

Raport o inflacji Październik 2007

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Październik 2007

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

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	9
1.1 Wskaźniki inflacji	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne	12
Determinanty inflacji	15
2.1 Popyt	15
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	16
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	17
2.1.3 Popyt inwestycyjny	19
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	21
2.2 Produkcja	23
2.3 Rynek pracy	23
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	23
2.3.2 Płace i wydajność	26
2.4 Inne koszty i ceny	27
2.4.1 Ceny zewnętrzne	27
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	28
2.5 Rynki finansowe	28
2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe	28
2.5.2 Kurs walutowy	36
2.5.3 Kredyt i pieniądz	37
Polityka pieniężna w okresie lipiec–październik 2007 r.	43
Projekcja inflacji i PKB	55
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od czerwca do sierpnia 2007 r.	71

Synteza

Po trwającym od połowy 2006 r. stopniowym wzroście rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, w III kw. br. inflacja, zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu* obniżyła się (do 2,0% r/r). W poszczególnych miesiącach III kw. inflacja ulegała znacznym wahaniom - w sierpniu br. obniżyła się (do 1,5% r/r), natomiast we wrześniu wzrosła (do 2,3% r/r).

Na kształtowanie się bieżącego wskaźnika inflacji w dalszym ciągu wpływają dwie przeciwstawne tendencje. Z jednej strony wzrost popytu krajowego, napięcia na rynku pracy oraz wzrost cen żywności działają w kierunku przyspieszenia wzrostu cen. Z drugiej strony procesy cenowe w Polsce pozostają pod silnym wpływem globalizacji, przejawiającej się między innymi niską importowaną inflacją oraz wzrostem konkurencji na rynku krajowym, a także pod wpływem rosnącej konkurencji w sektorze telekomunikacyjnym. Do ograniczenia inflacji przyczyniała się także stabilizacja nominalnego kursu złotego. Obecne umiarkowane tempo wzrostu cen jest wypadkową tych tendencji.

W III kw. br. obniżeniu się rocznej inflacji CPI towarzyszył spadek czterech spośród pięciu miar inflacji bazowej. W okresie sierpień – październik 2007 r. prognozy inflacyjne analityków bankowych kształtowały się na poziomie zbliżonym od celu inflacyjnego NBP (2,5%), a struktura odpowiedzi w sondażach konsumenckich dotyczących oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych była względnie stabilna.

Po czterech kolejnych kwartałach wzrostu cen importu wyrażonych w PLN, w II kw. 2007 r. nastąpiło ich obniżenie. Złożył się na to zarówno dalszy spadek cen ropy naftowej w ujęciu rocznym (do czego przyczyniła się aprecjacja kursu złotego wobec dolara), jak i utrzymanie się cen pozostałych towarów importowanych na poziomie zbliżonym do notowanego przed rokiem. W III kw. br. bieżące i prognozowane ceny ropy naftowej znacząco wzrosły, co częściowo zostało zneutralizowane aprecjacją kursu złotego.

W III kw. br. notowano dalszy spadek rocznej dynamiki wskaźnika PPI. Największy wkład do wzrostu wskaźnika cen producentów nadal miało przetwórstwo przemysłowe. Obniżenie inflacji PPI związane jest z aprecjacją nominalnego efektywnego kursu złotego, która powoduje spadek cen uzyskiwanych w eksporcie.

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł i budownictwo). Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji oraz konsumpcji. W dalszym ciągu obserwuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto do wzrostu pozostaje od III kw. 2006 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wyn-

grodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wysokiemu poziomowi aktywności gospodarczej oraz ożywieniu na rynku pracy towarzyszy relatywnie niska inflacja oraz rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Napływające dane potwierdzają wcześniejsze oceny, że wysoki poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymywać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów. Utrzymaniu szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce powinna sprzyjać nadal wysoka aktywność w gospodarce światowej. W okresie sierpień-wrzesień miały miejsce jednak zaburzenia na globalnych rynkach finansowych, czego efektem było obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Obecnie trudno ocenić skalę wpływu tych zaburzeń na wzrost gospodarki amerykańskiej i strefy euro, a w konsekwencji na gospodarkę polską.

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w lipcowym *Raporcie*, w II kw. 2007 r. wzrost realnego PKB utrzymał się na wysokim poziomie (6,4% r/r), jednak niższym niż w I kw. 2007 r. (7,2%). Tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniosło 5,1% r/r, kształtując się poniżej oczekiwań z lipcowego *Raportu*. Nieco niższa od oczekiwań była także dynamika spożycia publicznego, które wzrosło o 1,0% r/r. Nadal w bardzo szybkim tempie rosły nakłady brutto na środki trwałe (20,8% r/r), choć, zgodnie z oczekiwaniami, wolniej niż w I kw. (26,2%).

Dynamika wartości dodanej brutto w gospodarce, choć nadal wysoka, uległa w II kw. 2007 r. obniżeniu (do 6,4%), co było zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*. We wszystkich głównych sektorach (usługach rynkowych, przemyśle, budownictwie) tempo wzrostu wartości dodanej, w ujęciu kwartalnym, było niższe niż w poprzednim kwartale. Istotnie przyspieszył wzrost wartości dodanej brutto w usługach nierynkowych, jednakże udział tego sektora w tworzeniu wartości dodanej brutto ogółem pozostaje niewielki.

W II kw. br. wzrost (w ujęciu rocznym) ujemnego salda obrotów towarowych i salda dochodów, a także obniżenie się dodatniego salda transferów złożyły się na dalsze pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących. W relacji do PKB deficyt ten wzrósł do 3,7% w ujęciu rocznym (wobec 3,2% w I kw. 2007 r.) i był najwyższy od IV kw. 2004 r.

Na podstawie miesięcznych danych za okres lipiec-wrzesień 2007 r. można oceniać, że w III kw. br. dynamika PKB wyniosła ok. 5,8% r/r.

W III kw. 2007 r. budżet państwa osiągnął nadwyżkę w wysokości 3,9 mld zł. Na wynik budżetu państwa złożyły się z jednej strony wysokie dochody budżetowe, związane z szybkim wzrostem gospodarczym i poprawą sytuacji na rynku pracy, z drugiej zaś – niskie wykonanie wydatków budżetowych, do czego przyczyniły się m.in. opóźnienia w realizacji niektórych zadań.

W II kw. 2007 r. nadal szybko rosła liczba pracujących w gospodarce, co świadczy o utrzymaniu się szybkiego wzrostu popytu na pracę. Odzwierciedleniem rosnącego popytu na pracę jest również utrzymująca się wysoka dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, dalszy spadek stopy bezrobocia oraz wzrost liczby ofert zatrudnienia zgłaszanych do urzędów pracy. Jednocześnie nadal rośnie odsetek pracodawców, którzy mają problemy z zatrudnieniem pracowników. Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszy spadek liczby aktywnych zawodowo.

Rosnącej liczbie pracujących w gospodarce towarzyszy wyraźne przyspieszenie wzrostu nominalnych wynagrodzeń, na co wskazują zarówno dane kwartalne z całej gospodarki, jak i dane miesięczne z sektora przedsiębiorstw. W II kw. 2007 r. wynagrodzenia w gospodarce rosły zdecydowanie szybciej niż wydajność pracy. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wzrosła do poziomu najwyższego od IV kw. 2000 r. Od maja 2007 r. również w przedsiębiorstwach przemysłowych rosną jednostkowe koszty pracy.

Zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych w okresie sierpień–wrzesień br. doprowadziły do obniżenia rentowności obligacji na rynkach bazowych. W Polsce na skutek tych zaburzeń odnotowano zwiększoną zmienność rentowności obligacji skarbowych. Po wyborach parlamentarnych rentowności w Polsce powróciły do poziomów z lipca br., tj. okresu sprzed zaburzeń. Indeksy giełdowe na świecie oraz w Polsce, po przejściowym obniżeniu powróciły do poziomów sprzed zaburzeń. Obserwowana od połowy sierpnia br. poprawa nastrojów na giełdach światowych i w Polsce wynikała m.in. z działań stabilizacyjnych głównych banków centralnych, w tym obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Ze względu na zaburzenia na rynkach finansowych w okresie od ostatniego *Raportu* obniżyły się oczekiwania dotyczące stóp procentowych banków centralnych w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro. W Polsce natomiast oczekiwania dotyczące stóp procentowych nie uległy znaczącym zmianom. Kontrakty terminowe wskazują obecnie na łączną skalę podwyżek stopy referencyjnej NBP do poziomu 5,25% w horyzoncie rocznym.

W II kw. br. ceny mieszkań na rynku pierwotnym w dużych miastach wciąż wzrastały, choć znacznie wolniej niż w II poł. 2006 r. W małych i średnich miastach natomiast od początku br. wzrost cen mieszkań w ujęciu kwartalnym istotnie przyspieszył w porównaniu z 2006 r. Na rynku wtórnym wzrost cen wyraźnie się obniżył wobec poprzedniego kwartału, zarówno na największych rynkach, jak i w małych oraz średnich miastach.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiło umocnienie nominalnego kursu złotego, zarówno wobec euro jak i dolara amerykańskiego.

Wartość kredytów udzielanych przez banki szybko wzrasta. Ekspansji kredytowej sprzyjają szybki wzrost gospodarczy, względnie niskie ceny kredytów oraz łagodzenie warunków ich przyznawania przez banki. Zdecydowanie najszybciej wzrastają kredyty na nieruchomości.

W lipcu 2007 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W sierpniu Rada podwyższyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., natomiast we wrześniu i październiku utrzymała je na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP (ang. *minutes*) w lipcu, sierpniu i wrześniu br. są umieszczone w rozdziale "Polityka pieniężna w okresie lipiec–październik 2007 r." Opis dyskusji na październikowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 22 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

W rozdziale IV *Raportu* przedstawiono przygotowaną przez analityków NBP projekcją inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Prognozowane w październikowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest do połowy 2008 r. niższe od oczekiwanego w projekcji lipcowej, natomiast od połowy 2008 r. jest od niego nieco

wyższe. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,2-2,3% w 2007 r. (wobec 2,2-2,5% w projekcji lipcowej), 2,2-3,5% w 2008 r. (wobec 2,1-3,8%) oraz 2,5-4,6% w 2009 r (wobec 2,1-4,3%).

Zgodnie z projekcją, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 6,5-6,6% w 2007 r. (wobec 6,2-6,8% w projekcji lipcowej), 4,4-6,2% w 2008 r. (wobec 4,3-6,7%) oraz 3,8-6,7% w 2009 r. (wobec 4,0-7,2%).

W "Założeniach polityki pieniężnej na rok 2008" RPP zapowiedziała ograniczenie częstotliwości publikacji *Raportów o inflacji*. Zgodnie z tą zapowiedzią od 2008 r. *Raporty* będą publikowane trzy razy w roku – w lutym, czerwcu i październiku.

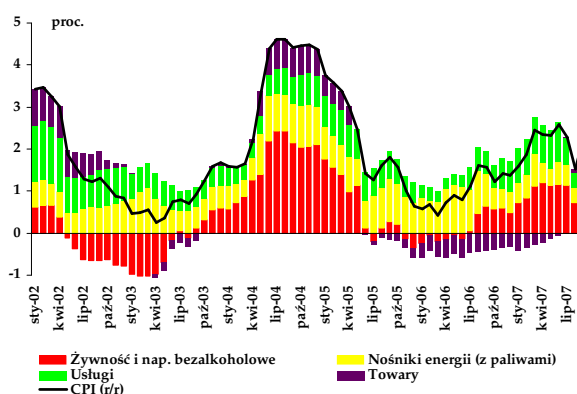
Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

Po trwającym od połowy 2006 r. stopniowym wzroście rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, w III kw. br. inflacja, zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu* obniżyła się (do 2,0% r/r) (Wykres 1.1). W poszczególnych miesiącach III kw. inflacja ulegała znacznym wahaniom - w sierpniu br. obniżyła się (do 1,5% r/r), natomiast we wrześniu wzrosła (do 2,3% r/r). Do obniżenia inflacji w sierpniu przyczyniła się promocyjna obniżka cen usług internetowych, natomiast wzrost inflacji we wrześniu spowodowany był przede wszystkim silnym wzrostem cen żywności. Tempo wzrostu cen żywności w Polsce może natomiast utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie m.in. ze względu na sytuację na międzynarodowych rynkach rolno-spożywczych. Można oceniać, że obniżający inflację wpływ zmian cen usług internetowych będzie przejściowy, choć istnieje znaczne prawdopodobieństwo, że silna konkurencja na rynku telekomunikacyjnym będzie nadal przyczyniać się do obniżania cen na tym rynku.

Na kształtowanie się bieżącego wskaźnika inflacji w dalszym ciągu wpływają dwie przeciwstawne tendencje. Z jednej strony wzrost popytu krajowego, napięcia na rynku pracy oraz wzrost cen żywności działają w kierunku przyspieszenia wzrostu cen. Z drugiej strony procesy cenowe w Polsce pozostają pod silnym wpływem globalizacji, przejawiającej się między innymi niską importowaną inflacją oraz wzrostem konkurencji na rynku krajowym, a także pod wpływem rosnącej konkurencji w sektorze telekomunikacyjnym. Do ograniczenia inflacji przyczyniała się także stabilizacja nominalnego kursu złotego. Obecne umiar-

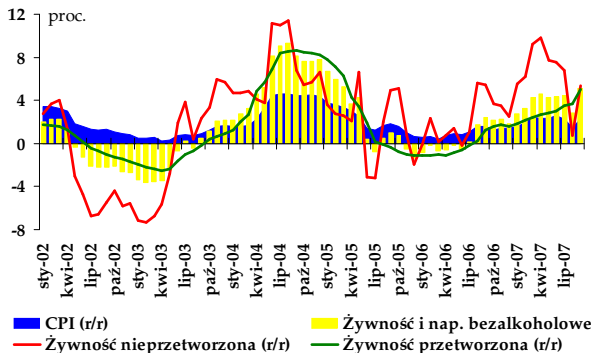
Wykres 1.1:
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.2:

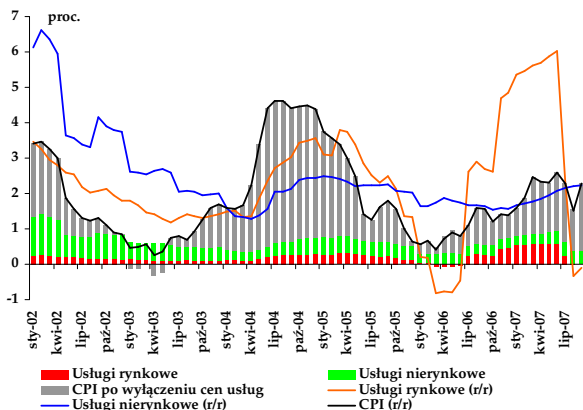
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – żywność i napoje bezalkoholowe.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.3:

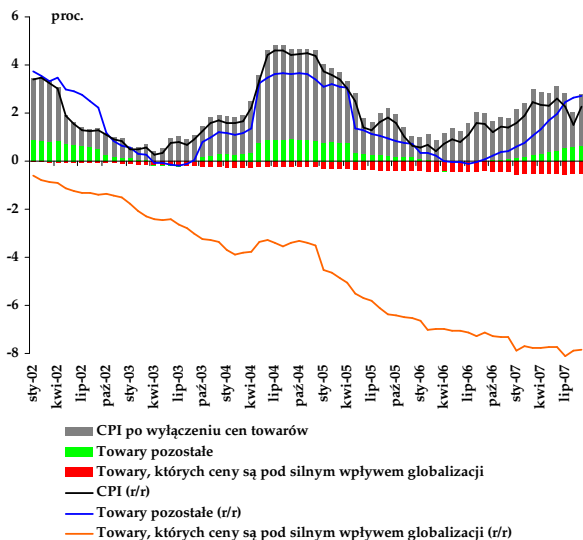
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.4:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

kwane tempo wzrostu cen jest wypadkową tych tendencji.

We wrześniu roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych istotnie wzrosła, po przejściowym obniżeniu w sierpniu¹ (Wykres 1.2). Wzrost cen żywności w ujęciu miesięcznym był najwyższy od czerwca 2004 r. Wysoka dynamika cen żywności wynika w dużej mierze ze wzrostu cen surowców rolnych i produktów spożywczych na rynkach światowych² oraz rosnących kosztów produkcji żywności w Polsce. W analizowanym okresie utrzymał się obserwowany od maja 2006 r. wzrostowy trend dynamiki cen żywności przetworzonej, który jest w dużej mierze związany z rosnącym popytem konsumpcyjnym.

W III kw. br. nastąpiło obniżenie rocznego tempa wzrostu cen usług, na co złożył się spadek dynamiki cen usług rynkowych (Wykres 1.3). Obniżenie tempa wzrostu cen usług rynkowych było przede wszystkim związane z obniżeniem dynamiki cen usług internetowych³. Jednocześnie, utrzymał się obserwowany od IV kw. 2006 r. stopniowy wzrost dynamiki cen usług nierynkowych. Roczny wzrost cen usług po wyłączeniu cen usług internetowych w III kw. br. wyniósł 2,5%, a cen usług rynkowych 3,0%. We wzroście cen usług rynkowych najbardziej istotny udział miały rosnące ceny w grupie usług hoteli i restauracji oraz turystyki zorganizowanej, które w znacznym stopniu zależą od kształtowania się docho-

¹Obniżenie się rocznej dynamiki cen żywności w sierpniu wynikało przede wszystkim z wygaśnięcia statystycznego efektu bazy. Rok wcześniej ceny żywności istotnie wzrosły pod wpływem niekorzystnych warunków pogodowych w kraju (susza).

²Patrz ramka *Ceny żywności na rynku światowym w lipcowym Raporcie*, str. 13–14.

³W lipcu br. spadek rocznego tempa wzrostu cen usług internetowych wynikał z wygaśnięcia efektu wysokiej bazy statystycznej (rok wcześniej ceny usług internetowych istotnie wzrosły z powodu zakończenia okresu promocyjnie obniżonych cen tych usług). W sierpniu br. silny spadek cen usług internetowych (o 31,8% m/m) wynikał z ponownego promocyjnego obniżenia tych cen u jednego z operatorów. Pomimo niewielkiego udziału cen usług internetowych w koszyku wykorzystywanym do obliczania wskaźnika CPI, obserwowane od 2005 r. zmiany cen tych usług są na tyle duże, że powodują znaczące spadki lub wzrosty całego wskaźnika inflacji, a także tych jego składowych, do których zaliczane są te usługi. Zmiany cen usług internetowych i ich wpływ na inflację omawiane były również w styczniowym *Raporcie o inflacji*, str. 12.

dów gospodarstw domowych. Wzrost cen usług rynkowych może być związany ze wzrostem popytu konsumpcyjnego oraz zwiększeniem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze.

ZMIANY r/r (w proc.)	2006			2007								
	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
CPI	1.2	1.4	1.4	1.6	1.9	2.5	2.3	2.3	2.6	2.3	1.5	2.3
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0.9	1.3	1.2	1.5	1.8	2.3	2.6	2.6	2.7	2.3	1.4	2.2
Cen o największej zmienności	0.8	1.0	1.1	1.2	1.5	2.0	1.8	1.9	2.2	2.0	1.6	2.1
Cen o największej zmienności i cen paliw	1.1	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9	1.8	1.9	2.2	1.9	1.7	2.1
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1.3	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	1.5	1.6	1.8	1.5	1.2	1.2
15% średnia obciąża	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.7	1.9	1.8	2.2	2.3	2.1	2.4
ZMIANY m/m (w proc.)	2006			2007								
	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
CPI	0.1	0.0	-0.2	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.0	-0.3	-0.4	0.8
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0.4	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	-0.2	-0.5	-0.6	1.0
Cen o największej zmienności	0.3	0.5	0.3	-0.1	0.0	0.3	0.3	-0.1	-0.4	0.5	0.1	0.7
Cen o największej zmienności i cen paliw	0.5	0.6	0.5	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.6	0.5	0.1	0.7
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0.2	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.3	0.2
15% średnia obciąża	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.5
Inflacja "netto"	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

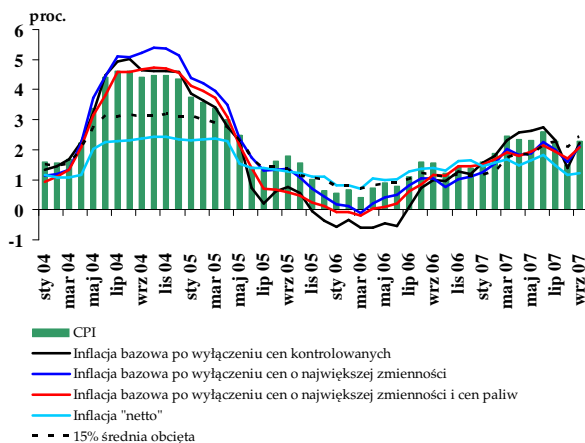
W III kw. br. zahamowany został trwający od połowy 2005 r. roczny spadek cen towarów⁴, utrzymał się natomiast spadek cen w grupie towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji⁵, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz których

⁴Zgodnie z przyjętą w *Raporcie* definicją, kategoria towarów nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii (łącznie z paliwami).

⁵Do grupy tych towarów zalicza się: odzież, obuwie, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, instrumenty muzyczne, gry, zabawki, sprzęt sportowy i kempingowy, urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

Wykres 1.5:

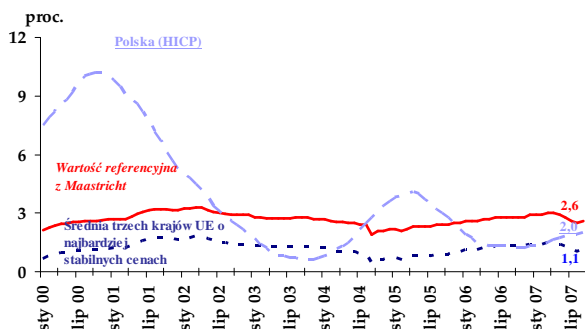
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca roku poprzedniego w proc.).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.6:

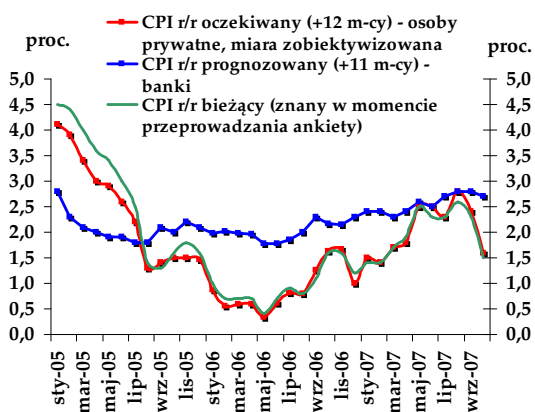
Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.).



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.7:

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych



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

ceny pozostają pod niewielkim wpływem zmian w popycie krajowym (Wykres 1.4). Ceny pozostałych towarów od połowy ub. r. rosną coraz szybciej. W analizowanym okresie do wzrostu cen w tej grupie w największym stopniu przyczyniał się wzrost cen towarów związanych z utrzymaniem i wyposażeniem mieszkania, co jest najprawdopodobniej związane z wysokim popytem na rynku mieszkaniowym oraz wzrost cen wyrobów tytoniowych, będący rozłożonym w czasie skutkiem wprowadzenia w styczniu br. podwyższonej stawki akcyzy na te wyroby.

Obniżenie inflacji w III kw. br. było również związane ze spadkiem rocznej dynamiki cen nośników energii. Przyczyniło się do tego przede wszystkim obniżenie tempa wzrostu cen gazu oraz paliw w ujęciu rocznym, co wynikało ze statystycznego efektu bazy (w analizowanym okresie ceny paliw nie zmieniły się znacząco, a ceny innych nośników energii nieznacznie wzrosły, podczas gdy w analogicznym okresie zeszłego roku ceny paliw istotnie wzrosły).

W III kw. br. obniżeniu się rocznej inflacji CPI towarzyszył spadek czterech spośród pięciu miar inflacji bazowej (Wykres 1.5). Miary te we wrześniu br. były niższe od inflacji CPI. Utrzymała się natomiast wzrostowa tendencja jednej z miar inflacji bazowej (15% średnia obciążenia).

Od listopada 2005 r. Polska spełnia kryterium inflacyjne, które jest jednym z warunków uczestnictwa w strefie euro (Wykres 1.6)⁶.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

W okresie sierpień – październik 2007 r. prognozy inflacyjne analityków bankowych kształtowały się na poziomie zbliżonym od celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.7). Prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesię-

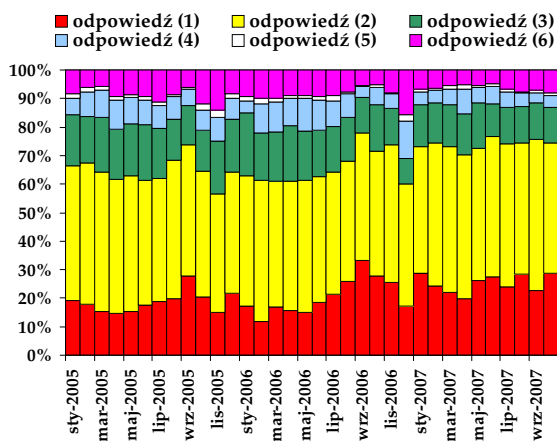
⁶W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, w okresie referencyjnym średnioroczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych HICP nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym tempie wzrostu cen, powiększonej o 1,5 pkt. proc. (więcej informacji na temat kryterium znajduje się w rozdziale 1.3 Raportu o Inflacji ze stycznia 2007 r.).

cy nieznacznie wzrosły w porównaniu z II kw. br.

W analizowanym okresie opinie respondentów sondaży konsumenckich firmy Ipsos na temat przyszłego tempa wzrostu cen były względnie stabilne (Wykres 1.8). Zmiany miar oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych wynikały natomiast głównie ze zmian bieżącej inflacji.

□ **Wykres 1.8:**

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



Źródło: Dane Ipsos.

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

Determinanty inflacji

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł i budownictwo). Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji oraz konsumpcji. W dalszym ciągu obserwuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto do wzrostu pozostaje od III kw. 2006 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wysokiemu poziomowi aktywności gospodarczej oraz ożywieniu na rynku pracy towarzyszy relatywnie niska inflacja oraz rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Napływające dane potwierdzają wcześniejsze oceny, że wysoki poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymywać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów. Utrzymaniu szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce powinna sprzyjać nadal wysoka aktywność w gospodarce światowej. W okresie sierpień-wrzesień miały miejsce jednak zaburzenia na globalnych rynkach finansowych, czego efektem było obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Obecnie trudno ocenić skalę wpływu tych zaburzeń na wzrost gospodarki amerykańskiej i strefy euro, a w konsekwencji na gospodarkę polską.

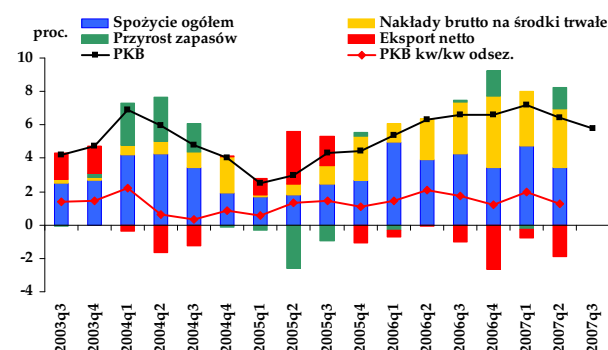
2.1 Popyt

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w lipcowym *Raporcie*, w II kw. 2007 r. wzrost realnego PKB utrzymał się na wysokim poziomie, jednak niższym niż w I kw. 2007 r. (por. Tabela 2.1⁷, Wykres 2.1).

W II kw. 2007 r. w bardzo szybkim tempie rosły nakłady brutto na środki trwałe. Wzrost ten był jednak wolniejszy niż w I kw. 2007 r., co wynikało m.in. z wygaśnięcia wpływu wyjątkowo korzystnych dla budownictwa warunków pogodowych na początku bieżącego roku na dynamikę

Wykres 2.1:

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



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

⁷W *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 różnić się od prezentowanej przez GUS.

Wyrównane sezonowo (procent)	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4	07q1	07q2
PKB	0.6	1.3	1.4	1.1	1.5	2.1	1.8	1.2	2.0	1.3
Popyt krajowy	0.4	0.6	1.5	1.5	2.0	1.8	2.0	2.3	1.6	2.2
Spożycie ogółem	0.2	1.3	1.0	1.2	1.4	1.2	1.2	1.0	1.5	0.7
Spożycie indywidualne	-0.2	1.2	0.9	1.1	1.2	1.5	1.4	1.1	2.0	0.7
Akumulacja Nakłady na środki trwałe brutto	1.1	-2.4	4.3	4.0	3.0	5.1	5.4	6.0	5.5	7.0
	0.8	1.6	2.6	4.3	1.7	6.4	4.5	4.2	6.5	3.8

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

nakładów brutto na środki trwałe w ujęciu rocznym. W II kw. br. odnotowano wysoki wzrost zapasów, co wraz ze znaczącym wzrostem spożycia indywidualnego oraz inwestycji przełożyło się na silny wzrost popytu krajowego (o 8,2% r/r). Import rósł szybciej niż eksport, czego efektem było utrzymanie ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Na podstawie miesięcznych danych za okres lipiec-wrzesień 2007 r. można oceniać, że w III kw. br. dynamika PKB wyniosła ok. 5,8% r/r, co jest zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w lipcowym *Raporcie*. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost PKB wyniósł prawdopodobnie ok. 1,3% kw/kw. W ocenie NBP średniokresowe perspektywy wzrostu pozostają korzystne. W najbliższych kwartałach należy oczekiwać utrzymania się wysokiego tempa wzrostu PKB, na który składać się będą (tak jak w poprzednich kwartałach) szybko rosnące nakłady brutto na środki trwałe i spożycie indywidualne. Ze względu na silne ożywienie popytu krajowego i towarzyszący mu wzrost importu, saldo handlu zagranicznego pozostanie czynnikiem zmniejszającym dynamikę PKB.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

W II kw. 2007 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniosło 5,1% r/r, kształtując się poniżej oczekiwań z lipcowego *Raporcie*. Nieco niższa od oczekiwań była także dynamika spożycia publicznego, które wzrosło o 1,0% r/r.

Utrzymanie się dynamiki spożycia indywidualne-

go na wysokim, choć niższym niż w poprzednim kwartale, poziomie było efektem systematycznie poprawiającej się sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, w szczególności wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (Wykres 2.2) związanych z korzystnymi tendencjami na rynku pracy, w tym z dalszym ograniczeniem bezrobocia. Do wysokiego wzrostu popytu konsumpcyjnego dodatkowo przyczyniał się szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych, które- mu sprzyjała poprawa ocen konsumentów dotyczących ich własnej sytuacji finansowej oraz utrzymywanie korzystnego nastawienia do dokonywania zakupów⁸ (patrz rozdział 2.5.3 Kredyt i pieniądz). Rosnący popyt konsumpcyjny znalazł odzwierciedlenie w utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej.

Miesięczne dane za okres lipiec-wrzesień br. o wyższej niż w II kw. 2007 r. dynamice sprzedaży detalicznej, kontynuacja ożywienia na rynku pracy oraz utrzymanie się dobrych nastrojów konsumentów sygnalizują, że wzrost popytu konsumpcyjnego w III kw. 2007 r. był prawdopodobnie zbliżony do dynamiki w II kw. br. i nieznacznie wyższy od oczekiwanań z poprzedniego *Rapor- tu*.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

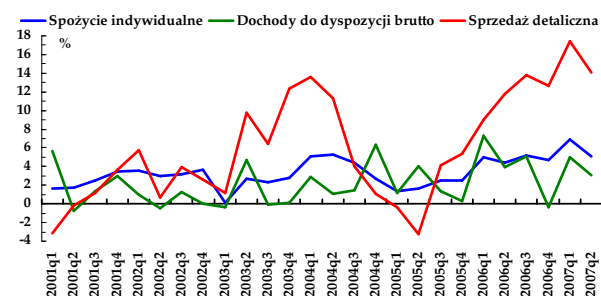
W III kw. 2007 r. budżet państwa osiągnął nadwyżkę⁹ w wysokości 3,9 mld zł. Na wynik budżetu państwa złożyły się z jednej strony wysokie dochody budżetowe, związane z szybkim wzrostem gospodarczym i poprawą sytuacji na rynku pracy, z drugiej zaś – niskie wykonanie wydatków budżetowych, do czego przyczyniły się m.in. opóźnienia w realizacji niektórych zadań. Dochody podatkowe wzrosły w tym okresie o 14,9% r/r, a wydatki budżetowe o 14,2% r/r. W kolejnych miesiącach br. można oczekiwać przyspieszenia dynamiki wydatków, choć ze względu na korzystną sytuację dochodową, wstępne szacun-

⁸Wskazuje na to wyraźna poprawa wskaźników ufności konsumenckiej (zarówno bieżących jak i wyprzedzających).

⁹W III kw. lat ubiegłych również występowały nadwyżki budżetowe jednakże ich poziom był znacznie niższy niż obecnie.

□ Wykres 2.2:

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



Źródło: Dane GUS.

ki Ministerstwa Finansów¹⁰ wskazują, że deficyt budżetu państwa w 2007 r. może ukształtować się na poziomie 23 mld zł, tj. znacząco poniżej zaplanowanych 30 mld zł.

Projekt Ustawy budżetowej na rok 2008

Przedłożony 25 września 2007 r. projekt *Ustawy budżetowej na rok 2008* zakłada, iż w 2008 r. będzie miał miejsce dalszy szybki wzrost polskiej gospodarki, co korzystnie wpłynie na sytuację finansów publicznych. Spodziewany jest dynamiczny wzrost dochodów podatkowych sektora finansów publicznych (nominalnie o 9,3% r/r), przy umiarkowanym wzroście wydatków (nominalnie o 5,8% r/r – bez środków z Unii Europejskiej). Obok uwarunkowań makroekonomicznych czynnikiem determinującym kształt przedstawionego projektu są uchwalone w 2007 roku ustawy, które znacząco obniżają obciążenia podatkowe dochodów z pracy. W czerwcu br. Parlament zdecydował o obniżeniu składki rentowej łącznie o 7 pkt. proc. wynagrodzenia, a we wrześniu br. o znacznym podwyższeniu ulgi na dzieci w podatku dochodowym od osób fizycznych. Skutkiem uchwalonych zmian będzie istotny ubytek dochodów sektora finansów publicznych w wysokości ok. 2,0% PKB¹. Działania na rzecz obniżenia obciążeń fiskalnych nie zostały w pełni zrekomensowane ograniczeniem wydatków publicznych. Oczekiwane wysokie tempo wzrostu gospodarczego sprawi jednak, że relacja wydatków publicznych do PKB obniży się (w ujęciu kasowym, bez środków z UE - z 41,5% PKB w 2007 r. do 40,6% w 2008 r.), zaś napływ funduszy unijnych przyczyni się do poprawy struktury wydatków w kierunku zwiększenia udziału nakładów prorozwojowych.

Skala zmniejszenia obciążeń fiskalnych jest na tyle duża, że pomimo korzystnych uwarunkowań makroekonomicznych w 2008 r. przewiduje się zwiększenie deficytu budżetu państwa z 2,0% do 2,3% PKB. Deficyt sektora finansów publicznych, zgodnie z prognozami Ministerstwa Finansów, utrzyma się natomiast na tym samym poziomie co w 2007 r. (3,0% PKB według metodologii ESA'95). Zrealizowany w 2007 r. deficyt budżetu państwa może być niższy od przewidywanego w projekcie Ustawy budżetowej na rok 2008, co prawdopodobnie przełoży się na mniejszy deficyt sektora finansów publicznych. Ewentualny wzrost deficytu sektora w warunkach silnego wzrostu gospodarczego oznaczałby zwiększenie deficytu strukturalnego² i dodatkowy wzrost presji inflacyjnej. Ponadto, wzrost deficytu strukturalnego oznaczałby odwrócenie poprawy sytuacji sektora finansów publicznych, jaka miała miejsce w ostatnich latach, a w perspektywie średniookresowej gorsze przygotowanie finansów publicznych na okres słabszej koniunktury gospodarczej.

Konsekwencją wzrostu nominalnego deficytu sektora finansów publicznych jest wzrost potrzeb pożyczkowych państwa. Poziom długu publicznego w 2008 r. ma zwiększyć się na tyle istotnie, że pomimo prognozowanego szybkiego tempa wzrostu gospodarczego, relacja długu publicznego do PKB (według metodologii ESA'95) zwiększy się z 47,1% w 2007 r. do 47,7% w 2008 r.

Biorąc pod uwagę wspomniane powyżej ryzyko odwrócenia tendencji spadkowej deficytu sektora finansów publicznych oraz prognozowany wzrost długu publicznego pożądane jest wprowadzenie reform strukturalnych, których efektem byłoby zmniejszenie wydatków publicznych.

Szersze omówienie sytuacji i perspektyw finansów publicznych w 2008 r. znajduje się w *Opinii Rady Polityki Pieniężnej do projektu Ustawy Budżetowej na rok 2008*.

¹ Szacunki Ministerstwa Finansów, w ujęciu statycznym.

² W odniesieniu do tej kategorii używane bywa również pojęcie deficytu cyklicznie skorygowanego (patrz ramka *Wynik sektora finansów publicznych a koniunktura gospodarcza* w rozdziale 2.1.2 *Raportu o Inflacji* z kwietnia 2007 r.), jednak w literaturze przyjmuje się, że deficyt strukturalny obejmuje dodatkowo korektę wyniku budżetowego o wpływ czynników nadzwyczajnych i jednorazowych.

Korzystna sytuacja gospodarcza pozytywnie wpłynęła również na dochody innych jednostek sek-

¹⁰ Szacunki zamieszczone w projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2008*

tora finansów publicznych, w tym przede wszystkim funduszy celowych z tytułu składek oraz jednostek samorządu terytorialnego z tytułu podatków. W związku z tym, deficyt całego sektora finansów publicznych, według standardów UE (ESA'95 z OFE poza sektorem) może również okazać się niższy od zaplanowanego. Szacunki Ministerstwa Finansów¹¹ wskazują, że w 2007 r. deficyt ten prawdopodobnie wyniesie 3,0% PKB (wobec zakładanego 3,4% PKB), a zatem będzie istotnie niższy niż w 2006 r. (3,8% PKB¹²).

2.1.3 Popyt inwestycyjny

W II kw. 2007 r. nakłady brutto na środki trwałe nadal rosły w bardzo szybkim tempie (zwiększyły się realnie o 20,8% r/r), choć, zgodnie z oczekiwaniami, dynamika tego wzrostu była nieco niższa niż w I kw. W rezultacie stopa inwestycji (udział inwestycji w PKB) ponownie wzrosła osiągając poziom 20,6% (Wykres 2.3).

Ożywienie aktywności inwestycyjnej w II kw. br. objęło wszystkie sektory (Wykres 2.4). Istotną poprawę odnotowano w budownictwie mieszkaniowym. Szybko, choć w nieco wolniejszym tempie niż w I kw., rosły nakłady inwestycyjne sektora rządowego i samorządowego.

Podobnie jak w poprzednim kwartale, w części sektora przedsiębiorstw niefinansowych (zatrudniających powyżej 49 pracowników) inwestycje rosły znacznie szybciej niż w gospodarce narodowej. W II kw. br. przedsiębiorstwa te zwiększyły nakłady na środki trwałe realnie o 33,8% r/r¹³, przy czym wzrosły wydatki we wszystkich podstawowych kategoriach nakładów.

W kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymania się wysokiej aktywności inwestycyjnej w sektorze przedsiębiorstw, choć będzie ona niższa niż w I kw. 2007 r.¹⁴. Wyniki badania koniunktury NBP wskazują na bardzo wysoki i nadal rosnący

¹¹Na podstawie projektu *Ustawy budżetowej na rok 2008*.

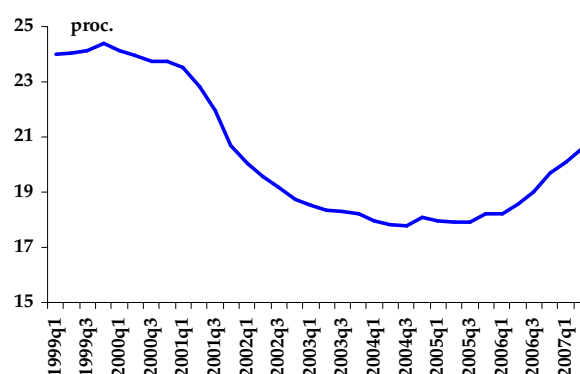
¹²Zgodnie z *Notyfikacją fiskalną* z października 2007 r.

¹³Szacunki NBP na podstawie danych GUS.

¹⁴Do spowolnienia wzrostu inwestycji przyczynić się będzie wygaśnięcie wpływu korzystnych warunków pogodowych odpowiedzialnych za znaczne przyspieszenie inwestycji w I kw. 2007 r.

Wykres 2.3:

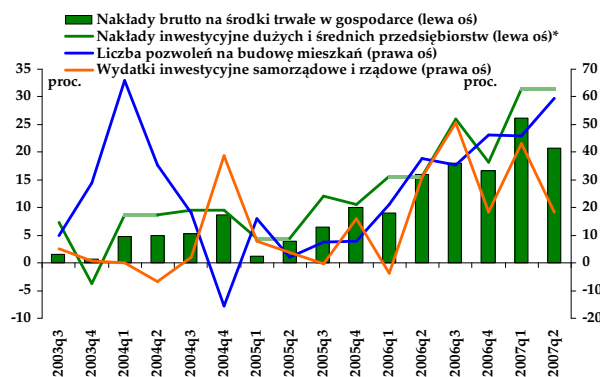
Stopa inwestycji w gospodarce (udział nakładów brutto na środki trwałe w PKB w ujęciu rocznym).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4:

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

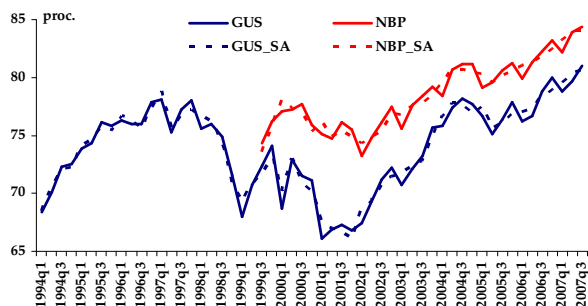


Źródło: Dane GUS, dane Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

* Ze względu na brak danych dotyczących inwestycji przedsiębiorstw w pierwszym i drugim kwartale, na wykresie zamiast osobnych dynamik dla pierwszych dwóch kwartałów roku, pokazano dynamikę dla pierwszego półrocza.

Wykres 2.5:

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

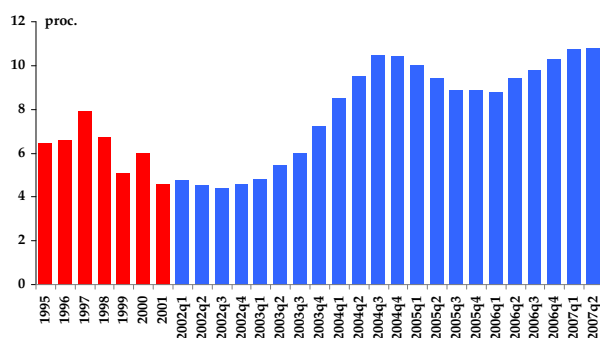


Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana 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 2007 r. 882 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

Wykres 2.6:

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS, szacunki NBP.

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego liczona jako wynik operacyjny w stosunku do różnicy aktywów ogółem i zobowiązań bieżących: dane roczne i kwartalne (dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 49 osób.

stopień wykorzystania mocy wytwórczych przedsiębiorstw¹⁵ (Wykres 2.5), co przy wciąż korzystnych perspektywach sprzedaży stanowi jedną z ważniejszych przesłanek podejmowania działalności inwestycyjnej. Utrzymaniu wysokiego tempa nakładów inwestycyjnych sprzyja ponadto wysoka stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego (Wykres 2.6). Równocześnie bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw¹⁶ oraz łatwa dostępność kredytów¹⁷ stwarzają korzystne warunki dla finansowania inwestycji. Dalszemu wzrostowi nakładów inwestycyjnych będzie także sprzyjał napływ funduszy z zagranicy, zarówno w postaci funduszy strukturalnych (wkrótce może rozpocząć się wykorzystanie środków przyznanych Polsce na lata 2007-2013), jak i bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Zgodnie z badaniami koniunktury NBP, negatywny wpływ na realizowane lub planowane inwestycje mogą mieć natomiast wzrastające koszty wynagrodzeń oraz rosnące ceny dóbr inwestycyjnych.

Rosnący napływ funduszy unijnych sprawia, że perspektywy aktywności inwestycyjnej w sektorze rządowym i samorządowym w najbliższych kwartałach pozostają korzystne. Dalszej poprawy należy oczekiwać w budownictwie mieszkaniowym, na co wskazuje m.in. dużo wyższa dynamika liczby pozwoleń na budowę niż liczby mieszkań w budowie i mieszkań oddanych do użytku. W konsekwencji, w ocenie NBP, w najbliższych kwartałach dynamika nakładów brutto na środki trwałe utrzymać się będzie na wysokim poziomie, zbliżonym do oczekiwanego w lipcowym *Raporcie*.

¹⁵W III kw. br. zanotowano kolejny wzrost stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych do rekordowego poziomu, *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2007*, NBP.

¹⁶W II kw. br. przedsiębiorstwa osiągnęły 23,8 mld zł zysku netto, co jest najlepszym wynikiem w ciągu ostatnich dziesięciu lat.

¹⁷Na utrzymywanie łagodnej polityki kredytowej w sektorze przedsiębiorstw wskazują wyniki badań ankietowych NBP, *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kw. 2007 r.*

	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4	07q1	07q2
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*										
r/r	-7.0	-16.3	-7.2	-6.2	0.6	7.1	8.8	9.1	7.7	0.8
kw./kw.	-5.6	-1.0	0.8	-0.4	1.3	5.3	2.4	-0.1	0.0	-1.4
Ceny importu / ceny krajowe producentów										
r/r	-11.8	-13.7	-3.2	-2.2	-2.0	3.5	0.9	0.5	1.9	-3.0
kw./kw.	1.8	-4.1	1.6	-1.5	2.1	1.3	-0.9	-1.8	3.5	-3.6
REER ULC**										
r/r	26.3	19.5	11.6	6.2	1.5	2.3	0.5	3.3	-1.4	10.4
kw./kw.	6.8	-4.0	6.3	-2.6	2.1	-3.3	4.5	0.0	-2.5	8.2

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

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

** Szacunek na bazie danych miesięcznych GUS oraz danych EBC. REER ULC (realny efektywny kurs walutowy): nominalny efektywny kurs walutowy skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym. Minus oznacza deprecjację.

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

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących¹⁸

W strefie euro, która jest największym odbiorcą polskiego eksportu¹⁹, w II kw. 2007 r. nastąpiło obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Na spadek tempa wzrostu PKB wpłynęła przede wszystkim niższa niż w I kw. 2007 r. dynamika inwestycji (Wykres 2.7).

Obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w II kw. 2007 r. towarzyszył dalszy spadek dynamiki obrotów handlowych tego regionu (Wykres 2.8). Niższy wzrost eksportu wynikał głównie z obniżenia tempa wzrostu popytu w zewnętrznym otoczeniu strefy euro (w szczególności w Stanach Zjednoczonych i Japonii) i aprecjacji euro, natomiast do osłabienia dynamiki importu przyczynił się głównie niższy wzrost popytu sektora eksportowego.

Od poprzedniego *Raportu* prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego w strefie euro zostały obniżone²⁰. Jednocześnie zrewidowano w dół pro-

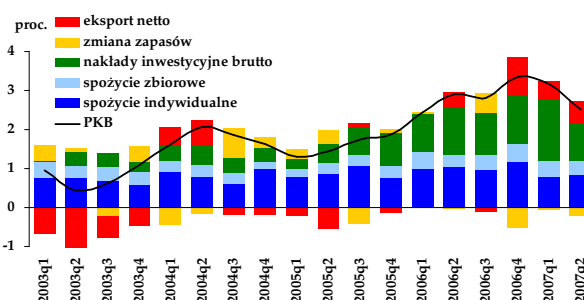
¹⁸Dane dotyczące eksportu i importu przedstawione w tym rozdziale odnoszą się do wielkości wyrażonych w EUR.

¹⁹W II kw. 2007 r. na kraje strefy euro przypadało 52,3% wartości polskiego eksportu.

²⁰Opublikowany w październiku 2007 r. konsensus we-

□ **Wykres 2.7:**

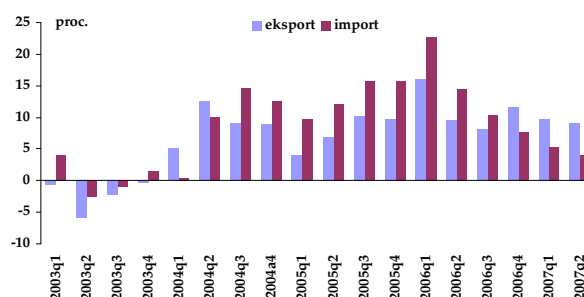
Wzrost gospodarczy w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

□ **Wykres 2.8:**

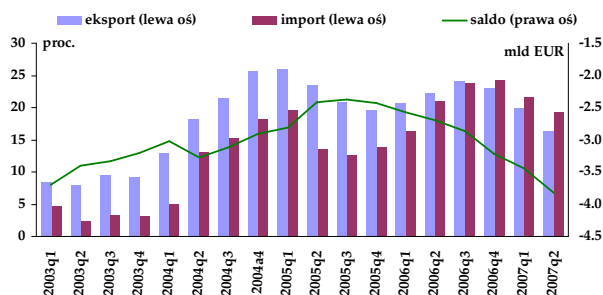
Eksport i import strefy euro (r/r, proc.).



Źródło: Dane Eurostat.

□ Wykres 2.9:

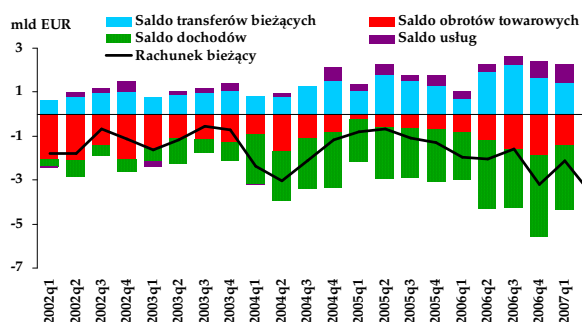
Polski handel zagraniczny w latach 2003-2007 w EUR, dane skumulowane za cztery ostatnie kwartały (eksport, import: r/r, proc.; saldo: mld EUR).



Źródło: Dane GUS.

□ Wykres 2.10:

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



Źródło: Dane NBP.

gnozy wzrostu dla głównych partnerów handlowych strefy euro co wskazuje, że także dynamika eksportu i importu tego regionu, będzie w II poł. 2007 r. niższa zarówno w odniesieniu do I poł. br. jak i wcześniejszych oczekiwań. Obniżenie prognoz wzrostu mogło wynikać z pogorszenia się w sierpniu i wrześniu 2007 r. większości wskaźników koniunktury w strefie euro, co może być związane z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych (patrz ramka *Pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku kredytów subprime i jego wpływ na międzynarodowe rynki finansowe* w rozdz. 2.5 Rynki finansowe).

Odnotowany w II kw. 2007 r. spadek dynamiki polskiego eksportu do strefy euro²¹ oraz towarzyszące mu obniżenie tempa wzrostu eksportu do pozostałych głównych partnerów handlowych złożyły się na dalsze obniżenie dynamiki polskiego eksportu ogółem²². Wolniej niż w I kw. 2007 r. rosła również wartość polskiego importu²³, nadal jednak wzrost importu był wyższy niż eksportu. Wzrost ujemnego salda w handlu z krajami strefy euro oraz zwiększenie deficytu w wymianie z krajami trzecimi (m.in. dalszy silny wzrost deficytu w handlu z Chinami) przełożyło się na pogłębienie ujemnego salda w polskim handlu zagranicznym (Wykres 2.9).

Wzrost ujemnego salda obrotów towarowych i salda dochodów²⁴ w porównaniu z II kw. 2006 r., a także obniżenie się dodatniego salda transferów złożyły się na dalsze pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących (Wykres 2.10). W relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów

dług The Economist zakłada, że wzrost gospodarczy w strefie euro wyniesie w 2007 r. 2,6% (wobec 2,7% prognozowanych w lipcu br.) oraz 2,1% w 2008 r. (wobec 2,3%).

²¹W II kw. 2007 r. wartość polskiego eksportu do strefy euro wzrosła o 8,0% r/r (wobec 12,5% r/r w I kw. br.).

²²W II kw. 2007 r. wartość polskiego eksportu zwiększyła się o 10,1% r/r (wobec 14,8% r/r w I kw. br.), przy czym na obniżenie wzrostu wartości eksportu wpłynęła niższa dynamika jego wolumenu. W II kw. 2007 r. wielkość polskiego eksportu zwiększyła się o 4,3% r/r (wobec 8,5% r/r w I kw. br.).

²³W I kw. 2007 r. wartość polskiego importu zwiększyła się o 14,9% r/r (wobec 17,2% r/r w I kw. br.). Inaczej niż w przypadku eksportu osłabienie dynamiki importu wynikało z wolniejszego wzrostu cen.

²⁴Na pogłębienie ujemnego salda dochodów miał wpływ przede wszystkim wzrost wypłat z tytułu dochodów z inwestycji bezpośrednich (dywidendy, reinwestowane zyski).

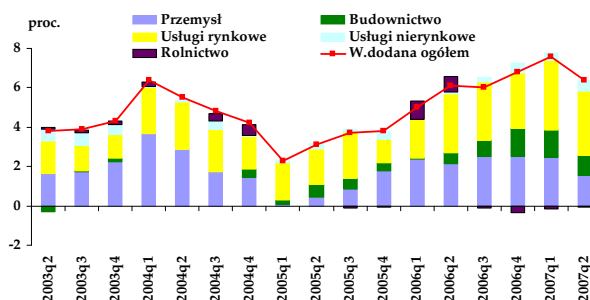
bieżących wzrósł do 3,7% w ujęciu rocznym (wobec 3,2% w I kw. 2007 r.) i był najwyższy od IV kw. 2004 r.

2.2 Produkcja

Dynamika wartości dodanej brutto w gospodarce, choć nadal wysoka, uległa w II kw. 2007 r. obniżeniu (Wykres 2.11), co było zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*.

We wszystkich głównych sektorach (usługach rynkowych, przemyśle, budownictwie) tempo wzrostu wartości dodanej, w ujęciu kwartalnym, było niższe niż w poprzednim kwartale (Tabela 2.3). Istotnie przyspieszył wzrost wartości dodanej brutto w usługach nierynkowych, jednakże udział tego sektora w tworzeniu wartości dodanej brutto ogółem pozostaje niewielki.

Wykres 2.11:
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wyrównane sezonowo (procent)	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4	07q1	07q2
Wartość dodana ogółem	0.5	1.4	1.2	0.8	1.6	2.4	1.1	1.5	2.4	1.1
Przemysł	0.0	2.6	1.1	3.4	2.1	2.8	2.2	2.5	1.5	0.5
Budownictwo	2.1	1.7	1.4	-0.3	2.8	6.5	4.2	6.5	2.9	2.6
Usługi rynkowe	0.8	0.6	1.2	0.8	1.3	1.9	1.5	1.6	1.8	1.4

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

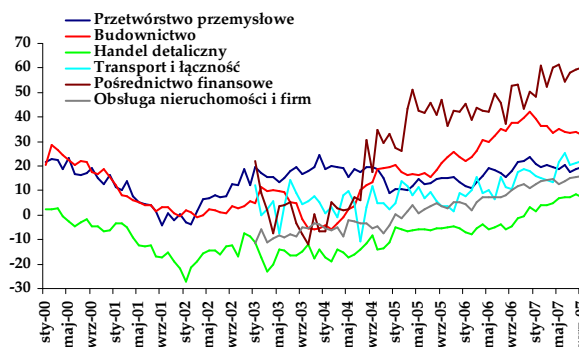
W III kw. 2007 r., zgodnie z szacunkami NBP, dynamika wartości dodanej brutto wyniosła ok. 5,7% r/r, a więc utrzymywała się na wysokim poziomie. W ocenie NBP, w kolejnych kwartałach perspektywy rozwoju pozostają korzystne, co znajduje potwierdzenie w wynikach badań koniunktury dla wszystkich sekcji gospodarki (Wykres 2.12).

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W II kw. 2007 r. nadal szybko rosła liczba pracujących w gospodarce, co świadczy o utrzymywa-

Wykres 2.12:
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

	Pracujący w 2007q2		Wzrost w 2007q1		Wzrost w 2007q2		Wzrost w 2007q1	Wzrost w 2007q2
	tys. osób	struktura	r/r tys. osób	r/r (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	15 152	100.00	741	5.3	693	4.8	1.6	1.0
Poza rolnictwem indywidualnym	13 035	86.03	762	6.3	681	5.5	1.2	1.1
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 383	61.9	504	5.8	476	5.3	1.3	1.2
wieś	5 770	38.1	237	4.4	218	3.9	1.3	0.9
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 301	15.2	-4	-0.2	10	0.4	0.2	-0.8
przemysłowy	4 629	30.6	295	7.1	288	6.6	1.7	2.0
usługowy	8 217	54.2	449	5.8	392	5.0	1.2	0.9
Sektor własności								
publiczny	4 211	27.8	-53	-1.2	-72	-1.7	-0.8	0.2
prywatny	10 942	72.2	793	8.1	766	7.5	3.1	1.6
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	11 544	76.2	723	6.8	660	6.1	1.4	1.3
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 925	19.3	3	0.1	22	0.8	-0.3	0.5
pomagający członkowie rodzin	683	4.5	15	2.5	11	1.6	8.4	-0.2
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 249	28.1	422	15.7	287	9.7	3.8	0.8
na czas nieokreślony	8 296	71.9	302	3.8	374	4.7	0.5	1.1

Tabela 2.4: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Dane BAEL odsezonowane na próbie od I kw. 1995 r. metodą TRAMO/SEATS, za wyjątkiem liczby pracujących w sektorze publicznym, które odsezonowano na próbie od I kw. 2000 r.

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

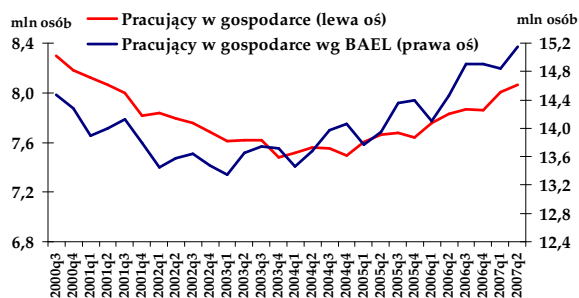
niu się szybkiego wzrostu popytu na pracę (Wykres 2.13 i Tabela 2.4). Utrzymał się wysoki wzrost liczby pracujących w usługach i przemyśle. Wyhamował natomiast spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym. Wciąż największy wkład do wzrostu liczby pracujących ogółem ma sektor usług.

Odzwierciedleniem rosnącego popytu na pracę jest utrzymująca się wysoka dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.14), dalszy spadek stopy bezrobocia (Wykres 2.15) oraz wzrost liczby ofert zatrudnienia zgłaszanych do urzędów pracy²⁵. Stopa bezrobocia według BAEL obniżyła się do najniższego poziomu od początku prowadzenia badań w 1992 r. (9,6% w II kw. 2007 r.). Jednocześnie nadal rośnie odsetek pracodawców, którzy mają pro-

²⁵W sierpniu br. wzrost o 6,6% r/r.

Wykres 2.13:

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



Źródło: Dane GUS.

blemy z zatrudnieniem zarówno wykwalifikowanych pracowników²⁶, jak i pracowników w ogóle²⁷. Efektem niezaspokojonego popytu firm na pracowników jest wzrost udziału ofert zatrudnienia zgłoszonych do urzędów pracy, które pozostają niewykorzystane²⁸. Wśród przyczyn problemów z pozyskaniem pracowników można wymienić zmniejszającą się wielkość podaży pracy w kraju, która wynika m.in. z wycofywania się z rynku pracy osób uprawnionych do wcześniejszych emerytur oraz z emigracji zarobkowej Polaków do krajów UE²⁹.

Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszy spadek liczby aktywnych zawodowo (w II kw. 2007 r. o 0,4% r/r)³⁰. Obserwowany spadek liczby osób aktywnych zawodowo oznacza ograniczenie podaży pracy, a przez to oddziałuje w kierunku wzrostu presji płacowej.

Zgodnie z wynikami badań koniunktury zarówno GUS, jak i NBP³¹ w IV kw. br. utrzymują się korzystne perspektywy zatrudnienia, choć wzrost liczby pracujących może być niższy niż w I poł. 2007 r.

²⁶Według badań koniunktury GUS, w budownictwie w październiku 2007 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało 61,1% pracodawców (wobec 49,6% rok wcześniej), natomiast w przetwórstwie przemysłowym w IV kw. 2007 r. odsetek ten wynosił 32,8% (wobec 22,7% rok wcześniej).

²⁷W IV kw. 2007 r. problemy z zatrudnieniem pracowników w ogóle deklarowało 17,3% firm z przetwórstwa przemysłowego wobec 8,6% rok wcześniej.

²⁸We wrześniu 2007 r. 66% ofert zgłoszonych do urzędów pracy pozostało niewykorzystanych na koniec miesiąca, wobec 56% rok wcześniej.

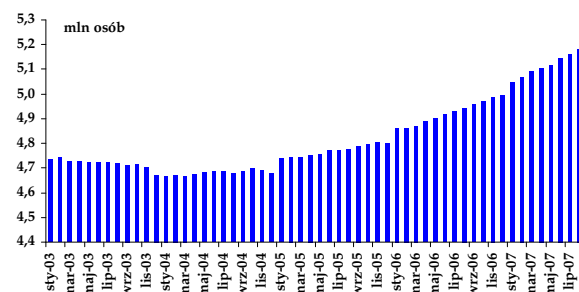
²⁹Według szacunków GUS, pod koniec 2006 r. liczba Polaków przebywających zagranicą czasowo powyżej 2 miesięcy wynosiła 1950 tys. osób, wobec 1000 tys. osób pod koniec 2004 r. i 786 tys. w maju 2002 r., kiedy przeprowadzono Narodowy Spis Powszechny. Wpływ emigracji zarobkowej na polską gospodarkę został omówiony w ramce *Kanały wpływu emigracji zarobkowej na gospodarkę polską w kwietniowym Raporcie*.

³⁰W 2006 r. spadek liczby aktywnych zawodowo wynikał częściowo ze zmian metodologicznych wprowadzonych w BAEL od I kw. 2006 r. Patrz przypis 21 na str. 28 kwietniowego *Raportu*.

³¹Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2007 r.*, NBP.

□ Wykres 2.14:

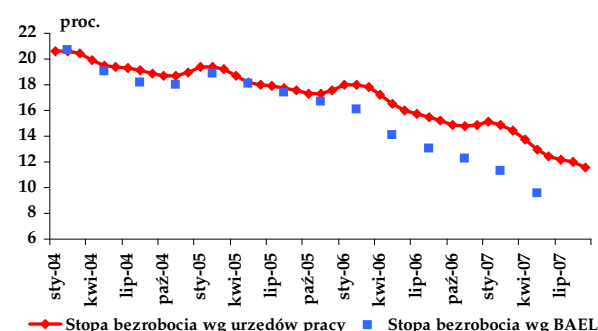
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób).



Źródło: Dane GUS.

□ Wykres 2.15:

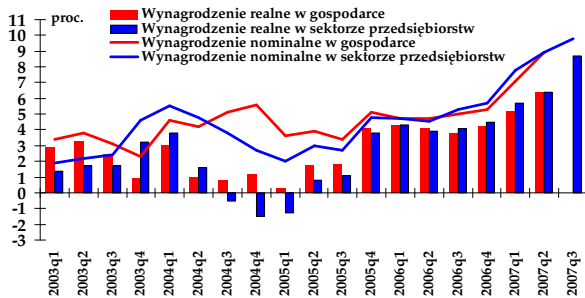
Stopa bezrobocia rejestrowanego według danych z urzędów pracy oraz danych BAEL (w proc.).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.16:

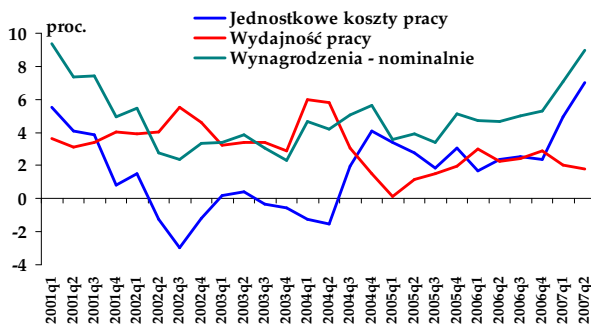
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17:

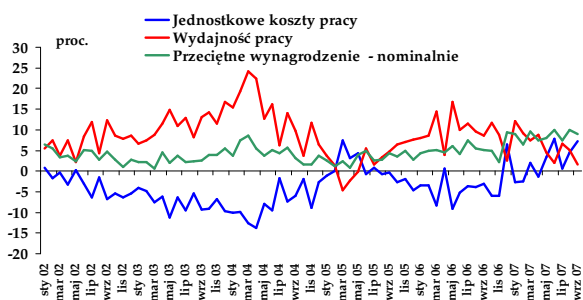
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

2.3.2 Płace i wydajność

Rosnącej liczbie pracujących w gospodarce towarzyszy wyraźne przyspieszenie wzrostu nominalnych wynagrodzeń, na co wskazują zarówno dane kwartalne z całej gospodarki, jak i dane miesięczne z sektora przedsiębiorstw (Wykres 2.16). W efekcie, w szybkim tempie zwiększa się fundusz płac, co przyczynia się do wzrostu dochodów gospodarstw domowych i popytu konsumpcyjnego.

W II kw. 2007 r. wynagrodzenia w gospodarce rosły zdecydowanie szybciej niż wydajność pracy³². W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wzrosła do poziomu najwyższego od IV kw. 2000 r. (7,0% r/r w II kw. 2007 r. wobec 4,9% r/r w I kw. 2007 r. – Wykres 2.17)³³. Od maja 2007 r. również w przedsiębiorstwach przemysłowych rosną jednostkowe koszty pracy (Wykres 2.18)³⁴. Wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy oddziałuje w kierunku nasilenia presji kosztowej w przedsiębiorstwach i może prowadzić do zwiększenia inflacji, choć zgodnie z badaniami koniunktury NBP³⁵ niewielki odsetek przedsiębiorstw wskazuje na rosnące płace jako główną przyczynę podwyżek cen.

Badania koniunktury NBP wskazują na ustabilizowanie się odsetka przedsiębiorców przewidujących podwyżki wynagrodzeń w IV kw. 2007 r. w porównaniu z poprzednim kwartałem. Przedsiębiorcy oczekują jednak podwyżek wynagrodzeń w nieco większej skali niż kwartał wcześniej. Do spodziewanego wzrostu płac mogą się

³²Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

³³Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

³⁴Jednostkowe 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).

³⁵Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2007 r.*, NBP.

także przyczynić narastające żądania płacowe w części sektora publicznego.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

Po czterech kolejnych kwartałach wzrostu cen importu wyrażonych w PLN, w II kw. 2007 r. nastąpiło ich obniżenie (Wykres 2.19). Złożył się na to zarówno dalszy spadek cen ropy naftowej w ujęciu rocznym, jak i utrzymanie się cen pozostałych towarów importowanych na poziomie zbliżonym do notowanego przed rokiem.

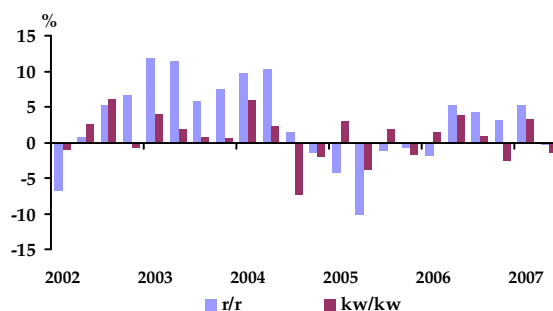
Obniżenie się w II kw. br. cen ropy wyrażonych w PLN było wynikiem aprecjacji złotego wobec dolara amerykańskiego. Jednak wobec wzrostu cen ropy na rynkach światowych w III kw. 2007 r., dalsze umocnienie kursu złotego tylko częściowo złagodziło wzrost cen ropy w USD (Wykres 2.20). Do silnego wzrostu tych cen przyczynił się spadek zapasów ropy i produktów naftowych w USA oraz duża intensywność sztormów tropikalnych w Zatoce Meksykańskiej³⁶. W połowie października br. silny wzrost cen wywołały dodatkowo obawy o bezpieczeństwo dostaw ropy w związku z ewentualną akcją militarną Turcji w północnej części Iraku.

Wzrostowi bieżących cen ropy naftowej towarzyszyło podwyższenie prognoz tych cen. W najbliższej przyszłości utrzymaniu się cen ropy na wysokim poziomie będzie sprzyjać przede wszystkim przewidywany znaczny wzrost światowego popytu na ropę. Prognoza Międzynarodowej Agencji Energetyki z września br. wskazuje, że w 2008 r. wzrost zapotrzebowania na ropę będzie najwyższy od czterech lat, a blisko 2/3 wzrostu popytu na ropę będzie pochodzić z krajów rozwijających się. Istnieje jednak ryzyko osłabienia światowego wzrostu gospodarczego, co może przyczynić się do zmniejszenia dynamiki popytu na ropę i w konsekwencji do spadku cen.

³⁶Decyzja OPEC o zwiększeniu wydobycia (od listopada br.) nie zmieniła trendu wzrostowego cen ropy. Rynki uznały, że deklarowany wzrost produkcji o 500 tys. b/d to zbyt mało aby poprawić sytuację na rynku ropy w obliczu zbliżającego się sezonu grzewczego na półkuli północnej.

Wykres 2.19:

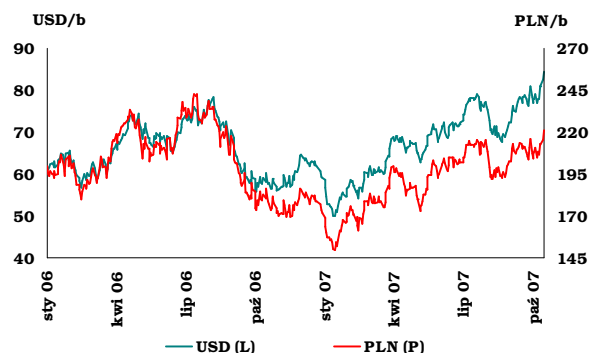
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.20:

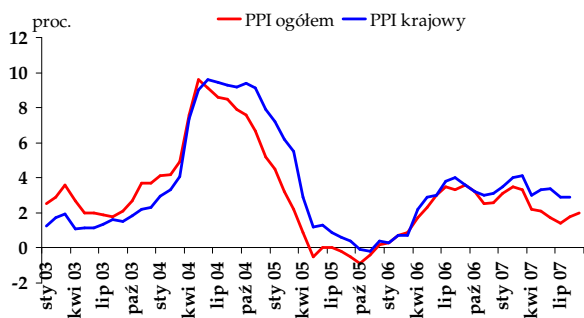
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 2.21:

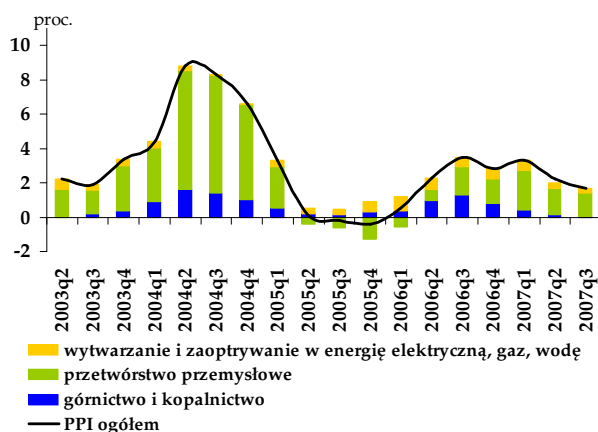
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Zmiany PPI i cen producentów na rynku krajowym (r/r).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.22:

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



Źródło: Dane GUS.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

W III kw. br. notowano dalszy spadek rocznej dynamiki wskaźnika PPI (Wykres 2.21). Tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym od maja br. o ponad 1 pkt. proc. przewyższa tempo wzrostu cen ogółem³⁷, co wynika ze spadku cen eksportowych.

W III kw. br. największy wkład do wzrostu wskaźnika cen producentów nadal miała sekcja *przetwórstwo przemysłowe* (Wykres 2.22). Od początku br. dynamicznie maleje natomiast wkład *górnictwa i kopalnictwa*. Obserwowane w III kw. br. obniżenie inflacji PPI związane jest z aprecjacją nominalnego efektywnego kursu złotego, która powoduje spadek cen uzyskiwanych w eksporcie.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe³⁸

Krótkoterminowe stopy procentowe

W sierpniu br. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopę referencyjną o 25 punktów bazowych do poziomu 4,75%. Na wrześniowym posiedzeniu Rada zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennych poziomach. Zarówno podwyżka oprocentowania na posiedzeniu sierpniowym jak i brak zmian stóp procentowych na posiedzeniu wrześniowym były w znacznej mierze dyskutowane zarówno przez rynek, jak i przez większość analityków, stąd też nie miało to istotnego przełożenia na krajowy rynek finansowy.

³⁷Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo*, *przetwórstwo przemysłowe* oraz *wytwarzanie i zaopatrzenie 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.

³⁸Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 24 października 2007 r.

Od lipca br. oczekiwania analityków na zmiany stóp procentowych w Polsce nie uległy znaczącym zmianom. Analitycy ankietowani przez agencję Reuters nadal oczekują jeszcze jednej podwyżki stopy referencyjnej w br. do poziomu 5,00%. W horyzoncie rocznym respondenci wskazują na prawdopodobny poziom stopy referencyjnej w przedziale 5,25-5,50%. Oczekiwania na wzrost krajowych stóp procentowych kształtują się pod wpływem danych makroekonomicznych potwierdzających wysoką aktywność gospodarczą w Polsce oraz pogorszenie się relacji wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy.

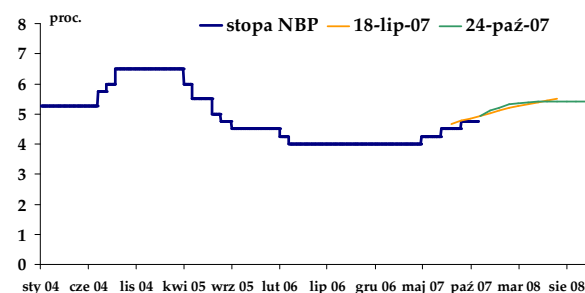
W porównaniu z oczekiwaniami analityków, oczekiwania rynkowe zawarte w kontraktach FRA wskazują na nieco mniejszą łączną skalę podwyżek stopy referencyjnej – w pełni dyskontując podwyżki do poziomu 5,25% w horyzoncie rocznym. Wrześniowe przejściowe obniżenie stawek kontraktów FRA może być tłumaczone obserwowanymi w sierpniu i wrześniu zaburzeniami na światowych rynkach finansowych, które skutkowały znaczącym obniżeniem oczekiwanego przez uczestników rynku poziomu stóp procentowych Fed i EBC; wpływ na nie miała także publikacja danych o niższym od oczekiwań rynkowych i najniższym od 8 miesięcy wskaźniku inflacji CPI w sierpniu br. Jednakże wyższy od oczekiwań rynkowych wskaźnik inflacji CPI we wrześniu br. doprowadził do powrotu stawek FRA w okolice poziomów notowanych w lipcu. (Wykres 2.23).

18 września br. Fed obniżył stopę procentową o 50 punktów bazowych do poziomu 4,75%. Uzasadnieniem tej decyzji były informacje o pogłębiających się problemach na amerykańskim rynku nieruchomości i wzrost ryzyka negatywnego wpływu sytuacji w tym sektorze na całą gospodarkę amerykańską. Dodatkowy czynnik ryzyka stanowiły niepokojące informacje o pogorszeniu sytuacji na amerykańskim rynku pracy (spadek zatrudnienia o 4 tys. miejsc pracy w sierpniu br. wobec oczekiwanego wzrostu o 110 tys.³⁹). Ska-

³⁹Dane te zostały zrewidowane w górę w październiku br. do poziomu +89 tys. miejsc pracy w sierpniu br. oraz wstępnego szacunku +110 tys. miejsc pracy we wrześniu br. Uważa się, że pomimo pozytywnego odbioru tych danych przez rynki finansowe ryzyko recesji w USA pozostaje nadal takie samo.

Wykres 2.23:

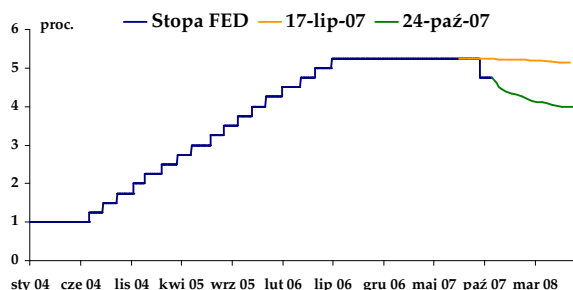
Oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters

Wykres 2.24:

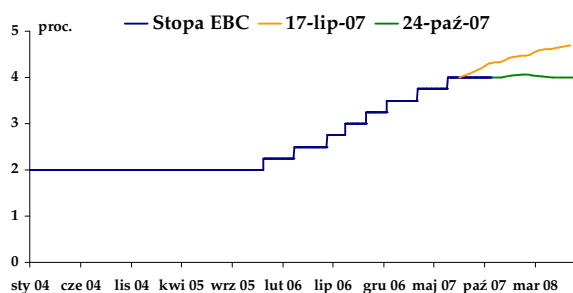
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

Wykres 2.25:

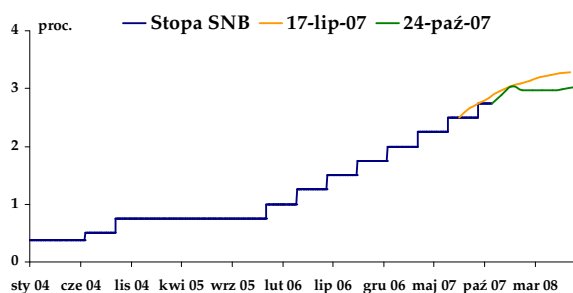
Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

Wykres 2.26:

Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

la redukcji stóp procentowych była większa o 25 punktów bazowych od oczekiwań rynkowych. Od publikacji ostatniego *Raportu* istotnemu obniżeniu uległy oczekiwania, co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego oczekuje się obecnie, że stopa funduszy federalnych zostanie obniżona do poziomu 4,00% w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy (Wykres 2.24). Z drugiej strony w obliczu wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych i możliwości wzrostu inflacji nie można wykluczyć, że rozluźnianie polityki monetarnej Fed będzie trwało krótko.

Od publikacji ostatniego *Raportu* EBC utrzymał stopę refinansową na niezmiennym poziomie 4,00%. Decyzja o utrzymaniu 6 września br. stopy procentowej bez zmian była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, które istotnie obniżyły się od lipca br. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na brak zmian stóp w strefie euro w horyzoncie kolejnych sześciu miesięcy (Wykres 2.25). W przypadku EBC, podobnie jak w przypadku Fed, istnieje zwiększona niepewność co do dalszych zmian stóp procentowych.

Nadal występuje ryzyko wzrostu inflacji w strefie euro w średnim okresie, związane z poprawiającą się sytuacją na rynku pracy i wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych. Z drugiej strony pojawiają się sygnały świadczące o możliwości osłabienia koniunktury (spadek wskaźników zaufania, osłabienie wskaźników PMI), które mogą skłonić EBC do utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie bądź ich obniżki w dalszej przyszłości.

13 września br. Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) podwyższył stopę procentową o 25 punktów bazowych. Obecnie przedziałem docelowym dla stóp SNB (*SNB target range*) jest 2,25-3,25%, ze środkiem na poziomie 2,75%. W opinii SNB wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce Szwajcarii rodzi ryzyko wzrostu inflacji. Z drugiej strony za niższą inflacją przemawia możliwość osłabienia się wzrostu globalnego w obliczu oczekiwanego spowolnienia w Stanach Zjednoczonych. Obecnie SNB uważa, że prawdopodobieństwo wzrostu inflacji w Szwajcarii w horyzoncie prognozy jest takie samo jak jej spadku. Oczekiwania rynkowe wskazują na jed-

ną podwyżkę stóp procentowych SNB o 25 punktów bazowych do poziomu 3,00% pod koniec br. (Wykres 2.26)

Pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku kredytów subprime i jego wpływ na międzynarodowe rynki finansowe

W sierpniu br. na międzynarodowych rynkach finansowych wystąpiły silne zaburzenia. Przejawiły się one m.in. problemami z płynnością na rynkach pieniężnych. Źródłem tych zaburzeń było pogorszenie sytuacji na rynku kredytów hipotecznych dla osób o niskiej zdolności kredytowej (tzw. *subprime loans*) w Stanach Zjednoczonych.

Kredyty hipoteczne *subprime* udzielane są klientom w gorszej sytuacji dochodowej lub osobom nie będącym w stanie udokumentować swoich dochodów. Wiążą się one z większym ryzykiem braku spłaty niż kredyty standardowe. W 2006 r. kredyty *subprime* stanowiły 20% kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych.

Najważniejszymi przyczynami rozwoju rynku kredytów hipotecznych *subprime* były od strony popytu m.in. duże niezaspokojone zapotrzebowanie na mieszkania ze strony mniej zamożnych obywateli Stanów Zjednoczonych, niski poziom stóp procentowych, a także rosnące ceny nieruchomości, zwiększające poziom zabezpieczenia w razie potencjalnych problemów ze spłatą kredytu. Popularny był tzw. mechanizm *equity withdrawal*, polegający na wykorzystywaniu przez kredytobiorców wzrostu wartości zabezpieczenia (nieruchomości) do zaciągnięcia innych pożyczek w celu spłaty kredytu mieszkaniowego. Od strony podaży kredytom *subprime* sprzyjały silna konkurencja na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, wymuszająca na bankach aktywne poszukiwanie kredytobiorców, m.in. w segmencie *subprime*, możliwość pozbycia się przez bezpośrednich kredytodawców ryzyka kredytowego poprzez sekurytyzację kredytów, wysoki popyt na aktywa o podwyższonym ryzyku ze względu na niski poziom stóp procentowych, a także dążenie banków do zwiększania przychodów pozaodsetkowych np. poprzez przyjmowanie opłat za dystrybucję instrumentów dłużnych opartych na sekurytyzowanych aktywach.

Najpopularniejszym instrumentem służącym sekurytyzacji kredytów *subprime* są tzw. MBS (*mortgage-backed securities*), czyli obligacje zabezpieczone przepływami finansowymi z kredytów hipotecznych. Pozwalają one przenieść część ryzyka na innych uczestników rynków finansowych, uzupełnić fundusze kredytodawców, a także usunąć odpowiednie aktywa z bilansu w celu poprawienia współczynników finansowych. Banki, zarówno te udzielające kredytów hipotecznych, jak i niezaangażowane bezpośrednio na tym rynku, tworzyły specjalne spółki (tzw. SPV – *special purpose vehicles*), które nabywały od bezpośrednich kredytodawców aktywa *subprime*, a następnie emitowały instrumenty typu MBS nabywane z kolei przez innych inwestorów. Banki organizowały również tzw. SIV (*special investment vehicles*), które z kolei nabywały MBS i emitowały tzw. *collateralized debt obligations* (CDO) zabezpieczone różnymi transzami aktywów stanowiącymi część konstrukcji MBS. Spółki te finansowały swoją działalność emitując krótkookresowe dłużne papiery wartościowe zabezpieczone swoimi aktywami (tzw. ABCP, *asset-backed commercial papers*). Ciągłość finansowania była zabezpieczona liniami kredytowymi banków, w dużej mierze organizatorów SPV/SIV.

Pogorszenie sytuacji na rynku kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych miało bezpośredni związek ze wzrostem stóp procentowych Fed z poziomu 1,00% w 2003 r. do 5,25% w połowie 2007 r., co znacznie zwiększyło obciążenie gospodarstw domowych z tytułu obsługi kredytów hipotecznych o zmiennych stopach procentowych. Szczególnie mocno dotknęło to mniej zamożnych kredytobiorców. Sytuację pogorszył fakt, że dla wielu kredytów nadszedł właśnie okres zmiany zasad oprocentowania kredytów – skończył się okres promocyjnie obniżonych marż banku w pierwszych latach od udzielenia kredytu, co przełożyło się na znaczny wzrost wysokości rat. Dodatkowo w 2007 r. obniżyły się ceny na rynku nieruchomości, co zablokowało działanie mechanizmu *equity withdrawal*.

W tej sytuacji wielu pożyczkobiorców nie było w stanie obsługiwać zadłużenia, co odbiło się na kondycji instytucji finansowych zaangażowanych w rynek *subprime*: banków i instytucji pożyczko-

wych udzielających kredytów, banków organizujących SPV/SIV, a także funduszy inwestycyjnych i banków kupujących papiery wartościowe zabezpieczone wpływami z kredytów *subprime*. Słabsze finansowo firmy wstrzymały swe operacje, zbankrutowały lub zostały wykupione. Finansowanie za pomocą emisji ABCP zostało zablokowane wskutek niechęci do nabywania papierów emitowanych przez te spółki. W związku z tym SPV/SIV sięgnęły do linii kredytowych, jakie miały zagwarantowane w bankach. To spowodowało zwiększenie popytu na płynne środki na rynku międzybankowym. Równocześnie jednak w wyniku wzrostu niepewności oraz braku informacji o zaangażowaniu poszczególnych banków na rynku *subprime*, banki stały się niechętnie do pożyczania płynnych środków sobie nawzajem, w wyniku czego podaź płynności znacznie zmalała. Doprowadziło to do znacznego wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Wpływ problemów na amerykańskim rynku *subprime* nie ograniczył się jedynie do Stanów Zjednoczonych. Okazało się, że także wiele europejskich instytucji finansowych było zaangażowanych na tym rynku. Wzrost wzajemnej nieufności banków w strefie euro, spowodowany brakiem informacji o wpływie zaburzeń na ich sytuację finansową, spowodował, podobnie jak w USA, ograniczenie wzajemnych limitów kredytowych na rynku międzybankowym i znaczny wzrost krótkookresowych rynkowych stóp procentowych.

Dążąc do stabilizacji stóp procentowych na rynku międzybankowym największe banki centralne zdecydowały się na dostarczenie dodatkowej płynności do sektora finansowego. Uspokojeniu sytuacji na rynkach służyło też obniżenie stopy dyskontowej przez Fed 17 sierpnia br.

Wskutek przenoszenia się kryzysu na kolejne rynki nastąpił spadek skłonności do ryzyka inwestorów globalnych i ich ucieczka na rynek skarbowych papierów wartościowych krajów najwyżej rozwiniętych. Spowodowało to głęboki spadek ich rentowności, a równocześnie znaczne jej wahania na rynkach krajów *emerging markets* i światowych giełdach. Odwróceniu uległo wiele pozycji *carry trade*, co oddziaływało w kierunku osłabienia kursów niektórych walut krajów *emerging markets*.

Na początku września br. oceniano, że sytuacja na rynku kredytów *subprime* jest na tyle poważna, że może się przyczynić do istotnego spowolnienia wzrostu w gospodarce amerykańskiej, a także światowej. Jednak większe od oczekiwań obniżenie stóp procentowych przez Fed we wrześniu br., publikacja *minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC zawierające uspokajające stwierdzenia co do kondycji amerykańskiej gospodarki, a także napływające dane makroekonomiczne uspokoiły nastroje na rynkach. Skłonność do ryzyka globalnych inwestorów zwiększyła się, co znalazło odzwierciedlenie w powrocie indeksów giełdowych do wysokich poziomów notowanych przed sierpniem br., a także we wzroście kursów walut krajów wschodzących. Powoli odbudowywane są także pozycje *carry trade*. Sytuacja płynnościowa na rynku międzybankowym w strefie euro i Stanach Zjednoczonych również stopniowo powraca do normalnego stanu, w którym rynkowe krótkoterminowe stopy procentowe zbliżone są do poziomu oficjalnych stóp banków centralnych.

Obecnie trudno jednak ocenić, czy obserwowane stopniowe uspokojenie sytuacji na rynkach finansowych będzie miało trwały charakter.

W związku z brakiem zaangażowania polskich instytucji finansowych na rynkach aktywów powiązanych bezpośrednio z kredytami *subprime* wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na polski sektor finansowy był niewielki. Gdyby natomiast zaburzenia te doprowadziły do wyraźnego spowolnienia gospodarki światowej, mogłyby to przyczynić się do obniżenia tempa wzrostu polskiej gospodarki.

Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

W III kw. br. wystąpił wzrost zmienności cen aktywów finansowych oraz wzrost awersji do ryzyka na rynkach światowych skutkujący zmia-

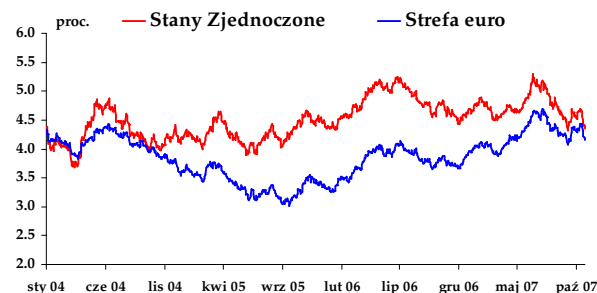
na struktury portfela inwestycyjnego globalnych inwestorów. Czynniki, które wywołały zmianę wyceny ryzyka rynkowego były informacje o problemach coraz większej liczby instytucji związanych z kredytami hipotecznymi o podwyższonym ryzyku (tzw. *subprime loans*) oraz z wyceną instrumentów pochodnych opartych o te kredyty. Zmiany preferencji inwestycyjnych polegały na wyprzedaniu bardziej ryzykownych, lecz również przynoszących wyższe stopy zwrotu, aktywów finansowych (m.in. akcji i obligacji krajów rozwijających się) i lokowaniu wycofanych środków w najbardziej bezpieczne papiery – obligacje rządowe krajów rozwiniętych, w wyniku czego rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro uległy istotnemu obniżeniu (Wykres 2.27). W ocenie rynków zwiększyło się także prawdopodobieństwo recesji w Stanach Zjednoczonych i jej negatywnego wpływu na koniunkturę w strefie euro. Doprowadziło to m.in. do wzmocnienia oczekiwań na obniżki stóp procentowych Fed i wyraźnego osłabienia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych EBC. W okresie po 18 września br. wzrost rentowności we wrześniu w Stanach Zjednoczonych i strefie euro wynikał z częściowego uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych, spadku awersji do ryzyka wśród globalnych inwestorów, pozytywnej dla wzrostu gospodarczego oceny przez rynek decyzji Fed o redukcji stóp procentowych oraz obaw o możliwy wzrost inflacji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w średnim okresie.

Rozwój wydarzeń na międzynarodowych rynkach finansowych doprowadził do przejściowego wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych (Wykres 2.28). W październiku rentowności powróciły do poziomach zbliżonych do notowanych w połowie lipca. Równoczesny znaczny spadek rentowności na rynkach bazowych doprowadził do rozszerzenia się *spreadów* – na przykład dla papierów 10 letnich *spread* rentowności obligacji polskich do ich niemieckich odpowiedników wzrósł do 136 pb. w październiku, przejściowo osiągając 164 pb. we wrześniu br.

Rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywanych do weryfikacji spełnienia kryterium stóp procento-

□ Wykres 2.27:

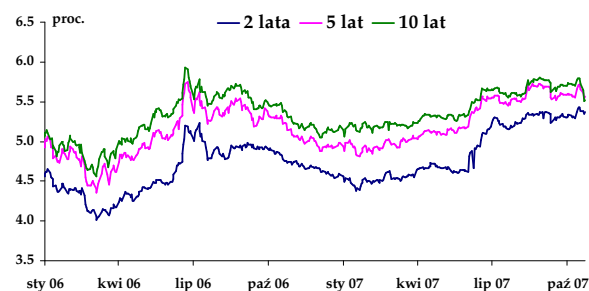
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

□ Wykres 2.28:

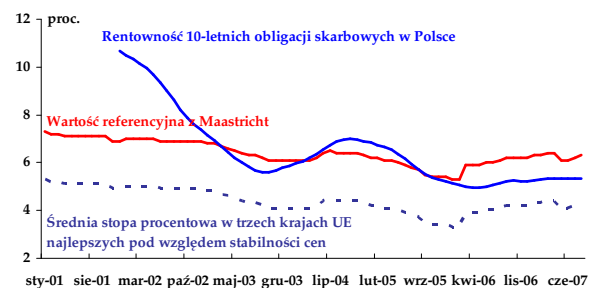
Rentowność polskich obligacji benchmarkowych



Źródło: Dane Reuters

□ Wykres 2.29:

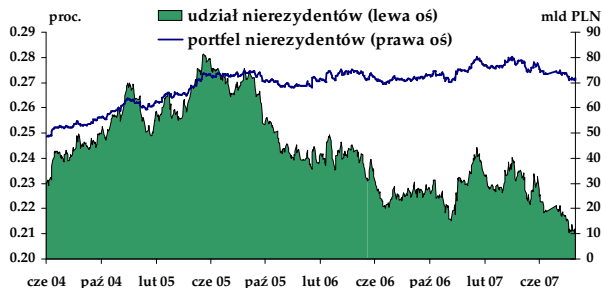
Rentowność obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych.



Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

Wykres 2.30:

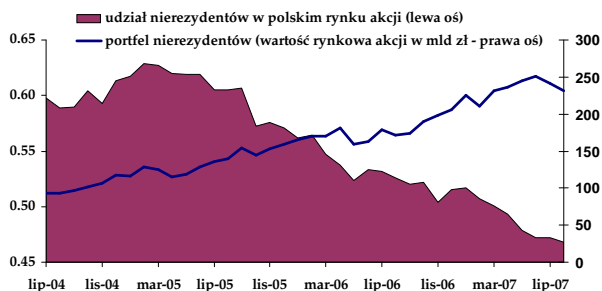
Zaangażowanie nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.31:

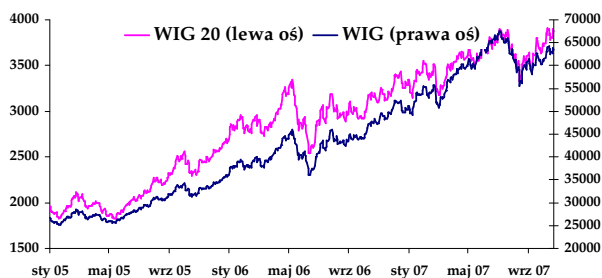
Zaangażowanie nierezydentów w polskim rynku akcji – ustalony wg wartości rynkowej akcji.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.32:

Wartości indeksów WIG i WIG 20



Źródło: Dane Reuters

wych z Maastricht, utrzymuje się od kwietnia br. na praktycznie niezmiennym poziomie (Wykres 2.29). Od końca 2005 r. Polska spełnia kryterium stóp procentowych.

W okresie lipiec–sierpień br. w rezultacie pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych wartość portfela obligacji skarbowych znajdujących się w posiadaniu nierezydentów obniżała się. Tendencja ta utrzymuje się od połowy kwietnia br. (Wykres 2.30).

W lipcu i sierpniu br. udział inwestorów zagranicznych w rynku polskich akcji uległ zmniejszeniu w stosunku do czerwca br. (Wykres 2.31). Krajowy rynek akcji pozostawał zdominowany uwarunkowaniami międzynarodowymi. Pogorszenie nastrojów globalnych, które nastąpiło pod koniec lipca wywołało przecenę indeksów giełdowych na świecie, w tym również w Polsce, połączone z wycofywaniem się inwestorów zagranicznych o profilu krótkoterminowym. (Wykres 2.32). Poprawa nastrojów na giełdach światowych obserwowana od połowy sierpnia w rezultacie działań stabilizacyjnych głównych banków centralnych, w szczególności obniżenia stopy dyskontowej oraz głównej stopy procentowej przez FED, przyczyniła się do odrobienia przez krajowe indeksy giełdowe części wcześniej poniesionych strat.

Ceny mieszkań

Na najbardziej znaczących rynkach mieszkaniowych w Polsce (tj. Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź), a także w pozostałych miastach wojewódzkich ceny mieszkań na rynku pierwotnym wciąż wzrastają, choć ich dynamika w ujęciu kwartalnym jest znacznie niższa niż w II poł. 2006 r. (Tabela 2.5). W małych i średnich miastach sytuacja cenowa na rynku pierwotnym wygląda odmiennie: od początku br. dynamika cen mieszkań w ujęciu kwartalnym istotnie się zwiększyła w porównaniu z 2006 r. i pozostaje znacznie wyższa niż dynamika cen w dużych miastach. Taka sytuacja może być – jak sygnalizowano w poprzednim *Raporcie* – skutkiem niższego skumulowanego wzrostu cen mieszkań w małych miastach w porównaniu z największy-

	XII 2004	XII 2005	XII 2006	III 2007	VI 2007	IX 2006	XII 2006	III 2007	VI 2007	VI 2007
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	Średnia cena (zł/m ²)
Rynek pierwotny										
Polska ogółem	9.1	7.9	51.5	53.3	64.8	23.2	11.6	5.5	13.6	7406
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce^{††}	8.9	12.6	56.1	67.4	62.3	22.9	12.8	8.7	7.7	7969
Miasta wojewódzkie[‡]	9.1	15.0	45.2	59.1	63.5	21.5	11.9	7.5	11.9	7738
Małe i średnie miasta[‡]	10.6	7.0	10.4	10.9	96.5	9.3	0.2	34.5	33.3	5836
Warszawa	12.8	12.9	54.3	56.1	38.6	8.4	15.8	7.6	2.6	8386
Kraków	13.1	22.3	67.4	58.2	65.3	35.7	4.8	3.3	12.5	8270
Wrocław	4.8	17.9	101.2	85.4	64.2	16.4	34.1	-2.9	8.3	7305
Gdańsk	12.0	15.7	63.7	74.2	100.2	25.4	18.7	5.0	28.2	7532
Gdynia	6.6	8.5	46.0	61.8	67.1	18.0	7.1	25.8	5.2	7294
Poznań	8.9	3.0	18.9	80.0	108.8	8.2	0.4	57.1	22.4	7764
Łódź	4.7	-5.3	67.4	91.9	106.7	-2.3	51.0	22.3	14.5	6171
Rynek wtórny										
Polska ogółem	0.9	8.7	77.6	90.2	79.6	19.8	31.9	12.5	1.1	5703
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce^{††}	7.2	-1.6	84.1	92.0	82.1	31.4	22.6	9.3	3.4	7594
Miasta wojewódzkie[‡]	2.2	4.5	82.2	87.8	75.9	26.2	29.6	7.3	0.2	6191
Małe i średnie miasta[‡]	7.4	9.6	49.4	77.0	86.3	6.6	20.0	30.4	11.6	4659
Warszawa	6.9	15.1	55.6	60.9	56.0	18.2	11.3	8.7	9.1	9639
Kraków	12.5	31.3	62.4	68.6	42.6	22.9	5.9	7.0	2.4	8210
Wrocław	16.6	13.8	74.8	72.3	53.0	21.4	15.9	9.0	-0.3	7052
Gdańsk	6.5	18.9	82.5	95.8	97.9	27.6	28.2	15.1	5.1	6874
Gdynia	10.5	17.7	77.8	82.0	90.1	38.2	20.4	7.6	6.3	6929
Poznań	14.8	4.5	49.4	78.2	86.6	6.9	26.3	22.3	13.0	6464
Łódź	4.9	3.9	74.5	115.2	118.2	20.6	29.9	29.8	7.2	4650

Tabela 2.5: Zmiana średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych.

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

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

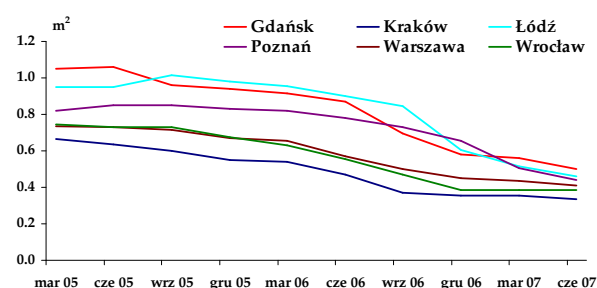
Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych z bazy cen ofertowych *PONT Info Nieruchomości*.

mi aglomeracjami obserwowanego w ciągu kilku poprzednich lat.

Na rynku wtórnym dynamika cen w II kw. br. wyraźnie się obniżyła wobec poprzedniego kwartału (Tabela 2.5), zarówno na największych rynkach, jak i w małych i średnich miastach. Wyjątek stanowiła Warszawa, gdzie wzrost cen mieszkań używanych utrzymał się na poziomie ok. 9% kw/kw, pomimo wysokiego poziomu średniej ceny. Informacje uzyskiwane z rynku sugerują, iż na rynkach wtórnych największych miast znacznie spadła liczba zawieranych transakcji zakupu mieszkań, co może zapowiadać dalszy spadek dy-

□ **Wykres 2.33:**

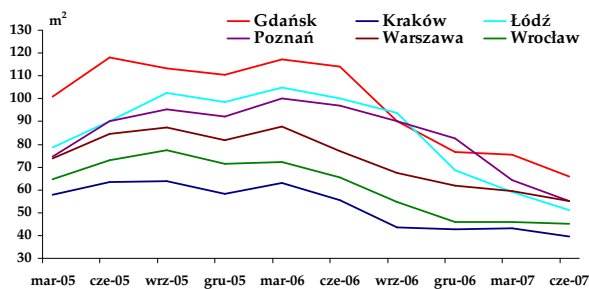
Dostępność mieszkania (ilość m² mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, jakie można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw)



Źródło: NBP, GUS

Wykres 2.34:

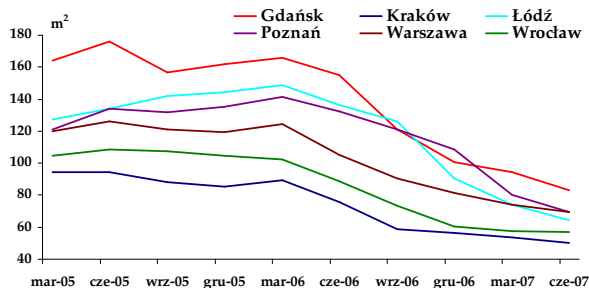
Kredytowa dostępność mieszkania w PLN (ilość m² mieszkania których zakup można sfinansować kredytem złotowym przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimalne wynagrodzenie w gospodarce)



Źródło: NBP, GUS

Wykres 2.35:

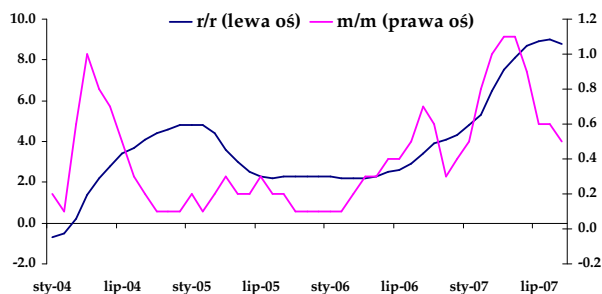
Kredytowa dostępność mieszkania w CHF (ilość m² mieszkania których zakup można sfinansować kredytem w CHF przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimalne wynagrodzenie w gospodarce)



Źródło: NBP, GUS

Wykres 2.36:

Ceny produkcji budowlano-montażowej



Źródło: Dane GUS

namiki cen, a nawet ich stabilizację.

Dla Krakowa i Wrocławia wartości współczynników dostępności mieszkania oraz kredytowej dostępności mieszkania⁴⁰ od końca 2006 r. kształtują się na stabilnym poziomie, a w przypadku Warszawy stabilizacja jest obserwowana od dwóch kwartałów (Wykresy 2.33, 2.34 oraz 2.35). Może to świadczyć o osiągnięciu przez rynki mieszkaniowe w tych miastach punktu krótkookresowej równowagi, w którym dalsze zmiany cen mieszkań będą w głównej mierze determinowane wzrostem wynagrodzeń oraz zdolności kredytowej gospodarstw domowych. W przypadku Poznania, Gdańska i Łodzi wartości tych współczynników są wyższe, co może wskazywać na potencjał dalszego umiarkowanego wzrostu cen w tempie przekraczającym wzrost wynagrodzeń i zdolności kredytowej.

Głównymi czynnikami ograniczającym podaż i jednocześnie wpływającymi na poziom cen mieszkań wciąż pozostają ograniczona dostępność terenów budowlanych, słabo rozwinięta infrastruktura oraz problemy kadrowe w branży budowlanej. Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu* szybki wzrost kosztów materiałów budowlanych obserwowany w I poł. br. został obecnie ograniczony, co znalazło potwierdzenie w spadku miesięcznego wskaźnika cen produkcji budowlano-montażowej (Wykres 2.36).

2.5.2 Kurs walutowy⁴¹

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiło umocnienie nominalnego kursu złotego wobec euro oraz dolara amerykańskiego. W tym czasie obserwowane było osłabienie korony słowackiej oraz forinta węgierskiego względem euro. Aprecjacja korony czeskiej obserwowana w ostatnim

⁴⁰ *Dostępność mieszkania*: ilość metrów kwadratowych mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, jakie można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto; *dostępność kredytowa mieszkania*: ilość metrów kwadratowych mieszkania, których zakup można skredytować przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu (skorygowanemu o płacę minimalną).

⁴¹ Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 24 października 2007 r.

okresie miała związek z odwracaniem pozycji *carry trade*, w których korona pełni rolę waluty finansującej (Wykres 2.37).

Zmiany wartości złotego w omawianym okresie w przeważającej części były determinowane czynnikami o charakterze globalnym. Nieznaczna deprecjacja polskiej waluty w okresie lipiec-sierpień br. wynikała w dużej mierze z globalnego wzrostu awersji do ryzyka, związanego z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych. Warto podkreślić, że w tym okresie obserwowano osłabienie większości walut krajów rozwijających się. Wrześniowe, częściowe uspokojenie sytuacji na rynkach globalnych było głównym powodem umocnienia się polskiej waluty. Aprecjacja była kontynuowana również w październiku br. Zmiany kursu złotego w omawianym okresie były także związane z czynnikami krajowymi. Wysoki wzrost PKB w II kwartale br., dobre wykonanie budżetu oraz powiększenie się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro były czynnikami oddziałującymi w kierunku umocnienia się polskiej waluty. Wydaje się, że wydarzenia polityczne w Polsce (w tym wynik wyborów) miały niewielki wpływ na wycenę złotego.

Dostępne dane za okres do września 2007 r. pokazują, że od początku 2005 r. obserwowana jest słaba tendencja aprecjacyjna realnego kursu złotego (Wykres 2.38). Towarzystwo jej znaczne ograniczenie zmienności kursu, widoczne szczególnie w porównaniu z okresem przed 2005 r.

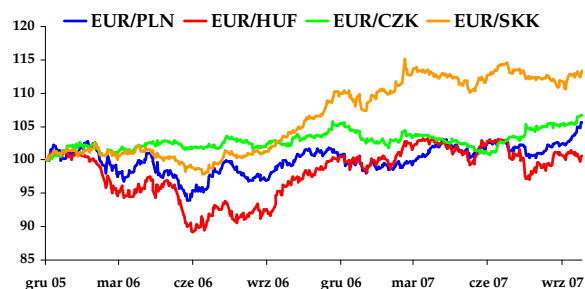
2.5.3 Kredyt i pieniądz

Kredyt

W ostatnich miesiącach dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymuje się powyżej 20% r/r. Kredyty na finansowanie działalności bieżącej przyrastają szybciej niż kredyty na inwestycje (Wykres 2.39), których dynamika ustabilizowała się w pobliżu 10% r/r. Zasadniczym czynnikiem stymulującym wzrost akcji kredytowej jest rosnący popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw, na co wskazują wyniki prowadzonych przez NBP badań ankietowych kierowanych do przedsiębiorstw

□ Wykres 2.37:

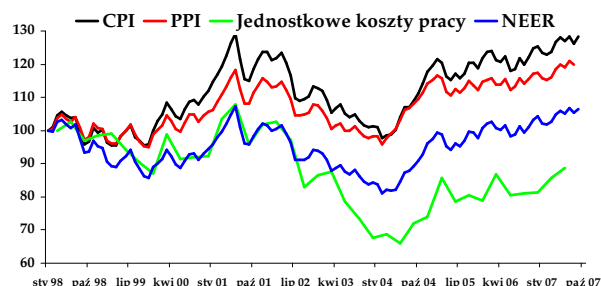
Nominalne kursy walut krajów CEE-4 względem euro. Wzrost oznacza aprecjację.



Źródło: Dane EcoWin.

□ Wykres 2.38:

Realny i nominalny efektywny kurs złotego. Wzrost oznacza aprecjację.

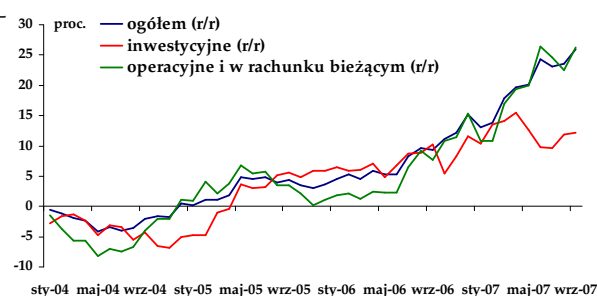


Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

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

□ Wykres 2.39:

Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r w proc.)



Źródło: Dane NBP

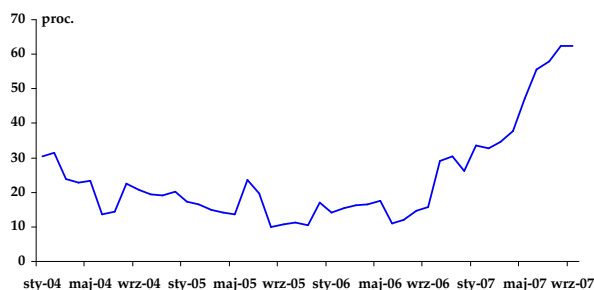
	05q2	05q4	06q2	06q4	07q2
kredyty niehandlowe	-2.6	11.7	12.7	22.3	25.4
kredyty handlowe	11.2	23.2	25.4	14.1	16.1

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

Źródło: Dane NBP.

□ **Wykres 2.40:**

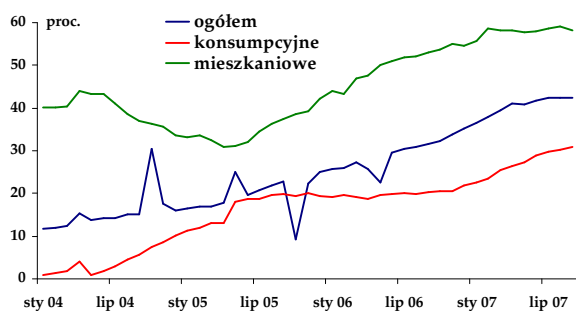
Kredyty dla przedsiębiorstw na nieruchomości (r/r w proc.)



Źródło: Dane NBP

□ **Wykres 2.41:**

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



Źródło: Dane NBP

jak i do przewodniczących komitetów kredytowych w bankach komercyjnych. W badaniach ankietowych przedsiębiorstw wskaźnik prognoz zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw skorygowany o wahania sezonowe wzrósł w IV kw. br. do najwyższego poziomu od początku prowadzenia tych badań (tj. od 2000 r.)⁴². Banki komercyjne ankietowane w IV kw. br. odczuły wzrost popytu na kredyt, choć był on słabszy niż w poprzednich czterech kwartałach, i spodziewają się jego dalszego wzrostu⁴³. Dynamicznie zwiększa się także zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw (Tabela 2.6).

Od roku coraz szybciej zwiększa się wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom na zakup nieruchomości (Wykres 2.40). Wyniki ankiet kierowanych do przewodniczących komitetów kredytowych w bankach komercyjnych wskazują, że obserwowany wzrost popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw dotyczy w większym stopniu kredytów długoterminowych, które są wykorzystywane na inwestycje, w tym zakup nieruchomości.

Na utrzymujący się szybki wzrost kredytów dla gospodarstw domowych ogółem składa się bardzo dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych jak i szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.41). Roczne tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych wzrasta nieprzerwanie od początku br. Wysokiej dynamice kredytów dla gospodarstw domowych sprzyjają ich dobra sytuacja ekonomiczna, poprawa warunków na rynku pracy, a także pozytywne oczekiwania co do przyszłości, na co wskazują m.in. badania koniunktury konsumenckiej GUS. W przypadku kredytów mieszkaniowych do ważnych czynników ich wzrostu należą dodatkowo sytuacja demograficzna⁴⁴ oraz oczekiwania dotyczące wzrostu cen na rynku mieszkaniowym.

Ankietowane przez NBP w IV kwartale banki ko-

⁴²Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2007 r., www.nbp.pl

⁴³Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2007., www.nbp.pl

⁴⁴Na rynek pracy wciąż wchodzi roczniki wyżu demograficznego, uzyskując dochody umożliwiające zaciągnięcie kredytów na zakup mieszkania

	gru04	gru05	gru06	mar07	kwi07	maj07	cze07	lip07	sie07	wrz07
Kredyty dla przedsiębiorstw	116.0	119.2	136.5	144.2	147.6	149.0	153.9	156.4	159.3	163.4
inwestycyjne	36.4	38.0	42.1	44.3	45.2	44.4	43.5	44.6	46.1	46.5
operacyjne [†]	59.6	59.9	68.7	72.7	74.9	75.0	78.6	79.6	79.8	82.7
na nieruchomości	14.2	16.4	20.7	22.1	22.6	24.5	26.2	27.0	28.2	28.6
pozostałe	5.9	4.8	4.9	5.1	5.0	5.1	5.6	5.1	5.2	5.6
Kredyty dla gospodarstw domowych	109.7	136.0	182.9	197.8	203.3	210.5	216.3	225.0	232.7	237.8
kredyty mieszkaniowe	35.8	50.4	77.7	86.6	88.4	92.7	96.1	101.3	106.4	108.9
złotowe	15.6	18.4	28.1	32.7	34.8	37.1	39.7	42.4	44.9	46.8
walutowe	20.2	32.0	49.6	53.9	53.5	55.6	56.4	58.9	61.5	62.0
kredyty konsumpcyjne [‡]	53.6	63.8	77.5	81.5	83.5	86.3	88.8	91.2	93.5	96.0
pozostałe	20.3	21.8	27.7	29.8	31.5	31.4	31.5	32.5	32.8	32.9

Tabela 2.7: Kredyty bankowe (stany w mld PLN, dane bez korekty o wpływ wahań kursowych)

[†]kategoria *kredyty operacyjne dla przedsiębiorstw* zawiera kredyty operacyjne oraz kredyty w rachunku bieżącym

[‡]kategoria *kredyty konsumpcyjne dla gospodarstw domowych* zawiera kredyty w rachunku bieżącym, kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych oraz kredyty z kategorii *pozostałe kredyty i pożyczki*.

Źródło: Dane NBP.

mercyjne odczuły nieznaczny spadek popytu na kredyty mieszkaniowe ze strony gospodarstw domowych. Równocześnie przyrost kredytów mieszkaniowych we wrześniu był niższy niż w trzech poprzednich miesiącach. Banki komercyjne od początku 2004 r. deklarowały ułatwianie dostępności do kredytów mieszkaniowych (z wyjątkiem III kw. 2006, co miało bezpośredni związek z wprowadzeniem w życie *Rekomendacji S*); jednak w świetle badań ankietowych prowadzonych przez NBP wydaje się, że ta tendencja może wkrótce ulec wyhamowaniu. Wyniki tych badań wskazują bowiem, że w III kw. br. banki zaostrzyły politykę kredytową wobec gospodarstw domowych, przede wszystkim w segmencie kredytów mieszkaniowych. Zaostrzenie polityki kredytowej wiązało się ze wzrostem – w ocenie banków – ryzyka kredytowego w sektorze gospodarstw domowych. Wskazywały one także, że silna presja konkurencyjna w sektorze bankowym wpływała ograniczająco na skalę zaostrzenia polityki kredytowej.

Podwyższeniu stóp procentowych NBP w czerwcu i sierpniu br. towarzyszył podobny co do skali wzrost średniego oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (Tabela 2.8). Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego

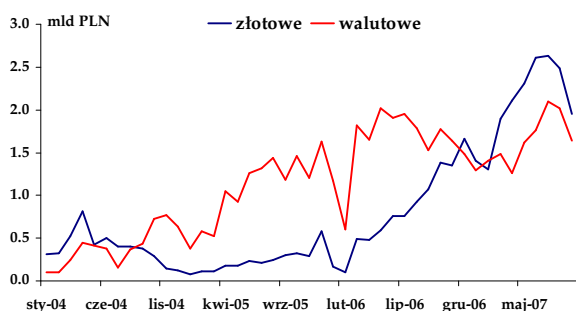
Okres	gru06	sty07	lut07	mar07	kwi07	maj07	cze07	lip07	sie07	wrz07
Gospodarstwa domowe										
depozyty ogółem	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	3.8	3.8	4.0
kredyty ogółem	8.8	10.6	11.1	10.5	9.6	9.9	10.2	10.9	11.4	11.2
kredyty konsumpcyjne	13.9	14.7	14.5	13.9	13.9	14.2	14.1	14.4	14.4	14.1
kredyty mieszkaniowe w PLN	5.6	5.6	5.6	5.6	5.8	5.7	5.9	6.1	6.3	6.4
kredyty mieszkaniowe w CHF	-	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.3	4.3	4.6
Przedsiębiorstwa										
depozyty ogółem	3.5	3.6	3.6	3.6	3.5	3.9	4.0	4.1	4.1	4.2
kredyty ogółem	5.6	5.8	5.8	5.7	5.9	5.9	6.0	6.3	6.2	6.6
kredyty w EUR	5.0	5.1	5.4	5.6	6.1	5.5	5.6	5.9	6.0	5.9

Tabela 2.8: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w bankach komercyjnych oraz nowych umów kredytowych walutowych w dominujących walutach (proc.)

Źródło: Dane NBP.

□ **Wykres 2.42:**

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



Źródło: Dane NBP

Raportu, wzrost oprocentowania nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych przyspieszył. W efekcie obniżone przejściowo marże wróciły w sierpniu do poziomu obserwowanego na początku br.

Na rynku kredytów mieszkaniowych istnieje możliwość substytucji kredytów złotych kredytami walutowymi. Wśród kredytobiorców szczególnie popularne są kredyty w CHF, których oprocentowanie jest niższe niż kredytów w PLN. Choć poziom stóp procentowych w Szwajcarii wzrastał w ostatnich miesiącach w tempie podobnym jak w Polsce, od maja obserwowany jest wzrost zainteresowania zaciąganiem kredytów mieszkaniowych w CHF (Wykres 2.42). Udział kredytów walutowych⁴⁵ w miesięcznych przyrostach kredytów mieszkaniowych ogółem wzrósł z 37,4% w kwietniu br. do 45,7% we wrześniu. Może to świadczyć o tym, że poza różnicą w oprocentowaniu kredytów złotych i walutowych ważnym czynnikiem wpływającym na substytucję kredytów złotych kredytami walutowymi jest tak-

⁴⁵Przyrost wartości kredytów walutowych oczyszczony z wpływu wahań kursu złotego. Utrzymana została konwencja obowiązująca w całym rozdziale *Kredyt i pieniądz*, zgodnie z którą przedstawiane dane są oczyszczone z wpływu wahań kursu walutowego

że bezwzględny poziom oprocentowania kredytów w PLN.

W aktualnej sytuacji rosnące zadłużenie kredytowe przedsiębiorstw (krajowe jak i zagraniczne) stanowi potwierdzenie ich dobrej kondycji ekonomicznej i pozytywnych oczekiwań co do rozwoju koniunktury w przyszłości. Rekordowo wysoka wartość wskaźnika prognoz zadłużenia kredytowego, o której wspomniano wyżej, deklarowana przez banki kontynuacja łagodnej polityki kredytowej⁴⁶, a także dobre perspektywy wzrostu gospodarczego skłaniające przedsiębiorstwa do rozszerzania zakresu działalności pozwalają oczekiwać utrzymania się wysokiej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w najbliższej przyszłości.

Mimo deklarowanych zmian w dostępności do kredytów dla gospodarstw domowych, ankietowane banki przewidują w najbliższym czasie wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe i silny wzrost popytu na kredyty konsumpcyjne. W związku z tym, podobnie jak w sektorze przedsiębiorstw, można oczekiwać utrzymania się dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych na poziomie zbliżonym do notowanego obecnie.

Depozyty i agregaty monetarne

Przyspieszającej dynamice kredytów dla przedsiębiorstw towarzyszy obniżająca się dynamika przyrostu ich depozytów bankowych, która we wrześniu zbliżyła się do 20% r/r (wobec 30% notowanych w marcu i kwietniu br.). Spowalniające tempo przyrostu depozytów przedsiębiorstw może sygnalizować ograniczanie ich wciąż znacznych możliwości współfinansowania rozwoju ze środków własnych i wskazywać na wzrost znaczenia finansowania zewnętrznego w przyszłości.

Spadek stanu depozytów bankowych gospodarstw domowych, obserwowany w I poł. br., w czerwcu i lipcu zahamował. Z kolei w sierpniu br. odnotowano wzrost najwyższy od ponad trzech lat (za wyjątkiem związanych z sezonowością wzrostów notowanych w grudniu). Równocześnie w

⁴⁶Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2007, www.nbp.pl

	gru04	gru05	gru06	lut07	mar07	kwi07	maj07	cze07	lip07	sie07
Stan (mld PLN)										
depozyty bankowe	209.8	220.8	239.4	245.4	243.9	241.7	239.2	239.7	240.4	245.9
SKOK	3.9	5.0	5.6	5.7	5.7	5.8	5.8	5.8	5.9	6.0
fundusze inwestycyjne	34.5	57.9	94.0	103.0	111.9	117.4	126.4	133.3	135.6	132.1
obligacje	20.4	16.9	12.9	12.7	12.3	12.0	11.7	11.5	11.4	11.1
zakłady ubezpieczeniowe	35.2	41.8	53.0	56.1	57.6	58.9	60.3	61.6	63.0	64.4
akcje	–	25.8	45.6	46.0	50.4	53.0	56.5	58.7	56.6	53.5
Roczne tempo wzrostu (proc.)										
depozyty bankowe	-1.3	5.2	8.4	10.9	8.7	8.3	6.9	4.8	5.3	6.7
SKOK	26.6	26.7	11.3	12.0	11.8	10.8	10.5	11.9	11.3	11.6
fundusze inwestycyjne	13.9	67.7	62.5	56.4	62.8	60.4	74.9	83.0	75.8	69.5
obligacje	7.0	-17.2	-23.7	-22.7	-22.0	-18.8	-17.5	-18.6	-20.1	-16.9
zakłady ubezpieczeniowe	16.4	18.8	26.8	29.2	30.3	30.8	31.3	31.7	32.4	33.0
akcje	–	–	77.0	54.9	63.7	55.9	82.8	82.8	53.8	47.8

Tabela 2.9: Depozyty bankowe i alternatywne formy utrzymywania oszczędności finansowych przez gospodarstwa domowe (stany w mld PLN oraz roczne tempo wzrostu w proc., dane bez korekty o wpływ wahań kursowych)

Źródło: Dane NBP, KNF, GUS, MF.

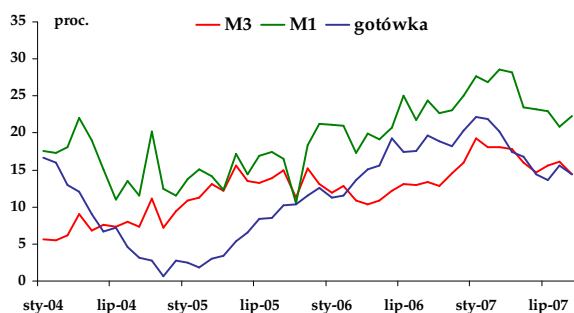
sierpniu saldo wpłat i umorzeń środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych było bardzo niskie (ok. 0,3 mld zł wobec 3,3 mld zł średnio miesięcznie w okresie sierpień 2006–lipiec 2007). Wydaje się zatem, że sierpniowy wzrost depozytów bankowych był związany z ostrożniejszym angażowaniem środków w fundusze inwestycyjne, co wynikało z obserwowanego wówczas spadku indeksów na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych. Spadkowa tendencja rocznego tempa wzrostu depozytów bankowych gospodarstw domowych została zatem w ostatnich miesiącach odwrócona; obecnie trudno jest określić, czy zmiana ta ma charakter trwały.

Związane z podwyższeniem stóp procentowych NBP wzrostowi oprocentowania pożyczek na rynku międzybankowym towarzyszył podobny co do skali wzrost oprocentowania depozytów w bankach komercyjnych (Tabela 2.8).

Dynamika podstawowych agregatów monetarnych utrzymuje się na poziomie nieco niższym od notowanego w I poł. br. (Wykres 2.43)

Wykres 2.43:

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



Źródło: Dane NBP.

Polityka pieniężna w okresie lipiec–październik 2007 r.

Na posiedzeniu w lipcu 2007 r. Rada utrzymała stopy na niezmiennym poziomie. W sierpniu Rada podwyższyła stopy NBP o 0,25 pkt. proc., natomiast we wrześniu i październiku pozostawiła je na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady w lipcu, sierpniu i wrześniu br. oraz uzasadnienie decyzji październikowej.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 25 lipca 2007 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Głównym przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były sytuacja na rynku pracy, perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji oraz kształtowanie się kursu złotego.

Część członków Rady wskazywała, że w II kw. br. tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach przyspieszyło i pozostaje wyższe niż tempo wzrostu wydajności pracy, przez co rosną jednostkowe koszty pracy w tym sektorze. Członkowie ci zwracali uwagę, że od kilku lat obniżał się udział kosztów pracy w kosztach przedsiębiorstw, a teraz ta tendencja mogła się odwrócić. Ich zdaniem, jeśli wzrostowi jednostkowych kosztów pracy nie będzie towarzyszył wzrost cen dóbr produkowanych przez przedsiębiorstwa, doprowadzi to do pogorszenia ich wyników finansowych, co obniżyłoby ich skłonność do inwestowania w większym stopniu niż uczyniłby to wzrost kosztu kredytu związany ze wzrostem stóp procentowych. Jeśli natomiast wzrost kosztów pracy zostanie przerzucony na ceny, doprowadzi to do wzrostu inflacji. Szybki wzrost płac w przedsiębiorstwach może także doprowadzić do przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym, w którym wzrost wydajności jest niewielki, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji.

Inni członkowie Rady argumentowali, że oprócz dynamiki jednostkowych kosztów pracy ważny jest także ich poziom. Ich zdaniem, poziom jednostkowych kosztów pracy w Polsce jest obecnie relatywnie niski, czego efektem są bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które pozwalają na absorbowanie rosnących kosztów pracy bez konieczności podnoszenia cen. Członkowie ci wskazywali również, że wyniki badań przedsiębiorstw nie sygnalizują silnego zwiększenia presji płacowej w najbliższej przyszłości oraz że w badaniach tych tylko bardzo niewielki odsetek przedsiębiorstw sygnalizuje wzrost cen swoich produktów w reakcji na rosnące płace. Członkowie ci podkreślali

także, że podejmowane przez rząd decyzje zwiększające dostępność polskiego rynku pracy dla pracowników zza wschodniej granicy oraz zwiększona mobilność przestrzena Polaków powinny oddziaływać w kierunku ograniczenia presji płacowej w gospodarce.

Część członków Rady wskazywała, że obserwowany obecnie silny wzrost popytu na rynku produktów doprowadzi - przy ograniczeniu dynamiki krajowej podaży - do wzrostu inflacji. Na silną presję popytową wskazuje, w ocenie tych członków, m.in. utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

Inni członkowie wskazywali, że obecnie obserwuje się obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego, które powinno zmniejszać presję popytową w gospodarce. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę na to, że we wzroście PKB znaczny udział mają inwestycje, które zwiększają zasób kapitału, a więc przyczyniają się do wzrostu produktu potencjalnego i wydajności pracy. Korzystnie na produkt potencjalny wpływa także znaczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Podkreślali oni również, że obserwowany wzrost płac oraz obniżenie składki rentowej mogą przyczynić się do zwiększenia podaży pracy. W sumie, wzrost zasobu kapitału oraz podaży pracy powinny - zdaniem tych członków - zwiększać produkt potencjalny i przez to ograniczać presję inflacyjną. Twierdzili oni także, że szybki wzrost popytu krajowego będzie częściowo absorbowany przez wzrost importu, co ograniczy presję na wzrost cen. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że szybki wzrost sprzedaży detalicznej dotyczy głównie dóbr trwałego użytku o charakterze quasi-inwestycyjnym (samochody, meble, sprzęt RTV i AGD), których ceny nie rosną.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji z modelu ECMOD oraz wynikach pozostałych prac progностycznych prowadzonych w NBP. Część członków Rady podkreśliła, że prognozy inflacji wykorzystywane w NBP wskazują na wyższą ścieżkę inflacji, niż kwartał wcześniej. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji z modelu ECMOD, w 2009 r. inflacja CPI zbliży się do poziomu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%), a inflacja bazowa netto osiągnie ten poziom. W ocenie tych członków, jeśli wystąpiłby jednocześnie negatywny wstrząs na rynku żywności lub paliw, inflacja CPI wzrosłaby w 2009 r. wyraźnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Uczestniczący w dyskusji wskazywali ponadto, że w horyzoncie projekcji szacowane prawdopodobieństwo tego, że inflacja przekroczy górną granicę odchyień od celu inflacyjnego istotnie rośnie. Jednocześnie, ich zdaniem antyinflacyjny wpływ dokonanego i planowanego obniżenia składki rentowej nie będzie tak duży jak uwzględniono w projekcji.

Inni członkowie argumentowali, że zgodnie z centralną projekcją z modelu ECMOD inflacja w całym horyzoncie projekcji mieści się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. Ponadto, podkreślali oni to, że wyniki innych prac progностycznych prowadzonych w NBP wskazują na niższą ścieżkę inflacji niż projekcja z modelu ECMOD, a jedna z prognoz wskazuje na obniżenie inflacji w końcu horyzontu prognozy.

Członkowie Rady dyskutowali na temat poziomu stóp procentowych oraz wpływu zacieśnienia polityki pieniężnej na tempo wzrostu gospodarczego. Część członków stwierdziła, że podwyższenie stóp procentowych w Polsce do poziomu istotnie wyższego niż w strefie euro jest uzasadnione wyższym poziomem neutralnej stopy procentowej w Polsce niż w strefie euro, co wynika z różnicy w tempie wzrostu produktu potencjalnego. Członkowie ci twierdzili także, że wzrost stóp procentowych w Polsce nie powinien ograniczyć dynamiki inwestycji, bowiem obecnie inwestycje w większym stopniu zależą

od optymistycznych oczekiwań przedsiębiorców dotyczących utrzymania silnego wzrostu gospodarczego, niż od poziomu stóp procentowych. Dodatkowo stwierdzili oni, że wysoki poziom indeksów giełdowych w Polsce obniża koszt inwestycji w relacji do wartości rynkowej przedsiębiorstw, co sprzyja inwestowaniu przez przedsiębiorstwa. Według tych członków niewielkie podwyższenie stóp procentowych nie powinno obniżyć tempa wzrostu gospodarczego. Świadczyć może o tym - ich zdaniem - m.in. to, że mimo wzrostu podstawowych stóp procentowych NBP w kwietniu br., dynamika kredytu dla przedsiębiorstw w czerwcu br. nadal przyspieszała.

Członkowie Rady poświęcili dużo uwagi problematyce kursu złotego. W tym kontekście wskazywano zarówno na oddziaływanie czynników fundamentalnych, jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. na dysparytet stóp procentowych, kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących, zmiany aktywów zagranicznych netto sektora bankowego, zakupy funduszy inwestycyjnych za granicą, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, napływ funduszy unijnych oraz transferów z emigracji zarobkowej. Część członków Rady wskazywała, że podniesienie stóp procentowych NBP będzie prowadzić do presji aprecjacyjnej. Inni członkowie nie podzielali tej opinii. Członkowie Rady nie byli zgodni co do wpływu kwietniowej i czerwcowej podwyżki stóp na kurs złotego.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat perspektyw inflacji w kontekście zmian realnego efektywnego kursu złotego i jego wpływu na konkurencyjność polskiej gospodarki. Część członków wskazywała na przykłady niektórych krajów UE, które przy stabilnym nominalnym kursie walutowym doświadczyły wzrostu płac przekraczającego dynamikę wydajności pracy, co doprowadziło do silnej aprecjacji realnego efektywnego kursu ich walut i utraty konkurencyjności przez te kraje. Zdaniem tych członków, dopuszczenie do wzrostu płac przekraczającego dynamikę wydajności mogłoby obniżyć konkurencyjność polskiej gospodarki. W efekcie obniżyłoby się tempo wzrostu gospodarczego, zmniejszając atrakcyjność inwestycyjną polskiej gospodarki i doprowadzając do zmniejszenia napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

Członkowie Rady zwracali uwagę na korzystne wyniki budżetu państwa w II kw. br. Część członków Rady wskazywała także, że obniżenie składki rentowej będzie oznaczać przeniesienie części środków z sektora publicznego do sektora prywatnego, który ma wyższą niż sektor publiczny skłonność do oszczędzania, co powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia popytu, a przez to ograniczać presję inflacyjną. Członkowie Rady wskazywali także, że inflacja nadal jest ograniczana przez spadek cen towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Przedmiotem dyskusji były także perspektywy kształtowania się cen żywności i energii. Członkowie Rady zwrócili również uwagę, że kolejny miesiąc z rzędu obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.

Część członków była zdania, że perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji oraz dane makroekonomiczne wskazują, iż prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji powyżej celu jest wciąż istotnie wyższe niż prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji poniżej celu, co - w ich ocenie - uzasadniało podwyżkę stóp procentowych. Dodatkowo członkowie ci wskazywali, że jest prawdopodobne, że w 2010 r. Polska przystąpi do systemu ERM II. Gdyby wówczas inflacja przekraczała poziom celu inflacyjnego, mogłoby to utrudnić stabilizację kursu walutowego w ERM II.

Rada dyskutowała na temat odpowiedniego momentu ewentualnego dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Część członków była zdania, że decyzja o podwyżce stóp powinna być podjęta na lipcowym posiedzeniu, bo do takiej decyzji skłaniały wyniki publikowa-

nej w lipcu projekcji inflacji z modelu ECMOD. Postulowano także, że dla lepszej oceny ryzyka przekroczenia przez inflację celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej niezbędne są dane makroekonomiczne, które miały zostać opublikowane przed kolejnym posiedzeniem. Stąd postulowano wstrzymanie się z decyzją o podwyższeniu stóp procentowych.

Biorąc pod uwagę wyniki pozostałych prac prognostycznych prowadzonych w NBP, które nie wskazywały na ryzyko wzrostu inflacji ponad poziom celu inflacyjnego, inni członkowie Rady uznali, że nie ma przesłanek do dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wskazywali oni także, że obecnie nie jest przesądzone, kiedy Polska przystąpi do systemu ERM II, więc uwarunkowania dotyczące uczestnictwa w ERM II nie powinny być brane pod uwagę w bieżących decyzjach o stopach procentowych. Dodatkowo zwracali oni uwagę na to, że zacieśnienie polityki pieniężnej może doprowadzić do aprecjacji złotego, zwiększyć oczekiwania na dalsze podwyżki stóp, a przez to obniżyć tempo wzrostu gospodarczego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 29 sierpnia 2007 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Głównym przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych i ich wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego, sytuacja na rynku pracy w Polsce oraz sytuacja finansów publicznych. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Cześć członków Rady wskazywała, że zarówno bieżąca jak i prognozowana inflacja znajdują się blisko celu inflacyjnego, a inflacja bazowa netto pozostaje od dłuższego czasu zbliżona do dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Takie kształtowanie się inflacji bazowej uzasadnia ostrożność w polityce pieniężnej i wstrzymanie się z decyzją o zmianie stóp procentowych. Inni członkowie wskazywali, że spadek inflacji bazowej w ujęciu rocznym w lipcu jest związany ze znacznym wzrostem cen usług telekomunikacyjnych rok wcześniej. Ponadto, argumentowali oni, że rosnąca dynamika cen usług sygnalizuje nasilanie się efektu Balassy-Samuelsona. Dodatkowo, wskazywali, że ceny ropy na rynkach światowych utrzymują się powyżej poziomu założonego w lipcowej projekcji.

Członkowie Rady dyskutowali na temat obserwowanych w sierpniu br. zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych i ich wpływu na perspektywy światowej i polskiej gospodarki. Część członków wskazywała, że na skutek zaburzeń na rynkach finansowych obniżane są prognozy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Europie. Choć obecnie trudno ocenić skalę wpływu tych problemów na gospodarkę amerykańską można spodziewać się dalszego obniżania prognoz wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Argumentowano, że jeśli wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i Europie będzie niższy niż wcześniej oceniano, wówczas można oczekiwać mniejszego eksportu Polski, a przez to niższego wzrostu

gospodarczego i niższej presji inflacyjnej. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki sugerowano ostrożność i wstrzymanie się z decyzją o zmianie stóp procentowych na sierpniowym posiedzeniu i przyjęcie postawy "poczekać i obserwować", podobnie jak to uczyniły niektóre inne banki centralne. Wskazywano, że opóźnienie decyzji o podwyższeniu stóp nie będzie miało istotnego wpływu na oddziaływanie polityki pieniężnej na inflację.

Inni członkowie Rady wskazywali, że zaburzenia finansowe wpływają silnie na gospodarkę światową, gdy towarzyszy im znaczne i długotrwałe załamanie się cen na rynku akcji. Taka sytuacja miała miejsce w 2000 r., kiedy indeksy giełdowe obniżyły się istotnie m.in. na skutek spadku zaufania do rzetelności sprawozdań finansowych firm. Zdaniem tych członków obserwowane w sierpniu zaburzenia mają natomiast charakter podobny do zaburzeń w 1998 r., gdy ich źródło znajdowało się bezpośrednio na rynkach finansowych. Wówczas zaburzenia te nie miały istotnego wpływu na sytuację sektora przedsiębiorstw i nie osłabiły znacznie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Ponadto obserwowane w sierpniu br. zaburzenia na globalnym rynku finansowym nie miały wpływu na krajowy rynek finansowy. Zwracano uwagę, że niektóre banki centralne zdecydowały się na podwyższenie stóp procentowych w obliczu zaburzeń na rynkach finansowych. W opinii tych członków wstrzymywanie zaostrzania polityki pieniężnej w Polsce ze względu na zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych mogłoby sugerować, że Narodowy Bank Polski będzie w przyszłości łagodził politykę pieniężną w sytuacji problemów wynikających z podejmowania nadmiernego ryzyka przez instytucje finansowe, co mogłoby zwiększać tzw. pokusę nadużycia. Argumentowano także, że obecnie wzrost gospodarczy w Polsce jest oparty przede wszystkim na wzroście popytu krajowego, dlatego wpływ wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki na dynamikę PKB jest obecnie mniejszy niż wcześniej.

Omawiając sytuację na rynku pracy część członków Rady stwierdziła, że w II kw. br. dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce była istotnie wyższa niż przewidywano w lipcowej projekcji. Członkowie ci wskazywali, że w sektorze przedsiębiorstw szybki wzrost wynagrodzeń utrzymał się w lipcu br., co sygnalizuje, że w III kw. br. dynamika wynagrodzeń w gospodarce pozostanie wysoka. Członkowie ci argumentowali także, że przyspieszenie wzrostu płac obserwowane jest w coraz większej liczbie gałęzi przemysłu i gospodarki. Zwracano uwagę, że czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu płac będzie zapowiadane przez rząd większe niż wcześniej oczekiwano podwyższenie płacy minimalnej. Wskazywano również, że do utrzymania wysokiego wzrostu płac będzie się przyczyniał szybki i większy niż prognozowano spadek stopy bezrobocia, której poziom kształtuje się - w ocenie tych członków - poniżej stopy NAWRU. Zdaniem tych członków, utrzymanie nadmiernie szybkiego wzrostu płac w gospodarce będzie po pewnym czasie prowadzić do wzrostu inflacji. W efekcie może to pogorszyć konkurencyjność polskiego eksportu, a przez to obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. Prowadziłoby to także do wzrostu nierównowagi w bilansie płatniczym, co przyczyniałoby się do wzrostu ryzyka makroekonomicznego kraju.

Inni członkowie wskazywali, że mimo szybkiego wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w lipcu obniżyła się istotnie dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle, a zatem nie utrzymało się pogorszenie relacji płac do wydajności w tym sektorze. Ponadto, członkowie ci zwracali uwagę, że w ostatnich latach wzrost płac w przemyśle był niższy niż wzrost wydajności. Po pewnym czasie musiało więc nastąpić odwrócenie się tych tendencji, w wyniku czego obecnie obserwuje się wzrost płac przewyższający wzrost wydajności. Argumentowano, że wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy będzie ograniczony w czasie, bo w pewnym momencie wpłynie negatywnie na

wyniki finansowe firm. Zwracano uwagę, że w I poł. 2007 r. przedsiębiorstwa osiągnęły rekordowo wysokie wyniki finansowe, a udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem pozostaje na stabilnym i niskim poziomie, co sygnalizuje, że przedsiębiorstwa nie muszą podnosić cen w reakcji na przyspieszenie wzrostu płac. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w 2006 r. i na początku 2007 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce była wyższa niż inflacja, a mimo to wzrost inflacji był umiarkowany. Dodatkowo członkowie ci wskazywali, że na tle sąsiadujących z Polską krajów znajdujących się na podobnym poziomie rozwoju skumulowany wzrost płac w przemyśle przetwórczym od 2002 r. był w Polsce znacząco niższy, natomiast wzrost wydajności był znacząco wyższy niż w tych krajach. Argumentowano, że do wzrostu wydajności w Polsce przyczynią się dynamicznie rosnące inwestycje. Dodatkowo, zwracano uwagę, że zgodnie z badaniami NBP dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce liczona na podstawie danych BAEL może być zawyżona ze względu na trudności z uwzględnieniem w BAEL skutków zwiększonej migracji polskich pracowników za granicę.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w Polsce część członków Rady zwracała uwagę, że tempo wzrostu PKB w Polsce obniża się, co potwierdzają dane makroekonomiczne oraz wyniki badań koniunktury. Ponadto wskazywali oni, że wysoka dynamika inwestycji oraz restrukturyzacja zachodząca w przedsiębiorstwach przyczyniają się do wzrostu potencjalnego PKB, co będzie ograniczało presję inflacyjną. Wskazywali oni także, że zgodnie z lipcową projekcją na początku 2009 r. tempo wzrostu potencjalnego PKB może przekroczyć tempo wzrostu rzeczywistego PKB, co zmniejszyłoby proinflacyjne oddziaływanie szybkiego wzrostu gospodarczego.

Inni członkowie wskazywali, że popyt krajowy rośnie szybciej niż PKB, w związku z czym zwiększa się deficyt na rachunku obrotów bieżących. Ich zdaniem deficyt ten pozostaje na razie umiarkowany, ale jego wzrost sprawia, że będzie się on stawał istotnym czynnikiem wpływającym na perspektywy inflacji. Argumentowano, że dane statystyczne za lipiec br. wskazują, że w III kw. utrzyma się prawdopodobnie szybki wzrost popytu krajowego i pogłębianie deficytu na rachunku obrotów bieżących. W ocenie tych członków, w kierunku utrzymania szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego oddziałuje - oprócz dynamicznie rosnącego funduszu płac - szybki wzrost kredytu konsumpcyjnego, który mimo dwóch podwyżek stóp procentowych nadal przyspiesza.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat kształtowania się cen żywności. Wskazywano, że mimo obserwowanych w Polsce dobrych zbiorów, rosną ceny zbóż, które mają duży wpływ na ogólny poziom cen żywności. Zwracano również uwagę, że nieoczekiwanie rosną ceny innych produktów spożywczych oraz że wzrosło ryzyko szybszego wzrostu cen żywności na rynkach światowych.

Członkowie Rady poświęcili wiele uwagi sytuacji finansów publicznych. Zwracano uwagę, że obecnie obserwowana jest korzystna sytuacja tego sektora. Wskazywano jednak, że zapowiadane zmiany sposobu waloryzacji rent i emerytur uzależniają jej skalę dodatkowo od wzrostu wynagrodzeń skutkować będą wzrostem wydatków publicznych i popytu konsumpcyjnego. Argumentowano również, że przedłużenie okresu obowiązywania dotychczasowych zasad przechodzenia na wcześniejszą emeryturę może nadal przyczyniać się do dezaktywizacji części siły roboczej, a przez to może negatywnie oddziaływać na produkt potencjalny i jednocześnie zwiększać dynamikę płac. Ponadto, zdaniem części członków Rady także obniżenie składki rentowej w sytuacji braku ograniczenia wydatków publicznych, będzie zwiększało zagregowany popyt. Uznano, że zapowiadane zmiany w finansach publicznych - o ile zostaną wprowadzone - będą oddziaływały w kierunku wzrostu deficytu sektora finansów publicznych, wzrostu popytu

krajowego i inflacji.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat kształtowania się kursu złotego. W tym kontekście wskazywano zarówno na oddziaływanie czynników fundamentalnych, jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. na kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących, przepływy kapitału portfelowego oraz inwestycji bezpośrednich, a także wzrost niepewności związanej z prawdopodobnymi wyborami parlamentarnymi w Polsce.

W ocenie Rady, w warunkach zwiększonej niepewności związanej z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych bilans czynników wpływających na przyszłą inflację wskazywał na konieczność zaostrzenia polityki pieniężnej. Przemawiała za tym ocena perspektyw inflacji dokonana na podstawie danych makroekonomicznych oraz lipcowej projekcji inflacji. Istotnym argumentem za podwyższeniem stóp procentowych były też podjęte w ostatnim okresie decyzje zmniejszające dochody i zwiększające wydatki sektora finansów publicznych, które mogą prowadzić do pogorszenia równowagi finansów publicznych i w średnim okresie skutkować dodatkową presją inflacyjną. Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada podwyższyła stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 26 września 2007 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: wpływie zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na perspektywy wzrostu gospodarczego, sytuacji na rynku pracy w Polsce, nierównowadze zewnętrznej oraz sytuacji finansów publicznych. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Członkowie Rady poświęcili wiele uwagi sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych oraz dyskutowali na temat wpływu zwiększonej niepewności na perspektywy wzrostu w gospodarce światowej i polskiej. Część uczestników dyskusji zwracała uwagę, że polskiemu sektorowi finansowemu nie grożą zaburzenia podobne do tych, jakie w sierpniu i wrześniu br. miały miejsce na rynkach Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej. Wskazywali oni, że w Polsce, w odróżnieniu od Stanów Zjednoczonych, kredytów hipotecznych udzielają wyłącznie instytucje objęte nadzorem bankowym, oraz, że krajowy rynek nie oferuje tak skomplikowanych instrumentów finansowych, jak te dostępne na rynkach, na których wystąpiły zaburzenia.

Inni uczestnicy dyskusji wskazywali, że zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych wykroczyły poza amerykański rynek kredytów subprime, czego przykładem były problemy na niemieckim i brytyjskim rynku finansowym. Wskazywali oni również, że jeśli problemy na amerykańskim rynku nieruchomości się pogłębią, to taka sytuacja w połączeniu z aprecjacją euro może stać się przyczyną osłabienia wzrostu w strefie euro. Oceniali oni również, że zwiększona niepewność może utrzymać się przez kilka najbliższych miesięcy, gdyż niezbędne dostosowanie struktury aktywów i pasywów międzynarodowych instytucji finansowych będzie następowało stopniowo. Wskazywano także, że w obliczu zaburzeń część banków centralnych zdecydowała się na złagodzenie

lub wstrzymanie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, przyjmując postawę wyczekiwania i obserwacji rozwoju sytuacji zarówno na rynkach finansowych, jak i w realnej sferze gospodarki.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że na skutek zaburzeń na globalnych rynkach finansowych zostały obniżone prognozy wzrostu gospodarczego dla Stanów Zjednoczonych, zaś w Europie odnotowano spadek wskaźników koniunktury. Argumentowano, że jeśli wzrost gospodarczy w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki będzie niższy niż wcześniej oceniano, wówczas można oczekiwać obniżenia dynamiki eksportu Polski, a przez to niższego wzrostu gospodarczego i niższej presji inflacyjnej. Wskazywano ponadto, że dynamika PKB zbliża się do dynamiki produktu potencjalnego, zaś struktura wzrostu gospodarczego jest nadal bardzo korzystna z punktu widzenia perspektyw inflacji dzięki zwiększonej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek aktywności gospodarczej w Europie nie musi prowadzić do obniżenia dynamiki eksportu Polski, gdyż w przeszłości w okresie niskiego wzrostu gospodarczego kraje Europy Zachodniej - szczególnie Niemcy, na które przypada znaczna część polskiego eksportu - zgłaszały zwiększone zapotrzebowanie na relatywnie tanie produkty z Polski. W ocenie tych członków bieżące dane wskazują, że gospodarka polska jest nadal w okresie szybkiego wzrostu, zaś luka popytowa jest dodatnia, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej.

Dyskutując o stabilności sektora finansowego, część uczestników dyskusji wskazywała, że finansowanie gospodarki w Polsce jest w większym stopniu oparte na rynku bankowym, niż na rynku kapitałowym, zaś w strukturze własności banków dominuje kapitał zagraniczny. Wskazywano, że nie można wykluczyć, iż ewentualne problemy międzynarodowych instytucji finansowych powiązanych kapitałowo z polskimi bankami wpłyną na kondycję polskiego sektora finansowego. W tym kontekście zwrócono uwagę na problem wydzielenia nadzoru bankowego z banku centralnego, co w przypadku zaburzeń na rynku finansowym może utrudnić koordynację działań banku centralnego i nadzoru bankowego.

Część uczestników dyskusji zwracała także uwagę na wysoką dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych, a także na wzrost udziału kredytów konsumpcyjnych w kredytach dla gospodarstw domowych ogółem. W ocenie tych uczestników, szybki wzrost akcji kredytowej połączony z łagodzeniem warunków udzielania kredytów może prowadzić do pogorszenia portfela kredytowego banków, co może stanowić dodatkowe - obok ryzyk płynących z międzynarodowych rynków finansowych - zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w Polsce. Ponadto, wysoka dynamika kredytów wskazuje, że wzrost popytu krajowego może być szybszy niż wzrost potencjalnego PKB, co zwiększałoby presję inflacyjną. Zdaniem tych uczestników, polityka pieniężna powinna przeciwdziałać nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wysoka dynamika kredytów nie musi prowadzić do pogorszenia jakości portfela kredytowego banków, gdyż jest ona skutkiem poprawy zdolności kredytowej gospodarstw domowych, związanej ze wzrostem ich dochodu do dyspozycji, wzrostem zatrudnienia i spadkiem bezrobocia.

W trakcie posiedzenia wskazywano, że w sierpniu inflacja w ujęciu rocznym ukształtowała się wyraźnie poniżej celu. Niektórzy członkowie podkreślali, że spadek inflacji w sierpniu był głębszy niż prognozowano. Inni członkowie wskazywali, że obniżenie inflacji było związane z obniżką cen usług internetowych w tym miesiącu i że efekty

tej obniżki wygasną na początku 2008 r. Zwracano także uwagę na rosnącą dynamikę cen żywności. Dyskutowano również na temat ewentualnego wpływu corocznej, planowanej na początek 2008 r. zmiany koszyka będącego podstawą do obliczania inflacji na wskaźnik CPI.

Omawiając sytuację na rynku pracy wskazywano, że pogarsza się relacja między dynamiką wynagrodzeń i dynamiką wydajności pracy. Część członków Rady wskazywała, że wzrost jednostkowych kosztów pracy, a zatem i kosztów przedsiębiorstw, może prowadzić do pogorszenia ich rentowności oraz spadku międzynarodowej konkurencyjności gospodarki. Członkowie ci wskazywali, że tempo wzrostu płac w Polsce jest bardzo wysokie w porównaniu z większością krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Zdaniem tych członków Rady, w najbliższej przyszłości nie należy oczekiwać obniżenia dynamiki płac, gdyż mimo wciąż relatywnie wysokiej stopy bezrobocia rejestrowanego w Polsce przedsiębiorstwa mają coraz większe trudności z pozyskaniem pracowników. Członkowie ci oceniali, że dane z rynku pracy sygnalizują narastanie presji inflacyjnej w polskiej gospodarce. Argumentowali oni także, że nawet w sytuacji spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce dynamika wynagrodzeń może utrzymać się na wysokim poziomie, oddziałując w kierunku wzrostu inflacji.

Inni członkowie Rady byli zdania, że wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy nie będzie trwały, ponieważ po pewnym czasie wpłynie negatywnie na wyniki finansowe firm. Zwracano uwagę, że udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem pozostaje na niskim i stabilnym poziomie, w związku z czym przedsiębiorstwa nie muszą podnosić cen w reakcji na przyspieszenie wzrostu płac. Wskazywano, że w przedsiębiorstwach w ostatnich latach zachodziły intensywne procesy restrukturyzacyjne, które przyczyniły się do obserwowanej poprawy wyników finansowych i płynności finansowej tego sektora. Dodatkowo wskazywano, że na tle sąsiadujących z Polską krajów znajdujących się na podobnym poziomie rozwoju skumulowany wzrost płac w ostatnich latach był w Polsce znacząco niższy. Zwracano też uwagę, że szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce nie prowadził dotychczas do znaczącego wzrostu inflacji. Do przyczyn tego stanu rzeczy zaliczono dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, pozwalające im absorbować rosnące koszty wynagrodzeń, silną konkurencję cenową związaną z procesem globalizacji oraz zwiększoną elastyczność podaży, wynikającą z obniżenia kosztów uruchamiania nowych mocy wytwórczych. Wskazywano, że w kierunku ograniczania presji inflacyjnej oddziałuje także wzrost oszczędności krajowych (o czym świadczy napływ środków do funduszy inwestycyjnych), wzrost importu przyczyniający się do zwiększenia deficytu obrotów bieżących, a także aprecjacja złotego.

Członkowie Rady dyskutowali także o bilansie płatniczym Polski. Zwracano uwagę na to, że przyjęta na posiedzeniu Prognoza bilansu płatniczego Rzeczypospolitej Polskiej na 2008 r. wskazuje na narastanie nierównowagi zewnętrznej Polski. Podkreślano, że istnienie umiarkowanego deficytu w obrotach bieżących jest typowe dla gospodarek znajdujących się w okresie realnej konwergencji, jednak niepokojące jest, że prognozowana relacja tego deficytu do PKB szybko rośnie. Wskazywano, że w razie dalszego pogarszania się relacji między dynamiką płac a dynamiką wydajności pracy międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki ulegnie pogorszeniu, co będzie oddziaływało w kierunku narastania nierównowagi zewnętrznej. Inni członkowie Rady oceniali, że wzrost tego deficytu w najbliższej przyszłości nie będzie znacząco zwiększać ryzyka makroekonomicznego polskiej gospodarki, gdyż globalizacja umożliwia finansowanie większych niż w przeszłości deficytów w obrotach bieżących, a członkostwo Polski w Unii Europejskiej istotnie przyczynia się do ograniczenia ryzyka kraju.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja finansów publicznych. Część członków Rady wskazywała, że mimo przyspieszonych wyborów parlamentarnych i związanego z tym wzrostu niektórych wydatków budżetu w 2008 r., utrzymana została tzw. kotwica budżetowa. Inni członkowie oceniali jednak, że wydatki całego sektora finansów publicznych wzrosły znacząco w 2007 r., zaś ich struktura została usztywniona. Podkreślano również, że wprowadzone ostatnio zmiany w finansach publicznych będą pogarszały sytuację tego sektora nie tylko w roku 2008, lecz przede wszystkim w latach następnych. Dodatkowo wskazywano na możliwość znaczącego pogorszenia sytuacji sektora finansów publicznych w przypadku spowolnienia gospodarczego.

Członkowie Rady byli zgodni, iż obecnie trudno ocenić, jak długo utrzyma się zwiększona niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych oraz, jaki będzie jej wpływ na realną sferę światowej, a w konsekwencji także polskiej gospodarki. Uznali też, że należy szczególnie uważnie analizować napływające w najbliższej przyszłości dane, zarówno te dotyczące gospodarki krajowej, jak i te napływające z rynków międzynarodowych. Rada uznała, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło się w pewnym stopniu wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, dzięki czemu zmiana stóp procentowych nie była na bieżącym posiedzeniu konieczna.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

Informacja po posiedzeniu RPP w dniach 30-31 października 2007 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%; stopa lombardowa 6,25%; stopa depozytowa 3,25%; stopa redyskonta weksli 5,00%.

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie silnego wzrostu obejmującego wszystkie jej sektory. Dane, które napłynęły od czasu ostatniego posiedzenia, potwierdzają wcześniejsze oceny, że wysoki, choć nieco niższy niż wcześniej oczekiwano, poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów. Utrzymaniu szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce powinna sprzyjać nadal wysoka aktywność w gospodarce światowej. W okresie sierpień-wrzesień występowały jednak zaburzenia na globalnych rynkach finansowych. Zaburzenia te wpłynęły na nieznaczne obniżenie prognoz wzrostu gospodarki amerykańskiej i strefy euro.

We wrześniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce było wyższe od oczekiwań i wyniosło 2,3%. Stopa inflacji była zatem bliska celowi inflacyjnemu NBP, który wynosi 2,5%.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez analityków NBP projekcją inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Prognozowane w październikowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest do połowy 2008 r. niższe od oczekiwanego w projekcji lipcowej, natomiast od połowy 2008 r. jest od niego nieco wyższe. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,2-2,3% w 2007 r. (wobec 2,2-2,5% w projekcji lipcowej), 2,2-3,5% w 2008 r. (wobec 2,1-3,8%) oraz 2,5-4,6% w 2009 r. (wobec 2,1-4,3%).

Zgodnie z październikową projekcją z modelu ECMOD, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 6,5-6,6% w 2007 r. (wobec 6,2-6,8% w projekcji lipcowej), 4,4-6,2% w 2008 r. (wobec 4,3-6,7%) oraz 3,8-6,7% w 2009 r. (wobec 4,0-7,2%).

Rada zapoznała się również z wynikami innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie najprawdopodobniej nadal wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Najnowsze informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz dalsze pogorszenie relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Możliwe jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Ryzyko wzrostu inflacji zwiększa też obejmujący gospodarkę światową proces wzrostu cen żywności. Ponadto, podjęte w ostatnim okresie decyzje, zmniejszające dochody i zwiększające wydatki sektora finansów publicznych, mogą prowadzić do pogorszenia równowagi finansów publicznych, co w średnim okresie może skutkować dodatkową presją inflacyjną.

W średnim okresie wzrost inflacji może być ograniczany przez utrzymującą się bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wysoką dynamikę inwestycji, które oddziałują w kierunku wzrostu wydajności. Wzrost inflacji może być także ograniczany przez niską dynamikę cen zewnętrznych związaną z procesem globalizacji i towarzyszącym mu wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej. Do ograniczenia presji inflacyjnej może się także przyczynić ewentualne spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej.

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło się w pewnym stopniu wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, choć jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Pełniejsza ocena skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny NBP będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie.

Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej, kształtowanie się bilansu obrotów bieżących, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziom kursu złotego oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę, w tym na ceny żywności.

Rada przyjęła *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kw. 2007 r., Opinię RPP do Projektu Ustawy Budżetowej na 2008 r. oraz Raport o Inflacji - Październik 2007.*

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 31 października 2007 r. zostanie opublikowany 22 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana z wykorzystaniem modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Projekcja powstaje jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane są ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie są one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ogólnym stanie wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o ich ewentualnej zmianie. W projekcji uwzględniono dane dostępne przed 28 września 2007 r. W szczególności dotyczy to szacunków NBP kształtowania się kategorii makroekonomicznych w III kw. 2007 r. (*punkt startowy projekcji*).

4.1 Wstęp

Od lipcowej rundy progностycznej model ECMOD nie był modyfikowany. Korekty eksperckie nakładane na surową prognozę modelu objęły głównie dwa obszary: strukturę popytu finalnego oraz rynek pracy. Ingerencje eksperckie korygujące strukturę PKB były zbliżone do korekt eksperckich wprowadzonych w lipcu. Polegały one na wzmocnieniu wkładu popytu krajowego i osłabieniu wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego. Korekty eksperckie związane z rynkiem pracy zmierzały do podtrzymania scenariusza ożywienia na rynku pracy w całym horyzoncie projekcji oraz nieznacznego osłabienia skali przełożenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy na dynamikę cen w gospodarce.

Wprowadzone korekty eksperckie nie zmieniły przebiegu ścieżki inflacji i PKB w krótkim horyzoncie projekcji. Natomiast w niewielkim stopniu podniosły dynamikę PKB i nieznacznie obniżyły ścieżkę inflacji w długim horyzoncie projekcji.

Inflacja CPI w prezentowanej obecnie projekcji do połowy 2008 r. utrzymuje się poniżej ścieżki z projekcji lipcowej. W kolejnych kwartałach horyzontu projekcji tempo wzrostu cen konsumpcyjnych przyspiesza do poziomu wyższego niż w poprzedniej rundzie progностycznej. Niższa inflacja CPI w krótkim horyzoncie projekcji jest związana z wyraźnie niższą ścieżką inflacji netto, przy czym efekt ten jest częściowo kompensowany silniejszym niż prognozowano w lipcu wzrostem cen żywności. W dłuższym horyzoncie projekcji, na podniesienie ścieżki inflacji CPI w porównaniu z projekcją sprzed kwartału, składają się wyższa inflacja netto oraz wyższa dynamika cen paliw.

Stosunkowo niewielką rolę w zmianie ścieżki inflacji CPI odegrały czynniki związane z otoczeniem zewnętrznym. W porównaniu z poprzednim kwartałem nieznacznie zmie-

niły się prognozy tempa wzrostu gospodarczego i dynamiki cen za granicą. Natomiast silniejszy niż zakładano kwartał wcześniej wzrost cen ropy i umocnienie kursu złotego w całym horyzoncie projekcji w porównaniu do projekcji lipcowej związane z łagodniejszym oczekiwanym kursem polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro, wpłynęły na dynamikę cen w przeciwnych kierunkach i łącznie w niewielkim stopniu zmieniły projekcję inflacji.

O zmianie ścieżki inflacji netto między projekcjami zdecydowała głównie niższa niż prognozowano w lipcu realizacja stopy inflacji netto w III kw. 2007 r. oraz intensywniejsze, niż przewidywano przed kwartałem, ożywienie na rynku pracy. Uwzględnienie tych danych w aktualnej projekcji, znalazło odzwierciedlenie w rozszerzeniu nierównowagi pomiędzy poziomem cen a kosztowymi determinantami cen w punkcie startowym oraz jej narastaniu w krótkim horyzoncie projekcji. Procesy dostosowawcze prowadzą do istotnego przyspieszenia inflacji netto w dłuższym horyzoncie projekcji.

4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

Popyt zewnętrzny i inflacja

Biorąc pod uwagę nieznacznie słabsze niż oczekiwano przed kwartałem dane o tempie wzrostu PKB w pierwszej połowie 2007 r., wyhamowanie wzrostowej tendencji wskaźników zaufania, jak również ostatnie prognozy ośrodków zewnętrznych, obniżono w stosunku do rundy lipcowej zakładane tempo wzrostu PKB w strefie euro w 2007 r. z 2,6% do 2,5% r/r. Przyjęto, że w latach 2008-2009 gospodarka strefy euro będzie się rozwijać w tempie 2,1-2,2% r/r, czemu sprzyjać będzie obserwowana poprawa sytuacji na rynku pracy i wysokie zyski przedsiębiorstw.

W przypadku wprowadzenia w życie reform strukturalnych oraz dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy związanej z wzmocnieniem strony podażowej gospodarek europejskich dynamika PKB w strefie euro mogłaby przyspieszyć do poziomu wyższego niż przyjęty w projekcji. Kolejnym czynnikiem, oddziałującym w kierunku podniesienia ścieżki wzrostu w strefie euro, może stać się utrzymanie dotychczasowej wysokiej dynamiki eksportu do krajów azjatyckich. Negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro może mieć natomiast spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w sytuacji pogłębienia chaosu na rynkach finansowych. Ryzyko kształtowania się wzrostu gospodarczego w strefie euro poniżej ścieżki centralnej jest także związane z możliwością silnej aprecjacji euro w sytuacji gwałtownego zanikania globalnych nierównowag.

Łączna analiza powyższych ryzyk skłania nas do oceny, że w całym horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się dynamiki wzrostu gospodarczego w strefie euro poniżej prognozowanej ścieżki jest większe niż powyżej tej ścieżki.

W I poł. 2007 r. dynamika deflatora PKB w strefie euro wyniosła przeciętnie 2,8% r/r. W obecnej rundzie prognostycznej przyjęto, że inflacja deflatora PKB w strefie euro spowolni w II poł. 2007 r., tak że w całym 2007 r. będzie niższa o 0,2 pkt. proc. niż prognozowano w projekcji lipcowej i wyniesie 2,2% r/r. W kolejnych latach projekcji dynamika deflatora PKB w strefie euro pozostanie zbliżona do prognozy 2,0% r/r z poprzedniego kwartału.

Utrzymanie się dynamiki delatora PKB w strefie euro powyżej ścieżki założonej w aktualnej projekcji może wynikać z: wyższej od obecnie oczekiwanej dynamiki wynagrodzeń

w krajach strefy euro, dalszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, istotnego wzrostu poziomu cen produktów importowanych z krajów azjatyckich oraz wyższej niż przyjęto w prognozie dynamiki cen żywności. Ocenia się, że prawdopodobieństwo realizacji inflacji deflatora PKB w strefie euro powyżej poziomu przyjętego w projekcji wzrośnie także w przypadku nasilenia polityki protekcjonizmu w krajach europejskich. Wśród czynników sprzyjających realizacji niższej, niż obecnie prognozowana, inflacji deflatora PKB można wymienić spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego, dalszą aprecjację euro oraz wzrost konkurencji na rynku usług.

Bilans czynników ryzyka wskazuje, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji deflatora PKB powyżej prognozowanej ścieżki w całym horyzoncie projekcji jest wyższe niż prawdopodobieństwo realizacji deflatora PKB poniżej tej ścieżki.

Ze względu na złożoność zjawisk gospodarczych, wynikających z możliwego rozszerzenia się skutków kryzysu na amerykańskim rynku hipotecznym, uwzględnienie niepewności z tym związanej wyłącznie w rozkładzie ryzyk dla wzrostu gospodarczego, cen oraz stóp procentowych za granicą a także cen ropy naftowej, nie jest wystarczające. Z tego względu, ocena niepewności projekcji związanej z wystąpieniem zaburzeń na rynkach finansowych w Stanach Zjednoczonych jest zawarta także w opisie pozamodelowych źródeł niepewności projekcji.

Zagraniczne stopy procentowe

W obecnej rundzie progностycznej, oczekiwane jest słabsze niż zakładano w lipcu zacieśnienie polityki monetarnej przez banki centralne w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Z uwagi na zaburzenia na rynku pieniężnym związane z kryzysem na rynkach finansowych stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych na koniec 2007 r. okazały się być wyższe niż wcześniej zakładano. Prognozowane na lata 2008-2009 stopy procentowe są natomiast niższe niż w projekcji lipcowej przeciętnie o 0,73 pkt. proc.. Dla strefy euro, stopy procentowe w II poł. 2007 r. są wyższe niż w poprzedniej rundzie progностycznej przeciętnie o 0,11 pkt. proc. i niższe przeciętnie o 0,40-0,37 pkt. proc. w latach 2008-2009. W Wielkiej Brytanii prognozowane obecnie stopy procentowe są wyższe niż przyjęto w projekcji lipcowej o 0,4 pkt. proc. w II poł. 2007 r., natomiast niższe o 0,32 pkt. proc. w dalszym horyzoncie projekcji.

Ceny ropy naftowej i paliw

Ceny ropy naftowej

Podstawą prognozy cen ropy naftowej uwzględnionej w projekcji październikowej są prognozy Departamentu Energii USA ¹, podobnie jak miało to miejsce w poprzednich rundach progностycznych.

Wzrost bieżących cen ropy naftowej (oraz korekty w górę prognoz ośrodków zewnętrznych i wzrost notowań kontraktów terminowych), jaki miał miejsce od czerwca 2007 r.

¹Prognoza na lata 2007-2008 opiera się na prognozie cen ropy WTI opublikowanej w *Short-Term Energy Outlook*, Energy Information Agency, September 2007 (z 11 września 2007 r.). Poziom przewidywanych cen na rok 2009 został przyjęty na podstawie ostatniej wartości z prognozy na 2008 r. Dodatkowo prognoza ta została skorygowana w całym horyzoncie o różnicę między ceną ropy Brent a ceną ropy WTI, wynikającą z notowań rynków terminowych z dwóch tygodni poprzedzających publikację prognozy Departamentu Energii (tj. 28.08-10.09.2007).

sprawił, że ścieżka cen ropy została podniesiona w całym horyzoncie prognozy. Obecna prognoza zakłada, że średnia cena ropy Brent wyniesie 68,2 USD/b w 2007 r. (wobec 66,6 USD/b w założeniach do projekcji lipcowej), 71,7 USD/b w 2008 r. (66,5 USD/b) oraz w 70,5 USD/b w 2009 r. (64,5 USD/b).

Wysoki prognozowany poziom cen ropy w całym horyzoncie prognozy wiąże się z oczekiwanym do końca 2008 r. wzrostem światowego zapotrzebowania na ropę. Wzrost popytu na ropę naftową może prowadzić do dalszego spadku poziomu zapasów tego surowca, zwłaszcza, że w okresie po projekcji lipcowej, znacząco obniżono przewidywany wzrost produkcji ropy naftowej w krajach nie należących do OPEC. W tej sytuacji rynek ropy pozostanie bardzo wrażliwy na wszelkie faktyczne, jak i potencjalne zakłócenia zarówno w procesie wydobywania, transporcie jak i przetwórstwie ropy. Będzie to sprzyjać napływowi funduszy spekulacyjnych i zwiększać ryzyko dalszego wzrostu cen na tym rynku. Z kolei czynnikiem zwiększającym prawdopodobieństwo realizacji niższych niż przyjęto w ścieżce centralnej cen ropy naftowej jest ewentualne przedłużanie się kryzysu na światowych rynkach finansowych. Będzie to prowadzić do obniżenia popytu na ropę, zwłaszcza w gospodarce amerykańskiej.

Ze względu na wzrost w porównaniu z poprzednim kwartałem prawdopodobieństwa spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA, w prognozie cen ropy naftowej przyjęto symetryczny rozkład ryzyka.

Ceny paliw

Zmiana ścieżki cen paliw na rynku krajowym przyjętej do aktualnej projekcji względem ścieżki założonej w projekcji lipcowej, nastąpiła przede wszystkim z powodu niższej realizacji cen paliw w III kw. br. oraz zmiany prognozy cen ropy (podwyższenie ścieżki w całym horyzoncie prognozy). W rezultacie, dynamika cen paliw przyjęta do projekcji październikowej w krótkim horyzoncie prognozy (do II kw. 2008 r.) jest zbliżona do ścieżki przyjętej w projekcji lipcowej, natomiast w długim horyzoncie prognozy została nieznacznie podniesiona.

Podstawowymi źródłami niepewności prognozy cen paliw są: kształtowanie się cen ropy naftowej i cen produktów ropopochodnych na rynkach światowych oraz zmiany kursu walutowego. Zmiany cen paliw zależą też będą od stanu popytu krajowego, przyszłego rozwoju rynku biopaliw i jego wpływu na rynek paliw mineralnych, wprowadzenia przez rząd obowiązku tworzenia wyższych, niż dotychczasowe, zapasów przez operatorów rynku paliwowego i ewentualnej dywersyfikacji źródeł dostaw surowców energetycznych.

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

Absorpcja funduszy unijnych

Prognoza październikowa zakłada stały wzrost skali wykorzystania środków UE z funduszy strukturalnych oraz funduszu spójności. W roku bieżącym możliwe jest także rozpoczęcie wykorzystywania środków z kolejnej alokacji (2007-2013).

Wykorzystanie funduszy strukturalnych i funduszu spójności w III kw. 2007 r. było wyższe od zakładanego w projekcji lipcowej. Dane o dotychczasowym wykorzystaniu funduszy strukturalnych i funduszu spójności skłaniają do bardziej optymistycznej prognozy wykorzystania funduszy w całym 2007 r. Zakłada się, że wykorzystanie funduszy

unijnych w 2007 r. wyniesie 3,5 mld EUR (wobec 3,15 mld EUR przyjętych w projekcji lipcowej). Prognoza dla kolejnych lat jest podobna jak w projekcji lipcowej i wynosi 4,5 mld EUR (ok. 1,3% PKB) w 2008 r., oraz 4,9 mld EUR (ok. 1,3% PKB) w 2009 r.

W porównaniu z projekcją lipcową podniesiona została prognoza wykorzystania środków związanych z Wspólną Polityką Rolną w 2007 r., z 2,32 mld EUR do 2,46 mld EUR. Prognoza wykorzystania tych środków w latach 2008-2009 pozostała bez zmian (2,45 mld EUR w 2008 r. i 2,58 mld EUR w 2009 r.).

Sytuacja sektora finansów publicznych

Na sytuację sektora finansów publicznych (SFP) w nadchodzących latach wpłyną ważne zmiany systemowe, skutkujące trwałym ograniczeniem dochodów SFP. Do najważniejszych zmian, które zostały uwzględnione już w projekcji lipcowej należą: obniżka składki rentowej w latach 2007-2008 w sumie o 7 pkt. proc., wprowadzenie dwóch stawek PIT w 2009 r. oraz powrót do corocznej waloryzacji rent i emerytur. Dalszy spadek wpływów sektora finansów publicznych będzie wynikał z obowiązującej od 2008 r., wyższej niż zakładano w rundzie lipcowej, ulgi prorodzinnej². W latach 2008-2009 do budżetu państwa najprawdopodobniej nie wpłyną także, co zakładano w poprzedniej rundzie prognostycznej, dodatkowe dochody z podatku VAT, z tytułu wygaśnięcia okresu obowiązywania preferencyjnych stawek tego podatku na żywność nieprzetworzoną, usługi gastronomiczne oraz czasopisma i książki.

W projekcji październikowej, podobnie jak w poprzednich rundach prognostycznych, utrzymano założenie o stałym poziomie deficytu sektora finansów publicznych w latach 2008 - 2009 równym 30 mld zł. Przyjęty w projekcji poziom deficytu sektora finansów publicznych zakłada: realizację deficytu budżetu państwa w 2008 r. na poziomie 28,6 mld zł, planowanym w projekcie Ustawy budżetowej na 2008 rok, przewidywane ujemne saldo FUS³ i zerowy wynik pozostałych jednostek sektora.

Opracowana przy powyższych założeniach projekcja jest obarczona zwiększonym w porównaniu do projekcji lipcowej ryzykiem przekroczenia przyjętego poziomu deficytu sektora finansów publicznych w latach 2008-2009, ze względu na uchwalone we wrześniu 2007 r. kosztowne dla sektora zmiany systemowe⁴. Za istotny czynnik ryzyka można uznać także presję na zwiększenie wydatków na ochronę zdrowia. Istnieje również niepewność, co do przyszłego kształtu polityki fiskalnej, która będzie realizowana przez rząd wyłoniony po wyborach parlamentarnych.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Tempo zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych w II kw. 2007 r. było nieznacznie niższe niż przyjęte w założeniach do projekcji lipcowej (4,4% r/r wobec wcześniej zakładanych 4,6% r/r), głównie z powodu nieoczekiwanej głębokiego sezonowego spadku cen niektórych warzyw.

²W projekcji lipcowej zakładano, że kwota odpisu od podatku wyniesie 200 zł na dziecko (zgodnie z Rządowym programem wspierania rodziny Polityka rodzinna 2007-2014). Przyjęta we wrześniu br. ulga jest równa dwukrotności pełnej kwoty zmniejszającej podatek w pierwszym przedziale skali podatkowej (w rozliczeniu podatkowym za 2007 r. będzie to 1145,08 zł).

³W 2006 r. FUS odnotował nadwyżkę, a zgodnie z przewidywanym wykonaniem rok 2007 również zamknie z dodatnim saldem.

⁴M.in. wyższą ulgę prorodzinną i przyspieszoną likwidację tzw. starego portfela.

W bieżącej prognozie cen żywności uwzględniono nowe informacje, które napłynęły od ostatniej tury prognostycznej. W szczególności, wstępny szacunek głównych ziemiopłodów rolnych i ogrodnich GUS, szacunki stanu pogłowia trzody chlewnej oraz bydła, prognozy instytucji międzynarodowych, dotyczące utrzymywania się koniunktury na światowym rynku produktów mleczarskich oraz informacje rynkowe o gwałtownym wzroście cen zbóż w sierpniu i wrześniu 2007 r. W efekcie, istotnie podniesiono prognozę wskaźnika cen żywności (q/q) w punkcie startowym projekcji (III kw. 2007 r.) oraz nieznacznie - w IV kw. 2007 r. W związku ze zgodą Komisji Europejskiej na utrzymanie preferencyjnych stawek podatku VAT na żywność nieprzetworzoną zrezygnowano z uwzględnienia związanej z tym podwyżki cen żywności w 2008 r. W efekcie, w porównaniu z założeniami z projekcji lipcowej, ścieżka dynamiki cen żywności w okresie od III kw. 2007 r. do II kw. 2008 r. została podniesiona przeciętnie o 1 pkt. proc.

Ważnym czynnikiem ryzyka dla ścieżki centralnej bieżącej prognozy cen żywności jest rozwój sytuacji na międzynarodowych rynkach surowców rolnych a przede wszystkim na rynku zbóż. Czynnikiem ryzyka pozostaje również skala redukcji pogłowia trzody chlewnej i spadku produkcji mięsa do końca bieżącego roku, wynikająca z cyklu hodowlanego. Czynniki te mogą spowodować silniejszy wzrost cen zbóż i mięsa od założonych w ścieżce centralnej.

Uwzględniając powyższe ryzyka, przyjmuje się, że prawdopodobieństwo realizacji wyższej od prognozy centralnej dynamiki cen żywności w IV kw. 2007 r. jest wyższe niż prawdopodobieństwo niższego niż założony wzrostu cen w tym kwartale. W kolejnych kwartałach prognozy rozkład ryzyka prognozy jest symetryczny.

Liczba aktywnych zawodowo

Ocenia się, że na obserwowany w ostatnich kwartałach spadek liczby aktywnych zawodowo złożyły się głównie emigracja zarobkowa Polaków oraz spadek stopy aktywności zawodowej związany z dezaktywizacją zawodową osób w wieku przedemerytalnym. Przedłużenie do końca 2008 r. terminu przyznawania wcześniejszych emerytur najprawdopodobniej zwiększy intensywność odchodzenia z rynku pracy przed osiągnięciem ustawowego wieku emerytalnego. W związku z tą zmianą oczekuje się, że liczba osób aktywnych zawodowo w IV kw. 2009 r. będzie o ok. 50 tys. mniejsza niż zakładano w projekcji lipcowej.

W prognozie liczby aktywnych zawodowo przyjęto symetryczny przedział niepewności. Niższa niż przyjęta w prognozie centralnej ścieżka liczby aktywnych zawodowo może wiązać się z ewentualnymi opóźnieniami we wprowadzeniu ograniczeń prawnych w przechodzeniu na wcześniejsze emerytury i ewentualnym rozszerzeniem katalogu zawodów uprawniających do wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej. Wyższa realizacja liczby aktywnych zawodowo może wiązać się z mniejszą, niż obecnie oczekiwana, intensywnością wyjazdów zarobkowych zagranicę. Ponadto, przy dalszym wzroście popytu na pracę oraz wynagrodzeń może nastąpić szybszy niż prognozowany wzrost stopy aktywności zawodowej. Dodatkowym źródłem niepewności prognozy są zapowiadane na 2008 r. kolejne zmiany metodologiczne w badaniu BAEL.

Liczba emerytów i rencistów

W II kw. 2007 r. liczba emerytów i rencistów nie odbiegała od prognozy przyjętej w lipcu. W obecnej prognozie przyjęto, że do końca 2007 r. liczba emerytów i rencistów będzie zbliżona do oczekiwań z lipca. W związku z wydłużeniem terminu przyznawania wcześniejszych emerytur, co najmniej do końca 2008 r., w horyzoncie projekcji oczekuje się silniejszego wzrostu liczby emerytów z systemu pozarolniczego niż zakładano kwartał wcześniej. W efekcie, pod koniec 2009 r. liczba emerytów i rencistów wyniesie 9,2 mln osób i będzie o 50 tys. wyższa niż zakładano w projekcji lipcowej.

W prognozie liczby emerytów i rencistów, podobnie jak w projekcji lipcowej, przyjęto symetryczny przedział niepewności.

4.3 Projekcja inflacji i PKB

Prognozy dotyczące otoczenia gospodarki polskiej zmieniły się jedynie nieznacznie w porównaniu do założeń przyjętych w rundzie lipcowej. Zbliżone do oczekiwań z lipca są prognozy dotyczące tempa rozwoju gospodarki światowej oraz wzrostu cen zagranicą.

Na przestrzeni ostatniego kwartału nie zmieniła się także znacząco ogólna ocena tendencji obserwowanych na rynku krajowym. Przy trwającym ożywieniu gospodarczym, w punkcie startowym projekcji nastąpił wyższy, niż oczekiwano w lipcu, wzrost jednostkowych kosztów pracy oraz zrealizowała się niższa stopa inflacji netto. Dane te wpłynęły na zmianę intensywności dostosowań cen do wzrostu kosztów produkcji w krótkim i długim horyzoncie aktualnej projekcji na tle projekcji lipcowej. Wzrost prognozowanych cen ropy naftowej w horyzoncie projekcji został częściowo zneutralizowany umocnieniem, w porównaniu do projekcji lipcowej, nominalnego kursu złotego.

Obecna projekcja inflacji, w długim horyzoncie prognozy, jest nieznacznie wyższa niż lipcowa projekcja inflacji i towarzyszy jej nieznacznie niższa prognoza wzrostu PKB. Do powyższego przebiegu prognozowanych ścieżek inflacji i PKB przyczyniła się materializacja sygnalizowanego przy projekcji lipcowej ryzyka szybszego wzrostu zewnętrznych i krajowych czynników kosztowych.

Gospodarka w trzech pierwszych kwartałach 2007 r.

Wysokie tempo wzrostu gospodarczego obserwowane w I poł. 2007 r., zgodnie z oczekiwaniami z projekcji lipcowej, utrzymało się także w III kw. roku. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt krajowy. Pomimo wysokiego i utrzymującego się istotnie powyżej dynamiki PKB tempa wzrostu eksportu, pogłębiał się negatywny wkład eksportu netto do wzrostu. Było to związane z rosnącą, przy silnym ożywieniu na rynku krajowym, dynamiką importu.

Trwające ożywienie na rynku pracy i związany z nim wyraźny spadek stopy bezrobocia, przełożyły się na przyspieszenie dynamiki wzrostu płac. Ogólna poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych oraz intensywny odpływ osób starszych na wcześniejsze emerytury, przeciwdziałały jednak wzrostowi współczynnika aktywności zawodowej. Negatywnie na podaż pracy wpłynęła także intensyfikacja odpływów emigracyjnych do krajów Unii Europejskiej obserwowana w ostatnich latach. Przy szybkim

wzroście PKB oraz popytu na pracę, pogłębiała się nierównowaga między popytem a podażą pracy.

Ocenia się, że poza wzrostem dochodów z pracy najemnej, budżety gospodarstw domowych zasilają także transfery dochodów od Polaków pracujących za granicą. Przy braku waloryzacji rent i emerytur w 2007 r. niska była natomiast dynamika dochodów gospodarstw domowych związanych ze świadczeniami społecznymi. Czynniki te nieznacznie obniżyły tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wysoka dynamika bieżących oraz pozytywne oczekiwania dotyczące przyszłych dochodów gospodarstw domowych, przy rosnącej dostępności kredytu konsumpcyjnego, przełożyły się na wzrost spożycia indywidualnego.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe utrzymała się na wysokim poziomie. Przy rosnącym popycie na produkty przedsiębiorstw, systematycznie kurczyły się zasoby wolnych mocy produkcyjnych. Korzystna ocena przyszłego popytu oraz perspektyw rozwoju, łatwiejszy dostęp do kredytów oraz bardzo dobra sytuacja finansowa firm pozytywnie wpływały na aktywność inwestycyjną firm. Wysokiemu wzrostowi nakładów inwestycyjnych sprzyjał także napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, rosnące wykorzystanie funduszy unijnych oraz kontynuacja ożywienia w budownictwie mieszkaniowym.

Projekcja na lata 2007-2009

Zgodnie z aktualną projekcją tempo wzrostu gospodarczego w 2007 r. wyniesie 6,5%. W kolejnych latach tempo wzrostu gospodarczego ustabilizuje się na poziomie ok. 5,3%. Dynamika wzrostu PKB w obecnej projekcji jest w 2007 r. zbliżona do dynamiki prognozowanej w rundzie lipcowej, natomiast w latach 2008-2009 jest nieznacznie niższa.

W świetle projekcji październikowej, nakłady brutto na środki trwałe w 2007 r. wzrosną o ponad 20%. W kolejnych latach dynamika inwestycji utrzyma się powyżej 10% r/r. Stopniowemu wzrostowi stopy inwestycji w horyzoncie projekcji, poza utrzymującym się ożywieniem w gospodarce, będzie sprzyjał napływ inwestycji bezpośrednich i funduszy strukturalnych z UE. W porównaniu z projekcją lipcową tempo wzrostu inwestycji ulegnie jednak nieznacznej osłabieniu w długim horyzoncie prognozy, w związku z pogorszeniem oczekiwań dotyczących perspektyw zbytu, wobec silniejszego niż zakładano w rundzie lipcowej wzrostu cen ropy naftowej. Na popycie inwestycyjnym umiarkowanie negatywnie odbije się także wyższy, w porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną, koszt kapitału.

Przy pozytywnych perspektywach wzrostu gospodarczego nadal będzie rósł popyt na pracę. Wzrostowi liczby pracujących będzie towarzyszyć nieznacznie wolniejszy, niż prognozowano w lipcu, wzrost stopy aktywności zawodowej. Stopa bezrobocia obniży się pod koniec horyzontu projekcji do poziomu ok. 8%, czyli poziomu zbliżonego do prognozowanego w lipcu. Natomiast liczba pracujących w gospodarce (wg. definicji BAEL) wzrośnie do końca 2009 r. o 4,6% w porównaniu ze stanem z pierwszej połowy bieżącego roku, czyli nieznacznie słabiej (o 0,3 pkt. proc.) niż to zakładała projekcja lipcowa. Większa skala napięć na rynku pracy, widoczna szczególnie w krótkim horyzoncie projekcji, będzie stopniowo łagodzona głębszą, niż prognozowano kwartał temu, redukcją stopy bezrobocia równowagi (NAWRU).

Silniejszy niż prognozowano w rundzie lipcowej spadek stopy bezrobocia równowagi (NAWRU), wiąże się z kolejną, zapowiadaną redukcją klina płacowego oraz korzystnym,

z perspektywy rozwoju sytuacji na rynku pracy, kształtowaniem się cen względnych w gospodarce. Obniżka składki rentowej, wprowadzenie ulgi rodzinnej oraz obniżenie stawek podatkowych podatku dochodowego od osób fizycznych (PIT) umożliwią wzrost płac netto bez nasilania presji kosztowej oraz niekorzystnego wpływu na popyt na pracę. Natomiast niskie ceny importu w relacji do cen krajowych umożliwią przedsiębiorcom redukcję pozapłacowych kosztów produkcji, częściowo kompensując oczekiwany wzrost kosztów pracy i osłabiając presję na wzrost cen.

Stopa bezrobocia będzie utrzymywać się poniżej stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) a wzrost płac realnych w horyzoncie projekcji przekroczy wzrost wydajności pracy w gospodarce (w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem indywidualnym). Przewidywany wzrost przeciętnych wynagrodzeń brutto w ujęciu nominalnym wyniesie 8,5% w 2007 r. i obniży się do 7,6% w 2008 r. oraz 6,1% w 2009 r. Oczekiwana dynamika płac brutto w pierwszej połowie horyzontu projekcji będzie wyraźnie wyższa niż prognozowano w projekcji lipcowej, w drugiej połowie horyzontu projekcji nieznacznie niższa. Jednocześnie, poziom płac brutto zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym w końcu horyzontu projekcji będzie zbliżony do prognozowanego w lipcu. Poziom płac netto pod koniec 2009 r. będzie natomiast wyższy o ok. 2 pkt. proc. niż prognozowano w rundzie lipcowej.

Trwające ożywienie na rynku pracy oraz spadek obciążeń składkowych i podatkowych przełożą się na szybki wzrost dochodów gospodarstw domowych z pracy najemnej. Utrzyma się także wysoka dynamika dochodów z tytułu działalności gospodarczej prowadzonej na własny rachunek. Przy wysokiej dynamice dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, przeciętne tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniesie nieznacznie poniżej 6% r/r w horyzoncie projekcji.

Przy kształtowaniu się dynamiki inwestycji i spożycia indywidualnego nieznacznie poniżej ścieżek prognozowanych w poprzedniej rundzie prognostycznej, dynamika popytu krajowego w 2007 r. wyniesie 8,6%, i przeciętnie 6,5% w latach następnych.

Realny efektywny kurs złotego umocni się w całym horyzoncie projekcji w porównaniu ze ścieżką z poprzedniej rundy prognostycznej w wyniku zawężenia się realnego dysparytetu stóp procentowych oraz korzystniejszego kształtowania się salda na rachunku obrotów bieżących. Do połowy 2008 r., podobnie jak w poprzedniej projekcji, efektywny kurs realny będzie się nieznacznie osłabiał. W dłuższym horyzoncie projekcji czynnikiem sprzyjającym aprecjacji realnego kursu złotego będzie przyspieszenie tempa wzrostu produktu potencjalnego. Nominalny efektywny kurs złotego od końca 2007 r. do początku 2009 r. będzie stopniowo deprecjonował ze względu na rosnącą dynamikę cen w kraju w stosunku do cen zagranicznych. W 2009 r., przy aprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego, poziom nominalnego kursu złotego ustabilizuje się.

Podobnie jak w projekcji lipcowej przewiduje się wzrost obrotów handlu zagranicznego. Na wysoki wzrost wolumenu eksportu (przeciętnie w horyzoncie projekcji o 9,3% r/r) korzystnie wpływać będzie dobra koniunktura u głównych partnerów handlowych oraz wzrost konkurencyjności polskich towarów i usług za granicą. Oczekiwany wzrost konkurencyjności eksportu będzie związany m.in. z obniżeniem kosztów produkcji eksportowej w wyniku redukcji klina płacowego. Dynamiczny wzrost importu (przeciętnie o 12,3% r/r) będzie natomiast skutkiem ożywienia gospodarczego w kraju. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie ujemny w całym horyzoncie projekcji. Ze względu na słabszą prognozę popytu wewnętrznego, wkład eksportu netto do wzrostu będzie

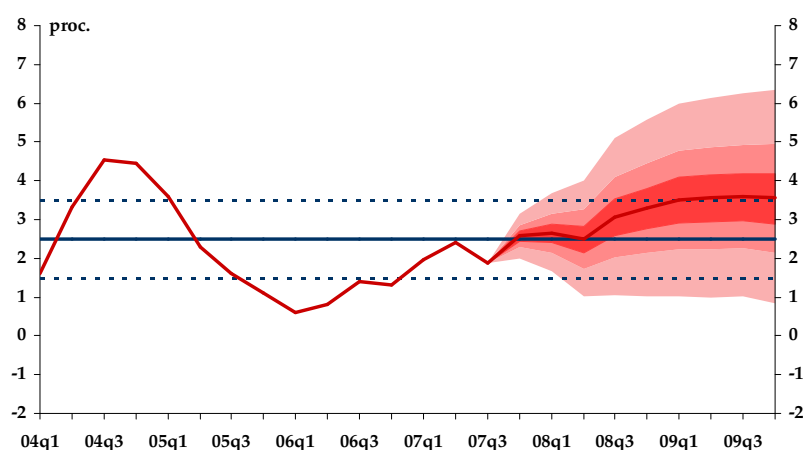
jednak od połowy 2008 r. nieznacznie wyższy niż przewidywano w lipcu.

W latach 2007-2009 oczekiwane jest istotne przyspieszenie tempa wzrostu produktu potencjalnego, którego źródłem będzie stopniowy przyrost kapitału oraz wzrost efektywnej podaży pracy związany ze stopniową redukcją stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) i powolnym wzrostem współczynnika aktywności zawodowej. Od połowy 2008 r. tempo wzrostu produktu potencjalnego będzie wyższe niż tempo wzrostu PKB, co znajdzie odzwierciedlenie w stopniowym domykaniu luki popytowej. Tempo wzrostu płac oraz liczby pracujących w II i III kw. 2007 r. były wyraźnie wyższe niż oczekiwano w lipcu. Przy zbliżonym do oczekiwań z lipca tempie wzrostu gospodarczego w punkcie startowym projekcji, dynamika jednostkowych kosztów pracy (poza rolnictwem indywidualnym) w II i III kw. 2007 r. jest w aktualnej projekcji przeciętnie o 2,5 pkt. proc. wyższa od prognozowanej kwartał temu. Konsekwencją umiarkowanego wzrostu aktywności zawodowej populacji oraz prognozowanego obniżenia się NAWRU będzie stopniowa redukcja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy z 7,7% r/r w 2007 r. do 4,5% w 2008 r. i 3,1% w 2009 r. Inflacja CPI w punkcie startowym projekcji październikowej jest nieznacznie niższa od prognozy inflacji na III kw. 2007 r. z rundy lipcowej. Inflacja utrzymuje się poniżej ścieżki z projekcji lipcowej do II kw. 2008 r. włącznie. W kolejnych kwartałach inflacja przyspiesza, od IV kw. 2008 r. utrzymując się ok. 0,2 - 0,3 pkt. proc. powyżej ścieżki inflacji z projekcji lipcowej. Na niższy niż prognozowano w lipcu szacunek stopy inflacji CPI w punkcie startowym obecnej projekcji złożyła się niższa o 0,5 pkt. proc. inflacja netto. Uwzględniając wagę inflacji netto w inflacji CPI, aktualny szacunek inflacji netto przełożył się na obniżenie stopy inflacji CPI w III kw. 2007 r. o 0,3 pkt. proc. W przeciwnym kierunku wpłynęła na szacunek inflacji CPI dynamika cen żywności, która przełożyła się na podniesienie inflacji CPI w punkcie startowym projekcji o 0,2 pkt. proc. w porównaniu do projekcji lipcowej. Utrzymywanie się inflacji CPI do połowy 2008 r. poniżej ścieżki z projekcji lipcowej wiąże się przede wszystkim z obniżeniem ścieżki inflacji netto. Wpływ niższej inflacji netto na inflację CPI jest w tym okresie częściowo kompensowany przez silniejszy, niż prognozowano w lipcu, wzrost cen żywności. W drugiej połowie 2008 r. i w 2009 r. na podniesienie ścieżki inflacji w porównaniu z prognozą lipcową wpłynęły głównie wyższa inflacja netto oraz wyższa inflacja cen paliw.

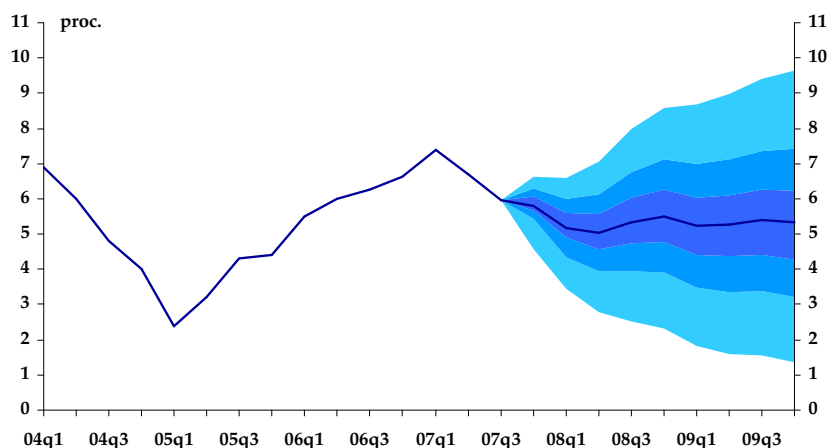
Zgodnie z aktualną projekcją, przy braku zmian stóp procentowych NBP, poziom celu inflacyjnego zostanie przekroczony w IV kw. 2007 r. W horyzoncie projekcji inflacja CPI będzie stopniowo przyspieszać, poza krótkotrwałym wyhamowaniem tempa wzrostu cen w I poł. 2008 r., i od II kw. 2009 r. przekroczy górną granicę pasma dopuszczalnych odchyień od celu.

Prezentowana projekcja inflacji oraz tempa wzrostu PKB, jak każde przewidywanie dotyczące przyszłości gospodarczej, obarczona jest elementem niepewności. Na wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1 oraz 4.2) przedstawiono ocenę niepewności projekcji związaną z niedokładnością statystycznego odwzorowania zależności pomiędzy zmiennymi makroekonomicznymi w modelu oraz niepewnością przyszłego kształtowania się ścieżek zmiennych prognozowanych poza modelem. Jest to ocena ryzyka projekcji, przy utrzymaniu założenia, że model w sposób poprawny opisuje procesy gospodarcze. Pozostałe źródła niepewności projekcji zostały omówione w następnym podrozdziale.

W całym horyzoncie prognozy istotnym źródłem ryzyka dla projekcji inflacji jest niepewność kształtowania się cen żywności. W krótkim okresie źródłem ryzyka dla projekcji inflacji są także niepewność związana z czynnikiem losowym w równaniu inflacji



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



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

netto⁵, cenami ropy i paliw oraz kursem walutowym.

W średnim okresie ceny ropy oraz niepewność składnika losowego w równaniu inflacji netto nadal istotnie wpływają na ryzyko projekcji, choć ich znaczenie relatywnie maleje. Względnie rośnie natomiast rola niepewności związanej z kształtowaniem się czynników, które wpływają na inflację z pewnym opóźnieniem. Są to: deflator PKB, ceny importu i eksportu, kurs walutowy oraz zmienne opisujące rynek pracy. Ponadto pod koniec horyzontu projekcji można zaobserwować rosnący wpływ niepewności związanej z dokładnością odwzorowania dynamiki inwestycji.

W krótkim okresie na niepewność projekcji PKB największy wpływ ma przede wszystkim niepewność odwzorowania eksportu oraz importu. Istotna niepewność związana jest również z kształtowaniem się składnika losowego w równaniu inwestycji. Mniejszą

⁵Niepewność składnika losowego to niepewność wynikająca z nieprzewidywalności czynników wpływających na daną zmienną, ale nieuwzględnionych w opisującym ją równaniu modelowym w postaci zmiennych objaśniających.

rolę w wyjaśnianiu niepewności projekcji PKB w krótkim okresie odgrywa niepewność kształtowania się czynników nieuwzględnionych w równaniu zapasów.

W średnim okresie, wpływ niepewności związanej z kształtowaniem się błędów składnika losowego w równaniach eksportu oraz importu jest mniejszy. Względnie wzrasta natomiast znaczenie niepewności związanej z kształtowaniem się inwestycji.

Kompleksowy obraz omówionych źródeł niepewności projekcji inflacji i PKB przedstawiono na wykresach wachlarzowych⁶.

Poniższe tabele prezentują najważniejsze charakterystyki rozkładów prawdopodobieństwa inflacji otrzymanych w projekcji październikowej.

Tabela 4.1: Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2007q4	0.002	0.421	0.995	0.504	0.992
2008q1	0.027	0.403	0.915	0.505	0.888
2008q2	0.136	0.508	0.866	0.505	0.730
2008q3	0.102	0.327	0.644	0.504	0.543
2008q4	0.096	0.284	0.560	0.500	0.464
2009q1	0.092	0.255	0.502	0.501	0.409
2009q2	0.094	0.249	0.487	0.502	0.394
2009q3	0.094	0.248	0.481	0.503	0.388
2009q4	0.108	0.267	0.494	0.506	0.386

Tabela 4.2: Przedziały w jakich znajdzie się inflacja z określonym prawdopodobieństwem

	Przedziały*, w jakich znajdzie się inflacja z prawdopodobieństwem:			
	30%	50%	60%	90%
2007q4	(2.43%;2.7%)	(2.33%;2.81%)	(2.28%;2.86%)	(1.99%;3.16%)
2008q1	(2.42%;2.89%)	(2.24%;3.06%)	(2.14%;3.16%)	(1.67%;3.67%)
2008q2	(2.14%;2.83%)	(1.88%;3.1%)	(1.73%;3.26%)	(1.02%;4.01%)
2008q3	(2.58%;3.52%)	(2.22%;3.89%)	(2.02%;4.09%)	(1.05%;5.11%)
2008q4	(2.76%;3.81%)	(2.36%;4.22%)	(2.13%;4.46%)	(1.03%;5.57%)
2009q1	(2.91%;4.08%)	(2.48%;4.51%)	(2.23%;4.77%)	(1.01%;5.99%)
2009q2	(2.95%;4.16%)	(2.5%;4.61%)	(2.24%;4.87%)	(0.99%;6.14%)
2009q3	(2.96%;4.19%)	(2.51%;4.64%)	(2.25%;4.92%)	(1.01%;6.24%)
2009q4	(2.88%;4.17%)	(2.41%;4.67%)	(2.15%;4.95%)	(0.83%;6.34%)

*Przedziały zostały wybrane w ten sposób, by prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się poniżej dolnej granicy przedziału było równe prawdopodobieństwu tego, że znajdzie się ona powyżej górnej granicy przedziału.

⁶Informacje na temat metody konstrukcji i interpretacji wykresów wachlarzowych opisano w ramce "Jak czytać wykresy wachlarzowe" we wcześniejszych *Raportach* (w *Raporcie* styczniowym na s. 87)

4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej

Każda prognoza, w tym prezentowana projekcja inflacji i PKB, obarczona jest niepewnością, która *ex post* realizuje się w postaci błędów prognozy. W niepewności projekcji można wyodrębnić niepewność związaną z popełnianiem błędów prognozy przy założeniu adekwatności modelu wykorzystywanego do opisu gospodarki (ryzyko projekcji) oraz niepewność związaną z adekwatnością modelu. Kwantyfikując ryzyko projekcji w postaci wykresu wachlarzowego przyjmujemy, że w procesie prognozowania mylimy się wyłącznie w sposób losowy.

Niepewność związana z poprawnością odwzorowania rzeczywistości przez model jest natomiast trudno kwantyfikowalna. Przyjmując, że model prognostyczny może być nieadekwatny do opisu procesów i mechanizmów gospodarczych, liczymy się z możliwością popełnienia błędu, polegającego na systematycznym zaniżaniu lub zawyżaniu prognozowanej ścieżki inflacji. Źródłem tego typu błędów mogą być problemy z właściwym odwzorowaniem zjawisk ekonomicznych, które mogą wystąpić w przyszłości (np. ze względu na zmiany w strukturze gospodarki, rewizje danych) oraz oddziaływanie na gospodarkę czynników nie ujętych w modelu.

Głównymi źródłami niepewności projekcji, podobnie jak w poprzedniej rundzie prognostycznej, są *sytuacja na rynku pracy* oraz *skala przełożenia się kosztów pracy na inflację*. Niepewność łączy się zarówno z problemami statystycznymi (jakość danych BAEL) jak i interpretacją ekonomiczną zachodzących procesów gospodarczych.

Utrzymuje się niepewność związana z wykorzystywanymi w modelu *danymi BAEL*. Przewodzone w NBP badania wskazują, że niepełne uwzględnienie skali migracji w ostatnich latach prawdopodobnie prowadziło do zawyżenia dynamiki liczby pracujących w danych BAEL. W rezultacie historyczny wzrost jednostkowych kosztów pracy, a w konsekwencji presja kosztowa, mogą być w punkcie startowym projekcji przeszacowane, z konsekwencjami dla ścieżki inflacji w całym horyzoncie projekcji.

W projekcji październikowej *skala ożywienia na rynku pracy*, szczególnie w krótkim horyzoncie prognozy, jest wyraźnie wyższa niż w projekcji lipcowej. Mniej korzystne są natomiast oczekiwania związane ze stopą aktywności zawodowej w horyzoncie dwóch lat. W znaczącym stopniu materializuje się więc ryzyko zwiększonych napięć na rynku pracy, sygnalizowane we wcześniejszych projekcjach. Niepewność obecnej projekcji w obszarze rynku pracy łączy się z trzema czynnikami: z perspektywą utrzymania się wysokiego popytu na pracę, siłą wpływu ożywienia gospodarczego na efektywną podaż pracy (liczbę aktywnych zawodowo i stopę bezrobocia NAWRU) oraz natężeniem odpływów emigracyjnych i imigracji. W porównaniu z projekcją lipcową wzrosło ryzyko związane z oddziaływaniem na rynek pracy już wprowadzonych lub prawdopodobnych zmian w polityce fiskalnej i regulacyjnej. Dotyczy to m.in. przedłużenia czasu przyznawania wcześniejszych emerytur, zmiany poziomu płacy minimalnej oraz przywrócenia funduszu alimentacyjnego.

Presję płacową w horyzoncie projekcji łagodzą dokonana w lipcu br. i planowana na styczeń 2008 r. obniżka składki rentowej oraz zmiany efektywnego opodatkowania PIT, związane z wprowadzeniem ulgi rodzinnej w 2008 r. oraz dwustopniowej skali opodatkowania PIT w 2009 r. Zmniejszenie obciążeń składkowych i podatkowych odprowadzanych od dochodów z pracy umożliwia wzrost płac netto bez podnoszenia kosztów przedsiębiorstw. W efekcie, zmiany te mogą osłabić skalę żądań płacowych pracowników. Skala, w jakiej obniżka klina płacowego faktycznie przełoży się na złagodzenie

napięć na rynku pracy, a w konsekwencji na zmiany cen, obarczona jest, podobnie jak w ostatniej projekcji, niepewnością.

Istotnym czynnikiem ryzyka projekcji jest ocena *możliwości przerzucania wzrostu kosztów pracy przez przedsiębiorców na ceny* produktów w warunkach globalizacji. Pogłębiająca się integracja gospodarki polskiej z gospodarką światową sprzyja zwiększeniu presji konkurencyjnej, co zniechęca przedsiębiorstwa do podnoszenia cen wyrobów i usług własnych. Procesy globalizacyjne sprzyjają także redukcji pozapłacowych kosztów produkcji i kosztów zwiększania potencjału produkcyjnego. Dane z sektora przedsiębiorstw analizowane w NBP sugerują, że mimo silnych wzrostów płac, wyniki finansowe firm utrzymują się na wysokich poziomach. Świadczy to o utrzymującej się zdolności przedsiębiorców do akomodowania wzrostów kosztów pracy poprzez ograniczanie pozostałych kosztów produkcji. Ocenia się, że skala ryzyka związanego z oceną trwałości tego procesu i jego wpływu na relację między kosztami pracy a cenami nie uległa zmianie w porównaniu z poprzednią projekcją.

Wzrosło ryzyko projekcji związane ze *spowolnieniem w gospodarce światowej*. Jeżeli zaburzenia na rynkach finansowych przełożą się na istotne wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego w głównych gospodarkach światowych, wzrośnie prawdopodobieństwo realizacji niższej niż prognozowana obecnie dynamiki PKB i inflacji w Polsce. Dodatkowym źródłem ryzyka jest ewentualne zmniejszenie skłonności do inwestowania w Polsce i w krajach regionu, w związku ze wzrostem niepewności na rynkach finansowych. Może się to przełożyć na spowolnienie wzrostu PKB w Polsce nawet przy braku istotnej redukcji tempa wzrostu głównych gospodarek światowych. Obniżenie stopy inflacji byłoby w tym przypadku słabsze niż w scenariuszu spowolnienia tempa wzrostu gospodarki światowej, ze względu na prawdopodobną jednoczesną deprecjację złotego.

Kurs złotego był w punkcie startowym projekcji październikowej silniejszy niż zakładała projekcja lipcowa. Ze względu na trudności z prognozowaniem kursu złotego, istnieje wysokie ryzyko istotnych odchyłeń jego przyszłych realizacji od ścieżki z projekcji. Niepewność związana z prognozą kursu wzrosła od ostatniej projekcji w związku z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych. Ocenia się, że ryzyka wokół prognozowanej ścieżki kursu rozkładają się w przybliżeniu symetrycznie.

Utrzymuje się niepewność projekcji związana z *polityką fiskalną* oraz sytuacją sektora finansów publicznych w horyzoncie prognozy. Ryzyko to powinno być rozpatrywane na tle rozwoju sytuacji w gospodarce światowej i na krajowym rynku pracy. Spowolnienie wzrostu gospodarczego w następstwie zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych, wpłynęłoby na pogorszenie stanu deficytu i długu sektora finansów publicznych w relacji do PKB. To z kolei mogłoby osłabić zaufanie inwestorów krajowych i zagranicznych oraz prowadzić do deprecjacji kursu oraz wzrostu kosztów produkcji, a w dłuższej perspektywie do pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

Omówienie danych, które napłynęły po 28 września 2007 r.

Po upływie terminu przygotowania założeń dla projekcji październikowej utrzymała się wzrostowa tendencja cen ropy. Był to jeden z istotnych powodów, dla których Departament Energii USA podwyższył swoją prognozę cen ropy WTI na lata 2007 - 2008.. Aktualna prognoza DAMS, skorygowana o różnicę cen ropy Brent i WTI na rynkach terminowych, wskazuje, że średnia cena ropy Brent w IV kw. 2007 r. będzie kształtować

się na poziomie 75,3 USD/b, na poziomie 73,5 USD/b w 2008 r. i 71,5 USD/b 2009 r. W związku z podniesieniem oczekiwanej ścieżki cen ropy zwiększyło się ryzyko, że od IV kw. 2007 r. ceny paliw w kraju będą wyższe niż prognoza przyjęta w projekcji. Dane ze Stanów Zjednoczonych wskazują na pogłębiającą się recesję na rynku nieruchomości. Zgodnie z prognozami, we wrześniu spadła sprzedaż istniejących domów natomiast w październiku kolejny miesiąc z rzędu obniżał się indeks nastrojów inwestorów budowlanych (indeks NAHB). Na głównych rynkach finansowych nadal utrzymuje się zwiększona niepewność. Stopy na rynku pieniężnym m.in. w strefie euro, Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii pozostają na podwyższonych poziomach. Ostatnie osłabienie dolara powyżej poziomu 1,40 EUR/USD sprawiło, że wzrosło ryzyko niedoszacowania wartości euro wobec waluty amerykańskiej w horyzoncie prognozy.

Wzrost cen żywności we wrześniu okazał się wyższy od oczekiwanego, w znacznym stopniu ze względu na sytuację na światowych rynkach surowców rolnych. Wzrosło także ryzyko, że ceny żywności w krótkim horyzoncie projekcji będą rosły szybciej niż założono w projekcji październikowej. 22 października zostały przez GUS opublikowane zrewidowane kwartalne szacunki rachunków narodowych za lata 2006-2007. Kierunek i skala rewizji przez GUS dynamiki PKB i jego komponentów przybliżyły dane z rachunków narodowych do szacunku DAMS punktu startowego w projekcji lipcowej. Uwzględnienie rewizji rachunków narodowych i realizacji danych miesięcznych za wrzesień (o produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej) zwiększa nieznacznie ryzyko niższej, niż prognozowana, dynamiki PKB w krótkim horyzoncie projekcji, ale nie zmienia perspektyw rozwoju sytuacji gospodarczej w dłuższym horyzoncie projekcji.

Rozkład ryzyka uwzględnionego w wykresie wachlarzowym w październikowej projekcji inflacji jest niemal symetryczny. Do najważniejszych źródeł niepewności, nieuwzględnianych na tym wykresie a zwiększających prawdopodobieństwo wyższej, niż pokazuje ścieżka centralna, inflacji CPI zalicza się ewentualny, silniejszy niż w projekcji, wzrost napięcia na rynku pracy, oczekiwania na wyższą, niż przyjęta, ścieżkę cen ropy oraz wyższą dynamikę cen żywności. Za wzrostem prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej z projekcji przemawia głównie niepewność związana z danymi BAEL oraz możliwość słabszej, niż w projekcji, reakcji cen na wzrost kosztów pracy, w związku z efektami globalizacji. Ryzyko spowolnienia w gospodarce światowej, związane z możliwością przełożenia się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na osłabienie aktywności gospodarczej w największych gospodarkach światowych oraz na osłabienie zaufania inwestorów do regionu Europy Środkowo-Wschodniej zwiększa prawdopodobieństwo realizacji niższego, niż w projekcji, tempa wzrostu PKB i inflacji w dłuższym horyzoncie projekcji. Można oceniać, że po uwzględnieniu omówionych pozamodelowych czynników niepewności, ryzyko projekcji w krótkim horyzoncie prognozy rozkłada się symetrycznie, zaś w długim - nieznacznie bardziej prawdopodobne jest zrealizowanie się inflacji poniżej ścieżki z projekcji niż powyżej tej ścieżki.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od czerwca do sierpnia 2007 r.

- **Data:** 27 czerwca 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim

Decyzja RPP:

Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 24 lipca 2007

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2007, 2008 i 2009

Wyniki głosowania członków RPP:

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

