

Raport o inflacji Październik 2006

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

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

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	11
1.1 Wskaźniki inflacji	11
1.2 Oczekiwania inflacyjne	17
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	20
Determinanty inflacji	23
2.1 Popyt	23
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	25
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	27
2.1.3 Popyt inwestycyjny	29
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	31
2.2 Produkcja	34
2.3 Rynek pracy	36
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	36
2.3.2 Płace i wydajność	40
2.4 Inne koszty i ceny	42
2.4.1 Ceny zewnętrzne	42
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	45
2.5 Rynki finansowe	46
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	46
2.5.2 Kurs walutowy	53
2.5.3 Kredyt i pieniądz	55
Polityka pieniężna w okresie sierpień - październik 2006 r.	63

Projekcja inflacji i PKB	69
4.1 Wstęp	69
4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB	74
4.3 Projekcja inflacji i PKB	83
4.4 Ryzyko obciążenia projekcji centralnej	90
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od czerwca 2006 r. do sierpnia 2006 r.	97

Synteza

Po nieznacznym wzroście rocznej inflacji do 0,8% w II kw. br. (z 0,6% w I kw.), w III kw. tempo wzrostu cen przyspieszyło do 1,4% r/r i było wyższe niż oczekiwano w lipcowej projekcji inflacji. Na wzrost inflacji w tym okresie złożył się przede wszystkim wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz wzrost cen w grupie pozostałe towary i usługi konsumpcyjne. W dalszym ciągu roczna stopa inflacji kształtowała się poniżej celu inflacyjnego (2,5%), choć od sierpnia, po raz pierwszy od października 2005 r., znalazła się w granicach przedziału odchyleń od celu (+/-1 pkt proc.).

W okresie lipiec-wrzesień 2006 r. wzrostowi rocznej stopy inflacji towarzyszył wzrost wszystkich miar inflacji bazowej: inflacja "netto" wyniosła 1,4% r/r we wrześniu wobec 1,0% w czerwcu br., wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych odpowiednio 1,0% wobec -0,5%; po wyłączeniu cen o największej zmienności 1,0% wobec 0,5%; po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw 1,1% wobec 0,2%; 15-procentowa średnia obciąża 1,1% wobec 0,9%. Wzrostowi wskaźników inflacji bieżącej w analizowanym okresie towarzyszył wzrost oczekiwań inflacyjnych. Równocześnie w okresie lipiec-wrzesień br. wzrosły prognozy inflacyjne analityków bankowych (z 1,9% do 2,3%), które w październiku nieznacznie się obniżyły (do 2,2%).

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła z 2,8% w czerwcu do 3,6% we wrześniu br. Wzrost cen producentów w ujęciu rocznym obserwowany jest na rynku krajowym, podczas gdy w przypadku cen eksportowych od listopada 2004 r. utrzymuje się ich spadkowa tendencja (z wyjątkiem jednorazowego wzrostu cen r/r w czerwcu br.).

Według danych GUS¹, w II kw. 2006 r. wzrost realnego PKB wyniósł 5,5% r/r wobec 5,2% r/r w I kw., osiągając najwyższą dynamikę od II kw. 2004 r. Od pięciu kwartałów utrzymuje się także wysoki wzrost PKB w ujęciu kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych (1,6% kw/kw wobec 1,4% kw/kw w I kw. 2006 r.). Tempo wzrostu gospodarczego w II kw. 2006 r. było wyższe od oczekiwań przedstawionych w lipcowym

¹Dane dotyczące rachunków narodowych przedstawione w *Raporcie* nie uwzględniają rewizji dokonanej przez GUS i opublikowanej 24 października 2006 r. W ramach tej rewizji nie zmieniono realnego tempa wzrostu PKB w I i II kw. 2006 r., natomiast zmieniła się dynamika głównych składowych PKB w tym okresie. Dla II kw. 2006 r. rewizje dotyczyły: spożycia publicznego, którego tempo wzrosło w ujęciu rocznym w stosunku do danych sprzed rewizji; zapasów, których spadek był większy niż przed rewizją; dynamiki nakładów brutto na środki trwałe i wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, które zostały zrewidowane w górę.

Raporcie. W II kw. 2006 r. silnie zwiększyły się nakłady brutto na środki trwałe. Wzrost spożycia indywidualnego był nieznacznie niższy niż w poprzednim kwartale, natomiast silnie spadło spożycie publiczne. Zmiany zapasów nie miały istotnego wpływu na dynamikę PKB. Popyt krajowy zwiększył się o 5,1% r/r (wobec 4,5% r/r w I kw. 2006 r.). Mimo wysokiego wzrostu popytu krajowego, wkład eksportu netto do wzrostu PKB był nadal dodatni, choć mniejszy niż w poprzednim kwartale.

Według danych GUS, w II kw. 2006 r. spożycie indywidualne zwiększyło się o 4,9% r/r wobec 5,2% r/r w I kw. br., co było zgodne z oczekiwaniami z lipcowego *Raportu*. Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu spożycia indywidualnego nastąpiło w warunkach przyspieszenia dynamiki realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz wysokiego przyrostu kredytów przeznaczonych na cele konsumpcyjne. Towarzyszył temu wzrost stopy oszczędności (tj. udziału oszczędności w dochodach indywidualnych). Do zwiększenia dochodów gospodarstw domowych przyczyniały się prawdopodobnie środki pieniężne otrzymywane od osób pracujących za granicą.

Biorąc pod uwagę bieżące wyniki badań kondycji gospodarstw domowych, w tym oczekiwania dalszej poprawy ich sytuacji finansowej, przyspieszenie wzrostu realnych wynagrodzeń przy znaczącym wzroście zatrudnienia w przedsiębiorstwach, przeprowadzoną w marcu 2006 r. waloryzację świadczeń społecznych oraz utrzymującą się w okresie lipiec–wrzesień br. dwucyfrową dynamikę sprzedaży detalicznej, można oczekiwać, że w III kw. tempo wzrostu spożycia indywidualnego było równie wysokie jak w II kw. br.

Według szacunków GUS, inwestycje w gospodarce w II kw. 2006 r. wzrosły realnie o 14,4% r/r (wobec 7,4% w I kw. 2006 r. i 6,5% r/r w 2005 r.). Była to najwyższa dynamika od 1998 r. Utrzymaniu wysokiej dynamiki inwestycji w kolejnych kwartałach powinna sprzyjać bardzo dobra sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw – wyniki finansowe firm w II kw. 2006 r. były najlepsze od początku transformacji. Poprawiła się także płynność finansowa przedsiębiorstw i szybko rosły ich środki na rachunkach bankowych. Inwestycjom w przedsiębiorstwach sprzyja ponadto silny wzrost popytu, także ze strony odbiorców zagranicznych, szczególnie w sytuacji wyjątkowo wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych. Potwierdzeniem ożywienia inwestycyjnego jest także przyspieszenie dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, w tym kredytów inwestycyjnych, oraz utrzymujące się zainteresowanie tą formą finansowania.

W dłuższym okresie, skłonność do inwestowania krajowych inwestorów oraz skala napływu inwestycji zagranicznych będą zależały od wprowadzenia reform przyczyniających się do poprawy systemu egzekwowania umów, uproszczenia procedur związanych z rozpoczynaniem działalności gospodarczej, zmniejszenia skali obciążeń fiskalnych, a tym samym do poprawy warunków prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce.

Na podstawie wstępnych miesięcznych danych za lipiec–wrzesień 2006 r. dotyczących produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz innych wskaźników można oceniać, że w III kw. 2006 r. wzrost PKB nadal przekraczał 5,0% r/r, co oznacza wzrost o ok. 1,0% kw/kw (po wyeliminowaniu wahań sezonowych). Według szacunków NBP, w III kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost nakładów na środki trwałe i spożycia indywidualnego, obniżył się natomiast wkład eks-

portu netto do wzrostu PKB. Szacunek tempa wzrostu PKB w III kw. 2006 r. jest wyższy od oczekiwań przedstawionych w lipcowym *Raporcie*. Wstępne oceny GUS wskazują, że w III kw. 2006 r. wzrost PKB powinien być nie niższy niż w II kw. 2006 r. (tzn. wyniósł co najmniej 5,5% r/r).

Dane dostępne w analizowanym okresie wskazywały na utrzymującą się poprawę sytuacji na rynku pracy. Przyspieszał zarówno wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (3,5% r/r we wrześniu br.) jak i liczby pracujących w całej gospodarce (według BAEL do 3,7% r/r w II kw. 2006 r.). Według BAEL, szybkemu wzrostowi liczby pracujących towarzyszył znaczny spadek stopy bezrobocia. Jednocześnie obniżała się w ujęciu rocznym stopa bezrobocia rejestrowanego według danych z urzędów pracy. Drugi kwartał z rzędu obniżyła się liczba aktywnych zawodowo. W sumie, wzrost liczby pracujących oraz spadek bezrobocia w II kw. 2005 r. były istotnie większe, a dynamika liczby aktywnych zawodowo niższa niż oczekiwano w lipcowym *Raporcie*. Badania koniunktury GUS wskazują, że w kolejnych miesiącach IV kw. 2006 r. powinno utrzymać się wysokie tempo wzrostu zatrudnienia. Na dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wskazują także Badania Koniunktury NBP.

Przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w II kw. br. towarzyszyło utrzymanie tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce na poziomie 4,7% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w lipcowym *Raporcie*. W połączeniu z wyraźnie niższą dynamiką wydajności pracy spowodowało to wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce.

Dane o wynagrodzeniach w przedsiębiorstwach w okresie lipiec-wrzesień br. wskazywały na utrzymujący się szybki wzrost płac i funduszu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Jednocześnie obserwowanej od II połowy 2005 r. rosnącej dynamice wynagrodzeń w przedsiębiorstwach sektora przemysłowego towarzyszył znacznie szybszy wzrost wydajności pracy w tym sektorze.

W III kw. 2006 r. zmiany na polskim rynku finansowym były związane z czynnikami o charakterze globalnym i regionalnym. W całym okresie kurs złotego umocnił się wobec euro, spadły rentowności obligacji, zwiększyła się jednak różnica (spread) pomiędzy rentownością polskich obligacji dziesięcioletnich a rentownością niemieckich papierów skarbowych. W lipcu kursy walutowe krajów regionu (tj. Czech, Słowacji, Węgier i Polski) umocniły się, co było w dużej mierze związane z korektą po ich wcześniejszym osłabieniu w maju i czerwcu br. Kurs złotego do euro umocnił się w tym okresie z poziomu 4,07 do poziomu 3,94. Spadkowi uległy rentowności obligacji przy zachowaniu względnie stabilnego poziomu spreadu. W sierpniu i wrześniu 2006 r. wzrost ryzyka politycznego oraz rosnące ryzyko opóźnienia akcesji Słowacji i Węgier do strefy euro nałożyły się na zwiększoną niepewność polityczną w Polsce, co łącznie oddziaływało w kierunku deprecjacji kursu złotego wobec euro - w tym okresie kształtował się on w przedziale 3,85-3,98. Osłabienie złotego miało jednak mniejszą skalę niż jego wcześniejsze umocnienie w lipcu. W całym III kw. br. nominalny efektywny kurs złotego był zgodny z oczekiwaniami z lipcowego *Raportu*. Rentowność obligacji dziesięcioletnich w Polsce spadła w sierpniu i wrześniu w mniejszym stopniu niż rentowności obligacji

na rynkach bazowych, co przełożyło się na zwiększenie spreadu. Wzrost stawek rynku pieniężnego w analizowanym okresie wiązał się głównie ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP.

Lipcowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 23 czerwca 2006 r.) przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w II połowie 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%). Projekcja wskazywała, że w 2008 r. inflacja będzie nadal stopniowo wzrastać, a jej poziom utrzyma się w przedziale odchyłeń od celu inflacyjnego.

Dane opublikowane w okresie sierpień - wrzesień wskazywały, że inflacja powróci do celu szybciej niż wynikało to z projekcji lipcowej, ale może utrzymać się w granicach przedziału odchyłeń od celu. Na posiedzeniach w sierpniu i wrześniu br. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,0%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

W trakcie posiedzeń Rada dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej. Na posiedzeniach rozważano, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: procesy globalizacyjne oraz wzrost znaczenia czynników globalnych wobec czynników krajowych, perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, tendencje na rynku pracy, stan i perspektywy finansów publicznych, ewentualne silniejsze niż oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie w 2007 r., dynamika agregatów monetarnych.

W informacji po sierpniowym posiedzeniu Rada stwierdziła, że przebieg przyszłej inflacji będzie zbliżony do przedstawionego w lipcowej projekcji. Na posiedzeniu wrześniowym Rada oceniała, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtują się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znajdzie się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyłeń od celu inflacyjnego. W przekonaniu Rady, napływające informacje odnoszące się do czynników średniookresowych sygnalizowały, że inflacja w 2007 r. może ukształtować się na wyższym poziomie od przewidywanego w lipcowej projekcji. Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji zostanie dokonana na posiedzeniu w październiku 2006 r. po zapoznaniu się z nową projekcją inflacji.

We wrześniu 2006 r. Rada Polityki Pieniężnej przyjęła *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*. Rada podtrzymała dotychczasowy sposób rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji, w tym jednoznaczne ukierunkowanie polityki pieniężnej na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5% w średnim okresie. Rada będzie dążyła do tego, aby prognozowany na początek 2007 r. powrót inflacji w okolice celu inflacyjnego miał charakter trwały. Jednak tak jak w poprzednich latach, w przypadku wystąpienia silnych i nieoczekiwanych wstrząsów, polityka pieniężna będzie prowadzona w sposób umożliwiający realizację celu w średnim horyzoncie czasowym. W ocenie Rady, jeśli oczekiwanemu utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego będzie towarzyszyć narastanie presji inflacyjnej, konieczne może być odpowiednie dostosowanie polityki pieniężnej.

W październiku Rada przyjęła *Opinię do projektu Ustawy budżetowej na rok 2007*. Pro-

jekt ten zakłada szybki wzrost wydatków sektora finansów publicznych w 2007 r. prowadzący do wzrostu relacji tych wydatków do PKB, przy jednoczesnym wzroście obciążeń fiskalnych gospodarki. Rada oceniła, że zasadniczym skutkiem szybkiego wzrostu wydatków sektora finansów publicznych i braku istotnego ograniczenia deficytu będzie utrzymanie na wysokim poziomie potrzeb pożyczkowych sektora. Będzie to oznaczać - niekorzystną z punktu widzenia długofalowego wzrostu gospodarczego - kontynuację narastania państwowego długu publicznego. Jeśli szybki wzrost gospodarczy utrzyma się w najbliższych latach – co założono w *Strategii zarządzania długiem publicznym na lata 2007-2009* – to relacja długu publicznego do PKB ustabilizuje się stopniowo na poziomie 50-51%. Natomiast, jeśli nastąpi ewentualne spowolnienie wzrostu gospodarczego to relacja ta wzrośnie. Gdyby relacja długu przekroczyła poziom 55% PKB (drugi próg ostrożnościowy ustawy o finansach publicznych), mogłoby to doprowadzić do napięć fiskalnych, które mogłyby jeszcze bardziej pogorszyć koniunkturę gospodarczą. Zgodnie z opinią Rady, obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform powodujących trwałe ograniczenie nierównowagi finansów publicznych. Wprowadzenie reform ograniczających strukturalny deficyt sektora finansów publicznych jest niezbędne dla odwrócenia tendencji narastania długu publicznego, a przez to dla utrzymania wysokiego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ze względu na wysokie obciążenia podatkowe, ograniczenie nierównowagi finansów publicznych powinno się odbyć na drodze ograniczenia wydatków publicznych.

Na posiedzeniu w dniu 19 października 2006 r. Rada uzgodniła, że począwszy od następnego *Raportu o inflacji* (styczeń 2007 r.) zmodyfikowana zostanie formuła rozdziału "Polityka pieniężna" (rozdział III *Raportu o inflacji*). Nowa formuła tego rozdziału umożliwi pełniejsze przedstawienie ocen formułowanych w trakcie posiedzeń Rady na tle zmieniających się procesów gospodarczych, a tym samym będzie zbliżona do praktyki stosowanej przez wiele banków centralnych (*minutes*).

Zgodnie z październikową projekcją inflacji i PKB sporządzoną przez analityków NBP, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 5,2-5,5% w 2006 r. (wobec 4,7-5,3% w lipcowej projekcji); 4,1-6,2% w 2007 r. (wobec 3,6-5,9%) oraz 4,5-7,0% w 2008 r. (wobec 4,0-6,6%).

Październikowa projekcja inflacji wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie wyższe od oczekiwanego w lipcowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,8-2,2% w IV kw. 2006 r. (wobec 1,0-1,9% w projekcji lipcowej), 1,9-3,8% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,5-3,5%) oraz 2,2-4,6% w IV kw. 2008 r. (wobec 1,7-4,3%).

W ocenie autorów przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim możliwości wyraźnie szybszego, niż przewiduje projekcja, wzrostu płac oraz kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach. Ponadto, październikowa projekcja została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 28 września br. Nie uwzględnia ona niższych niż założono w projekcji cen ropy naftowej. Zarówno szacunek PKB, jak i inflacja CPI w III kw. br.

były zbliżone do założeń projekcji, natomiast inflacja netto w III kw. br. była zgodna z założoną w projekcji².

Aktualne dane potwierdziły, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtowały się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znalazła się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego. Nowe dane oraz październikowa projekcja inflacji sygnalizują, że inflacja w średnim okresie może ukształtować się na wyższym poziomie niż oceniano na poprzednim posiedzeniu.

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

²W dniu 24 października 2006 r. GUS zasygnalizował na konferencji prasowej, że wzrost PKB w III kw. br. był nie niższy niż w II kw. 2006 r., a więc wyniósł co najmniej 5,5% r/r, tj. był co najmniej o 0,3 pkt. procentowego wyższy niż założono w projekcji październikowej.

Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

W okresie lipiec-wrzesień br.³ roczne tempo wzrostu cen mierzone wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI⁴) wzrosło do 1,6% (z 0,8% w czerwcu). Tym samym roczny wzrost cen w III kw. wyniósł 1,4% (wobec 0,8% w II kw. i 0,6% w I kw. br.). W dalszym ciągu roczna stopa inflacji kształtowała się poniżej celu inflacyjnego (2,5%), choć od sierpnia, po raz pierwszy od października 2005 r., znalazła się w granicach przedziału odchyień od celu (+/-1 pkt proc.). Na wzrost inflacji w tym okresie złożył się przede wszystkim wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz wzrost cen w grupie pozostałe towary i usługi konsumpcyjne. Jednocześnie wzrost rocznego wskaźnika cen został we wrześniu br. ograniczony przez spadki cen paliw. W III kw. 2006 r. inflacja była wyższa niż oczekiwano w lipcowej projekcji inflacji. W miesiącach lipiec-sierpień inflacja była wyższa, a we wrześniu nieznacznie niższa od oczekiwań analityków bankowych.

W okresie lipiec-wrzesień odwróceniu uległa tendencja spadkowa cen żywności i napojów bezalkoholowych w ujęciu rocznym (waga cen żywności i napojów bezalkoholowych w koszyku CPI wynosi 27,2%) (Wykres 1.1, lewy panel). Tempo wzrostu tych cen we wrześniu wyniosło 2,4% r/r⁵ (wobec -0,5% r/r w czerwcu). Do znacznego przyspieszenia wzrostu cen żywności w okresie lipiec-wrzesień przyczyniły się niekorzystne warunki pogodowe w lecie br., wpływające na sytuację podażową na rynku surowców i towarów rolnych (przede wszystkim zbóż oraz warzyw). W ocenie NBP czynniki te będą oddziaływać na kształtowanie się cen żywności w horyzoncie całego roku gospodarczego 2006/2007 (tj. do następnych zbiorów). W analizowanym okresie wzrosła również roczna dynamika cen mięsa oraz cukru⁶. Ze względu na rosnącą podaż tych towarów,

³Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie o inflacji* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych.

⁴CPI - ang. *Consumer Price Index*.

⁵W dalszej części *Raportu o inflacji* przyjęto następujące oznaczenia:

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

kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału

m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca.

⁶Wzrost rocznej dynamiki cen w tych grupach w okresie czerwiec-wrzesień br. złożył się na ok. 40% wzrostu wskaźnika cen żywności i napojów bezalkoholowych w analizowanym okresie.

należy oceniać, że wzrost ich cen (m/m) we wszystkich miesiącach III kw. był efektem rosnących oczekiwań na podwyżki cen żywności oraz wzrastającego popytu wewnętrznego i zewnętrznego na te towary. O roli rosnącego popytu świadczy fakt, że rosły ceny żywności przetworzonej, to znaczy takiej, której podaż w mniejszym stopniu jest podatna na czynniki pogodowe (patrz ramka *Wpływ czynników podażowych i popytowych na kształtowanie się cen żywności*).

Wpływ czynników podażowych i popytowych na kształtowanie się cen żywności

Ceny żywności mają istotny wpływ na kształtowanie się inflacji w Polsce, zarówno ze względu na znaczny udział towarów żywnościowych w koszyku CPI, jak i na znaczną zmienność wskaźników ich cen. W skład koszyka CPI wchodzi zarówno towary żywnościowe, których ceny w krótkim okresie kształtowane są w znacznym stopniu przez czynniki podażowe (głównie warunki agrometeorologiczne), jak i towary o wyższym stopniu przetworzenia i jednocześnie mniejszym udziale surowców rolnych. W przypadku tej drugiej grupy towarów ich podaż w mniejszym stopniu zależy od czynników agrometeorologicznych, a wpływ popytu na cenę jest relatywnie silniejszy niż w przypadku pierwszej grupy.

Do grupy produktów, których podaż jest silnie uzależniona od warunków agrometeorologicznych można zaliczyć towary z grup¹ pieczywo i produkty zbożowe, owoce oraz warzywa. Stanowią one ok. 30% koszyka żywności, uwzględnianego przy obliczaniu wskaźnika CPI. Ceny pozostałych produktów w znacznie słabszym stopniu zależą od czynników podażowych w rolnictwie, a wpływ tych czynników jest rozłożony w czasie.

Warunki pogodowe panujące w Polsce, w okresie od lipca do września 2006 r., były szczególnie niekorzystne dla produkcji rolnej (susza w lipcu i nadmierne opady w sierpniu), co wpłynęło zarówno na zmniejszenie podaży produkcji roślinnej, jak i na obniżenie jakości zbiorów – szczególnie zbóż i warzyw.

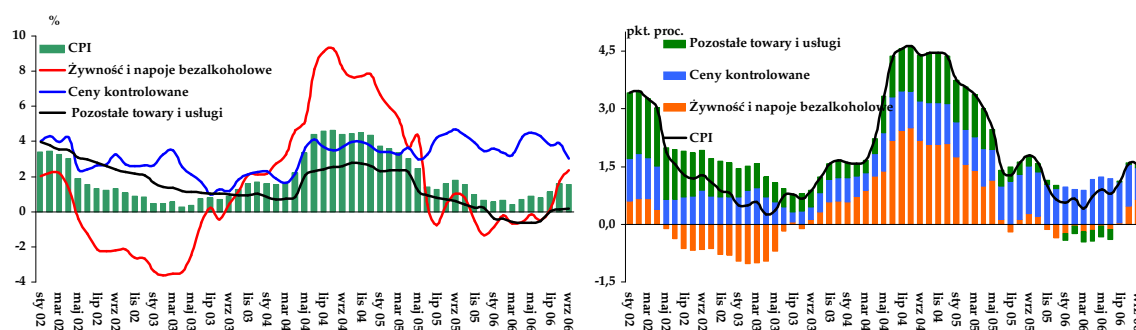
W okresie od czerwca do września br. zanotowano znaczne przyspieszenie rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, która wzrosła z -0,5% do 2,4%. Złożyło się na to przede wszystkim przyspieszenie rocznej dynamiki cen w grupach produktów, których podaż jest silnie uzależniona od warunków agrometeorologicznych. Roczne tempo zmian cen w tych grupach wzrosło w analizowanym okresie o 5,6 pkt proc. (z 3,1% do 8,7%), co złożyło się na ok. 60% odnotowanego wówczas wzrostu wskaźnika cen żywności. W miesiącach czerwiec-wrzesień, o 1,8 pkt. proc. (z -2,1% do -0,2%) wzrosło także roczne tempo zmian cen w grupach towarów żywnościowych, których ceny znacznie słabiej zależą od czynników podażowych. Zmiany cen w tych grupach, pomimo utrzymania się ich ujemnej dynamiki (w ujęciu rocznym), złożyły się na ok. 40% wzrostu wskaźnika cen żywności w analizowanym okresie.

Ceny mięsa w okresie lipiec-wrzesień 2006 r. wzrosły o 4,3% (wobec poziomu z czerwca br.), podczas gdy w analogicznym okresie ostatnich pięciu lat przeciętny wzrost tych cen wyniósł 1,6% (w efekcie roczna dynamika cen mięsa wzrosła z -5,4% w czerwcu do -2,0% we wrześniu br.). Szybciej niż przeciętnie rosły także ceny cukru i wyrobów cukierniczych. W analizowanym okresie wzrost cen był nieznacznie wyższy od

przeciętnego również w grupach nabiał, ryby i pozostała żywność. Wzrostów tych nie można przypisać obniżającym podaż niesprzyjającym warunkom pogodowym (według GUS produkcja sprzedana w sekcji producentów wyrobów spożywczych i napojów w okresie styczeń-sierpień wzrosła o 9,1% r/r; w tym samym okresie skup żywca wieprzowego wzrósł o 8,8% r/r, przemysłowa produkcja mięsa wieprzowego zwiększyła się o 16,2%, mięsa drobiowego o 12,5% r/r, a wędlin – o 6,1% r/r)². Świadczyć o tym może, wzrost wolumenu sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach branży żywnościowej w okresie styczeń-sierpień o 10,2% r/r, do czego mógł przyczynić się wzrost dochodów gospodarstw domowych (zob. rozdział 2.1.1. *Popyt konsumpcyjny*) i towarzyszący mu wzrost popytu na żywność.

¹ Zgodnie z międzynarodową klasyfikacją COICOP (Klasyfikacja Spożycia Indywidualnego wg Celu) stosowaną przez GUS w badaniach budżetów gospodarstw domowych i wykorzystywaną przy obliczaniu wskaźnika CPI, w skład agregatu żywność i napoje bezalkoholowe wchodzi następujące grupy: (1) pieczywo i produkty zbożowe, (2) mięso, (3) ryby, (4) mleko, sery, jaja, (5) oleje i pozostałe tłuszcze, (6) owoce, (7) warzywa, (8) cukier i wyroby cukiernicze, (9) pozostałe artykuły żywnościowe, (10) napoje bezalkoholowe.

² Dane pochodzą z jednostek zatrudniających powyżej 49 pracowników.



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W lipcu i sierpniu br. roczne tempo wzrostu cen kontrolowanych (waga cen kontrolowanych w koszyku CPI wynosi 27,5%) kształtowało się odpowiednio na poziomie 3,8% i 3,9% (wobec 4,3% w czerwcu) (Wykres 1.1, lewy panel), natomiast we wrześniu obniżyło się do 3,0%. W okresie lipiec-sierpień br. ceny paliw były najważniejszym czynnikiem oddziałującym w kierunku utrzymania wysokiej dynamiki cen kontrolowanych, głównie z powodu wzrostu marży dystrybucyjnej w kraju⁷. Z kolei, na obniżenie dynamiki cen kontrolowanych we wrześniu złożyło się przede wszystkim obniżenie cen paliw (o 2,5% m/m) związane ze spadkami cen ropy na rynkach światowych. W analizowanym

⁷Marża dystrybucyjna w kraju obliczana jest jako różnica pomiędzy średnią ceną detaliczną w kraju a ceną zbytu producenta.

okresie, na utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki cen kontrolowanych złożyły się wysoka dynamika cen nośników energii, związana ze zmianami taryf dokonanymi w pierwszym półroczu 2006 r., oraz wysoka dynamika cen wyrobów tytoniowych związana z podwyżką akcyzy⁸.

W okresie lipiec-wrzesień zakończył się trwający od początku 2006 r. spadek cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych⁹ w ujęciu rocznym (waga cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych w koszyku CPI wynosi 45,3%) (Wykres 1.1, lewy panel). Dynamika tych cen wzrosła do 0,2% r/r we wrześniu br. (z -0,6% r/r w czerwcu). Złożył się na to przede wszystkim wzrost dynamiki cen usług do 2,5% r/r we wrześniu (wobec 1,0% r/r w czerwcu), głównie w związku ze wzrostem cen usług internetowych¹⁰, a także opłat związanych z uczestnictwem w grach losowych oraz korzystaniem z telewizji kablowej i cyfrowej. Tempo wzrostu cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania (więcej informacji o kosztach związanych z utrzymaniem mieszkania patrz ramka *Ceny utrzymania mieszkania*), edukacją, zdrowiem, rekreacją i kulturą oraz usług restauracji i hoteli nie zmieniło się istotnie i pozostało umiarkowane. Jednocześnie, w kierunku obniżenia rocznej dynamiki wzrostu cen pozostałych towarów i usług nadal oddziaływały spadki cen towarów nieżywnościowych (-1,5% r/r we wrześniu wobec -1,6% r/r w czerwcu), w szczególności odzieży i obuwia oraz sprzętu elektronicznego – czyli towarów w znacznej części importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. W analizowanym okresie spadek cen towarów nieżywnościowych był ograniczony przez wzrost dynamiki cen materiałów do konserwacji mieszkania lub domu (wzrost o 1,0% r/r we wrześniu wobec spadku o 0,1% r/r w czerwcu).

Ceny utrzymania mieszkania

Wydatki na zakup towarów i usług związanych z utrzymaniem mieszkania stanowią istotny składnik kosztów utrzymania gospodarstw domowych. Według badań budżetów gospodarstw domowych GUS z 2005 r., wydatki związane z utrzymaniem mieszkania stanowią 20,3%¹ ogólnych wydatków gospodarstw domowych na towary i usługi konsumpcyjne. Z uwagi na niską elastyczność cenową popytu na towary i usługi związane

⁸W ocenie NBP, podwyżka stawek podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe, która nastąpiła w styczniu 2006 r., nie została jeszcze w pełni przeniesiona na ceny detaliczne. Jest to sytuacja odmienna od obserwowanej w latach ubiegłych, kiedy to skutki styczniowych podwyżek akcyzy przenoszone były na ceny detaliczne w ciągu pierwszego półrocza. Opóźnienie w przeniesieniu wyższego podatku na ceny detaliczne w br. może wynikać m.in. z wysokiego poziomu zapasów wyrobów gotowych (objętych poprzednią, niższą stawką podatku) u producentów wyrobów tytoniowych na koniec 2005 r. oraz presji konkurencyjnej na tym rynku

⁹Do grupy pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są towary i usługi, których ceny są kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe (z wyłączeniem żywności), tj. nie obejmują one towarów o cenach kontrolowanych.

¹⁰Silny wzrost cen usług internetowych (w ujęciu m/m) nastąpił w lipcu br. w wyniku zakończenia okresu promocji u jednego z ich dostawców. Roczna dynamika cen usług internetowych wzrosła z -34,2% w czerwcu do 5,9% w lipcu.

z użytkowaniem mieszkania, zmiany cen w tej kategorii oddziałują na zmiany popytu gospodarstw domowych na inne towary i usługi.

Dekompozycja wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych prezentowana w *Raporcie o inflacji* odbiega od układu opartego na klasyfikacji COICOP, którą posługuje się GUS w swoich publikacjach. NBP prezentuje wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych z podziałem na trzy główne grupy: ceny żywności i napojów bezalkoholowych, ceny kontrolowane oraz ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych. Konsekwencją przyjętego podziału jest to, że część spośród cen towarów i usług związanych z użytkowaniem mieszkania zaliczanych jest do cen kontrolowanych (ceny energii elektrycznej, gazu, ciepłej wody, centralnego ogrzewania), zaś reszta do cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych. Niniejsza ramka przedstawia kształtowanie się cen związanych z utrzymaniem mieszkania traktowanych jako składowe jednego agregatu.

Grupa *użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii* jest jedną z 12 głównych grup wydatków klasyfikacji COICOP – drugą po żywności pod względem udziału we wskaźniku CPI. W ramach tej grupy GUS bada wydatki i ceny związane z:

- utrzymaniem mieszkania – opłatami na rzecz właścicieli, konserwacją mieszkania, kosztami zarządu i administracji, usługami związanymi z zaopatrywaniem w wodę, kanalizacją, wywozem nieczystości,
- nośnikami energii – energią elektryczną, gazem (ziemnym i z butli), opałem (paliwa stałe i płynne) oraz energią ciepłą (ciepłą wodę i centralne ogrzewanie).

Wyszczególnienie	Waga w CPI	2006									
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	
		analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100									
Użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii	20,3	3,9	3,9	3,9	5,3	5,3	5,2	4,8	4,9	5,0	
w tym:											
Użytkowanie mieszkania lub domu	8,8	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	
w tym:											
Opłaty na rzecz właścicieli	0,6	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3	2,6	3,1	3,2	3,6	
Konserwacja mieszkania lub domu	3,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,8	1,2	
Wywóz nieczystości (śmieci)	0,5	2,1	2,5	2,5	3,1	3,5	3,6	3,9	3,8	3,7	
Usługi kanalizacyjne	0,9	5,0	4,6	4,1	4,1	4,1	3,7	3,4	3,4	3,2	
Zaopatrywanie w wodę	1,1	3,6	3,3	3,1	3,2	3,0	2,7	2,3	2,3	2,1	
Koszty zarządu i administracji	2,3	3,4	3,3	3,2	3,1	2,9	2,9	2,6	2,5	2,2	
Nośniki energii	11,4	5,3	5,4	5,5	7,8	7,8	7,7	7,0	7,0	7,2	
w tym:											
Energia elektryczna	3,9	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	
Gaz	2,2	13,9	14,4	14,7	26,6	26,7	26,5	22,1	22,2	22,2	
Paliwa płynne	0,1	8,2	8,6	6,2	5,2	6,5	4,7	3,9	2,8	0,2	
Paliwa stałe	2,3	2,6	2,6	3,0	3,6	3,5	3,4	3,3	3,5	4,3	
Ciepła woda	0,6	3,1	3,2	3,4	3,8	3,8	3,8	3,5	3,7	3,8	
Centralne ogrzewanie	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	

Tabela R.1: Kształtowanie się wskaźników cen związanych z utrzymaniem mieszkania i nośnikami energii.

Źródło: Dane GUS.

W 2006 r. roczne tempo wzrostu cen użytkowania mieszkania i nośników energii było relatywnie wysokie (Tabela tab:mieszkania) – wzrosło z poziomu 3,9% r/r w styczniu

do 5,0% r/r we wrześniu br. – znacznie przekraczając dynamikę ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w tym okresie². Złożyły się na to przede wszystkim wzrost cen nośników energii (z 5,3% r/r w styczniu do 7,2% r/r we wrześniu), związany głównie ze zmianami taryf, które nastąpiły w pierwszej połowie 2006 r.³ oraz wzrost cen opału związany ze wzrostem cen węgla. Znacznie wolniej rosły natomiast ceny związane z użytkowaniem mieszkania – ich dynamika wyniosła 2,1% r/r zarówno w styczniu jak i we wrześniu br. W ramach tej podgrupy, odwrócenie spadkowej tendencji zanotowano w cenach materiałów do konserwacji mieszkania – rosnący popyt na te towary spowodował wzrost ich cen.

W analizowanym okresie (od stycznia 2006 r.), ceny użytkowania mieszkania i nośników energii były grupą o najwyższym dodatnim wpływie na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem. Składała się na to zarówno duża waga tego agregatu w koszyku CPI, jak również relatywnie wysoka dynamika cen w tej kategorii. W 2006 r. wpływ cen użytkowania mieszkania i nośników energii na roczny wskaźnik CPI ogółem wynosił 0,8 – 1,1 pkt proc., w tym wpływ cen nośników energii wyniósł 0,6 – 0,9 pkt proc.

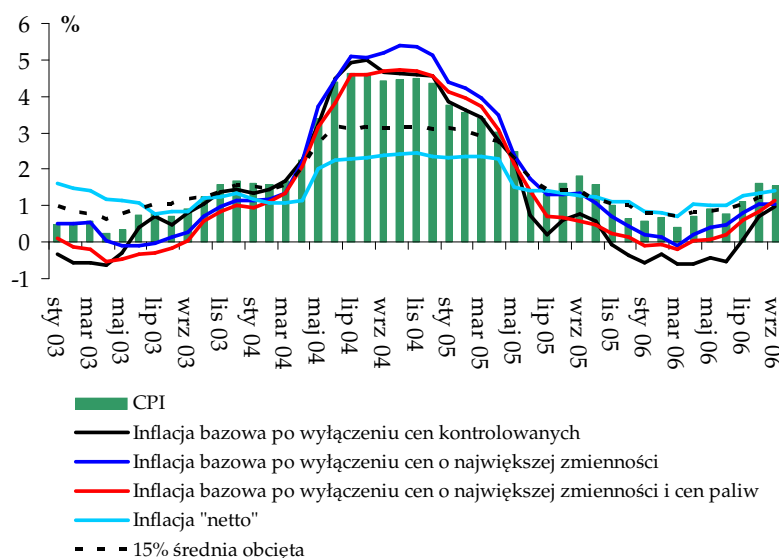
¹ Taką wagę przypisano wydatkom gospodarstw domowych na utrzymanie mieszkania przy obliczaniu wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w 2006 r. Wydatki te nie obejmują kosztów związanych z zakupem nieruchomości i ich poważnymi remontami, a także kosztów związanych z własnością (np. podatków od nieruchomości).

² Oznacza to wzrost cen względnych kosztów związanych z użytkowaniem mieszkania i nośnikami energii w stosunku do innych cen konsumpcyjnych.

³ Najważniejsze z tych zmian to wzrost cen taryfowych na energię elektryczną w styczniu br. oraz na gaz ziemny w styczniu i kwietniu br.

W okresie lipiec-wrzesień 2006 r. wzrostowi rocznej stopy inflacji towarzyszył wzrost wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 1.2). Od listopada 2005 r. do lipca 2006 r. roczna dynamika inflacji "netto"¹¹ była wyższa od inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI, co oznaczało, że łączne zmiany cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw ograniczały w tym okresie wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych. W sierpniu i we wrześniu br., inflacja "netto" ukształtowała się już jednak poniżej wskaźnika CPI, co wynikało przede wszystkim ze zmian w kształtowaniu się cen żywności. Znaczny wzrost cen żywności oraz pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych znalazł także odzwierciedlenie w silnym przyspieszeniu dynamiki inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych.

¹¹Miara inflacji powstała po wyłączeniu ze wskaźnika CPI cen żywności i paliw.



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w Polsce mają charakter silnie adaptacyjny, tzn. zmiany oczekiwań inflacyjnych podążają w ślad za zmianami bieżącej inflacji. W rezultacie, zmienność oczekiwań inflacyjnych w przeszłości była wysoka. Utrzymywanie się silnej adaptacyjności oczekiwań inflacyjnych utrudnia ich zakotwiczenie na poziomie celu inflacyjnego (2,5%) w warunkach wahań bieżącej inflacji.

W okresie sierpień-październik br. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych wzrosły do 1,6% (z 0,8% w lipcu br.) choć nadal kształtują się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.3, lewy panel). Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych zależy od struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe oraz bieżącej stopy inflacji¹², stanowiącej dla respondentów punkt odniesienia przy deklarowaniu swoich przewidywań (Wykres 1.3, prawy panel). W analizowanym okresie za krótkookresowe zmiany oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych odpowiadały przede wszystkim zmiany inflacji bieżącej. Równocześnie, we wrześniu utrzymało się, notowane od czerwca br., stopniowe pogarszanie się nastrojów osób prywatnych odnośnie do przyszłej inflacji, odzwierciedlone w zmianie struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe (od czerwca do września br. rósł odsetek respondentów najbardziej pesymistycznych, tj. oczekujących w ciągu najbliższych

¹²Bieżąca stopa inflacji jest tu zdefiniowana jako stopa inflacji znana respondentom w momencie przeprowadzania badania, która jest opóźniona o dwa okresy w stosunku do miesiąca, w którym ankietowani są respondenci.

	zmiany r/r											
	2005			2006								
	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
CPI	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0,6	-0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	0,1	0,7	1,0
Cen o największej zmienności	1,1	0,7	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,8	1,0	1,0
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,5	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,6	0,8	1,1
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1,2	1,1	1,1	0,8	0,8	0,7	1,0	1,0	1,0	1,3	1,4	1,4
15% średnia obciąża	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,2	1,1
	zmiany m/m											
	2005			2006								
	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
CPI	0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,7	0,5	-0,3	0,0	0,3	0,2
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,5	-0,4	-0,2	0,3	0,3
Cen o największej zmienności	0,4	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,7	0,7	0,4	0,2
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,5	0,2	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	0,6	0,3	0,4
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,1	0,5	0,1	0,1
15% średnia obciąża	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1
Wskaźniki inflacji - odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,3	0,5	-0,1
Inflacja "netto"	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,17	0,2	0,2	0,3

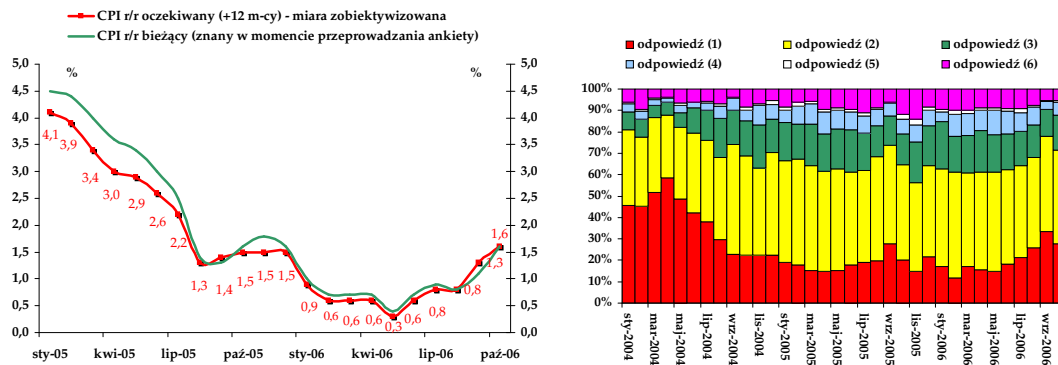
Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

12 miesięcy wzrostu cen silniejszego niż obecnie). W październiku nastąpiła poprawa struktury odpowiedzi dotyczących oczekiwanej inflacji, jednak w wyniku wzrostu inflacji bieżącej nastąpiło nieznaczne podwyższenie oczekiwań inflacyjnych.

Prognozy inflacyjne analityków bankowych

W okresie sierpień-październik 2006 r. wzrosła prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy zbliżając się do celu inflacyjnego NBP (2,5% - Wykres 1.4, prawy panel). We wrześniu prognozy inflacyjne analityków bankowych wzrosły do 2,3% z 2,0% w sierpniu, co było związane z uwzględnieniem w ich formułowaniu wyższego niż oczekiwano wskaźnika CPI w lipcu br. Dokonana pod wpływem tych danych rewizja oczekiwań analityków bankowych oznaczała podwyższenie prognoz inflacji we wszystkich horyzontach czasowych. W październiku natomiast prognozowana przez analityków roczna inflacja za 11 miesięcy nieznacznie się obniżyła do 2,2%. Prognozy inflacji na grudzień 2006 r. po okresie stabilizacji w miesiącach czerwiec-sierpień (na poziomie 1,4%-1,5%), we wrześniu i październiku silnie wzrosły (odpowiednio do

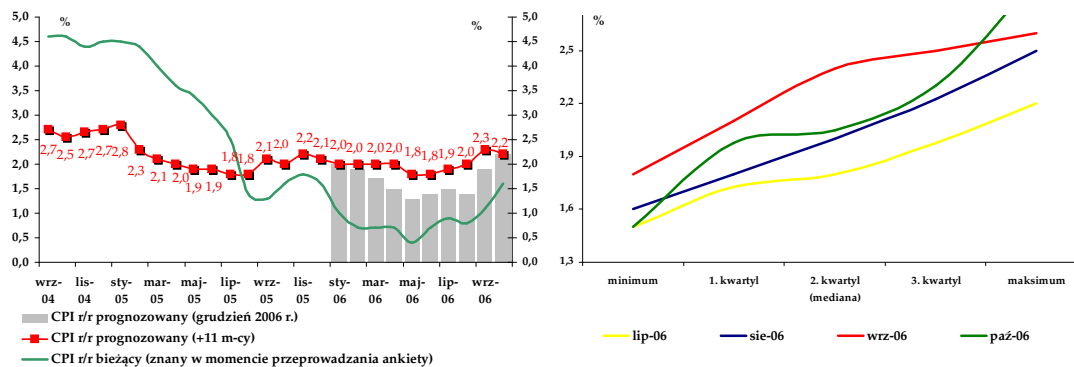


Wykres 1.3: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Lewy panel: Oczekiwana inflacja w horyzoncie 12 miesięcy. Prawy panel: Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos.

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?"

1,9% i 2,2%) (Wykres 1.4, lewy panel). Jednocześnie zwiększyło się zróżnicowanie prognoz przyszłej dynamiki cen, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście rozpiętości przedziału pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem inflacji prognozowanej za 11 miesięcy (Wykres 1.4, prawy panel).

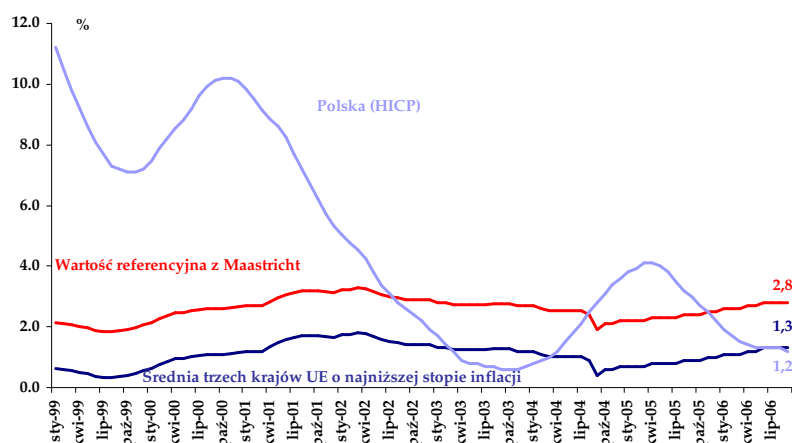


Wykres 1.4: Prognozy inflacyjne analityków bankowych. Lewy panel: Inflacja prognozowana za 11 miesięcy oraz w grudniu 2006 r. Prawy panel: Rozkład prognoz inflacyjnych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy.

Źródło: Dane GUS, Reuters, obliczenia NBP.

1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, w okresie referencyjnym średnioroczna inflacja¹³ mierzona publikowanym przez Eurostat indeksem cen konsumpcyjnych HICP¹⁴ (patrz ramka *Przyczyny różnic pomiędzy roczną inflacją mierzoną za pomocą wskaźników HICP i CPI w lipcowym Raporcie o inflacji*) nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym (a nie liczonym w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku) tempie wzrostu cen, powiększonej o 1,5 pkt. proc (patrz ramka *Wartość referencyjna z Maastricht*). W wyniku wzrostu inflacji w Polsce po przystąpieniu do UE, od sierpnia 2004 r. do października 2005 r. Polska nie spełniała kryterium inflacyjnego z Maastricht (Wykres 1.5). Począwszy od maja 2005 r. średnioroczny wskaźnik HICP zaczął się obniżać i od listopada ub.r. Polska ponownie spełnia kryterium inflacyjne. Ponadto, od marca br. Polska znajduje się w grupie trzech krajów o najniższym poziomie średniorocznej inflacji w UE. Tym samym inflacja w Polsce jest uwzględniana przy obliczaniu wartości referencyjnej.



Wykres 1.5: Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.).
Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

We wrześniu br. wartość referencyjna dla inflacji została obliczona na podstawie średniej inflacji w Finlandii, Polsce i Szwecji, gdzie średnioroczne tempo wzrostu cen wyniosło odpowiednio 1,2%, 1,2% oraz 1,4%.

¹³Średni poziom inflacji z ostatnich 12 miesięcy.

¹⁴Zharmonizowany Indeks Cen Towarów i Usług Konsumpcyjnych (ang. *Harmonised Index of Consumer Prices*).

Wartość referencyjna z Maastricht

Ocena, czy dany kraj może być włączony do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach, jest dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez Komisję Europejską oraz Europejski Bank Centralny (EBC). Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję, przedstawionym w *Raporcie o konwergencji za 2004 r.*, z grupy krajów referencyjnych wyłączone są kraje, w których wystąpiła deflacja. 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. Na wykresie 1.5 przedstawiono szacunki wartości referencyjnej przy założeniu, że kraje o zerowej oraz bardzo niskiej średniorocznej inflacji można zaliczyć do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

Determinanty inflacji

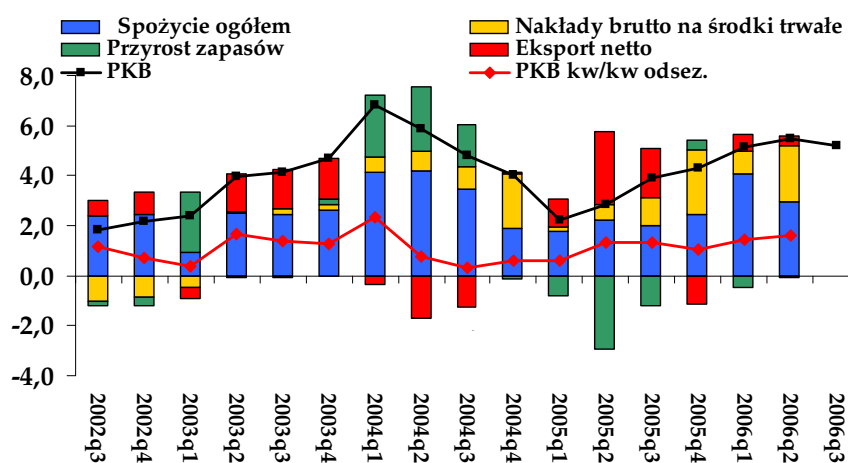
Od II kw. 2005 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce systematycznie rośnie, by w I poł. 2006 r. osiągnąć wysoki poziom (5,4% r/r wobec 3,5% w 2005 r.). Zgodnie z oczekiwaniami z lipcowego *Raportu o inflacji*, coraz większą rolę we wzroście PKB odgrywa popyt wewnętrzny, przede wszystkim dynamiczny wzrost konsumpcji indywidualnej oraz nakładów na środki trwałe. Utrzymanie wysokiego tempa inwestowania będzie zależało od czynników koniunkturalnych oraz strukturalnych, w tym instytucjonalnych, które określają klimat inwestycyjny. Klimat ten zależy głównie od skali łącznych obciążeń fiskalnych, perspektyw finansów publicznych, skuteczności ochrony praw własności, poziomu egzekwowania umów i przepisów ograniczających wolność gospodarczą. Nadal obserwuje się silny wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i przyspieszenie importu, eksport netto przestaje być czynnikiem zwiększającym dynamikę PKB. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy przyspieszenie wzrostu zatrudnienia i spadku bezrobocia. Szybki wzrost wydajności pracy w przemyśle, któremu towarzyszy wolniejszy wzrost wynagrodzeń, obniża jednostkowe koszty pracy w tym sektorze. W całej gospodarce natomiast wynagrodzenia rosną szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wysokiej dynamice PKB towarzyszy stopniowy wzrost inflacji oraz niski, aczkolwiek rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących.

2.1 Popyt

Według danych GUS¹⁵, w II kw. 2006 r. wzrost realnego PKB wyniósł 5,5% r/r wobec 5,2% r/r w I kw., osiągając najwyższą dynamikę od II kw. 2004 r. Piąty kwartał z kolei wysoki był także wzrost PKB w ujęciu kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych.

¹⁵Dane dotyczące rachunków narodowych przedstawione w *Raporcie* nie uwzględniają rewizji dokonanej przez GUS i opublikowanej 24 października 2006 r. W ramach tej rewizji nie zmieniono realnego tempa wzrostu PKB w I i II kw. 2006 r., natomiast zmieniła się dynamika głównych składowych PKB w tym okresie. Dla II kw. 2006 r. rewizje dotyczyły: spożycia publicznego, którego tempo wzrosło w ujęciu rocznym w stosunku do danych sprzed rewizji; zapasów, których spadek był większy niż przed rewizją; dynamiki nakładów brutto na środki trwałe i wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, które zostały zrewidowane w górę.

wych (1,6% kw/kw wobec 1,4% kw/kw w I kw. 2006 r.) (Tabela 2.2)¹⁶. Tempo wzrostu gospodarczego w II kw. 2006 r. było wyższe od oczekiwań przedstawionych w lipcowym *Raporcie*. W II kw. 2006 r. silnie zwiększyły się nakłady brutto na środki trwałe (14,4% r/r wobec 7,4% r/r w I kw. 2006 r.). Wzrost spożycia indywidualnego był nieznacznie niższy niż w poprzednim kwartale, (4,9% r/r wobec 5,2% w I kw.), natomiast silnie spadło spożycie publiczne (o 1,0% r/r wobec wzrostu o 3,2% r/r w I kw.¹⁷). Zmiany zapasów nie miały istotnego wpływu na dynamikę PKB. Popyt krajowy zwiększył się o 5,1% r/r (wobec 4,5% r/r w I kw. 2006 r.). Mimo wysokiego wzrostu popytu krajowego, wkład eksportu netto do wzrostu PKB był nadal dodatni, choć mniejszy niż w poprzednim kwartale (0,4 pkt. proc. w II kw. 2006 r. wobec 0,7 pkt. proc. w I kw. 2006 r.).



Wykres 2.6: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

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

Wyrównane sezonowo (procent)	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2	2005q3	2005q4	2006q1	2006q2
PKB	2,3	0,7	0,3	0,6	0,6	1,3	1,3	1,0	1,4	1,6
Popyt krajowy	2,4	1,2	0,3	-0,2	0,6	0,4	1,3	1,8	0,9	1,4
Spożycie ogółem	1,0	0,9	0,6	0,2	0,4	1,2	0,7	1,0	1,3	0,6
Spożycie indywidualne	1,4	1,0	0,3	0,2	-0,1	1,0	1,1	1,0	1,7	0,9
Akumulacja	9,2	3,1	-1,8	-2,0	1,2	-2,7	4,2	4,0	0,8	4,7
Nakłady na środki trwałe brutto	3,9	0,6	1,2	1,6	1,1	1,4	2,8	3,4	2,7	4,5

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

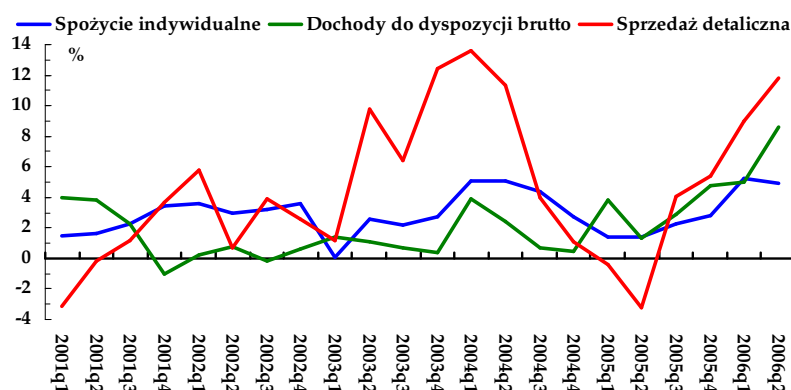
¹⁶W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może się różnić od prezentowanej przez GUS.

¹⁷Spadek spożycia publicznego w ujęciu rocznym w II kw. 2006 r. był efektem jego wyjątkowo wysokiego wzrostu przed rokiem - zob. rozdz. 2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Na podstawie wstępnych miesięcznych danych za lipiec-wrzesień 2006 r. dotyczących produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz innych wskaźników można oceniać, że w III kw. 2006 r. wzrost PKB nadal przekraczał 5,0% r/r, co oznacza wzrost o ok. 1,0% kw/kw (po wyeliminowaniu wahań sezonowych). Według szacunków NBP, w III kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost nakładów na środki trwałe i spożycia indywidualnego, obniżył się natomiast wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Aktualny szacunek tempa wzrostu PKB w III kw. 2006 r. jest wyższy (o 0,5 pkt. proc.) od oczekiwań przedstawionych w lipcowym *Raporcie* (zob. rozdz. 4.3 Projekcja inflacji i PKB).

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Według danych GUS, w II kw. 2006 r. spożycie indywidualne zwiększyło się o 4,9% r/r wobec 5,2% r/r w I kw. br., co było zgodne z oczekiwaniami z lipcowego *Raporu*. Utrzymanie wysokiego wzrostu spożycia indywidualnego nastąpiło w warunkach przyspieszenia dynamiki realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz wysokiego przyrostu kredytów przeznaczonych na cele konsumpcyjne (zob. rozdz. 2.5.3 Kredyt i pieniądze). Towarzyszył temu wzrost stopy oszczędności (tj. udziału oszczędności w dochodach indywidualnych).



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

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

Nadal silny wzrost popytu konsumpcyjnego znalazł odzwierciedlenie w utrzymującej się wysokiej dynamice sprzedaży detalicznej (w II kw. 2006 r. wzrost o 11,8% r/r wobec 9,0% r/r w I kw. 2006 r. – w ujęciu realnym). W II kw. 2006 r. najszybciej wzrosła sprzedaż mebli, sprzętu RTV i AGD oraz kosmetyków i farmaceutyków.

Według szacunków NBP, w II kw. 2006 r. realny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wyniósł 8,6% r/r wobec 5,0% w I kw. 2006 r. Na wzrost dynamiki dochodów do dyspozycjiłożył się głównie wzrost dynamiki dochodów ze świadczeń społecznych związanych z przeprowadzoną w marcu 2006 r. waloryzacją świadczeń

emerytalno-rentowych, przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz zwiększenie wypłat w ramach Wspólnej Polityki Rolnej (WPR). Ponadto, do zwiększenia dochodów gospodarstw domowych przyczyniały się prawdopodobnie środki pieniężne otrzymywane od osób pracujących za granicą.

Na zwiększenie dynamiki dochodów z pracy najemnej w II kw. 2006 r. (nominalnie 6,3% r/r wobec 5,5% r/r w I kw. 2006 r.) złożyły się: wzrost przeciętnego zatrudnienia w gospodarce narodowej (1,9% zarówno w I jak i II kw. 2006 r.¹⁸), wzrost przeciętnych miesięcznych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (4,5% r/r wobec 4,7% r/r w I kw. 2006 r.), przyspieszenie wzrostu płac w sferze budżetowej (4,6% r/r wobec 3,8% r/r w I kw.), a także szybszy niż w poprzednim kwartale – według szacunków NBP – wzrost zatrudnienia oraz wynagrodzeń w małych jednostkach (zatrudniających do 9 osób). Z kolei, na zwiększenie rocznego tempa wzrostu dochodów ze świadczeń społecznych w II kw. br. złożyła się przede wszystkim przeprowadzona w marcu 2006 r. waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych za lata 2004-2005. Ponadto, znacząco zwiększyły się wypłaty w ramach WPR, które były ponad czterokrotnie większe niż w I kw. 2006 r. i jednocześnie o 83% wyższe niż przed rokiem. Wysokiej dynamice dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym w II kw. 2006 r. sprzyjała także niska inflacja w tym okresie (0,8% r/r).

Jednocześnie, według danych GUS, w II kw. 2006 r. nastąpił spadek spożycia publicznego o 1,0% r/r wobec wzrostu o 3,1% r/r w I kw. 2006 r. Spadek spożycia publicznego w ujęciu rocznym był efektem jego wyjątkowo wysokiego wzrostu przed rokiem. Natomiast dane kasowe o wykonaniu wydatków bieżących budżetu państwa i jednostek samorządu terytorialnego wskazują, że ich roczna dynamika w II kw. 2006 r. nie odbiegała istotnie od wartości w poprzednich kwartałach.

Badania koniunktury konsumenckiej GUS wskazują, że w III kw. 2006 r. oceny gospodarstw domowych dotyczące ich sytuacji finansowej w okresie ostatniego i najbliższego roku były nadal zdecydowanie lepsze niż przed rokiem i zbliżone do poprzedniego kwartału. Ponadto, w III kw. 2006 r. gospodarstwa domowe lepiej niż przed kwartałem oceniały zarówno obecny czas jak i najbliższy rok, jako odpowiedni do dokonywania "poważniejszych zakupów"¹⁹. Jednocześnie poczynawszy od maja 2004 r., wraz z oczekiwaną poprawą swojej sytuacji finansowej, gospodarstwa domowe coraz częściej deklarują zwiększone możliwości oszczędzania w perspektywie najbliższych 12 miesięcy.

Miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw za lipiec-sierpień 2006 r. wskazują na przyspieszenie – w porównaniu do II kw. br. – rocznej dynamiki realnych wynagrodzeń oraz zatrudnienia w przedsiębiorstwach. W efekcie, w III kw. 2006 r. utrzymał się prawdopodobnie znaczny wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych z pracy najemnej. Ponadto, ze względu na waloryzację świadczeń emerytalno-rentowych przeprowadzoną w marcu 2006 r., utrzymała się także wysoka roczna dynamika realnych dochodów ze świadczeń społecznych. Bieżące wyniki badań kondycji gospodarstw domowych GUS oraz utrzymująca się dwucyfrowa dynamika sprzedaży detalicznej (blisko 11% r/r w

¹⁸Kwartalne dane dotyczące zatrudnienia w gospodarce dotyczą tylko jednostek powyżej 9 zatrudnionych.

¹⁹Kategoria "poważniejsze zakupy" pochodzi z pytania w badaniu koniunktury konsumenckiej GUS.

okresie lipiec-sierpień 2006 r.) potwierdzają, że w III kw. 2006 r. wzrost spożycia indywidualnego najprawdopodobniej utrzymał się na poziomie równie wysokim jak w II kw. 2006 r.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W III kw. 2006 r. odnotowano większą niż przed rokiem nadwyżkę budżetu państwa (3,2 mld zł wobec 0,5 mld zł w III kw. 2005 r.), na co zasadniczy wpływ miał, związany z szybkim wzrostem gospodarczym, znaczny wzrost dochodów budżetowych. W okresie I-III kw. 2006 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 14,5 mld zł (wobec 17,8 mld zł przed rokiem).

W III kw. 2006 r. dochody budżetowe wzrosły o 12,1% r/r. Na wzrost ten złożył się wzrost dochodów z podatku dochodowego od osób fizycznych, co wynikało ze wzrostu bazy podatkowej w efekcie szybkiego wzrostu zatrudnienia i wzrostu płac, oraz wzrost dochodów z podatku dochodowego od osób prawnych, co z kolei związane było z bardzo dobrą sytuacją finansową przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Wyższe niż przed rokiem były również dochody z podatków pośrednich, do czego przyczyniła się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej. Wzrost dochodów niepodatkowych wynikał z wyższych niż przed rokiem wpłat z zysku i dywidend od przedsiębiorstw państwowych i spółek Skarbu Państwa oraz dokonanej w lipcu br. wpłaty z zysku NBP²⁰.

W III kw. 2006 r. wydatki budżetu państwa wzrosły nominalnie o 6,3% r/r (wobec 5,8% r/r w II kw. 2006 r.). Wzrost wydatków wynikał m.in. z wyższych niż przed rokiem: wydatków bieżących jednostek budżetowych, składki członkowskiej UE, subwencji dla jednostek samorządu terytorialnego, kosztów obsługi długu publicznego. Niższe niż w analogicznym okresie 2005 r. były natomiast wydatki na cele inwestycyjne.

Wysoka dynamika płac oraz wzrost zatrudnienia przyczyniły się do znacznego wzrostu wpływów z tytułu składek, których podstawą naliczania są płace, do państwowych funduszy celowych, głównie Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Narodowego Funduszu Zdrowia. Wzrost wpływów, przy jednocześnie umiarkowanym wzroście wydatków tych funduszy skutkowało prawdopodobnie ich nadwyżką w III kw. 2006 r. Dobrą sytuację dochodową miały również jednostki samorządu terytorialnego, co związane było ze wzrostem dochodów z podatków dochodowych w III kw. 2006 r. Mimo wysokich dochodów, według oceny ekspertów NBP, jednostki samorządu terytorialnego mogły jednak w III kw. 2006 r. zrealizować niewielki deficyt ze względu na zwiększenie wydatków,²¹.

²⁰W wyniku przesunięcia przez Radę Ministrów terminu zatwierdzenia *Sprawozdania finansowego NBP za rok 2005* na początek lipca br. wpłata z zysku NBP (1,2 mld zł) zasilila budżet państwa w lipcu br., a nie – jak dotychczas – w czerwcu.

²¹W II kw. br. nadwyżka budżetowa jednostek samorządu terytorialnego obniżyła się do 0,2 mld zł wobec 5,8 mld zł w I kw. br., co wynikało z szybszego niż w I kw. wzrostu wydatków, m.in. na inwestycje w infrastrukturę. Sygnałem wskazującym na deficyt jednostek samorządu terytorialnego w III kw. br. może być wzrost zadłużenia netto budżetów terenowych w systemie bankowym w sierpniu 2006 r., wobec spadku tego zadłużenia w poprzednich miesiącach 2006 r.

W IV kw. 2006 r. należy oczekiwać przyspieszenia tempa wzrostu wydatków publicznych i – w konsekwencji – szybszego narastania deficytu, w szczególności budżetu państwa oraz jednostek samorządu terytorialnego. Będzie to wynikać ze wzrostu wydatków m.in. z tytułu ustawowego zwiększenia świadczeń rodzinnych i świadczeń z pomocy społecznej, wypłaty podwyżek wynagrodzeń w służbie zdrowia oraz zwiększenia wydatków na cele inwestycyjne. Pomimo tego, ze względu na wysoką dynamikę dochodów publicznych, kasowy deficyt sektora finansów publicznych w 2006 r. będzie prawdopodobnie stanowił 2,8% PKB²², tj. o 0,9 pkt. proc. mniej niż planowano. Ponadto, deficyt ten będzie prawdopodobnie o 0,2 pkt. proc. PKB większy niż w 2005 r., mimo znacznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w 2006 r.

Projekt Ustawy budżetowej na rok 2007

W przedłożonym 29 września 2006 r. projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2007* założono szybki wzrost wydatków budżetu państwa (nominalnie o 8,4% r/r¹, który spowoduje wzrost wydatków sektora finansów publicznych w 2007 r. (nominalnie o 6,3% r/r, realnie o 4,3% r/r). W konsekwencji nastąpi wzrost relacji wydatków publicznych do PKB, przy zakładanym wzroście obciążeń fiskalnych gospodarki. Wydatki publiczne będą utrzymywały się na wysokim poziomie pomimo szybkiego tempa wzrostu gospodarczego, stwarzającego korzystne warunki dla ich ograniczenia. W projekcie założono utrzymanie w 2007 r. deficytu budżetu państwa na poziomie 30 mld zł (2,7% PKB wobec 2,8% PKB w 2006 r.), co wraz z optymistycznie zakładanym zwiększeniem nadwyżki pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, ma pozwolić na obniżenie deficytu sektora finansów publicznych do 2,4% PKB z 2,8% PKB w 2006 r. Zasadniczym skutkiem szybkiego wzrostu wydatków sektora finansów publicznych i braku istotnego ograniczenia deficytu będzie utrzymanie na wysokim poziomie potrzeb pożyczkowych sektora. Będzie to oznaczać – niekorzystną z punktu widzenia długofalowego wzrostu gospodarczego – kontynuację narastania państwowego długu publicznego. W 2007 r. relacja długu publicznego do PKB wzrośnie do 50,6% PKB z 49,2% PKB przewidywanych na 2006 r., a zatem przekroczy pierwszy próg ostrożnościowy ustawy o finansach publicznych (50%). Jeśli szybki wzrost gospodarczy utrzyma się w najbliższych latach – co założono w *Strategii zarządzania długiem publicznym na lata 2007-2009* – to relacja długu publicznego do PKB ustabilizuje się stopniowo na poziomie 50-51%. Natomiast, jeśli nastąpi ewentualne spowolnienie wzrostu gospodarczego to relacja ta wzrośnie. Gdyby relacja długu przekroczyła poziom 55% PKB (drugi próg ostrożnościowy ustawy o finansach publicznych), mogłoby to doprowadzić do napięć fiskalnych, które mogłyby jeszcze bardziej pogorszyć koniunkturę gospodarczą.

Obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform powodujących trwałe ograniczenie nierównowagi finansów publicznych. Wprowadzenie reform ograniczających strukturalny deficyt sektora finansów publicznych jest niezbędne dla odwrócenia tendencji narastania długu publicznego, a przez to dla utrzymania wysokiego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ze względu na wysokie obciążenia podatkowe, ograniczenie nierównowagi

²²Według przewidywanego wykonania Ministerstwa Finansów zamieszczonego w *Uzasadnieniu do projektu Ustawy budżetowej na rok 2007*.

finansów publicznych powinno się odbyć na drodze ograniczenia wydatków publicznych.

Szersze omówienie sytuacji i perspektyw finansów publicznych w 2007 r. znajduje się w *Opinii Rady Polityki Pieniężnej do Projektu Ustawy Budżetowej na rok 2007*.

¹ Obliczeń dokonano w warunkach porównywalnych, tj. po wyłączeniu z wydatków budżetu państwa na 2007 r. środków refundowanych z budżetu Unii Europejskiej. Po raz pierwszy w 2007 r. środki pochodzące z budżetu UE przeznaczone na finansowanie programów i projektów realizowanych przez administrację rządową stanowią dochody i wydatki budżetu państwa.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

Według wstępnych szacunków GUS, w II kw. 2006 r. tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe przyspieszyło do 14,4% r/r (wobec 7,4% w I kw. 2006 r. i 6,5% r/r w 2005 r.). Była to najwyższa dynamika od 1998 r.

W sektorze przedsiębiorstw niefinansowych²³ realny wzrost nakładów na środki trwałe wyniósł w I poł. 2006 r. 8,3% r/r²⁴ wobec 8,2% r/r w 2005 r. Natomiast w całym sektorze przedsiębiorstw²⁵ nakłady inwestycyjne w I poł. 2006 r. wzrosły o 15,6% r/r (wobec 8,6% w 2005 r.). Szybszy wzrost inwestycji w całym sektorze przedsiębiorstw, niż w przedsiębiorstwach niefinansowych wynikał ze zwiększonej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw pośrednictwa finansowego, których nakłady wzrosły aż o 175% r/r, co stanowiło 38% rocznego wzrostu inwestycji w przedsiębiorstwach. Na przyspieszenie inwestycji całego sektora przedsiębiorstw złożył się głównie wzrost zakupów maszyn i urządzeń oraz środków transportu (odpowiednio o 23,6% i 28,4% r/r).

W I poł. 2006 r. zwiększyła się dynamika zarówno liczby rozpoczętych zadań inwestycyjnych (wzrost o 27,3% r/r wobec 10% r/r w 2005 r.), jak i ich wartości kosztorysowej (wzrost o 19,4% r/r wobec 13,1% r/r w 2005 r.).

W II kw. 2006 r. obniżyły się nakłady inwestycyjne budżetu państwa (o 14,0% r/r), natomiast znacząco wzrosły wydatki jednostek samorządu terytorialnego (o 52,1% r/r). W efekcie, w całym sektorze rządowym i samorządowym nakłady inwestycyjne w II kw. 2006 r. wzrosły o 34,1% r/r (wobec spadku o 1,5% r/r w I kw. 2006 r.).

W budownictwie mieszkaniowym obserwowany silny wzrost popytu znajduje odzwierciedlenie głównie w rosnących cenach mieszkań (patrz rozdz. 2.5.2 *Ceny mieszkań*). W okresie lipiec-sierpień liczba mieszkań oddanych do użytkowania była mniejsza o

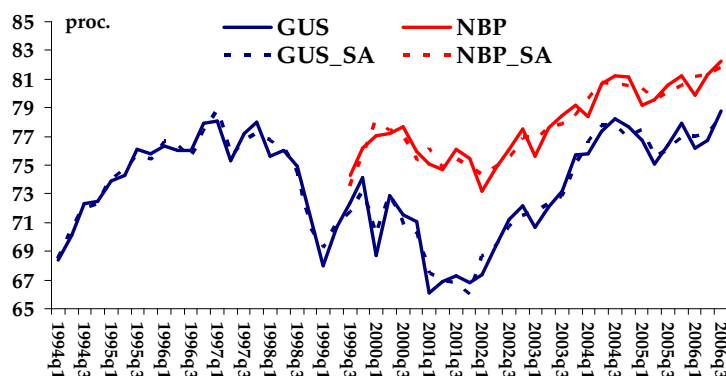
²³ Uwzględniony tu sektor przedsiębiorstw niefinansowych obejmuje przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 49 pracowników, z wyłączeniem pośrednictwa finansowego, rolnictwa i rybołówstwa.

²⁴ Szacunek inwestycji na podstawie sprawozdań F01 GUS. Jako deflator przyjęto wskaźnik cen nakładów inwestycyjnych.

²⁵ Sektor przedsiębiorstw obejmuje wszystkie przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 49 pracowników

7% niż rok wcześniej. Natomiast – po raz pierwszy od 2002 r. - nastąpił wzrost liczby mieszkań w budowie w ujęciu rocznym. Silnie rośnie także liczba pozwoleń na budowę (o 29% r/r).

Utrzymaniu wysokiej dynamiki inwestycji w kolejnych kwartałach sprzyja bardzo dobra sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw. Wyniki finansowe przedsiębiorstw w II kw. 2006 r. były najlepsze od początku transformacji. Poprawiła się płynność finansowa przedsiębiorstw i szybko rosły ich środki na rachunkach bankowych (w sierpniu 2006 r. wzrost depozytów przedsiębiorstw wyniósł 22,9% r/r – zob. rozdz. 2.5.3 Kredyt i pieniądz). Inwestycjom w przedsiębiorstwach sprzyja ponadto silny wzrost popytu, także ze strony odbiorców zagranicznych, szczególnie w sytuacji bardzo wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych²⁶ (Wykres 2.8) oraz pojawiającego się problemu niedoboru zapasów wyrobów gotowych (sygnalizowanego w Badaniach Koniunktury NBP²⁷). Potwierdzeniem ożywienia inwestycyjnego jest także przyspieszenie dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (w sierpniu 2006 r. wzrost o 8,7% r/r), w tym kredytów inwestycyjnych (zob. rozdz. 2.5.3 Kredyt i pieniądz). Badania koniunktury NBP pokazują, że pomimo rosnących depozytów, w IV kw. 2006 r. powinno utrzymać się duże zainteresowanie kredytem ze strony dużych przedsiębiorstw.



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

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów. Natomiast próba NBP liczyła we wrześniu 2006 r. 784 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

²⁶Zarówno badania GUS, jak i NBP wskazują na najwyższy w historii tych badań stopień wykorzystania mocy wytwórczych.

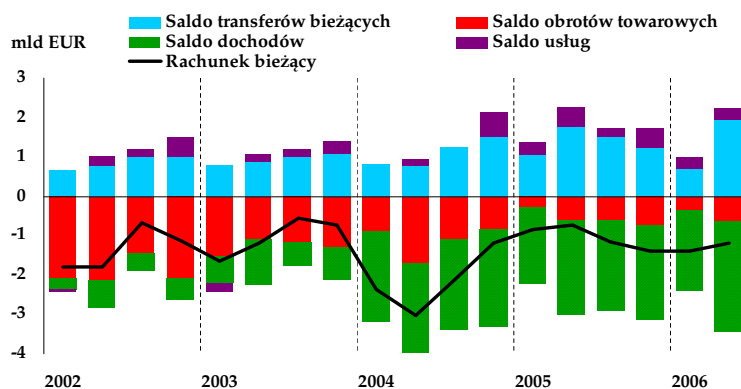
²⁷Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2006 r.*, NBP.

W dłuższym okresie, skłonność do inwestowania krajowych inwestorów oraz skala napływu inwestycji zagranicznych będą zależały od wprowadzenia reform przyczyniających się do poprawy systemu egzekwowania umów, uproszczenia procedur związanych z rozpoczynaniem działalności gospodarczej, zmniejszenia skali obciążeń fiskalnych, a tym samym do poprawy warunków prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce²⁸.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

Według danych NBP, w II kw. 2006 r. deficyt obrotów bieżących utrzymał się na stosunkowo niskim poziomie (1,2 mld EUR, co stanowiło 2,0% PKB w ujęciu czterech kwartałów - tj. III kw. 2005 r. – II kw. br.). Wobec okresu przed rokiem deficyt zwiększył się o 440 mln EUR, na co złożył się wzrost ujemnego salda dochodów oraz obniżenie nadwyżki w wymianie usługami. W kierunku zmniejszenia deficytu obrotów bieżących oddziaływało natomiast zwiększenie salda transferów. Saldo obrotów towarowych nie wpłynęło na zmianę deficytu obrotów bieżących w ujęciu rocznym.

Według danych GUS, w II kw. 2006 r. utrzymał się znaczny wzrost wartości eksportu²⁹ (23,2% r/r wobec 24,5% w I kw. 2006 r.). Na wzrost wartości eksportu złożył się zarówno wzrost cen transakcyjnych (7,8% r/r wobec 2,6% r/r w I kw.) jak i wzrost jego wolumenu (14,3% r/r wobec 21,3% r/r w I kw. 2006 r.). Do utrzymania wysokiej dynamiki eksportu przyczyniało się zwiększenie sprzedaży do strefy euro i nowych krajów członkowskich. Obniżył się natomiast wzrost sprzedaży do krajów trzecich.



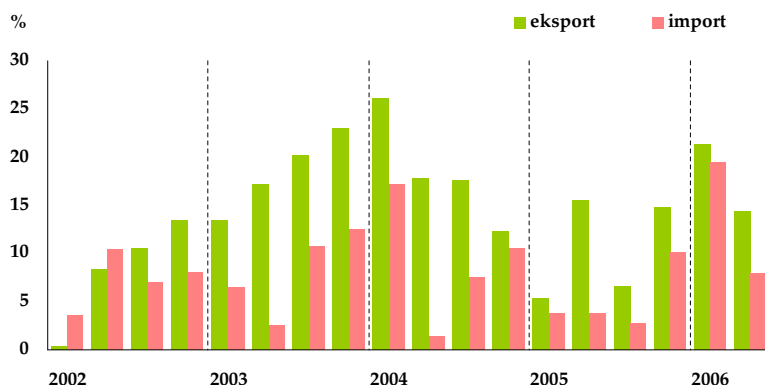
Wykres 2.9: Bilans obrotów bieżących i jego główne składowe (w mld EUR)

Źródło: Dane NBP.

W strefie euro, na którą w II kw. 2006 r. przypadało 52,9% wartości polskiego eksportu, nadal przyspieszał wzrost gospodarczy. Tamtejszy wzrost PKB wyniósł w II kw. 2006 r. 2,7% r/r (tj. najwięcej od I kw. 2001 r.). Wzrost wartości importu strefy euro był nieco

²⁸Na potrzebę przyspieszenia reform w zakresie warunków prowadzenia działalności gospodarczej wskazuje m.in. Bank Światowy w raporcie *Doing Business in 2007*.

²⁹Statystyki dotyczące handlu zagranicznego odnoszą się do wartości wyrażonych w EUR.



Wykres 2.10: Zmiany wolumenu eksportu i importu towarów w ujęciu rocznym
Źródło: Dane GUS.

niższy niż w I kw. (14,5% r/r wobec 23,0% r/r w I kw.), co było związane ze spadkiem dynamiki eksportu strefy euro³⁰. Obniżenie dynamiki eksportu strefy euro wynikało z osłabienia popytu ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro oraz aprecjacji euro. Z kolei utrzymująca się wysoka dynamika popytu strefy euro na dobra pośrednie sprzyjała utrzymaniu szybkiego wzrostu importu z Polski (28,6% r/r wobec 29,5% r/r w I kw. 2006 r.).

W II kw. 2006 r. nadal najszybciej rósł polski eksport do nowych krajów UE (o 43,5% r/r), co przyczyniło się do dalszego zwiększania udziału tych krajów w eksporcie (w II kw. 2006 r. wyniósł on 13,6%). Sprzyjał temu zarówno szybki wzrost gospodarczy w tych krajach³¹, jak i dalszy wzrost powiązań korporacyjnych między Polską a tymi krajami związany z inwestycjami zagranicznymi w Europie Środkowej.

W II kw. 2006 r. pozycja konkurencyjna krajowych eksporterów, mierzona relacją cen transakcyjnych eksportu i jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym oraz realnym efektywnym kursem walutowym, poprawiła się wobec poprzedniego kwartału. Złożył się na to wzrost cen transakcyjnych eksportu w II kw. br. oraz spadek jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie. Do poprawy konkurencyjności w II kw. 2006 r. przyczyniła się również deprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego o 2,2% (kw/kw). W efekcie realny efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy osłabił się w II kw. 2006 r. o 7,9% (kw/kw) wobec aprecjacji o 9,9% kw/kw w poprzednim kwartale.

Badania Koniunktury NBP w IV kw. 2006 r.³² wskazują, że – w opinii większości krajowych producentów – kursy dolara i euro utrzymywały się na poziomie sprzyjającym

³⁰Eksport w strefie euro jest relatywnie silnie importochłonny – zob. *Competitiveness and the export performance of the euro area*, ECB Occasional Paper No. 30, June 2005.

³¹Wzrost gospodarczy w nowych krajach UE ważony strukturą polskiego eksportu wyniósł w II kw. 2006 r. 6,4% r/r.

³²Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2006 r.*, NBP.

	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2	2005q3	2005q4	2006q1	2006q2
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*										
r/r	25,7	32,6	12,8	7,7	-8,2	-16,8	-6,9	-6,3	-0,8	4,5
kw./kw.	2,0	15,6	-10,5	2,0	-13,0	4,8	0,1	2,7	-7,9	10,4
Ceny importu / ceny krajowe producentów										
r/r	6,4	1,7	-8,2	-10,5	-11,8	-13,7	-3,2	-2,2	-1,9	3,2
kw./kw.	3,4	-2,0	-9,4	-2,5	1,8	-4,1	1,6	-1,5	2,1	1,0
REER ULC*										
r/r	-21,2	-15,5	-1,0	11,1	26,8	21,1	13,1	6,5	0,6	0,9
kw./kw.	1,9	-3,9	9,6	3,4	16,4	-8,2	2,3	-2,6	9,9	-7,9

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

*Dynamikę jednostkowych kosztów pracy obliczono jako relację dynamiki nominalnych wynagrodzeń w przetwórstwie przemysłowym do dynamiki wydajności pracy w tym sektorze (wydajność pracy: produkcja sprzedana w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) na jednego pracującego w tym sektorze).

REER ULC: realny efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. Minus oznacza deprecjację.

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

opłacalności eksportu. Ponadto udział przedsiębiorstw, które sygnalizowały problem kursu złotego jako barierę niekorzystnie wpływającą na ich sytuację ekonomiczną zmniejszył się zarówno wobec poprzedniego kwartału jak i okresu przed rokiem (do 11,2% w IV kw. 2006 r., tj. mniej o 8,9 pkt. proc. r/r i 5,4 pkt. proc. kw/kw).

W II kw. 2006 r. odnotowano także poprawę pozycji konkurencyjnej krajowych producentów, na co wskazuje zmiana relacji indeksu cen transakcyjnych importu do indeksu krajowych cen producentów w przemyśle przetwórczym. Tak mierzony wskaźnik konkurencyjności umocnił się po raz drugi z rzędu (w II kw. 2006 r. o 1,0% kw/kw wobec wzrostu o 2,1% kw/kw w I kw. 2006 r.).

W II kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost wartości importu (20,2% r/r wobec 24,2% w I kw. 2006 r.). Na nieco niższy niż w poprzednim kwartale wzrost wartości importu złożył się niższy wzrost wolumenu (7,9% r/r wobec 19,5% r/r w I kw. 2006 r.), który został częściowo zrekompenzowany przyspieszeniem wzrostu cen transakcyjnych (zob. rozdział 2.4.1 Ceny zewnętrzne). Najszybciej wzrósł wolumen importu towarów konsumpcyjnych (o 17,3% r/r wobec 19,7% w I kw. 2006 r.). Wyraźnie szybciej niż wolumen importu ogółem rósł import żywności (o 16,0% r/r wobec 24,0% r/r w I kw. 2006 r.).

W II kw. 2006 r. obniżył się wzrost wolumenu importu dóbr pośrednich (5,2% r/r wobec 18,4% r/r w I kw. 2006 r.) oraz dóbr inwestycyjnych (5,4% r/r wobec 7,6% r/r w I kw. 2006 r.).

W II kw. 2006 r. źródłem finansowania deficytu obrotów bieżących była nadwyżka na rachunku kapitałowym, powstała dzięki napływowi środków z UE oraz napływ kapitału w postaci zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich był zbliżony do wielkości deficytu obrotów bieżących. W wyniku kontynuacji znacznego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych i pozostałych inwestycji, w II kw. 2006 r. utrzymała się nadwyżka w bilansie płatniczym.

W II kw. 2006 r. wszystkie wskaźniki ostrzegawcze służące do oceny nierównowagi

Determinanty inflacji

Wskaźnik ostrzegawczy	2004q4	2005q1	2005q2	2005q3	2005q4	2006q1	2006q2
Saldo obrotów bieżących*/PKB	-4,2%	-3,3%	-2,2%	-1,7%	-1,7%	-1,9%	-2,0%
Saldo obrotów bieżących* i kapitałowych/PKB	-3,8%	-2,7%	-1,6%	-1,3%	-1,4%	-1,6%	-1,7%
Saldo obrotów towarowych/PKB	-2,2%	-1,8%	-1,3%	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Inwestycje bezpośrednie*/ deficyt obrotów bieżących*	111,4%	123,2%	149,7%	210,4%	126,2%	134,7%	132,7%
(Saldo obrotów bieżących* + kapitałowych + inwestycje bezpośrednie*)/PKB	0,9%	1,4%	1,6%	2,2%	0,8%	0,9%	1,0%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/przychody z eksportu towarów i usług	35,4%	40,2%	40,4%	38,6%	32,3%	29,1%	-
Oficjalne aktywa rezerwowe** – w miesiącach importu towarów i usług	4,0	4,2	4,8	4,7	4,7	4,5	4,4

Tabela 2.4: Główne wskaźniki ostrzegawcze (w skali 4 kwartałów)

Oznaczenia:

* Saldo obrotów bieżących i inwestycje bezpośrednie w 2006 r. zawierają szacunki reinwestowanych zysków w polskich przedsiębiorstwach bezpośredniego inwestowania.

** Oficjalne aktywa rezerwowe z końca okresu.

Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

zewewnętrznej pozostały – mimo nieznacznego pogorszenia wobec poprzedniego kwartału większości z nich – na bezpiecznym poziomie (Tabela 2.4).

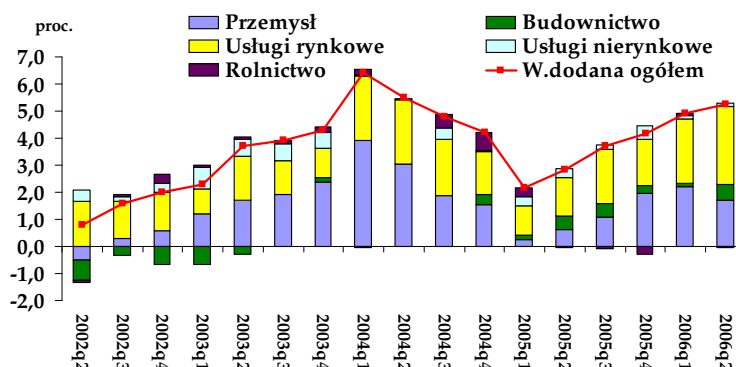
2.2 Produkcja

Według danych GUS, w II kw. 2006 r. wartość dodana brutto zwiększyła się o 5,2% r/r wobec 4,9% r/r w I kw 2006 r. Wzrost wartości dodanej wynikał głównie z silnego wzrostu produkcji w usługach rynkowych oraz – w mniejszym stopniu – produkcji w przemyśle. Istotny wpływ na dynamikę wartości dodanej miało także ożywienie w budownictwie. Na podstawie wstępnych danych za lipiec-wrzesień 2006 r. można oceniać, że w III kw. roczna dynamika wartości dodanej była zbliżona do odnotowanej w II kw. 2006 r.³³

Według szacunków NBP, w III kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost wartości dodanej także w ujęciu kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych, po raz kolejny przekraczając 1,0% (Tabela 2.5).

Według danych GUS, w II kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych (zarówno w ujęciu rocznym jak i kwartalnym). Podobnie jak w I kw., na wzrost złożyło się głównie ożywienie w handlu i naprawach. Wstępne dane za lipiec-sierpień sygnalizują, że korzystne tendencje w usługach rynkowych utrzymały się także w III kw. 2006 r. Wskazuje na to utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz sprzedaży usług transportu. Dobra koniunktura utrzymuje

³³ Analizę wartości dodanej w II kw. 2006 r. przeprowadzono na podstawie danych o rachunkach narodowych GUS, natomiast ocenę wartości dodanej w III kw. 2006 r. – na podstawie wstępnych miesięcznych danych GUS o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej i hurtowej, badaniach koniunktury i innych.



Wykres 2.11: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wyrównane sezonowo (procent)	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2	2005q3	2005q4	2006q1	2006q2
Wartość dodana ogółem	2,5	0,6	0,5	0,6	0,5	1,3	1,3	1,0	1,2	1,6
Przemysł	5,8	0,7	-1,0	0,7	0,5	2,4	0,8	3,8	1,0	1,4
Budownictwo	0,7	-0,2	1,1	3,2	1,4	1,2	2,0	1,3	1,2	3,3
Usługi rynkowe	1,7	0,7	0,4	0,7	0,5	1,0	1,5	0,7	1,6	1,4

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

się także w pozostałych sekcjach usług rynkowych, szczególnie w obsłudze nieruchomości i usługach związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej oraz w pośrednictwie finansowym. Wobec pozytywnych ocen formułowanych przez przedsiębiorstwa ankietowane w ramach badań koniunktury, w kolejnych miesiącach można oczekiwać kontynuacji korzystnych tendencji w usługach rynkowych.

W II kw. 2006 r. wzrost wartości dodanej brutto w przemyśle był zbliżony do poprzedniego kwartału (zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych). Wstępne dane za lipiec-wrzesień br. sygnalizują, że w III kw. 2006 r. roczne tempo wzrostu wartości dodanej w przemyśle było zbliżone do odnotowanego w II kw. 2006 r. Nadal wyraźnie szybciej niż wartość dodana w przemyśle rośnie produkcja sprzedana przemysłu, co może wskazywać na koncentrację wzrostu w dużych i średnich przedsiębiorstwach³⁴. Wciąż korzystnie kształtuje się produkcja w branżach o dużym udziale sprzedaży na eksport: utrzymują się tendencje wzrostowe w przemyśle gumowym, chemicznym, meblarskim, produkcji wyrobów z metali, maszyn i urządzeń oraz aparatury elektrycznej, na wysokim poziomie stabilizuje się poziom produkcji przemy-

³⁴Wyższa dynamika produkcji sprzedanej przemysłu niż wartości dodanej w przemyśle wynika – w ocenie NBP – głównie z faktu, że miesięczne dane o produkcji sprzedanej przemysłu dotyczą dużych i średnich przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 9 pracowników), natomiast dane o wartości dodanej w przemyśle dotyczą całego sektora przemysłowego. Może to wynikać także ze wzrostu materiałochłonności produkcji lub zmian organizacji produkcji w ramach kooperujących przedsiębiorstw.

słu motoryzacyjnego oraz sprzętu RTV i urządzeń telekomunikacyjnych. Utrzymuje się ożywienie w hutnictwie metali oraz trend wzrostowy w przemyśle spożywczym. Wraz z obserwowanym ożywieniem w budownictwie, dynamicznie przyrasta produkcja wyrobów z surowców niemetalicznych. Trwa stabilizacja poziomu produkcji w przemyśle lekkim. Badania koniunktury sygnalizują kontynuację korzystnych tendencji w przemyśle. Wzrostowi produkcji sprzyjać będzie stopniowe zwiększanie mocy produkcyjnych, związane z inwestycjami przedsiębiorstw przemysłowych.

Po przejściowym obniżeniu dynamiki w I kw. 2006 r. związanym głównie z niekorzystnymi warunkami pogodowymi, w II kw. 2006 r. dynamika wartości dodanej w budownictwie wyraźnie przyspieszyła (zarówno w ujęciu rocznym jak i kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych). Wstępne dane o produkcji budowlano-montażowej za lipiec-wrzesień 2006 r. wskazują, że korzystne tendencje w budownictwie utrzymały się także w III kw. 2006 r. Wobec nadal optymistycznych sygnałów z badań koniunktury, wysokiej (aczkolwiek niższej niż w I poł. 2006 r.) dynamiki robót w przedsiębiorstwach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę oraz oczekiwanej poprawy absorpcji funduszy z UE finansujących projekty infrastrukturalne, perspektywy wzrostu produkcji w branży budowlanej w kolejnych kwartałach – w ocenie NBP – są nadal korzystne.

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Od II kw. 2003 r. rośnie liczba pracujących w gospodarce. Według danych BAEL, w II kw. 2006 r. przyspieszył wzrost liczby pracujących (3,7% r/r wobec 2,4% r/r w I kw. 2006 r.³⁵), których było o 512 tys. więcej niż przed rokiem. Roczna dynamika liczby pracujących w II kw. 2006 r. była najwyższa w historii tego badania³⁶ (tj. od 1992 r.) i wyższa niż oczekiwano w lipcowym *Raporcie* (Wykres 2.12). Po wyeliminowaniu wahań sezonowych liczba pracujących w II kw. 2006 r. wzrosła o 1,2% kw/kw.

Na wzrost dynamiki liczby pracujących w II kw. 2006 r.łożyło się przede wszystkim przyspieszenie wzrostu liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (5,3% r/r wobec 3,2% r/r w I kw. 2006 r.)³⁷. W II kw. br. odnotowano wzrost dynamiki liczby

³⁵Dane BAEL za I kw. 2006 r. zostały zrewidowane przez GUS i różnią się od podanych w poprzednim *Raporcie*.

³⁶W I kw. 2006 r. GUS zmodyfikował w BAEL definicję osób pracujących. Według nowej definicji, osoby będące pracownikami najemnymi, które nie świadczyły pracy przez okres dłuższy niż 3 miesiące i w tym czasie otrzymywały wynagrodzenie nieprzekraczające 50% dotychczasowej płacy, zostały zaliczone do biernych zawodowo. Według szacunków NBP, w warunkach porównywalnych, tj. stosując definicję osoby pracującej wykorzystywaną do IV kw. 2005 r., roczny wzrost liczby pracujących BAEL w II kw. 2006 r. wyniósł 4,2% r/r.

³⁷Odnutowana w II kw. 2006r. roczna dynamika liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym była także najwyższą w historii BAEL.

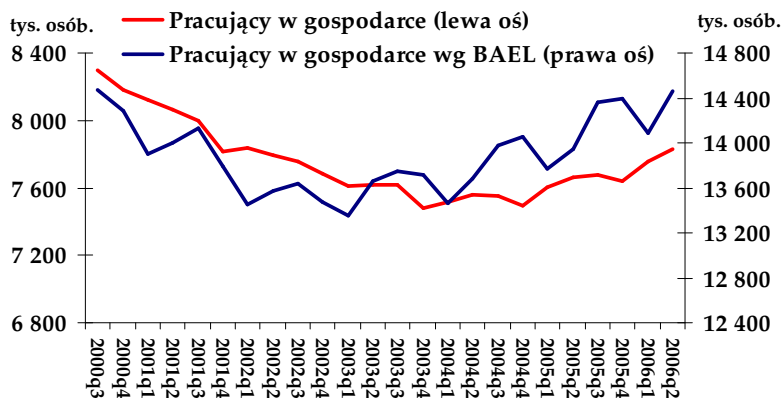
	Pracujący w 2006q2		Wzrost w 2006q1		Wzrost w 2006q2		Wzrost w 2006q1 (kw/kw) odsezonowany	Wzrost w 2006q2 (kw/kw) odsezonowany
	w tys. osób	struktura	w tys. osób r/r	r/r	w tys. osób r/r	r/r		
Ogółem	14 459	-	331	2,4%	512	3,7%	0,9%	1,2%
Poza rolnictwem indywidualnym	12 354	-	372	3,2%	620	5,3%	0,8%	1,9%
Miejsce zamieszkania								
miasto	8 907	61,6%	222	2,6%	388	4,6%	-0,1%	1,4%
wieś	5 552	38,4%	109	2,1%	124	2,3%	0,9%	0,8%
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 291	15,8%	-49	-2,2%	-95	-4,0%	-0,9%	-1,6%
przemysłowy	4 341	30,0%	131	3,3%	196	4,7%	1,1%	1,6%
usługowy	7 825	54,1%	250	3,3%	412	5,6%	1,2%	1,8%
Sektor własności								
publiczny	4 283	29,6%	21	0,5%	61	1,4%	0,0%	0,5%
prywatny	10 176	70,4%	311	3,3%	450	4,6%	0,7%	1,3%
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	10 884	75,5%	304	3,0%	497	4,8%	0,5%	1,8%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 903	20,1%	113	4,1%	54	1,9%	1,1%	-1,5%
pomagający członkowie rodzin	627	4,3%	-89	-12,4%	-40	-5,6%	-2,3%	0,3%
Rodzaj umowy o pracę								
zatrudnienie na czas określony	2 962	27,2%	214	8,6%	313	11,8%	2,5%	2,9%
zatrudnienie na czas nieokreślony	7 922	72,8%	90	1,2%	185	2,4%	0,4%	0,5%

Tabela 2.6: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Dane BAEL odsezonowane na próbie I kw. 1995 r. - II kw. 2006 r., za wyjątkiem liczby pracujących w sektorze publicznym oraz zatrudnionych na czas nieokreślony, które odsezonowano na próbie I kw. 2000 r. - II kw. 2006 r.

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

pracujących w przemyśle i usługach, przy jednoczesnym znacznym spadku liczby pracujących w rolnictwie (Tabela 2.6). Największy wkład do wzrostu liczby pracujących ogółem miał sektor usług, w którym liczba pracujących w II kw. 2006 r. wzrosła o 412 tys. r/r (tj. o 5,6% r/r). W przemyśle liczba pracujących zwiększyła się natomiast o 196 tys. osób r/r (tj. o 4,7% r/r).



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

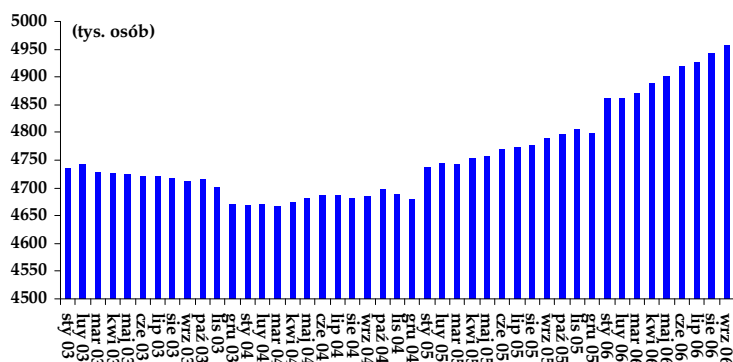
Źródło: Dane GUS.

Szybko rośnie liczba pracujących na czas określony (11,8% r/r w II kw. 2006 r. wobec 8,6% r/r w I kw. 2006 r.)³⁸. Od III kw. 2005 r. obserwuje się stopniowe przyspieszenie

³⁸W II kw. 2006 r. udział czasowego zatrudnienia w zatrudnieniu ogółem wynosił 27,2% wobec 25,4% w I kw. 2006 r.

wzrostu liczby pracujących na czas nieokreślony (2,4% r/r w II kw. 2006 r. wobec 1,2% r/r w I kw. br.). Powyższa tendencja może wynikać z wygasania dotychczas zawartych umów na czas określony i obligatoryjnego zastępowania ich umowami na czas nieokreślony. Wzrost stałych umów o pracę może wynikać również z chęci zatrudnienia bądź utrzymania przez pracodawców wykwalifikowanych pracowników w sytuacji narastających trudności z ich pozyskaniem. Według badań koniunktury GUS, we wrześniu 2006 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało wśród barier rozwoju 47,1% pracodawców w budownictwie (wobec 18,3% we wrześniu 2005 r.). W przemyśle natomiast w tym samym okresie problemy ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników sygnalizowało 17,6% przedsiębiorstw (wobec 10,4% rok wcześniej). Na narastające problemy z zatrudnianiem wykwalifikowanych pracowników wskazują także badania koniunktury NBP³⁹. Źródłem powyższych trudności może być wzmożona emigracja polskich pracowników do krajów europejskich po przystąpieniu Polski do UE⁴⁰.

Według danych z sektora przedsiębiorstw obserwuje się systematyczne przyspieszenie wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach (Wykres 2.13). We wrześniu 2006 r. roczny wzrost przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze wyniósł, podobnie jak w sierpniu, 3,5% r/r i był najwyższy od początku lat 90.



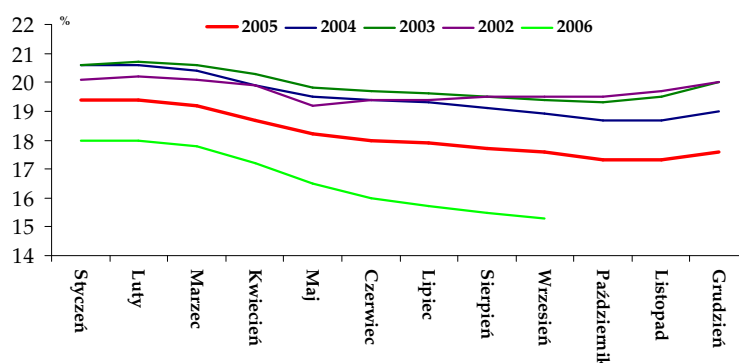
Wykres 2.13: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.

Biorąc pod uwagę powyższe dane wydaje się, że po trwającej do I kw. 2004 r. restrukturyzacji w przedsiębiorstwach polegającej na redukcji zatrudnienia, ograniczone zostały

³⁹W ciągu kwartału problemy z pozyskaniem pracowników przesunęły się z 7. miejsca na 2. na liście wskazywanych w badaniach barier działalności (w dwóch poprzednich kwartałach zajmowały odpowiednio 13. i 11. miejsce).

⁴⁰Po przystąpieniu Polski do UE istotnie zwiększyła się liczba Polaków wyjeżdżających do pracy za granicę. Obok Irlandii, Szwecji i Wlk. Brytanii, które po rozszerzeniu UE w maju 2004 r. nie wprowadziły żadnych barier w podejmowaniu pracy dla osób z nowych krajów członkowskich, począwszy od 1 maja 2006 r. swoje rynki pracy otworzyły Finlandia, Grecja, Hiszpania i Portugalia, a od lipca 2006 r. także Włochy. Znaczne ułatwienia w rozpoczynaniu zatrudnienia zapowiedziały Dania, Francja, Islandia, Norwegia i Szwajcaria. Najprawdopodobniej od początku 2007 r. całkowicie znikną bariery w podejmowaniu pracy w Holandii. Procesy migracyjne istotnie utrudniają ocenę wyników Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności.



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

Źródło: Dane GUS.

możliwości dalszego wzrostu produkcji bez zwiększenia liczby pracujących. Obserwowany obecnie wzrost produkcji ma miejsce głównie w sektorze usług, które charakteryzują się jak dotychczas wyższą pracochłonnością niż przemysł. W efekcie, wysokiej dynamice PKB towarzyszy większy niż wcześniej wzrost popytu na pracę.

Potwierdzeniem rosnącego popytu na pracę jest wzrost liczby ofert zatrudnienia zgłaszanych do Urzędów Pracy. W III kw. 2006 r. przeciętna miesięczna liczba ofert pracy zgłoszonych przez pracodawców wzrosła o 20,1% r/r.

Przyspieszył także spadek stopy bezrobocia. We wrześniu 2006 r. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 15,2%, co oznacza spadek o 2,4 pkt. proc. w ujęciu rocznym (Wykres 2.14). Z kolei, według danych BAEL, w II kw. 2006 r. stopa bezrobocia wyniosła 14,1%, czyli aż o 4,0 pkt. proc. mniej niż przed rokiem. Obserwuje się znaczącą poprawę sytuacji na rynku pracy osób młodych. W II kw. 2006 r. stopa bezrobocia BAEL osób w wieku 15-24 lat wyniosła 30,0% (spadek o 9,9 pkt. proc. r/r), natomiast osób w wieku 25-34 lat – 13,2% (spadek o 5,5 pkt. proc. r/r). Zmniejszaniu bezrobocia w powyższych grupach wieku towarzyszy wzrost współczynnika zatrudnienia, odpowiednio o 4,2 pkt. proc. (do 23,5%) oraz o 4,1 pkt. proc. (do 73,3%) w ujęciu r/r.

Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszy spadek liczby aktywnych zawodowo. W I i II kw. 2006 r. liczba aktywnych zawodowo zmniejszyła się odpowiednio o 1,0% i 1,1% r/r. W efekcie odnotowano spadek współczynnika aktywności zawodowej o 0,8 pkt. proc. r/r w I kw. br. i o 0,9 pkt. proc. w II kw. br. Znaczące obniżenie aktywności zawodowej jedynie częściowo wynika ze zmian metodologicznych wprowadzonych w BAEL od I kw. br.⁴¹. Obserwowany od dwóch kwartałów br. spadek aktywności zawodowej może wskazywać na odwrócenie się rosnącego trendu współczynnika aktywności zawodowej, który obserwowano w okresie II kw. - IV kw. 2005 r., choć obecnie trudno ocenić trwałość tej zmiany⁴².

⁴¹Według szacunków NBP, w warunkach porównywalnych - tj. biorąc pod uwagę dotychczasową definicję osób pracujących - roczny spadek liczby aktywnych zawodowo w I kw. 2006 r. wyniósł 0,6 pkt. proc., a w II kw. br. 0,7 pkt. proc.

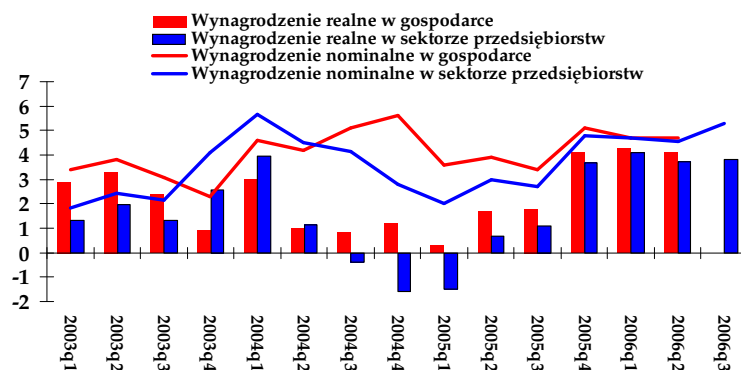
⁴²Odnutowany w I i II kw. br. spadek współczynnika aktywności zawodowej dotyczył przede wszystkim

W sumie, wzrost liczby pracujących oraz spadek bezrobocia w II kw. 2006 r. był istotnie większy, a dynamika liczby aktywnych zawodowo niższa niż oczekiwano w lipcowym *Raporcie*.

Badania koniunktury GUS wskazują, że w kolejnych miesiącach IV kw. 2006 r. powinno utrzymać się wysokie tempo wzrostu zatrudnienia. Na dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wskazują także Badania Koniunktury NBP⁴³, według których w IV kw. 2006 r. dodatnie saldo prognoz zatrudnienia⁴⁴ po usunięciu wahań sezonowych było najwyższe od początku prowadzenia tych badań (tj. od 2001 r.).

2.3.2 Płace i wydajność

W II kw. 2006 r. wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce był zgodny z oczekiwaniami z lipcowego *Raportu* i wyniósł, tak jak w I kw., 4,7% r/r. W sektorze przedsiębiorstw, w III kw. 2006 r. wzrost nominalnych wynagrodzeń wyniósł 5,3% r/r wobec 4,5% r/r w II kw. 2006 r. (Tabela 2.7). W III kw. 2006 r. zwiększyła się dynamika nominalnego funduszu płac w przedsiębiorstwach (8,9% r/r wobec 7,7% r/r w II kw. br.).



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W II kw. 2006 r. tempo wzrostu wydajności pracy w gospodarce⁴⁵ wyniosło 1,8% r/r, wobec 2,7% r/r w I kw. 2006 r. Obniżenie dynamiki wydajności pracy, przy utrzymaniu osób w wieku 45-59/64 lat (odpowiednio o 2,3 pkt. proc. r/r i 3,1 pkt. proc. r/r), podczas gdy w okresie II - IV kw. 2005 r. współczynnik aktywności zawodowej w tej grupie wieku rósł (przeciętnie o ok. 0,4 pkt. proc. r/r). Spadkowi współczynnika aktywności zawodowej w całej populacji towarzyszył wzrost liczby osób biernych zawodowo zniechęconych bezskutecznym poszukiwaniem pracy (w II kw. br. wzrost o 208 tys. osób, tj. 51,6% r/r) oraz nieaktywnych z powodu obowiązków rodzinnych i związanych z prowadzeniem domu (w II kw. br. wzrost o 229 tys., tj. 18,7% r/r).

⁴³Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2006 r.*, NBP.

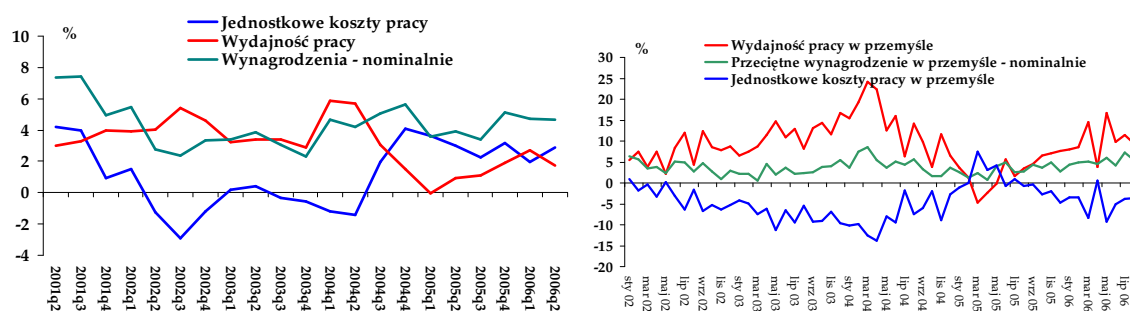
⁴⁴Saldo prognoz zatrudnienia: różnica między odsetkiem firm deklarujących zwiększenie zatrudnienia a odsetkiem deklarujących jego zmniejszenie.

⁴⁵Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

Roczne tempo wzrostu (sektor przedsiębiorstw)	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień
Przeciętne wynagrodzenie nominalne	3,6%	4,8%	5,4%	4,0%	5,2%	4,5%	5,6%	5,3%	5,1%
Po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	4,3%	4,8%	5,4%	4,0%	5,2%	4,9%	5,6%	5,3%	5,1%
Przeciętne wynagrodzenie realne	2,9%	4,1%	4,9%	3,3%	4,3%	3,6%	4,5%	3,6%	3,5%
Po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	3,6%	4,1%	4,9%	3,3%	4,3%	4,0%	4,5%	3,6%	3,5%
Fundusz wynagrodzeń nominalny	6,3%	7,3%	8,2%	6,9%	8,4%	7,7%	9,1%	9,0%	8,8%
Po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	7,1%	7,3%	8,2%	6,9%	8,4%	8,1%	9,1%	9,0%	8,8%
Fundusz wynagrodzeń realny	5,6%	6,6%	7,8%	6,2%	7,4%	6,9%	7,9%	7,3%	7,1%
Po wyeliminowaniu czynników jednorazowych	6,4%	6,6%	7,8%	6,2%	7,4%	7,3%	7,9%	7,3%	7,1%

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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

na tym samym poziomie wzrostu wynagrodzeń spowodował wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce (2,9% r/r wobec 2,0% r/r w I kw. 2006 r. – Wykres 2.16, lewy panel, a poza rolnictwem indywidualnym 4,5% r/r wobec 2,7% r/r w I kw. 2006 r.)⁴⁶.

W tym samym okresie, w przedsiębiorstwach przemysłowych wydajność pracy wzrosła o 10,1% r/r wobec wzrostu płac o 4,9% r/r, czego efektem był spadek jednostkowych kosztów pracy o 4,7% r/r. Podobne tendencje utrzymały się w tym sektorze w okresie lipiec-sierpień 2006 r. (spadek jednostkowych kosztów pracy o 3,7% r/r, na co złożył się wzrost wydajności pracy o 10,4% r/r i wzrost płac o 6,4% r/r – Wykres 2.16, prawy panel)⁴⁷.

Spadek jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przyczynia się do poprawy konkurencyjności polskiego eksportu, jednak dla procesów inflacyjnych istotne znaczenie ma kształtowanie się jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce.

W III kw. 2006 r. utrzymały się zapowiedzi wzrostu płac i sygnały narastania żądań płacowych w części sektora publicznego. Według przyjętej przez Sejm w lipcu 2006 r.

⁴⁶Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych).

⁴⁷Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze.)

ustawy o przekazaniu środków finansowych publicznym zakładom opieki zdrowotnej na wzrost wynagrodzeń, począwszy od października 2006 r. płace pracowników służby zdrowia wzrosną o ok. 30%. W lipcu przedstawiono także projekt ustawy o modernizacji służb mundurowych, której skutkiem będzie znaczne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń tych służb. Zwiększenie wynagrodzeń w powyższych sekcjach może prowadzić do nasilenia nacisków na wzrost płac w pozostałej części sektora publicznego i w ten sposób do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w całej gospodarce.

Badania koniunktury NBP⁴⁸ wskazują, że odsetek firm planujących podwyższenie wynagrodzeń w IV kw. 2006 r. (15,7%) był zbliżony do poprzedniego kwartału (16,5%), jednak większy niż przed rokiem (8,9%). Ponadto, przedsiębiorstwa ankietowane zarówno przez GUS jak i NBP sygnalizują narastające problemy ze znalezieniem pracowników, co może zmusić je do podwyższania płac⁴⁹.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W II kw. br. nastąpił pierwszy od IV kwartału 2004 r. wzrost cen importu w PLN (o 5,1% wobec spadku o 1,8% r/r w I kw.) (Wykres 2.17). Najwyższy wzrost cen nastąpił w przypadku importowanych dóbr pośrednich (o 10,0% r/r wobec -0,3% r/r w I kw.). Przyspieszenie wzrostu cen importu tych towarów w II kw. 2006 r. nie było jednak – w odróżnieniu od poprzednich kwartałów – związane ze wzrostem dynamiki cen paliw⁵⁰, lecz z szybszym wzrostem cen pozostałych towarów zaopatrzeniowych (głównie przetworzonych towarów zaopatrzeniowych dla przemysłu⁵¹).

Wzrost dynamiki cen importowych nastąpił również w kategorii dóbr inwestycyjnych (o 1,8% r/r wobec spadku o 2,2% r/r w I kw. 2006 r.) oraz żywności (o 2,5% r/r wobec spadku o 3,0% r/r w I kw. 2006 r.). Natomiast w imporcie dóbr konsumpcyjnych utrzymał się spadek cen (o 6,9% r/r), do czego przyczyniło się przede wszystkim obniżenie cen importowanych dóbr nietrwałego użytku (głównie leków, preparatów perfumeryjnych, kosmetycznych i toaletowych).

W III kw. 2006 r. wzrostowa tendencja cen surowców na rynkach światowych nieznacznie osłabła⁵². Wynikało to przede wszystkim z obniżenia dynamiki cen ropy naftowej.

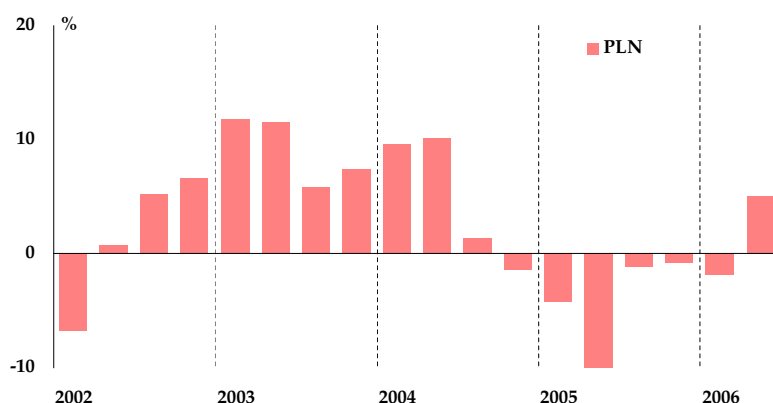
⁴⁸Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2006 r.*, NBP.

⁴⁹Z Badań Koniunktury NBP wynika, że podmioty, które informują o problemach ze znalezieniem pracowników, ponad dwukrotnie częściej deklarują zamierzenia zwiększenia płac niż pozostałe firmy.

⁵⁰W II kw. 2006 r. ceny w imporcie ropy wyrażone w PLN wzrosły o 32% r/r wobec 53% r/r w I kw. 2006 r.

⁵¹Kategoria przetworzonych towarów zaopatrzeniowych dla przemysłu obejmuje głównie żelazo i stal, papier i tekturę oraz chemikalia organiczne.

⁵²Ponieważ ceny transakcyjne surowców wyrażone są zazwyczaj w USD, w pozostałej części rozdziału analizowane są zmiany cen wyrażonych w tej walucie.



Wykres 2.17: Zmiany cen importu w ujęciu rocznym.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrosło natomiast roczne tempo wzrostu cen surowców nieenergetycznych (Tabela 2.8).

Chociaż w porównaniu z II kw. br. średnia kwartalna cena ropy naftowej niewiele się zmieniła, to jednak w poszczególnych miesiącach III kw. br. ceny tego surowca charakteryzowały się bardzo dużą zmiennością. Po okresie wzrostu i osiągnięciu w pierwszej dekadzie sierpnia historycznego maksimum (78,6 USD/b), w ciągu kolejnych siedmiu tygodni ceny ropy obniżyły się o 25% (Wykres 2.18, lewy panel). Wrześniowy spadek cen na rynkach spot i rynkach terminowych⁵³ w niewielkim stopniu wpłynął na obniżenie prognoz analityków⁵⁴. Ocenia się bowiem, że czynniki które spowodowały obniżenie się cen ropy (tj. okresowe zmniejszenie popytu na paliwa związane z zakończeniem sezonu wakacyjnego w USA, pojawienie się szans na pokojowe rozstrzygnięcie sporów dot. irańskiego programu atomowego, ominięcie przez huragany naftowych wybrzeży Zatoki Meksykańskiej) mają charakter przejściowy. W dłuższym horyzoncie ceny tego surowca będą zależeć od czynników fundamentalnych, których ocena nie uległa w ostatnim czasie zmianie.

Według aktualnych szacunków, dotychczasowy wzrost światowego popytu na ropę w 2006 r. okazał się wyraźnie słabszy niż wskazywały na to wcześniejsze prognozy – według Międzynarodowej Agencji Energetyki, w okresie styczeń-wrzesień br. zwiększył się on zaledwie o 0,9% r/r. Nadal jednak oczekuje się, że w IV kw. br. może nastąpić przyspieszenie globalnego zapotrzebowania na ropę, zwłaszcza ze strony państw rozwi-

⁵³Mimo znacznej przeceny kontraktów terminowych na ropę naftową, fundusze w nie inwestujące nie dokonały znaczących wyprzedaży. Może to wskazywać, że również w ocenie tej części inwestorów obecne spadki cen tego surowca mają charakter przejściowy. Utrzymujący się duży udział funduszy w transakcjach na rynku terminowym będzie prawdopodobnie wpływać na dużą zmienność cen ropy naftowej w najbliższym czasie.

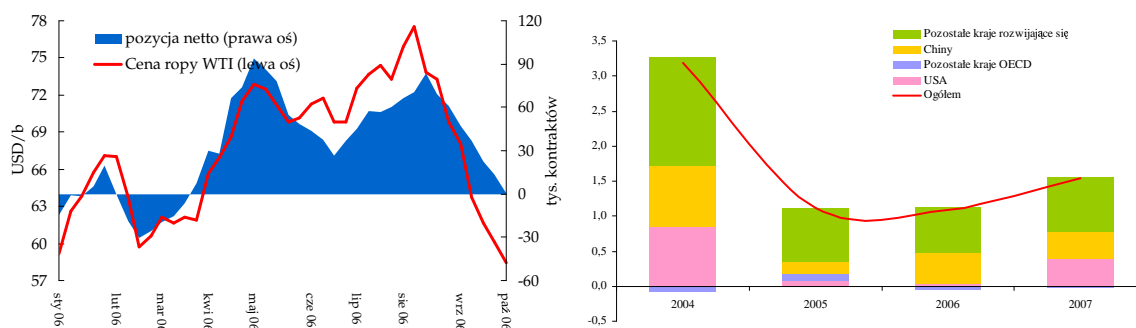
⁵⁴Średnioroczna cena ropy naftowej prognozowana przez analityków ankietowanych przez Agencję Reuters 11 października wyniosła 66,9 USD/b na 2006 r. i 62,3 USD/b na 2007 r., wobec odpowiednio 67,7 USD/b i 62,9 USD/b wg. ankiety z 8 września.

Determinanty inflacji

	W porównaniu z analogicznym kw. ubiegłego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	IV kw. 2005	I kw. 2006	II kw. 2006	III kw. 2006	IV kw. 2005	I kw. 2006	II kw. 2006	III kw. 2006
Ogółem	23,1	25,0	30,1	18,2	-4,1	9,4	11,6	0,9
Surowce nieenergetyczne	13,0	14,5	27,9	31,8	3,6	11,6	10,9	2,8
żywność	10,1	10,6	4,9	7,8	-1,4	9,7	0,4	-0,8
surowce przemysłowe	14,1	15,9	37,1	40,9	5,5	12,3	14,6	3,8
pochodzenia rolnego	2,1	3,2	10,9	17,5	1,8	5,3	4,6	4,8
metale nieżelazne	19,2	32,4	69,3	73,5	11,1	17,0	26,9	5,1
Surowce energetyczne	27,1	29,4	31,0	13,8	-6,5	8,7	11,8	0,2
ropa naftowa	32,4	32,2	33,2	14,4	-5,8	7,9	12,0	0,5

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

Źródło: Hamburg Institute of International Economics.



Wykres 2.18: Lewy panel: Ceny ropy naftowej i pozycja netto funduszy na giełdzie NYMEX. Prawy panel: Wzrost światowego popytu na ropę w latach 2004-2007 r. (w mln b/d w porównaniu z rokiem poprzednim).

Źródło: Oil Market Report, Międzynarodowa Agencja Energetyki.

niętych.

Od publikacji lipcowego *Raportu o inflacji* obniżono prognozy popytu na ropę na 2007 r. Mimo to, analitycy są zgodni, że będzie on rósł szybciej niż w dwóch poprzednich latach (Wykres 2.18, prawy panel). Oczekiwania te są związane z korzystnymi prognozami wzrostu dla gospodarki światowej⁵⁵.

Jednoczesna korekta w dół prognoz podaży ropy z krajów spoza OPEC wskazuje, że możliwości zwiększenia rezerw zdolności wydobywczych są ograniczone. Ze względu na utrzymujący się niski poziom rezerw mocy produkcyjnych duży wpływ na ceny ropy będą miały obawy o bezpieczeństwo przyszłych dostaw. Nadal też kluczowe znaczenie dla równowagi na światowym rynku ropy będzie miała produkcja z krajów OPEC. W drugiej połowie października br., ze względu na utrzymanie się cen ropy na niskim poziomie oraz obniżenie prognoz popytu na ten surowiec, OPEC zdecydował o zmniejszeniu faktycznego poziomu produkcji o 1,2 mln b/d⁵⁶. Jest to pierwsze obniżenie pro-

⁵⁵Podwyższone w ostatnim czasie zostały zwłaszcza prognozy dla krajów rozwijających się (por. *World Economic Outlook*, IMF, wrzesień 2006), których rosnący popyt na ropę stanowi w ostatnich latach największą część światowego wzrostu zapotrzebowania na ten surowiec.

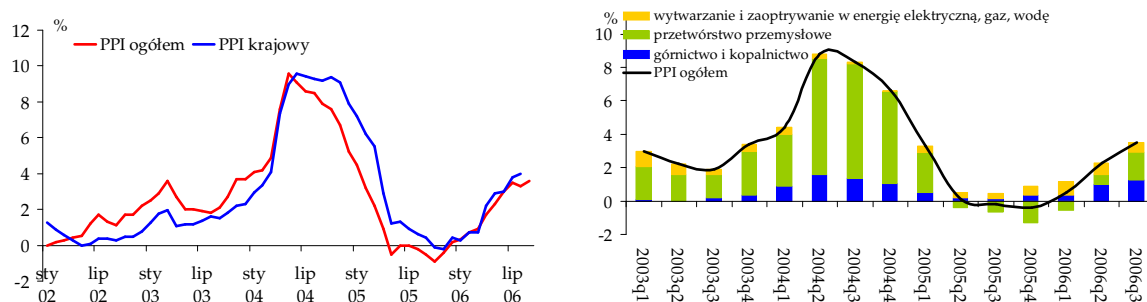
⁵⁶OPEC zdecydował o większym obniżeniu produkcji niż oczekiwali tego rynki. Spadek bieżącej produk-

dukcji od kwietnia 2004 r. i największe od stycznia 2002 r. (wówczas kartel obniżył kwoty wydobycia o 1,5 mln b/d).

Wpływ obniżających się od II połowy sierpnia br. cen ropy naftowej na ceny detaliczne benzyny przyczynił się w dużej mierze do obniżenia wskaźników inflacji w dwóch największych gospodarkach świata – w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro. W Stanach Zjednoczonych inflacja (CPI) obniżyła się z 4,3% r/r w czerwcu do 2,1% r/r we wrześniu br., a w strefie euro inflacja (HICP) obniżyła się odpowiednio z 2,5% r/r do 1,7% r/r (w obu przypadkach był to najniższy poziom inflacji od marca 2004 r.). Spadkowi inflacji bieżącej nie towarzyszyło jednak obniżenie inflacji bazowej. W USA wskaźnik inflacji bazowej (wskaźnik powstały po wyłączeniu cen energii i żywności) wzrósł z 2,6% r/r w czerwcu do 2,9% r/r we wrześniu br., a w strefie euro pozostał na niezmiennym poziomie 1,5% r/r.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) we wrześniu 2006 r. wzrosła do 3,6% (z 2,8% w czerwcu br.) Na zwiększenie dynamiki wskaźnika PPI złożył się przede wszystkim wzrost cen surowców – głównie miedzi i stali. Wzrost cen producentów na rynku krajowym⁵⁷ w ujęciu rocznym przewyższał w sierpniu wzrost cen PPI ogółem. W przypadku cen eksportowych po jednorazowym wzroście wskaźnika w czerwcu br. i jego utrzymaniu się na niezmiennym poziomie w lipcu br., w sierpniu br. roczna dynamika ponownie była ujemna.



Wykres 2.19: Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Lewy panel: Zmiany PPI i cen producentów na rynku krajowym (dynamika roczna). Prawy panel: Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna).

Źródło: Dane GUS.

cji może przyczynić się do zwiększenia rezerw mocy produkcyjnych, a więc zwiększy margines ochrony rynku przed niespodziewanymi zakłóceniami.

⁵⁷Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo, przetwórstwo przemysłowe oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*) odnoszące się do określonego miesiąca publikowane są w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach *przetwórstwa przemysłowego* oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym). Z tego powodu zakres czasowy analizy nie jest taki sam dla wszystkich omawianych kategorii.

Największy wkład we wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu, ze względu na wagę tego składnika we wskaźniku, miał wzrost cen w sekcji *przetwórstwo przemysłowe*. Znaczny wpływ na dynamikę PPI miało również kształtowanie się cen w *górnictwie i kopalnictwie* (Wykres 2.19, prawy panel). Największy wpływ na wzrost cen w *przetwórstwie przemysłowym* miał wzrost cen w dziale produkcja metali, które we wrześniu br. były o ponad 20% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Z kolei w *górnictwie i kopalnictwie* najszybciej rosły ceny w kopalnictwie rud metali, co było związane z rosnącymi cenami miedzi na rynkach światowych, które w III kw. br. były ponad dwukrotnie wyższe niż rok temu. W kierunku obniżenia cen producentów w sierpniu i we wrześniu br. oddziaływały spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych. We wrześniu br. po raz pierwszy od połowy 2002 r. zanotowano ujemną dynamikę cen producentów w ujęciu r/r w dziale produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe⁵⁸

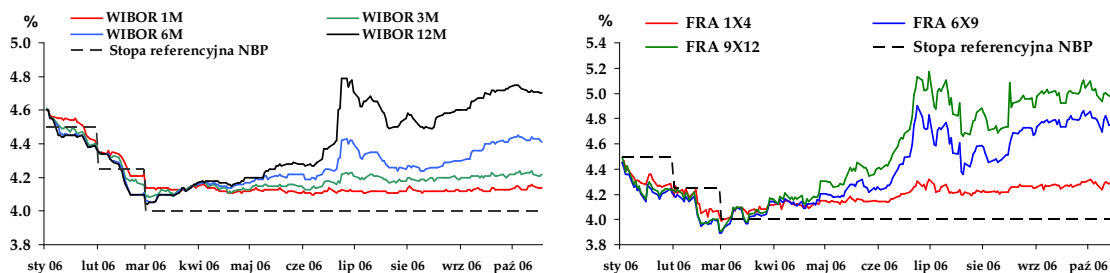
W III kw. 2006 r. zmiany na polskim rynku finansowym były związane z czynnikami o charakterze globalnym i regionalnym. W całym okresie kurs złotego umocnił się wobec euro, spadły rentowności obligacji, zwiększyła się jednak różnica (spread) pomiędzy rentownością polskich obligacji dziesięcioletnich a rentownością niemieckich papierów skarbowych. W lipcu kursy walutowe krajów regionu (tj. Czech, Słowacji, Węgier i Polski) umocniły się, co było w dużej mierze związane z korektą po ich wcześniejszym osłabieniu w maju i czerwcu br. Kurs złotego do euro umocnił się w tym okresie z poziomu 4,07 do poziomu 3,94. Spadkowi uległy rentowności obligacji przy zachowaniu względnie stabilnego poziomu spreadu. W sierpniu i wrześniu 2006 r. wzrost ryzyka politycznego oraz rosnące ryzyko opóźnienia akcesji Słowacji i Węgier do strefy euro nałożyły się na zwiększoną niepewność polityczną w Polsce, co łącznie oddziaływało w kierunku deprecjacji kursu złotego wobec euro - w tym okresie kształtował się on w przedziale 3,85-3,98. Osłabienie złotego miało jednak mniejszą skalę niż jego wcześniejsze umocnienie w lipcu. W całym III kw. br. nominalny efektywny kurs złotego był zgodny z oczekiwaniami z lipcowego *Raportu*. Rentowność obligacji dziesięcioletnich w Polsce spadła w sierpniu i wrześniu w mniejszym stopniu niż rentowności obligacji na rynkach bazowych, co przełożyło się na zwiększenie spreadu. Wzrost stawek rynku pieniężnego w analizowanym okresie wiązał się głównie ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP.

Krótkoterminowe stopy procentowe

W III kw. 2006 r. stopa referencyjna NBP pozostała – zgodnie z prognozami analityków – na niezmiennym poziomie 4,0%. W tym okresie nasilały się jednak oczekiwania ryn-

⁵⁸Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 18 października 2006 r.

ku odnośnie do wzrostu stóp NBP w horyzoncie rocznym, co znalazło odzwierciedlenie w stawkach rynku pieniężnego (Wykres 2.20). Zmiany krótkoterminowych stóp procentowych wynikały z oczekiwanych przez rynek podwyżek stóp procentowych w IV kw. 2006 i w 2007 r., co było związane z opublikowanymi krajowymi danymi makroekonomicznymi⁵⁹ oraz z uwarunkowaniami międzynarodowymi, które zostały omówione w dalszej części rozdziału.



Wykres 2.20: 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.

Oczekiwania uczestników rynku dotyczące przyszłej wielkości stóp procentowych, odzwierciedlone w stawkach kontraktów FRA (Wykres 2.21), przewyższały prognozy analityków ankietowanych przez agencję Reuters. W lipcu 88% ankietowanych analityków nie oczekiwało zmian stóp procentowych do końca br., a pozostali spodziewali się podwyżki o 25 punktów bazowych. W horyzoncie rocznym 44% respondentów zakładało podwyżkę o 50, a 25% o 25 punktów bazowych; pozostali oczekiwali utrzymania stóp na niezmiennym poziomie. Ankieta z 10 października 2006 r. pokazała, że odsetek analityków oczekujących pozostawienia stóp NBP do końca br. na poziomie 4,0% zwiększył się do 94%. Prawie połowa respondentów prognozowała natomiast wzrost stóp NBP do końca października 2007 r. o 0,5 pkt. proc., a 13% o 0,25 pkt. proc. Jedna trzecia ankietowanych analityków albo oczekiwała pozostawienia stóp bez zmian, albo podwyżki o 75 punktów bazowych.

Rozbieżność pomiędzy stawkami FRA a prognozami analityków bankowych, poza wyższymi oczekiwaniami na zmiany stóp NBP ze strony uczestników rynku, można także częściowo wyjaśnić zdyskontowaną w cenach instrumentów bazowych premią za ryzyko, która zawyża implikowaną w kontraktach FRA oczekiwaną stopę krótkoterminową.

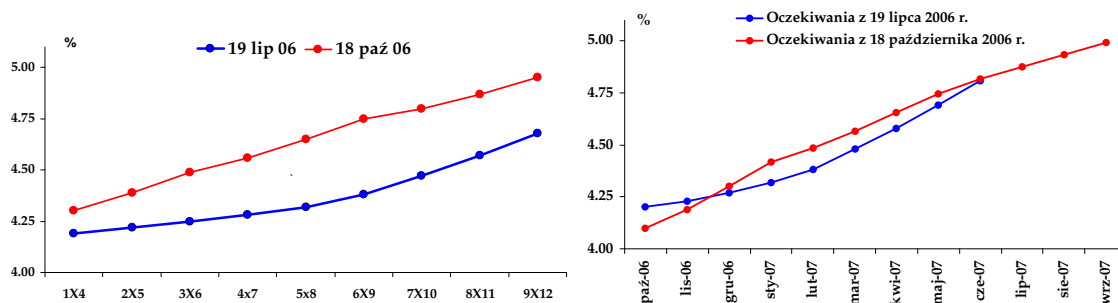
Długoterminowe stopy procentowe

Po zapoczątkowanej w marcu 2006 r. korekcie⁶⁰ rynek obligacji polskich ustabilizował się, głównie dzięki wygaśnięciu oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych w

⁵⁹Dotyczy to przede wszystkim danych o wyższej niż oczekiwali analitycy inflacji w I lipcu sierpniu br. oraz wyższym PKB w II kw. br.

⁶⁰Zobacz majowy *Raport o inflacji*

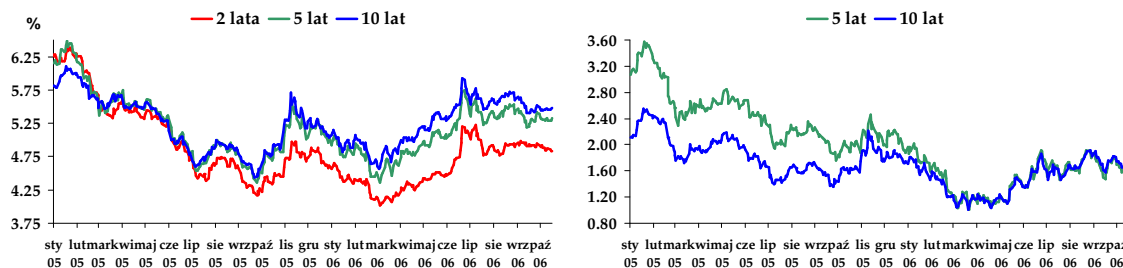
Determinanty inflacji



Wykres 2.21: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

Stanach Zjednoczonych po sierpniowym posiedzeniu Fed (Wykres 2.22, lewy panel). W całym analizowanym okresie rentowności długoterminowych obligacji spadły o kilka punktów bazowych, jednak towarzyszył temu wzrost różnicy między rentownością (Wykres 2.22, prawy panel) 10-letnich polskich papierów skarbowych a obligacjami strefy euro i USA.



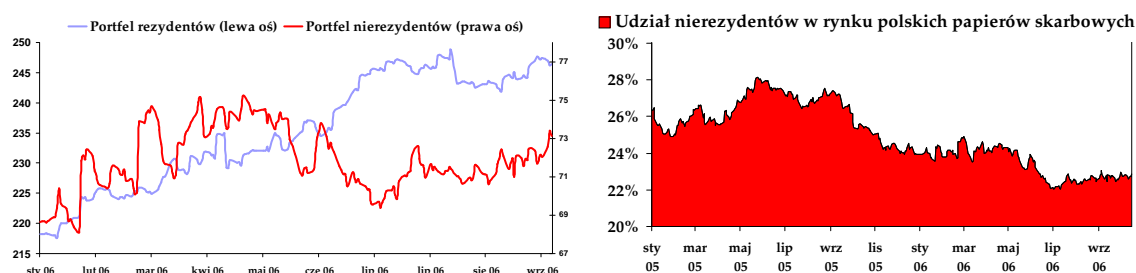
Wykres 2.22: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych (lewy panel) oraz różnice między rentownością obligacji niemieckich a rentownością polskich obligacji skarbowych (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

Od ostatniego tygodnia lipca 2006 r. do końca sierpnia rentowności polskich obligacji rosły m.in. z powodu obaw rynku o kształt budżetu państwa na 2007 r. Do spadku cen polskich papierów skarbowych przyczyniły się także opublikowane przez GUS dane o wyższej od oczekiwań inflacji w lipcu. Na polski rynek długu wpływała również sytuacja w regionie Europy Środkowej, szczególnie informacje o prawdopodobnym opóźnieniu przyjęcia euro przez Węgry, na co wskazywała prognoza znacznego wzrostu deficytu budżetowego i długu publicznego, przedstawiona w zaktualizowanym programie konwergencji. Z początkiem września br. ceny obligacji w Polsce zaczęły rosnąć. Pozytywnym sygnałem dla rynku krajowego było przedstawienie założeń do budżetu na 2007 r., wskazujących na utrzymanie deficytu na poziomie 30 mld zł i deklaracje Premiera oraz Ministra Finansów o braku możliwości dalszego wzrostu wydatków. Czynnikiem pozytywnym dla polskich obligacji było również oświadczenie agencji ratingowej S&P, iż

silny wzrost gospodarczy może przyczynić się w ciągu 2-5 lat do poprawy oceny ratingowej Polski powyżej obecnego poziomu BBB+. Z kolei destabilizująco na rynek obligacji w tym czasie wpływała sytuacja na scenie politycznej oraz rosnąca premia za ryzyko dla krajów regionu wynikająca m.in. ze wzrostu inflacji ponad poziom celu inflacyjnego na Węgrzech i na Słowacji oraz ze zwiększonego ryzyka fiskalnego w regionie. W ocenie uczestników rynku, powyższe czynniki negatywnie wpłynęły na wiarygodność przedstawionych programów konwergencji, co zwiększyło prawdopodobieństwo opóźnienia daty przyjęcia euro przez Słowację i Węgry.

Wzrost premii za ryzyko inwestycji w krajach regionu Europy Środkowej przyczynił się do zwiększenia różnicy między rentownościami obligacji dziesięcioletnich w Polsce i strefie euro, która dla 10-letnich papierów skarbowych wzrosła w analizowanym okresie o 11 punktów bazowych (Wykres 2.22, prawy panel). Mimo wzrostu ryzyka inwestycyjnego, w III kw. br. zaangażowanie nierezydentów w polskie obligacje skarbowe⁶¹ pozostawało na stabilnym poziomie, odnotowując nawet niewielki wzrost w ujęciu bezwzględnym. O 0,4 pkt. proc. (do 22,9%) wzrósł także udział nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych (Wykres 2.23).



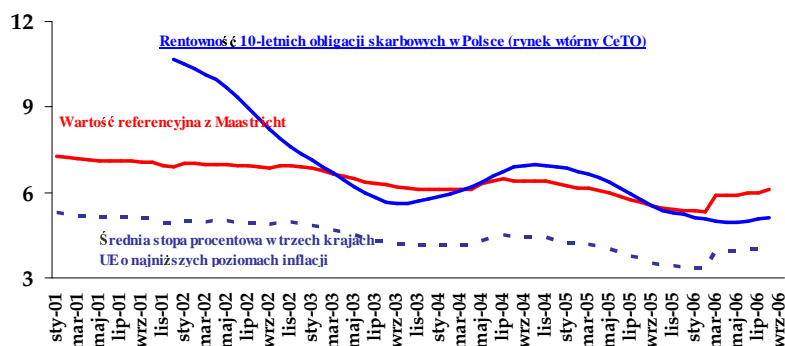
Wykres 2.23: Udział nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych w mld PLN (lewy panel) i procentowy (prawy panel)

Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

W analizowanym okresie wzrosła rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym (Wykres 2.24). Mimo to, od sierpnia 2005 r. Polska spełnia kryterium długoterminowych stóp procentowych, co jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro⁶², tym bardziej, że włączenie Polski od marca br. do grupy krajów referencyjnych (ze względu na niski poziom krajowej inflacji – zobacz podrozdział 1.3 *Kryterium inflacyjne z Maastricht*) spowodowało wzrost wartości referencyjnej dla kryterium stóp procentowych.

⁶¹Mierzone wartością nominalną polskich obligacji w posiadaniu nierezydentów

⁶²Dany 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.



Wykres 2.24: 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.

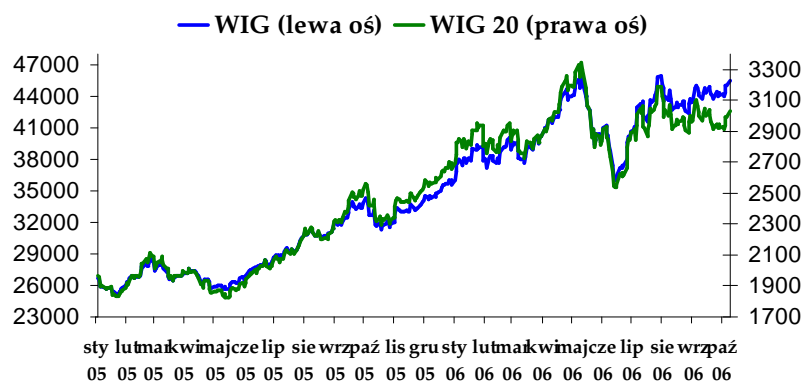
Rynek akcji

Po okresie wzrostów na warszawskiej giełdzie w drugiej połowie czerwca i na początku lipca br., główne indeksy WIG 20 oraz WIG początkowo ustabilizowały się, a w pierwszej połowie października br. ponownie istotnie wzrosły (Wykres 2.25). Wśród komponentów indeksu WIG najwięcej zyskały spółki budowlane, banki oraz spółki sektora spożywczego. Największe spadki zanotowały natomiast akcje spółek paliwowych. Wzrost indeksów na warszawskiej giełdzie był zbliżony do przeciętnego wzrostu innych indeksów regionu Europy Środkowej (BUX, SAX, PX) i świata (DJI, DAX, NIKKEI). Najwięcej zyskały natomiast akcje na giełdzie japońskiej, niemieckiej i czeskiej. Należy jednak zaznaczyć, że podczas sesji 18 października br. (tj. w ostatnim dniu analizowanego okresu) indeks WIG osiągnął historyczne maksimum na poziomie bliskim 47 650 pkt. Ponadto, w analizowanym okresie utrzymywał się trend wzrostowy indeksu małych i średnich spółek (WIRR), który w połowie października br. przewyższył poziom 11000 pkt., również osiągając historyczne maksimum.

Udział nierezydentów w rynku polskich akcji zmniejszył się z 50,7% na koniec czerwca do 49,9% na koniec sierpnia br. W lipcu, gdy warszawska giełda była jednym z najszybciej rosnących rynków na świecie, wygasła utrzymująca się od października 2005 r. tendencja do wycofywania kapitału przez nierezydentów z polskiego rynku akcji. W sierpniu inwestorzy zagraniczni zwiększyli natomiast ilość polskich akcji w swoim portfelu, w którym przeważają akcje wchodzące w skład indeksu największych spółek – WIG20 (na koniec sierpnia br. udział tych spółek w portfelu nierezydentów wyniósł 68,0%)

Ceny mieszkań

Analiza ofertowych cen mieszkań, uzupełniona prowadzonymi przez NBP badaniami cen transakcyjnych, wskazuje, że w pierwszym półroczu 2006 r. wzrost cen mieszkań



Wykres 2.25: Zmiany wartości indeksów WIG i WIG20

Źródło: Reuters.

w miastach uległ przyspieszeniu. Ceny mieszkań na rynku pierwotnym wzrosły średnio o 10,2% w stosunku do poprzedniego półrocza (Tabela 2.9). Na rynku wtórnym wzrost ten był jeszcze większy i wyniósł 12,4%. Największe przyrosty obserwowano w największych miastach Polski – przede wszystkim w Warszawie, Krakowie i Wrocławiu, gdzie na wysoki popyt, wzmocniony dynamiczną akcją kredytową banków, nakładały się ograniczenia podażowe. Poziom cen w tych miastach, zarówno na rynku wtórnym jak i pierwotnym, znacząco przekracza koszty budowy i odzwierciedla ograniczoną podaż mieszkań, która w krótkim okresie charakteryzuje się niską elastycznością. W okresie od drugiej połowy 2002 r., dla którego dostępne są dane, przyrost cen na rynkach mieszkaniowych największych miast w Polsce wyniósł 66,1% dla rynku pierwotnego oraz 49,2% dla rynku wtórnego.

Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Od początku lipca 2006 r. stopa funduszy federalnych Fed została utrzymana na niezmiennym poziomie 5,25%. Od początku br. stopa Fed została podwyższona łącznie o 100 punktów bazowych, ostatni raz na czerwcowym posiedzeniu – o 25 punktów bazowych. Decyzje Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) były zgodne z oczekiwaniami rynku. W okresie lipiec–wrzesień br. rentowności obligacji amerykańskich wyraźnie się obniżyły, po czym w październiku zaczęły ponownie wzrastać. W rezultacie w okresie od początku lipca do 18 października br. rentowność obligacji 2-letnich obniżyła się o 33 punkty bazowe, natomiast rentowności obligacji 5- i 10-letnich spadły o 39 punktów bazowych. Na koniec analizowanego okresu rentowności powyższych obligacji ukształtowały się na poziomie około 4,7-4,8%.

Zgodnie z ankietą Bloomberg z połowy października br., większość ośrodków analitycznych nie oczekuje zmian w polityce pieniężnej Fed do końca br. Mediana oczekiwań ośrodków analitycznych wskazuje na utrzymanie stopy funduszy federalnych na poziomie 5,25% do I kw. 2007 r. włącznie, a następnie obniżenie stopy procentowej do poziomu

Determinanty inflacji

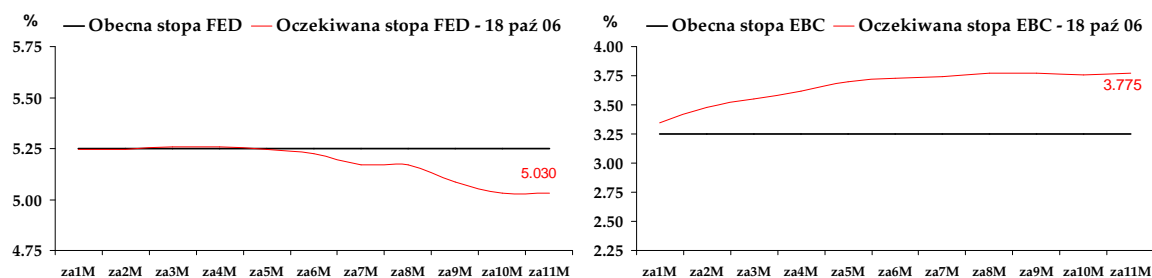
Rynek pierwotny										
Okres	I pół. 2003	II pół. 2003	I pół. 2004	II pół. 2004	I pół. 2005	II pół. 2005	I pół. 2006	II pół. 2006	I pół. 2006	II pół. 2006
przyrost procentowy względem	poprzednie półrocze = 100 %							II pół. 2002 = 100 %	I pół. 2005	Średnia cena
Polska ogółem	23.31	-5.70	4.73	4.14	1.94	5.85	10.19	50.80	16.64	4 495
Największe miasta w Polsce (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Sopot)	15.66	2.55	2.91	6.48	4.31	10.73	10.65	66.10	22.52	5 081
Miasta wojewódzkie	14.77	2.77	4.23	4.63	4.81	9.69	6.80	57.96	17.15	4731
Małe i średnie miasta	4.98	-9.81	9.08	1.41	1.55	5.34	0.78	12.91	6.16	2 970
Warszawa	0.70	0.84	3.73	8.78	6.13	6.42	22.97	59.14	30.86	6 049
Kraków	8.66	1.00	2.00	10.85	5.73	15.71	17.72	78.72	36.22	5 002
Wrocław	2.75	4.05	3.56	1.23	6.66	10.58	28.93	70.43	42.58	4 450
Sopot	23.69	20.55	17.98	5.97						
Rynek wtórny										
Okres	I pół. 2003	II pół. 2003	I pół. 2004	II pół. 2004	I pół. 2005	II pół. 2005	I pół. 2006	II pół. 2006	I pół. 2006	II pół. 2006
przyrost procentowy względem	poprzednie półrocze = 100 %							II pół. 2002 = 100 %	I pół. 2005	Średnia cena
Polska ogółem	-3.93	13.85	2.44	-1.48	3.04	5.47	12.38	34.81	18.53	3 175
Największe miasta w Polsce (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Sopot)	-0.04	13.31	5.83	1.16	0.05	0.72	22.10	49.20	22.98	4 902
Miasta wojewódzkie	-5.52	15.99	4.54	-2.20	-1.32	5.93	11.44	30.51	18.05	3 520
Małe i średnie miasta	0.94	5.99	7.43	-0.07	10.54	-0.88	16.72	46.88	15.69	2 501
Warszawa	0.22	13.69	5.42	1.45	-0.12	15.25	18.22	65.84	36.25	6 180
Kraków	3.41	3.96	7.57	4.58	10.78	18.52	24.76	98.08	47.86	5 759
Wrocław	6.61	3.11	7.74	8.19	4.51	8.93	24.22	81.21	35.31	4 611
Sopot	-7.69	19.21	4.96	6.63	2.19	21.73	3.59	58.72	26.10	5 116

Tabela 2.9: Zmiany cen mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym w latach 2003 – 2006.

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

5,0% w II kw. 2007 r. oraz do 4,75% w III kw. 2007 r. i utrzymanie tego poziomu do końca 2007 r. Oczekiwania rynku na zmiany stóp Fed, zawarte w notowaniach kontraktów futures na stopę funduszy federalnych, wskazują na nieco mniejszą skalę złagodzenia polityki pieniężnej FOMC. Zgodnie z nimi, stopa Fed zostanie utrzymana na poziomie 5,25% do początku III kw. 2007 r., kiedy to powinna być obniżona do 5,0% (Wykres 2.26, lewy panel).

Europejski Bank Centralny na posiedzeniach 3 sierpnia 2006 r. i 5 października 2006 r. zadecydował o podwyższeniu stopy procentowej, za każdym razem o 25 punktów bazowych. Z kolei na posiedzeniach 6 lipca br. oraz 31 sierpnia br. stopy EBC nie zostały zmienione. W efekcie stopa refinansowa EBC wynosi obecnie 3,25%. W okresie od początku lipca do 18 października br. rentowność 2-letnich obligacji europejskich nieznacznie wzrosła (o 6 punktów bazowych), natomiast obniżeniu uległy rentowności obligacji 5- i 10-letnich (odpowiednio o 13 i 26 punktów bazowych). Na kształtowanie się cen europejskich papierów skarbowych w analizowanym okresie w znacznym stop-



Wykres 2.26: 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.

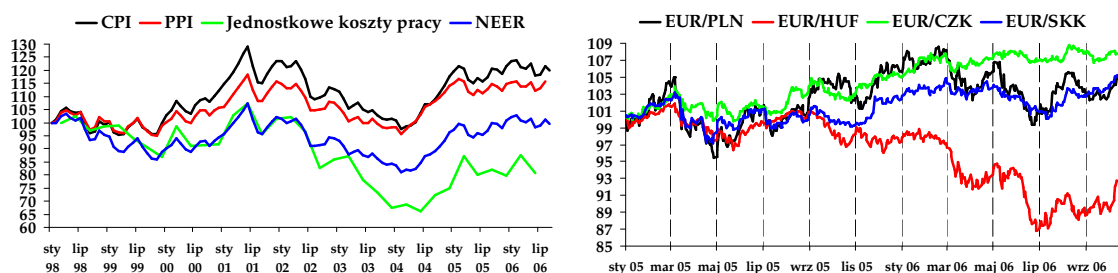
niu oddziaływała sytuacja na rynku amerykańskim. Na koniec analizowanego okresu rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wyniosły odpowiednio około 3,6%, 3,7% i 3,8%.

Zgodnie z ankietą Bloomberg z początku października br., większość ośrodków analitycznych oczekuje, że EBC podniesie stopę procentową (minimum bid rate) w IV kw. br. o 25 punktów bazowych, do poziomu 3,50%. Mediana prognoz ośrodków analitycznych wskazuje na kolejną podwyżkę stopy refinansowej EBC do 3,75% w I kw. 2007 r. i utrzymanie tego poziomu do końca przyszłego roku. Na wzrost stopy EBC do końca br. o 0,25 pkt. proc. wskazują także oczekiwania rynku zawarte w notowaniach kontraktów swap na stopę procentową EONIA. Zgodnie z nimi, stopa refinansowa powinna zostać następnie podwyższona do 3,75% pod koniec I kw. 2007 r. i utrzymana na tym poziomie w II i III kw. 2007 r. (Wykres 2.26, prawy panel).

2.5.2 Kurs walutowy

W okresie lipiec–wrzesień br. średniomiesięczny nominalny efektywny kurs złotego umocnił się o 1,3% wobec poziomu z czerwca br. (Wykres 2.27, lewy panel). Złożyła się na to utrzymująca się do 10 sierpnia br. aprecjacja nominalnego kursu złotego względem głównych walut światowych. W okresie 23 czerwca – 10 sierpnia br. złoty umocnił się wobec euro o 6,3% (z poziomu 4,11 do 3,86) oraz względem dolara amerykańskiego o 8,9% (z poziomu 3,27 do 3,00). Następnie, w okresie 10 sierpnia – 7 września br., kurs EUR/PLN zdeprecjonował się o 3,1% (z poziomu 3,86 do 3,99), zaś kurs USD/PLN osłabił się o 3,7% (z poziomu 3,00 do 3,12). Od tego czasu obserwowane jest ponowne, lekkie umocnienie polskiej waluty. W okresie 7 września - 18 października złoty zaprecjonował się wobec euro o 2,2% (z poziomu 3,99 do 3,90) oraz względem dolara amerykańskiego o 0,2% (z poziomu 3,12 do 3,11).

W trzecim kwartale br. korelacja wahań kursu EUR/PLN z kursem euro wobec walut pozostałych głównych gospodarek regionu Europy Środkowej pozostała na wysokim poziomie. W okresie 30 czerwca – 10 sierpnia br. kursy forinta, złotego, korony słowackiej oraz czeskiej wobec euro umocniły się odpowiednio o 4,8%, 4,7%, 2,5% oraz 1,6%



Wykres 2.27: Realny efektywny kurs złotego (lewy panel) oraz nominalne kursy walut krajów Europy Środkowej względem euro (prawy panel). Wzrost oznacza aprecjację.

Źródło: Dane NBP, Komisji Europejskiej oraz EcoWin.

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

(Wykres 2.27, prawy panel). Aprecjacja ta była związana w dużej mierze z korektą po obniżeniu wartości powyższych walut w maju i czerwcu br. W drugiej połowie sierpnia oraz w pierwszej dekadzie września br. kursy walut CEC-4 wykazywały z kolei tendencję do deprecjacji, która była w znacznym stopniu związana z rosnącym ryzykiem politycznym oraz fiskalnym w tych gospodarkach. Od połowy września obserwowane jest ponowne, lekkie umocnienie walut regionu Europy Środkowej.

Oprócz czynników o charakterze globalnym oraz regionalnym, na zmiany wartości polskiej waluty w ostatnich miesiącach miały także wpływ czynniki krajowe. Za aprecjacją złotego przemawiały dane makroekonomiczne wskazujące na przyspieszenie wzrostu gospodarczego, spadek stopy bezrobocia, wysoką dynamikę produkcji oraz utrzymujący się stabilny i niski poziom deficytu na rachunku obrotów bieżących. W kierunku deprecjacji złotego oddziaływał natomiast spadek dysparytetu nominalnych stóp procentowych względem strefy euro: od początku trzeciego kwartału br. stopy procentowe NBP utrzymały się na niezmiennym poziomie, podczas gdy stopy EBC wzrosły o 50 punktów bazowych. W rezultacie 18 października br. stopy procentowe ECB były o 0,75 pkt proc. niższe, zaś stopy FED – o 1,25 pkt. proc. wyższe niż stopy NBP. Ponadto, w kierunku osłabienia kursu złotego w omawianym okresie oddziaływało rosnące ryzyko polityczne, związane m.in. z rozpadem koalicji rządzącej, oraz utrzymujące się wysokie ryzyko fiskalne.

Dostępne dane za okres do września br. pokazują, że zmianom kursu nominalnego towarzyszyły podobne tendencje w kształtowaniu się realnego kursu efektywnego deflowanego indeksem cen konsumenta (REER CPI - Wykres 2.27, lewy panel). W najbliższym czasie wartość złotego powinna być kształtowana głównie przez czynniki krajowe, tj. wydarzenia na polskiej scenie politycznej oraz decyzje mające wpływ na kształt przyszłorocznego budżetu. Bardzo ważne będą także czynniki o charakterze globalnym. W przypadku ponownego wzrostu globalnej awersji do ryzyka, która obecnie wciąż utrzymuje się na historycznie niskim poziomie, można się spodziewać wycofywania kapitału z rynków krajów rozwijających się i deprecjacji ich walut. W perspektywie najbliższych lat w kierunku ustabilizowania lub nawet umocnienia kursu realnego złotego powinny od-

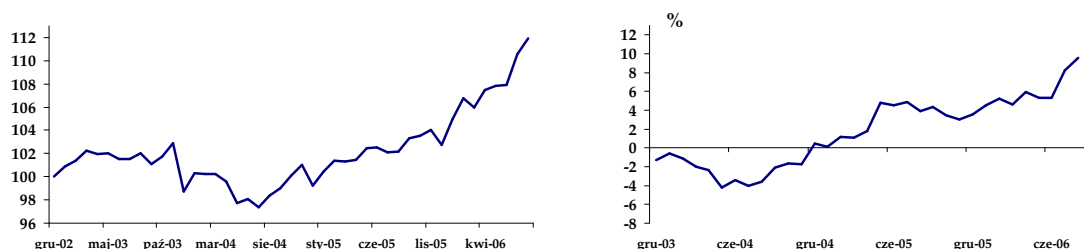
działywać bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących, napływ inwestycji bezpośrednich oraz środków unijnych, a także dobre perspektywy wzrostu gospodarczego.

2.5.3 Kredyt i pieniądz

W okresie od końca maja do końca sierpnia br.⁶³ wzrost akcji kredytowej banków uległ przyspieszeniu. Na koniec sierpnia br. zadłużenie sektora niefinansowego w bankach komercyjnych wzrastało w tempie 17,6% r/r, wobec 12,0% r/r w maju. Głównym pożyczkobiorcą nadal są gospodarstwa domowe, które przy pomocy środków bankowych finansują przede wszystkim wydatki na cele mieszkaniowe. W ostatnich miesiącach odnotowano również ożywienie na rynku kredytów dla przedsiębiorstw.

Sektor przedsiębiorstw

Po utrzymującym się od połowy 2004 r. okresie umiarkowanego wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw w bankach, w ostatnich trzech miesiącach nastąpiło przyspieszenie akcji kredytowej dla tego sektora. W okresie od maja do sierpnia br. wartość nominalna kredytów i pożyczek udzielonych przedsiębiorstwom w sektorze bankowym wzrosła o 3,6%, natomiast ich roczne tempo wzrostu zwiększyło się z 4,1% r/r do 8,7% r/r. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw była nieco wyższa i wyniosła 9,6% r/r (Wykres 2.28, prawy panel)⁶⁴.



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

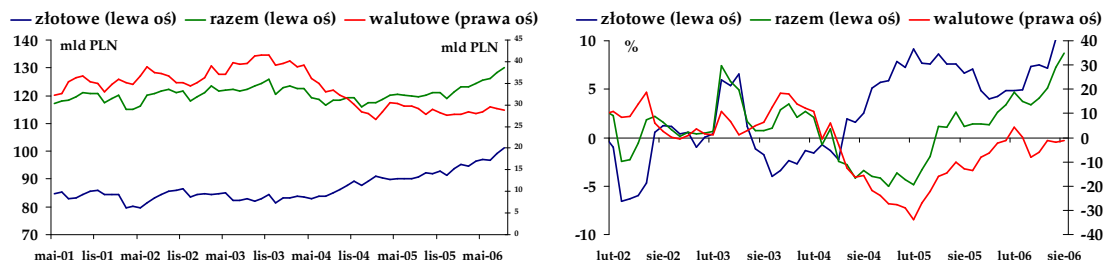
Źródło: Dane NBP.

Głównym źródłem wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw były kredyty złotowe, które w sierpniu br. rosły w tempie 11,8% r/r, podczas gdy wartość nominalna kredytów walutowych tego sektora zmniejszyła się o 1,1% r/r. (Wykres 2.29, prawy panel). Kredyty

⁶³W związku z faktem, że w poprzednim *Raporcie* analiza kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych uwzględniała okres do maja br., w niniejszym *Raporcie* przedmiotem analizy są dane za okres od końca tego miesiąca.

⁶⁴W dalszej części niniejszego podrozdziału wszelkie wartości liczbowe dotyczące zmian kredytów i depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych odnoszą się do danych skorygowanych o wpływ wahań kursu złotego, chyba, że zaznaczono inaczej.

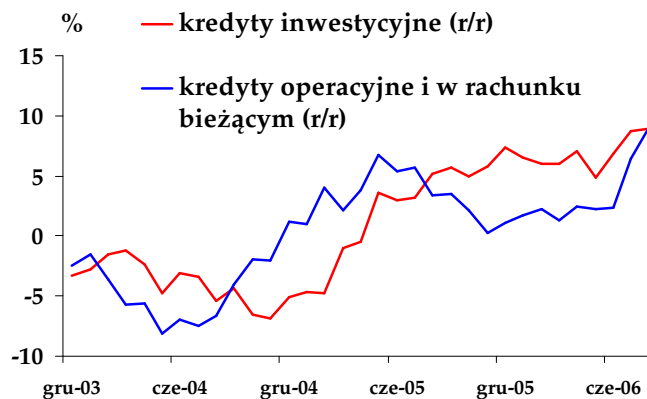
denominowane w walutach obcych nadal stanowią istotny udział w strukturze kredytów dla przedsiębiorstw, jednak w ostatnich latach udział ten stopniowo malał – z 33,5% w październiku 2003 r. do 22,7% w sierpniu br.



Wykres 2.29: Kredyty dla przedsiębiorstw, dane bez korekty o wpływ wahań kursu złotego. Lewy panel – wartości udzielonych kredytów. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.

Źródło: Dane NBP.

W analizowanym okresie rosły kredyty na cele inwestycyjne, których roczna dynamika zwiększyła się z 4,9% r/r w maju do 9,0% r/r w sierpniu br. (Wykres 2.30). Dynamiczny wzrost kredytów inwestycyjnych przedsiębiorstw oznacza zwiększanie roli kredytu bankowego jako źródła finansowania inwestycji, chociaż, jak wskazują badania ankietowe NBP⁶⁵, w strukturze finansowania nowych inwestycji nadal dominującą rolę odgrywają środki własne.



Wykres 2.30: Roczne tempo wzrostu kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych i kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw (dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego).

Źródło: Dane NBP.

Po trwającym od połowy 2005 r. spadku dynamiki kredytów operacyjnych i w rachunku bieżącym, w analizowanym okresie wzrosło zainteresowanie przedsiębiorstw tego rodzaju kredytem, w wyniku czego jego roczna dynamika wyniosła w sierpniu 9,2%

⁶⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kwartale 2006 r., www.nbp.pl.

r/r, wobec 2,3% r/r w maju (Wykres 2.30). W sektorze przedsiębiorstw nadal utrzymuje się stosunkowo wysoki wzrost kredytów na zakup nieruchomości, jednak ich roczna dynamika zmniejszyła się z 17,6% r/r w maju do 14,6% r/r w sierpniu.

Wyniki badań ankietowych NBP⁶⁶ wskazują, że w IV kw. br. banki spodziewają się utrzymania występującej w III kw. br. tendencji do łagodzenia polityki kredytowej w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrostu popytu na kredyt w tym sektorze, co powinno prowadzić do dalszego przyspieszenia akcji kredytowej. Wyniki badań ankietowych NBP dotyczących stanu koniunktury w IV kw. 2006 r. potwierdzają, że w kolejnych miesiącach ożywienie na rynku kredytów dla przedsiębiorstw powinno się utrzymać. Wprawdzie w III kw. br. większy był udział przedsiębiorców przewidujących spadek zadłużenia kredytowego niż jego wzrost, jednak saldo prognoz zadłużenia ważonych wielkością zatrudnienia jest dodatnie.

Dane z bilansu płatniczego za II kw. br. wskazują, że wzrostowi akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w sektorze bankowym towarzyszył szybki wzrost zadłużenia zagranicznego polskich przedsiębiorstw. Zadłużenie zagraniczne z tytułu kredytów niehandlowych wzrosło o 9,4% r/r. Wraz z dynamicznym wzrostem wymiany handlowej w II kw. nastąpiło ponadto dalsze przyspieszenie wzrostu kredytów handlowych, które rosły w tempie 21,4% r/r.

W ostatnim okresie, w ramach dostosowania statystyki monetarnej do zharmonizowanych wymogów Europejskiego Banku Centralnego, nastąpiła zmiana metodyki wyznaczania stóp procentowych od depozytów oraz kredytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W niniejszej edycji *Raportu* po raz pierwszy skorzystano z danych nowej sprawozdawczości stóp procentowych, w związku z czym prezentowane dane różnią się w stosunku do tych, które pojawiły się we wcześniejszych edycjach *Raportu*⁶⁷.

W okresie od maja do sierpnia br. nie nastąpiły istotne zmiany detalicznych stóp procentowych od depozytów i kredytów przedsiębiorstw (Tabela 2.10). Zarówno poziom oprocentowania, jak i różnica między nim a poziomem stóp procentowych rynku międzybankowego pozostają stabilne.

Pomimo wyraźnego wzrostu popytu ze strony przedsiębiorstw na kredyty bankowe, utrzymuje się wysoka dynamika środków na rachunkach bankowych tego sektora. Roczne tempo wzrostu depozytów po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych wyniosło 23,5%. Wydaje się, że wraz z przyspieszeniem inwestycji można oczekiwać spowolnienia wzrostu środków na rachunkach bankowych.

⁶⁶Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kwartał 2006 – ankieta została przeprowadzona wśród 24 banków, których łączny udział należności od przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w portfelu sektora bankowego wynosi 80,8%, analiza dostępna na stronie: www.nbp.pl.

⁶⁷W analizie wykorzystano dane dotyczące oprocentowania nowych umów złotych ze względu na fakt, że na decyzje podmiotów sektora niefinansowego dotyczące nowych inwestycji i przyszłej konsumpcji wpływają stopy aktualnie oferowane przez banki.

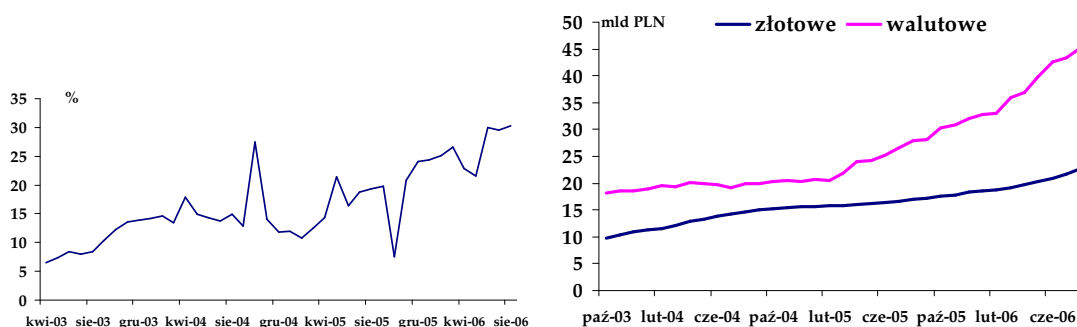
Determinanty inflacji

Okres	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06
KREDYTY								
Ogółem	6.1%	5.6%	5.9%	5.9%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%
DEPOZYTY								
Ogółem	3.8%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

Tabela 2.10: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w sektorze przedsiębiorstw.
Źródło: Dane NBP.

Sektor gospodarstw domowych

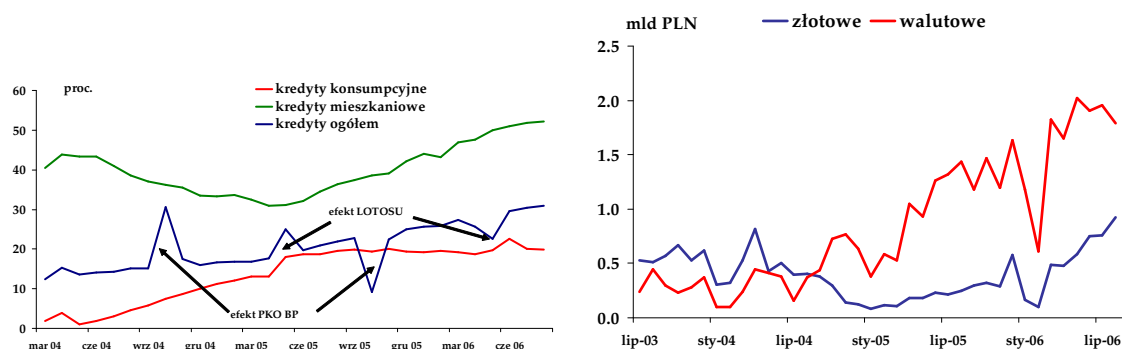
Tempo wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych w sektorze bankowym przyspiesza. Na koniec sierpnia br. tempo wzrostu nominalnej wartości kredytów i pożyczek udzielonych gospodarstwom domowym przez banki wyniosło 30,2% r/r (Wykres 2.31, lewy panel). Po korekcie o wpływ zmian kursu walutowego było ono równe 31% r/r, wobec 22,6% w maju.



Wykres 2.31: Kredyty dla gospodarstw domowych w ujęciu nominalnym, bez korekty o wpływ wahań kursowych. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem. Prawy panel: wartość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w rozbitciu na kredyty złotowe i walutowe.
Źródło: Dane NBP.

Gospodarstwa domowe zaciągały kredyty bankowe głównie na finansowanie wydatków mieszkaniowych. Od końca maja do końca sierpnia br. wartość kredytów na ten cel zwiększyła się o 13%, a ich roczna dynamika wzrosła o 2,2 pkt. proc., osiągając 52,2% r/r (Wykres 2.32, lewy panel). W wyniku silnego wzrostu kredytów na cele mieszkaniowe, ich udział w strukturze zobowiązań gospodarstw domowych wobec banków rośnie od października 2004 r. W sierpniu wynosił on 41,1% i był o 5,7 punktu procentowego wyższy niż przed rokiem. Wyniki badań ankietowych NBP⁶⁸ wskazują, że zdaniem banków do głównych przyczyn wzrostu popytu na kredyty mieszkaniowe w minionym okresie należały oczekiwania dalszego wzrostu cen na rynku mieszkaniowym oraz poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych.

⁶⁸Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kwartał 2006



Wykres 2.32: Kredyty dla gospodarstw domowych po usunięciu wpływu wahań kursu złotego. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Prawy panel: miesięczne przyrosty mieszkaniowych kredytów złotych i walutowych.

Źródło: Dane NBP.

Wśród kredytów mieszkaniowych około 67% stanowi zadłużenie w walutach obcych. Po skorygowaniu danych o wpływ zmian kursowych, kredyty walutowe dominują w strukturze przyrostów miesięcznych kredytów mieszkaniowych od III kw. 2004 r. (Wykres 2.32, prawy panel). Mimo, iż oczekiwano, że zaostrzenie warunków udzielania przez banki kredytów walutowych od lipca br. w ramach Rekomendacji S⁶⁹, przyczyni się do ich spadku, dane skorygowane o wpływ wahań kursowych wskazują, że w całym okresie od końca maja do końca sierpnia wzrost kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych był stabilny.

Podobnie jak w przypadku kredytów mieszkaniowych, banki odnotowują silny wzrost kredytów na cele konsumpcyjne. Od około roku tempo wzrostu tego rodzaju kredytów jest stabilne i wynosi około 19–20% r/r.

Wyniki badań ankietowych NBP⁷⁰ wskazują, że w IV kw. banki oczekują dalszego wzrostu popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych. W warunkach spodziewanego przez banki nieznacznego łagodzenia polityki kredytowej w tym sektorze, powinno to znaleźć odzwierciedlenie w dynamicznym wzroście zobowiązań gospodarstw domowych wobec banków komercyjnych.

W okresie od maja do sierpnia br. w sektorze gospodarstw domowych nastąpił spadek oprocentowania kredytów na cele konsumpcyjne, natomiast nie zaobserwowano większych zmian w oprocentowaniu kredytów mieszkaniowych i depozytów (Tabela 2.11). Stabilny jest zarówno poziom ich oprocentowania, jak i różnica między nim a stopami procentowymi na rynku międzybankowym.

⁶⁹Rekomendacja S jest dokumentem stanowiącym zbiór zasad dobrych praktyk dotyczących ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, który został przygotowany przez Komisję Nadzoru Bankowego. Zobowiązuje ona banki m.in. do tego, by przy udzielaniu kredytów w walutach obcych analizowały one zdolność kredytową klienta przy założeniu, że stopa procentowa dla kredytu walutowego jest równa co najmniej stopie procentowej dla kredytu złotowego, a kapitał kredytu jest większy o 20%.

⁷⁰Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kwartał 2006

Determinanty inflacji

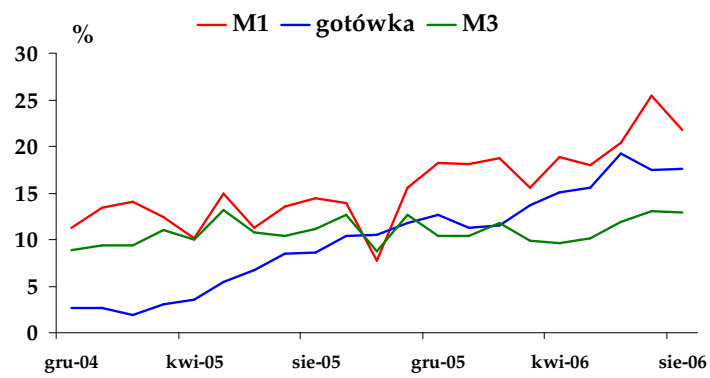
Okres	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06
KREDYTY								
Mieszaniowe	6.1%	5.9%	5.7%	5.7%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
Konsumpcyjne	14.7%	14.7%	14.4%	14.5%	14.3%	14.4%	14.2%	14.1%
Ogółem	12.3%	12.1%	11.7%	11.8%	11.6%	11.2%	10.9%	11.1%
DEPOZYTY								
Ogółem	3.6%	3.5%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%

Tabela 2.11: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w sektorze gospodarstw domowych.
Źródło: Dane NBP.

Szybkemu wzrostowi akcji kredytowej w sektorze gospodarstw domowych towarzyszył znaczny wzrost wartości depozytów bankowych oraz pozabankowych form oszczędności finansowych tej grupy podmiotów. Podobnie jak w poprzednich okresach, roczna dynamika aktywów finansowych gospodarstw domowych ogółem znacznie przewyższała tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych na rachunkach bankowych i w sierpniu br. wyniosła 15,2% r/r. W okresie od końca maja do końca sierpnia spośród różnych form aktywów finansowych, największy wzrost nastąpił jednak w kategorii depozytów bankowych, czemu towarzyszył wzrost ich dynamiki z 4,2% r/r do 6,1% r/r.

Agregaty monetarne

Procesy obserwowane na rynku kredytów znajdują odzwierciedlenie w kształtowaniu się podstawowych agregatów monetarnych. Wraz z dynamicznym wzrostem akcji kredytowej, nastąpiło przyspieszenie wzrostu pieniądza szerokiego M3 z 10,1% r/r w maju do 12,9% r/r w sierpniu br. (Wykres 2.33). Nadal najszybszym wzrostem charakteryzowały się składniki podaży pieniądza o stosunkowo wysokim stopniu płynności. W szczególności, w ostatnich miesiącach nastąpił dalszy wzrost tempa wzrostu gotówki w obiegu, które w sierpniu wyniosło 17,6% r/r, wobec 15,6% r/r trzy miesiące wcześniej. Do szybkiego wzrostu pieniądza gotówkowego przyczynia się wzrost aktywności gospodarczej. Ponadto dynamiczny wzrost gotówki w obiegu może się wiązać ze wzrostem turystyki oraz migracją zarobkową Polaków, którzy przyjeżdżając do Polski zamieniają na gotówkę część zarobionych za granicą środków. Dane dotyczące obrotów w walucie zagranicznej w I kw. br. wskazują na dynamiczny wzrost nadwyżki skupu nad sprzedażą walut. W kantorach wymiany walut nadwyżka ta wzrosła o 41,6% r/r, podczas gdy w kasach banków o 12% r/r. Najwyższa koncentracja obrotów i nadwyżek skupu walut nad ich sprzedażą jest obserwowana w Polsce południowej i zachodniej, zwłaszcza w województwach podkarpackim, małopolskim, dolnośląskim, wielkopolskim oraz zachodniopomorskim.



Wykres 2.33: Roczne nominalne tempo wzrostu M3, M1 oraz gotówki w obiegu.
Źródło: Dane NBP.

Polityka pieniężna w okresie sierpień - październik 2006 r.

Lipcowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 23 czerwca 2006 r.) przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w II połowie 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%). Projekcja wskazywała, że w 2008 r. inflacja będzie nadal stopniowo wzrastać, a jej poziom utrzyma się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego.

Dane opublikowane w okresie sierpień - wrzesień wskazywały, że inflacja powróci do celu szybciej niż wynikało to z projekcji lipcowej, ale może utrzymać się w granicach przedziału odchyień od celu. Na posiedzeniach w sierpniu i wrześniu br. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,0%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

W trakcie posiedzeń Rada dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej. Na posiedzeniach rozważano, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: procesy globalizacyjne oraz wzrost znaczenia czynników globalnych wobec czynników krajowych, perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, tendencje na rynku pracy, stan i perspektywy finansów publicznych, ewentualne silniejsze niż oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie w 2007 r., dynamika agregatów monetarnych.

Rada rozważała wpływ globalizacji na przyszłą inflację. Zwracano uwagę, że czynnikiem hamującym wzrost cen w przyszłości może być rosnąca otwartość gospodarki i związana z nią wzrastająca konkurencja cenowa. Ponadto, wskazywano, że konkurencja ze strony krajów o niskich kosztach wytwarzania może przyczynić się do ograniczenia wzrostu płac i zmniejszenia dynamiki cen dóbr będących zarówno przedmiotem wymiany międzynarodowej, jak i dóbr nieuczestniczących w tej wymianie. Jednocześnie na podstawie dostępnych danych wskazywano, że wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania, dotychczas oddziałujący w kierunku obniżania inflacji w Polsce, może ulec osłabieniu. Świadczyć o tym mogło zahamowanie spadku cen importowanych dóbr konsumpcyjnych zarówno ze strefy euro, jak i spoza tego obszaru. Na rosnące prawdopodobieństwo, że import z krajów o niskich kosztach wytwarzania będzie w mniejszym niż dotychczas stopniu ograniczał inflację w Polsce, wskazywało również

stopniowe domykanie się luki popytowej w gospodarce światowej, prowadzące do dalszego ograniczenia spadków cen towarów konsumpcyjnych importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. W świetle dostępnych badań wzrósł wpływ czynników globalnych (luki popytowej w gospodarce światowej) i zmniejszył się wpływ czynników krajowych (krajowej luki popytowej) na inflację w Polsce.

Rada dyskutowała o perspektywach inflacji w świetle opublikowanego przez GUS szacunku PKB w II kw. br. Tempo wzrostu PKB w II kw. br. było wyraźnie wyższe niż przewidywano w lipcowej projekcji, a utrzymujący się w lipcu i sierpniu br. wysoki wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw zanotowane w I poł. br. pozwalały oczekiwać, że również w III kw. wzrost gospodarczy będzie szybszy niż przewidywała lipcowa projekcja. Wskazywało to, że domykanie się luki popytowej w latach 2006-2008 może nastąpić szybciej niż oczekiwano, co mogłoby się przyczynić do ukształtowania się dynamiki wynagrodzeń i inflacji na poziomie wyższym, niż przewidywano w lipcowej projekcji. Jednak zarówno wzrost inwestycji w latach 2006-2008, który będzie prawdopodobnie wyższy niż przewidywała lipcowa projekcja, jak i utrzymujący się silny wzrost wydajności pracy, mimo szybkiego wzrostu zatrudnienia, mogły oznaczać, że dynamika potencjalnego PKB będzie wyższa. Oddziaływałyby to w kierunku zmniejszenia presji na wzrost płac i cen.

Rada poświęciła wiele uwagi wpływowi sytuacji na rynku pracy na dynamikę wynagrodzeń, jednostkowych kosztów pracy i inflację w gospodarce. Z jednej strony wskazywano, że w dłuższej perspektywie można się spodziewać szybkiego i wyższego niż przewidywała projekcja tempa wzrostu liczby pracujących w gospodarce. Za taką oceną przemawiały: dokonana głęboka restrukturyzacja polskich przedsiębiorstw, ograniczająca możliwość dalszego wzrostu produkcji bez wzrostu zatrudnienia, tworzenie większości nowych miejsc pracy w bardziej pracochłonnym sektorze usług. Czynniki te oddziaływałyby także w kierunku szybszego niż przewidywała projekcja wzrostu płac, dochodów gospodarstw domowych i jednostkowych kosztów pracy. Taką ocenę uzasadniały również opublikowane dane BAEL za II kw. 2006 r., wskazujące na wysokie i wyraźnie wyższe niż oczekiwano w lipcowym *Raporcie* tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce poza indywidualnymi gospodarstwami rolnymi, któremu towarzyszył obserwowany od I kw. br. spadek liczby osób aktywnych zawodowo. Źródłem dodatkowej presji inflacyjnej, której nie uwzględniała projekcja lipcowa, może być także utrzymująca się emigracja zarobkowa z Polski do niektórych krajów UE, przyczyniająca się do powstawania niedoborów siły roboczej w niektórych segmentach rynku pracy oraz bezpośredniej presji płacowej. Ponadto, zgodnie z wynikami badań empirycznych wśród osób zarejestrowanych jako bezrobotne większość stanowiły osoby, które nie zamierzały podjąć pracy lub nie posiadały odpowiednich kwalifikacji. Oznacza to ryzyko, że mimo wysokiego bezrobocia spodziewany szybki wzrost popytu na pracę może nie być zaspokojony, co oddziaływałoby w kierunku zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń. Natomiast z drugiej strony wskazywano, że w kierunku zwiększenia podaży pracy może oddziaływać utrzymujący się wzrost liczby osób w wieku produkcyjnym, będący rezultatem wyżu demograficznego w latach 80-tych, o ile nie nastąpi obniżenie aktywności zawodowej. Ponadto sygnalizowano, że napięcia na rynku pracy, wywołane

przez emigracje zarobkowe, mogą prowadzić do zmian w płacach względnych (struktura płac), a nie do wzrostu ich ogólnego poziomu. W kierunku zmniejszenia presji płacowej może również oddziaływać nadal wysokie bezrobocie. Zwracano także uwagę na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw, która - mimo utrzymujących się wysokich cen energii - umożliwia pewien wzrost udziału kosztów pracy w łącznych kosztach bez konieczności podnoszenia cen. Wskazywano również, że w ocenie średniookresowych perspektyw inflacji uwzględnić trzeba fakt, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w latach 2002-2004 była relatywnie niska. Podnoszono także, że jeśli szybszemu wzrostowi płac będzie towarzyszył szybszy wzrost gospodarczy, to dynamika jednostkowych kosztów pracy może być zbliżona do przewidywanej w lipcowej projekcji.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniach Rady była również polityka fiskalna stanowiąca istotny czynnik ryzyka inflacyjnego w średniej perspektywie. Rada uznała za niepokojące zgłaszane projekty ustaw prowadzących do dalszego rozluźniania dyscypliny fiskalnej oraz przyspieszenie prac nad podobnymi projektami już złożonymi w parlamencie. Mogło to oznaczać wzrost ryzyka takiego przyrostu wydatków sektora finansów publicznych, który pogłębiałby napięcia w budżecie. Ryzyko to działałoby w kierunku wyższej inflacji, niż pokazywała projekcja lipcowa. Dostępne do wrześniowego posiedzenia Rady informacje dotyczące prac nad budżetem na 2007 rok nie pozwalały na jednoznaczne stwierdzenie, czy rośnie ryzyko większego niż przewidywała lipcowa projekcja wzrostu wydatków sektora finansów publicznych.

Rada dyskutowała również na temat perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Czynnikiem, który mógłby zmienić ścieżkę inflacji względem projekcji lipcowej byłoby znacznie silniejsze, niż to założono w projekcji, osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie w 2007 r. Rada oceniła, że prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza nie jest znaczne. Gdyby jednak doszło do silnego spowolnienia wzrostu gospodarki światowej, którego przyczyną mógłby być spadek cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych lub też gwałtowne odwrócenie narastających od dłuższego czasu nierównowag globalnych, to oddziaływałoby to w kierunku obniżenia inflacji i zmniejszenia dynamiki popytu u głównych partnerów handlowych Polski. Osłabienie popytu zewnętrznego prowadziłoby do obniżenia tempa wzrostu PKB także w Polsce oraz - głównie w wyniku zmniejszenia dynamiki dochodów - do zwiększenia deficytu tego sektora. Gdyby wzrost deficytu sektora finansów publicznych był głęboki, mógłby on prowadzić do zwiększenia premii za ryzyko, deprecjacji złotego i wzrostu inflacji ponad ścieżkę centralną w projekcji. Natomiast w kierunku ograniczenia inflacji oddziaływałby spadek tempa wzrostu PKB i związane z tym zmniejszenie presji na wzrost płac i cen. Ponadto, ryzyko scenariusza silnej deprecjacji złotego ograniczałby utrzymujący się niski deficyt obrotów bieżących. Wskazywano, że łączny wpływ tych czynników na warunki prowadzenia polityki pieniężnej jest trudny do określenia.

Podczas dyskusji wyrażono również ocenę, że sygnały płynące ze sfery pieniężnej mogły wskazywać na istotny wzrost ryzyka inflacyjnego. Dostępne dane wskazywały, że obserwowane w 2006 r. ożywienie gospodarcze dokonywało się w innych warunkach, niż przyspieszenie wzrostu gospodarczego odnotowane w 2004 r. Szybkiemu wzrostowi

PKB w 2006 r. towarzyszyła istotnie wyższa niż w 2004 r. dynamika agregatów monetarnych. Ponadto, relatywne zwiększenie dynamiki agregatów monetarnych obserwowano w warunkach wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, sygnalizującego podażowe bariery wzrostu, oddziałujące w kierunku wzrostu inflacji. Jednocześnie zwracano uwagę, że rosnąca otwartość polskiej gospodarki może łagodzić znaczenie wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych.

W informacji po sierpniowym posiedzeniu Rada stwierdziła, że przebieg przyszłej inflacji będzie zbliżony do przedstawionego w lipcowej projekcji. Na posiedzeniu wrześniowym Rada oceniała, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtują się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znajdzie się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego. W przekonaniu Rady, napływające informacje odnoszące się do czynników średniookresowych sygnalizowały, że inflacja w 2007 r. może ukształtować się na wyższym poziomie od przewidywanego w lipcowej projekcji. Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji zostanie dokonana na posiedzeniu w październiku 2006 r. po zapoznaniu się z nową projekcją inflacji.

We wrześniu 2006 r. Rada Polityki Pieniężnej przyjęła *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*. Rada podtrzymała dotychczasowy sposób rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji, w tym jednoznaczne ukierunkowanie polityki pieniężnej na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5% w średnim okresie. Rada będzie dążyła do tego, aby prognozowany na początek 2007 r. powrót inflacji w okolice celu inflacyjnego miał charakter trwały. Jednak tak jak w poprzednich latach, w przypadku wystąpienia silnych i nieoczekiwanych wstrząsów, polityka pieniężna będzie prowadzona w sposób umożliwiający realizację celu w średnim horyzoncie czasowym. W ocenie Rady, jeśli oczekiwanemu utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego będzie towarzyszyć narastanie presji inflacyjnej, konieczne może być odpowiednie dostosowanie polityki pieniężnej.

W październiku Rada przyjęła *Opinię do projektu Ustawy budżetowej na rok 2007*. Projekt ten zakłada szybki wzrost wydatków sektora finansów publicznych w 2007 r. prowadzący do wzrostu relacji tych wydatków do PKB, przy jednoczesnym wzroście obciążeń fiskalnych gospodarki. Rada oceniła, że zasadniczym skutkiem szybkiego wzrostu wydatków sektora finansów publicznych i braku istotnego ograniczenia deficytu będzie utrzymanie na wysokim poziomie potrzeb pożyczkowych sektora. Będzie to oznaczać - niekorzystną z punktu widzenia długofalowego wzrostu gospodarczego - kontynuację narastania państwowego długu publicznego. Jeśli szybki wzrost gospodarczy utrzyma się w najbliższych latach – co założono w *Strategii zarządzania długiem publicznym na lata 2007-2009* – to relacja długu publicznego do PKB ustabilizuje się stopniowo na poziomie 50-51%. Natomiast, jeśli nastąpi ewentualne spowolnienie wzrostu gospodarczego to relacja ta wzrośnie. Gdyby relacja długu przekroczyła poziom 55% PKB (drugi próg ostrożnościowy ustawy o finansach publicznych), mogłoby to doprowadzić do napięć fiskalnych, które mogłyby jeszcze bardziej pogorszyć koniunkturę gospodarczą. Zgodnie z opinią Rady, obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform powodujących trwałe ograniczenie nierównowagi finansów publicznych. Wprowadzenie reform ograniczających struk-

turalny deficyt sektora finansów publicznych jest niezbędne dla odwrócenia tendencji narastania długu publicznego, a przez to dla utrzymania wysokiego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ze względu na wysokie obciążenia podatkowe, ograniczenie nierównowagi finansów publicznych powinno się odbyć na drodze ograniczenia wydatków publicznych.

Na posiedzeniu w dniu 19 października 2006 r. Rada uzgodniła, że począwszy od następnego *Raportu o inflacji* (styczeń 2007 r.) zmodyfikowana zostanie formuła rozdziału "Polityka pieniężna" (rozdział III *Raportu o inflacji*). Nowa formuła tego rozdziału umożliwi pełniejsze przedstawienie ocen formułowanych w trakcie posiedzeń Rady na tle zmieniających się procesów gospodarczych, a tym samym będzie zbliżona do praktyki stosowanej przez wiele banków centralnych (*minutes*).

Zgodnie z październikową projekcją inflacji i PKB sporządzoną przez analityków NBP, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 5,2-5,5% w 2006 r. (wobec 4,7-5,3% w lipcowej projekcji); 4,1-6,2% w 2007 r. (wobec 3,6-5,9%) oraz 4,5-7,0% w 2008 r. (wobec 4,0-6,6%).

Październikowa projekcja inflacji wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie wyższe od oczekiwanego w lipcowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,8-2,2% w IV kw. 2006 r. (wobec 1,0-1,9% w projekcji lipcowej), 1,9-3,8% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,5-3,5%) oraz 2,2-4,6% w IV kw. 2008 r. (wobec 1,7-4,3%).

W ocenie autorów przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim możliwości wyraźnie szybszego, niż przewiduje projekcja, wzrostu płac oraz kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach. Ponadto, październikowa projekcja została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 28 września br. Nie uwzględnia ona niższych niż założono w projekcji cen ropy naftowej. Zarówno szacunek PKB, jak i inflacja CPI w III kw. br. były zbliżone do założeń projekcji, natomiast inflacja netto w III kw. br. była zgodna z założoną w projekcji⁷¹.

Aktualne dane potwierdziły, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtowały się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znalazła się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego. Nowe dane oraz październikowa projekcja inflacji sygnalizują, że inflacja w średnim okresie może ukształtować się na wyższym poziomie niż oceniano na poprzednim posiedzeniu.

Zdaniem Rady obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform powodujących trwałe ograniczenie nierównowagi finansów publicznych. Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej ko-

⁷¹Dane dotyczące rachunków narodowych przedstawione w *Raporcie* nie uwzględniają rewizji dokonanej przez GUS w dniu 24 października 2006 r. Jednocześnie w tym dniu na konferencji prasowej GUS zasygnalizował, że wzrost PKB w III kw. br. był nie niższy niż w II kw. 2006 r., a więc wyniósł co najmniej 5,5% r/r, tj. był co najmniej o 0,3 pkt. procentowego wyższy niż założono w projekcji październikowej.

rzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie. Ograniczenie nierównowagi finansów publicznych samo w sobie, a także przez stworzenie warunków umożliwiających wprowadzenie euro, przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana przy wykorzystaniu modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje odnośnie stóp procentowych NBP. Datą zamknięcia założeń do obecnej projekcji był 28 września 2006 r., tak więc została ona oparta na szacunkach NBP kształtowania się kategorii makroekonomicznych w III kw. 2006 r.

4.1 Wstęp

W projekcji posłużono się wersją modelu ECMOD, która została oszacowana w marcu 2006 r. a następnie wykorzystana w projekcji kwietniowej i lipcowej. Projekcja powstaje jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane są przebiegi niektórych zmiennych modelu, jeśli odbiegają one od intuicji ekonomicznej ekspertów NBP, uwzględniającej ogólny stan wiedzy o procesach gospodarczych.

Dane, które ukazały się od czasu sporządzenia lipcowej projekcji wskazują, że obserwowane tempo wzrostu gospodarczego jest wyższe niż prognozowano w lipcu. Opublikowane przez GUS wyniki BAEL za II kw. 2006 r. po raz kolejny były zbieżne z hipotezą, że wzrostowi gospodarczemu będzie towarzyszył wyższy przyrost miejsc pracy niż to miało miejsce w analogicznym okresie wzrostu gospodarczego w latach dziewięćdziesiątych, w których poziom zbędnego zatrudnienia w przedsiębiorstwach był relatywnie wysoki. Zaskoczeniem było natomiast istotne obniżenie się współczynnika aktywności ekonomicznej populacji związane z silnym obniżeniem się aktywności w grupie osób w wieku 45-59/64 lat⁷².

Ważnym problemem w opracowywaniu projekcji październikowej było więc określenie znaczenia zmiany danych o aktywności ekonomicznej ludności (w stosunku do oczekiwań) dla dwóch nieobserwowalnych kategorii modelu: potencjału gospodarki oraz stopy

⁷²Warto zauważyć, że w tej grupie wiekowej w II kw. br. nie odnotowano wzrostu współczynnika zatrudnienia (0,0 pkt. proc. r/r), natomiast stopa bezrobocia spadła o 3 pkt. proc. r/r. Oznacza to, że ubytek liczby osób bezrobotnych (199 tys. osób) w wieku 45-59/64 lat nie wiąże się z zasileniem przez nie zasobu pracujących, lecz z przejściem do bierności zawodowej.

bezrobocia naturalnego NAWRU. Biorąc pod uwagę niepewność danych BAEL odnośnie liczby osób aktywnych zawodowo⁷³, dynamikę potencjału w kolejnych latach projekcji październikowej zdecydowano się pozostawić bez zmian w stosunku do projekcji lipcowej⁷⁴. W celu uzyskania obrazu spójnego z tą intuicją zdecydowano się na obniżenie stopy bezrobocia NAWRU średnio w latach 2006-2008 o 1,25 pkt. proc. oraz dodatkowo zmniejszono tempo wzrostu łącznej wydajności czynników wytwórczych (TFP) średnio o 0,1 pkt. proc.

Od kilku projekcji istotnym elementem korekt eksperckich są korekty związane z rynkiem pracy, a w szczególności z popytem na pracę. Model ECMOD zawiera w sobie zdefiniowane stany równowagi długookresowej oraz mechanizmy sprowadzające wszelkie ewentualne odchylenia objaśnianych zmiennych od tychże stanów, przy czym zarówno czas powrotu danej zmiennej do ścieżki spójnej z długookresową równowagą, jak i sam jej poziom wynika z oszacowań dokonanych na danych historycznych lub kalibracji. Od kilku kwartałów w gospodarce, w przypadku niektórych makrokategorii zamiast procesu powrotu do opisanych w modelu stanów równowagi obserwujemy zjawisko przeciwne. Przykładem jest liczba pracujących w gospodarce, w przypadku której publikowane kolejno dane wskazują na istotnie szybszy wzrost niż wynikałoby to z mechanizmów modelowych. Istnieje zatem uzasadniona obawa, że faktyczne położenie stanu równowagi uległo przesunięciu (lub zostało błędnie oszacowane), a w konsekwencji generowane przez model rozwiązanie może być obarczone systematycznym błędem.

W przypadku liczby pracujących bardzo prawdopodobnym wyjaśnieniem obserwowanych rozbieżności pomiędzy publikowanymi danymi a rozwiązaniem modelu może być hipoteza o zakończeniu (lub znacznemu osłabieniu intensywności) procesu redukcji zbędnego zatrudnienia w przedsiębiorstwach. W konsekwencji (przeciwnie niż to miało miejsce np. w ostatnich dziesięciu latach, na których wyestymowany został model), możliwość osiągnięcia wzrostu wydajności pracy poprzez zwolnienia pracowników (o bliskim zeru z punktu widzenia danego przedsiębiorstwa produkcie krańcowym) uległa daleko idącemu ograniczeniu. Innymi słowy, dane tempo wzrostu produkcji wymaga *ceteris paribus* większych przyrostów zatrudnienia. W modelu ECMOD zmienną kontrolującą pracochłonność produkcji jest poziom łącznej wydajności czynników wytwórczych (TFP). Zmienna ta nie jest obserwowana i podlega szacunkom poza modelem. Przyjęcie hipotezy o zakończeniu (lub znacznemu osłabieniu intensywności) procesu redukcji zbędnego zatrudnienia (co jest założeniem projekcji) prowadzi do wniosku, że poziom TFP w ostatnich okresach był przeszacowany.

Podobne, aczkolwiek nieco mniejsze problemy dotyczą także innych równań modelu, w szczególności opisujących kształtowanie się przeciętnych wynagrodzeń, eksportu oraz

⁷³Niepewność wzrasta z powodu nieznannej skali i trudnej do określenia trwałości migracji zarobkowych, zmniejszających liczbę osób aktywnych zawodowo w kraju.

⁷⁴Potencjał w modelu ECMOD koncepcyjnie nawiązuje do długookresowego charakteru podaży pracy (jest określony m.in. przez poziom aktywności zawodowej oraz stopę bezrobocia w równowadze). Problem tkwi w tym, że te same kategorie, które w długim okresie są determinantami potencjału, w krótkim okresie zależą silnie od czynników popytowych. W szczególności potencjał w modelu ECMOD reaguje na bieżące dane dotyczące rynku pracy, o ile dane te wpływają na krótkookresowe projekcje liczby aktywnych zawodowo, będące obarczone dużym błędem.

kursu walutowego. W przypadku przeciętnych wynagrodzeń, prawdopodobny jest szybszy wzrost ich dynamiki (powyżej przyjętej w projekcji) pod wpływem przyspieszenia procesu nominalnej konwergencji płac, czego nie uwzględnia model (Polska należy w do grupy krajów UE o najniższych kosztach pracy w przeliczeniu na jednostkę czasu pracy)⁷⁵. W przypadku eksportu od pewnego czasu obserwujemy szybsze przyrosty dynamiki eksportu, niż to podpowiada model. Uznając to za zjawisko trwałe, w modelu odpowiednio skorygowaliśmy długookresową relację eksportu do PKB. W przypadku kursu już kilka projekcji temu dokonano trwałej korekty spójnej z umocnieniem kursu równowagi. Dzięki niej odnotowano wyraźną poprawę trafności prognoz ścieżek kursu generowanych w kolejnych rundach progностycznych.

Powyżej omówiono motywy ekonomiczne wprowadzania do modelu korekt ścieżek liczby aktywnych zawodowo, stopy bezrobocia NAWRU, popytu na pracę oraz TFP. Jednym z kryteriów empirycznych, zastosowanych w projekcji październikowej do ustalenia głębokości korekt, było utrzymanie niezmięnionej dynamiki wzrostu potencjału w latach 2006, 2007, 2008 w porównaniu z projekcją lipcową. Przedstawione rozumowanie wskazuje także na podstawowe źródło nieadekwatności modelu ekonometrycznego, wykorzystywanego bez ingerencji eksperckich, jakim jest brak odporności na zmiany strukturalne. Trzeba podkreślić, że samo wprowadzenie do modelu nowego stanu równowagi, co wymaga odpowiedniej kalibracji parametrów (zależności nie da się oszacować na dostępnej próbie) nie rozwiązuje zarysowanego problemu empirycznego. Estymacja parametrów równań krótkookresowych (modeli korekty błędem) na dostępnej próbie nie może dać dobrego wyniku dopóki w zbiorze danych wykorzystanych do estymacji będzie dominował stary stan równowagi.

Poszukiwanie w gospodarce nowego stanu równowagi na rynku pracy odbywa się przy wzroście płac nominalnych, związanym w dużym stopniu z czynnikami zewnętrznymi o charakterze strukturalnym (konwergencja płac nominalnych, tworzenie potencjału i miejsc pracy z uwzględnieniem rynku globalnego). Wpływa na to otwarcie rynku pracy (efekt przystąpienia do UE) oraz wymuszone potencjalną utratą konkurencyjności przenoszenie miejsc pracy do krajów o niższych kosztach pracy. Polska należy do grupy krajów o taniej pracy na jednolitym rynku. Przy niskim wyjściowym poziomie przeciętnych wynagrodzeń, w latach 2000-2005 ich dysproporcje pomiędzy Polską a sąsiednimi krajami jeszcze się pogłębiły (dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w porównaniu z Węgrami, Czechami, Słowacją była w latach 2000-2005 o kilka punktów procentowych niższa). O ile w sektorze dóbr i usług będących przedmiotem wymiany z zagranicą, przyrosty wydajności pracy jak do tej pory kompensują wzrosty płac oraz aprecjację kursu walutowego i pozwalają na utrzymanie się konkurencyjności polskich produktów na rynkach światowych to w całej gospodarce mamy do czynienia z tzw. efektem Harroda-Balassy-Samuelsona (HBS). Dane statystyczne pokazują, że tempo wzrostu płac w gospodarce nie odbiega od tempa wzrostu płac w przemyśle, a wydaj-

⁷⁵W modelu są uwzględnione efekty płacowe związane z ograniczeniem podaży pracy, np. w wyniku migracji (przy założeniu, że poprawnie szacujemy skalę migracji), nie są natomiast uwzględnione efekty płacowe migracji, związane z arbitrażem płacowym (odniesienie żądań wyższych płac i większych podwyżek płac do potencjalnych zarobków z pracy za granicą).

ność pracy w gospodarce rośnie wolniej niż w przemyśle. Jak już pisaliśmy, do wzrostu płac w sektorze dóbr i usług niehandlowanych przyczynia się otwarcie rynku pracy i intensyfikacja przepływów siły roboczej pomiędzy krajami (migracje, które zmniejszają podaż pracy oraz żądania wyższych płac w zamian za rezygnację z zamiaru podjęcia pracy za granicą) oraz napływ inwestycji zagranicznych do sektora usług, zwiększający popyt na pracę.

Dane statystyczne oraz inne napływające informacje pokazują, że żądania wyższych płac w sektorze dóbr i usług niehandlowanych są i będą zaspokajane, bo popyt na te usługi szybko rośnie a ich podaż jest związana z dostępnością pracowników, którym trzeba więcej płacić (by nie wyemigrowali). W okresie dynamicznego wzrostu popytu łatwiej też w tym sektorze przerzucić wyższy koszt na klienta. Od przystąpienia Polski do UE inflacyjny efekt wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce współwystępuje z przeciwstawnym efektem umacniania się kursu nominalnego. Sfera realna gospodarki nie ucierpiała z powodu mocniejszego kursu nominalnego, gdyż część umocnienia stanowiła odreagowanie osłabienia kursu walutowego z okresu 2002-2003 oraz odzwierciedlenie równoległe następującego umacniania się kursu równowagi. Tym samym gospodarka polska nie utraciła konkurencyjności międzynarodowej.

Wzrost płac w sektorze dóbr i usług niehandlowanych nie będzie powodował istotnej utraty konkurencyjności gospodarki (i w konsekwencji spowolnienia wzrostu gospodarczego) dopóki wzrost inflacji w gospodarce nie będzie prowadził do wzrostu żądań płacowych w sektorze dóbr i usług handlowanych w skali przekraczającej tempo wzrostu wydajności pracy w tym sektorze. Oznacza to, że wzrost jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce nie musi prowadzić do utraty konkurencyjności gospodarki, jeżeli w tym samym czasie następuje umacnianie się kursu równowagi. Można szacować, że z powodu szybszego wzrostu produktu potencjalnego w Polsce niż u naszych partnerów handlowych w horyzoncie projekcji (głównie w strefie euro latach 2006 - 2008), ze względu na występowanie efektu HBS realny kurs równowagi w gospodarce umocni się o około 3-4%.

W modelu czynnikiem osłabiającym kurs nominalny w stosunku do projekcji lipcowej (o ok. 2-3% w końcu 2008 r.) jest wyższa inflacja krajowa. Zgodnie z modelowym mechanizmem działania kanału kursowego, oddziałuje ona w kierunku osłabienia wartości złotego z dwóch powodów. Po pierwsze, wyższa inflacja, w warunkach stałych stóp procentowych w kraju, prowadzi do obniżenia dysparytetu realnych stóp procentowych pomiędzy Polską a zagranicą i spadku atrakcyjności polskich papierów wartościowych. Po drugie, wyższa inflacja oznacza osłabienie kursu nominalnego przy takim samym poziomie kursu realnego.

Projekcja opracowana została przy założeniu braku zmian w polityce pieniężnej, co jest założeniem standardowym, aczkolwiek kontrfaktycznym w przypadku występowania wyraźnych oczekiwań co do wzrostu stóp procentowych NBP, z czym mamy obecnie do czynienia. Utrzymano także założenia fiskalne z projekcji lipcowej, zgodnie z którymi ekspansywna polityka fiskalna będzie kontynuowana w horyzoncie projekcji. Przedstawiona w projekcji centralnej ścieżka inflacji i PKB odpowiada zatem sytuacji, w której na pogarszanie się nierównowagi fiskalnej i rosnącą inflację w horyzoncie projekcji nie

reaguje ani sektor prywatny, ani polityka pieniężna. Można z dużym prawdopodobieństwem oczekiwać, że niezbędne zacieśnienie fiskalne w końcu będzie musiało nastąpić i obejmie zarówno cięcia wydatków jak i wzrost podatków, w tym podatków pośrednich. Wprowadzenie scenariusza zacieśnienia fiskalnego do projekcji wymagałoby jednak określenia daty rozpoczęcia tego procesu, głębokości dostosowania, jego rozkładu w czasie, proporcji pomiędzy cięciem wydatków a wzrostem podatków oraz specyfikacji które konkretnie kategorie i w jakim stopniu zostaną zredukowane lub podniesione. Biorąc pod uwagę szeroki zestaw instrumentów polityki fiskalnej, które trzeba byłoby założyć w budowie takiego scenariusza, prawdopodobieństwo jego realizacji w konkretnie założonym kształcie nie jest większe niż prawdopodobieństwo braku dostosowań polityki fiskalnej i sektora prywatnego w horyzoncie projekcji.

Przesunięcie daty wprowadzenia niezbędnych dostosowań fiskalnych poza horyzont projekcji jest założeniem prawdopodobnym (formalnie najwcześniej mogłyby się one pojawić dopiero w budżecie na 2008 r.). Równie prawdopodobne jest przyjęcie, że reakcja sektora prywatnego, krajowego i zagranicznego na pogłębiającą się nierównowagę fiskalną nastąpi dopiero poza horyzontem projekcji. Można natomiast oczekiwać, biorąc pod uwagę niezbędność zacieśnienia fiskalnego w horyzoncie kilku lat, że im później zostanie ono dokonane, tym prawdopodobnie będzie głębsze. Reakcja gospodarki będzie zależna od rozłożenia skali korekty pomiędzy cięciem dochodów i wzrostem podatków, co w chwili obecnej jest trudne do przewidzenia. Biorąc pod uwagę nieuchronność wzrostu podatków w praktycznie każdym realistycznym scenariuszu zacieśnienia fiskalnego, doprowadzi ono zarówno do obniżenia aktywności gospodarczej jak i wzrostu cen (w pierwszym rzędzie wzrosną bowiem podatki pośrednie). Przykład Węgier pokazuje, że w przypadku głębokiej korekty, oczekuje się tam spowolnienia wzrostu gospodarczego i silnego wzrostu inflacji. Można natomiast sądzić, że gdyby dostosowanie nastąpiło w większym stopniu przez cięcia wydatków niż wzrost podatków, można by uniknąć obniżenia aktywności gospodarczej (poprawa klimatu inwestycyjnego) oraz zmniejszyć wzrost cen (niższy wzrost podatków pośrednich). Oceniając, że prawdopodobieństwo scenariusza zacieśnienia fiskalnego, polegającego na głębokich cięciach wydatków w celu ograniczenia skali wzrostu podatków jest niewielkie, można uznać za prawdopodobny wzrost podatków i wzrost inflacji ponad ścieżkę projekcji, w latach 2008 (najwcześniejszy prawdopodobny moment dostosowania) i 2009. Gdyby to nastąpiło, prawdopodobnie tempo wzrostu gospodarczego w 2008 r. uległoby spowolnieniu w stosunku do projekcji.

4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

W okresie od lipca do września 2006 r. (*cut off date* dla tej rundy prognostycznej był 28 września br.) napłynęły nowe informacje, na podstawie których zostały zmodyfikowane prognozy zmiennych zewnętrznych wobec modelu.

Popyt zewnętrzny i inflacja

Roczna dynamika PKB w strefie euro w II kwartale 2006 r. wzrosła do poziomu 2,6% wobec 2,1% w I kwartale 2006 r.; głównie dzięki przyspieszeniu popytu inwestycyjnego, którego roczne tempo wzrostu ukształtowało się na poziomie 4,6% (wzrost o 0,9 pkt. proc.). Roczna dynamika spożycia indywidualnego pozostała na stabilnym poziomie 1,7% (spadek o 0,1 pkt. proc.).

Wśród danych za dwa pierwsze miesiące III kwartału br., potwierdzających możliwość utrzymania się tendencji wzrostowej PKB w tej strefie, należy wymienić m.in.:

- utrzymujący się wysoki poziom wskaźników zaufania konsumentów i producentów.
- dynamikę sprzedaży detalicznej na poziomie 2,5% r/r oraz lipcowe dane dotyczące stopy bezrobocia wynoszącej 7,8% w porównaniu z 8,6% w lipcu 2005 r., świadczące o wysokim prawdopodobieństwie utrzymania się wysokiego tempa wzrostu spożycia indywidualnego w drugiej połowie 2006 r.
- wysokie zyski przedsiębiorstw, korzystne warunki finansowania oraz wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych przemawiają za utrzymaniem się dynamiki inwestycji na poziomie około 3-5% rocznie w pozostałej części 2006 r. oraz w 2007 r.

Powyższe czynniki, jak również zmiany prognoz ośrodków zewnętrznych, zadecydowały o podniesieniu prognozowanego na 2006 r. tempa wzrostu w strefie euro o 0,5 pkt. proc. i 0,1 pkt. proc. w 2007 r.

Wśród czynników stwarzających ryzyko niższego kształtowania się wzrostu w strefie euro w latach 2006-2008 należy wskazać przede wszystkim na możliwość: niekontrolowanego zanikania globalnych nierównowag, znacznej aprecjacji kursu euro, krachu na rynkach nieruchomości w różnych regionach świata oraz dalszego wzrostu cen surowców. Szybszy, od zakładanego, wzrost PKB mógłby być natomiast efektem istotnego przyspieszenia popytu wewnętrznego, wynikającego z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy oraz wzrostu zaufania konsumentów, postępów we wprowadzaniu reform strukturalnych i pozytywnych efektów otwarcia rynków pracy krajów strefy euro na pracowników z Europy Środkowo-Wschodniej.

Na podstawie analizy powyższych czynników, przyjęto lekko dodatnią asymetrię dla tempa wzrostu zagranicznego PKB w 2006 r. oraz ujemną asymetrię dla lat 2007-2008.

W II kwartale 2006 r. roczna dynamika deflatora PKB w strefie euro ukształtowała się na poziomie 1,7% wobec 1,8% w I kwartale 2006 r. (przed rewizją danych PKB inflacja w I kwartale br. wynosiła 2,0% r/r). W lipcu br. w strefie euro inflacja bazowa utrzymała się na poziomie z czerwca br., tj. 1,4% r/r. Inflacja HICP obniżyła się w lipcu br. o 0,1 pkt proc. – do poziomu 2,4% r/r i kształtuje się powyżej celu inflacyjnego EBC. Obserwowany wysoki poziom inflacji HICP wynika głównie: z wysokiej inflacji cen surowców, ze wzrostu stawek podatków pośrednich, a ostatnio – także ze wzrostu cen żywności. Bieżąca sytuacja na rynku pracy nie wskazuje natomiast na pojawianie się presji na wzrost płac. Dynamika kosztów pracy utrzymuje się na niskim poziomie, zaś instytucje międzynarodowe nie przewidują istotnego przyspieszenia dynamiki płac w najbliższych latach.

Ze względu na niższą niż w projekcji lipcowej realizację danych dotyczących inflacji deflatora PKB w strefie euro za II kwartał br. zdecydowano się obniżyć jej zakładany poziom o 0,2 pkt. proc. w 2006 r. Dla lat 2007-2008 podniesiono założenia dotyczące kształtowania się inflacji deflatora PKB o 0,1 pkt. proc.

Do ryzyk wyższej inflacji należy zaliczyć możliwość wystąpienia efektów drugiej rundy już zaobserwowanych wzrostów cen surowców, wzrost stawek podatkowych, a także nasilenie się protekcjonizmu. Natomiast wśród ryzyk niższej inflacji można wymienić: dalszą aprecjację euro, wzrost konkurencji na rynku usług oraz otwieranie się rynków pracy. W efekcie przyjęto dodatnią asymetrię dla całego horyzontu projekcji.

Zagraniczne stopy procentowe

Prognozowane stopy procentowe za granicą kształtują się na wyższym poziomie dla strefy Euro (o 0,1-0,2 pkt. proc. w okresie od 2007 r. do I kw. 2008 r.) i Wielkiej Brytanii (o 0,1-0,3 pkt. proc. do końca III kw. 2007 r.) i niższym w USA (o ok. 0,1-0,4 pkt. proc.) niż w poprzedniej rundzie progностycznej.

Ceny ropy naftowej, paliw i gazu

Ceny ropy naftowej

Podstawą prognozy cen ropy naftowej do projekcji październikowej, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych, są dostępne do *cut off date* prognozy Departamentu Energii USA. Jednocześnie uwzględniane są opinie i prognozy innych znaczących instytucji analitycznych (m.in. Międzynarodowej Agencji Energetyki, OPEC).

Średnia cena ropy w III kw. 2006 r. była zgodna z projekcją lipcową (średnia cena ropy Brent wyniosła 70,2 USD/b wobec oczekiwanych 70 USD/b). W okresie lipiec–wrzesień br. ceny ropy odznaczały się jednak bardzo silną zmiennością. Do 7 sierpnia następował szybki wzrost cen - do osiągnięcia historycznego maksimum. Natomiast w okresie między 8 sierpnia a 26 września br. nastąpił znaczący spadek bieżących cen ropy (o ponad

19,5 USD) – do poziomu 59 USD/b. Oceniamy jednak, podobnie jak większość analityków, że czynniki powodujące obniżenie się cen w ostatnim okresie mają charakter krótkookresowy i mogą jeszcze oddziaływać w IV kwartale br.⁷⁶. Natomiast na długookresową tendencję będą wpływać czynniki o charakterze fundamentalnym, których ocena nie uległa w ostatnim okresie istotnym zmianom. Za utrzymywaniem się cen ropy na wysokim poziomie w całym horyzoncie prognozy przemawia przede wszystkim oczekiwany, relatywnie duży, wzrost światowego zapotrzebowania na ropę, który wg obecnych prognoz będzie w 2007 r. wyższy w porównaniu z latami 2005 - 2006. Pomimo, że od czasu projekcji lipcowej prognozy światowego zapotrzebowania na ropę zostały nieco skorygowane w dół, to w tym czasie obniżono także prognozy produkcji. Oznacza to, że rezerwy zdolności wydobywczych pozostaną na niskim poziomie w okresie objętym prognozą, a ewentualne zakłócenia podaży nie będą mogły zostać w pełni zrekompensovane przez dodatkowy wzrost produkcji ropy⁷⁷. Z powyższych powodów, mimo podwyższenia we wrześniu br. prognozy przez Departament Energii USA, postanowiono utrzymać, ścieżkę cen ropy przyjętą do projekcji lipcowej zakładającą, że średnia cena ropy wyniesie. 67,7 USD/b w 2006 r., 67,8 USD/b w 2007 r oraz 67,0 USD/b – w 2008 r.

W porównaniu z poprzednią projekcją zmniejszyły się niektóre ryzyka (m.in. polityczne, i klimatyczne - sezon huraganów w USA okazał się spokojny) oddziałujące na cenę ropy co, przynajmniej w krótkim horyzoncie, może prowadzić do spadku jej cen. Spadkiem cen ropy, zwłaszcza znaczącym, może natomiast przeciwdziałać wyraźne zwiększenie restrykcyjności polityki podaźowej OPEC⁷⁸. W obecnej prognozie w dłuższym horyzoncie przyjęto więc symetryczny bilans ryzyk. Natomiast dla IV kw. br. przyjęto większe prawdopodobieństwo wystąpienia niższych cen ropy naftowej niż założone w ścieżce centralnej - również ze względu na możliwy przejściowy spadek popytu funduszy inwestycyjnych na kontrakty na ropę naftową w tym okresie.

Ceny paliw i gazu

W porównaniu do projekcji lipcowej, zmiana ścieżki cen paliw nastąpiła przede wszystkim na skutek uwzględnienia notowań cen paliw za I połowę września br. oraz zmiany założeń dotyczących terminu wejścia podwyżki akcyzy na LPG⁷⁹. W projekcji lipcowej założono, że podwyżka ta nastąpi już we wrześniu br. Natomiast w obecnej projekcji przyjęto, że zostanie jednocześnie podwyższona stawka podatku akcyzowego na benzynę (wyrównanie do stawki sprzed obniżki z września 2005 r.) i LPG w styczniu 2007 r. Ze względu na prognozowane utrzymywanie się cen ropy na stabilnym poziomie w długim końcu projekcji przyjęto, podobnie jak w projekcji lipcowej, że w tym okresie marże

⁷⁶Opublikowana 10 października 2006 r. (a więc już po cut-off date) prognoza Departamentu Energii USA zakłada, że w IV kw. br. średnia cena ropy obniży się do 63,3 USD/b., natomiast w I kw. 2007 r. wzrośnie do 66,7 USD/b, a w całym 2007 r. wyniesie 65,9 USD/b.

⁷⁷Prognoza nie uwzględnia możliwych większych zakłóceń dostaw ropy na światowe rynki.

⁷⁸Organizacja ta podjęła w październiku br. decyzję o zmniejszeniu wydobycia ropy o ok. 1,2 mln. b dziennie i jednocześnie zasygnalizowała możliwość jego dalszego ograniczania

⁷⁹Przypomnijmy, że nie uległa zmianie ścieżka cen ropy naftowej.

kształtować będzie proces typu *mean reverting* i znajdą się one na swoim przeciętnym poziomie. Łącznym efektem wprowadzonych zmian jest obniżenie rocznej dynamiki cen paliw do III kwartału 2007 r. włącznie oraz nieznaczne jej podwyższenie – od IV kwartału 2007 r.

Głównym źródłem ryzyka prognozy cen paliw i gazu jest przyszłe kształtowanie się cen ropy naftowej i kursu walutowego. W dalszym ciągu nie są też znane ostateczne terminy wprowadzenia podwyżek akcyzy na LPG i benzynę. Niepewność może dotyczyć również skali tych podwyżek, zależnej m.in. od przyszłego stanu finansów publicznych. Ponadto do projektu ustawy o biokomponentach i biopaliwach nie został dołączony projekt przewidywanych zmian w podatku akcyzowym. Wprowadzenie w/w ustawy bez stosownych ulg podatkowych może wywołać dodatkowy wzrost cen paliw. Ocenia się, że w krótkim okresie (do końca 2006 r.) nieznacznie większe jest prawdopodobieństwo ukształtowania się prognozy poniżej ścieżki centralnej; ze względu na ujemnie asymetryczne ryzyko kształtowania się cen ropy w IV kw. br. Czynnikiem dynamizującym ceny paliw w tym horyzoncie może być natomiast wysoki popyt na olej napędowy, przekraczający w krótkim okresie możliwą podaż. Natomiast w długim okresie (od 2007 r.) istnieje ryzyko wyższej dynamiki cen paliw – w sytuacji powrotu cen ropy na ścieżkę trendu.

Absorpcja funduszy unijnych

Podstawowym założeniem konstrukcji ścieżki centralnej transferów UE jest stopniowy wzrost skali wykorzystania środków UE przyznanych dla Polski – od średniego poziomu 25% w 2005 r. do 75% w 2008 r. (alokacji 2004-2006). W prognozie październikowej uaktualniono kwoty wykorzystania funduszy w pierwszym półroczu 2006 r. – na podstawie uzyskanych danych uzupełniających (o wykorzystanie ISPA). Przy utrzymaniu założeń na drugie półrocze 2006 r., powyższy krok spowodował, w stosunku do prognozy lipcowej, wzrost zakładanego wykorzystania funduszy w całym 2006 r. z 2100 do 2340 mln EUR. Założenia dotyczące lat 2007-2008 pozostały niezmiennie w stosunku do prognozy lipcowej (kwota prognozowanego średniego wykorzystania funduszy UE w 2007 r. wynosi 3500 mln EUR, w 2008 r. 4400 mln EUR).

Od momentu zidentyfikowania barier w 2005 r., system wykorzystywania środków unijnych jest sukcesywnie usprawniany – wprowadzane są zmiany i uproszczenia administracyjne oraz legislacyjne. Wciąż jednak istnieją bariery, głównie administracyjne, utrudniające sprawne wypłacanie należnych środków unijnych dla realizowanych inwestycji. Prognoza obarczona jest więc ryzykiem. Skala i kierunek odchylenia rzeczywistego przebiegu procesu od prognozy zależą od tempa i efektywności wprowadzanych przez rząd zmian, które mają przyczynić się do przyspieszenia wykorzystania funduszy. W przypadku braku udroźnienia mechanizmu finansowania projektów ze środków UE można oczekiwać, że minimalny poziom wykorzystania funduszy UE wyniesie ok. 40% alokacji.

Sytuacja sektora finansów publicznych

W projekcji październikowej poziomy dochodów i wydatków sektora finansów publicznych w 2006 r. są zbieżne z ich przewidywanym wykonaniem, przedstawionym przez Ministerstwo Finansów w *Ustawy budżetowej na rok 2007*. Podobnie jak w rundzie lipcowej, aktualne założenia dotyczące wydatków sektora finansów publicznych na lata 2007-2008, opierają się na deklarowanej przez rząd "kotwicy" w postaci deficytu budżetu państwa na stałym poziomie 30 mld zł, jako na zasadniczym wyznaczniku polityki fiskalnej na najbliższe lata⁸⁰. Przyjęcie tego założenia skutkuje brakiem poprawy salda strukturalnego sektora finansów publicznych w tych latach oraz dalszym narastaniem długu publicznego.

Taka projekcja obarczona jest ryzykiem; w głównej mierze wynikającym z niepewności politycznej. Obecnie istotną rolę może odgrywać wzmożona presja na wzrost wydatków publicznych; w szczególności w związku z nadchodzącymi wyborami samorządowymi. W przypadku braku trwałej większości parlamentarnej, popierającej projekt *Ustawy budżetowej na rok 2007*, pod znakiem zapytania stoi też utrzymanie dyscypliny budżetowej sektora finansów publicznych w najbliższych latach. Deklarowana "kotwica" deficytu budżetu państwa nie stanowi skutecznego ograniczenia wydatków i deficytu sektora finansów publicznych. Zwiększone wydatki mogą bowiem zostać przeniesione z budżetu państwa na inne jednostki sektora. W ten sposób "kotwica" budżetowa pozostanie nienaruszona, a deficyt i zadłużenie całego sektora wzrosną.

Jak zaznaczaliśmy we wstępie, biorąc pod uwagę niezbędność zacieśnienia polityki fiskalnej w kilku najbliższych latach oraz towarzyszący temu procesowi nieuchronny wzrost podatków, należy się liczyć z prawdopodobnym obniżeniem aktywności gospodarczej jak i wzrostem cen (w pierwszym rządzie wzrosną bowiem podatki pośrednie). Wpływ zacieśnienia fiskalnego na obniżenie aktywności gospodarczej będzie zależeć od skali cięć dochodów i wzrostu podatków, co w chwili obecnej jest trudne do przewidzenia.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

W porównaniu do projekcji lipcowej, zmiana ścieżki cen żywności i napojów bezalkoholowych nastąpiła głównie w wyniku uwzględnienia realizacji tych cen w okresie czerwiec–sierpień br. Na zmianę prognozy wpływ miały też nowe informacje odnośnie szacunków zbiorów produktów rolnych i ogrodnictwa, wskazujące na wyraźnie gorszy niż w 2005 r. poziom zbiorów zbóż oraz części warzyw – ze względu na niesprzyjające warunki agrometeorologiczne w okresie letnim (tzw. szok podażowy)⁸¹. Uwzględniono

⁸⁰Dodatkowo przyjęto założenie, że wynik pozostałych jednostek sektora finansów publicznych będzie się w latach 2007-2008 kształtował na poziomie ok. -2,5 mld zł. W konsekwencji, deficyt całego sektora przyjęty został w tych latach na poziomie 32,5 mld zł.

⁸¹Założono spadek zbiorów zbóż na poziomie 10-15% w stosunku do 2005 roku. Przy ocenie wykorzystano szacunki: GUS, IERiGŻ, Izby Zbożowo-Paszowej, Krajowej Federacji Producentów Zbóż, Ministerstwa Rolnictwa i Rozwoju Wsi i Komisji Europejskiej.

również najnowsze szacunki GUS stanu pogłowia trzody chlewnej i bydła, wskazujące na powolne wyhamowywanie trendu wzrostowego pogłowia trzody i dalszy stabilny wzrost pogłowia bydła.

W II kw. 2006 r. wskaźnik cen żywności i napojów bezalkoholowych zrealizował się nieznacznie poniżej szacunku z projekcji lipcowej; głównie ze względu na głębszy niż zakładano spadek cen owoców i warzyw w czerwcu br. Natomiast aktualny szacunek dla III kwartału jest wyższy niż w lipcowej projekcji ze względu na wysoką realizację wskaźnika tych cen w sierpniu br. W miesiącu tym istotnie szybciej niż przewidywano rosły bowiem ceny mięsa, cukru i warzyw. Nowe informacje odnośnie skutków niekorzystnych warunków agrometeorologicznych w lipcu i sierpniu br. (szok podażowy), wzrost dochodów realnych ludności oraz wyższe oczekiwania producentów i konsumentów odnośnie wzrostu cen żywności, spowodowały podwyższenie prognozy na IV kw. 2006 roku. Natomiast w I i II kwartale 2007 prognoza zakłada stopniowe wygasanie szoku podażowego, co spowodowało, że prognoza kwartalnej dynamiki cen na ten okres została nieznacznie obniżona w stosunku do prognozy lipcowej. Mimo tej korekty należy jednak spodziewać się, że ceny pieczywa i produktów zbożowych oraz warzyw i niektórych owoców będą kształtować się na wysokim poziomie przynajmniej do następnych zbiorów. Przy powyższych uwarunkowaniach aktualna prognoza rocznej dynamiki cen żywności jest w całym horyzoncie prognozy wyższa niż w projekcji lipcowej.

Obecnie główne ryzyko prognozy cen żywności związane jest z siłą przełożenia się wzrostu cen surowców rolnych na ceny detaliczne żywności. Rosnąca siła nabywczą ludności oraz oczekiwania na podwyżki mogą spowodować wzrost cen detalicznych silniejszy niż wynikałoby to z relacji popytu i podaży na rynkach surowców rolnych. W stosunku do poprzedniej rundy prognostycznej ponownie pojawia się ryzyko ptasiej grypy - zaczyna się nowa fala migracji ptaków. Po *cut-off date* napłynęły informacje z GUS dotyczące negatywnych skutków suszy dla vegetacji niektórych upraw oraz z ARR odnośnie prognoz cen na rynkach podstawowych surowców rolnych. GUS szacuje zbiory zbóż na poziomie nieznacznie niższym (spadek r/r o 18,4%) niż założono w projekcji. Potwierdziły się dane o niższym niż w ub.r. poziomie zbiorów warzyw, choć dobra vegetacja we wrześniu poprawiła, w stosunku do przyjętych w prognozie, szacunki tych plonów. Najnowsze dane pokazały również, że wyższe od oczekiwanych mogą być zbiory niektórych owoców. ARR prognozuje dalszy wzrost cen zbóż⁸², a następnie ich stabilizację na wysokim poziomie – aż do następnych zbiorów. Najnowsze dane ARR, MRiRW oraz Komisji Europejskiej wskazują z kolei na korektę, w dół, ścieżki cen mięsa wieprzowego. Niepewność dotyczy zmian cen mięsa drobiowego, którego ceny kształtują się nadal, wbrew oczekiwaniom ekspertów, poniżej średniego poziomu.

⁸²wzrost o 7-10% w okresie grudzień 2006 – marzec 2007

Sytuacja demograficzna

Liczba aktywnych zawodowo

Prognoza liczby aktywnych zawodowo jest otrzymywana jako iloczyn prognoz - demograficznej i współczynnika aktywności zawodowej. W obecnej projekcji, podobnie jak w poprzedniej, wykorzystywana jest projekcja demograficzna Eurostatu z 2004 r. Podstawą prognozy współczynnika aktywności zawodowej są natomiast, jak i w poprzedniej rundzie, dane BAEL GUS.

Według opublikowanych przez GUS wyników BAEL, w I kw. 2006r. liczba osób aktywnych zawodowo spadła o 1,0% r/r, a w II kw. br. o 1,1% r/r. Obniżeniu liczby aktywnych zawodowo w tym okresie towarzyszył spadek współczynnika aktywności zawodowej o odpowiednio 0,8 pkt. proc. r/r i 0,9 pkt. proc. r/r. Wprowadzone od początku 2006r. dwie zmiany metodologiczne⁸³ w badaniu BAEL istotnie utrudniają jednak porównywanie danych BAEL odnotowanych w I i II kw. 2006 r. z wcześniejszymi obserwacjami. Po sprowadzeniu danych do porównywalności można szacować, że w I kw. br. liczba osób aktywnych zawodowo spadła o 0,6% r/r, a współczynnik aktywności zawodowej obniżył się o 0,5 pkt. proc. r/r., natomiast w II kw. 2006 r. liczba osób aktywnych zawodowo spadła o 0,7% r/r, zaś współczynnik aktywności zawodowej spadł o 0,6 pkt. proc. r/r.

W świetle zarówno pierwotnych, jak i skorygowanych danych BAEL za I i II kw. br. nie do utrzymania okazało się stosowane od styczniowej prognozy liczby aktywnych zawodowo założenie, że wzrost aktywności zawodowej związany z poprawą aktywności gospodarczej będzie większy niż zmniejszenie aktywności związane z procesami migracyjnymi. W warunkach porównywalnych liczba aktywnych zawodowo, odnotowana w I i II kw. 2006 r., znacząco odbiega od prognozy lipcowej. Nie mieści się ona również w założonym wówczas przedziale niepewności. Duża skala rozbieżności spowodowała konieczność obniżenia prognozy liczby aktywnych zawodowo. Należy przy tym zwrócić uwagę, że kierunek tej zmiany jest zgodny z bilansem ryzyka prognozy lipcowej.

W październikowej prognozie liczby aktywnych zawodowo założono spadek współczynnika aktywności zawodowej o 0,5 pkt. proc. r/r w III i IV kw. 2006 r. Prognoza zakłada też, że począwszy od I kw. 2007 r. tempo obniżania współczynnika aktywności zawodowej będzie stopniowo wygasać, na co złoży się większa aktywizacja zawodowa, szczególnie wśród osób starszych, oraz systematycznie malejąca skala migracji zarobkowych. Mniejsze odpływy migracyjne osób w wieku produkcyjnym będą wynikać z wyższego niż poprzednich lat wzrostu wynagrodzeń realnych oraz utrzymującego się wzrostu popytu na pracę związanego z prognozowaną kontynuacją poprawy aktywności gospodarczej w kraju. Spadek współczynnika aktywności zawodowej będzie kontynuowany do III kw. 2007 r. W kolejnych kwartałach nastąpi jego stabilizacja (0,0 pkt. proc. r/r), a począwszy od III kw. 2008 r. współczynnik aktywności zawodowej będzie wzrastał – o 0,1 pkt. proc. r/r.

⁸³Zmiany te to nowa, węższa, definicja osoby pracującej i opracowywanie liczebności poszczególnych kategorii BAEL z uwzględnieniem dokładnych dat urodzenia respondentów.

W październikowej prognozie liczby aktywnych zawodowo przyjęto symetryczny przedział niepewności. W porównaniu do prognozy lipcowej założono większą niepewność, a przyjęty przedział niepewności jest stosunkowo szeroki już w początkowym okresie prognozy - ze względu na niepewność danych BAEL. Większa liczba osób aktywnych zawodowo może zrealizować się w przypadku większego niż obecnie założono wzrostu współczynnika aktywności zawodowej, związanego z poprawiającą się sytuacją na rynku pracy; w szczególności z większym prawdopodobieństwem znalezienia zatrudnienia. Mniejsza liczba osób aktywnych zawodowo może z kolei wynikać z większej, niż założono skali migracji zarobkowych. Dodatkowym czynnikiem ryzyka niższej realizacji liczby aktywnych zawodowo są opóźnienia we wprowadzeniu ograniczenia możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury lub rozszerzenie katalogu zawodów uprawniających do wcześniejszej dezaktywacji zawodowej. Do czynników ryzyka, których kierunek oddziaływania na liczbę aktywnych zawodowo jest obecnie trudny do określenia należą, zapowiadane na 2007 r. i 2008 r., kolejne zmiany metodologiczne w badaniu BAEL, mogące zwiększyć ryzyko danych. Trudno również przewidzieć skutki ewentualnego, przyjętego w bilansie ryzyk, głębszego spowolnienia rozwoju gospodarczego w starych krajach UE. Gdyby wywołało ono zmniejszenie popytu na pracę z nowych krajów członkowskich, mogłoby to spowodować remigrację pracowników z tych państw. Nie jest natomiast jasne, jaka mogłaby być skala takiej reemigracji oraz w jakim stopniu osoby te, po powrocie, byłyby aktywne zawodowo.

Pracujący w rolnictwie indywidualnym

Ścieżka pracujących w rolnictwie indywidualnym nie została zmieniona w stosunku do projekcji lipcowej. Prognozę tę opracowano w oparciu o macierz przepływów na rynku pracy przy założeniu stałych prawdopodobieństw przepływów pomiędzy stanami na rynku pracy do końca horyzontu projekcji (do IV kw. 2008 r.). Pomimo znacznie mniejszego (w porównaniu do prognozy lipcowej) spadku liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym w I kw. 2006 r. (-1,9% vs. -2,8% r/r w projekcji lipcowej) nie zmieniono prognozy tej zmiennej w projekcji październikowej. Założono bowiem, że odchylenie realizacji od prognozy było jednorazowe i wynikało ze związanych z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi (wysokie mrozy) opóźnień w rozpoczęciu sezonowych prac w budownictwie ograniczających, w opinii ekspertów, odpływ osób pracujących w rolnictwie indywidualnym do sektorów pozarolniczych. W II kw. 2006 r. odnotowano natomiast wyższy niż w ścieżce centralnej prognozy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym (-4,9% r/r vs. -2,6% r/r w projekcji lipcowej). Znacznie większy od dotychczasowych oczekiwań spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym wynikał z rosnącego (i opóźnionego przez warunki atmosferyczne) popytu na pracę w sektorach pozarolniczych. Odsezonowana liczba pracujących w rolnictwie indywidualnym w II kw. br. znajduje się nieco poniżej ścieżki centralnej, jednak mieści się w przedziale niepewności prognozy lipcowej.

W całym horyzoncie prognozy przyjęto symetryczny przedział ufności. Wolniejszy spadek liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym może być efektem napływu

środków z UE, które zwiększają opłacalność pracy w rolnictwie. Z drugiej strony, część środków z UE sprzyja restrukturyzacji tego sektora, co w połączeniu z oczekiwanym w horyzoncie prognozy wzrostem zatrudnienia w usługach może powodować szybszy, od przewidywanego, spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym.

Liczba emerytów i rencistów

Dotychczasową prognozę liczby emerytów i rencistów opracowywano w oparciu o wyniki prognozy polskiej części modelu AWG (Ageing Working Group) ⁸⁴. Dane BAEL za II kw. 2006 r. wskazują jednak na istotnie mniejsze tempo spadku liczby emerytów i rencistów niż przewidywał model AWG, choć odnotowana w II kw. 2006 r. liczba emerytów i rencistów pokrywa się z górnym przedziałem niepewności prognozy lipcowej. Obserwowane obecnie tempo spadku liczby emerytów i rencistów jest o ok. połowę niższe od dotychczas zakładanej dynamiki. Różnice pomiędzy dotychczasową prognozą a realizacją liczby emerytów i rencistów powodują, że w obecnej prognozie założono wolniejsze tempo spadku tej kategorii: 0,3% r/r zamiast 0,6% r/r w 2007 r. i 0,25% r/r zamiast 0,5% w 2008 r. Założenie wolniejszego niż w prognozie AWG spadku liczby emerytów i rencistów jest spójne z mniejszym niż w prognozie Eurostatu (wykorzystywanej w modelu AWG) faktycznym wzrostem współczynnika aktywności zawodowej.

Podobnie jak w prognozie lipcowej założono symetryczny przedział niepewności. Należy zaznaczyć, że w okresie prognozy rzeczywista liczba emerytów i rencistów w największym stopniu będzie zależeć od zmian instytucjonalnych w zakresie warunków prawnych, dotyczących wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej. Obniżać liczbę emerytów i rencistów może natomiast, w przypadku niskiej aktywności zawodowej w młodszych grupach, proces reaktywacji zawodowej.

NAWRU

NAWRU jest zmienną specyficzną dla modelu ECMOD i z tego powodu nie ma charakteru ściśle obiektywnego, jednakże jest powiązana z rzeczywistymi procesami zachodzącymi na rynku pracy. Od projekcji styczniowej rozwiązania surowe modelu ECMOD w zakresie rynku pracy na tyle odbiegały od oceny rozwoju sytuacji na rynku pracy zgodnej z intuicją ekonomiczną, że wymagały korekt eksperckich. W celu uzyskania obrazu rynku pracy spójnego z tą intuicją zdecydowano się na obniżenie stopy NAWRU – łącznie o 0,5 pkt. proc. (w IV kw. 2008 r. stopa NAWRU wynosi 14,6% vs. 15,1% w projekcji lipcowej). Ponieważ projekcja lipcowa, w stosunku do projekcji kwietniowej, zakładała intensyfikację pozytywnych tendencji na rynku pracy (w szczególności silniejszy o 1 pkt. proc. spadek stopy bezrobocia w horyzoncie projekcji), obniżenie NAWRU stanowi połowę tego dodatkowego spadku stopy bezrobocia.

⁸⁴Model AWG opracowany jest przez państwa EU pod kierunkiem KE. Emerytury i renty w polskiej części tego modelu prognozowane są przy współudziale specjalistów z ZUS, MPIPS oraz IBnGR.

Chociaż obniżenie ścieżki NAWRU służy głównie uzyskaniu spójnego obrazu rozwoju sytuacji na rynku pracy, to zmiana ta jest dodatkowo uzasadniona intensyfikacją pozytywnych tendencji obserwowanych na rynku pracy, prowadzących do poprawy struktury bezrobocia i zwiększających prawdopodobieństwo znalezienia pracy przez osoby bezrobotne, w tym m.in.: szybszy spadek bezrobotnych długookresowo, silny przyrost miejsc pracy w usługach, w których zatrudnienie mogą znaleźć osoby także niżej kwalifikowane i w którym zapotrzebowanie na pracę jest bardziej zróżnicowane pod względem rodzajowym, spadek bezrobocia wśród osób w wieku 15-34 lat z wykształceniem co najwyżej zasadniczym.

W październikowej prognozie NAWRU przyjęto symetryczny przedział niepewności. Wyższa stopa NAWRU może zrealizować się w przypadku większego niż obecnie założono odpływu migracyjnego, który będzie miał negatywny wpływ na jakość dostępnych zasobów pracy (pod względem wieku i kwalifikacji). Niższa stopa NAWRU może z kolei wynikać z szybszego dopasowywania się kwalifikacji osób aktywnych zawodowo do potrzeb pracodawców oraz upowszechniania elastycznych form zatrudnienia (np. praca w niepełnym wymiarze godzin).

4.3 Projekcja inflacji i PKB

Najnowsze dane statystyczne wskazują, że gospodarka rośnie w tempie szybszym niż oczekiwano w projekcji lipcowej. Wzrost PKB w II kw. 2006 r. wyniósł 5,5% r/r, aktualne szacunki NBP wskazują, że wysokie tempo wzrostu gospodarczego utrzymało się także w III kw. 2006 r.⁸⁵

Zgodnie z oczekiwaniami sformułowanymi w poprzednich projekcjach, głównym czynnikiem wzrostu stał się popyt krajowy. Od początku roku szybko, w tempie zgodnym z oczekiwaniami, rośnie spożycie indywidualne. Wyraźnie i silniej niż oczekiwano przyspieszyły natomiast nakłady na środki trwałe, osiągając w II kw. dynamikę nie notowaną od 1998 r. Utrzymują się silne wzrosty eksportu, aczkolwiek ze względu na systematycznie przyspieszający import poprawa salda handlowego z zagranicą przestaje być czynnikiem zwiększającym tempo wzrostu gospodarczego.

Szybki wzrost gospodarczy przyniósł dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Wobec wysokiego popytu, dobrych wyników finansowych, wciąż relatywnie niskiego poziomu przeciętnych wynagrodzeń oraz znacznych rezerw siły roboczej na rynku pracy, przedsiębiorstwa silnie zwiększyły zatrudnienie. Tempo przyrostu miejsc pracy w gospodarce okazało się wyższe niż oczekiwano w poprzedniej projekcji. Rosnącemu popytowi na pracę nie towarzyszy zakładany w poprzednich projekcjach przyrost podaży pracy w kraju, co częściowo wiązać można z podejmowaniem przez Polaków pracy w starych

⁸⁵Dane dotyczące rachunków narodowych przedstawione w *Raporcie* nie uwzględniają rewizji dokonanej przez GUS w dniu 24 października 2006 r. Jednocześnie w tym dniu na konferencji prasowej GUS zasygnalizował, że wzrost PKB w III kw. br. był nie niższy niż w II kw. 2006 r., a więc wyniósł co najmniej 5,5% r/r, tj. był co najmniej o 0,3 pkt. procentowego wyższy niż założono w projekcji październikowej.

krajach UE. Konsekwencją powyższych zjawisk jest systematyczny i dotychczas zgodny z oczekiwaniami wzrost przeciętnych wynagrodzeń.

Skutkiem ożywienia na rynku pracy jest istotny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Dodatkowymi czynnikami zwiększającymi ich dynamikę jest przyrost dochodów ze świadczeń społecznych⁸⁶ oraz wzrost dochodów prywatnych właścicieli z prowadzonej działalności gospodarczej. Szacuje się, że istotnym, aczkolwiek trudnym do zaobserwowania, czynnikiem wzrostu dochodów gospodarstw domowych są także transfery z zagranicy, związane z nasilającą się po przystąpieniu Polski do UE emigracją zarobkową. Obok rosnących dochodów do dyspozycji, źródłem wzrostu spożycia indywidualnego w coraz większym stopniu staje się kredyt konsumpcyjny, którego dostępność, jak wskazują badania NBP, prawdopodobnie zwiększyła skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych.

Ożywienie gospodarcze sprawia, że wyczerpują się możliwości zaspokojenia rosnącego popytu przy istniejących mocach wytwórczych, co przy braku istotnych barier finansowych (bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw) prowadzi do wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Istotnym czynnikiem wpływającym na dynamikę inwestycji jest także napływ funduszy strukturalnych z UE, których wpływ szczególnie widoczny jest w poprawie aktywności inwestycyjnej sektora rządowego i samorządowego. Trwa silne ożywienie na rynku mieszkaniowym, aczkolwiek jego skutkiem są dotychczas głównie rosnące ceny.

Opisany stan gospodarki w punkcie startowym projekcji i jego implikacje są zasadniczą przyczyną różnicy przewidywanego przebiegu procesów gospodarczych pomiędzy projekcją październikową i lipcową. Dodatkowym istotnym źródłem różnic pomiędzy projekcjami są inne założenia odnośnie podaży pracy (liczba aktywnych zawodowo i stopa bezrobocia NAWRU) oraz praco- i kapitałochłonności produktu (TFP).

Zgodnie z prezentowaną projekcją, tempo wzrostu PKB w całym 2006 r. wyniesie 5,3%, czyli nieco powyżej projekcji lipcowej (5%). Także w kolejnych dwóch latach dynamika PKB będzie wyższa niż przewidywano w poprzedniej projekcji, systematycznie przyspieszając z 5,1% w 2007 r. do 5,7% w 2008 r. Duży wpływ na tak wysokie tempo wzrostu PKB w 2008 r. mają przyjęte założenia dotyczące utrzymania ekspansywnego charakteru polityki fiskalnej oraz braku reakcji polityki pieniężnej, gdy na rynku ukształtowały się istotne oczekiwania co do tego, że taka reakcja nastąpi.

W najbliższych kwartałach popyt konsumpcyjny umocni się jako główny czynnik wzrostu gospodarczego - od IV kw. 2006 r. dynamika spożycia indywidualnego przyspieszy i do końca 2008 r. utrzyma się na poziomie ok. 5,5% (w poprzedniej projekcji poniżej 5%). Wzrost konsumpcji związany będzie głównie ze zwiększającymi się realnymi dochodami do dyspozycji ludności, a w szczególności ze wzrostem dochodów z pracy najemnej, będącym konsekwencją silnego ożywienia na rynku pracy. Pozostałe komponenty dochodów gospodarstw domowych ukształtują się podobnie jak w projekcji lipcowej. Przewiduje się systematyczny wzrost dochodów prywatnych właścicieli. Po istotnym wzroście transferów dla ludności w 2006 r. (głównie na skutek dokonanej w marcu br.

⁸⁶Znaczący wzrost świadczeń społecznych to efekt marcowej waloryzacji emerytur i rent.

waloryzacji rent i emerytur), w kolejnych latach wpływ tej kategorii na dynamikę realnych dochodów do dyspozycji ogółem ulegnie obniżeniu. Istotną rolę odgrywać będą transfery z tytułu pracy za granicą.

Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji utrzyma się silny wzrost liczby pracujących w gospodarce, który wyniesie 3,5% w 2006 r. i 1,8% w latach 2007-2008, czyli będzie wyższy niż w projekcji lipcowej (2,6% w 2006 r. i 1,6% w latach 2007-2008). W przeciwieństwie do poprzedniej projekcji, silny wzrost popytu na pracę będzie miał miejsce w warunkach stabilizacji aktywności zawodowej populacji. W rezultacie przewiduje się silne obniżenie stopy bezrobocia, które w 2008 r. spadnie poniżej 12% i będzie o 2,7 pkt. proc. niższe niż w projekcji lipcowej. Szybkiemu spadkowi stopy bezrobocia towarzyszył będzie relatywnie wolniejszy spadek stopy bezrobocia równowagi. W rezultacie zwiększać będą się napięcia na rynku pracy - od 2007 r. tempo wzrostu przeciętnych wynagrodzeń będzie systematycznie przyspieszać do 6,3% w 2007 r. i 6,9% w 2008 r. (w projekcji lipcowej odpowiednio 6,1% i 6,8%). W całym horyzoncie projekcji dynamika płac realnych będzie przekraczać wzrost wydajności pracy w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem indywidualnym. Podobnie jak w poprzedniej projekcji, dodatkowym czynnikiem powodującym przyspieszenie wzrostu płac w gospodarce jest zwiększenie wydatków sektora finansów publicznych, w tym wzrost wydatków bieżących na płace w sektorze publicznym. Wyższe płace w sektorze publicznym, poprzez efekt zarażania powodują szybszy wzrost płac także w sektorze prywatnym.

Obok spożycia indywidualnego, głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego będzie wzrost nakładów na środki trwałe. Zgodnie z aktualną projekcją dynamika inwestycji w 2006 r. przekroczy 12%, czyli będzie większa niż w projekcji lipcowej (9,3%). W kolejnych dwóch latach wzrost nakładów utrzyma się na poziomie ponad 10% i dopiero w II połowie 2008 r. ukształtuje się na poziomie nieco niższym niż w poprzedniej projekcji.

Podobnie jak przy projekcji lipcowej, przyjęto że zasadniczym wyznacznikiem polityki fiskalnej w latach 2007-2008, będzie utrzymanie stałej kotwicy nominalnej w postaci deficytu budżetu państwa na poziomie 30 mld zł oraz deficytu sektora finansów publicznych na poziomie 32,5 mld zł. W konsekwencji przyjęcia tego założenia, wzrost wpływów podatkowych, wynikający z korzystnej sytuacji makroekonomicznej, nie przełoży się na spadek deficytu lecz przeniesie się bezpośrednio na wzrost wydatków w takiej samej skali. Niewielki spadek relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB (z 0,2 pkt. proc. pomiędzy rokiem 2006, a 2008), w warunkach stosunkowo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego będzie tym samym oznaczał powiększenie deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych.

Wzrost konsumpcji i inwestycji prowadzi do wzrostu popytu krajowego w tempie 5,2%, 6,2% i 6,4% odpowiednio w latach 2006-2008. Dynamika popytu krajowego w 2006 r. jest zgodna z projekcją lipcową, natomiast w latach 2007 i 2008 wyższa średnio o ok. 0,5 pkt. proc.

Poziom kursu walutowego w punkcie startowym projekcji jest zgodny z przewidywaniami z lipca. W kolejnych kwartałach złoty w projekcji będzie się systematycznie deprecjonował, w tempie szybszym niż w projekcji lipcowej. Osłabienie złotego w projek-

cji będzie częściowo odzwierciedleniem procesu powrotu do stanu średnioterminowej równowagi (obecny kurs złotego jest mocniejszy niż przyjęty kurs średnioterminowy), częściowo natomiast skutkiem niskiego i szybko malejącego dysparytetu realnych stóp procentowych oraz wzrostu cen w kraju. Głębsza deprecjacja kursu walutowego i szybciej rosnące ceny w kraju przekładają się na wyższą średnio o ok. 1 pkt. proc. niż w projekcji lipcowej dynamikę cen importu.

W horyzoncie projekcji oczekuje się wysokiej dynamiki eksportu (średnio ponad 8% r/r), na który będzie wpływała dobra koniunktura w strefie euro oraz związana z deprecjacją kursu poprawa konkurencyjności cenowej polskich przedsiębiorstw. Ożywieniu gospodarczemu w kraju towarzyszyć będzie szybki, pomimo deprecjacji złotego, wzrost importu (średnio o ok. 10% rocznie). Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w 2006 r. będzie neutralny, czyli wyższy niż oczekiwano w poprzedniej projekcji, w kolejnych latach natomiast ujemny i zbliżony do projekcji lipcowej.

Tempo wzrostu produktu potencjalnego w latach 2006-2008 wynosi odpowiednio 4%, 4,2% i 4,5% i jest, zgodnie z przyjętymi założeniami, zbliżone do projekcji lipcowej. Nieco odmienna jest natomiast jego kompozycja - w aktualnej projekcji nieco mniejszą rolę we wzroście produktu potencjalnego odgrywa łączna produktywność czynników wytwórczych (TFP), proporcjonalnie większą natomiast akumulacja kapitału. Zgodnie z opisanymi założeniami, potencjalny nakład pracy, zdefiniowany jako liczba osób aktywnych zawodowo skorygowana o stopę bezrobocia NAWRU, nie uległ zmianie pomiędzy projekcjami.

Konsekwencją utrzymania tempa wzrostu produktu potencjalnego przy wyższym tempie wzrostu faktycznego PKB jest szybsze domykanie się luki popytowej. W aktualnej projekcji domknięcie następuje już na koniec 2007 r., podczas gdy w projekcji lipcowej moment ten przypadał na koniec 2008 r. W 2008 r. luka popytowa systematycznie rośnie i na koniec horyzontu projekcji przekracza 1% potencjalnego PKB. W efekcie w obecnej projekcji obserwujemy silniejszą presję inflacyjną ze strony luki popytowej, choć wpływ tej zmiennej na kształtowanie się inflacji netto w obecnej wersji modelu, która nie uległa zmianie od czasu projekcji kwietniowej, jest stosunkowo niewielki.

Znacznie istotniejszym czynnikiem determinującym inflację netto są jednostkowe koszty pracy. Według aktualnych szacunków ekspertów NBP, w punkcie startowym projekcji roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy (w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem indywidualnym) była aż o 1,7 pkt. proc. wyższa niż wynikało to z projekcji lipcowej, na co wpływ miała przede wszystkim większa niż wcześniej zakładano liczba pracujących. Zgodnie z aktualną projekcją, w całym 2006 r. dynamika tej kategorii ukształtuje się na poziomie 4,2%, wobec 3,6% w projekcji lipcowej. W kolejnych latach wzrost jednostkowych kosztów pracy będzie zbliżony do poprzedniej projekcji i wyniesie 3,5% w 2007 r. i 3,7% w 2008 r.

Konsekwencją opisanych powyżej procesów, a więc przede wszystkim wzrostu jednostkowych kosztów pracy i cen importu oraz domykającej się luki popytowej będzie systematyczny wzrost inflacji netto. W całym horyzoncie projekcji inflacja netto jest wyższa niż przedstawiono w lipcu i na koniec 2008 r. osiąga 3,5%, wobec 3,1% w projekcji lip-

cowej.

Projekcja inflacji CPI jest wynikiem złożenia inflacji netto, inflacji cen paliw i inflacji cen żywności, przy czym waga tej ostatniej kategorii cen w CPI maleje do zera po czterech kwartałach. W porównaniu do rundy lipcowej, dynamika cen żywności w IV kw. 2006 r. została podniesiona o 2 pkt. proc. r/r, natomiast w I kw. 2007 r. o 1,8 pkt. proc. r/r. W kolejnych kwartałach dynamika cen żywności jest tylko nieznacznie wyższa w stosunku do poprzedniej projekcji. Rezultatem zmiany ścieżki cen żywności jest podniesienie stopy inflacji w rundzie październikowej o ok. 0,5-0,6 pkt. proc. w pierwszych dwóch kwartałach projekcji i zanedbywalny wpływ w kolejnych okresach. Wyższe ceny żywności są więc w projekcji istotnym czynnikiem przyspieszającym powrót inflacji do celu w porównaniu z projekcją lipcową. Ścieżka październikowa pokazuje wolniejszy niż w lipcu wzrost cen paliw w początkowym okresie prognozy, obniżając inflację maksymalnie o 0,2 pkt. proc. r/r, w kolejnych kwartałach jest natomiast nieznacznie wyższa. W rezultacie w całym horyzoncie projekcji inflacja CPI znajduje się powyżej ścieżki lipcowej. Przekroczenie celu następuje już w I kw. 2007 r., następnie inflacja kształtuje się w pobliżu celu, po czym wyraźnie przyspiesza, zbliżając się na koniec 2008 r. do górnej granicy pasma dopuszczalnych wahań.

Projekcja inflacji oraz wzrostu PKB, jak każda prognoza, obarczona jest statystycznym błędem, na który składa się wiele źródeł⁸⁷. Kwantyfikowalne (*ex post*) źródła błędu, takie jak: niedokładność statystycznego odwzorowania w modelu ekonometrycznym związków między zmiennymi makroekonomicznymi oraz niepewność związana z założeniami zewnętrznymi wobec modelu prognostycznego (oceniana na podstawie historycznej zmienności szeregów czasowych), zostały uwzględnione i zobrazowane na wykresach wachlarzowych. Pozostałe, trudno kwantyfikowalne *ex ante* źródła błędu prognoz składające się na ogólną niepewność projekcji są m.in. związane z: możliwymi zmianami w strukturze polskiej gospodarki, przybliżonym charakterem odwzorowania rzeczywistości przez model, możliwym brakiem stabilności w czasie oszacowanych zależności, rewizjami danych statystycznych. Źródła niepewności nie uwzględnione na wykresach wachlarzowych zostały omówione w następnym podrozdziale.

W przypadku projekcji wzrostu PKB i inflacji, kwantyfikowalne statystycznie źródła niepewności, ujęte na wykresie wachlarzowym, są inne dla krótkiego (poniżej 1 roku) i średniego horyzontu projekcji (2-3 lata).

W **krótkim okresie** najważniejszym źródłem niepewności dla **projekcji inflacji** jest niepewność związana z cenami żywności. Kolejnymi według ważności czynnikami są niepewność składnika losowego⁸⁸ w równaniu inflacji netto, niepewność kształtowania

⁸⁷Rozkład błędu projekcji wokół ścieżki centralnej zależy od statystycznych miar błędów równań modelu oraz miar zmienności zmiennych egzogenicznych modelu. Ponieważ największą zmiennością w próbie charakteryzują się ceny żywności, zmienna ta ma duży wpływ na szerokość wykresu wachlarzowego. Z kolei dobre dopasowanie w próbie równań opisujących liczbę pracujących i dynamikę płac (niskie błędy równań) powoduje, że zmienne te w zdecydowanie mniejszym stopniu wpływają na rozkład błędów projekcji wokół ścieżki centralnej, choć ich ścieżki podlegają istotnym korektom w horyzoncie projekcji i w analizie ekonomicznej upatrujemy w nich główne źródło niepewności projekcji

⁸⁸Niepewność składnika losowego to niepewność wynikająca z nieprzewidywalności tych czynników

się ścieżki cen ropy naftowej oraz niepewność związana z rynkiem pracy (tylko poprzez odchylenia składników losowych w równaniach płac i pracujących przy założeniu adekwatności tych równań). Czynniki odpowiadające za niepewność projekcji inflacji w krótkim okresie to te, które albo bezpośrednio kształtują poziom cen (ceny żywności i inflacja netto), bądź oddziałują na inflację w sposób pośredni, ale stosunkowo szybki (ceny ropy). W krótkim okresie znaczenie sprzężeń modelu jest stosunkowo niewielkie i dlatego rola innych czynników niepewności jest mniejsza.

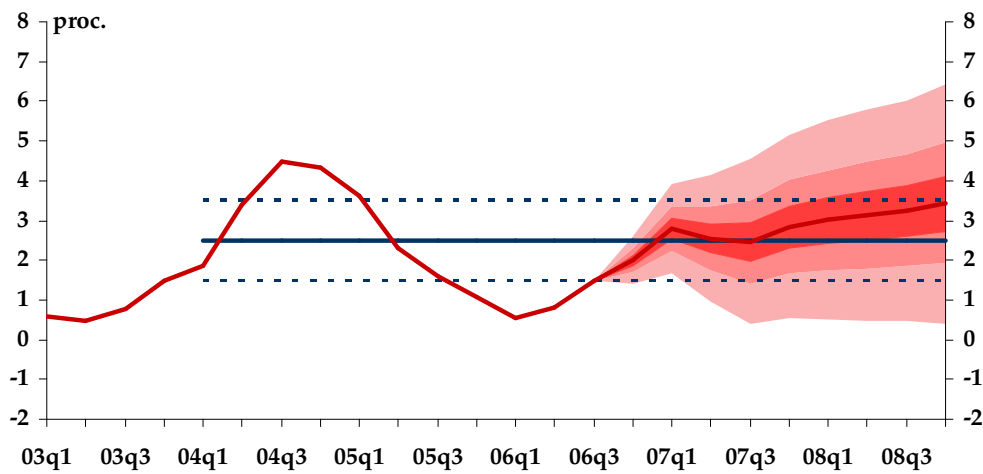
W **średnim okresie** (w projekcji październikowej średni okres dotyczy praktycznie 2008 r.) także niepewność związana z cenami żywności ma największy wpływ na **niepewność inflacji** ujętą na wykresie wachlarzowym, gdyż wysoka zmienność historyczna szeregu cen żywności w dużej mierze określa szerokość wykresu wachlarzowego. Jednocześnie wraz z horyzontem prognozy zwiększa się rola czynników związanych z rynkiem pracy. W średnim okresie rośnie znaczenie sprzężeń modelu, a więc ważnych dla kształtowania się inflacji czynników, które działają z pewnym opóźnieniem. Kolejnym źródłem niepewności jest więc niepewność składnika losowego w równaniach importu i eksportu (znaczący wpływ przez PKB), inflacji netto i deflatora PKB (deflator PKB nie wpływa bezpośrednio na inflację, ale odgrywa w modelu istotną rolę i wpływa na inflację poprzez sprzężenia zawarte w modelu). Natomiast niepewność związana z ropą naftową w niewielkim stopniu determinuje niepewność projekcji inflacji w średnim okresie. Wynika to z faktu, że niepewność kształtowania się ścieżki ropy naftowej (ujmowana statystycznie poprzez zmienność cen ropy wokół pewnego trendu) bardzo wolno rośnie w czasie (na przykład w porównaniu ze zmiennością cen żywności).

Podobnie jak w przypadku inflacji, w **krótkim okresie** na niepewność projekcji **PKB** największy wpływ ma niepewność zmiennych bezpośrednio determinujących wzrost gospodarczy. Największy wpływ ma zatem niepewność kształtowania się składników PKB, w tym zwłaszcza importu i eksportu (błąd składników losowych w tych równaniach, a więc czynników determinujących kształtowanie się wolumenów handlu zagranicznego, a nie ujętych w tych równaniach w postaci zmiennych objaśniających). Mniejszą rolę pełnią konsumpcja i inwestycje, ponieważ równania opisujące te zmienne charakteryzowały się lepszym dopasowaniem w próbie (obserwowano mniejsze błędy składników losowych mierzone wkładami do PKB). Wśród innych zmiennych, największe znaczenie dla niepewności projekcji PKB ma niepewność związana z kształtowaniem się zewnętrznego PKB.

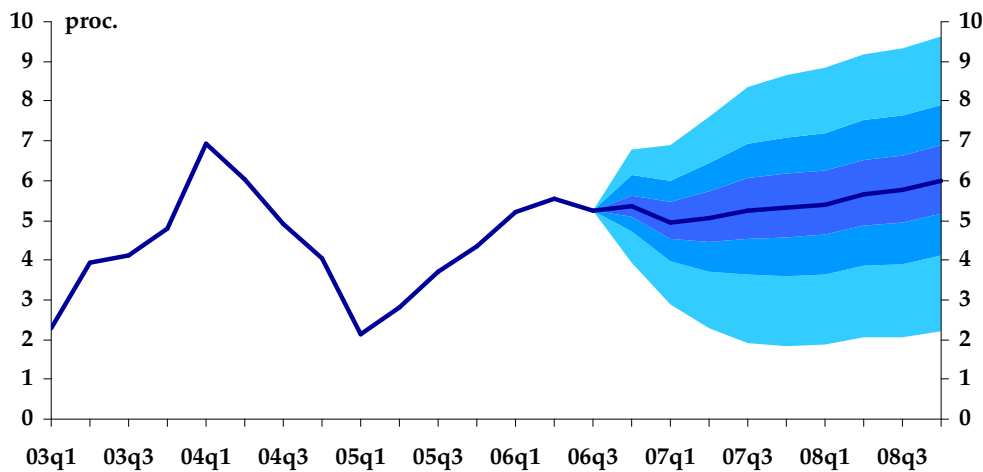
W **średnim**, tak jak w krótkim okresie, niepewność projekcji **wzrostu PKB** determinowana jest przez niepewność związaną z kształtowaniem się handlu zagranicznego, choć jej względne znaczenie jest mniejsze. Wzrasta natomiast rola niepewności związanej z czynnikami, które z pewnym opóźnieniem kształtują PKB, takimi jak inwestycje i PKB zewnętrzny.

Kompleksowy obraz niepewności projekcji inflacji i PKB jest przedstawiony na wykresach wachlarzowych.

determinujących inflację netto, które nie są ujęte w równaniu ją opisującym w postaci zmiennych objaśniających.



Wykres 4.34: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP.
Źródło: NBP.



Wykres 4.35: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.
Źródło: NBP.

Jak czytać wykresy wachlarzowe?

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest ryzykiem i niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji banki centralne prezentują na wykresach wachlarzowych. Szerokość "wachlarza" pokazuje ogólny

poziom ryzyka, które zazwyczaj zmienia się z kwartału na kwartał. Im dalej w przyszłość, tym jest ona większa, gdyż niepewność ocen przyszłości zwykle rośnie wraz z wydłużaniem horyzontu czasowego.

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

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

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2006q4	0.078	0.919	1.000	0.510	0.922
2007q1	0.030	0.335	0.857	0.502	0.827
2007q2	0.136	0.483	0.840	0.504	0.704
2007q3	0.225	0.517	0.797	0.503	0.572
2007q4	0.171	0.403	0.684	0.504	0.514
2008q1	0.160	0.369	0.632	0.502	0.472
2008q2	0.158	0.353	0.597	0.502	0.439
2008q3	0.147	0.325	0.561	0.502	0.414
2008q4	0.144	0.304	0.518	0.500	0.374

4.4 Ryzyko obciążenia projekcji centralnej

Każda projekcja obarczona jest niepewnością, która *ex post* ujawnia się w postaci błędów projekcji. W analizie niepewności *ex ante* można wyróżnić dwie sytuacje. W pierwszej zakładamy, że w procesie prognozowania mylimy się wyłącznie w sposób losowy. Takie założenie pozwala zbudować wykres wachlarzowy i ująć na nim źródła niepewności projekcji, które dotyczą zmiennych endogenicznych i egzogenicznych modelu prognostycznego, przy założeniu, że sam model jest adekwatny. W drugiej sytuacji nie

mamy pewności co do stopnia adekwatności samego modelu i liczymy się z możliwością popełnienia systematycznego błędu, polegającego na zaniżeniu lub zawyżeniu prognozowanej ścieżki inflacji. Przyczyniają się do tego omówione we wstępie problemy poprawnego odwzorowania procesów ekonomicznych ujmowanych w modelu oraz zmienne i zjawiska nie ujęte w modelu. Poniżej analizujemy źródła niepewności, które mogą prowadzić do obciążenia ścieżki centralnej projekcji.

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

Ze względu na brak reestymacji⁸⁹ modelu pomiędzy rundą październikową i lipcową, utrzymują się, wskazywane w poprzedniej rundzie prognostycznej jego właściwości statystyczne. Oprócz nieadekwatności odwzorowania sytuacji na rynku pracy, nadal utrzymuje się sygnalizowana w kwietniowym raporcie niepewność dotycząca wpływu zmian stopy procentowej na inflację w horyzoncie projekcji. Obniżenie inflacji w Polsce po przystąpieniu do UE było związane z efektem otwarcia gospodarki, który był szczególnie silny zaraz po przystąpieniu. Uwzględnienie tego efektu w parametrach modelu spowodowało obniżenie reakcji inflacji w modelu na zmianę stopy procentowej. Obecnie można się spodziewać, że efekt skokowego otwarcia gospodarki prawdopodobnie ustąpił i w rzeczywistości reakcja inflacji na zmianę stopy procentowej jest wyższa, niż to podpowiada model.

Nadal występuje, sygnalizowana już w poprzedniej projekcji i opisana we wstępie, niepewność danych statystycznych odnośnie rynku pracy, pochodzących z badania BAEL. Zwiększa ją druga w tym roku zmiana metodologiczna wprowadzona w badaniu za II kw. br., polegająca na klasyfikacji respondentów w oparciu o dokładną datę urodzenia, a nie jak dotychczas, o rok urodzenia. Wraz z publikacją danych za II kw. 2006 r. została dokonana też znacząca korekta danych BAEL za I kw. br. Wciąż brak jest również wiarygodnych szacunków skali migracji zarobkowych i struktury wiekowej osób wyjeżdżających z Polski.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu zmian na rynku pracy

Podstawowym źródłem niepewności sytuacji na rynku pracy jest kształtowanie się aktywności zawodowej w horyzoncie projekcji. Dużą niepewnością jest obciążona skala migracji zarobkowych w przyszłości. Z jednej strony, może ona się zwiększyć i redukując liczbę aktywnych zawodowo - wymusić szybszy niż w projekcji wzrost płac; jednak bez istotnego wpływu w horyzoncie prognozy na wielkość popytu na pracę. Prowadziłoby to do wyższej niż w projekcji inflacji. Z drugiej strony, nie można wykluczyć, że szybki wzrost płac w kraju spowoduje zmniejszenie skali migracji, a także reaktywację części biernych zawodowo i wzrost podaży pracy w stosunku do założeń projekcji. Ze względu na wciąż relatywnie niski, w stosunku do wielu krajów UE, poziom płac w

⁸⁹Warto przypomnieć, że model był reestymowany w rundzie kwietniowej.

Polsce, bardziej prawdopodobne wydaje się jednak zwiększenie skali migracji w horyzoncie projekcji i obniżenie aktywności ekonomicznej ludności z tego tytułu, co przy braku istotnej zmiany popytu na pracę prowadziłoby do wyższej inflacji.

Migracje mogą obniżać aktywność ekonomiczną ludności także pośrednio. Dane BAEL GUS za II kw. 2006 r. pokazały mianowicie, że nastąpił spadek aktywności osób w "starszych" rocznikach (45-59 i ponad 64 lata), który co najwyżej w połowie może być wyjaśniony przechodzeniem do grupy emerytów i rencistów. W świetle danych BAEL druga grupa przyczyn tego zjawiska może być związana raczej z zaprzestaniem poszukiwania pracy oraz z podjęciem obowiązków rodzinnych i domowych przez te osoby, czemu sprzyjać mogą właśnie migracje. Poprawiają one bowiem budżety takich gospodarstw domowych (transfery części dochodów z pracy zagranicą), co może skłaniać do rezygnacji z gorzej płatnych prac, a jednocześnie w wielu przypadkach oznaczają konieczność przejmowania przez pozostających w kraju członków rodzin obowiązków domowych.

Ponieważ wzrost płac w obecnej projekcji jest zbliżony do ścieżki lipcowej, mimo wyższego niż w poprzedniej rundzie prognostycznej popytu na pracę, spadku aktywności zawodowej oraz spadku stopy bezrobocia poniżej stopy bezrobocia NAWRU, bardziej prawdopodobna jest wyższa dynamika płac niż to pokazuje projekcja.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu zmian w gospodarce światowej

Nadal problemem jest wysoki deficyt na amerykańskim rachunku obrotów bieżących, będący jednym z przejawów tzw. nierównowagi globalnej. Oczekuje się jednak jego stabilizacji w relacji do PKB w 2006 r. (na poziomie ok. -6,4%) oraz spadku do 6,1% w 2007 r. Choć więc nadal należy wskazywać na, sygnalizowane również w poprzedniej projekcji, ryzyko niekontrolowanego rozwiązania nierównowagi globalnej, co spowodowałoby znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA i miałyby skutki, ryzyko to może być w przyszłym roku nieco mniejsze.

Wciąż istotnym źródłem ryzyka dla światowego wzrostu gospodarczego jest możliwość głębszej przeceny na rynku aktywów, tj. cen nieruchomości, cen akcji oraz cen obligacji, co wywoływałoby także zwiększoną zmienność kursów wymiany. Zgodnie z ostatnimi informacjami z *Beige Book* Banku Rezerwy Federalnej w USA jest obserwowane dalsze spowolnienie na rynku nieruchomości, choć prognozowanie dalszego rozwoju sytuacji na tym rynku, ze względu na niejednoznaczność niektórych sygnałów, obarczone jest niepewnością.

Podtrzymujemy, sformułowane w projekcji lipcowej, oceny wpływu globalizacji na wzrost cen krajowych i możliwych skutków ewentualnego nasilenia się praktyk protekcjonistycznych dla tego wzrostu. W szczególności, można przypuszczać, że antyinflacyjne oddziaływanie globalizacji w Polsce może być słabsze niż dotychczas – ze względu na malejące tempo otwierania się naszej gospodarki.

W stosunku do projekcji lipcowej obniżyło się natomiast ryzyko spowolnienia gospodarczego z powodu wysokich cen ropy naftowej, zwłaszcza w krótszym horyzoncie pro-

jekcji - ze względu na dość głęboki spadek bieżących cen i pewne obniżenie ich prognoz długoterminowych. Nadal jednak obserwujemy bardzo wysokie ceny niektórych innych surowców, zwłaszcza metali kolorowych.

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

Przedstawiona w projekcji ścieżka centralna inflacji i PKB odpowiada kontrfaktycznemu założeniu, że na pogarszanie się nierównowagi fiskalnej i rosnącą w horyzoncie projekcji inflację nie reaguje ani polityka fiskalna, ani polityka pieniężna (projekcja sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych). Nie ma też dostosowań ze strony podmiotów sektora prywatnego. Ponieważ obecny ekspansywny kierunek polityki fiskalnej nie jest do utrzymania w dłuższym horyzoncie, należy przewidywać konieczność jej zacieśnienia. Dla projekcji inflacji istotne znaczenie ma zarówno moment tego dostosowania, jak i jego rodzaj. Ze względu na stopień zaawansowania i harmonogram prac nad budżetem 2007 r. można przewidywać, że dostosowanie to nastąpi nie szybciej niż w budżecie na 2008 r., przy czym jego efektów ekonomicznych można oczekiwać najwcześniej w latach 2008 - 2009. Warto też zwrócić uwagę, że im później nastąpi zacieśnienie polityki fiskalnej, tym może być ono głębsze.

Dostosowanie polityki fiskalnej może dotyczyć zarówno cięć po stronie wydatków, jak i wzrostu podatków, przy czym oba te rodzaje działań mają odmienne skutki dla wzrostu gospodarczego i inflacji. W przypadku scenariusza cięć wydatków można oczekiwać niższego spadku aktywności gospodarczej, ze względu na poprawę klimatu inwestycyjnego, i niższego wzrostu cen - z uwagi na mniejsze podwyżki podatków pośrednich. Wariant ten oceniamy jednak jako mniej prawdopodobny niż wariant polegający głównie na silniejszym wzroście podatków. W przypadku takiego wariantu można spodziewać się głębszego spadku aktywności gospodarczej przy wyższym wzroście cen, wynikającym z podniesienia podatków pośrednich.

Narastanie nierównowagi fiskalnej może również oddziaływać na zachowania podmiotów gospodarczych. W przypadku wzrostu podatków pośrednich oczekiwać tu można m.in. pogarszania się atrakcyjności inwestycyjnej Polski i spadku tempa dopływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Ryzyko to może również powodować spadek inwestycji krajowych, co obecnie obserwujemy np. na Węgrzech.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki za prawdopodobne skutki dostosowania fiskalnego należy uznać spowolnienie, w stosunku do projekcji, tempa wzrostu gospodarczego w 2008 r., przy możliwym wzroście w końcu horyzontu projekcji, ponad ścieżkę centralną, inflacji.

Jednym ze skutków kontrfaktycznego założenia o braku dostosowań ze strony polityki pieniężnej jest prawdopodobne przeszacowanie przez model, ze względu na efekt dysparytetu realnych stóp procentowych, skali osłabienia kursu walutowego, co działałoby w kierunku niższej inflacji.

Omówienie danych, które napłynęły po 28 września 2006 r.

Projekcja została przygotowana w oparciu o informacje dostępne do 28 września 2006 r. Nie uwzględnia ona najnowszej prognozy cen ropy Departamentu Energii USA, która jest niższa od ścieżki przyjętej w projekcji o około 8% w IV kw. br. i o ok. 2-3% w 2007 r. Nie znana była również realizacja cen ropy za III wk. br., która okazała się zgodna z projekcją. Ceny paliw w III kw. br. ukształtowały się natomiast powyżej prognozy - o ok. 0,2 pkt. proc. Jednocześnie w chwili przygotowania projekcji nie była znana decyzja OPEC odnośnie zmniejszenia wielkości wydobycia tego surowca - o ok. 1,2 mln b/d, co może spowodować wzrost jego ceny. W chwili sporządzania projekcji nie znany był też wskaźnik wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych we wrześniu br., który okazał się niższy od prognozowanego; głównie na skutek niższego od przewidywanego wzrostu cen warzyw i owoców. Niższa od przewidywanej okazała się też dynamika cen wieprzowiny. Lepsze, od zakładanych, okazały się natomiast zbiory warzyw i owoców. W efekcie wzrost cen żywności w III kw. 2006 r. okazał się nieznacznie niższy (o 0,1 pkt. proc.) od przyjętego w projekcji.

Układ ryzyk ujętych na wykresie wachlarzowym projekcji październikowej jest niemal symetryczny. W krótkim okresie, czynniki nie uwzględniane na tym wykresie powodują jednak, że bardziej prawdopodobna jest niższa, niż wynikająca ze ścieżki centralnej, dynamika cen. Przemawia za tym głównie możliwość ukształtowania się cen ropy w tej perspektywie poniżej ścieżki założonej w projekcji i związana z tym niższa dynamika cen paliw w IV kw. br. Lepsze, od zakładanych w prognozie cen żywności, zbiory owoców i warzyw, a także niższa dynamika cen mięsa wieprzowego mogą sprawić, że w IV kw. br. wzrost cen żywności będzie niższy niż w projekcji. Wpływ tego odchylenia na prognozę CPI będzie jednak znikomy od I kw. 2007 r. (poniżej 0,07 pkt. proc.).

W średnim okresie za bardziej prawdopodobny należy uznać przebieg inflacji powyżej ścieżki centralnej. Głównym czynnikiem takiego rozkładu ryzyka projekcji jest możliwość wyraźnie szybszego, niż przewiduje to projekcja, wzrostu płac. W naszej ocenie, skala wzrostu inflacji związana ze wzrostem płac jest wyższa, niż skala obniżenia inflacji z powodu ukształtowania się kursu walutowego na poziomie mocniejszym niż w projekcji. Jest prawdopodobne, że wyższe płace i wyższa inflacja, niż to przewiduje projekcja działałyby w kierunku osłabienia kursu walutowego, gdyż obniżałyby atrakcyjność gospodarki dla inwestorów zagranicznych. Istotnym czynnikiem wzrostu inflacji, który należy wziąć pod uwagę w ocenie prawdopodobieństwa wzrostu inflacji ponad ścieżkę z projekcji październikowej w średnim horyzoncie, jest ryzyko wzrostu podatków w roku 2008. Nieuchronność zacieśnienia fiskalnego i wzrostu podatków oraz, w mniejszym stopniu, cięcia wydatków doprowadzi do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego, tym istotniejszego, im później zacieśnienie nastąpi. Przyjmując za prawdopodobne wprowadzenie zacieśnienia fiskalnego wraz z budżetem na 2008 r. można oceniać, że prawdopodobnie wzrost PKB w 2008 r. może być niższy niż w projekcji. W kierunku szybszego

wzrostu inflacji może też działać dalsze zmniejszanie wydobycia ropy naftowej przez OPEC.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od czerwca 2006 r. do sierpnia 2006 r.

W okresie od czerwca 2006 r. do sierpnia 2006 r. członkowie Rady Polityki Pieniężnej nie podjęli żadnych uchwał ani nie zgłosili wniosków, które byłyby przedmiotem głosowania.