

# Raport o inflacji Maj 2005

Narodowy Bank Polski  
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Maj 2005

---

*Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4. Raportu projekcja inflacji została sporządzona z wykorzystaniem modeli makroekonomicznych przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego pod kierunkiem Wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.*

# Spis treści

Synteza	5
<b>Przebieg procesów inflacyjnych</b>	<b>9</b>
1.1 Wskaźniki inflacji	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne	12
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	13
<b>Determinanty inflacji</b>	<b>15</b>
2.1 Popyt	15
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	16
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	17
2.1.3 Popyt inwestycyjny	19
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	21
2.2 Produkcja	24
2.3 Rynek pracy	26
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	26
2.3.2 Płace i wydajność	29
2.4 Inne koszty i ceny	30
2.4.1 Ceny zewnętrzne	30
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	32
2.5 Rynki finansowe	33
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	33
2.5.2 Kurs walutowy	37
2.5.3 Kredyt i pieniądz	39
<b>Polityka pieniężna w okresie marzec-maj 2005 r.</b>	<b>47</b>

## SPIS TREŚCI

---

<b>Projekcja inflacji</b>	<b>51</b>
4.1 Zmiana modelu prognostycznego . . . . .	51
4.2 Wstęp do majowej projekcji inflacji . . . . .	52
4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych . . . . .	54
4.4 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych . . . . .	55
4.5 Projekcja inflacji i PKB . . . . .	56
<b>Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w I kw. 2005 r.</b>	<b>61</b>

# Synteza

W analizowanym okresie inflacja kształtowała się korzystniej niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie o inflacji*. Od początku br. tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych systematycznie się obniżało i w kwietniu wyniosło 3,0% r/r, wciąż jednak utrzymując się powyżej celu inflacyjnego (2,5%), ale w granicach dopuszczalnych odchyleń od jego poziomu.

Szybszy niż oczekiwano spadek rocznej inflacji na początku br. w znacznym stopniu wynikał ze zmiany struktury wag przyjmowanych przez GUS do obliczeń wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Do obniżenia inflacji w analizowanym okresie przyczynił się również większy niż oczekiwano spadek dynamiki cen żywności. Wyraźne osłabienie tempa wzrostu cen konsumpcyjnych świadczy o ustąpieniu przejściowych czynników, które w 2004 r. przyczyniły się do wzrostu inflacji. Znajduje to również potwierdzenie w kształtowaniu się miar inflacji bazowej, które wskazują na wygaśnięcie proinflacyjnego wpływu zmian cen żywności na dynamikę wskaźnika CPI.

Zgodnie z przewidywaniami NBP, w analizowanym okresie odnotowano systematyczny spadek poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, który od października ub.r. kształtuje się poniżej wartości bieżącej stopy inflacji znanej w momencie przeprowadzania ankiety. Ponieważ oczekiwania inflacyjne mają w dominującym stopniu adaptacyjny charakter, należy oczekiwać dalszego ich spadku wraz obniżaniem tempa wzrostu cen.

Od czerwca 2004 r. szybko obniżała się również dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wynikało to głównie ze statystycznego efektu bazy odniesienia z powodu silnego wzrostu cen surowców w pierwszych miesiącach ub. r. Ponadto aprecjacja złotego w 2004 r. i I kw. br. prowadziła do zmniejszenia dynamiki cen uzyskiwanych w eksporcie.

Stopniowej poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszyła niska dynamika płac, które w całej gospodarce w I kw. br. wzrosły o 3,6% r/r w ujęciu nominalnym. Niskie tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń oraz utrzymujący się podwyższony poziom inflacji spowodowały, że płace realne pozostały na niezmiennym poziomie w ujęciu rok do roku. Wzrost przeciętnego wynagrodzenia zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i całej gospodarce jest w br. niższy niż w roku ubiegłym. Presja płacowa jest nadal ograniczana przez utrzymującą się trudną sytuację na rynku pracy, w tym wysokie

bezrobocie. Wyniki badań koniunktury NBP nie wskazują na nasilanie się presji płacowej w przedsiębiorstwach w przyszłości.

Po trwającym ok. 12 miesięcy umocnieniu, od początku marca br. odnotowano znaczącą deprecjację złotego. W analizowanym okresie kurs walutowy był jednak generalnie zbieżny ze ścieżką kursu uwzględnioną w poprzednim *Raporcie*.

Na podstawie wstępnych danych GUS ocenia się, że po wyeliminowaniu wahań sezonowych w I kw. br. nastąpiło lekkie przyspieszenie tempa wzrostu PKB w ujęciu kwartał do poprzedniego kwartału, choć było ono mniejsze niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*. W ujęciu rocznym tempo wzrostu PKB obniżyło się w stosunku do poprzednich kwartałów i wyniosło ok. 3%. Niższa roczna dynamika PKB wynikała głównie z silnego wzrostu PKB przed rokiem.

Choć utrzymuje się niepewność co do struktury wzrostu PKB, w ocenie NBP w I kw. 2005 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie nakładów brutto na środki trwałe, a ożywienie inwestycyjne w 2004 r. było silniejsze niż na to wskazywały wcześniejsze dane. O korzystnych uwarunkowaniach dla utrzymania wzrostu inwestycji w kolejnych kwartałach br. świadczą m. in.: wciąż wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw, zwiększone możliwości finansowania przez przedsiębiorstwa nakładów ze środków własnych oraz napływ funduszy strukturalnych UE. Na korzystne kształtowanie się przyszłych inwestycji wskazują również kwartalne badania koniunktury prowadzone przez NBP. Jednakże niepewność co do reform finansów publicznych, skali realizacji innych niezbędnych reform strukturalnych oraz co do stanu koniunktury w średnim okresie są czynnikami, które mogą przyczynić się do spowolnienia ożywienia inwestycyjnego.

Według szacunków NBP, po spadku dynamiki spożycia indywidualnego w IV kw. 2004 r., w I kw. br. nastąpił jej wzrost do poziomu nieco niższego niż w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. Sygnalizowane w badaniach koniunktury GUS coraz lepsze nastroje konsumentów zarówno odnośnie do bieżącej, jak i przyszłej sytuacji, powinny sprzyjać utrzymaniu dynamiki popytu konsumpcyjnego na obecnym poziomie. Należy podkreślić, że wzrosła niepewność dotycząca szacunków spożycia indywidualnego i dochodów gospodarstw domowych. Wynika to m.in. z trudności związanych z uwzględnianiem dochodów i wydatków Polaków pracujących za granicą, których liczba istotnie wzrosła po przystąpieniu Polski do UE.

Wstępne szacunki wskazują, że ze względu na utrzymywanie się wysokiej dynamiki eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego był wciąż dodatni. Wraz z poprawą popytu krajowego, w kolejnych kwartałach oczekuje się przyspieszenia importu i tym samym obniżenia eksportu netto.

W okresie marzec-kwiecień 2005 r. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżyła stopy procentowe NBP – w marcu i kwietniu po 0,5 pkt. proc., a więc łącznie o 100 punktów bazowych. Na koniec tego okresu stopa referencyjna wyniosła 5,5%, stopa lombardowa 7,0%, stopa depozytowa 4,0%. Uzasadnieniem dla obniżek stóp procentowych była poprawa bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Bilans ten wskazywał, że w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej wzrosło prawdopodobieństwo ukształ-

---

towania się inflacji poniżej celu inflacyjnego. W kwietniu obniżce stóp procentowych towarzyszyła zmiana nastawienia z łagodnego na neutralne, gdyż w ocenie Rady, po uwzględnieniu dokonanych obniżek, prawdopodobieństwo ukształtowania się tempa wzrostu cen powyżej i poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej było zbliżone.

W ocenie Rady przebieg procesów gospodarczych w okresie marzec-maj 2005 r. wskazywał, że po uwzględnieniu dokonanych w marcu i kwietniu obniżek stóp inflacja będzie w najbliższych kwartałach niższa, a następnie zbliżona do ścieżki przedstawionej w *Raporcie* lutowym. Potwierdza to również majowa projekcja inflacji. Zgodnie z nią, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,1-2,2% w IV kw. 2005 r. 1,2-3,8% w IV kw. 2006 r. oraz 0,7-4,3% w IV kw. 2007 r. Według projekcji, prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej jest do połowy 2006 r. znacząco niższe, a później zbliżone do prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej celu 2,5%.

W ocenie Rady majowa projekcja inflacji i aktualnie dostępne dane wskazują, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie zmienił się na tyle, by dokonać zmian parametrów polityki pieniężnej. W związku z tym w maju br. Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie oraz utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.





# Przebieg procesów inflacyjnych

## 1.1 Wskaźniki inflacji

W analizowanym okresie inflacja systematycznie obniżała się i w kwietniu wyniosła 3,0% r/r<sup>1</sup> (Wykres 1.1, lewy panel). Zmiana struktury wag przyjmowanych do obliczeń wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych spowodowała stosunkowo dużą korektę wskaźnika inflacji w styczniu 2005 r. (z 4,0% do 3,7%)<sup>2</sup>. Ta rewizja wyjaśnia część spadku rocznej dynamiki cen w analizowanym okresie. Do obniżenia rocznej inflacji w pierwszych miesiącach br. przyczynił się również silniejszy niż oczekiwano spadek dynamiki cen żywności. Wyraźne osłabienie tempa wzrostu cen konsumpcyjnych w miesiącach styczeń-kwiecień świadczy o ustąpieniu impulsów inflacyjnych występujących w okresie poprzedzającym akcesję oraz w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w Unii Europejskiej. W analizowanym okresie przebieg procesów inflacyjnych kształtował się korzystniej niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie o inflacji*.

Roczna dynamika cen żywności obniżyła się z 7,8% r/r w grudniu 2004 r. do 3,7% r/r w kwietniu br. (Wykres 1.1, prawy panel). Spadkowy trend wystąpił przede wszystkim w grupach, w których w ubiegłym roku obserwowano największe podwyżki cen (tj. w grupach mięso, cukier i wyroby cukiernicze oraz oleje i pozostałe tłuszcze). W br. po raz pierwszy w historii notowań (tj. od 1991 r.) w ciągu trzech pierwszych miesięcy roku kalendarzowego nastąpił spadek cen żywności (o 0,3% kw/kw). Natomiast w kwietniu br. nastąpiło niewielkie przyspieszenie dynamiki tych cen, jednak znacz-

---

<sup>1</sup>W dalszej części *Raportu* przyjęto następujące oznaczenia:

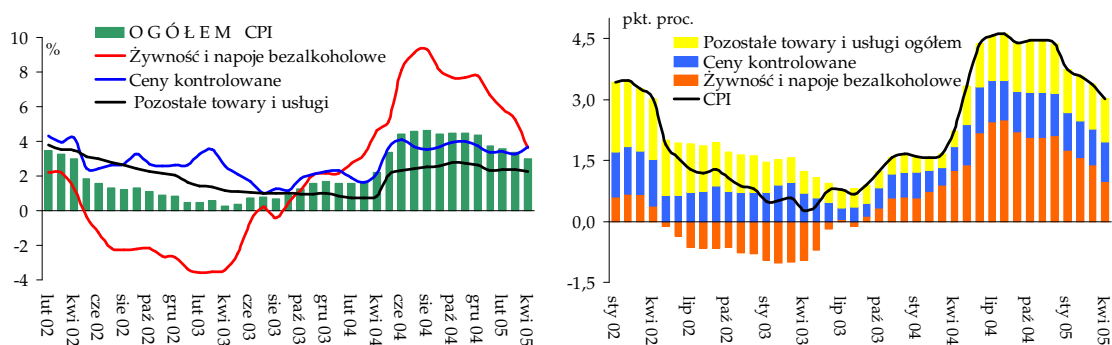
r/r – analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym

kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału

m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca

<sup>2</sup>Struktura wag wykorzystywanych do obliczania wskaźnika CPI jest ustalana na podstawie struktury wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych za rok poprzedzający rok badany, opracowanej w oparciu o badanie budżetów gospodarstw domowych. Do 2004 wyniki tego badania były uogólniane z wykorzystaniem struktury gospodarstw domowych z 1999 r. Natomiast od 2005 r. do uogólniania wskaźników wykorzystana jest struktura gospodarstw domowych pochodząca z *Narodowego Spisu Powszechnego Ludności i Mieszkań w 2002 r.*, w którym odnotowano znaczny wzrost odsetka gospodarstw domowych o małej liczbie osób. Jednoczesna zmiana zarówno struktury wydatków gospodarstw domowych, co następuje w każdym roku kalendarzowym, jak i – wyjątkowo w 2005 r. – zmiana struktury demograficznej gospodarstw domowych spowodowała silniejszą niż zazwyczaj rewizję ogólnego wskaźnika CPI za styczeń.

## Przebieg procesów inflacyjnych



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

nie mniejsze niż wynikałoby to z czynników sezonowych. Niemniej, mimo znacznego obniżenia dynamiki tej kategorii w okresie pierwszych czterech miesięcy br., nadal w największym stopniu przyczyniała się ona do utrzymywania inflacji, mierzonej 12-miesięcznym wskaźnikiem CPI, powyżej celu inflacyjnego. Korzystna sytuacja na rynku rolnym, w szczególności wysokie zbiory zbóż w sezonie 2004/2005<sup>5</sup>, oraz słabnące tempo wzrostu cen mięsa będą sprzyjać dalszemu spowolnieniu dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych.

Roczna inflacja w grupie cen kontrolowanych w kwietniu 2005 r. ukształtowała się na poziomie 3,7%, tj. takim samym jak w grudniu ub.r. W miesiącach styczeń-marzec odnotowano jej obniżenie (do ok. 3,4%) (Wykres 1.1, lewy panel), które wynikało przede wszystkim ze spadku cen paliw na rynku krajowym (o 1% w I kw.). W kwietniu br. ceny paliw jednak znacząco wzrosły (o 4,5% m/m), co doprowadziło do ponownego przyspieszenia dynamiki cen kontrolowanych. Ponadto do wzrostu tych cen w analizowanym okresie przyczyniły się podwyżki cen nośników energii, związane ze zmianą taryf<sup>4</sup>, oraz wzrost stawki podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe i spirytusowe. W ciągu najbliższych miesięcy dynamika cen kontrolowanych będzie kształtowana przede wszystkim przez zmiany cen paliw. Ceny w grupie pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych<sup>5</sup> w pierwszych czterech miesiącach 2005 r. pozostały na zbliżonym poziomie, natomiast ich roczna dynamika wyniosła ok. 2,3% (Wykres 1.1, lewy panel)<sup>6</sup>.

Wyraźnemu spadkowi wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach br. towarzyszyło obniżanie się większości miar inflacji bazowej (Wykres 1.2,

<sup>5</sup>Zbiory w sezonie 2004/2005 były o 26,7% wyższe od zbiorów z poprzedniego sezonu.

<sup>4</sup>W ciągu pierwszych czterech miesięcy br. najsilniej wzrosły ceny energii elektrycznej (o 3,4%).

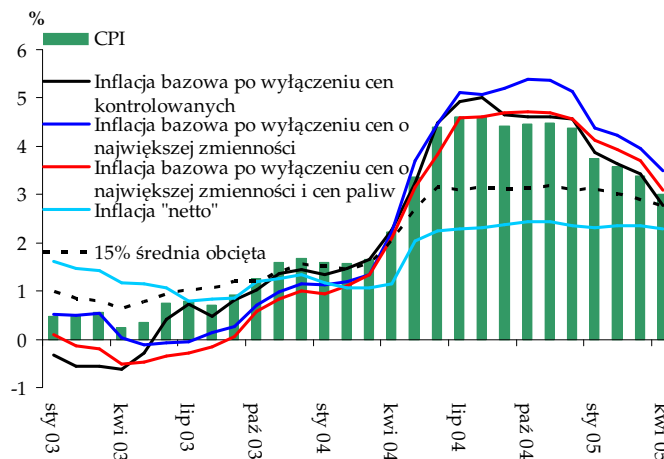
<sup>5</sup>Do grupy pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są ceny towarów i usług, kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe, tj. wyłączone z nich zostały grupy cen kontrolowanych.

<sup>6</sup>Przyszła dynamika cen kontrolowanych oraz cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych obciążona jest niepewnością, która jest związana z ewentualnym zrównaniem stawki akcyzy na olej opałowy ze stawką na olej napędowy oraz objęciem akcyzą gazu z butli.

	Zmiany r/r											
	2004						2005					
	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi
CPI	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	3,2	4,5	4,9	5,0	4,6	4,6	4,6	4,6	3,9	3,6	3,4	2,8
Cen o największej zmienności	3,7	4,5	5,1	5,1	5,2	5,4	5,4	5,1	4,4	4,2	4,0	3,5
Cen o największej zmienności i cen paliw	3,2	3,8	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,6	4,1	3,9	3,7	3,1
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3
15% średnia obcięta	2,7	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	2,7
	Zmiany m/m											
	2004						2005					
	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi
CPI	1,0	0,9	-0,1	-0,4	0,3	0,6	0,3	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,4
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	1,0	1,2	-0,2	-0,6	0,2	0,6	0,3	0,3	0,0	-0,2	0,1	0,2
Cen o największej zmienności	1,1	0,0	0,8	0,2	0,3	0,8	0,4	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,2
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,9	0,0	0,9	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4	0,0	0,0	0,1
15% średnia obcięta	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Wskaźniki inflacji - odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0,9	0,9	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Inflacja "netto"	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



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

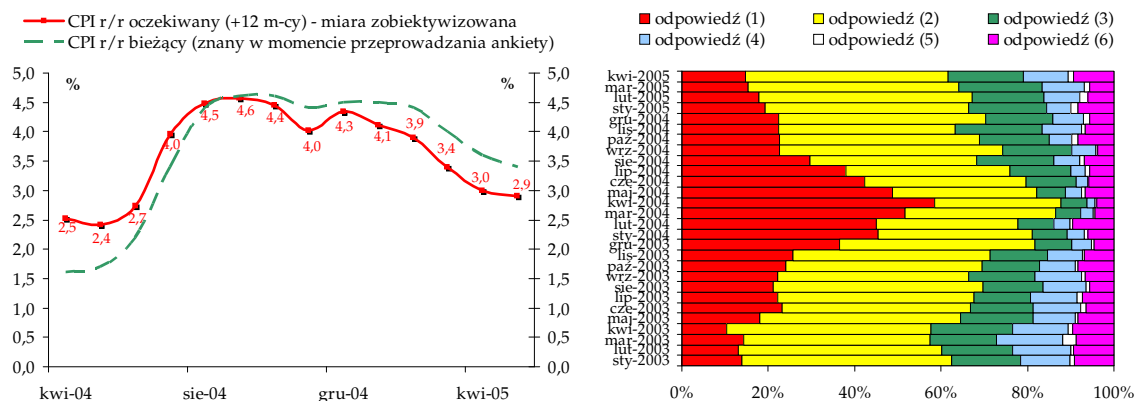
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 1.1). Jedynie dwunastomiesięczna inflacja "netto"<sup>7</sup>, podobnie jak w miesiącach poprzednich, pozostała na niemal niezmiennym poziomie. Istotne zmniejszenie się różnicy pomiędzy wskaźnikiem CPI a inflacją "netto" w analizowanym okresie potwierdza ustąpienie proinflacyjnego wpływu zmian cen żywności i paliw na dynamikę wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, na co wskazuje zwłaszcza porównanie miesięcznych zmian (po uwzględnieniu czynników sezonowych) obu analizowanych miar inflacji.

## 1.2 Oczekiwania inflacyjne

### Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

W analizowanym okresie odnotowano systematyczny spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, które jednak nadal utrzymywały się powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.3, lewy panel).



Wykres 1.3: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Lewy panel: Oczekiwana inflacja w horyzoncie 12 miesięcy. Prawy panel: Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos.

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

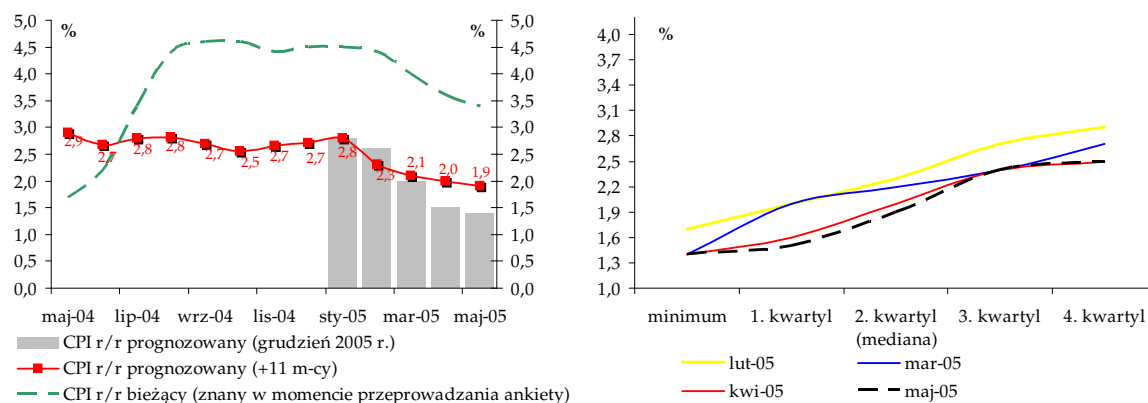
Pytanie ankiety firmy Ipsos: "Jak Pan(i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż teraz; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) będą takie same jak teraz; (5) będą niższe; (6) trudno powiedzieć"

Spadek oczekiwań inflacyjnych wynikał głównie z obniżenia bieżącej stopy inflacji, która stanowi dla ankietowanych punkt odniesienia przy deklarowaniu swoich przewidywań. Istotne znaczenie miała również poprawa struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe zadawane w comiesięcznych sondażach firmy Ipsos (Wykres 1.3, prawy panel).

<sup>7</sup>Miara inflacji powstała po wyłączeniu ze wskaźnika CPI cen żywności i paliw.

Biorąc pod uwagę dominującą rolę czynników adaptacyjnych w kształtowaniu oczekiwań osób prywatnych, wraz z obniżaniem się bieżącej stopy inflacji można spodziewać się dalszego spadku oczekiwań inflacyjnych.

### Prognozy inflacyjne analityków bankowych



Wykres 1.4: Prognozy inflacyjne analityków bankowych. Lewy panel: Inflacja prognozowana za 11 miesięcy oraz w grudniu 2005 r. Prawy panel: Rozkład prognoz inflacyjnych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy.

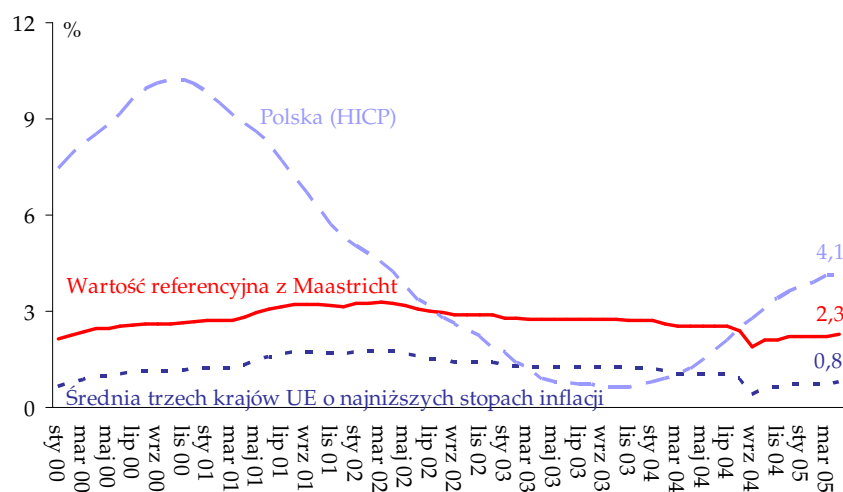
Źródło: Dane GUS, Reuters, obliczenia NBP.

W okresie od lutego do maja 2005 r. obniżyła się prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy oraz na koniec 2005 r. W obu przypadkach prognozy ukształtowały się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.4, lewy panel). Jednocześnie cały rozkład prognoz rocznej inflacji za 11 miesięcy przesunął się w kierunku niższej dynamiki cen (Wykres 1.4, prawy panel). Należy podkreślić, że prognozy inflacyjne w tym horyzoncie czasowym znajdują się obecnie na najniższym poziomie w historii ankiety Reutersa.

## 1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

Spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht jest jednym z warunków przystąpienia do strefy euro. W kraju chcącym przyjąć wspólną walutę, średnioroczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych HICP<sup>8</sup>, nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE

<sup>8</sup>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 pomiędzy tymi indeksami są w praktyce nieznaczne.



Wykres 1.5: Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.)

Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

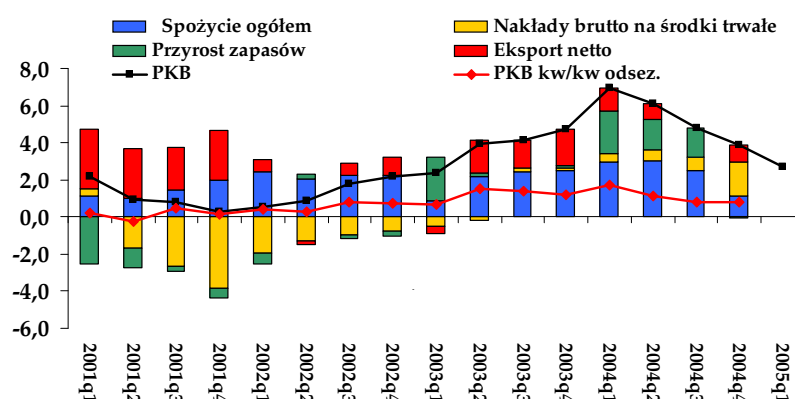
o najniższym średniorocznym tempie wzrostu cen powiększonej o 1,5 pkt. proc.<sup>9</sup> Od sierpnia 2004 r. Polska nie spełnia tego kryterium (Wykres 1.5). Według szacunków NBP, w II kw. br. średnioroczna inflacja znacznie się obniżać, czego efektem będzie także zmniejszanie różnicy między tempem wzrostu cen w Polsce a wartością referencyjną dla kryterium z Maastricht.

<sup>9</sup>Ocena, czy dany kraj może być włączony do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach, jest dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez Komisję Europejską oraz Europejski Bank Centralny (EBC). Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję, przedstawionym w *Raporcie o konwergencji za 2004 r.*, z grupy krajów referencyjnych wyłączone są kraje, w których wystąpiła deflacja. Nie wiadomo natomiast, czy kraje o bardzo niskiej inflacji będą przez Komisję włączone do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Z kolei EBC nie uzależnia wyłączenia danego kraju z grupy krajów referencyjnych od tego, czy wystąpiła w nim deflacja, lecz od tego, czy jego średnioroczna inflacja różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. W rezultacie, nie jest jasne czy Finlandia, w której średnioroczne tempo wzrostu cen w lutym i marcu br. ukształtowało się odpowiednio na poziomie 0% oraz 0,1%, została włączona do grupy krajów referencyjnych przez Komisję Europejską oraz EBC (Finlandia została włączona do grupy krajów referencyjnych z inflacją na poziomie 0,4% w sierpniu 2004 r.). Na wykresie 1.5 przedstawiono szacunki wartości referencyjnej, przy ostrożnym założeniu, że kraje o zerowej oraz bardzo niskiej średniorocznej inflacji można zaliczyć do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

# Determinanty inflacji

## 2.1 Popyt

Na podstawie wstępnych danych GUS ocenia się, że po wyeliminowaniu wahań sezonowych w I kw. br. nastąpiło lekkie przyspieszenie tempa wzrostu PKB (kw/kw). Jednak roczne tempo wzrostu PKB w I kw. 2005 r. wyniosło ok. 3%, tj. mniej niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*. Niższa niż w poprzednim kwartale dynamika PKB w ujęciu rocznym wynikała głównie z silnego wzrostu PKB przed rokiem (wzrost PKB w I kw. 2004 r. wyniósł 6,9% r/r.). Na niższą niż w poprzednim kwartale roczną dynamikę PKB złożyły się niższe tempo wzrostu popytu krajowego oraz mniejszy wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Można oczekiwać, że w II połowie roku, po ustąpieniu efektu bazy, roczne tempo wzrostu PKB ponownie przyspieszy.



Wykres 2.6: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

Źródło: Dane GUS, I kw. 2005 r. – szacunki NBP.

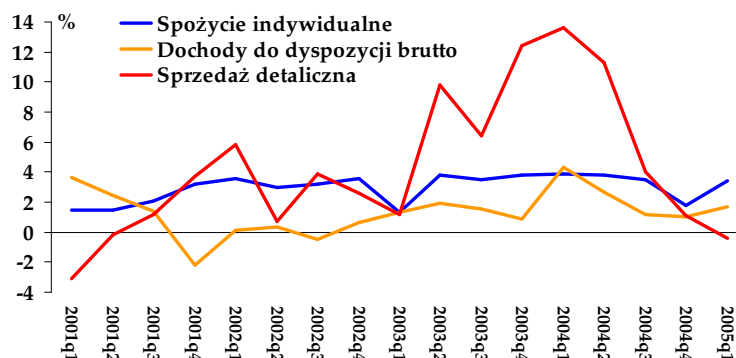
Według szacunków NBP, w I kw. br. dalszemu przyspieszeniu uległa dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Jednocześnie szacuje się, że przyrost zapasów był, podobnie jak w IV kw. ub. r. umiarkowany i związany głównie ze wzrostem produkcji. Wyraźnie mniejszy przyrost zapasów w I kw. br wobec I kw. ub. r., kiedy był on dodatkowo silnie zwiększony przez odbudowę zapasów, oznacza znacząco ujemny wkład tej kategorii do rocznego tempa wzrostu PKB. W ocenie NBP dynamika spożycia, po sil-

## Determinanty inflacji

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

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

Źródło: Dane GUS.



Wykres 2.7: Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe)

Źródło: Dane GUS, I kw. 2005 r. – szacunki NBP.

nym spadku w IV kw. ub. r. wzrosła, do czego przyczyniły się m.in. zwiększone zakupy związane z wcześniejszym terminem Świąt Wielkanocnych.

Ocenia się, że w I kw. br. utrzymało się wysokie tempo wzrostu eksportu i nieco niższe niż w IV kw. tempo importu, do czego przyczynił się niższy niż w IV kw. ub. r. wzrost popytu krajowego. W efekcie wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni, aczkolwiek mniejszy niż w IV kw. ub. r.

### 2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Według szacunków NBP w I kw. br. tempo wzrostu spożycia indywidualnego ukształtowało się na poziomie nieco niższym niż w pierwszych trzech kwartałach ub. r., tj. ok. 3% r/r. Głównym źródłem wzrostu spożycia w I kw. br. był nadal wzrost dochodów gospodarstw domowych. Wedle szacunków NBP w I kw. br. nominalne dochody brutto do dyspozycji gospodarstw domowych wzrosły w tempie zbliżonym do obserwowanego w dwóch poprzednich kwartałach. Jednak na skutek obniżenia się dynamiki cen konsumpcyjnych w I kw. br., siła nabywcza tych dochodów zwiększyła się.



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

Tabela 2.3: Wzrost zatrudnienia, przeciętnego wynagrodzenia oraz funduszu płac w gospodarce (w proc.)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Należy podkreślić, że w ostatnich kwartałach wzrosła niepewność dotycząca szacunków spożycia indywidualnego i dochodów gospodarstw domowych. Wynika to m. in. z trudności związanych z uwzględnianiem w statystykach dochodów i wydatków Polaków pracujących za granicą, których liczba istotnie wzrosła po przystąpieniu Polski do UE.

Badania koniunktury konsumenckiej GUS wskazują, że utrzymuje się poprawa nastrojów konsumentów, zapoczątkowana w maju ub. r. Gospodarstwa domowe coraz lepiej oceniają zmiany swojej sytuacji finansowej zarówno w ciągu ostatnich, jak i najbliższych 12 miesięcy. Jednocześnie informacje z badań koniunktury konsumenckiej wskazują, że gospodarstwa domowe korzystniej niż rok wcześniej oceniają możliwości zwiększenia oszczędności w okresie najbliższych 12 miesięcy. Coraz lepsze nastroje konsumentów zarówno odnośnie do bieżącej jak i przyszłej sytuacji powinny sprzyjać utrzymaniu dynamiki popytu konsumpcyjnego na obecnym poziomie.

### 2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W I kw. br. deficyt budżetu państwa był wyższy od zanotowanego w analogicznym okresie ub. r. i wyniósł 12,7 mld zł (wobec 11,8 mld zł przed rokiem). Według szacunków NBP, deficyt w I kw. br. w relacji do PKB osiągnął 5,9% (wzrost o 0,1 pkt. proc. r/r)<sup>10</sup>.

W I kw. br. wydatki budżetu państwa wzrosły o 12,8% r/r (realnie o 8,9% r/r). Wzrost wydatków budżetowych wynikał przede wszystkim ze wzrostu wydatków bieżących, głównie na wynagrodzenia sfery budżetowej, świadczenia dla osób fizycznych, dotacje dla jednostek samorządu terytorialnego. Wyższe niż w ub. r. były również koszty obsługi długu publicznego oraz wydatkowane środki na współfinansowanie projektów z funduszy unijnych. Ponadto w I kw. br. wystąpiła kumulacja wpłat składki członkowskiej do budżetu Unii Europejskiej<sup>11</sup>. Po skorygowaniu wydatków budżetowych o składkę<sup>12</sup> której w I kw. ub. r. nie było, wydatki były wyższe o ok. 6,7% r/r (realnie o 3,0% r/r).

<sup>10</sup>Relacja deficytu budżetu państwa do szacunku PKB w I kw. br. w cenach bieżących.

<sup>11</sup>W 2005 r. na prośbę Komisji Europejskiej płatności składki członkowskiej z tytułu VAT oraz środka własnego, wyliczonego na podstawie dochodu narodowego brutto, zostały przyspieszone. W styczniu i lutym br. wydatki z budżetu państwa na środki własne UE wyniosły 23% założonej na cały rok wielkości.

<sup>12</sup>W konsekwencji wejścia do UE (od 1 maja 2004 r.) w budżecie państwa pojawiły się nowe pozycje po

W I kw. br. z powodu wysokich wpływów z podatków pośrednich w styczniu br.<sup>13</sup> oraz wyraźnie wyższych wpływów z podatku dochodowego od osób fizycznych i osób prawnych, dochody budżetowe były o 15,4% wyższe niż przed rokiem.

Dodatkowo, czynnikiem wpływającym na wzrost popytu krajowego w I kw. br. była kontynuacja wypłacanych od grudnia ub. r. dopłat bezpośrednich dla rolników. W I kw. br. zrealizowana przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa kwota dopłat, finansowana w części z krajowych środków budżetowych, wyniosła ok. 3,9 mld zł (1,8% PKB<sup>14</sup>).

Do wzrostu popytu krajowego w I kw. br. przyczyniły się również wydatki Funduszu Ubezpieczeń Społecznych przewyższające dochody tej instytucji (w I kw. ub. r. FUS odnotował nadwyżkę dochodów nad wydatkami). Można oceniać, że pozostałe jednostki sektora finansów publicznych, dzięki wysokiej dynamice dochodów przy umiarkowanym wzroście wydatków nie odnotowały deficytów. Natomiast jednostki samorządu terytorialnego wykazały prawdopodobnie nadwyżkę, gdyż zwykle prowadzą w I połowie roku ostrożną politykę wydatkową, a wysokie deficyty odnotowują w ostatnim kwartale roku<sup>15</sup>.

Zakładany na 2005 r. deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB ma ulec zmniejszeniu w stosunku do odnotowanego w 2004 r. Jego poziom jest jednak nadal wysoki, a więc niekorzystny z punktu widzenia wzrostu gospodarczego. Istnieje ponadto duże zagrożenie niezrealizowania założonych na 2005 r. przychodów z prywatyzacji, co mogłoby się przyczynić do ponownego wzrostu relacji długu publicznego do PKB.

Perspektywy finansów publicznych na 2006 r. obciążone są ryzykiem wynikającym z niepełnej realizacji rozwiązań zawartych w *"Programie uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych"* oraz licznych propozycji legislacyjnych, których przyjęcie przez Parlament oznaczałoby zwiększenie wydatków i w konsekwencji wzrost deficytu sektora finansów publicznych. To doprowadziłoby do odsunięcia momentu spełnienia kryteriów członkostwa w strefie euro.

Czynniki zwiększające ryzyko pogorszenia sytuacji w sektorze finansów publicznych mogą powodować wzrost rentowności skarbowych papierów wartościowych, a także osłabienie kursu złotego i mogą stanowić istotny czynnik ryzyka inflacyjnego. Jednocześnie w najbliższym czasie do wzrostu ryzyka inflacyjnego będzie się przyczyniać okres przedwyborczy w Polsce.

---

stronie wydatków – składka członkowska, wydatki na współfinansowanie projektów unijnych, po stronie dochodów – unijne rekompensaty budżetowe.

<sup>13</sup>Wysokie wpływy z podatków pośrednich w styczniu br. wynikały z przesunięcia rozliczenia zwrotów VAT przypadających w styczniu br. na grudzień ub. r.

<sup>14</sup>Relacja kwoty dopłat bezpośrednich do szacunku PKB w I kw. br. w cenach bieżących.

<sup>15</sup>Na dobrą sytuację jednostek samorządu terytorialnego w I kwartale br. pozytywny wpływ miała również nadwyżka budżetowa tych jednostek w 2004 r.

### 2.1.3 Popyt inwestycyjny

Według najnowszych szacunków GUS nakłady brutto na środki trwałe wzrosły w 2004 r. o 5,3% r/r. Te dane, a zwłaszcza informacje GUS dotyczące aktywności inwestycyjnej małych przedsiębiorstw potwierdzają wcześniejsze oceny NBP, że ożywienie inwestycyjne w 2004 r., w szczególności w jego drugiej połowie, było silniejsze niż na to wskazywały poprzednie szacunki GUS.

Obserwowana od dwóch lat zwiększona aktywność inwestycyjna w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 pracowników utrzymała się w IV kw. 2004 r. W całym 2004 r. inwestycje tej grupy przedsiębiorstw zwiększyły się o 9,2%, co wynikało głównie ze wzrostu nakładów na budynki i budowle (10,2%) oraz środki transportu (25,8%). Słabiej rosły nakłady na maszyny i urządzenia techniczne (4,9%), aczkolwiek ich dynamika w drugim półroczu ubiegłego roku była istotnie większa niż w pierwszym.

Zgodnie z wynikami badań aktywności inwestycyjnej małych przedsiębiorstw (zatrudniających od 10 do 49 pracowników), w ubiegłym roku nastąpił silny wzrost inwestycji w tej grupie (18%), przy czym w drugiej połowie roku ich nakłady inwestycyjne rosły znacznie szybciej niż w pierwszej. W ocenie NBP, wyniki tych badań wskazują, że faktyczne tempo wzrostu nakładów na środki trwałe w 2004 r. mogło być wyższe niż się obecnie szacuje. Ponadto, na podstawie wstępnych informacji GUS o inwestycjach w małych przedsiębiorstwach można wnioskować, że również w sektorze gospodarstw domowych prowadzących działalność gospodarczą miał miejsce istotny wzrost popytu inwestycyjnego.

Wysoki wzrost nakładów inwestycyjnych zanotowano również w sektorze instytucji rządowych i samorządowych. W 2004 r. wydatki majątkowe budżetu państwa wzrosły nominalnie o ok. 30%, natomiast samorządów o ponad 20%<sup>16</sup>. Szczególnie silne przyspieszenie nastąpiło w IV kw. 2004 r., w którym wydatki majątkowe budżetu i samorządów przekroczyły poziom sprzed roku o ponad 40%<sup>17</sup>. W obu przypadkach źródłem zwiększonego popytu inwestycyjnego było rozpoczęcie realizacji projektów współfinansowanych z funduszy strukturalnych UE.

Według ocen NBP, w I kw. 2005 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie nakładów inwestycyjnych. Ocenia się, że wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe wystąpił we wszystkich sektorach gospodarki, tj. przedsiębiorstwach, gospodarstwach domowych oraz sektorze instytucji rządowych i samorządowych.

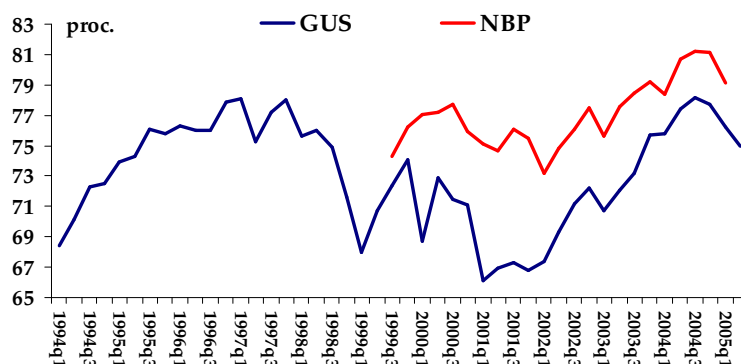
Z dostępnych danych i badań wynika, że w kolejnych kwartałach 2005 r. utrzyma się dynamiczny wzrost inwestycji. Na korzystne uwarunkowania dla inwestycji przedsiębiorstw wskazuje wciąż wysoki stopień wykorzystania ich mocy produkcyjnych

<sup>16</sup>Ministerstwo Finansów nie podaje wartości wydatków majątkowych sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu realnym. Biorąc pod uwagę deflator nakładów brutto na środki trwałe dla całej gospodarki (szacowany na podstawie danych GUS), który wyniósł 2,1% r/r w 2004 r., można przypuszczać, że wzrost wydatków majątkowych tych sektorów w ujęciu realnym był zbliżony do wzrostu w ujęciu nominalnym.

<sup>17</sup>Patrz poprzedni przypis – szacowany deflator nakładów brutto na środki trwałe dla całej gospodarki wyniósł 3,1% r/r w IV kw. 2004 r.

(aczkolwiek ostatnie dane wskazują na jego spadek spowodowany prawdopodobnie zwiększeniem mocy produkcyjnych w wyniku oddanych do użytku wcześniejszych inwestycji) oraz zwiększone możliwości finansowania nakładów, głównie ze środków własnych. Dalsze ożywienie popytu inwestycyjnego potwierdzają także badania koniunktury NBP, zgodnie z którymi rośnie zarówno odsetek firm deklarujących rozpoczęcie nowych inwestycji, jak i przedsiębiorstw zamierzających zwiększyć lub kontynuować proces inwestycyjny. W przypadku instytucji rządowych i samorządowych źródłem zwiększonego popytu inwestycyjnego nadal będzie realizacja projektów finansowanych z funduszy strukturalnych UE. Transfery unijne ułatwią także finansowanie inwestycji małych podmiotów gospodarczych, w tym gospodarstw rolnych. W ocenie NBP nadal korzystnie rysują się również perspektywy napływu do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

W dłuższej perspektywie dynamika inwestycji będzie zależała od klimatu inwestycyjnego, na który w zasadniczym stopniu będzie wpływać przyszła polityka gospodarcza. Niepewność co do reform finansów publicznych, skali realizacji innych niezbędnych reform strukturalnych oraz co do stanu koniunktury w średnim okresie są czynnikami, które mogą przyczynić się do spowolnienia ożywienia inwestycyjnego.



**Wykres 2.8:** Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP) w proc.

Różnica stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych między badaniami GUS a NBP wynika z uwzględnienia różnych prób przedsiębiorstw w obu badaniach. Próba GUS liczy ok. 2500 jednostek przemysłowych i obejmuje tylko trzy sekcje przemysłu. Próba NBP liczy natomiast (w marcu 2005 r.) ok. 690 przedsiębiorstw z całego sektora przedsiębiorstw. Różnica może również wynikać z nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

**Źródło:** Badania koniunktury GUS, badania koniunktury NBP.

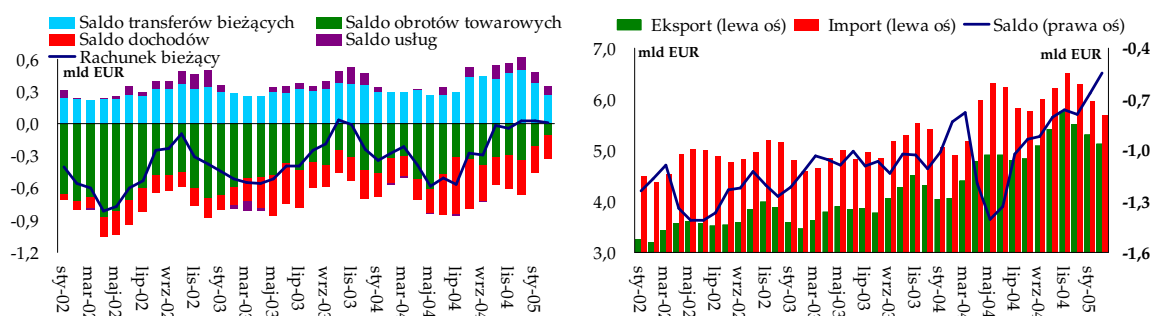
## Zapasy

W 2004 r. wysokie kwartalne przyrosty zapasów były spowodowane wzrostem gospodarczym oraz przywracaniem zmniejszonych w okresie spowolnienia gospodarczego

zapasów do poziomu pożądanego z punktu widzenia bieżącej i oczekiwanej aktywności gospodarczej. Dane GUS wskazują, że – zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami NBP – proces odbudowy rzeczowych składników majątku obrotowego dobiegł końca w III kw. 2004 r. i począwszy od IV kw. 2004 r. relacja stanu zasobów do produkcji nie wzrasta. Na tej podstawie ocenia się, że przyrost zasobów w I kw. br., podobnie jak w kwartale poprzednim, był umiarkowany i zgodny z poziomem aktywności gospodarczej. Ze względu na bardzo wysoki przyrost zasobów w I kw. ub. r. wkład tej kategorii do rocznego tempa wzrostu PKB w I kw. br. był silnie ujemny.

### 2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

Według danych NBP na początku 2005 r. utrzymywała się tendencja do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących. W okresie styczeń-luty br. saldo to było dodatnie i według wstępnych szacunków wyniosło 195 mln EUR (poprawa o 290 mln EUR r/r). Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących była wynikiem poprawy salda w handlu towarami, która wystąpiła mimo znaczącego wzrostu cen ropy naftowej (Wykres 2.9, lewy panel).



Wykres 2.9: Handel zagraniczny. Lewy panel: Bilans obrotów bieżących (trzymiesięczna średnia ruchoma). Prawy panel: Eksport i import towarów (trzymiesięczna średnia ruchoma).  
Źródło: Dane NBP – lewy panel, dane GUS – prawy panel.

Według danych GUS ujemne saldo w polskim handlu zagranicznym w ciągu pierwszych dwóch miesięcy br. wyniosło 680 mln EUR, a więc obniżyło się o ok. 500 mln EUR w porównaniu z analogicznym okresem ub. r. Poprawa salda wynikała z utrzymania tendencji do szybszego wzrostu eksportu (wzrost o 26,8% r/r) niż importu (wzrost o 18,0% r/r).

Największy wpływ na poprawę salda w polskim handlu zagranicznym miało powiększenie się nadwyżki w handlu z krajami Unii Europejskiej. W porównaniu z pierwszymi dwoma miesiącami 2004 r. nadwyżka eksportu nad importem z UE wzrosła o ponad 340 mln EUR. Natomiast handel z krajami trzecimi – mimo silnego wzrostu eksportu – charakteryzuje się wciąż dużym deficytem sięgającym blisko 1,5 mld EUR. Jego obniżenie o 165 mln EUR w porównaniu z pierwszymi dwoma miesiącami ub. r. było

## Determinanty inflacji

	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1
<b>Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*</b>									
r/r	13,1	18,6	11,1	20,8	25,5	32,8	12,9	9,7	bd.
kw./kw.	-1,8	9,4	5,3	6,8	2,0	15,8	-10,5	3,7	bd.
<b>Ceny importu / ceny krajowe producentów</b>									
r/r	11,3	11,4	5,2	6,0	6,4	-1,2	-7,3	-5,3	bd.
kw./kw.	3,0	2,5	0,4	0,0	3,4	-4,8	-5,8	2,2	bd.
<b>REER ULC</b>									
r/r	-15,0	-19,9	-12,7	-22,8	-22,5	-16,9	-2,6	9,0	23,7**
kw./kw.	1,1	-10,6	-6,9	-8,2	1,5	-4,2	9,1	2,7	15,1**

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

**Oznaczenia:**

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

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

Dla REER ULC minus oznacza deprecjację.

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

w dużej mierze wynikiem utrzymującego się od maja ub. r. bardzo silnego wzrostu eksportu do Rosji.

Do zwiększenia eksportu w pierwszych dwóch miesiącach br. przyczyniał się przede wszystkim wzrost sprzedaży maszyn i sprzętu transportowego. Podobnie, jak w całym ub. r. największy wpływ na dynamikę eksportu w tej grupie miała sprzedaż samochodów osobowych (choć jej wzrost nie był już tak duży, jak w 2004 r.).

W IV kw. 2004 r. utrzymała się poprawa konkurencyjności kosztowej polskich eksporterów, mierzonej zmianami relacji cen transakcyjnych eksportu do jednostkowych kosztów pracy. Natomiast obserwowane w ciągu dwóch ostatnich kwartałów (IV kw. ub. r. oraz I kw. br.) zmiany realnego efektywnego kursu walutowego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy sygnalizują pogorszenie konkurencyjności tych podmiotów (Tabela 2.4).

Utrzymywanie się wysokiej dynamiki eksportu mimo obserwowanej na początku roku aprecjacji złotego wynika częściowo z faktu, że duża część polskiego eksportu (zwłaszcza w grupie obejmującej maszyny i sprzęt transportowy) realizowana jest w ramach handlu wewnątrz korporacyjnego<sup>18</sup>, który jest mało wrażliwy na zmiany kursu. Ponadto skutki umocnienia złotego dla eksporterów wyrobów metalurgicznych oraz paliw (węgiel i koks) zostały zneutralizowane utrzymującym się na międzynarodowych rynkach wysokim popytem, który powodował dalszy wzrost cen światowych<sup>19</sup>. Wydaje się, że część eksporterów dążąc do utrzymania rynków zbytu była skłonna

<sup>18</sup>Handel w ramach przedsiębiorstw, które stworzyły regionalnie zintegrowane sieci produkcji.

<sup>19</sup>W ciągu pierwszych dwóch miesięcy 2005 r. sprzedaż w tych branżach zwiększyła się o 55%, a więc dwukrotnie silniej niż całego polskiego eksportu.

także do przejściowego pogorszenia swoich wyników finansowych na rzecz zwiększenia przyszłych zysków w handlu z zagranicą, o czym może świadczyć sygnalizowany w badaniach koniunktury NBP wzrost udziału nieopłacalnego eksportu w przychodach przedsiębiorstw. Ponadto badania koniunktury NBP wskazują, że firmy aktywnie dostosowywały się do aprecjacji złotego, poprawiając konkurencyjność poprzez redukcję kosztów. W I kw. br. wzrósł także wobec poprzedniego kwartału sygnalizowany w badaniach NBP wskaźnik prognoz eksportu oraz nowych umów eksportowych, choć nadal pozostaje on na poziomie niższym niż średnio w 2004 r.

W imporcie, w pierwszych dwóch miesiącach br., podobnie jak w całym 2004 r., najszybciej rósł przywóz towarów zaopatrzeniowych. Przyczynił się do tego utrzymujący się wysoki popyt na metale ze strony krajowego przemysłu oraz wzrost cen surowców. W porównaniu z 2004 r. nastąpiło przyspieszenie importu towarów konsumpcyjnych. Szczególnie duży wzrost nastąpił w przypadku przetworzonej żywności oraz dóbr trwałego użytku (przede wszystkim sprzętu AGD). Natomiast dynamika przywozu konsumpcyjnego była niska ze względu na zaniżanie oficjalnej wartości sprowadzanych do Polski samochodów używanych. Pomimo dalszego silnego wzrostu liczby importowanych pojazdów, wartość ich importu znacząco się obniżyła w porównaniu z okresem styczeń-luty 2004 r. Spośród głównych grup w imporcie najniższą dynamiką na początku br. odznaczał się przywóz dóbr inwestycyjnych.

Czynnikiem, który może prowadzić do wzrostu importu jest – widoczne od połowy 2004 r. – pogorszenie wskaźnika konkurencyjności cenowej polskich producentów, mierzonej zmianami relacji cen transakcyjnych importu do krajowych cen producentów w przemyśle przetwórczym (Tabela 2.4). Pogorszenie tak liczonej konkurencyjności w IV kw. ub. r. było m.in. wynikiem aprecjacji złotego w tym okresie.

Badania koniunktury NBP<sup>20</sup> wskazują, iż kurs złotego wciąż pozostaje na pierwszym miejscu wśród czynników wymienianych jako bariery rozwoju ankietowanych przedsiębiorstw. Pomimo tego zaobserwowano wzrost odsetka eksporterów oczekujących zwiększenia lub przynajmniej utrzymania eksportu w najbliższym kwartale z 76,3% do 82,8%. Ponadto w I kw. br. zmniejszył się odsetek eksporterów, dla których rzeczywisty kurs złotego wobec euro i dolara utrzymywał się na poziomie silniejszym od deklarowanych przez nich granicznych kursów opłacalnego eksportu (dla euro 24,3% wobec 32% w poprzednim kwartale, a dla dolara 39,8% wobec 62,7% w poprzednim kwartale).

W IV kw. 2004 r. w obrotach bieżących wystąpiła nadwyżka w wysokości 0,1 mld EUR. W całym 2004 r. relacja inwestycji bezpośrednich do deficytu na rachunku obrotów bieżących wyniosła 143,8%. W IV kw. 2004 r. oraz w całym 2004 r. wszystkie wskaźniki ostrzegawcze służące do oceny nierównowagi zewnętrznej pozostawały na bezpiecznym poziomie (Tabela 2.5).

---

<sup>20</sup> Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2005 r., NBP.

## Determinanty inflacji

Wskaźnik ostrzegawczy	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2004
Saldo obrotów bieżących/PKB*	-1,7%	-1,9%	-2,0%	-1,5%	-1,5%
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB*	-1,7%	-1,9%	-1,7%	-1,1%	-1,1%
Saldo płatności towarowych/PKB*	-2,4%	-2,6%	-2,6%	-2,3%	-2,3%
Inwestycje bezpośrednie/ deficyt obrotów bieżących	204,3%	71,0%	-	-	143,8%
(Saldo obrotów bieżących + kapitałowych + inwestycje bezpośrednie)/PKB	1,6%	-0,8%	-0,8%	3,8%	1,1%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/wpływy z eksportu towarów*	33,5%	27,5%	26,6%	26,1%	26,1%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	5,1	4,3	4,3	3,8	4,0

\* w skali rocznej.

**Tabela 2.5:** Główne wskaźniki ostrzegawcze

Relacja inwestycji bezpośrednich do deficytu obrotów bieżących (4. wiersz w Tabeli) informuje o stopniu sfinansowania deficytu obrotów bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich. W III kw. 2004 r. saldo inwestycji bezpośrednich było ujemne, a w IV kw. 2004 r. w bilansie płatniczym odnotowano nadwyżkę w obrotach bieżących. W obu przypadkach zatem relacja ta nie ma interpretacji ekonomicznej, dlatego w tabeli nie podano jej wartości dla ww. kwartałów.

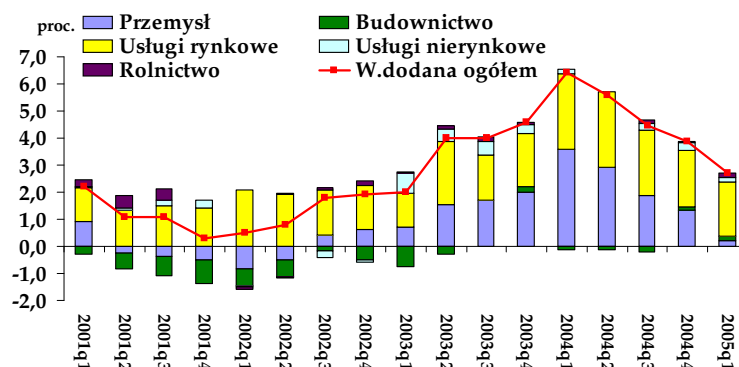
Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

## 2.2 Produkcja

Na podstawie wstępnych danych za okres styczeń-marzec br. można oceniać, że wartość dodana w I kw. br. wzrosła o ok. 3% r/r. O obniżeniu dynamiki w ujęciu rocznym zdecydowało obniżające się w ciągu ostatnich 4 kwartałów tempo wzrostu produkcji w przemyśle. Utrzymały się natomiast tendencje wzrostowe w sekcjach należących do usług rynkowych. Dalszą poprawę odnotowano także w budownictwie (Wykres 2.10).

Zgodnie z oczekiwaniami, w I kw. br. nadal przeważały tendencje stabilizacji poziomu produkcji przemysłowej. W ujęciu rocznym odnotowano jednak spadek dynamiki w większości działów, których sprzedaż silnie rosła w pierwszej połowie ubiegłego roku (zeszłoroczny boom przedakcesyjny). Biorąc pod uwagę sygnały płynące z badań koniunktury, w najbliższych miesiącach można spodziewać się stabilizacji poziomu produkcji. Wprawdzie wyniki badań koniunktury w przemyśle wskazują na pogorszenie ocen sytuacji przedsiębiorstw w I kw. br. w stosunku do IV kw. 2004 r. ale w maju br. pogorszenie to zostało wyhamowane. Jednocześnie w coraz większym stopniu będą się uwidaczniać podażowe efekty inwestycji rosnących od dwóch lat w przetwórstwie. Powinno to sprzyjać ponownemu wzrostowi produkcji przemysłowej. Wysokie prawdopodobieństwo realizacji powyższego scenariusza potwierdzają także korzystne dane o produkcji przemysłowej w kwietniu br. oraz na ogół korzystne (choć w mniejszym stopniu niż w ub. r.) oceny przedsiębiorstw odnośnie do oczekiwanego popytu. Ze względu na ustępujący efekt bazy wyraźnej poprawie ulegnie także dynamika produkcji przemysłu w ujęciu rocznym.





Wykres 2.10: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto

Źródło: Dane GUS, I kw. 2005 r. – szacunki NBP

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

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

Źródło: Dane GUS

W I kw. br. utrzymały się tendencje wzrostowe w usługach rynkowych. Narastający efekt bazy w obrotach handlu detalicznego został częściowo skompensowany przez zwiększone zakupy związane z wcześniejszym terminem Świąt Wielkanocnych, przez co roczna dynamika tej kategorii była zbliżona do odnotowanej w IV kw. 2004 r. W porównaniu z poprzednim kwartałem odnotowano spowolnienie rocznego tempa wzrostu sprzedaży hurtowej oraz usług łączności, zmniejszyła się natomiast skala spadku sprzedaży usług transportu. Według ocen NBP nastąpiło dalsze istotne przyspieszenie dynamiki wartości dodanej w pozostałych usługach rynkowych, szczególnie w zakresie pośrednictwa finansowego i obsługi przedsiębiorstw, co wiązać można z rosnącym popytem inwestycyjnym. Korzystne sygnały z badań koniunktury wskazują na kontynuację tendencji wzrostowych w usługach rynkowych.

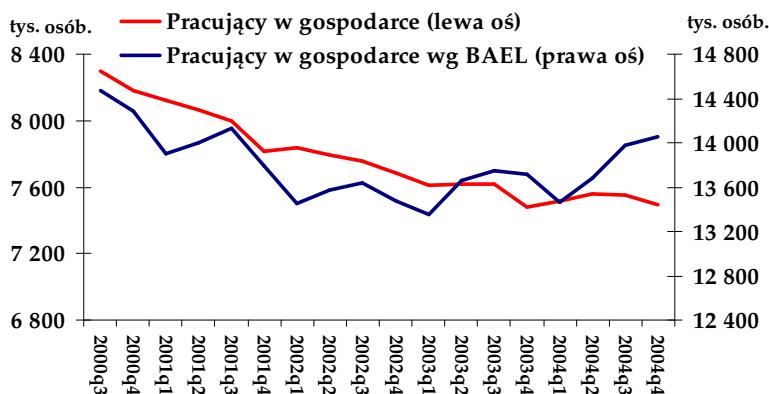
W I kw. oraz kwietniu br. umocniło się ożywienie w budownictwie (częściowo hamowane niekorzystnymi warunkami pogodowymi w marcu). W I kw. br. szczególnie silne przyspieszenie odnotowano w przypadku robót o charakterze inwestycyjnym. Odnotowano wzrost robót o charakterze remontowym, choć niższy niż w poprzednich kwartałach. Wobec wciąż optymistycznych sygnałów płynących z badań koniunktury GUS, w najbliższym okresie można spodziewać się kontynuacji tendencji wzrostowych w branży budowlanej. Świadczy o tym też silny wzrost robót w przedsiębiorstwach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę. Dalszemu ożywieniu w budownic-

twie ponadto będą sprzyjać inwestycje infrastrukturalne realizowane w ramach projektów współfinansowanych przez UE oraz korzystnie kształtująca się koniunktura w budownictwie mieszkaniowym<sup>21</sup>

## 2.3 Rynek pracy

### 2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W IV kw. 2004 r. zwiększyło się tempo wzrostu (r/r) liczby pracujących w gospodarce według BAEL. Pracujących<sup>22</sup> było o 335 tys. więcej niż przed rokiem (wzrost o 2,5% wobec 1,7% w III kw. 2004 r.). Wzrost liczby pracujących dotyczy przede wszystkim przemysłu i sektora usług oraz w mniejszej skali rolnictwa (Tabela 2.7). Nadal utrzymuje się tendencja widoczna w poprzednich kwartałach, zgodnie z którą wzrost zatrudnienia dotyczy przede wszystkim pracujących na umowę na czas określony, natomiast zmniejsza się liczba pracujących na czas nieokreślony, choć obecnie w znacznie mniejszej skali niż w poprzednich kwartałach (Tabela 2.7). Analiza przeszłych danych wskazuje, że wzrost udziału elastycznych form zatrudnienia w zatrudnieniu ogółem ma prawdopodobnie charakter trwały<sup>23</sup>.



Wykres 2.11: Pracujący w gospodarce według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób

Źródło: Dane GUS.

W IV kw. 2004 r., po raz pierwszy od 1999 r., zanotowano dodatnią roczną dynamikę liczby pracujących w gospodarce według sprawozdań jednostek zatrudniających po-

<sup>21</sup>W kwietniu br. nastąpił spadek produkcji budowlano-montażowej o 17,7% r/r, który był jednak efektem bardzo wysokiej bazy odniesienia, tzn. wynikał z silnego wzrostu produkcji w budownictwie w kwietniu ub. r., kiedy jej roczna dynamika wyniosła 25,9%.

<sup>22</sup>Definicja pracujących według BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności) – patrz: *Kwartalna Informacja o Rynku Pracy*, GUS.

<sup>23</sup>Od 2001 roku liczba zatrudnionych na umowę na czas określony zwiększyła się o ok. 2 mln i o mniej więcej tyle samo zmalała liczba osób zatrudnionych na czas nieokreślony.

	Pracujący w 2004q4 (tys. osób)	Wzrost w 2004q3 (r/r)	Wzrost w 2004q4 (r/r)
<b>Ogółem</b>	14 058	1,7%	2,5%
<b>Miejsce zamieszkania</b>			
miasto	8 573	2,2%	2,9%
wieś	5 485	0,8%	1,8%
<b>Sektor ekonomiczny</b>			
rolniczy	2 555	1,0%	0,7%
przemysłowy	4 047	1,4%	3,2%
usługowy	7 452	2,1%	2,6%
<b>Sektor własności</b>			
publiczny	4 184	-4,5%	-3,3%
prywatny (bez indywidualnych gospodarstw rolnych)	7 499	5,7%	6,8%
prywatny (indywidualne gospodarstwa rolne)	2 377	1,2%	1,7%
<b>Status zatrudnienia</b>			
pracownicy najemni	10 295	1,8%	3,6%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 956	0,9%	-2,0%
pomagający członkowie rodzin	807	2,1%	2,4%
<b>Rodzaj umowy o pracę</b>			
praca na umowę na czas nieokreślony	7 829	-2,4%	-0,4%
praca na umowę na czas określony	2 466	18,7%	18,4%

Tabela 2.7: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

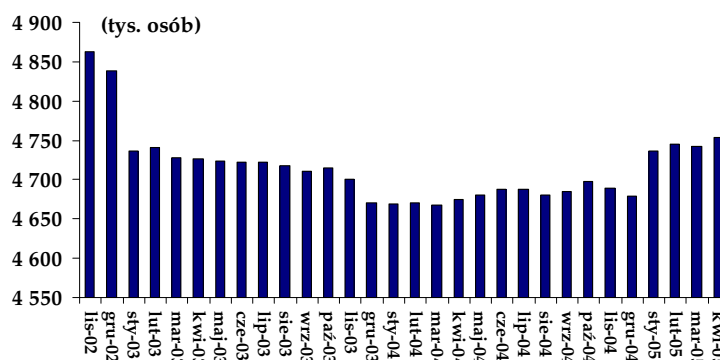
wyżej 9 osób. Wprawdzie wzrost był niewielki (o 15 tys., tj. 0,2% r/r), ale nastąpił po długim okresie spadku i potwierdza pozytywne tendencje widoczne w danych BAEL (Wykres 2.11).

Stopniowy wzrost zatrudnienia widoczny jest także w danych z sektora przedsiębiorstw. W kwietniu br. zatrudnienie w przedsiębiorstwach było o 1,7% wyższe niż przed rokiem (Wykres 2.12). Skokowy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach pomiędzy grudniem 2004 r. a styczniem 2005 r. wynikał przede wszystkim z uwzględnienia przez GUS (począwszy od stycznia 2005 r.) większej liczby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób<sup>24</sup>. Oznacza to, że wzrost zatrudnienia w małych przedsiębiorstwach w 2004 r. ujawnił się dopiero w styczniu 2005 r.

Stopniową poprawę na rynku pracy sygnalizują także dane dotyczące bezrobocia. Mimo, że bezrobocie pozostaje na wysokim poziomie, od kilku kwartałów widoczny jest jego powolny, ale systematyczny spadek (Wykres 2.13). Zarówno dane z urzędów pracy jak i dane BAEL wskazują, że bezrobocie jest obecnie wyraźnie niższe niż przed rokiem. Według danych z urzędów pracy w marcu br. bezrobotnych było 3 053 tys. (spadek o 213 tys. r/r), a stopa bezrobocia wyniosła 19,3%, (spadek o 1,1 pkt. proc. r/r). Według danych BAEL w IV kw. 2004 r. bezrobotnych było 3 081 tys. (spadek o 192 tys. r/r), a stopa bezrobocia wyniosła 18,0% (spadek o 1,3 pkt. proc.). Od połowy 2003 r. liczba nowych ofert pracy zgłaszanych w urzędach pracy utrzymuje się na stabilnym poziomie, rośnie natomiast odsetek niewykorzystanych ofert. Może to wskazywać

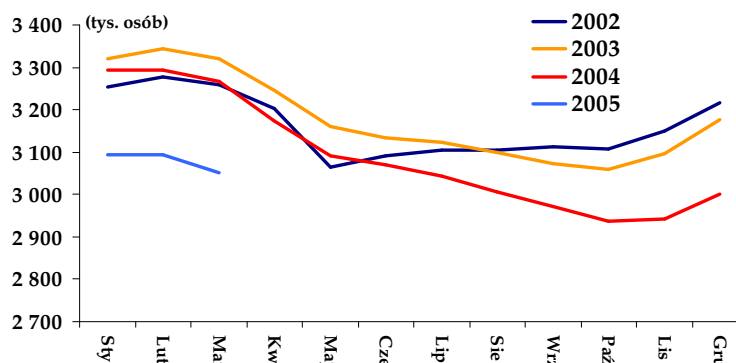
<sup>24</sup>Na początku każdego roku GUS zmienia próbę przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób, na podstawie której szacowane jest zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Nowa próba powiększana jest o przedsiębiorstwa, w których zatrudnienie przekroczyło w minionym roku próg 9 osób.

## Determinanty inflacji



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

Źródło: Dane GUS.



Wykres 2.13: Bezrobocie rejestrowane wg danych z urzędów pracy (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.

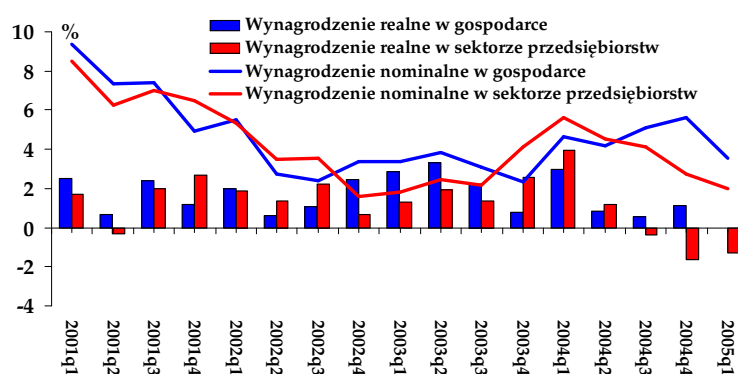
na niedopasowanie oczekiwań i kwalifikacji osób bezrobotnych do zgłaszanych ofert pracy.

Poprawa perspektyw sytuacji na rynku pracy jest widoczna w badaniach koniunktury, zarówno NBP jak i GUS. W II kw. br. według badań NBP<sup>25</sup> tyle samo przedsiębiorstw zamierza redukować co zwiększać zatrudnienie, co oznacza poprawę zarówno wobec poprzedniego kwartału jak i analogicznego okresu przed rokiem. W badaniach koniunktury GUS także widać poprawę w ujęciu rok do roku, mimo że saldo prognoz w przemyśle oraz handlu detalicznym nadal pozostaje ujemne. Badania GUS oraz NBP sygnalizują, że najlepsze perspektywy wzrostu zatrudnienia są obecnie w budownictwie, gdzie więcej firm planuje zwiększyć zatrudnienie, niż je zmniejszyć. Według badań NBP korzystne perspektywy wzrostu zatrudnienia można zauważyć w przedsiębiorstwach, które dobrze oceniają swoją kondycję ekonomiczną, oczekują wzrostu zamówień, zamierzają zwiększyć inwestycje.

<sup>25</sup>Patrz: Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2005 r., NBP.

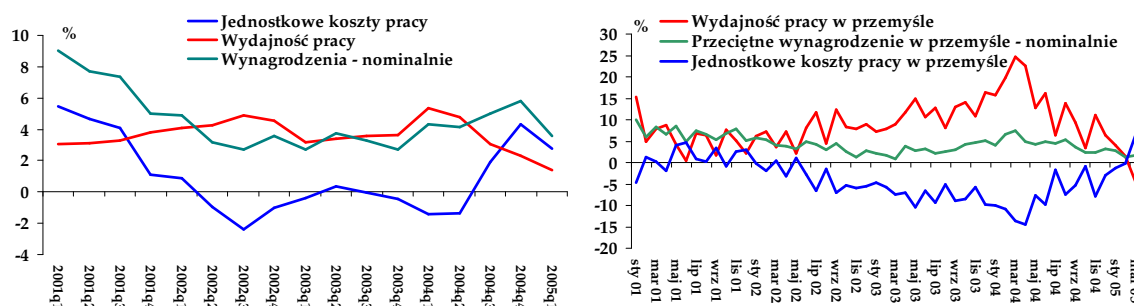
### 2.3.2 Płace i wydajność

Stopniowej poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszy dyscyplina płac. W I kw. br. wzrost przeciętnego wynagrodzenia zarówno w sektorze przedsiębiorstw jak i całej gospodarce był niższy niż we wszystkich kwartałach ub. r. W sektorze przedsiębiorstw wyniósł on 2,0% r/r nominalnie (realny spadek o 1,3% r/r), a w całej gospodarce 3,6% r/r (0% r/r realnie) (Wykres 2.14). W kwietniu br. utrzymała się niska dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (nominalny wzrost o 1,8% r/r, tj. realny spadek o 1,2% r/r). Wyniki badań koniunktury NBP<sup>26</sup> nie wskazują na nasilenie się presji płacowej w przedsiębiorstwach w przyszłości.



Wykres 2.14: Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



Wykres 2.15: Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy - wyrównane sezonowo. Lewy panel: W gospodarce. Prawy panel: W przemyśle. Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP, I kw. 2005 – szacunki NBP.

Od kilku lat wzrost wydajności pracy w przemyśle był szybszy od wzrostu nominalnych płac, czego efektem był utrzymujący się spadek jednostkowych kosztów pracy w

<sup>26</sup>Patrz: Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2005 r., NBP.

tym sektorze<sup>27</sup>. W wyniku obniżenia się dynamiki produkcji przemysłowej w lutym i marcu br. (związanej przede wszystkim z bardzo wysokim poziomem produkcji przed rokiem) roczne tempo wzrostu wydajności obniżyło się. Mimo utrzymania niskiego tempa wzrostu płac doprowadziło to w marcu br. do wzrostu jednostkowych kosztów pracy (Wykres 2.15, prawy panel).

W całej gospodarce, według szacunków NBP, I kw. br. był już trzecim z kolei, w którym nominalne wynagrodzenia rosły szybciej od wydajności pracy, co prowadziło do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Dynamika jednostkowych kosztów pracy uległa jednak obniżeniu, co było spowodowane silniejszym spadkiem dynamiki płac w I kw. br. niż spowolnieniem wzrostu wydajności w tym okresie (wynikającym po części z wysokiego poziomu produkcji przed rokiem – Wykres 2.15, lewy panel)<sup>28</sup>.

## 2.4 Inne koszty i ceny

### 2.4.1 Ceny zewnętrzne

W I kw. 2005 r. odnotowano dalszy wzrost cen na międzynarodowych rynkach surowcowych (Tabela 2.8). Największy wpływ na wzrost cen surowców miał utrzymujący się wysoki popyt w gospodarce chińskiej i amerykańskiej, zwłaszcza na metale i paliwa. Wolniej natomiast rosły ceny surowców pochodzenia rolnego.

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1
<b>Ogółem</b>	<b>36,2</b>	<b>38,2</b>	<b>34,9</b>	<b>29,7</b>	<b>8,7</b>	<b>6,7</b>	<b>3,8</b>	<b>7,8</b>
<b>Surowce nieenergetyczne</b>	<b>25,5</b>	<b>20,4</b>	<b>11,9</b>	<b>4,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>5,8</b>
żywność	25,3	8,8	-4,9	-8,4	3,7	-16,0	-3,6	9,2
surowce przemysłowe	25,5	25,8	19,7	16,8	-1,0	2,1	4,5	10,6
pochodzenia rolnego	11,0	10,1	1,6	2,6	-0,4	-1,2	0,0	4,2
metale nieżelazne	41,3	37,4	29,9	15,6	-0,1	3,1	6,5	5,3
<b>Surowce energetyczne</b>	<b>42,0</b>	<b>47,0</b>	<b>47,0</b>	<b>40,8</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,8</b>
ropa naftowa	32,7	42,0	46,0	44,8	11,4	13,3	6,1	8,1

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

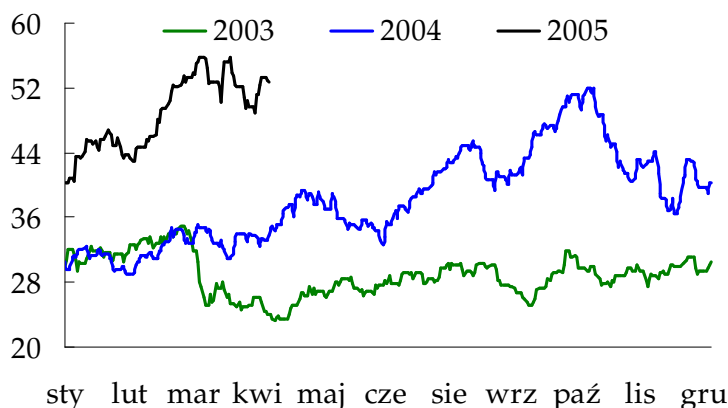
Źródło: HWWA – Hamburg Institute of International Economics.

Na znaczny wzrost cen ropy od początku br. (Wykres 2.16) złożyło się wiele czynników. Należy wśród nich wymienić wysoki popyt na ropę i obniżenie się nadwyżek

<sup>27</sup>Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenia nominalne w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze).

<sup>28</sup>Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce wg BAEL) do PKB (w cenach stałych).

zdolności produkcyjnych<sup>29</sup>. Do wzrostu cen tego surowca przyczynił się również stosunkowo niski wzrost produkcji w krajach spoza OPEC, a także deprecjacja dolara amerykańskiego, utrzymujące się ryzyko geopolityczne (dotyczące przede wszystkim Iraku, Nigerii i Wenezueli) oraz zwiększenie się udziału w transakcjach na rynku ropy uczestników spoza sektora paliwowego (hedge funds, fundusze emerytalne, banki inwestycyjne).



Wykres 2.16: Ceny ropy naftowej Brent w latach 2003-2004 (USD)

Źródło: Dane Bloomberg.

W marcu i kwietniu br. międzynarodowe instytucje znacząco podwyższyły swoje prognozy cen ropy. Także notowania rynków terminowych wskazują, że ceny tego surowca będą w najbliższych dwóch latach utrzymywać się na stosunkowo wysokim poziomie. Podstawowe znaczenie będzie miała dynamika popytu na ropę oraz poziom nadwyżek zdolności produkcyjnych. Podobnie jak w roku poprzednim, wzrost popytu na ropę będzie zależeć głównie od zapotrzebowania na ten surowiec w Chinach i USA (około 50% przyrostu popytu w 2005 r.). Prognozy wskazują, że w dalszej części roku presja popytowa może ulec osłabieniu<sup>30</sup>, co powinno sprzyjać powolnemu obniżaniu się cen ropy. Jednak utrzymująca się duża zmienność cen znacznie zwiększa niepewność formułowanych prognoz. Dodatkowo, przewidywania te obarczone są ryzykiem. Gdyby wzrost popytu okazał się silniejszy niż przewiduje się obecnie, można oczekiwać dalszych podwyżek cen ropy (zwłaszcza w II połowie 2005 r.). Natomiast do szybszego

<sup>29</sup>W I kw. 2005 r. światowy popyt na ropę zwiększył się o ok. 2,1 mld b/d (*Oil Market Report*, International Energy Agency, 12 April 2005.), przede wszystkim ze względu na utrzymujący się wysoki wzrost w gospodarce światowej oraz długą i chłodną zimę na półkuli północnej. Według obecnych przewidywań wzrost popytu nie będzie w 2005 r. tak silny jak w ub.r. Jednak ze względu na spadek nadwyżek zdolności produkcyjnych w ostatnim okresie wzrosły obawy czy podaż będzie w stanie zaspokoić popyt. Obecnie nadwyżki mocy produkcyjnych w krajach OPEC są najniższe od 1992 r. (1,4 mln b/d - tj. 5% produkcji), natomiast kraje spoza kartelu wykorzystują swoje moce produkcyjne niemal w pełni.

<sup>30</sup>Ocenia się, że najwyższy wzrost popytu w 2005 r. nastąpił w I kw. br. (*Monthly Oil Market Report*, Organization of the Petroleum Exporting Countries, 15 April 2005, *Oil Market Report*, International Energy Agency, 12 April 2005.)

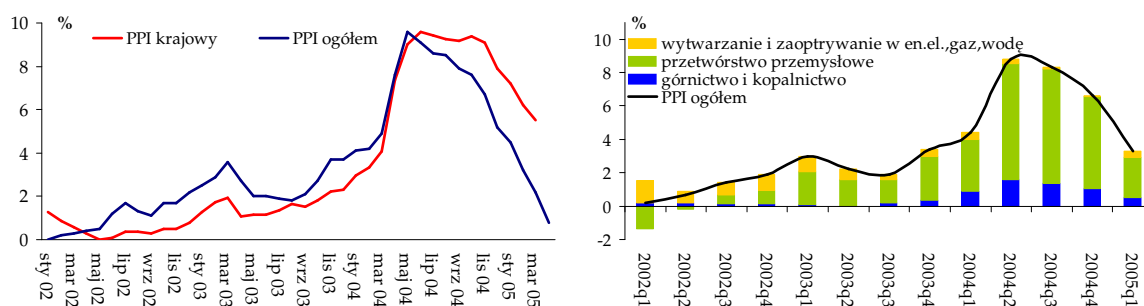
obniżania się cen tego surowca może przyczynić się zapowiedziane zwiększenie mocy produkcyjnych OPEC<sup>31</sup>.

Wzrost cen surowców nieenergetycznych i ropy naftowej w I kw. br. przyczynił się do wzrostu cen produkcji oraz cen konsumpcyjnych w największych gospodarkach świata. W Stanach Zjednoczonych wskaźnik PPI w ujęciu rocznym zwiększył się z 4,2% w styczniu 2005 r. do 4,9% w marcu 2005 r., a w strefie euro odpowiednio z 3,9% do 4,2%. Natomiast wskaźnik CPI w USA wzrósł w tym czasie z 3,0% do 3,1% r/r, a zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych w strefie euro wzrósł z 1,9% do 2,1% r/r. Mimo wzrostu bieżących wskaźników inflacji, prognozy wskazują na umiarkowane i stopniowe obniżenie się inflacji w obu gospodarkach w latach 2005 i 2006, co jest zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w lutowym *Raporcie o inflacji*.

### 2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu w analizowanym okresie obniżała się i w kwietniu 2005 r. wyniosła 0,8% r/r. (Wykres 2.17, lewy panel). Zdaniem NBP w II kw. br. dynamika PPI będzie nadal spadać i nie jest wykluczona deflacja cen producentów. Jednak ze względu na nieoczekiwane wzrosty cen surowców (ropy naftowej i miedzi) w I kw. br. oraz osłabienie złotego od marca br. obniżanie się tempa wzrostu cen będzie nieznacznie wolniejsze od oczekiwań.

Obserwowane w br. obniżenie dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu wynikało głównie ze statystycznego efektu bazy odniesienia. Ceny w bieżącym roku wzrastały znacznie wolniej niż w analogicznych miesiącach 2004 r. Ponadto w styczniu i lutym 2005 r. odnotowano dynamiczny spadek cen uzyskiwanych w eksporcie, co było związane z umocnieniem się kursu złotego. Tempo wzrostu cen krajowych produkcji sprzedanej przemysłu od czerwca ub.r. jest wyższe niż PPI ogółem, jednak od listopada 2004 r. obserwuje się jego dynamiczny spadek (Wykres 2.17, lewy panel).



**Wykres 2.17:** Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Lewy panel: Zmiany PPI i cen producentów na rynku krajowym. Prawy panel: Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna).

**Źródło:** Dane GUS.

<sup>31</sup> *Monthly Oil Market Report*, Organization of the Petroleum Exporting Countries, 15 April 2005.



Największy wpływ na kształtowanie się tempa wzrostu indeksu PPI w Polsce w I kw. 2005 r. miały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym – głównie ze względu na wagę tej sekcji we wskaźniku. Spadek dynamiki cen w ujęciu r/r był obserwowany praktycznie we wszystkich działach przemysłu przetwórczego. W lutym br. w 11 działach (z 21), nastawionych przede wszystkim na produkcję eksportową lub w niewielkim stopniu uzależnionych od cen surowców, zanotowano deflację cen producentów w ujęciu rocznym<sup>32</sup>. Istotny wpływ na dynamikę wskaźnika PPI w analizowanym okresie miały również ceny w sekcji *górnictwo i kopalnictwo*. Ponadto, podwyżki cen ze stycznia br. w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę* spowodowały, iż wkład tej sekcji do wzrostu w PPI wzrósł w porównaniu z ub.r. (Wykres 2.17, prawy panel).

## 2.5 Rynki finansowe

### 2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe

#### Krótkoterminowe stopy procentowe<sup>33</sup>

W analizowanym okresie publikacja danych makroekonomicznych oraz decyzje i komunikaty Rady Polityki Pieniężnej wskazywały na poprawę bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji oraz pogorszenie prognoz wzrostu gospodarczego w 2005 r. Czynniki te wzmacniały oczekiwania rynku na obniżki stóp procentowych w br., co znalazło odzwierciedlenie w spadku oprocentowania stawek depozytów międzybankowych oraz stawek kontraktów terminowych na stopę procentową (Wykres 2.18).

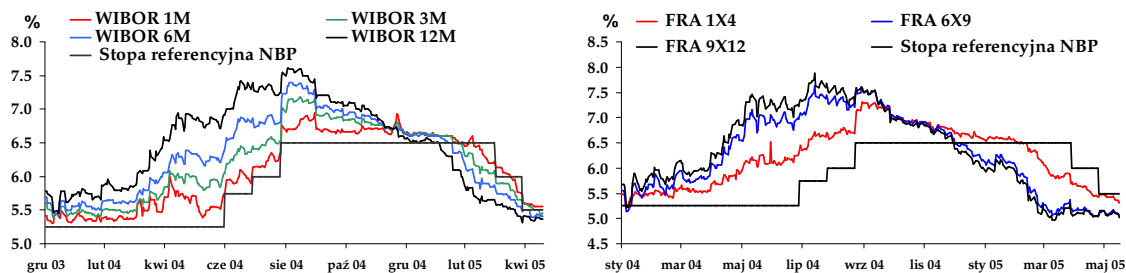
Zmieniając na lutowym posiedzeniu nastawienie w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na łagodne, RPP zasygnalizowała wzrost prawdopodobieństwa redukcji stóp procentowych. W rezultacie, obniżki stóp NBP po 0,5 pkt. proc. w marcu i kwietniu br. były już uwzględnione w cenach aktywów finansowych. Nieoczekiwana dla rynku była natomiast kwietniowa decyzja RPP o zmianie nastawienia w polityce pieniężnej na neutralne. Została ona zinterpretowana przez analityków jako zmniejszenie się prawdopodobieństwa redukcji stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

Stawki kontraktów FRA rozliczanych w ostatnich miesiącach br. nieznacznie różnią się od siebie (krzywa kontraktów FRA jest niemal płaska), a ich poziomy od połowy marca 2005 r. są relatywnie stabilne (Wykres 2.18 – prawy panel, Wykres 2.19 – lewy panel). Wskazuje to na ustabilizowanie się oczekiwań rynkowych odnośnie do skali i terminu zakończenia cyklu obniżek stóp procentowych. W końcu analizowanego okresu stawki kontraktów FRA wyceniały redukcję stopy referencyjnej NBP o 25 punktów bazowych w maju lub w czerwcu br. Kolejna i ostatnia redukcja stopy referencyjnej,

<sup>32</sup>Np.: produkcja sprzętu RTV – spadek o 12,4%, instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych – spadek o 6,0%, produkcja maszyn i aparatury elektrycznej – spadek o 5,3%, pozostałego sprzętu transportowego – spadek o 4,4%

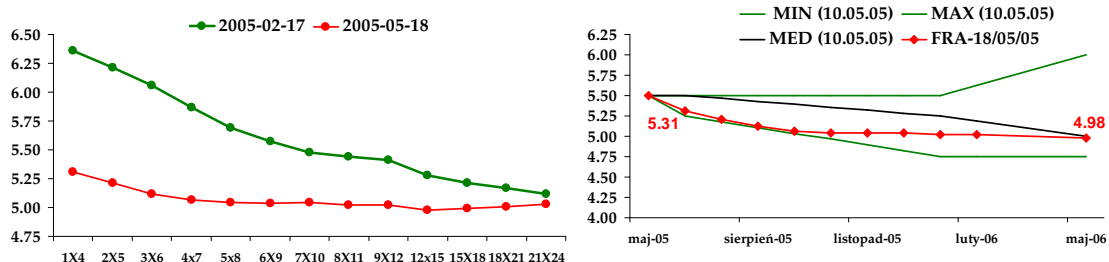
<sup>33</sup>Przedstawione w tym podrozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 18 maja 2005 r.

również o 0,25 pkt. proc., wyceniana jest w kontraktach FRA z wrześniowym terminem rozliczenia. Spójne z oczekiwaniami zawartymi w stawkach kontraktów FRA są wyniki ankiety Reutersa (z 10.05.2005 r.), które wskazują, iż większość pytaných analityków (ok. 71%) oczekiwała łącznej obniżki stóp do poziomu 5-5,25% do końca br. (Wykres 2.19 – prawy panel).



Wykres 2.18: Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie depozytów międzybankowych (lewy panel) oraz stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.



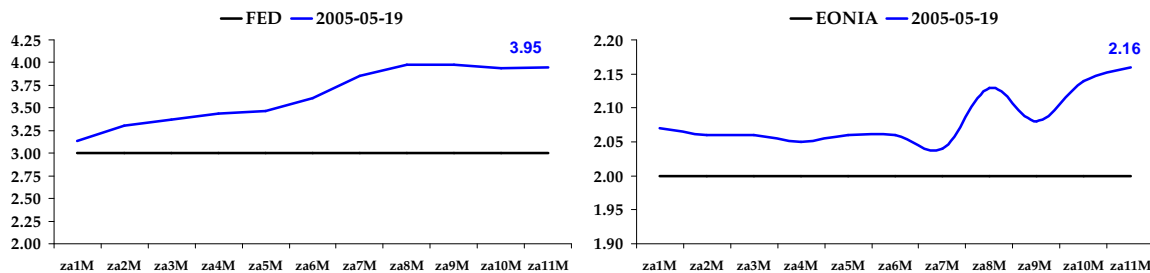
Wykres 2.19: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA oraz ankiety Reutersa z dnia 21 kwietnia 2005 r. (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

### Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, na majowym posiedzeniu *Komitetu Otwartego Rynku* Zarząd Rezerwy Federalnej (FOMC) podniósł po raz kolejny stopy procentowe o 25 punktów bazowych, do poziomu 3,0%. W ostatnim komunikacie Fed ogłosił, iż zamierza kontynuować politykę stopniowego podwyższania stóp procentowych. Brak silniejszego zacieśnienia w polityce monetarnej, pomimo zwiększonej w ostatnich miesiącach presji inflacyjnej, jest wynikiem utrzymywania się długookresowych oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Na następnym, majowym posiedzeniu Fedu rynek oczekuje utrzymania dotychczasowej skali podwyżek w wysokości 25 punktów bazowych oraz wzrostu poziomu stóp łącznie o 1,0 pkt proc. (do poziomu 4,0%) do końca br. (Wykres 2.20).

W majowej ankiecie Reutersa niemal wszyscy respondenci oczekują podwyższenia poziomu stopy Fedu o 25 punktów bazowych w czerwcu br. (do poziomu 3,25%) oraz kolejnej podwyżki o 0,25 pkt. proc. w sierpniu br. Mediana oczekiwanego poziomu stopy na koniec br. wynosi 4,0% i jest spójna z oczekiwaniami odczytywanymi ze stawek kontraktów futures.



Wykres 2.20: Oczekiwania zmian stóp przez FED na podstawie kontraktów Fed Funds Futures – lewy panel – oraz oczekiwania zmian stóp przez EBC na podstawie kontraktów EONIA swaps (overnight index swaps) – prawy panel

Źródło: Bloomberg.

Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi w analizowanym okresie Europejski Bank Centralny (EBC) pozostawił stopy procentowe na niezmiennym, historycznie niskim poziomie 2,0%. W komunikacie EBC uzasadnił swoją decyzję brakiem sygnałów wzrostu presji inflacyjnej w krajach strefy euro oraz opublikowanymi w ostatnich miesiącach słabymi danymi makroekonomicznymi. Mimo dostrzeżenia zagrożeń związanych z wpływem wysokich cen ropy na trwałość wzrostu gospodarczego oraz na przebieg procesów inflacyjnych, zdaniem EBC długookresowe perspektywy dla wzrostu oraz inflacji w strefie euro kształtują się korzystnie.

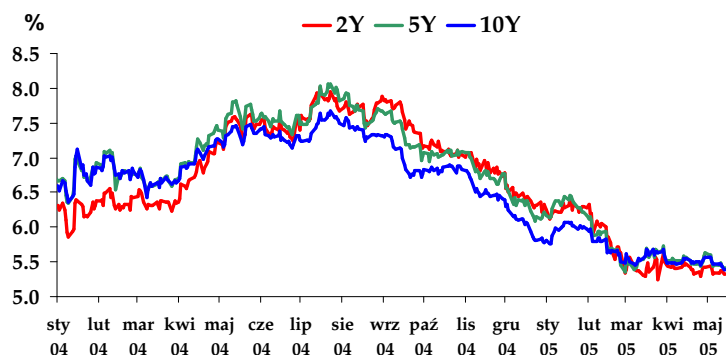
W ocenie rynków bieżące pozytywne perspektywy inflacji oraz obniżone prognozy wzrostu gospodarczego w br. wskazują, że podwyższenie stóp procentowych przez EBC jest w najbliższych miesiącach mało prawdopodobne. W ankiecie Reutersa (z 27 kwietnia 2005 r.) większość respondentów oczekuje podniesienia poziomu stóp EBC w IV kw. br. o 25 punktów bazowych. Prognozy analityków przewyższają oczekiwania rynku mierzone na podstawie kontraktów swapowych na stopę procentową EONIA (Overnight Index Swaps). Stawki instrumentów rynku pieniężnego wskazują, że stopa EBC na koniec 2005 r. wyniesie ok. 2,13% (Wykres 2.20). Oznacza to, że dealerzy rynku pieniężnego przypisują 52% prawdopodobieństwo podwyżki w wysokości 25 punktów bazowych na koniec br.

### Długoterminowe stopy procentowe<sup>34</sup>

W analizowanym okresie głównym czynnikiem wpływającym na rozwój sytuacji na krajowym rynku obligacji skarbowych były zmieniające się oczekiwania odnośnie do przyszłego poziomu stóp procentowych NBP. Istotne znaczenie miały również wyda-

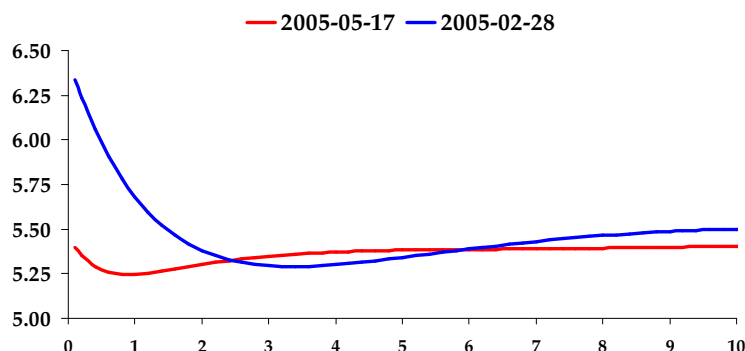
<sup>34</sup> Przedstawione w tym podrozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 18 maja 2005 r.

rzenia na największych światowych rynkach, a w szczególności sygnały wskazujące na zmiany w polityce pieniężnej Fedu.



Wykres 2.21: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych

Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.22: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów Forward

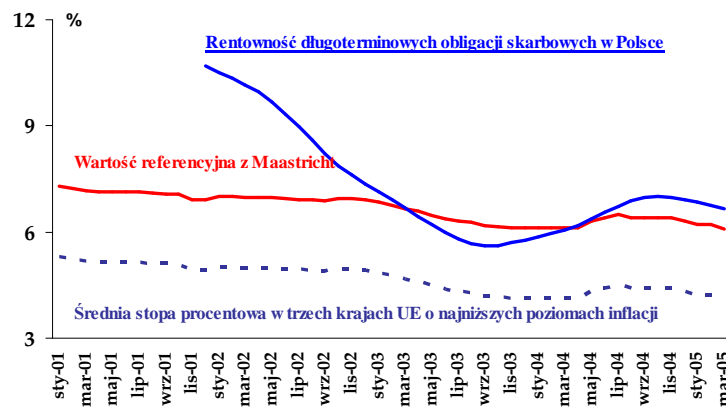
Źródło: Bloomberg.

Po istotnym spadku wskaźnika inflacji w pierwszych miesiącach 2005 r. nastąpił wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych NBP. Oczekiwania te przełożyły się na wzrost cen instrumentów dłużnych i utrzymanie (trwającej od połowy 2004 r.) spadkowej tendencji rentowności papierów skarbowych (Wykres 2.21). Zmniejszenie zagrożeń inflacyjnych zostało potwierdzone przez RPE, która w lutym zmieniła nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na łagodne, a w kolejnych miesiącach dwukrotnie obniżała stopę referencyjną NBP o 50 punktów bazowych. Oczekiwania na redukcję stóp spowodowały, że spadek rentowności instrumentów dłużnych był najgłębszy w przypadku obligacji 2-letnich, gdyż ich wycena jest silnie związana z oczekiwaną przez rynek ścieżką krótkoterminowych stóp procentowych. W rezultacie w analizowanym okresie zerokuponowa krzywa dochodowości uległa spłaszczeniu (Wykres 2.22).

Na początku marca 2005 r. rynki obligacji skarbowych krajów Europy Środkowo-

Wschodniej znalazły się w fazie korekty. Doprowadziły do niej przecena kursu walutowego i ogólna wyprzedaż aktywów na rynkach wschodzących (ang. *emerging markets*). Impulsem, który przyczynił się do odpływu kapitału z krajów naszego regionu był silny wzrost rentowności amerykańskich obligacji długoterminowych. W Polsce korekta na rynku instrumentów dłużnych była jednak niewielka, gdyż oczekiwane obniżki stóp procentowych NBP ograniczały spadek cen obligacji skarbowych.

Zmiany cen polskich obligacji znajdują również odzwierciedlenie w utrzymującym się od listopada ub. r. systematycznym spadku średniorocznej rentowności długoterminowych papierów skarbowych (Wykres 2.23). Jej poziom nadal jednak przewyższa wartość referencyjną dla kryterium stóp procentowych, którego spełnienie jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro<sup>35</sup>.



Wykres 2.23: Średnia rentowność (12-miesięczna średnia ruchoma) długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium z Maastricht  
Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

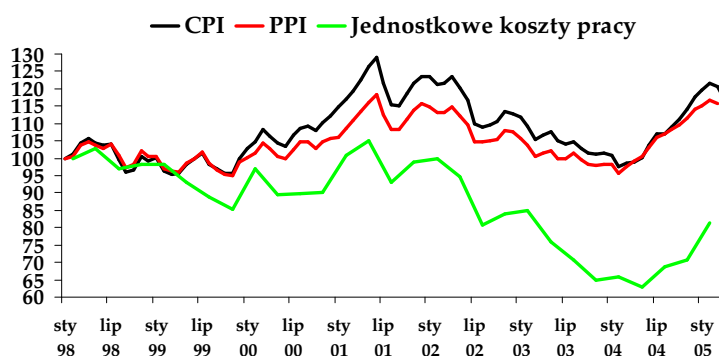
Od początku 2005 r. udział nierezydentów w krajowym rynku papierów wartościowych kształtuje się na stabilnym poziomie (ok. 27%). Nie utrzymał się zatem dynamiczny wzrost zaangażowania nierezydentów, szczególnie silny w drugiej połowie 2004 r., który przyczynił się do przyspieszenia spadku rentowności polskich instrumentów dłużnych.

## 2.5.2 Kurs walutowy

Po trwającym dwa lata osłabieniu złotego, od marca 2004 r. przez 12 miesięcy utrzymywał się trend aprecjacyjny polskiej waluty. Na koniec lutego 2005 r. realny efektywny

<sup>35</sup>Dany kraj spełnia to kryterium, gdy średnia (12-miesięczna średnia ruchoma) rentowność długoterminowych obligacji skarbowych obserwowana w ciągu roku nie przekracza o więcej niż 2 pkt. proc. średniej arytmetycznej rentowności obligacji trzech krajów członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*. NBP, 2004.

kurs złotego (deflowany indeksem cen konsumenta - REER CPI) umocnił się w ciągu roku o 24,6%, osiągając poziom najwyższy od kwietnia 2002 r. (Wykres 2.24). Ponadto, w wyniku pogorszenia relacji dynamiki wydajności pracy do tempa wzrostu wynagrodzeń od połowy 2004 r. obserwuje się umocnienie realnego efektywnego kursu złotego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy<sup>36</sup>. Tendencja do umocnienia polskiej waluty uległa jednak wyhamowaniu na początku marca br. i do końca kwietnia odnotowano znaczną deprecjację nominalnego kursu złotego zarówno względem euro, jak i dolara amerykańskiego.



Wykres 2.24: Realny efektywny kurs złotego

Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Uwaga: Dla jednostkowych kosztów pracy: dane kwartalne, szacunki NBP na podstawie danych NBP, EBC i Komisji Europejskiej

Oslabienie złotego w znacznej części wynikało z czynników o charakterze zewnętrznym, o czym mogą świadczyć podobne zmiany wartości walut innych krajów Europy Środkowej. Do odpływu kapitału z krajów naszego regionu przyczynił się m. in. wzrost rentowności amerykańskich papierów skarbowych. Wśród innych czynników prowadzących do deprecjacji złotego wymienia się: propozycje obniżenia budżetu Unii Europejskiej w latach 2007-2013, które rodzą ryzyko mniejszego niż dotychczas oczekiwano napływu środków unijnych do Polski, a także podjętą w marcu br. decyzję Rady Europejskiej o przejściowym tylko uwzględnieniu kosztów reformy emerytalnej w obniżeniu deficytu sektora finansów publicznych. Decyzja ta – w ocenie rynków – może opóźnić termin spełnienia przez Polskę kryteriów fiskalnych z Maastricht i tym samym oddalić moment przystąpienia do strefy euro. Można przypuszczać, że do pogorszenia nastawienia wobec krajów naszego regionu przyczyniało się również ryzyko braku ratyfikacji Konstytucji UE we Francji.

W kierunku osłabienia polskiej waluty oddziaływały także czynniki o charakterze krajowym. W ostatnich miesiącach nastąpił wzrost ryzyka politycznego związanego z

<sup>36</sup>Indeks jednostkowych kosztów pracy został obliczony jako relacja dynamiki kosztu płacowego, przypadająca na jednego zatrudnionego, do dynamiki wydajności pracy - mierzonej za pomocą produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.

okresem przedwyborczym. Ponadto, obniżenie w analizowanym okresie stóp procentowych NBP o 100 punktów bazowych, w połączeniu ze wzrostem stóp rynkowych za granicą, spowodowało znaczne zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych.

Oprócz powyższych źródeł osłabienia złotego, można wymienić także procesy sprzyjające umocnieniu polskiej waluty. Są to m.in. poprawiające się saldo na rachunku obrotów bieżących, nadal niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz oczekiwany napływ inwestycji bezpośrednich.

Ze względu na utrzymywanie się niepewności związanej z wieloma z w/w czynników oddziałujących na kurs polskiej waluty, w najbliższym czasie kurs złotego może cechować się dużą zmiennością.

### 2.5.3 Kredyt i pieniądz

#### Sektor przedsiębiorstw

W analizowanym okresie utrzymywał się obserwowany od połowy 2004 r. stopniowy przyrost wartości kredytów bankowych dla przedsiębiorstw. W I kw. br. ich stan zwiększył się w ujęciu nominalnym o 2,6% (kw/kw)<sup>37</sup>. Wpływ zmian kursu złotego na wartość udzielonych kredytów był w tym okresie umiarkowany. Po skorygowaniu o zmiany kursowe, zadłużenie przedsiębiorstw w sektorze bankowym wzrosło w I kw. br. o ok. 2,4% (kw/kw). Uwzględnienie zmian kursowych jest podejściem bardziej poprawnym metodologicznie niż oparcie się wyłącznie na danych nominalnych, dlatego w dalszej części rozdziału, o ile nie zaznaczono inaczej, prezentowane wartości zostały przedstawione w takim właśnie ujęciu.

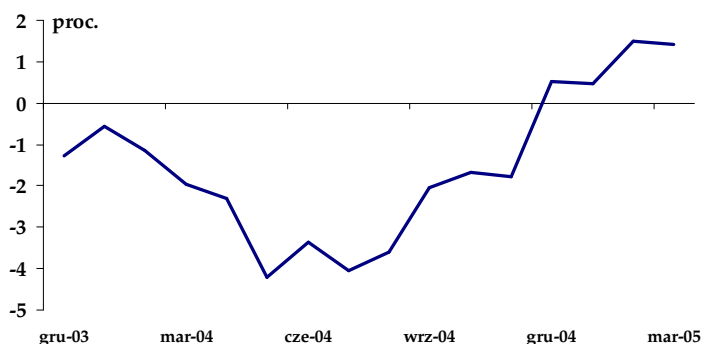
Banki, które w I kw. 2005 r. odnotowały zmiany w popycie na kredyt, wskazywały przede wszystkim na zwiększenie zapotrzebowania przedsiębiorstw na finansowanie inwestycji. Istotne znaczenie miało także zapotrzebowanie na środki współfinansujące inwestycje dotowane przez Unię Europejską. W opinii banków komercyjnych osłabił się natomiast wzrost popytu na kredyty obrotowe, które jednak pozostają ważnym komponentem akcji kredytowej. Głównym czynnikiem hamującym wzrost akcji kredytowej pozostaje wciąż wysoki stan środków własnych przedsiębiorstw. Badania NBP<sup>38</sup> wskazują, że ok. 73% wydatków inwestycyjnych oraz 51% wydatków bieżących ankietowanych przedsiębiorstw jest finansowanych ze środków własnych. W I kw. br. odnotowano natomiast stabilizację udziału kredytów bankowych w finansowaniu działalności bie-

<sup>37</sup>Zmiany metodologiczne wprowadzone w statystyce monetarnej w styczniu br. uniemożliwiają dokładne porównanie stanów kredytów i depozytów przedsiębiorstw w br. z okresem sprzed 2005 r. Z tego powodu w niniejszym podrozdziale dane dotyczące bilansu systemu banków komercyjnych mają charakter szacunkowy i odnoszą się do sektora bankowego włącznie z bankami będącymi w stanie upadłości, ale bez Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych (SKOK). Wyłączenie SKOK-ów wynika z faktu, że niemal całość ich operacji jest przeprowadzana z gospodarstwami domowymi.

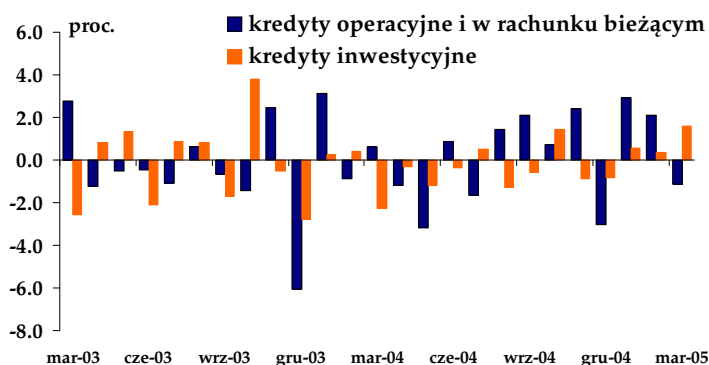
<sup>38</sup>Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kwartale 2005 r, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)



żącej na poziomie zaledwie ok. 16%. Równocześnie udział finansowania kredytowego inwestycji wzrósł nieznacznie drugi kwartał z rzędu, osiągając także poziom 16%.



Wykres 2.25: Roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw – dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego  
Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.26: Miesięczne tempo wzrostu kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych oraz kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw – dane po skorygowaniu o wpływ wahań kursu złotego  
Źródło: Dane NBP.

Tendencje sygnalizowane przez banki oraz przez ankietowane przedsiębiorstwa znajdują potwierdzenie w bilansie systemu banków komercyjnych. Roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw od grudnia 2004 r. jest dodatnie, a w marcu br. wyniosło ok. 1,4% (Wykres 2.25). Od sierpnia ub. r., za wyjątkiem dwóch miesięcy, utrzymuje się wzrost kredytów operacyjnych i w rachunku bieżącym, a od stycznia br. powoli rosną także kredyty inwestycyjne (Wykres 2.26). Skumulowany przyrost kredytów w rachunku bieżącym i obrotowych od końca lipca 2004 r. do końca marca br. wyniósł ok. 7,7%. Brak silniejszego ożywienia na rynku kredytów przedsiębiorstw wydaje się w znacznej mierze wynikać z poprawy sytuacji finansowej tej grupy podmiotów w ub. r. Wysokie środki własne przedsiębiorstw zmniejszają potrzebę finansowania ich działalności kredytem bankowym.



W analizowanym okresie, obniżeniu stóp procentowych na rynku międzybankowym towarzyszył spadek kosztu kredytów dla przedsiębiorstw (patrz Tabela 2.9). Podmioty ankietowane przez NBP już od wielu kwartałów deklarują, że poziom oprocentowania kredytów nie jest barierą ich rozwoju. W II kw. 2005 r. jedynie 3,9% przedsiębiorstw wymienilo koszt kredytu bankowego wśród czynników ograniczających ich działalność (o 0,9 pkt. proc. mniej niż w poprzednim kwartale).

	Kredyty			Depozyty		
	ogółem	gosp. dom.	przeds.	ogółem	gosp. dom.	przeds.
Kwi04	9,5	11,6	7,3	3,0	3,0	2,9
Maj04	9,6	11,6	7,4	3,0	3,0	2,9
Cze04	9,6	11,6	7,4	3,0	3,0	2,9
Lip04	9,9	11,8	7,8	3,1	3,1	3,1
Sie04	10,3	12,2	8,2	3,5	3,5	3,2
Wrz04	10,5	12,3	8,4	3,8	3,9	3,4
Paz04	10,7	12,5	8,4	3,8	3,9	3,4
Lis04	10,5	12,4	8,4	3,8	3,9	3,3
Gru04	10,4	12,1	8,3	3,7	3,8	3,4
Sty05	10,3	12,0	8,4	3,7	3,8	3,4
Lut05	10,2	11,9	8,2	3,7	3,8	3,3
Mar05	10,0	11,7	8,0	3,7	3,8	3,3

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

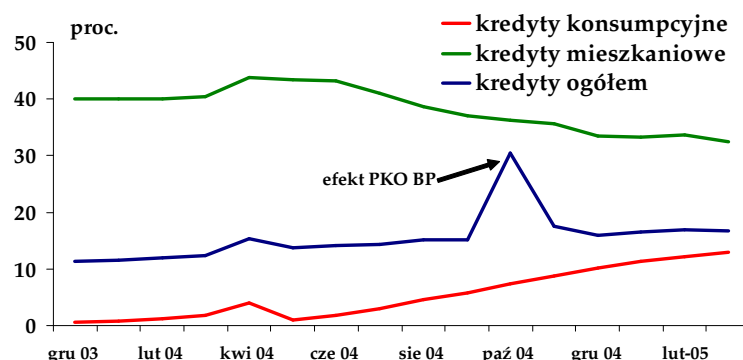
Źródło: Dane NBP.

Wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że w najbliższej przyszłości można się spodziewać wzrostu popytu przedsiębiorstw na kredyt. Zwiększone zapotrzebowanie na kredyt powinno się utrzymywać ze strony dużych firm będących w dobrej kondycji ekonomicznej, pomimo sygnalizowanego przez nie w I kw. br. pogorszenia sytuacji płynnościowej. Równocześnie banki zamierzają dalej łagodzić politykę kredytową, co może oddziaływać w kierunku zwiększania zadłużenia przedsiębiorstw.

Nadal utrzymuje się szybki wzrost depozytów przedsiębiorstw w bankach komercyjnych (ok. 28% r/r), co wciąż jest rezultatem ich dobrej sytuacji finansowej. Wobec oczekiwanego zwiększenia tempa wzrostu nakładów inwestycyjnych oraz faktu, że większość przedsiębiorstw finansuje je z środków własnych, w przyszłości należy się spodziewać obniżenia tempa przyrastania depozytów tego sektora.

## Sektor gospodarstw domowych

W analizowanym okresie utrzymywał się szybki przyrost kredytów dla gospodarstw domowych (Wykres 2.27). Ich roczna dynamika wyniosła w marcu br. 16,8%<sup>39</sup>. Coraz większą rolę we wzroście zadłużenia gospodarstw domowych w sektorze bankowym odgrywają kredyty na finansowanie wydatków o charakterze konsumpcyjnym. Kredyty mieszkaniowe – do połowy 2004 r. najważniejsze i praktycznie jedyne źródło wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem – w okresie od czerwca ub. r. do marca br. zwiększyły się o ok. 6,6 mld zł. W tym samym okresie przyrost kredytów konsumpcyjnych wyniósł ok. 6,0 mld zł. Wzrastający udział kredytów konsumpcyjnych w przyroście kredytów ogółem dla gospodarstw domowych jest widoczny od połowy ub. r. (Wykres 2.28). Może on wynikać z pozytywnych ocen swojej przyszłej sytuacji finansowej przez gospodarstwa domowe oraz wzrastającego poziomu optymizmu, na które wskazują wyniki badań koniunktury konsumenckiej prowadzonych przez GUS<sup>40</sup>. Równocześnie jednak, ze względu na wciąż wyższą dynamikę kredytów mieszkaniowych niż konsumpcyjnych, ich udział w portfelu zadłużenia gospodarstw domowych ciągle się zwiększa (Wykres 2.28). Na koniec marca osiągnął on w ujęciu nominalnym 35%.



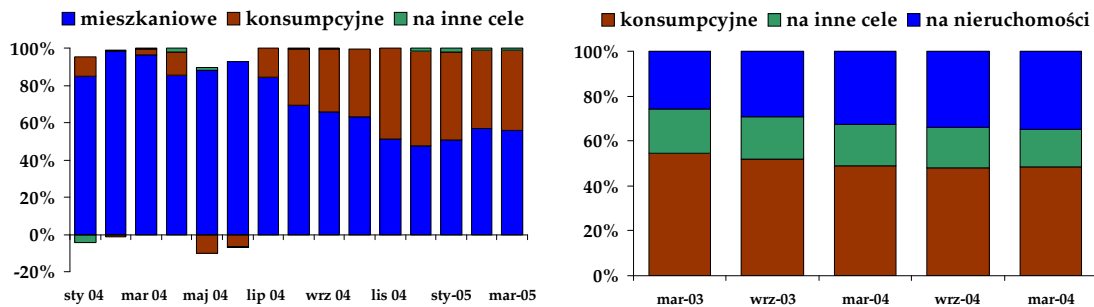
Wykres 2.27: Roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych – dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego

Źródło: Dane NBP.

Wzrost znaczenia kredytów konsumpcyjnych w kredytach dla gospodarstw domowych jest także sygnalizowany przez banki komercyjne w badaniach ankietowych prowadzonych przez NBP. W I kw. br. odnotowały one wzrost popytu zarówno na kredyty mieszkaniowe jak i konsumpcyjne. W opinii banków główną przyczyną wzrostu popytu na kredyty jest łagodzenie zasad ich przyznawania, co wynika przede wszystkim z

<sup>39</sup>Pomimo zmian metodologicznych w statystyce monetarnej, polegających m.in. na dołączeniu SKOK-ów do populacji banków komercyjnych, nie są one uwzględnione w tym podrozdziale ze względu na brak danych dla SKOK-ów na odpowiednio niskim poziomie dezagregacji. Dla zachowania porównywalności z 2004 r., podobnie jak w przypadku sektora przedsiębiorstw, do populacji banków włączono także banki znajdujące się w stanie upadłości.

<sup>40</sup>Koniunktura konsumencka, GUS, [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl)



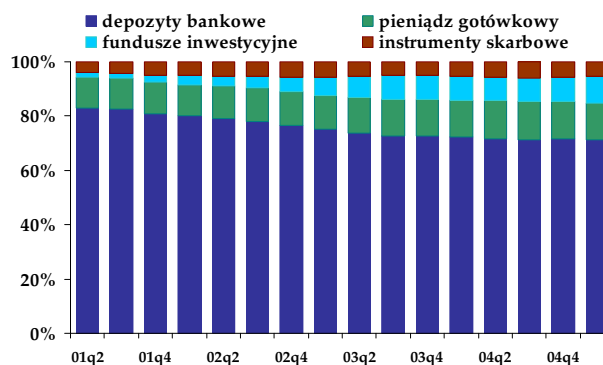
**Wykres 2.28:** Struktura kredytów dla gospodarstw domowych. Lewy panel przedstawia strukturę przyrostu kredytów dla osób prywatnych w półrocznych okresach kończących się w miesiącach zaznaczonych na wykresie. Dane oczyszczono z zaburzenia wywołanego kredytami na zakup akcji prywatyzowanego PKO BP. Prawy panel przedstawia strukturę wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych w miesiącach zaznaczonych na wykresie. Wykorzystano dane nominalne skorygowane o szacunki wpływu zmian kursu złotego.

**Źródło:** Dane NBP.

narastającej presji konkurencyjnej ze strony innych banków, a także poprawiająca się sytuacja ekonomiczna gospodarstw domowych.

Oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych ulega stopniowemu obniżaniu. Spadek kosztu kredytów mieszkaniowych był w I kw. 2005 r. najszybszy i najgłębszy, co wynika z ich silnego powiązania ze stopami procentowymi na rynku międzybankowym. Średnie ważone oprocentowanie złotych kredytów mieszkaniowych wyniosło w marcu br. 7,6%. Koszt kredytów konsumpcyjnych również ulegał obniżeniu, jednakże w wolniejszym tempie – w marcu średnia ważona wyniosła 15,9%.

Utrwalenie ożywienia gospodarczego, przekładające się na poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych, powinno w najbliższej przyszłości sprzyjać dalszemu zwiększaniu zadłużenia gospodarstw domowych w bankach. Przewodniczący komite-



**Wykres 2.29:** Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych

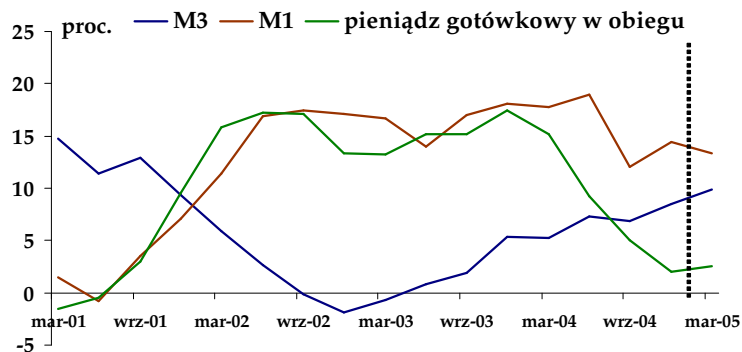
**Źródło:** Dane NBP.

tów kredytowych spodziewają się w II kw. br. wzrostu popytu gospodarstw domowych na kredyty. Do wzrostu tego powinno się także przyczyniać łagodzenie warunków przyznawania kredytów przez banki.

Sygnalizowane w poprzednim *Raporcie o Inflacji* odwrócenie malejącej tendencji stanu depozytów bankowych gospodarstw domowych nadal się utrzymuje. Po wzroście o ok. 5,7 mld zł w IV kw. ub. r., depozyty gospodarstw domowych wzrosły o kolejne ok. 5,8 mld zł. w I kw. br. Wzrostowi ulegają również inne aktywa finansowe gospodarstw domowych – jednostki funduszy inwestycyjnych, papiery rządowe oraz depozyty w SKOK. W I kw. br. ich wartość zwiększyła się o ok. 3 mld zł, a kwartał wcześniej o 1,9 mld zł. Powiększanie się stanu oszczędności finansowych gospodarstw domowych wynika przede wszystkim z poprawy ich sytuacji dochodowej w warunkach obserwowanego ożywienia gospodarczego. Utrzymują się także obserwowane od kilku lat zmiany w strukturze oszczędności gospodarstw domowych: maleje udział depozytów bankowych, a rośnie udział oszczędności alternatywnych w stosunku do tradycyjnych lokat (Wykres 2.29).

### Agregaty monetarne

Przedstawione zmiany kredytów i depozytów w systemie banków komercyjnych znajdowały odzwierciedlenie w zmianach podstawowych agregatów monetarnych. Utrzymuje się, obserwowany od 2003 r., wzrostowy trend podaży szerokiego pieniądza M3 (Wykres 2.30). Agregat M1 nadal rośnie w tempie kilkunastu procent rocznie, choć w



Wykres 2.30: Roczne nominalne tempo wzrostu M3, M1 oraz gotówki w obiegu

Uwaga: Zmiany metodologiczne w statystyce monetarnej wprowadzone z początkiem br., pomimo ich stosunkowo niewielkiego wpływu na wartości agregatów monetarnych (np. zmiana wartości M3 wynikająca ze zmian definicyjnych dla grudnia 2004 r. wyniosła 1,1%), utrudniają porównywalność danych sprzed 2005 r. z danymi z br. Oszacowania wartości agregatów monetarnych według obowiązującej obecnie metodologii są dostępne jedynie za 2004 r., a zatem roczne tempa wzrostu dla porównywalnych danych są dostępne jedynie dla I kw. 2005 r. Na wykresie pionową linią zaznaczono granicę porównywalności danych.

Źródło: Dane NBP.

ostatnich trzech kwartałach odnotowano nieznaczne spowolnienie jego dynamiki (ok. 14% nominalnie wobec ok. 17% rok wcześniej). Szybka spadkowa tendencja rocznego tempa wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu obserwowana w ub. r. uległa zahamowaniu w I kw. br. Zgodnie z tym, co pisano w poprzednim *Raporcie o Inflacji*, obniżenie dynamiki gotówki ma charakter powrotu do równowagi po okresie jej wzmożonego wzrostu w latach 2002 i 2003. Świadczy o tym także utrzymywanie się jej udziału w szerokim agregacie pieniężnym na poziomie zbliżonym do innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej.



# Polityka pieniężna w okresie marzec-maj 2005 r.

W okresie marzec-kwiecień br. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżyła stopy procentowe NBP, za każdym razem o 0,5 pkt. proc., a więc łącznie o 100 punktów bazowych. Na koniec tego okresu stopa referencyjna wyniosła 5,5%, stopa lombardowa 7,0%, stopa depozytowa 4,0%.

W marcu br. Rada obniżyła stopy procentowe i utrzymała przyjęte miesiąc wcześniej łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Natomiast w kwietniu obniżce stóp procentowych towarzyszyła zmiana nastawienia z łagodnego na neutralne. W ocenie Rady, po uwzględnieniu dokonanych w marcu i kwietniu obniżek stóp procentowych, prawdopodobieństwo ukształtowania się tempa wzrostu cen powyżej i poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej było zbliżone.

Analiza danych ekonomicznych z pierwszych miesięcy br. wskazywała na ustąpienie czynników, które powodowały wzrost inflacji w 2004 r. Ponadto, w przedsiębiorstwach utrzymała się wysoka dyscyplina płacowa, co oznaczało, że nie pojawiły się tzw. efekty drugiej rundy, wynikające z podwyższonych przejściowo w 2004 r. oczekiwań inflacyjnych. Przyjęcie łagodnego nastawienia w lutym br. sygnalizowało, że w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej wyraźnie wzrosło prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego. Taką ocenę potwierdzały również analizy bilansu ryzyk dla inflacji dokonywane co miesiąc przez ekonomistów NBP oraz prognozy innych ośrodków analitycznych. Jednocześnie Rada kierowała się przekonaniem, że utrzymuje się niepewność odnośnie do perspektyw inflacji oraz że jej decyzje nie powinny przyczyniać się do znaczących wahań oczekiwań rynkowych co do przyszłej ścieżki stóp procentowych. Dlatego też dostosowanie stóp procentowych do poziomu właściwego z punktu widzenia przyszłej inflacji powinno być stopniowe.

Pomimo podobnego obrazu perspektyw inflacji w okresie marzec-kwiecień, napływające sukcesywnie dane wskazywały na nieco odmienne główne przesłanki decyzji w poszczególnych miesiącach. W marcu ocena bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji wskazywała, że kształtował się on korzystniej niż przedstawiono w lutymym *Raporcie* o inflacji. Prognoza cen żywności sygnalizowała szybszy niż dotychczas oczekiwano spadek ich dynamiki w 2005 r. Inflacja w styczniu i lutym, istotnie niższa od oczekiwań, również zwiększyła prawdopodobieństwo niższej dynamiki cen w latach 2005 i 2006.

W kierunku szybszego obniżenia inflacji oddziaływały także: wolniejsza niż zakładano dynamika PKB w IV kw. 2004 r. oraz prawdopodobnie słabsze niż oczekiwano tempo wzrostu gospodarczego w I kw. 2005 r. Nie pojawiły się również sygnały, które wskazywałyby na wystąpienie presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw, wynikającej z podwyższonych w 2004 r. oczekiwań inflacyjnych. Oczekiwania te szybko się obniżały, co sprzyjało niskiej dynamice płac w przedsiębiorstwach.

W kwietniu br. bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie zmienił się znacząco w stosunku do oceny dokonanej w marcu. Utrzymało się niskie tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw oraz potwierdziły się sygnały wskazujące na szybszy od oczekiwań spadek dynamiki cen żywności. W porównaniu z marcem zwiększyło się prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu PKB w 2005 r. będzie niższe niż przewidywano w lutym w *Raporcie*.

W analizowanym okresie Rada brała pod uwagę, że w dłuższej perspektywie może wystąpić ryzyko zwiększonej presji inflacyjnej związanej z rewizją prognoz cen ropy i innych surowców. Prognozy te są jednak obciążone znaczną niepewnością.

W marcu i kwietniu Rada wiele uwagi poświęciła analizie perspektyw wzrostu gospodarczego i jego relacji do potencjalnego PKB. Z jednej strony większość wskaźników koniunktury wskazywała na możliwość pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego w pierwszej połowie 2005 r. Ponadto w badaniach ankietowych NBP i innych ośrodków przedsiębiorstwa wskazywały na niski popyt jako jedną z głównych barier wzrostu produkcji. Z drugiej strony ożywienie inwestycyjne – szczególnie w drugiej połowie 2004 r. w przedsiębiorstwach zatrudniających poniżej 50 osób – i korzystne perspektywy inwestycji sygnalizowane w badaniach koniunktury, połączone ze stopniowym ożywieniem na rynku pracy, wskazywały, że w drugiej połowie 2005 r. można oczekiwać ponownego przyspieszenia tempa wzrostu PKB.

W okresie marzec-kwiecień 2005 r. kurs walutowy był generalnie zbieżny ze ścieżką kursu uwzględnioną w lutym w *Raporcie*. Rada dostrzegała jednak rosnące ryzyko osłabienia nominalnego kursu złotego w stosunku do ścieżki zakładanej w lutym. Jego źródłem była sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych, ryzyko braku ratyfikacji Konstytucji UE oraz niepewność co do perspektyw reform finansów publicznych, związana z okresem przedwyborczym w Polsce.

Podejmując decyzję o wprowadzeniu neutralnego nastawienia w kwietniu br. Rada kierowała się potrzebą prowadzenia polityki pieniężnej zorientowanej na przyszłość, uwzględniającej opóźnienia, jakie występują pomiędzy decyzją dotyczącą stóp procentowych i jej najsilniejszym wpływem na inflację. W szczególności, w lutym 2005 r. Rada przyjęła nastawienie łagodne mimo, że bieżąca inflacja znacznie przekraczała górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Podobnie, podejmując decyzję o zmianie nastawienia na neutralne w kwietniu Rada miała świadomość, że głównie na skutek silnego spadku dynamiki cen żywności w najbliższych kwartałach inflacja prawdopodobnie utrzyma się poniżej celu inflacyjnego. Jednak ocena perspektyw inflacji, uwzględniająca wpływ stopniowego domykania się luki popytowej na dynamikę cen oraz wpływ wysokich cen ropy naftowej na inflację i wzrost gospodarczy, wskazywała, iż w dłuż-



---

szym horyzoncie prawdopodobieństwo ukształtowania się tempa wzrostu cen powyżej i poniżej celu było zbliżone.

Rada rozważała również perspektywy inflacji w dłuższym okresie w kontekście spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht. Warunkiem koniecznym dla uwzględnienia w bieżących decyzjach polityki pieniężnej realizacji tego kryterium jest przeprowadzenie reform finansów publicznych prowadzących do spełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji.

W ocenie Rady majowa projekcja inflacji i aktualnie dostępne dane wskazują, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie zmienił się na tyle, by dokonać zmian parametrów polityki pieniężnej. W związku z tym w maju br. Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie oraz utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.



# Projekcja inflacji

## 4.1 Zmiana modelu prognostycznego

We wszystkich bankach centralnych buduje się modele służące do prognozowania procesów gospodarczych. Celem tych prac jest otrzymanie spójnego obrazu gospodarki oraz jej perspektyw, wspieranie decyzji władz monetarnych a także uzyskanie narzędzia, które pozwoliłoby na przejrzyste i czytelne przedstawienie obrazu procesów gospodarczych opinii publicznej. Modelowanie gospodarki, w tym inflacji, jest procesem ciągłym i dlatego żaden model nie jest ostateczny. Wprowadzanie zmian i aktualizacja narzędzi wykorzystywanych w tym procesie jest nieodzowne do adekwatnego odwzorowywania rozwoju gospodarki. Zmiany są nieuniknione również ze względu na ewolucję teorii ekonomii i metod modelowania.

Analizy gospodarki polskiej prowadzone w NBP wspomagane są wieloma narzędziami formalnymi. Regularne projekcje inflacji są przygotowywane w NBP od około pięciu lat przy użyciu modeli NSA i MSMI. Pierwszy z nich analizuje głównie zmiany popytu w gospodarce, drugi opisuje zarówno stronę popytową jak i podażową. Od sierpnia 2004 roku projekcje są również publikowane w *Raporcie o inflacji*.

Dwa lata temu rozpoczęto prace nad nowym modelem prognostycznym ECMOD, który spełniałby szereg warunków, w szczególności:

- sposób modelowania sektora finansów publicznych i sfery realnej pozwalałby na bezpośrednie uwzględnienie w analizach transferów z Unii Europejskiej,
- możliwe byłoby wykorzystanie wiedzy eksperckiej, nie tylko w odniesieniu do zmiennych stanowiących wsad do modelu, ale również w odniesieniu do możliwych zmian strukturalnych zachodzących w gospodarce polskiej,
- standard informacji prognostycznej powinien być zgodny w wymogami Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

Prace zostały zakończone i począwszy od maja br. w *Raporcie* prezentowane są projekcje z modelu ECMOD. Model ECMOD jest modelem strukturalnym i został skonstruowany w celu prognozowania kluczowych kategorii makroekonomicznych – przede wszystkim inflacji i PKB wraz z jego składowymi. Analizowana jest zarówno

strona podażowa, jak i popytowa, modeluje się kilka wskaźników cen, szczegółowo modelowany jest sektor finansów publicznych, szerzej niż w innych modelach wykorzystywana jest wiedza ekspercka. Należy podkreślić, że zmiana modelu wykorzystywanego do przygotowania publikowanej w *Raporcie* projekcji nie oznacza, że ekonomiści NBP zmieniają swój pogląd na funkcjonowanie polskiej gospodarki. Projekcje inflacji z modelu ECMOD były dotychczas wykorzystywane w wewnętrznych analizach NBP i dawały zbliżone wyniki do projekcji uzyskiwanych z pozostałych modeli.

Większy stopień dezagregacji modelu ECMOD niż pozostałych modeli wykorzystywanych w NBP pozwala na bardziej szczegółową analizę procesów zachodzących w gospodarce. Bezpośrednio modeluje się wpływ transferów unijnych na aktywność gospodarczą i inflację. Użycie modelu ECMOD pozwala również na uzyskanie i opublikowanie projekcji PKB spójnej z publikowaną projekcją inflacji. Model ECMOD umożliwia dostosowanie standardu informacji prognostycznej sporządzanej w NBP do wymogów Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

W maju br. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji inflacji z modelu ECMOD Radzie Polityki Pieniężnej i zaakceptował jej publikację w *Raporcie o inflacji*. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych. Prezentowana projekcja inflacji została opracowana przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Wiceprezesa NBP.

### 4.2 Wstęp do majowej projekcji inflacji

Generalna ocena koniunktury gospodarczej w I kw. br. jest pozytywna. W ujęciu kwartalnym, po wyeliminowaniu wahań sezonowych, odnotowano lekkie przyspieszenie tempa wzrostu PKB. Obniżanie dynamiki PKB w ujęciu rocznym wynikało głównie z jego silnego wzrostu przed rokiem, w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do Unii Europejskiej.

Choć utrzymuje się niepewność co do struktury wzrostu PKB, w ocenie NBP w I kw. 2005 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie nakładów brutto na środki trwałe, a ożywienie inwestycyjne w 2004 r. było silniejsze niż na to wskazywały wcześniejsze dane. Z dostępnych informacji wynika, że w kolejnych kwartałach br. utrzyma się dynamiczny wzrost inwestycji. Coraz istotniejszym czynnikiem wspierającym wzrost inwestycji będzie realizacja projektów finansowanych ze środków UE, które nie tylko zwiększają wydatki majątkowe sektora instytucji rządowych i samorządowych, lecz także prowadzą do wzrostu aktywności inwestycyjnej małych przedsiębiorstw i gospodarstw rolniczych.

Dane GUS potwierdzają wcześniejsze oczekiwania NBP, że proces odbudowy rzeczowych składników majątku obrotowego dobiegł końca w III kw. 2004 r. i począwszy od IV kw. 2004 r. relacja stanu zapasów do produkcji nie wzrasta. Oczekuje się, że w kolejnych kwartałach przyrost zapasów będzie umiarkowany i zgodny z bieżącym poziomem aktywności gospodarczej.

Według szacunków NBP, po trudnym do wytłumaczenia spadku dynamiki spożycia indywidualnego w IV kw. 2004 r., w I kw. br. nastąpił jej wzrost do poziomu nieco niższego niż w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. Sygnalizowane w badaniach koniunktury coraz lepsze nastroje konsumentów zarówno odnośnie do bieżącej, jak i przyszłej sytuacji, powinny sprzyjać utrzymaniu dynamiki popytu konsumpcyjnego na obecnym poziomie.

Mimo silnej aprecjacji złotego w 2004 i na początku 2005 r., dostępne dane wskazują na utrzymywanie się wysokiej dynamiki eksportu. Przy niższym tempie wzrostu importu oznacza to wciąż dodatni, choć malejący wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

Aktualne dane napływające z rynku pracy<sup>41</sup> wskazują na wzrost zatrudnienia oraz powolny, ale systematyczny spadek liczby bezrobotnych. Stopniowej poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszy dyscyplina płac, co oznacza, że nie pojawiły się tzw. efekty drugiej rundy, wynikające z podwyższonych przejściowo w 2004 r. oczekiwań inflacyjnych. Dynamika płac realnych w całej gospodarce jest nadal niższa od dynamiki wydajności, co wydaje się być spowodowane przede wszystkim wciąż wysokim bezrobociem, przewyższającym poziom zgodny ze wzrostem płac odpowiadającym wzrostowi wydajności pracy. Wraz ze wzrostem zatrudnienia można się jednak spodziewać stopniowego wzrostu dynamiki wynagrodzeń.

Ze względu na utrzymywanie się wysokiej stopy bezrobocia oraz na opóźnienia we wpływie inwestycji na wzrost produktu potencjalnego luka popytowa pozostaje ujemna. W związku z tym oddziaływanie proinflacyjnych czynników popytowych, zwykle towarzyszących szybkiemu wzrostowi gospodarczemu, jest obecnie w Polsce ograniczone.

Szybszy niż oczekiwano spadek rocznej inflacji na początku br. w znacznym stopniu wynikał ze zmiany struktury wag przyjmowanych przez GUS do obliczeń wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Do obniżenia inflacji w analizowanym okresie przyczynił się również większy niż oczekiwano spadek dynamiki cen żywności. Wyraźne osłabienie tempa wzrostu cen konsumpcyjnych świadczy o ustąpieniu przejściowych czynników, które w 2004 r. przyczyniły się do wzrostu inflacji. Znajduje to również potwierdzenie w kształtowaniu się miar inflacji bazowej, które wskazują na wygaśnięcie proinflacyjnego wpływu zmian cen żywności na dynamikę wskaźnika CPI.

Utrzymywanie się rocznego tempa wzrostu wskaźników inflacji bazowej na poziomie znacząco wyższym niż w pierwszych miesiącach 2004 r. wynika z ich silnego wzrostu przede wszystkim w maju ub. r., spowodowanego zmianą stawek podatków pośrednich w miesiącu przystąpienia Polski do UE. Ten efekt wygaśnie w maju br., kiedy powinien wystąpić istotny spadek rocznej dynamiki wskaźników inflacji bazowej.

W projekcji inflacji uwzględniono eksperckie założenia odnośnie do zmiennych i sektorów zewnętrznych względem modelu, takich jak np. ceny żywności, ceny ropy, wzrost

---

<sup>41</sup>W analizie rynku pracy w ramach projekcji wykorzystuje się dane z *Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności* (BAEL).

gospodarczy u najważniejszych partnerów gospodarczych Polski, parametry polityki fiskalnej, przewidywana sytuacja na rynkach finansowych. Ostateczne wartości niektórych zmiennych modelu za I kw. br. w momencie sporządzania projekcji nie były jeszcze znane (np. struktura PKB) – ich wartości przyjęte w projekcji również zostały wyznaczone przez ekspertów. Prezentowana projekcja została sporządzona na podstawie informacji dostępnych do 22 kwietnia 2005 r. i obejmuje okres od II kw. 2005 r. do końca 2007 r.

Przy sporządzaniu projekcji przyjęto techniczne założenie, że w okresie, dla którego jest ona sporządzana, stopa referencyjna NBP będzie wynosić 5,5%. W związku z tym oraz z przyjętymi założeniami odnośnie do przebiegu zmiennych zewnętrznych względem modelu projekcja ma charakter warunkowy. Nie pokazuje ona zatem przyszłego rzeczywistego przebiegu inflacji lecz co by się działo z inflacją, gdyby stopy NBP pozostały bez zmian, a zmienne zewnętrzne zrealizowały się tak jak zakładano.

### **4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych**

#### **Popyt zewnętrzny i inflacja w strefie euro**

Prognoza wzrostu w strefie euro została w obecnej rundzie progностycznej ponownie nieco obniżona ze względu na gorszą od oczekiwań realizację PKB w IV kwartale 2004 r. Niski koszt pozyskania kapitału, wzrost zysków oraz spadek zadłużenia przedsiębiorstw wskazują, że nadal głównym źródłem wzrostu będą inwestycje. Przewidywany wzrost PKB w strefie euro wynosi 1,6%, 2,0% oraz 2,1% odpowiednio w latach 2005, 2006 i 2007. Przewidywana niska dynamika PKB, opóźnione efekty aprecjacji euro oraz niskie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy będą czynnikami przemawiającymi za niską inflacją w horyzoncie prognozy, wynoszącą w kolejnych latach odpowiednio 1,7%, 1,7% i 1,8%.

#### **Zagraniczne stopy procentowe**

Ścieżka krótkookresowych stóp procentowych w strefie euro przyjęta w projekcji jest zgodna z oczekiwaniami rynków finansowych. Stawki trzymiesięcznego EURIBOR-u rosną w horyzoncie projekcji, osiągając poziom ok. 3,20% w końcu 2007 r.

#### **Ceny ropy naftowej**

Czynniki, które przyczyniły się do znacznego wzrostu cen ropy w I kw br. – silny popyt i niskie nadwyżki mocy produkcyjnych w krajach OPEC – powodują, że obecny ich wysoki poziom będzie miał prawdopodobnie trwały charakter. Oczekiwana średnia cen ropy naftowej w 2005 wyniesie ok. 48 USD za baryłkę. Zgodnie z notowaniami

rynków terminowych oraz ocenami wiodących instytucji zajmujących się analizą sytuacji na rynkach ropy w kolejnych latach powinien dominować trend do nieznacznego obniżania cen. Przyjęty w projekcji średni poziom cen w 2006 wynosi ok. 47 USD, a w 2007 r. – ok. 46 USD za baryłkę.

#### **4.4 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych**

##### **Sytuacja sektora finansów publicznych**

Przyjęte do projekcji założenia odnośnie do wydatków sektora finansów publicznych uwzględniają jedynie skutki aktualnie obowiązujących ustaw. Wydatki związane z waloryzacją rent i emerytur prognozowane są zgodnie z regulacjami ustawowymi przyjętymi przez Parlament w 2004 r., tj. brak waloryzacji w 2005 r., waloryzacja w 2006 r. o wskaźnik wzrostu cen w latach 2004-2006, brak waloryzacji w 2007 r.

Prognoza dochodów głównych kategorii podatkowych oparta została o efektywne stawki podatkowe. Poziom wszystkich stawek efektywnych, poza stawką podatku PIT, został przyjęty na obserwowanej dotychczas wysokości. Efektywna stawka podatku PIT uwzględnia likwidację ulgi remontowej w 2006 r., co wpływa na dochody z podatku PIT w 2007 r.

##### **Ceny żywności**

Prognoza cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2005 r. uwzględnia dane GUS dotyczące wynikowego szacunku produkcji głównych upraw rolnych i ogrodniczych w 2004 r., odbudowę produkcji zwierzęcej oraz stabilizację popytu zewnętrznego na niektóre polskie surowce rolne. Wskazuje ona na silny spadek rocznego tempa wzrostu cen żywności do poziomu poniżej 1% w drugiej połowie br.

Na lata 2006-2007 produkcję roślinną założono na poziomie przeciętnym. W przypadku produkcji zwierzęcej w 2006 r. założono wyższy jej poziom niż w br., a w 2007 r. uwzględniając cykliczność produkcji trzody chlewnej – obniżenie dynamiki produkcji.

##### **Sytuacja demograficzna**

Trendy demograficzne powodują, że liczba osób w wieku produkcyjnym 15-60/64 lat będzie w Polsce wzrastać coraz wolniej do ok. 2010 roku. Poprawa koniunktury w 2004 roku wpłynęła na zahamowanie spadkowego trendu współczynnika aktywności zawodowej. Przyjęte w projekcji założenia odnośnie do zmian liczby osób aktywnych zawodowo uwzględniają trendy demograficzne oraz zakładają utrzymanie współczynników aktywności na poziomie z 2004 roku. Liczba aktywnych zawodowo wzrasta do ok. 17,2 mln w końcu horyzontu projekcji.

Na liczbę emerytów i rencistów w największym stopniu wpływają aktualne rozwiązania prawne i nabyte w przeszłości uprawnienia a także struktura demograficzna ludności. W projekcji przyjęto brak zmian prawnych. W wyniku oddziaływania procesów demograficznych liczba emerytów i rencistów w końcu 2007 r. osiąga ok. 9,33 mln osób.

### 4.5 Projekcja inflacji i PKB

Po okresie spowolnienia spowodowanego wygaśnięciem boomu przedakcesyjnego, gospodarka stopniowo przyspiesza. Z danych GUS dotyczących dochodów z pracy najemnej wynika, że w I kw. br. nastąpił spadek realnej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. Wskazywałoby to na możliwość kontynuacji niskiej dynamiki konsumpcji obserwowanej pod koniec 2004 r. Jednak bezpośrednie łączenie zmian dynamiki spożycia ze zmianami wynagrodzeń prowadziłoby do zbyt pesymistycznej oceny tempa wzrostu konsumpcji prywatnej w tym okresie<sup>42</sup>. W kolejnych kwartałach spożycie indywidualne będzie rosło w wyniku zwiększenia dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikającego z poprawy sytuacji na rynku pracy, wzrostu przychodów z działalności na własny rachunek oraz dodatkowo napływu transferów m.in. w ramach dopłat bezpośrednich do produkcji rolnej. W 2006 r. do wzrostu dynamiki spożycia przyczyni się także rewaloryzacja rent i emerytur.

Przy korzystnie kształtujących się perspektywach zbytu nastąpi wzrost nakładów inwestycyjnych w celu zwiększenia potencjału produkcyjnego. Należy się spodziewać kontynuacji inwestycji już rozpoczętych jak i rozpoczynania nowych projektów. Proces inwestycyjny będzie wspierany poprzez zwiększający się napływ funduszy strukturalnych z UE, rosnące możliwości finansowania nakładów inwestycyjnych ze środków własnych w związku z dobrymi wynikami finansowymi osiąganymi przez przedsiębiorstwa oraz niższy niż w poprzednich latach koszt kapitału.

Tempo wzrostu eksportu utrzyma się na wysokim poziomie. Równocześnie jednak w wyniku wysokiej dynamiki popytu wewnętrznego zwiększeniu ulegnie tempo wzrostu importu, które od połowy 2005 r. będzie przewyższać dynamikę eksportu. W rezultacie wkład eksportu netto do wzrostu PKB stanie się ujemny.

W zarysowanym powyżej scenariuszu roczne tempo wzrostu PKB wyniesie ok. 4% w 2005 r., a w latach 2006 i 2007 przyspieszy do 5,0-5,5%. Z 50-procentowym prawdopodobieństwem utrzyma się ono w przedziale 4,4-5,7% w IV kw. 2005 r., 3,9-6,2% w IV kw. 2006 r. oraz 4,3-6,7% w IV kw. 2007 r.

Przyspieszenie tempa akumulacji kapitału, wzrost produktywności i technicznego uzbrojenia pracy oraz stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy przejawiająca się wzrostem liczby pracujących w tempie zbliżonym do obserwowanego w ostatnim okresie

---

<sup>42</sup>Szerzej niepewność dotycząca struktury PKB w I kw. br. została omówiona w podrozdziale *Niepewność projekcji*



będą się przyczyniać do istotnego wzrostu produktu potencjalnego, szczególnie w końcu horyzontu projekcji. Tempo wzrostu rzeczywistego PKB będzie jednak przewyższać tempo wzrostu potencjału, w wyniku czego ujemna luka popytowa będzie się stopniowo domykać.

Pomimo niewystąpienia efektów wtórnych ubiegłorocznego wzrostu inflacji tempo wzrostu płac będzie stopniowo przyspieszać w ślad za rosnącą dynamiką wydajności pracy. W wyniku tego w umiarkowanym tempie zwiększać się będą jednostkowe koszty pracy. W związku z prognozowanym spadkiem stopy bezrobocia w kierunku niewielkiego zwiększenia dynamiki wzrostu płac oddziaływać będzie także poprawiająca się pozycja przetargowa pracobiorców.

W okresie projekcji zmiany kursu walutowego będą determinowane przez czynniki określające jego długookresową trajektorię, w tym korzystną sytuację makroekonomiczną, napływ funduszy unijnych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W perspektywie kilku najbliższych kwartałów ryzyko związane z okresem wyborczym oraz niepewność dotycząca kształtu przyszłej polityki fiskalnej mogą mieć wpływ na premię za ryzyko, a przez to również na poziom kursu walutowego.

Przyszła inflacja będzie pozostawać pod wpływem zaprezentowanych czynników i na początku horyzontu projekcji ukształtuje się poniżej oczekiwanej w lutowym *Raporcie*. W najbliższych kwartałach do jej spadku w ujęciu rocznym dodatkowo przyczyni się statystyczny efekt bazy. Zgodnie z majową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,1-2,2% w IV kw. 2005 r., 1,2-3,8% w IV kw. 2006 r. oraz 0,7-4,3% w IV kw. 2007 r. W okresie do połowy 2006 r. prawdopodobieństwo utrzymywania się inflacji poniżej celu inflacyjnego znacznie przewyższa prawdopodobieństwo, że będzie ona powyżej. Od połowy 2006 r. prawdopodobieństwa te stają się do siebie zbliżone.

### Niepewność projekcji

Każda projekcja jest obciążona niepewnością. Przedstawiona w niniejszym *Raporcie* projekcja ma charakter warunkowy, z czego wynikają podstawowe źródła jej niepewności: niepewność odnośnie do przyjętego modelu gospodarki, niepewność co do szacunku równań modelu oraz niepewność dotycząca założeń zmiennych zewnętrznych względem modelu.

Pierwszy czynnik niepewności wiąże się z tym, że odwzorowywanie rzeczywistości gospodarczej za pomocą modeli ekonometrycznych ma zawsze charakter przybliżony. Ponadto, korzystanie z modeli przy sporządzaniu projekcji wymaga założenia o stałości podstawowych mechanizmów ekonomicznych w okresie próby i w okresie projekcji.

Drugie źródło niepewności wiąże się z oszacowaniem równań modelu i ich dopasowaniem do danych.

Trzeci czynnik niepewności dotyczy formułowanych przez ekspertów przebiegów zmiennych zewnętrznych wobec modelu (zmienne egzogeniczne) oraz oszacowania poziomu

zmiennych endogenicznych w I kw. 2005 r. W krótkim horyzoncie czasowym prognozowanie typu eksperckiego daje zazwyczaj lepsze wyniki niż zastosowanie modeli strukturalnych, jednak i w tym wypadku nie można wykluczyć innej od oczekiwań realizacji zmiennych. Wiedza ekspercka została też wykorzystana do oceny, jak bardzo prognozowane zmienne egzogeniczne mogą się odchylić od przyjętych wartości. Zmienną przyczyniającą się w największym stopniu do niepewności towarzyszącej obecnej projekcji inflacji jest dynamika cen żywności. Znaczną niepewnością charakteryzują się również prognozy cen ropy oraz założenia odnośnie przebiegu zmiennych fiskalnych.

Prognoza cen żywności obarczona jest znaczną niepewnością, zwłaszcza począwszy od drugiej połowy 2005 r. Na kształtowanie się cen żywności wpływać będą trudne obecnie do przewidzenia zbiory płodów rolnych, co dotyczy szczególnie 2006 r., a także ulegająca wahaniom cyklicznym wielkość produkcji zwierzęcej oraz zmiany w stopniu integracji polskiego rynku rolno-spożywczego z rynkiem UE.

Prognozowanie cen ropy utrudnia fakt, iż ze względu na niskie światowe nadwyżki zdolności produkcyjnych ceny ropy naftowej są bardzo podatne na spekulację i w konsekwencji bardzo zmienne.

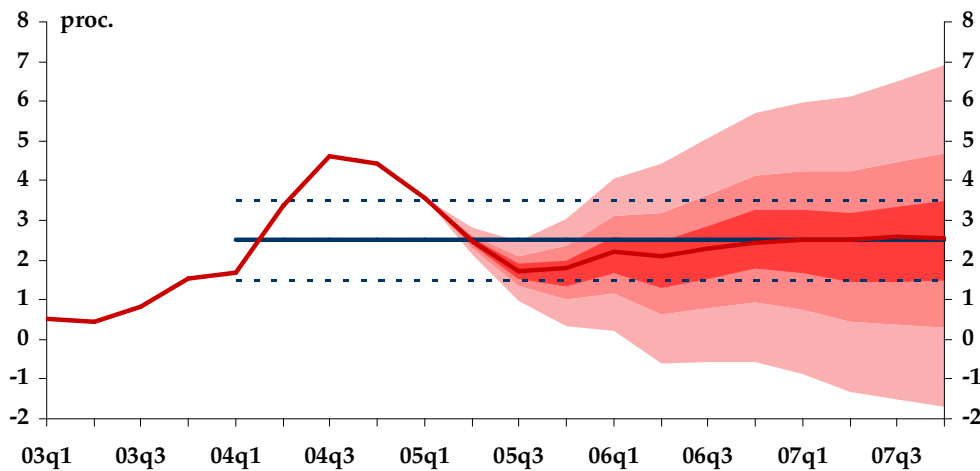
Wyniki wyborów parlamentarnych w Polsce mogą spowodować trudne obecnie do przewidzenia zmiany wydatków budżetu. Należy przy tym zwrócić uwagę, że wyraźna zależność kursu walutowego od kształtu bieżącej i przyszłej polityki fiskalnej może sprawić, że rzeczywiste zmiany kursu złotego będą inne niż przewidywane w majowej projekcji. Nie można również wykluczyć, że nadchodzące wydarzenia polityczne mogą nie tworzyć korzystnego klimatu dla przedsięwzięć inwestycyjnych i wzrostu gospodarczego.

**Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niepewność projekcji inflacji jest struktura wzrostu gospodarczego w minionych dwóch kwartałach.** Z jednej strony, jeżeli znacznie niższa od oczekiwań dynamika wynagrodzeń w gospodarce w I kw. br. sygnalizuje obniżenie dynamiki spożycia prywatnego, wówczas może to oznaczać, że ograniczające presję inflacyjną oddziaływanie luki popytowej utrzyma się dłużej niż oczekiwano. Z drugiej strony, w ostatnich kwartałach wzrosła niepewność dotycząca spożycia indywidualnego i dochodów gospodarstw domowych. Wynika to m.in. z trudności związanych z oszacowaniem dochodów i wydatków Polaków pracujących za granicą. Dostępne informacje wskazują na możliwość istotnego wzrostu liczby pracujących Polaków za granicą po przystąpieniu Polski do UE<sup>43</sup>.

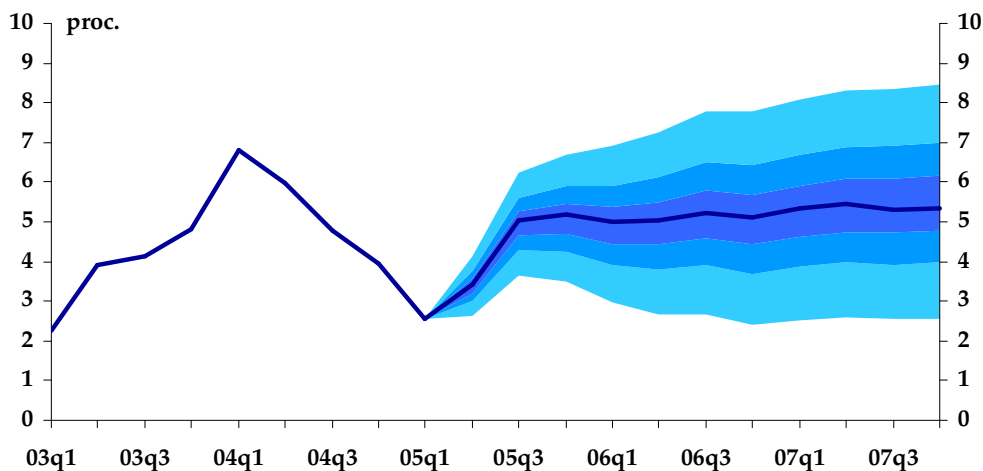
W celu zilustrowania niepewności projekcji w sposób umożliwiający jej pomiar skonstruowano prezentowane poniżej wykresy wachlarzowe dla inflacji i dynamiki PKB. Należy jednak pamiętać, że wykresy te uwzględniają jedynie niepewność związaną z oszacowaniem równań modelu oraz niepewność dotyczącą założeń zmiennych zewnętrznych względem modelu.

---

<sup>43</sup>Zgodnie z metodologią Rachunków Narodowych dochody i spożycie osób pracujących za granicą nie dłużej niż rok składają się na dochody i wydatki krajowego sektora gospodarstw domowych.



Wykres 4.31: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP  
Źródło: NBP.



Wykres 4.32: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB  
Źródło: NBP.

### Jak należy czytać wykresy wachlarzowe?

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

W projekcjach inflacji i PKB tworzonych w NBP dla każdego z kwartałów wyznacza się rozkład prawdopodobieństwa ich możliwych realizacji. Jako projekcję centralną przyjmuje się realizację

najbardziej prawdopodobne, czyli dominanty rozkładów w poszczególnych kwartałach. Równocześnie wokół median rozkładów buduje się 30-procentowe przedziały ufności. Tworzą one centralny pasek wachlarza, o najciemniejszym odcieniu. Prawdopodobieństwo, że PKB bądź inflacja znajdą się w tym pasku wynosi właśnie 30%. Następnie jest on poszerzany z obu stron tak, by prawdopodobieństwo znalezienia się zmiennej w przesuniętych granicach wzrosło o kolejne 30 punktów procentowych – 15 z góry, 15 z dołu. Kolejne rozszerzenia tworzą paski wachlarza zaznaczone coraz mniej intensywnymi odcieniami. Całkowita szerokość wachlarza reprezentuje 90-procentowy pas ufności wokół median – prawdopodobieństwo, że inflacja bądź PKB znajdą się w wachlarzu wynosi właśnie 90%.

Z wykresu wynika na przykład, że prawdopodobieństwo iż inflacja w I kw. 2006 r. mieścić się będzie w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego wynosi ok. 58%, prawdopodobieństwo inflacji wyższej wynosi ok. 12%, natomiast prawdopodobieństwo niższej – ok. 30%. Dla I kw. 2007 r. prawdopodobieństwa te są równe odpowiednio 37%, 31% i 32%. Za wyjątkiem II i III kw. 2005 r. projekcja inflacji charakteryzuje się asymetrią ujemną, co oznacza większe prawdopodobieństwo inflacji poniżej ścieżki centralnej niż powyżej. Do połowy 2007 r. asymetria projekcji PKB jest także umiarkowanie ujemna.

# Załącznik

## Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w I kw. 2005 r.

- Data: 26 stycznia 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne

**Decyzja RPP:**

Głos Przewodniczącego RPP rozstrzygnął, że wniosek nie przeszedł

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- Data: 25 lutego 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na łagodne

**Decyzja RPP:**

RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na łagodne

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w I kw. 2005 r.

---

- **Data:** 25 lutego 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 30 marca 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w NBP

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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