oddziaływał spadek zadłużenia z tytułu kredytów inwestorów bezpośrednich i dłużnych papierów wartościowych. Wzrosło natomiast zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw z tytułu otrzymanych kredytów handlowych. Struktura terminowa zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw jest zdominowana przez zobowiązania długoterminowe* (około 75% na koniec 2003 r.). Ponad połowę zadłużenia zagranicznego tego sektora stanowią zobowiązania kredytowe 50 przedsiębiorstw, co wskazuje na utrzymującą się silną koncentrację zobowiązań. Do przedsiębiorstw korzystających z tej formy finansowania w największym stopniu należą firmy z branży telekomunikacyjnej, paliwowej, transportowej i energetycznej. W strukturze walutowej zadłużenia zagranicznego polskich przedsiębiorstw systematycznie rośnie udział euro (61% na koniec 2003 r.) i złotego (14%), natomiast maleje udział USD (20%). W 2003 r. polskie przedsiębiorstwa miały największe zobowiązania wobec kredytodawców z Holandii, Niemiec, Luksemburga i Francji.

* Struktura terminowa zobowiązań została uzyskana poprzez włączenie kredytów handlowych w całości do zadłużenia krótkoterminowego.

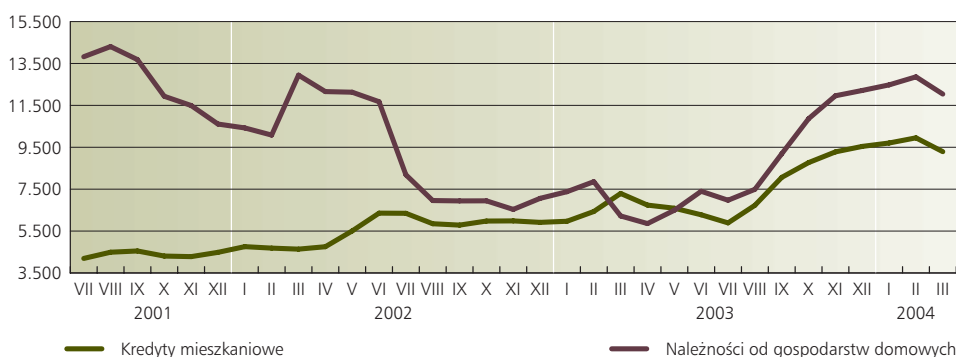
Stan kredytów dla osób prywatnych zwiększył się w okresie grudzień 2003 – kwiecień 2004 r. o 4,3 mld zł. Niewielki wzrost tej kategorii w pierwszych trzech miesiącach roku ma charakter sezonowy. Kredyty dla osób prywatnych w I kwartale br. wzrosły tylko o 1,5 mld zł, tj. o 2,1%. Wypłaty dodatkowych wynagrodzeń w tym okresie, a także utrzymujące się stosunkowo wysokie oprocentowanie kredytów ograniczały potrzeby pożyczkowe tego sektora. Potwierdza to spadek wartości kredytów w systemie sprzedaży ratalnej (o ponad 0,4 mld zł w I kwartale br.), przy równoczesnym wysokim wzroście sprzedaży detalicznej w analizowanym okresie.

W kwietniu br. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (w tym osób prywatnych) wyraźnie przyspieszyła. Kredyty dla gospodarstw domowych przyrosły w tym miesiącu o 3,6 mld zł, w tym dla osób prywatnych o 2,8 mld zł. Znalazło to odzwierciedlenie w najwyższej od września 2001 r. rocznej dynamice tej kategorii (17,5%). Do silnego przyspieszenia kredytów dla gospodarstw domowych niewątpliwie przyczyniły się wzmożone zakupy spowodowane obawami o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE. Zwiększenie stanu zadłużenia gospodarstw domowych wynikało głównie ze wzrostu zakupów mieszkań oraz samochodów.

Mimo obserwowanego wzrostu znaczenia innych kredytów i pożyczek, nadal przyrost należności od gospodarstw domowych jest wynikiem przede wszystkim utrzymującego się dynamicznego wzrostu kredytów mieszkaniowych (wykres 54). Rozwojowi tego segmentu kredytów niewątpliwie sprzyja ich niskie oprocentowanie (tabela 14). Znacznie wyższe oprocentowanie kredytów udzielonych w rachunku bieżącym i kredytów konsumenckich znalazło odzwierciedlenie w zmniejszeniu zainteresowania osób prywatnych tą formą finansowania.

Wykres 54

Roczny przyrost kredytów mieszkaniowych i należności od gospodarstw domowych (w mln zł)



Źródło: NBP.

Tabela 14

Kredyty, pożyczki i inne należności

	XII 2003	I 2004	II 2004	III 2004	IV 2004
Kredyty złotowe dla przedsiębiorstw					
w rachunku bieżącym	7,0	7,0	6,9	6,8	7,1
ogółem	7,2	7,1	7,1	7,1	7,3
Kredyty złotowe dla gospodarstw domowych					
w rachunku bieżącym	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
konsumenckie ogółem	15,8	15,7	15,7	15,5	15,5
mieszkaniowe ogółem	7,6	7,7	7,7	7,7	7,8
ogółem	12,1	12,1	12,0	12,0	12,0

Źródło: dane NBP.

Badania ankietowe prowadzone przez NBP wskazują, że banki oczekują wzrostu popytu gospodarstw domowych na kredyt (przede wszystkim mieszkaniowy) w II kwartale br.

Depozyty i pieniądz gotówkowy

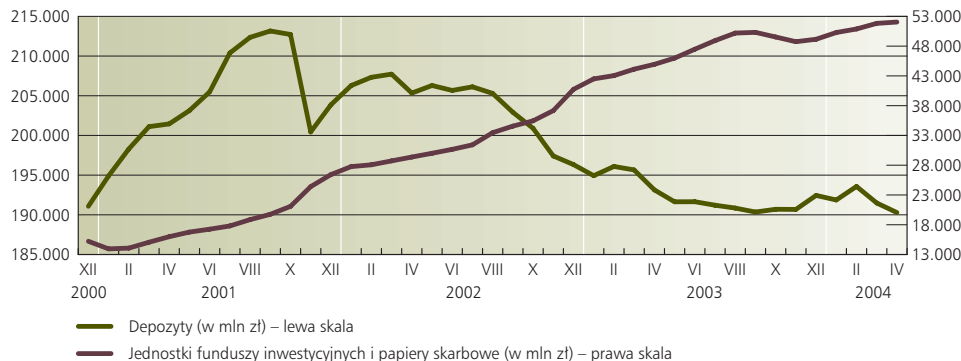
W okresie styczeń – kwiecień 2004 r. odnotowano wzmocnienie silnej tendencji wzrostowej (r/r) wartości depozytów przedsiębiorstw²⁸. Tendencja ta wynika ze zwiększonych przychodów i poprawy wyników finansowych przedsiębiorstw w warunkach ożywienia gospodarczego. Równocześnie przedsiębiorstwa nadal wstrzymywały się z inwestycjami, oczekując stabilizacji politycznej i ekonomicznej po wejściu Polski do Unii Europejskiej. Znaczący przyrost wartości depozytów przedsiębiorstw w marcu i kwietniu br. (o 3,0 i 6,2 mld zł) znalazł odzwierciedlenie w rekordowym wzroście ich dynamiki – odpowiednio do 28,5% oraz 39,2% r/r. Był to efekt wzmożonych zakupów konsumentów obawiających się o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE. Powyższa hipoteza znajduje potwierdzenie m.in. w wspomnianym wyżej znaczącym wzroście kredytów gospodarstw domowych w kwietniu br.

Wypłata dodatkowych wynagrodzeń pracowniczych w pierwszych miesiącach roku zazwyczaj skutkuje wzrostem depozytów gospodarstw domowych w tym okresie²⁹. Ponadto na począt-

²⁸ Miesięczne spadki depozytów przedsiębiorstw w styczniu i w lutym są zjawiskiem sezonowym, spowodowanym głównie wypłatą przez przedsiębiorstwa dodatkowych wynagrodzeń z tytułu nagród i premii o charakterze jednorazowym. Np. w sekcji górnictwo i kopalnictwo wzrost wynagrodzeń z tego tytułu w lutym 2004 r. wyniósł 14,7% – dane GUS.

²⁹ Odpowiada temu spadek wartości depozytów przedsiębiorstw.

Wykres 55

Depozyty gospodarstw domowych oraz jednostki funduszy inwestycyjnych* i papiery skarbowe w posiadaniu gospodarstw domowych (w mln zł)


* Przyjęto, iż gospodarstwa domowe są w posiadaniu wszystkich jednostek funduszy inwestycyjnych, z wyłączeniem tych, o których wiadomo, że są skierowane tylko do osób prawnych.

Źródło: NBP.

Wykres 56

Roczne nominalne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (w %)


Źródło: NBP.

ku roku większość podatników rozlicza się według najniższej stawki podatkowej, co powoduje, że ich dochody do dyspozycji są większe niż w późniejszych miesiącach. Niemniej w styczniu br. zanotowano spadek wartości depozytów gospodarstw domowych (o 0,6 mld zł), a w marcu i kwietniu spadek ten był już bardzo głęboki i wyniósł odpowiednio 2,1 mld zł i 1,2 mld zł³⁰. W rezultacie od czerwca 2002 r. nie nastąpił wzrost tej kategorii w ujęciu rocznym (wykres 56). Spadek depozytów i wzrost zadłużenia gospodarstw domowych oznaczały, że po raz kolejny zanotowano ujemne oszczędności netto gospodarstw domowych w sektorze bankowym. Spadek ich oszczędności finansowych został częściowo zrekompensowany wzrostem pozabankowych aktywów finansowych tej grupy podmiotów. W pierwszych czterech miesiącach br. odnotowano wzrost wartości udziałów w funduszach inwestycyjnych oraz obligacji skarbowych w posiadaniu gospodarstw domowych odpowiednio o 1,6 i 0,7 mld zł. Poprawa koniunktury gospodarczej powoduje także wzrost wartości akcji zgromadzonych na rachunkach gospodarstw domowych w biurach i domach maklerskich. Nadal kontynuowany jest zatem proces realokacji oszczędności gospodarstw domowych z sektora bankowego do alternatywnych instrumentów finansowych (jednostek funduszy inwestycyjnych, papierów skarbowych, akcji) o rentowności przewyższającej oprocentowanie depozytów (wykres 55).

³⁰ Należy jednak podkreślić, że w kwietniu spadek wartości depozytów gospodarstw domowych w znacznym stopniu wynikał ze wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu w związku z długim weekendem majowym.

Reasumując, zaobserwowany w marcu i kwietniu br. głęboki spadek depozytów gospodarstw domowych przy równoczesnym gwałtownym wzroście ich kredytów z jednej strony oraz dynamiczny wzrost depozytów przedsiębiorstw z drugiej, wydają się potwierdzać tezę, że analizowany okres charakteryzował się wzmożonymi zakupami gospodarstw domowych, do których przyczynił się „efekt Unii”, którym towarzyszyła bierność inwestycyjna w sektorze przedsiębiorstw. Z drugiej strony badania ankietowe NBP wskazują na oczekiwany wzrost aktywności na rynku kredytowym zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

Po okresie szybkiego wzrostu pieniądza gotówkowego poza kasami banków w drugiej połowie 2003 r., od grudnia 2003 r. obserwuje się spowolnienie jego rocznego tempa wzrostu, szczególnie widoczne w ostatnich dwóch miesiącach. Pomiędzy listopadem 2003 r. a kwietniem 2004 r. wzrost gotówki w obiegu w ujęciu rocznym obniżył się z 18,2% do 12,0%, poziomu najniższego od grudnia 2002 r.

Agregaty monetarne

Pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego w I kwartale 2004 r. tendencje w sferze monetarnej nie wskazywały na istotne zagrożenia z punktu widzenia procesów inflacyjnych. Roczne tempo wzrostu agregatu M3 ustabilizowało się w tym okresie na poziomie około 5%. Dopiero w kwietniu br. wzrosło ono do 8,5%, poziomu nienotowanego od grudnia 2001 r. Należy jednak podkreślić, że zmiana ta była w znacznym stopniu spowodowana wzmożonymi zakupami gospodarstw domowych z obawy o wzrost cen po przystąpieniu do UE. Wydatki te zostały w znacznym stopniu sfinansowane kredytem, co przyczyniło się do wzrostu podaży pieniądza.

Na znacznie wyższym poziomie niż dynamika szerokiego pieniądza utrzymywało się tempo wzrostu agregatu M1 (22,5% r/r w kwietniu br.). Był to wynik wysokiej dynamiki jego komponentów – pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków oraz depozytów bieżących. Niska atrakcyjność lokat terminowych prowadzi do obserwowanej od ponad dwóch lat zmiany struktury oszczędności finansowych. Niewielki koszt alternatywny związany z utrzymywaniem środków w formie depozytów bieżących lub pieniądza gotówkowego znajduje odzwierciedlenie w systematycznym wzroście stopnia płynności pieniądza (wykres 57).

Zważywszy, że zdynamizowanie procesów monetarnych w kwietniu br. było w znacznej mierze spowodowane „efektem Unii”, można stwierdzić, że w sferze pieniężnej nie obserwuje się jesz-

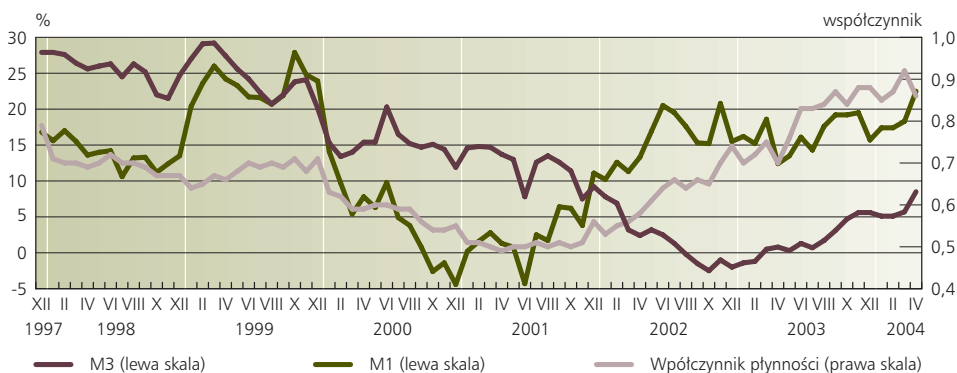
Tabela 15
Podaż pieniądza

	Stan na	Zmiana		Zmiana	
	30.04.2004	04.2004/12.2003		04.2004/04.2003	
	mld zł	%	mld zł	%	
I. PIENIĄDZ M1	160,2	2,1	1,3	29,5	22,5
II. PIENIĄDZ M3	347,8	7,7	2,3	27,2	8,5
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków)	51,5	2,1	4,2	5,5	12,0
2. Depozyty i inne zobowiązania	294,1	5,7	2,0	22,9	8,4
2.1 Gospodarstwa domowe	190,3	-2,2	-1,1	-2,8	-1,5
2.2 Niemonetarne instytucje finansowe	9,7	0,7	8,0	2,7	39,6
2.3 Przedsiębiorstwa	72,3	4,0	5,9	20,3	39,2
2.4 Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8,5	-0,1	-1,3	0,4	5,0
2.5 Instytucje samorządowe	11,6	2,8	31,5	1,7	17,4
2.6 Fundusze ubezpieczeń społecznych	1,9	0,5	36,2	0,5	37,1
3. Pozostałe składniki M3	2,2	-0,1	-4,8	-1,1	-33,9

Źródło: dane NBP.

Wykres 57

Współczynnik płynności agregatu M3 * oraz 12-miesięczne zmiany pieniądza M1 i M3 (w %)



* Współczynnik płynności pieniądza M3 wyraża stosunek pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków i zobowiązań bieżących (komponentów agregatu M1) do sumy zobowiązań z terminem pierwotnym do 2 lat (włącznie), depozytów zablokowanych oraz depozytów z okresem wypowiedzenia do 3 miesięcy włącznie (komponentów pieniądza M3).

Źródło: NBP.

cze wyraźnych sygnałów ożywienia gospodarczego. Wzrost podaży pieniądza jest umiarkowany, a przyrost należności od gospodarstw domowych wynika głównie ze wzrostu kredytów mieszkaniowych. Nadal niski jest popyt przedsiębiorstw na kredyt. Badania ankietowe NBP wskazują jednak na oczekiwany wzrost popytu na kredyt zarówno ze strony przedsiębiorstw (w tym na kredyt inwestycyjny), jak i gospodarstw domowych. Oczekiwany wzrost popytu inwestycyjnego powinien znaleźć odzwierciedlenie w danych pieniężnych i kredytowych na początku III kwartału br.

3

Polityka pieniężna w okresie styczeń – maj 2004 r.

W okresie styczeń – maj 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła podstawowych stóp procentowych NBP, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 5,25%, oprocentowanie kredytu lombardowego na poziomie 6,75% i stopę depozytową NBP w wysokości 3,75%. Pozostawieniu nominalnych parametrów polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie towarzyszył systematyczny spadek realnych stóp procentowych³¹ banku centralnego, w tym stopy referencyjnej z 3,6% w grudniu 2003 r. do 2,7% w kwietniu br.

W okresie tym z jednej strony utrzymywały się niektóre czynniki sprzyjające ograniczaniu presji inflacyjnej, chociaż ich łączne znaczenie mało, podczas gdy z drugiej strony nasilały się sygnały wskazujące na możliwość przyspieszenia tempa wzrostu cen w najbliższych kwartałach.

Ramka 4. Zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej

W marcu 2004 r. w systemie rezerwy obowiązkowej dokonano zmian o charakterze dostosowawczym do standardów obowiązujących w EUROSISTEMIE.

Realizując postanowienia zmienionej ustawy o NBP (Dz.U. Nr 228 z dnia 30 grudnia 2003 r.), z dniem wejścia Polski do Unii Europejskiej wprowadzono oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej. Uchwałą Nr 1/2004 z dnia 30 marca br. RPP ustaliła wysokość oprocentowania środków rezerwy na poziomie 0,9 stopy redyskontowej weksli, (5,175% na dzień 1 maja br.). 80% odsetek naliczonych od rezerwy utrzymywanej w 2004 r. zostanie przekazanych na Fundusz Poręczeń Unijnych (FPU). Szacuje się, że w 2004 r. koszty NBP z tego tytułu wzrosną o 353 mln zł, z tego dochody banków zwiększą się o 71 mln zł. W latach 2005 i 2006 na FPU trafi odpowiednio 60 i 50% odsetek naliczonych od środków rezerwy.

W wyżej wymienionej uchwale Rada zdecydowała również o wprowadzeniu z dniem 30 czerwca br. zerowej stopy rezerwy od środków uzyskanych przez banki z tytułu transakcji typu repo.

W kierunku ograniczania presji na wzrost cen oddziaływała nadal rosnąca wydajność pracy, dzięki czemu obniżały się jednostkowe koszty pracy. Ponadto do stycznia br. utrzymywała się niska dynamika płac w przedsiębiorstwach. W sferze monetarnej nie zaobserwowano jeszcze wyraźnych symptomów ożywienia gospodarczego, które rodziłyby ryzyko nasilenia presji inflacyjnej, jakkolwiek po okresie umiarkowanego tempa wzrostu w I kwartale br., w kwietniu znacząco zwiększyła się dynamika podaży pieniądza i dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, wśród których najwyższe tempo wzrostu wykazywały kredyty mieszkaniowe. Aktywność na rynku kredytowym przedsiębiorstw nadal była niska, co mogłoby wskazywać na brak zdecydowanego ożywienia inwestycyjnego w gospodarce.

Jednocześnie z miesiąca na miesiąc wyraźnie umacniał się trend ożywienia gospodarczego w Polsce, w znacznym stopniu opartego na szybko rosnącym eksporcie. W analizowanym okresie dynamicznie rosła produkcja sprzedana przemysłu. Zaobserwowano także silne przyspieszenie sprzedaży detalicznej. Zdecydowanie poprawiła się sytuacja finansowa przedsiębiorstw, a wiele wskaźników finansowych osiągnęło najkorzystniejsze poziomy od 1995 r. Badania koniunktury oraz kondycji przedsiębiorstw wskazują na postępującą poprawę klimatu koniunktury, a także na perspektywę ożywienia inwestycyjnego, sygnalizowanego również poprzez oczekiwany wzrost popytu na kredyt na cele inwestycyjne. Na zwiększenie nakładów na inwestycje w najbliższych kwartałach wskazują także wzrost produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży materiałów budowlanych. Ponadto rosnące inwestycje w przemyśle przetwórczym

³¹ Deflowanych oczekiwaniami inflacyjnymi osób prywatnych.

mogą stanowić zapowiedź ożywienia inwestycyjnego w całej gospodarce. Wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przemyśle przetwórczym również sygnalizuje ograniczone możliwości bezinwestycyjnego zwiększania produkcji w tej sekcji.

Według ocen NBP, obserwowane ożywienie wskazuje na kształtowanie się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie wyższym niż wynikający z długookresowego trendu. Oznacza to, że oddziaływanie czynników o charakterze popytowym na inflację będzie odpowiednio silniejsze.

W okresie styczeń–kwiecień br. zanotowano zdecydowane przyspieszenie rocznego tempa wzrostu przeciętnego nominalnego wynagrodzenia oraz funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, co z kolei sprzyja wzrostowi popytu konsumpcyjnego. Szacunki NBP wskazują, że wzrost spożycia prywatnego w 2004 r. może być większy niż w ubiegłym roku, co oznaczałoby silniejsze oddziaływanie tego czynnika na wzrost cen.

Innym czynnikiem rodzącym ryzyko wzrostu inflacji może być utrzymujący się niski kurs złotego. Dotychczasowa deprecjacja polskiej waluty nie znalazła odzwierciedlenia we wzroście cen dóbr importowanych, co było w znaczącym stopniu spowodowane jeszcze głębszym spadkiem jednostkowych kosztów pracy, przede wszystkim w wyniku dynamicznego wzrostu wydajności pracy. Niemniej wyższe tempo wzrostu płac oraz prawdopodobne spowolnienie dynamiki wzrostu wydajności pracy mogłyby oznaczać, że ograniczenie wzrostu cen w warunkach osłabienia kursu złotego nie byłoby możliwe.

W okresie styczeń–maj 2004 r. obserwowano stopniowe nasilanie się procesów rodzących ryzyko wzrostu inflacji przy jednoczesnym ustępowaniu niektórych czynników dotychczas ograniczających tempo wzrostu cen (np. po obserwowanej do stycznia br. niskiej dynamice płac w sektorze przedsiębiorstw, w całym I kwartale 2004 r. zanotowano wysoki wzrost funduszu wynagrodzeń). W rezultacie, Rada najpierw zasygnalizowała możliwość zmiany nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne (w lutym i marcu br.), po czym w kwietniu br. zmiany takiej faktycznie dokonała.

Uzasadniając swoją decyzję o zmianie nastawienia na restrykcyjne Rada wskazała w szczególności na obserwowany od wielu miesięcy wzrost oczekiwań inflacyjnych. Dotyczył on zarówno osób prywatnych, przedsiębiorców, jak i analityków bankowych. Ponadto silny wzrost wskaźnika koniunktury, ilustrującego oczekiwania cenowe w handlu detalicznym, doprowadził do jego ukształtowania się w kwietniu br. na poziomie najwyższym od listopada 1999 r. Po raz pierwszy od II kwartału 2001 r. o zamiarze podniesienia cen swoich towarów poinformowała ponad połowa ankietowanych przedsiębiorstw.

Obserwowany wzrost oczekiwań inflacyjnych, oprócz omówionych czynników popytowych, jest także efektem wstrząsów podażowych oraz zmian struktury cen po przystąpieniu Polski do UE. W szczególności istotny wpływ na bieżącą inflację, przekładający się na wzmocnienie oczekiwań inflacyjnych, ma wzrost cen żywności i paliw. Ponadto obawy o wzrost cen po 1 maja br. prowadziły do wzmożonych zakupów niektórych dóbr, co znalazło odzwierciedlenie w wysokiej dynamice sprzedaży detalicznej oraz w znaczącym wzroście kredytów dla gospodarstw domowych.

Rosnące od początku roku oczekiwania inflacyjne osób prywatnych ustabilizowały się w maju br. na podwyższonym poziomie. Niemniej, niektóre miary oczekiwań inflacyjnych ponownie wzrosły, a oczekiwania podwyżek cen w handlu detalicznym osiągnęły najwyższy poziom od 1997 r. W kwietniu nastąpił znaczący wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu, a niektórzy producenci planują dalsze znaczne podwyżki cen w najbliższych miesiącach. Zwiększyły się, choć w różnym stopniu, wszystkie miary inflacji bazowej. Te czynniki w połączeniu ze wzrostem aktywności gospodarczej, którego skala znacząco przewyższa oczekiwania, wskazują na wysokie prawdopodobieństwo dalszego przyspieszenia inflacji.

Jednakże przeprowadzone analizy wskazują, że niektóre z czynników wpływających na wzrost oczekiwań inflacyjnych mogą być związane z wejściem Polski do Unii Europejskiej, a zatem prawdopodobnie mają charakter tymczasowy. Zakładając, że dane dostępne w najbliższym czasie pozwolą lepiej ocenić siłę oddziaływania efektów przejściowych, Rada postanowiła w maju br. nie zmieniać parametrów polityki pieniężnej oraz utrzymać restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

4

Perspektywy inflacji

W *Raporcie o Inflacji w 2003 r.* RPP przewidywała wzrost inflacji w latach 2004–2005, wskazując na możliwość przekroczenia przez nią granicy dopuszczalnego przedziału odchyień od celu. Dane dotyczące procesów gospodarczych w Polsce, dostępne do zakończenia prac nad obecnym *Raportem o inflacji* (26 maja 2004 r.), potwierdzają te przewidywania. Zwiększa się zatem prawdopodobieństwo realizacji powyższego scenariusza, przy założeniu, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie.

Obserwowane ożywienie gospodarcze, opierające się głównie na dynamicznie rosnącym eksporcie, powinno w najbliższej przyszłości zostać wsparte wzrostem inwestycji, na co wskazuje wiele sygnałów płynących z sektora przedsiębiorstw. Oczekuje się, że ożywieniu inwestycji będzie również sprzyjać silny popyt konsumpcyjny. W rezultacie, tempo wzrostu gospodarczego w latach 2004–2006 ukształtuje się prawdopodobnie na wysokim poziomie, pod warunkiem przeprowadzenia reform finansów publicznych.

Eksport będzie nadal w istotny sposób przyczyniać się do wzrostu gospodarczego, ponieważ prognozy wskazują na rosnący popyt ze strony najważniejszych partnerów handlowych Polski. W szczególności oczekiwane ożywienie w gospodarce światowej wpłynie na przyspieszenie importu i inwestycji w krajach strefy euro. Należy się również spodziewać stopniowej odbudowy popytu gospodarstw domowych w krajach UGiW, czemu powinny sprzyjać nadal niskie stopy procentowe w tym regionie. Ponadto należy oczekiwać, że w najbliższych latach ujawnią się pozytywne efekty kreacji handlu wynikające z przystąpienia Polski do Unii Europejskiej.

Trwałość i stabilność wzrostu gospodarczego w Polsce zależy w dużej mierze od rozwoju sytuacji w sektorze finansów publicznych. Utrzymująca się niepewność co do kierunku zmian wydatków sektora publicznego oraz potrzeb pożyczkowych budżetu państwa wpływa negatywnie na procesy inwestycyjne w gospodarce, osłabiając fundamenty jej wzrostu. Naprawa finansów publicznych spowodowałaby redukcję wysokiej obecnie premii za ryzyko inwestowania w Polsce. Sprzyjałoby to spadkowi długoterminowych stóp procentowych, stabilizacji kursu walutowego i napływowi inwestycji zagranicznych, co jest warunkiem trwałego, wysokiego wzrostu gospodarczego w warunkach niskiej inflacji.

Działania związane z realizacją reform finansów publicznych oraz rozwój sytuacji politycznej będą głównymi czynnikami wpływającymi na kurs złotego w krótkiej perspektywie. W średnim i dłuższym okresie oczekuje się aprecjacji polskiej waluty, czemu powinny sprzyjać pozytywne tendencje w gospodarce, przy założeniu, że nie zostaną one osłabione nierównowagą w sektorze finansów publicznych.

Sytuacja na rynkach ropy naftowej uzasadnia oczekiwania, że cena tego surowca będzie się utrzymywać na obecnym wysokim poziomie do końca br. W kolejnych latach można się spodziewać jej niewielkiego spadku. W konsekwencji wysokie ceny paliw w Polsce wpłyną na wzrost inflacji przede wszystkim w 2004 r.

Według ocen NBP, w kolejnych miesiącach br. do wzrostu cen żywności będzie się przyczyniać gorsza w 2003 r. niż w dwóch poprzednich latach produkcja roślinna (czynnik ten będzie mieć wpływ na ceny do połowy roku) oraz niższa produkcja zwierzęca. Na kształtowanie się krajowych cen żywności będzie wpływać również stopniowe wprowadzanie rozwiązań przyjętych w ramach Wspólnej Polityki Rolnej oraz Taryfy Celnej UE. Zgodnie z przewidywaniami ekspertów NBP wzrost cen żywności będzie przyspieszał inflację w 2004 r., natomiast w dalszej perspektywie ceny żywności będą rosły prawdopodobnie w niższym tempie.

Przyspieszeniu inflacji w najbliższych miesiącach będzie towarzyszyć utrzymujący się wzrost oczekiwań inflacyjnych, do którego przyczyniły się czynniki o charakterze podażowym oraz obawy konsumentów o wzrost cen po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej. W warunkach znacznego przyspieszenia gospodarczego, poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wzrostu wydajności pracy, rosnące oczekiwania inflacyjne będą wzmacniać presję na wzrost wynagrodzeń. Z drugiej strony na ograniczanie żądań płacowych będzie oddziaływać wciąż wysoki poziom bezrobocia, który w wyniku ożywienia gospodarczego ulegnie jedynie niewielkiej redukcji.

W świetle zarysowanego scenariusza rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce oraz przy założeniu stałych stóp procentowych, prognozy NBP wskazują na kontynuację wzrostu inflacji do końca 2005 r. oraz prawdopodobne osłabienie tempa wzrostu cen w 2006 r. Przy tych założeniach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej górnej granicy dopuszczalnego przedziału odchyień od celu jest wysokie i w ocenie Rady przekracza 50 procent.

Zarysowany scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej obarczony jest dużym stopniem niepewności. Dotyczy to między innymi tempa i głębokości reform finansów publicznych. Znaczna niepewność dotyczy też przyszłego kształtowania się oczekiwań inflacyjnych. Po wygaśnięciu przejściowych czynników, które przyczyniły się do ich wzrostu, sposób formułowania oczekiwań (wyrażony strukturą odpowiedzi osób prywatnych na pytanie ankietowe) powinien ulec poprawie. Nie można jednak wykluczyć, że w sytuacji, w której ożywieniu gospodarczemu towarzyszyłyby niekorzystne wstrząsy podażowe (np. wzrost cen ropy naftowej), wzrostowa tendencja oczekiwań inflacyjnych mogłaby utrwalić się i – tym samym – poważnie zagrozić realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Załącznik A

Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej
nad wnioskami i uchwałami podjętymi w I kwartale 2004 r.

Data	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
30.03.2004.	uchwała w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej		Za: L. Balcerowicz
			J. Czekaj
			D. Filar
			S. Nieckarz
			M. Noga
			S. Owsiak
			M. Pietrewicz
			A. Sławiński
			H. Wasilewska-Trenkner
			A. Wojtyna
31.03.2004.	uchwała w sprawie Regulaminu Rady Polityki Pieniężnej		Za: L. Balcerowicz
			J. Czekaj
			D. Filar
			S. Nieckarz
			M. Noga
			S. Owsiak
			M. Pietrewicz
			A. Sławiński
			H. Wasilewska-Trenkner
			A. Wojtyna

A