

# **Raport o inflacji Styczeń 2006**

Narodowy Bank Polski  
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Styczeń 2006

---

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

# Spis treści

<b>Synteza</b>	<b>5</b>
<b>Przebieg procesów inflacyjnych</b>	<b>9</b>
1.1 Wskaźniki inflacji . . . . .	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne . . . . .	13
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht . . . . .	14
<b>Determinanty inflacji</b>	<b>17</b>
2.1 Popyt . . . . .	17
2.1.1 Popyt konsumpcyjny . . . . .	18
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych . . . . .	20
2.1.3 Popyt inwestycyjny . . . . .	21
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących . . . . .	23
2.2 Produkcja . . . . .	31
2.3 Rynek pracy . . . . .	33
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie . . . . .	33
2.3.2 Płace i wydajność . . . . .	35
2.4 Inne koszty i ceny . . . . .	37
2.4.1 Ceny zewnętrzne . . . . .	37
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej . . . . .	40
2.5 Rynki finansowe . . . . .	41
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe . . . . .	41
2.5.2 Kurs walutowy . . . . .	45
2.5.3 Kredyt i pieniądz . . . . .	46
<b>Polityka pieniężna w okresie wrzesień 2005-styczeń 2006 r.</b>	<b>55</b>

<b>Projekcja inflacji i PKB</b>	<b>61</b>
4.1 Wstęp . . . . .	61
4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB . . . . .	64
4.3 Projekcja inflacji i PKB . . . . .	69
4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej . . . . .	76
4.4.1 Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu nieadekwatności modelu . . . . .	77
4.4.2 Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu niepewności dotyczącej danych statystycznych . . . . .	79
4.4.3 Omówienie danych, które napłynęły po 2 stycznia 2006 r. . . . .	79
<b>Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od lipca do listopada 2005 r.</b>	<b>81</b>

# Synteza

W okresie sierpień-wrzesień 2005 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrosło do 1,8%, a w kolejnych miesiącach obniżało się do 0,7% w grudniu 2005 r., tj. wyraźnie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. W całym III kw. ub.r. inflacja była wyższa, natomiast w IV kw. okazała się zgodna z oczekiwaniami z sierpniowego *Raportu o inflacji*.

Na wzrost rocznej inflacji w sierpniu i wrześniu ub.r. złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw. Z kolei spadek dynamiki cen tych towarów był głównym czynnikiem składającym się na obniżenie rocznej inflacji w okresie październik-grudzień ub.r. W kierunku obniżenia tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych oddziaływała także – poprzez obniżenie cen towarów importowanych – aprecjacja kursu złotego. W ocenie Rady do spadku inflacji przyczyniał się również utrzymujący się poniżej produktu potencjalnego rzeczywisty PKB, chociaż jego wzrost w analizowanym okresie był zasadniczo zgodny z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*. Ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji do obniżenia inflacji w analizowanym okresie przyczyniły się także wcześniejsze decyzje z zakresu polityki pieniężnej, w tym podwyżki stóp procentowych w 2004 r.

Pomimo umocnienia tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, w analizowanym okresie obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej. Niska inflacja "netto" wskazywała, że presja inflacyjna wynikająca z czynników popytowych była ograniczona. Ponadto, odnotowana dynamika wskaźników inflacji bazowej świadczyła o ograniczonym jak dotychczas wpływie wysokich cen paliw na ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych.

W sierpniu 2005 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych osiągnęły najniższą w ub.r. wartość 1,3%. W kolejnych dwóch miesiącach wzrosły one nieznacznie i w okresie od października do grudnia 2005 r. ustabilizowały się na poziomie 1,5%, tj. o 1 pkt proc. niższym niż cel inflacyjny NBP (2,5%). W styczniu 2006 r. oczekiwania inflacyjne tej grupy podmiotów obniżyły się do poziomu 0,9%, tj. wyraźnie poniżej celu 2,5%. W całym analizowanym okresie nieznacznie wzrosły prognozy inflacji analityków bankowych, które również wskazywały na utrzymywanie się inflacji poniżej celu NBP.

W okresie sierpień-listopad ub. r. utrzymywał się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, a w grudniu nastąpił ich nieznaczny wzrost. Na kształtowanie

się niskiego wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu wpływały umiarkowana dynamika popytu krajowego oraz mocniejszy niż rok temu kurs złotego, który kompensował wpływ wysokich cen ropy na ceny produkcji sprzedanej przemysłu.

W okresie, jaki upłynął pomiędzy posiedzeniami Rady w sierpniu 2005 r. i w styczniu br. kurs złotego zaprecjonował się i pozostał na poziomie mocniejszym niż uwzględniono w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Silniejszy kurs złotego oddziaływał w kierunku obniżenia inflacji.

Dane dotyczące rynku pracy wskazują, że skala poprawy sytuacji na tym rynku jest większa niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*. W III kw. 2005 r. przyspieszył wzrost liczby pracujących w gospodarce zarówno według BAEL (w ujęciu rocznym oraz kwartalnym po uwzględnieniu wahań sezonowych), jak i danych GUS ze sprawozdań przedsiębiorstw. W III kw. 2005 r. wzrost pracujących w gospodarce wyniósł 2,8% r/r (wobec 1,9% w II kw. 2005 r.). Znacznemu wzrostowi liczby pracujących towarzyszył istotny wzrost liczby osób aktywnych zawodowo (o 1,7% r/r). W sektorze przedsiębiorstw, w II poł. 2005 r. wzrastała roczna dynamika zatrudnienia (do 2,5% w grudniu). Nadal obniżało się też bezrobocie. W grudniu 2005 r. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 17,6%, tj. o 1,4 pkt. proc. mniej niż rok wcześniej.

W III kw. 2005 r. płace nominalne rosły wolniej niż w II kw. 2005 r., zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce. Płace w gospodarce wzrosły o 3,4% r/r w III kw. 2005 r. w ujęciu nominalnym (wobec 3,9% w II kw. ub.r.), a w przedsiębiorstwach o 2,7% (wobec 3,0% w II kw. ub. r.). Natomiast w IV kw. 2005 r. dynamika nominalnych wynagrodzeń w przedsiębiorstwach przyspieszyła (wzrost o 4,8% r/r) i była najwyższa w 2005 r.

Według szacunków GUS w III kw. ub. r. tempo wzrostu PKB r/r było wyższe niż w II kw. i zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Zgodna z oczekiwaniami NBP była również dynamika spożycia indywidualnego i inwestycji. Eksport netto – mimo silnej aprecjacji złotego – był nadal głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego w III kw. ub. r. Jego wkład do wzrostu PKB okazał się znacznie większy niż prognozowano w sierpniowym *Raporcie*. Jednocześnie jednak dane GUS wskazały na stopniowe przyspieszenie popytu krajowego, w tym tempa wzrostu inwestycji.

Szacunki GUS wskazują, że w III kw. 2005 r. spożycie indywidualne wzrosło realnie o 2,7% r/r, czyli wyraźnie szybciej niż w pierwszych dwóch kwartałach ub.r. i zgodnie z oczekiwaniami NBP z sierpniowego *Raportu o inflacji*. Przyspieszenie tempa wzrostu spożycia było efektem wzrostu dynamiki realnych dochodów do dyspozycji ludności. Biorąc pod uwagę poprawiające się nastroje konsumentów oraz rosnącą dynamikę sprzedaży detalicznej, a także korzystne dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w przedsiębiorstwach w IV kw. 2005 r., można oczekiwać, że w IV kw. 2005 r. nastąpił dalszy wzrost rocznej dynamiki spożycia indywidualnego.

Zgodnie z oczekiwaniami NBP, w III kw. 2005 r. nadal przyspieszała dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Wzrosły one w tym okresie realnie o 5,7% r/r, wobec 3,8% w II kw. i 1,2% w I kw. Inwestycje są kluczowe dla podtrzymania wzrostu gospodarczego w

---

dłuższym okresie. Perspektywy dalszego przyspieszenia procesu inwestycyjnego wciąż jednak nie były jednoznaczne. Bardzo dobra kondycja ekonomiczna firm wskazywała, że ich sytuacja finansowa nie powinna stanowić bariery zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Co więcej, warunki finansowania zewnętrznego inwestycji były korzystne ze względu na relatywnie niskie stopy procentowe w Polsce i strefie euro oraz wyjątkowo dobrą sytuację na rynkach kapitałowych. Za rosnącą aktywnością inwestycyjną przemawiał także utrzymujący się wzrost kredytów, przede wszystkim zagranicznych, dla przedsiębiorstw. Z drugiej jednak strony, umiarkowana dynamika spożycia prywatnego i formułowane na jej podstawie oceny przyszłego popytu mogą oddziaływać w kierunku spowolnienia inwestycji. Ponadto wskazywano, że dane statystyczne o krajowym rynku kredytowym w II półroczu 2005 r. oraz wyniki badań ankietowych dotyczące aktywności kredytowej przedsiębiorstw w IV kw. ub.r. mogły osłabiać oczekiwania na znaczące przyspieszenie inwestycji. Mogło to być wynikiem obaw przed dalszą aprecjacją kursu złotego, rosnącej niepewności politycznej, niejasności co do przyszłych łącznych obciążeń fiskalnych i kształtu systemu podatkowego oraz wyższych cen ropy naftowej. Negatywnie na skłonność do inwestowania wpływa brak postępu w reformach instytucjonalnych, od których zależy klimat inwestycyjny w kraju.

Według szacunków GUS, w III kw. 2005 r. przyrost zapasów był znaczący, jednak dużo mniejszy niż rok wcześniej. W efekcie, wkład zapasów do rocznego tempa wzrostu PKB w III kw. 2005 r. był silnie ujemny. Według szacunków NBP, w IV kw. 2005 r. przyrost zapasów był nieco niższy niż w III kw., jednak wkład tej kategorii do wzrostu PKB był bliski zera z uwagi na podobny przyrost zapasów przed rokiem.

Na podstawie wstępnych danych GUS za okres październik-grudzień 2005 r. szacowano, że – podobnie jak w III kw. – w IV kw. ub.r. dynamika PKB była zgodna z projekcją sierpniową. W ocenie NBP wszystkie komponenty popytu krajowego rosły w tym okresie szybciej niż w III kw. ub. r. (w ujęciu r/r), przy jednoczesnym obniżeniu się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Wstępne dane o rachunkach narodowych w całym 2005 r. potwierdzają umocnienie tendencji wzrostowych w gospodarce. Dane o wzroście gospodarczym w II półroczu 2005 r. wskazują, że okres stopniowego domykania się luki popytowej będzie zbliżony do przewidywanego w sierpniowym *Raporcie*. W całym horyzoncie przedstawionej w *Raporcie* projekcji luka popytowa pozostanie jednak ujemna, co będzie czynnikiem ograniczającym inflację.

We wrześniu 2005 r. Rada opublikowała *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*, w których podtrzymała dotychczasowy sposób rozumienia ciągłego celu inflacyjnego, wyznaczonego na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości +/- 1 pkt proc. Rada potwierdziła, że polityka pieniężna będzie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5% w średnim okresie. Rada zadeklarowała, że w 2006 r. polityka pieniężna będzie prowadzona tak, aby osiągnąć cel w horyzoncie 5-7 kwartałów. Okres ten może być jednak krótszy lub dłuższy zależnie od typu i siły wstrząsów oddziałujących na polską gospodarkę. Rada wskazała na prawdopodobne korzystne zmiany funkcjonowania rynku pracy, a przede wszystkim wzrost jego elastyczności, co powinno sprzyjać ograniczeniu stopnia, w jakim wstrząsy są przenoszone na inflację.

W okresie wrzesień 2005 - grudzień 2005 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała sto-

py procentowe na niezmiennym poziomie, a w styczniu br. obniżyła je o 0,25 pkt. proc. Na koniec tego okresu stopa referencyjna NBP wynosiła 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%. Do grudnia 2005 r. Rada utrzymywała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, sygnalizując, że obniżenie stóp procentowych jest bardziej prawdopodobne niż ich podniesienie. Począwszy od stycznia br. Rada zaprzestała ogłaszania nastawienia, w którego miejsce do publicznej wiadomości będzie podawana ocena bilansu czynników wpływających na kształtowanie się przyszłej inflacji. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, która jest istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcji.

Projekcja inflacji NBP, przedstawiona w styczniowym Raporcie o inflacji, została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 2 stycznia br., a więc nie uwzględnia m.in. przedstawionych przez GUS szacunków PKB w 2005 r. Zgodnie z projekcją, z 50-procentowym prawdopodobieństwem roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się w przedziale 3,8%-5,1% w 2006 r.; 3,4%-5,2% w 2007 r. oraz 3,6%-5,5% w 2008 r.

Styczniowa projekcja inflacji wskazuje, że tempo wzrostu cen w 2006 r. będzie niższe od oczekiwanego w sierpniowej projekcji. W 2007 r. inflacja przyspieszy i pod koniec roku zbliży się do poziomu z projekcji przedstawionej w sierpniu 2005 r. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 0,5%-2,3% w IV kw. 2006 r. (wobec 1,0%-3,1% w projekcji sierpniowej); 1,1%-3,6% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,2%-4,1%) oraz 0,8%-3,9% w IV kw. 2008 r.

Należy podkreślić, że przedstawiona w Raporcie projekcja inflacji wraz z rozkładem prawdopodobieństw nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności dotyczącej skali przyszłego wzrostu zatrudnienia, wpływu efektów globalizacji na procesy cenowe, kształtu polityki gospodarczej rządu w najbliższych latach i kształtowania się kursu walutowego. Ponadto, projekcja nie uwzględnia najnowszych informacji, które mogą mieć istotny wpływ na prognozowane tempo wzrostu cen. Z jednej strony, ceny ropy naftowej w styczniu br. były wyższe niż założono w projekcji. Z drugiej strony, kurs złotego był w styczniu mocniejszy, a dane o rachunkach narodowych wskazują, że wzrost PKB w IV kw. i w całym 2005 r. był nieznacznie niższy, a wzrost inwestycji znacząco wyższy niż założono w projekcji styczniowej.

Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.



# Przebieg procesów inflacyjnych

## 1.1 Wskaźniki inflacji

W sierpniu i wrześniu 2005 r.<sup>1</sup> inflacja (CPI) wyniosła odpowiednio 1,6% r/r i 1,8% r/r, natomiast w kolejnych miesiącach roczne tempo wzrostu cen obniżyło się do 1,0% w listopadzie i 0,7% w grudniu ub. r.<sup>2</sup> (Wykres 1.1, lewy panel), tj. wyraźnie poniżej dolnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego. Na wzrost rocznej inflacji w sierpniu i wrześniu ub. r. złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen paliw. Z kolei spadek dynamiki cen tych towarów był głównym czynnikiem składającym się na obniżenie rocznej inflacji w okresie październik-grudzień ub. r. W kierunku obniżenia tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych oddziaływała także aprecjacja kursu złotego oraz utrzymujący się poniżej produktu potencjalnego rzeczywisty PKB, chociaż jego wzrost w analizowanym okresie był zgodny z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*. Ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji do obniżenia inflacji w analizowanym okresie przyczyniły się również wcześniejsze decyzje z zakresu polityki pieniężnej, w tym podwyżki stóp procentowych w 2004 r. W całym III kw. ub. r. inflacja była wyższa, natomiast w IV kw. okazała się zgodna z oczekiwaniami z sierpniowego *Raportu*.

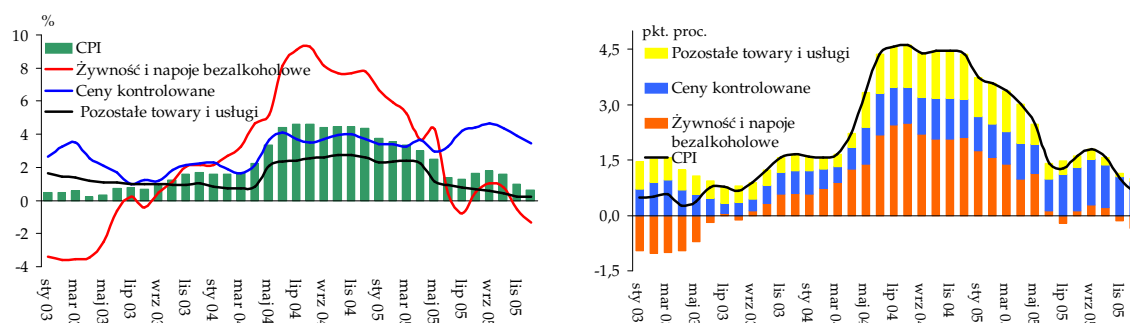
Roczne tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych w okresie sierpień-październik 2005 r. kształtowało się w granicach 0,5-1,0%, natomiast w listopadzie oraz w grudniu ub. r. ceny żywności obniżały się (odpowiednio o 0,5% r/r i 1,3% r/r). Skala rocznego spadku cen żywności w grudniu ub. r. była najwyższa od 2003 r. Na obniżenie dynamiki cen żywności w analizowanym okresie złożył się głównie spadek cen mięsa, spowodowany przede wszystkim rosnącą podażą mięsa wieprzowego. Spadkowe tendencje cen na rynku wieprzowiny przyczyniły się również do obniżenia cen mięsa drobiowego, które było dodatkowo wzmacniane obawami konsumentów wywołanymi informacjami o rozprzestrzenianiu się ptasiej grypy. Ponadto, do obniżenia dynamiki

---

<sup>1</sup>Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych.

<sup>2</sup>W dalszej części *Raportu* przyjęto następujące oznaczenia:  
r/r – analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym  
kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału  
m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca.

## Przebieg procesów inflacyjnych



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

**Źródło:** Dane GUS, obliczenia NBP.

ki cen żywności przyczyniło się również wstrzymanie (od listopada 2005 r.) importu polskiej żywności przez Rosję. Wysokie zbiory zbóż z 2005 r. – uzupełnione dużymi zapasami ze zbiorów z 2004 r. – oraz wysoka produkcja zwierzęca powinny sprzyjać utrzymywaniu się niskiej dynamiki cen żywności co najmniej do połowy br.

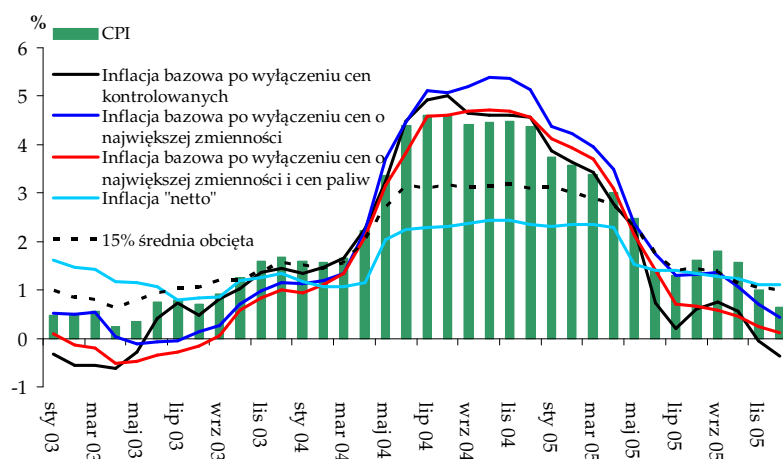
W miesiącach sierpień i wrzesień 2005 r. tempo wzrostu cen kontrolowanych kształtowało się odpowiednio na poziomie 4,4 i 4,7% r/r. W kolejnych miesiącach dynamika tych cen obniżała się i w grudniu ub. r. wyniosła 3,4% r/r (Wykres 1.1, lewy panel). Najważniejszym czynnikiem, który oddziaływał w kierunku wzrostu cen kontrolowanych w całym analizowanym okresie był wzrost cen gazu (łącznie o 6,5%). W okresie sierpień-wrzesień ub. r. na zwiększenie dynamiki cen kontrolowanych złożył się również wzrost cen paliw (łącznie o 5,8%). Miał on swoje źródło we wzroście ceny importowej paliw<sup>3</sup> oraz podwyższeniu marży dystrybucyjnej w kraju, podczas gdy obniżenie stawki podatku akcyzowego na benzynę we wrześniu ub.r (o 16%) oddziaływało w kierunku obniżenia cen paliw. W okresie październik-grudzień ub. r. ceny paliw na rynku krajowym zaczęły się obniżać (łącznie spadły o 7,6%), oddziałując tym samym w kierunku zmniejszenia dynamiki cen kontrolowanych. Obniżenie cen paliw w tych miesiącach wynikało przede wszystkim ze spadku ceny importowej. Dodatkowo, w grudniu ub. r. obniżyła się również marża dystrybucyjna w kraju. Na początku br. można oczekiwać przyspieszenia dynamiki cen kontrolowanych, związanego przede wszystkim z wejściem w życie nowych taryf na energię elektryczną i gaz (zatwierdzonych przez URE w grudniu 2005 r.) oraz ze wzrostem podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe.

Pomimo rosnącej dynamiki sprzedaży detalicznej i kredytu konsumpcyjnego, inflacja w grupie pozostałe towary i usługi konsumpcyjne<sup>4</sup> w analizowanym okresie obniżała się i w grudniu 2005 r. wyniosła 0,2% r/r. (Wykres 1.1, lewy panel). Na zmniejszenie rocznej

<sup>3</sup>Cena importowa paliw jest iloczynem ceny benzyny na świecie (która z kolei zależy od cen ropy naftowej) oraz kursu złotego względem dolara. Cena importowa służy do kalkulacji parytetu importowego, na podstawie którego ustalane są ceny paliw na rynku krajowym.

<sup>4</sup>Do grupy pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są towary i usługi, których ceny kształtowane są przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe (z wyłączeniem żywności), tj. nie obejmujące ona towarów o cenach kontrolowanych.

dynamiki cen w tej grupie złożył się (nasilający się od maja 2005 r.) spadek cen towarów żywnościowych (w ujęciu rocznym). W grudniu 2005 r. ceny tych towarów obniżyły się o 1,2% r/r. W okresie sierpień-grudzień 2005 r. spadek cen (w ujęciu rocznym) wystąpił w większości kategorii grupy towarów żywnościowych<sup>5</sup>. Najgłębszy spadek cen<sup>6</sup> wystąpił w kategoriach: odzież, obuwie, sprzęt telekomunikacyjny, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, sprzęt gospodarstwa domowego, środki transportu (w tym samochody osobowe). W kierunku obniżenia cen w grupie towarów żywnościowych w analizowanym okresie oddziaływało – poprzez obniżenie cen towarów importowanych – umocnienie złotego (r/r). Do spadku cen towarów żywnościowych przyczyniło się także zwiększenie wśród dostawców tych towarów udziału Chin oraz pozostałych azjatyckich krajów rozwijających się o niskich kosztach wytwarzania<sup>7</sup>. Na osłabienie inflacji w grupie pozostałe towary i usługi konsumpcyjne złożył się również spadek tempa wzrostu cen usług, które obniżyło się z 2,8% r/r w sierpniu 2005 r. do 2,2% r/r w grudniu 2005 r. Główną przyczyną osłabienia dynamiki tych cen był silny spadek cen usług internetowych w listopadzie 2005 r.



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

**Źródło:** Dane GUS, obliczenia NBP.

W okresie sierpień-grudzień 2005 r. wszystkie wskaźniki inflacji bazowej wykazały tendencję spadkową (Wykres 1.2, Tabela 1.1). Ceny towarów i usług konsumpcyjnych (z wyłączeniem cen kontrolowanych) w listopadzie i grudniu 2005 r. obniżyły się (w ujęciu rocznym) – głównie na skutek spadku cen żywności. Z kolei inflacja "netto"<sup>8</sup>, która

<sup>5</sup>Kategorie te łącznie stanowiły 59% grupy cen towarów żywnościowych.

<sup>6</sup>W niektórych kategoriach ceny spadają od początku 2002 r.

<sup>7</sup>Eksport Chin w latach 2001-2005 zwiększył się trzykrotnie. Obecnie Chiny są czwartą gospodarką na świecie pod względem obrotów handlowych (po USA, Japonii i Niemczech). Większość prognoz (np. MFW) wskazuje, że dwucyfrowe tempo wzrostu eksportu Chin będzie się utrzymywało, co oznacza, że udział tego kraju w globalnym handlu będzie się zwiększał. W konsekwencji, siła z jaką powyższe zjawiska oddziałują na inflację może w przyszłości rosnąć.

<sup>8</sup>Inflacja "netto" jest oczyszczona ze zmian cen żywności oraz cen paliw.

## Przebieg procesów inflacyjnych

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

**Tabela 1.1:** Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

**Źródło:** Dane GUS, obliczenia NBP.

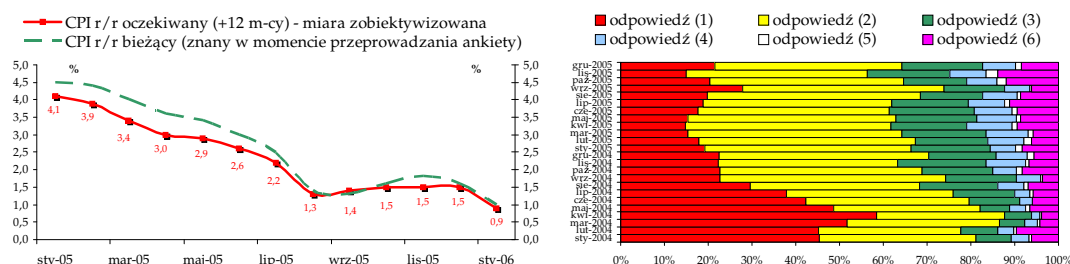
od czerwca 2004 r. utrzymywała się na poziomie 2,3-2,4%, po ustąpieniu statystycznego efektu bazy w maju 2005 r. istotnie obniżyła się (o 0,8 pkt. proc.) i systematycznie spada (do 1,1% r/r w grudniu 2005 r.). Można oceniać, że utrzymywanie się miesięcznej inflacji "netto" (po wyeliminowaniu czynników sezonowych) na niskim poziomie wskazuje, że presja inflacyjna wynikająca z czynników popytowych była ograniczona. Ponadto, zaobserwowana dynamika wskaźników inflacji bazowej świadczy o bardzo ograniczonym jak dotychczas wpływie wysokich cen paliw na ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych.

## 1.2 Oczekiwania inflacyjne

### Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

W sierpniu 2005 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych osiągnęły najniższą w ub. r. wartość 1,3%. W kolejnych dwóch miesiącach wzrosły one nieznacznie i w okresie od października do grudnia 2005 r. ustabilizowały się na poziomie 1,5%, tj. o 1 pkt proc. niższym niż cel inflacyjny NBP (2,5%). W styczniu 2006 r. oczekiwania inflacyjne tej grupy podmiotów obniżyły się do poziomu 0,9% (Wykres 1.3, lewy panel).

Za wzrost oczekiwań inflacyjnych w okresie wrzesień-grudzień ub. r. (o 0,2 pkt. proc.) w całości odpowiada wzrost stopy inflacji bieżącej, stanowiącej punkt odniesienia dla respondentów przy deklarowaniu swoich przewidywań. Do spadku oczekiwań w styczniu (o 0,6 pkt. proc.) także przyczyniła się inflacja bieżąca, która obniżyła się w tym miesiącu do 1,0%. Choć drugi z czynników wpływających na wynik kwantyfikacji wskaźnika oczekiwanej inflacji, tj. struktura odpowiedzi na pytanie ankietowe, ulegał w analizowanym okresie dość istotnym wahaniom (Wykres 1.3, prawy panel), to jednak wpływ tych wahań – ze względu na ich różnokierunkowość – uległ skompensowaniu<sup>9</sup>.



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

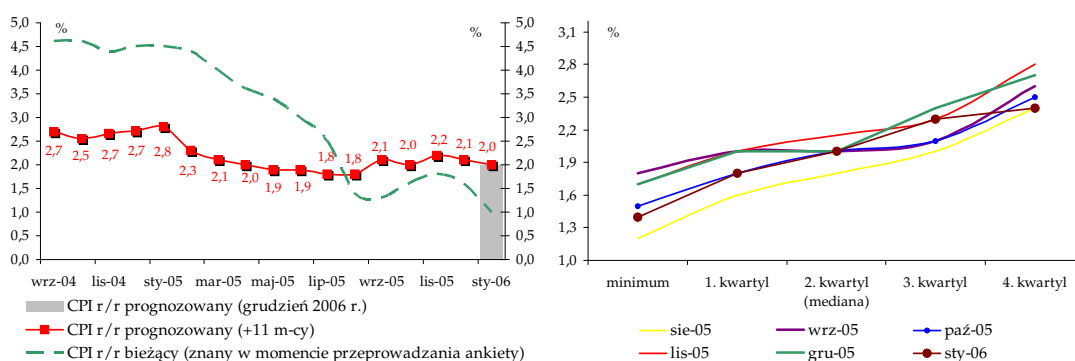
**Źródło:** Dane GUS, obliczenia NBP na podstawie danych Ipsos.

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

<sup>9</sup>W celu wyjaśnienia przesunięć w strukturze odpowiedzi na pytanie ankietowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych (przede wszystkim zaobserwowanego we wrześniu 2005 r. wzrostu odsetka respondentów twierdzących, że ceny będą rosły) w październiku 2005 r., w ramach regularnych sondaży konsumenckich firm Ipsos i GfK Polonia, zostały jednorazowo umieszczone dodatkowe pytania, mające na celu określenie przyczyn możliwego wzrostu cen postrzeganych przez respondentów. Najczęściej wskazywaną przez osoby prywatne przyczyną możliwego wzrostu cen w najbliższej przyszłości był wzrost cen paliw, gazu i energii. Inne istotne czynniki, na które w tym kontekście respondenci zwracali uwagę, to wyrównywanie się poziomu cen między Polską i krajami Unii Europejskiej oraz sytuacja na krajowej scenie politycznej (badanie zostało przeprowadzone na początku października, tj. po wyborach parlamentarnych).

## Prognozy inflacyjne analityków bankowych

W okresie sierpień 2005 r. - styczeń 2006 r. prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy wzrosła z 1,8% w sierpniu ub. r. do 2,0% w styczniu br., a więc nadal kształtowała się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.4, lewy panel). Rozkład prognoz w tym horyzoncie czasowym przesunął się nieznacznie w kierunku wyższej dynamiki cen (Wykres 1.4, prawy panel).



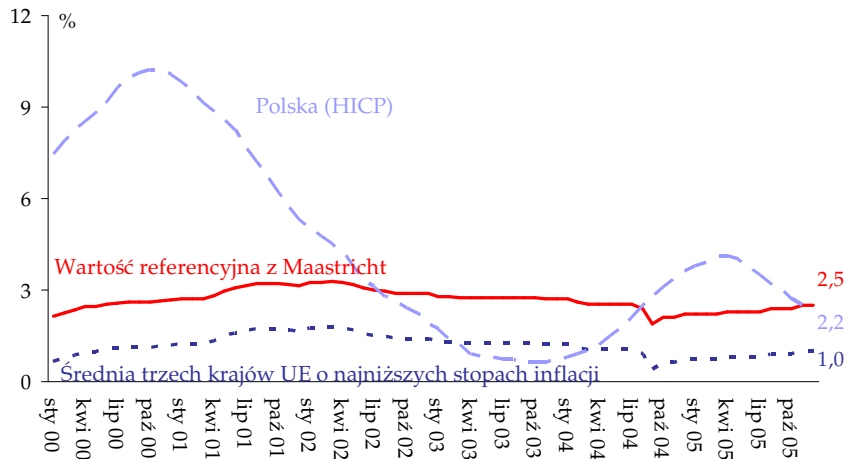
**Wykres 1.4:** Prognozy inflacyjne analityków bankowych. Lewy panel: Inflacja prognozowana za 11 miesięcy oraz w grudniu 2006 r. Prawy panel: Rozkład prognoz inflacyjnych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy.

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

## 1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, średnioroczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych HICP<sup>10</sup> 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 (patrz ramka). W wyniku wzrostu inflacji w Polsce po przystąpieniu do UE, od sierpnia 2004 r. do października 2005 r. Polska nie spełniała tego kryterium (Wykres 1.5). Jednak zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie o inflacji*, w II połowie 2005 r. średnioroczny wskaźnik HICP nadal się obniżał. W konsekwencji, od listopada 2005 r. Polska ponownie spełnia kryterium inflacyjne.

<sup>10</sup>Zasadnicza różnica między indeksem CPI i HICP polega na tym, że indeks zharmonizowany uwzględnia dodatkowo wydatki ponoszone przez cudzoziemców na zakup towarów i usług w Polsce, szacunkowe wydatki ponoszone przez osoby przebywające w tzw. gospodarstwach instytucjonalnych (np. szpitalach, wędziniach, domach spokojnej starości) oraz wydatki ponoszone na gry losowe. Choć koszyki cen indeksów HICP i CPI różnią się strukturą wag, różnice pomiędzy tymi indeksami są nieznaczne.



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

### Wartość referencyjna z Maastricht

Ocena, czy dany kraj może być włączony do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach, jest dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez Komisję Europejską oraz Europejski Bank Centralny (EBC). Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję, przedstawionym w *Raporcie o konwergencji za 2004 r.*, z grupy krajów referencyjnych wyłączone są kraje, w których wystąpiła deflacja. Nie wiadomo natomiast, czy kraje o bardzo niskiej inflacji będą przez Komisję włączone do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Z kolei EBC nie uzależnia wyłączenia danego kraju z grupy krajów referencyjnych od tego, czy wystąpiła w nim deflacja, lecz od tego, czy jego średnioroczna inflacja różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. W rezultacie, nie jest jasne czy Finlandia, w której średnioroczne tempo wzrostu cen w lutym i marcu 2005 r. ukształtowało się odpowiednio na poziomie 0% oraz 0,1%, została w tych miesiącach włączona do grupy krajów referencyjnych przez Komisję Europejską oraz EBC (Finlandia została włączona do grupy krajów referencyjnych z inflacją na poziomie 0,4% w sierpniu 2004 r.). Na wykresie 1.5 przedstawiono szacunki wartości referencyjnej, przy ostrożnym założeniu, że kraje o zerowej oraz bardzo niskiej średniorocznej inflacji można zaliczyć do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.





# Determinanty inflacji

Po okresie spowolnienia związanego m.in. z wygasaniem efektu tzw. "boomu przedakcesyjnego", gospodarka polska ponownie weszła w fazę ożywienia. Głównym motorem wzrostu pozostaje eksport netto, jednak w coraz większym stopniu towarzyszy mu stopniowa poprawa popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Z punktu widzenia trwałości tendencji wzrostowych istotne są perspektywy przyszłego kształtowania się nakładów inwestycyjnych. Oczekuje się, że inwestycje stopniowo staną się głównym źródłem wzrostu gospodarczego. Poprawa popytu inwestycyjnego będzie również istotna dla podtrzymania obserwowanego ożywienia na rynku pracy, które powinno sprzyjać dalszemu przyspieszeniu dynamiki popytu konsumpcyjnego.

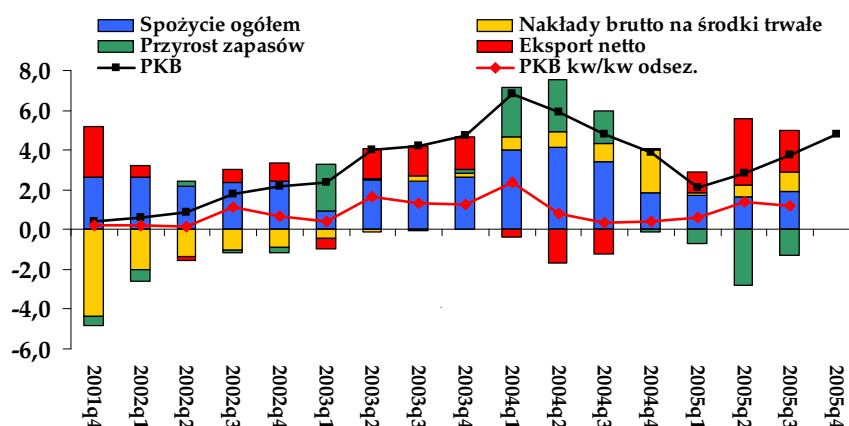
## 2.1 Popyt

Według danych GUS, w III kw. 2005 r. PKB zwiększył się realnie o 3,7% r/r, wobec wzrostu o 2,8% r/r w II kw. i 2,1% r/r w I kw. Przyspieszenie wzrostu w ujęciu rocznym było częściowo spowodowane ustąpieniem efektu bazy, który w I i II kw. 2005 r. obniżał roczną dynamikę PKB. Jednak wzrost dynamiki PKB miał miejsce także w ujęciu kwartalnym (po wyeliminowaniu wahań sezonowych)<sup>11</sup>. Stopniowe przyspieszenie spożycia indywidualnego, nakładów brutto na środki trwałe oraz mniejszy niż w poprzednim kwartale ujemny wkład zapasów do rocznego wzrostu PKB wyraźnie zwiększyły dynamikę popytu krajowego. Głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego był nadal eksport netto, choć jego wkład do rocznego wzrostu PKB był mniejszy niż w poprzednim kwartale i wyniósł 2 pkt. proc. (wobec 3,4 pkt. proc. w II kw. 2005 r.).

Na podstawie wstępnych danych GUS za październik i listopad można ocenić, że w IV kw. 2005 r. roczne tempo wzrostu PKB uległo dalszemu przyspieszeniu oraz że trzeci kwartał z rzędu odnotowano istotny wzrost także w ujęciu kw/kw. Według szacunków NBP, w IV kw. 2005 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe. W efekcie ustąpienia efektu bazy związanego z bardzo wysokim przyrostem zapasów w pierwszych trzech kwartałach 2004 r., można ocenić, że w IV kw. 2005 r. wyraźnie zwiększyła się roczna dynamika akumulacji i –

---

<sup>11</sup>W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego.



Wykres 2.6: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

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

Wyrównane sezonowo (procent)	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3
<b>PKB</b>	1,7	1,4	1,2	2,4	0,8	0,3	0,4	0,6	1,4	1,2
<b>Popyt krajowy</b>	0,8	1,4	1,4	2,3	1,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,8
Spożycie ogółem	1,1	1,0	1,3	1,1	1,0	0,4	0,3	0,6	0,6	0,7
Spożycie indywidualne	1,3	0,8	1,5	1,2	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	0,9
Akumulacja	-1,5	3,9	3,3	9,6	2,5	-2,2	-0,5	-2,4	-2,3	1,7
Nakłady na środki trwałe brutto	1,1	1,3	0,0	4,0	0,4	1,0	2,0	-0,1	1,9	1,5

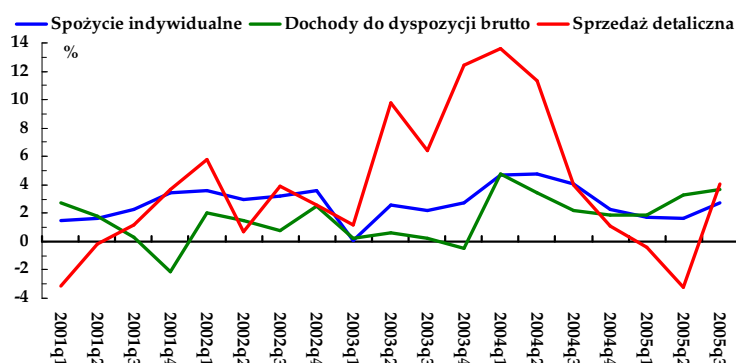
Tabela 2.2: Tempo wzrostu PKB i składników popytu w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. (wyrównane sezonowo)

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS

konsekwencji – popytu krajowego. W ocenie NBP, wkład eksportu netto do rocznego tempa wzrostu PKB był w tym okresie nadal dodatni, jednak mniejszy niż w III kw. ub. r. Wzrost PKB w III kw. 2005 r. oraz szacowana przez NBP dynamika PKB w IV kw. 2005 r. są zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w sierpniowym *Raporcie o inflacji*.

### 2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Według szacunków GUS, w III kw. 2005 r. spożycie indywidualne wzrosło realnie o 2,7% r/r, czyli wyraźnie szybciej niż w pierwszych dwóch kwartałach ub. r. i zgodnie z oczekiwaniami NBP z sierpniowego *Raportu o inflacji*. Przyspieszenie tempa wzrostu spożycia było efektem wzrostu dynamiki realnych dochodów do dyspozycji ludności, co było konsekwencją obniżenia inflacji w tym okresie. Ponadto, do przyspieszenia tempa wzrostu spożycia indywidualnego przyczynił się dynamiczny wzrost kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych (zob. rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*).



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

**Źródło:** Dane GUS.

W wyniku stopniowego przyrostu zatrudnienia, a także wyższego niż w II kw. 2005 r. wzrostu realnych wynagrodzeń, w III kw. 2005 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie rocznej dynamiki dochodów gospodarstw domowych z pracy. Silniej niż w poprzednim kwartale wzrosły także dochody z własności, co wiązało się m.in. ze znacznie większymi niż przed rokiem wypłatami dywidend dla indywidualnych posiadaczy akcji. Nieco szybszy niż w poprzednim kwartale był również realny wzrost nadwyżki operacyjnej brutto. Dodatkowe wypłaty dla emerytów i rencistów o niskich dochodach<sup>12</sup> spowodowały nieznaczny realny wzrost w ujęciu rocznym dochodów ze świadczeń emerytalno-rentowych. Do wzrostu dochodów mogły przyczynić się także środki przekazywane rolnikom w ramach Wspólnej Polityki Rolnej (realizacja dopłat bezpośrednich rozpoczęła się dopiero w IV kw. 2004 r.). Z szacunków NBP wynika, że w III kw. 2005 r., podobnie jak w II kw. ub. r., tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych przewyższało dynamikę spożycia indywidualnego.

Jednocześnie, w III kw. 2005 r. roczne tempo wzrostu spożycia zbiorowego było niższe niż w pierwszych dwóch kwartałach ub. r. (wzrost realny o 1,1% wobec wzrostu o 2,8% w II kw. i 3,2% w I kw.).

Z badań koniunktury GUS wynika, że w IV kw. 2005 r., w porównaniu z III kw., poprawiła się ocena gospodarstw domowych formułowana zarówno w stosunku do ich bieżącej, jak i przyszłej sytuacji finansowej. Obserwowana jest poprawa ocen gospodarstw domowych odnośnie do bieżących zakupów, przy niezmiennych ocenach możliwości zakupów w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Ankietowane gospodarstwa domowe wykazywały zwiększone zainteresowanie poniesieniem wydatków na poprawę standardu mieszkania lub domu, co prawdopodobnie wiązało się z dążeniem do wykorzystania obowiązującej do końca 2005 r. ulgi remontowej.

Dane z sektora przedsiębiorstw za IV kw. 2005 r. wskazują na przyspieszenie wobec III kw. tendencji wzrostowych w zatrudnieniu i wynagrodzeniach. Biorąc pod uwagę

<sup>12</sup>Wynikające z Ustawy o dodatku pieniężnym dla niektórych emerytów, rencistów i osób pobierających świadczenie przedemerytalne albo zasiłek przedemerytalny.

poprawiające się nastroje konsumentów oraz rosnącą dynamikę sprzedaży detalicznej, można oczekiwać, że w IV kw. ub. r. nastąpił dalszy wzrost rocznej dynamiki spożycia indywidualnego. Można także oceniać, że wzrost spożycia zbiorowego był w IV kw. ub. r. nieco wyższy od odnotowanego w III kw. ub. r.

### 2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Według wstępnych danych MF, w 2005 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 28,6 mld zł (3% PKB wobec 4,5% PKB w 2004 r.) i był to najlepszy wynik budżetu państwa odnotowany w ciągu ostatnich czterech lat. Niewątpliwie, przyczyniła się do tego korzystna sytuacja budżetu państwa w II połowie ub. r. W tym okresie deficyt budżetu państwa wyniósł 10,3 mld zł. W II poł. 2005 r. utrzymywało się wysokie tempo wzrostu dochodów budżetowych (wzrost o 14,2% r/r, w całym roku – o 15% r/r), wynikające z wysokich wpływów z podatków dochodowych. Znacząco wyższe niż w poprzednim roku były również dochody z podatku od towarów i usług. Ich wysoka roczna dynamika była w dużej mierze efektem czynników jednorazowych występujących w 2004 r.<sup>13</sup> Do wzrostu dochodów budżetu państwa przyczyniły się także wysokie wpływy z dywidend i wpłat z zysku od przedsiębiorstw państwowych i spółek Skarbu Państwa, które były konsekwencją wyjątkowo dobrych wyników tych przedsiębiorstw w 2004 r. Również dochody jednostek budżetowych były wyższe niż rok wcześniej, szczególnie dochody w dziale obsługa długu krajowego<sup>14</sup>.

Jednocześnie w II poł. 2005 r. wydatki budżetu państwa wzrosły w ujęciu rocznym nieznacznie (o 0,2%), co było efektem m.in. stosunkowo niskiego poziomu dotacji dla funduszy ubezpieczeń społecznych, wydatków majątkowych oraz mniejszej niż rok wcześniej składki członkowskiej do UE. W całym 2005 r. wydatki budżetu państwa były o 5,4% wyższe niż w 2004 r.

W ocenie NBP, pozostałe jednostki sektora finansów publicznych (głównie jednostki samorządu terytorialnego oraz największe fundusze celowe) miały w II poł. 2005 r. dobrą sytuację dochodową. Jednak zmiany w sytuacji finansowej tych jednostek kształtowały się w tym okresie różnie. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych i Fundusz Emerytalno-Rentowy, pomimo dobrych wpływów ze składek ubezpieczeniowych odnotowały pogorszenie sytuacji finansowej, ponieważ większość dotacji budżetowej wykorzystywały w I połowie ub. r. W przypadku FUS niedobór środków uzupełniany był kredytem bankowym. Natomiast jednostki samorządu terytorialnego w I połowie ub. r. skumulowały znaczną część dochodów, co umożliwiło tym jednostkom dynamiczny wzrost wydatków pod koniec 2005 r. Były to przede wszystkim wydatki związane z inwestycjami. Analogicznie jak w latach ubiegłych, w II poł. 2005 r. ta część sektora finansów publicznych

---

<sup>13</sup>Relatywnie niskie dochody z podatku od towarów i usług w 2004 r. wynikały ze: zmiany zasad rozliczania tego podatku od importu wewnątrzspółnotowego wprowadzonej w momencie akcesji Polski do UE oraz zmiany sposobu księgowania zwrotów VAT za grudzień 2004 r.

<sup>14</sup>Wpływy z dywidend i wpłat z zysku po 11 miesiącach 2005 r. wyniosły 2,7 mld zł, tj. o 80,8% więcej niż rok wcześniej. Dochody jednostek budżetowych wyniosły zaś do listopada ub. r. 9,5 mld zł, wzrost o 34,3% r/r.

odnotowała wysoki deficyt<sup>15</sup>.

W całym 2005 r. zarówno budżet państwa, jak i jednostki samorządu terytorialnego oraz fundusze celowe odnotowały wysoki poziom dochodów, co przyczyniło się w decydującym stopniu do obniżenia deficytu sektora finansów publicznych w stosunku do odnotowanego w 2004 r. Prawdopodobnie na niskim poziomie pozostawały również wydatki na współfinansowanie funduszy z UE, z powodu nadal niskiej zdolności do wykorzystania środków unijnych. Ponadto, w 2005 r. umiarkowanie wzrosły wydatki na świadczenia społeczne, co związane było z brakiem waloryzacji tych świadczeń w 2005 r. oraz spadkiem liczby osób uprawnionych do pobierania rent z tytułu niezdolności do pracy. W efekcie wyżej wymienionych czynników w 2005 r. deficyt kasowy sektora finansów publicznych wyniósł – według szacunków NBP – 3,3% PKB, a więc znacznie mniej niż zakładano (4,5% PKB) i znacznie mniej niż w roku poprzednim (4,6% PKB).

Zgodnie z ustawą budżetową na 2006 r., przewiduje się zwiększenie deficytu sektora finansów publicznych do poziomu 3,6% PKB. Istnieje jednak ryzyko pogorszenia sytuacji finansów publicznych w 2006 r. wynikające z niższych niż założono w ustawie dochodów budżetowych. Na perspektywy finansów publicznych niekorzystnie wpływają przyjęte przez poprzedni oraz obecny Parlament niektóre ustawy zwiększające w sposób trwały wydatki publiczne. Utrudni to istotnie niezbędne ograniczenie deficytu finansów publicznych i tempa wzrostu długu publicznego. Przeprowadzenie reform fiskalnych jest konieczne do spełnienia kryteriów konwergencji i przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

### 2.1.3 Popyt inwestycyjny

Według szacunków GUS, w III kw. 2005 r. nadal przyspieszała dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Wzrosły one w tym okresie realnie o 5,7% r/r, wobec 3,8% w II kw. i 1,2% w I kw. Wzrost ten był zbieżny z oczekiwaniami NBP z sierpniowego *Raportu o inflacji*.

W sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (zatrudniających powyżej 49 osób) roczne tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe wyniosło realnie w pierwszych trzech kwartałach ub. r. 7,4% r/r, wobec 4,6% w pierwszym półroczu ub. r. Nominalna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych wzrosła natomiast o 3,9% r/r w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. (wobec 4,5% r/r w I poł. 2005 r.).

Według danych MF, w III kw. 2005 r. obniżyła się aktywność inwestycyjna sektora instytucji rządowych i samorządowych. Państwowe jednostki budżetowe wydały wówczas na inwestycje nominalnie o 25% mniej niż rok wcześniej, natomiast jednostki samorządu terytorialnego o 11% więcej. W IV kw. ub. r. prawdopodobnie nastąpiła pewna poprawa aktywności inwestycyjnej w państwowych jednostkach budżetowych.

<sup>15</sup>W 2005 r. jednostki samorządu terytorialnego zwiększyły zadłużenie w formie obligacji komunalnych o 10%. Większość emisji obligacji, zarówno w 2005 r. jak i 2004 r., odbyła się w ostatnim kwartale roku. Pozyskane w ten sposób środki przeznaczone są na inwestycje i są przede wszystkim związane z modernizacją i budową dróg.

Przyspiesza ożywienie w budownictwie mieszkaniowym. Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w okresie lipiec-listopad 2005 r. wzrosła o 12,4% r/r (wobec 7,9% r/r w I poł. 2005 r.; liczba mieszkań oddanych do użytku w całym 2005 r. wzrosła o 5,8% r/r wobec -4,5% w I poł. 2005 r.; w ciągu pierwszych jedenastu miesięcy br. stan kredytów mieszkaniowych zaciągniętych przez gospodarstwa domowe zwiększył się nominalnie o 12,7 mld zł (35,5% r/r).

Od maja 2005 r. utrzymuje się relatywnie wysoki wzrost importu dóbr inwestycyjnych. W III kw. 2005 r. jego wartość (po wyłączeniu środków transportu) wzrosła o 15,5% r/r (w EUR), wobec 10,1% w II kw. i 1,4% w I kw. 2005 r. Natomiast w okresie październik-listopad 2005 r. wzrost importu tych dóbr przyspieszył do 30% r/r (zob. rozdz. 2.1.4. *Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących*).

Wyniki badań koniunktury NBP w I kw. 2006 r. sygnalizują dalszą poprawę klimatu inwestycyjnego. O zamiarach podjęcia nowych inwestycji w 2006 r. poinformowała - podobnie jak przed rokiem - blisko połowa badanych przez NBP przedsiębiorstw, spośród których 70% planuje rozpocząć inwestycje w pierwszej połowie 2006 r. Przedsiębiorstwa coraz lepiej oceniają także możliwości kontynuowania już rozpoczętych inwestycji. Za rosnącą aktywnością inwestycyjną przemawia także utrzymujący się wzrost kredytów, przede wszystkim zagranicznych, dla przedsiębiorstw (szerzej omówiono to w rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*)<sup>16</sup>. Wzrostowi inwestycji sprzyjać powinna także bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

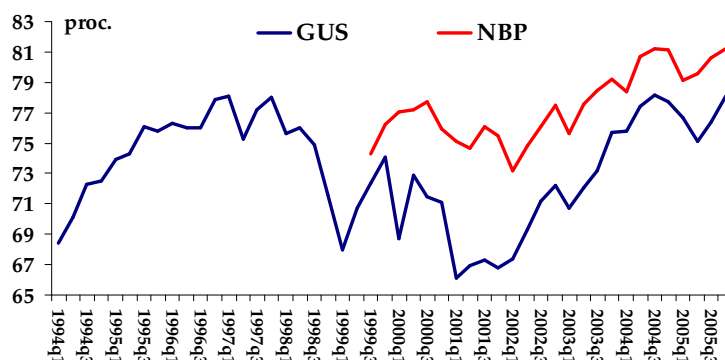
W ciągu najbliższych kwartałów inwestycje w przedsiębiorstwach stymulować może napływ funduszy strukturalnych z UE, jednak pod warunkiem, że poprawi się zdolność do ich wykorzystania. Pozytywnym sygnałem dla inwestycji jest także utrzymująca się dobra koniunktura w budownictwie, a zwłaszcza bardzo szybki wzrost produkcji w grupie przedsiębiorstw zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę. Za zwiększeniem nakładów inwestycyjnych przemawia także bardzo wysoki i rosnący poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych w przedsiębiorstwach, będący efektem ożywienia gospodarczego (Wykres 2.8).

Z drugiej strony, dane statystyczne o krajowym rynku kredytowym oraz wyniki badań ankietowych dotyczące aktywności kredytowej przedsiębiorstw wskazują na zwiększoną niepewność co do skali oczekiwanego ożywienia inwestycyjnego<sup>17</sup>. Ponadto, wśród czynników niepewności wpływających na dynamikę inwestycji istotne znaczenie będzie mieć efektywność systemu współfinansowania projektów inwestycyjnych z funduszy UE. Do czynników ryzyka, które mogą negatywnie oddziaływać na aktywność inwestycyjną w 2006 r. należy niepewność dotycząca kierunku polityki gospodarczej Rządu oraz sytuacji politycznej w Polsce. Utrzymuje się również niepewność co do wpływu zmiennych cen paliw i innych surowców na aktywność inwestycyjną.

---

<sup>16</sup>Obecne informacje o zadłużeniu zagranicznym przedsiębiorstw obejmują dane do III kw. 2005 r.

<sup>17</sup>zob. rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*



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

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP. Różnica ta jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 2500 jednostek przemysłowych i obejmuje tylko trzy sekcje przemysłu. Próba NBP liczy natomiast (w grudniu 2005 r.) ok. 770 przedsiębiorstw z całego sektora przedsiębiorstw. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

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

## Zapasy

Według szacunków GUS, w III kw. 2005 r. przyrost zapasów był znaczący, jednak dużo mniejszy niż rok wcześniej. W efekcie, wkład zapasów do rocznego tempa wzrostu PKB w III kw. 2005 r. był silnie ujemny. Według szacunków NBP, w IV kw. 2005 r. przyrost zapasów był nieco niższy niż w III kw., jednak wkład tej kategorii do wzrostu PKB był bliski zera z uwagi na podobny przyrost zapasów przed rokiem.

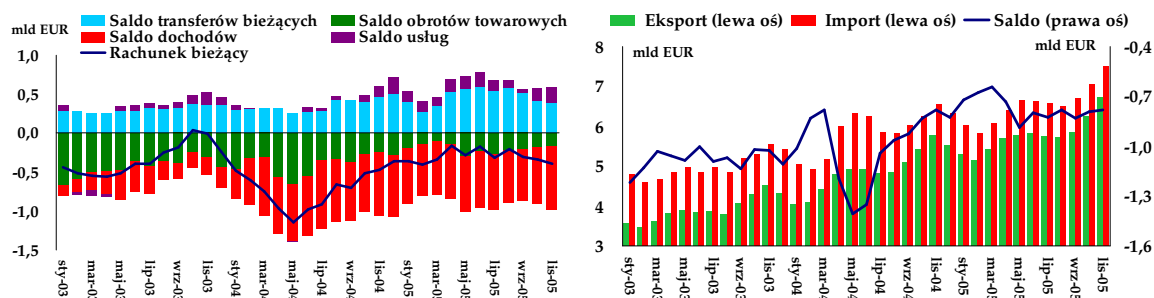
### 2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

Według danych NBP, w okresie lipiec-listopad 2005 r. następowała dalsza poprawa salda obrotów bieżących w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku<sup>18</sup>, chociaż w tempie wyraźnie wolniejszym niż w I poł. ub. r. (w okresie styczeń-czerwiec 2005 r. deficyt obrotów bieżących zmniejszył się o 3,7 mld EUR, natomiast w okresie lipiec-listopad ub. r. – o 0,8 mld EUR). Na zmniejszenie się deficytu w ujęciu rocznym złożyły się zmiany we wszystkich pozycjach bilansu, oprócz salda transferów, które oddziaływało w przeciwnym kierunku (Wykres 2.9, lewy panel). W największym stopniu złożyła się na to ponowna poprawa salda handlu towarami. Utrzymujące się wyższe tempo wzrostu eksportu niż importu prowadziło nie tylko do zmniejszenia nierównowagi zewnętrznej<sup>19</sup>, ale także było ważnym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego.

<sup>18</sup>We wrześniu 2005 r. zostały skorygowane dane o rachunku obrotów bieżących przedstawiane w poprzednich *Raportach* – zobacz: Ramka "Korekta danych bilansu płatniczego"

<sup>19</sup>W okresie styczeń-wrzesień 2005 r. relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wyniosła 1,4%, podczas gdy w odpowiednim okresie 2004 r.: 5,1%.

Utrzymująca się poprawa salda na rachunku obrotów bieżących może być czynnikiem sprzyjającym umocnieniu kursu złotego i przez to oddziałującym w kierunku obniżenia inflacji.



**Wykres 2.9:** Handel zagraniczny. Lewy panel: Bilans obrotów bieżących (trzymiesięczna średnia ruchoma). Prawy panel: Eksport i import towarów (trzymiesięczna średnia ruchoma).

**Źródło:** Dane NBP – lewy panel, dane GUS – prawy panel.

### Korekta danych bilansu płatniczego

We wrześniu 2005 r. NBP skorygował dane dotyczące bilansu płatniczego za 2004 r. i I kw. 2005 r. Korekta danych bilansu płatniczego związana była z uzyskaniem informacji o wartości reinwestowanych zysków od polskich przedsiębiorstw bezpośredniego inwestowania. Zgodnie z zasadami rejestrowania transakcji w bilansie płatniczym, dochody uzyskiwane przez inwestorów bezpośrednich (obejmujące dywidendy i odsetki od wierzytelności oraz reinwestowane zyski) ujmowane są w rachunku obrotów bieżących w następujący sposób: dochody od polskich inwestycji bezpośrednich za granicą po stronie przychodów, a dochody od zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce po stronie rozchodów. Reinwestowane zyski inwestorów zagranicznych były w 2004 r. bardzo wysokie dzięki dobrym wynikom finansowym przedsiębiorstw i wpłynęły z jednej strony na pogorszenie salda rachunku obrotów bieżących, a z drugiej strony (zgodnie z zasadą dwustronnego ujmowania transakcji w bilansie płatniczym) na zwiększenie wielkości napływu kapitału z tytułu zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce na rachunku finansowym. Ze względu na tę korektę dane przedstawione w Tabeli 2.4 różnią się istotnie od prezentowanych w poprzednim *Raporcie*. W szczególności dotyczy to deficytu obrotów bieżących w 2004 r., którego wielkość przed korektą szacowana była na 3,0 mld EUR (tj. 1,5% PKB), a po korekcie – na 8,4 mld EUR (tj. 4,1% PKB). Należy jednak zauważyć, że równocześnie i w tej samej skali zwiększono wielkość napływu do Polski kapitału w postaci zagranicznych inwestycji bezpośrednich w 2004 r. W sumie zatem, stopień nierównowagi zewnętrznej oraz wkład eksportu netto do PKB w 2004 r. jest oceniany – w sensie ekonomicznym – podobnie jak przed korektą.

Według wstępnych danych GUS, wartość eksportu w okresie lipiec-listopad 2005 r. wzrosła o 16,5% r/r w EUR (podczas gdy w I poł. ub. r. o 20,8% r/r – Wykres 2.9, prawy panel).



Dane dotyczące struktury geograficznej handlu zagranicznego wskazują, że wzrost wartości polskiego eksportu wynikał przede wszystkim ze zwiększenia sprzedaży do krajów strefy euro i nowych krajów członkowskich UE, natomiast do spowolnienia dynamiki eksportu przyczyniło się obniżenie tempa wzrostu sprzedaży do krajów spoza UE.

Przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w strefie euro w III kw. 2005 r. (do 1,6% r/r z 1,2% r/r w I poł. ub. r.) towarzyszyło ożywienie popytu importowego tej gospodarki. Import strefy euro wzrósł w tym okresie o 14,1% r/r, co oznacza, że podtrzymana została tendencja wzrostowa zapoczątkowana w II kw. 2005 r. Do przyspieszenia dynamiki importu strefy euro (w porównaniu z I połową ub. r., kiedy wartość przywozu wzrosła o 9,8%) przyczynił się zarówno wzrost popytu krajowego (zwłaszcza inwestycyjnego), jak i dalszy wzrost eksportu strefy euro<sup>20</sup>. Wartość importu strefy euro z Polski, według danych Eurostat, w okresie lipiec-wrzesień 2005 r. zwiększyła się o 12,6% r/r, podczas gdy w I poł. ub. r. – zaledwie o 0,5% r/r. Relatywnie wysoki popyt w nowych krajach członkowskich UE (wzrost gospodarczy ważony strukturą polskiego eksportu wyniósł tam 5,9% w III kw. ub.r) także znalazł odzwierciedlenie w przyspieszeniu dynamiki polskiego eksportu do tych krajów.

Do przyspieszenia wzrostu wartości importu Polski (z 10,9% w I poł. 2005 r. do 13,6% w okresie lipiec-listopad ub. r. r/r) przyczyniły się przede wszystkim wyższe ceny paliw<sup>21</sup> oraz ożywienie popytu inwestycyjnego<sup>22</sup>. Wzrost cen ropy naftowej sprawił, że najwyższą dynamiką spośród głównych grup towarowych odznaczał się nadal import towarów zaopatrzeniowych. Jednak w przypadku pozostałych wyrobów klasyfikowanych w tej grupie nastąpiło obniżenie dynamiki importu (najbardziej w przypadku części do maszyn i środków transportu z 13,1% r/r w I poł. ub. r. do 6,3% r/r w okresie lipiec-listopad ub. r.), co może wpłynąć w najbliższych miesiącach na osłabienie dynamiki eksportu produktów gotowych.

W porównaniu z I poł. ub. r. nastąpiło ożywienie importu dóbr inwestycyjnych. W październiku i listopadzie ub. r., średnia dynamika przywozu w tej grupie osiągnęła 30% r/r. Było to efektem zwiększenia dostaw maszyn i urządzeń przemysłowych (głównie dla przemysłu papierniczego), maszyn rolniczych (w związku z napływem transferów w ramach wspólnej polityki rolnej) oraz produktów sektora informatycznego i telekomunikacyjnego – co było związane z ożywieniem aktywności w tej branży w skali globalnej<sup>23</sup> (towarzyszyło temu zwiększenie udziału Chin i pozostałych azjatyckich krajów rozwijających się wśród dostawców tych wyrobów oraz obniżenie się ich cen jednostkowych).

W okresie lipiec-listopad 2005 r. nastąpiło także pewne przyspieszenie importu towarów konsumpcyjnych. Dotyczyło to przede wszystkim przywozu żywności. W III kw ub. r.

<sup>20</sup>Rosnąca współzależność dynamiki eksportu i importu wskazuje na umacnianie się tendencji umiędzynarodowienia procesów produkcyjnych (por. *"Biuletyn Miesięczny EBC – Grudzień 2005"*).

<sup>21</sup>W okresie styczeń-wrzesień 2005 r. ceny transakcyjne w imporcie paliw wyrażone w EUR wzrosły o 27,9% r/r.

<sup>22</sup>Wartość importu paliw i dóbr inwestycyjnych łącznie zwiększyła się w okresie lipiec-listopad 2005 r. o 30,9% r/r (wobec 18,6% r/r w I poł. ub. r.), natomiast wartość importu pozostałych towarów zwiększyła się o 8,4% (w I poł. ub. r. o 8,8%).

<sup>23</sup>Patrz np. *"Global economic prospects 2006: economic implications of remittances and migration"*, World Bank 2005.

znacząco zwiększył się także wolumen importu dóbr trwałego użytku, jednak w wyniku znacznego obniżenia ich cen jednostkowych<sup>24</sup> nie znalazło to odzwierciedlenia w odpowiednio wysokim wzroście wartości przywozu (także i w tym przypadku zwiększył się udział Chin w imporcie).

### **Globalne nierównowagi**

W ostatnich latach obserwujemy narastanie globalnej nierównowagi. Objawia się ona m.in. bardzo wysokim deficytem na rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych, który w 2005 r. przekroczył poziom 6% PKB, znaczącym wzrostem cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych i innych krajach anglosaskich, ujemnymi oszczędnościami gospodarstw domowych w tych krajach oraz bardzo silnym wzrostem rezerw dewizowych w bankach centralnych wielu krajów azjatyckich oraz w krajach eksportujących ropę naftową. Jednocześnie długookresowe stopy procentowe na głównych rynkach finansowych pozostają na historycznie niskich poziomach. Zdaniem większości ekonomistów, fundamenty obecnego rozwoju gospodarki światowej nie są stabilne. Utrzymywanie się amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących na poziomie przekraczającym 5% PKB będzie prowadzić do gwałtownego wzrostu amerykańskiego zadłużenia zagranicznego netto, którego wartość może przekroczyć poziom akceptowalny przez rynki finansowe.

Powstanie i narastanie nierównowagi globalnej jest tłumaczone przez wiele, w części konkurujących ze sobą, a w części wzajemnie uzupełniających się hipotez, które wskazują na splot nakładających się i współzależnych zjawisk ekonomicznych.

Pierwsze z wyjaśnień wskazuje na prowadzoną przez kraje Dalekiego Wschodu, m.in. Chiny, politykę makroekonomiczną, ukierunkowaną na ekspansję eksportu. Polityka ta polega na utrzymywaniu waluty krajowej na niedowartościowanym poziomie, co się wiąże z utrzymywaniem reżimów sztywnego kursu walutowego bądź z prowadzeniem interwencji walutowych. W ramach prowadzonej polityki kursowej banki centralne kupują waluty obce i emitują walutę krajową, a pozyskane w ten sposób waluty, głównie dolary, lokują przede wszystkim w amerykańskie rządowe papiery dłużne. Taka strategia banków centralnych krajów azjatyckich prowadzi do utrzymywania się amerykańskich stóp procentowych na niskim poziomie (efekt ten szacowany jest w literaturze na 50-200 punktów bazowych) i – tym samym – przyczynia się do spadku oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych.

Drugie z przytaczanych wyjaśnień wskazuje na spadek amerykańskich oszczędności krajowych spowodowany rosnącą ekspansją fiskalną (w latach 2000-2004 saldo budżetowe pogorszyło się o prawie 6% PKB) i luźną polityką pieniężną, co powodowało pogłębienie się ujemnych oszczędności gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych. Ocenia się, że w wyniku silnego wzrostu cen nieruchomości w tym kraju, gospodarstwa domowe mogły znacząco zwiększyć spożycie zaciągając nowe kredyty pod zastaw nieruchomości.

Trzecią, powiązaną z drugą, przyczyną nierównowagi jest wzrost produktywności w gospodarce amerykańskiej i związane z tym wyższe możliwości inwestycyjne w tym

---

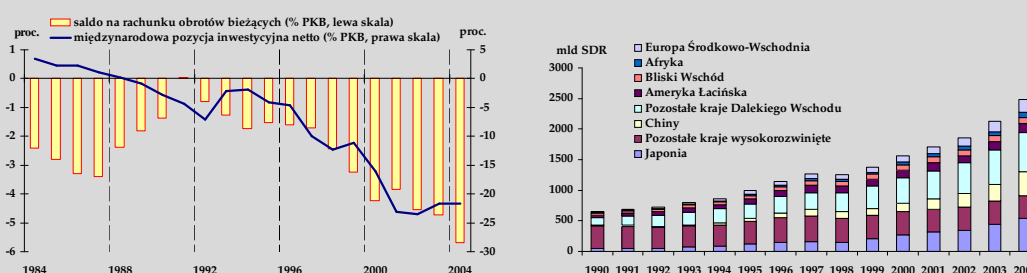
<sup>24</sup>Patrz *"Handel zagraniczny styczeń-wrzesień 2005"*, GUS, Warszawa 2005.

kraju. Wzrost inwestycji w warunkach niskich oszczędności skutkuje narastaniem nierównowagi zewnętrznej.

Po czwarte, wskazuje się, że do nierównowagi w gospodarce światowej przyczynia się nadmierny poziom oszczędności globalnych, który wynika m.in. z restrukturyzacji przedsiębiorstw, zmian demograficznych, silnego wzrostu gospodarczego w krajach, w których występują strukturalnie wysoki poziom oszczędności (który na przykład w Chinach wynosi prawie 50% PKB), czy wzrostu przychodów krajów eksportujących ropę naftową.

Piątym przywoływanym czynnikiem nierównowagi jest globalny spadek popytu inwestycyjnego. Obniżenie udziału inwestycji w PKB jest najbardziej widoczne w krajach, które w ciągu ostatnich 10 lat doświadczyły kryzysu gospodarczego.

Podobnie jak nie ma zgody co do jednoznacznego określenia przyczyn powstania globalnej nierównowagi, nie ma również konsensusu w kwestii dalszego rozwoju wydarzeń. Istnieją badania wskazujące na możliwość utrzymania się globalnej nierównowagi przez dłuższy czas, jednak więcej prac wskazuje na nieuchronność dostosowania w perspektywie najbliższych kilku lat.



**Lewy panel:** Saldo na rachunku obrotów bieżących oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Stanów Zjednoczonych w latach 1984-2004. **Źródło:** Bureau of Economic Analysis.

**Prawy panel:** Zmiany poziomu rezerw walutowych na świecie w latach 1990-2004 (stan na koniec okresu). **Źródło:** MFW, IFS

Proces zmniejszenia amerykańskiego deficytu obrotów bieżących, a tym samym powrót gospodarki światowej na stabilną ścieżkę rozwoju, miałby najłagodniejszy przebieg w ramach skoordynowanej polityki makroekonomicznej. Odpowiednie dostosowania wymagają podjęcia kroków mających na celu m.in. zmniejszenie deficytu budżetowego w Stanach Zjednoczonych, ożywienie popytu krajowego w Japonii i krajach Unii Europejskiej, uelastycznienie systemu kursowego w Chinach i innych krajach azjatyckich i odejście tych krajów od modelu wzrostu napędzanego eksportem do modelu wzrostu bardziej zrównoważonego, opartego w większym stopniu o wzrost krajowego popytu. W praktyce, globalna koordynacja polityki makroekonomicznej może się jednak okazać trudna do przeprowadzenia. To z kolei zwiększa ryzyko wystąpienia tzw. "scenariusza twardego lądowania", które oznacza znaczące napięcia na rynkach finansowych, możliwą znaczną deprecjację dolara, istotny wzrost długoterminowych stóp procentowych i – w rezultacie – znaczące obniżenie globalnego wzrostu gospodarczego.

## Determinanty inflacji

	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4
<b>Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*</b>										
<b>r/r</b>	11,2	21,0	25,7	32,6	12,8	7,7	-8,1	-16,5	-6,6	b.d.
<b>kw./kw.</b>	5,3	6,8	2,0	15,6	-10,5	2,0	-12,9	5,0	0,1	b.d.
<b>Ceny importu / ceny krajowe producentów</b>										
<b>r/r</b>	5,0	5,8	6,4	1,7	-8,2	-10,5	-17,9	-19,6	-9,6	b.d.
<b>kw./kw.</b>	0,4	0,0	3,4	-2,0	-9,4	-2,5	-5,3	-4,0	1,9	b.d.
<b>REER ULC*</b>										
<b>r/r</b>	-12,7	-22,8	-22,4	-16,8	-2,5	9,1	24,0	17,5	9,4	3,4**
<b>kw./kw.</b>	-6,9	-8,1	1,5	-4,1	9,2	2,7	15,4	-9,2	1,6	-2,8**

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

**Oznaczenia:**

\* – dynamika jednostkowych kosztów pracy została obliczona jako relacja dynamiki nominalnych wynagrodzeń w przemyśle przetwórczym do dynamiki wydajności pracy w tym sektorze (wydajność pracy: produkcja sprzedana w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) na jednego pracującego w tym sektorze). REER ULC: realny efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. Minus oznacza deprecjację.

\*\* – szacunek na podstawie danych miesięcznych GUS; wykorzystano także dane i szacunki KE, NBP, EBC.

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

W III kw. 2005 r. pozycja konkurencyjna krajowych eksporterów mierzona relacją cen transakcyjnych eksportu do jednostkowych kosztów pracy nie zmieniła się, natomiast mierzona realnym efektywnym kursem walutowym nieznacznie się pogorszyła w porównaniu z poprzednim kwartałem (Tabela 2.3), co wynikało głównie z aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego (zobacz rozdz. 2.5.2 *Kurs walutowy*). Według szacunków NBP, w IV kw. realny efektywny kurs złotego zdeprecjonował się, co było związane z relatywnie niską dynamiką jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym w Polsce.

Z badań koniunktury NBP wynika, iż w IV kw. 2005 r. kurs złotego wobec dolara i euro kształtował się na poziomie, który z punktu widzenia sprzedaży eksportowej pozostawał opłacalny dla większości eksporterów. Jednak obniżenie wskaźnika prognoz eksportu w badaniach NBP – zarówno wobec poprzedniego kwartału jak i analogicznego okresu przed rokiem – może sygnalizować obniżenie dynamiki eksportu w I kw. 2006 r.

W III kw. 2005 r. po raz pierwszy od sześciu kwartałów odnotowano nieznaczną poprawę pozycji konkurencyjnej producentów na rynku krajowym, na co wskazuje wzrost o 1,9% (kw/kw) relacji indeksu cen transakcyjnych importu do indeksu krajowych cen producentów w przemyśle przetwórczym.

Natomiast w IV kw. 2005 r. – według badań koniunktury NBP – konkurencyjność cenową towarów importowanych zwiększał mocniejszy niż w poprzednim kwartale nominalny kurs złotego wobec euro.

W III kw. 2005 r. większość wskaźników ostrzegawczych służących do oceny nierównowagi zewnętrznej poprawiła się i pozostała na bezpiecznym poziomie (Tabela 2.4).

Wskaźnik ostrzegawczy	04q1	04q2	04q3	04q4	2004	05q1	05q2	05q3
<u>Saldo obrotów bieżących</u> PKB w skali roku	-2,5%	-3,4%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-3,3%	-2,1%	-1,5%
<u>Saldo obrotów bieżących i kapitałowych</u> PKB w skali roku	-2,5%	-3,4%	-3,8%	-3,7%	-3,7%	-2,7%	-1,6%	-1,2%
<u>Saldo płatności towarowych</u> PKB w skali roku	-2,4%	-2,7%	-2,6%	-2,2%	-2,2%	-1,8%	-1,3%	-1,1%
<u>Inwestycje bezpośrednie</u> deficyt obrotów bieżących	138,0%	74,4%	35,4%	310,6%	112,4%	214,0%	94,9%	184,0%
(Saldo obrotów bieżących + kapitałowych + inwestycje bezpośrednie)/PKB	1,9%	-1,4%	-1,6%	4,1%	0,9%	2,8%	0,1%	1,5%
<u>Obsługa zadłużenia zagranicznego</u> wpływy z eksportu towarów w skali roku	35,5%	33,0%	34,9%	41,0%	41,0%	47,2%	47,1%	-
Oficjalne aktywa rezerwowe (w miesiącach importu towarów i usług)	5,2	4,3	4,3	3,8	4,0	4,4	4,6	4,4

Tabela 2.4: Główne wskaźniki ostrzegawcze

Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

### Polski handel zagraniczny

Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz integracja z Unią Europejską wpłynęły od początku lat dziewięćdziesiątych na przyspieszenie procesu umiędzynarodowienia polskiej gospodarki. Znalazło to odzwierciedlenie zarówno w przyspieszeniu obrotów polskiego handlu zagranicznego, jak i głębokich zmianach jego struktury.

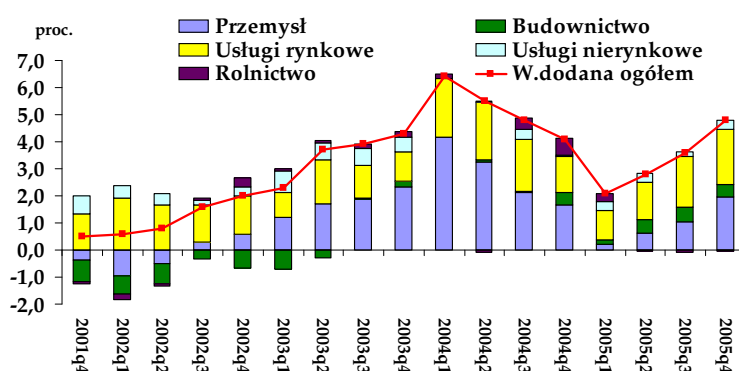
Obroty polskiego handlu zagranicznego rosły w ostatnich dziesięciu latach wyraźnie szybciej w porównaniu z handlem światowym, o czym świadczy dwukrotny wzrost udziału Polski w handlu międzynarodowym: w światowym eksporcie z 0,4% do 0,8% i imporcie z 0,5% do 0,9%. W tym okresie istotnie wzrosło również znaczenie handlu zagranicznego w PKB Polski. Udział eksportu w PKB zwiększył się w latach 1995-2005 z 23% do 38%, a importu odpowiednio z 21% do 38% i obecnie kształtują się one na nieco wyższym poziomie niż średnio w krajach Unii<sup>1</sup>.

Zmiany strukturalne jakie nastąpiły w polskim eksporcie polegają przede wszystkim na zwiększeniu się udziału wyrobów o wyższym stopniu przetworzenia i w konsekwencji upodabniania się do struktury handlu wewnątrz UE. Najwyższą dynamiką – przeszło dwukrotnie wyższą w porównaniu ze średnią – odznaczała się w latach 1993-2005 sprzedaż maszyn oraz pojazdów drogowych. Przyczyniły się do tego w głównej mierze inwestycje zagraniczne w sektorach elektromaszynowym i motoryzacyjnym<sup>2</sup>, jak i wysoki popyt zewnętrzny na ich produkty. Branże te, uważane za jedne z najbardziej zinternacjonalizowanych, zintegrowały Polskę z gospodarką światową poprzez swoje międzynarodowe sieci produkcji i dystrybucji. Proces ten spowodował, że zmiany w strukturze eksportu były silnie skorelowane ze zmianami struktury importu. Systematycznie rosnący udział w imporcie tych samych branż co w eksporcie przyczynił się do zwiększenia znaczenia w polskim handlu wymiany wewnątrzgałęziowej – zjawiska charakterystycznego dla współczesnej gospodarki światowej.



## 2.2 Produkcja

Na podstawie wstępnych danych za październik-grudzień 2005 r. można ocenić, że w IV kw. 2005 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie rocznego tempa wzrostu wartości dodanej. Na przyspieszenie rocznej dynamiki wartości dodanej złożył się szybszy wzrost wartości dodanej w przemyśle oraz dalsze ożywienie w usługach rynkowych (Wykres 2.10). Według szacunków NBP, IV kw. 2005 r. był trzecim z kolei, w którym kwartalne tempo wzrostu wartości dodanej (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) istotnie przekroczyło 1%.



Wykres 2.10: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS, IV kw. 2005 r. - szacunki NBP

Wyrównane sezonowo (procent)	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3
Wartość dodana ogółem	1,5	1,2	1,1	2,4	0,7	0,5	0,4	0,5	1,4	1,3
Przemysł	2,5	4,1	2,7	6,3	0,7	-1,0	1,0	0,1	2,4	0,7
Budownictwo	0,6	1,0	-0,5	1,2	0,0	1,3	3,0	0,8	3,0	1,9
Usługi rynkowe	1,2	0,5	1,0	1,6	0,7	0,4	0,4	0,9	1,0	1,3

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS

Zapoczątkowane w II kw. 2005 r. umiarkowane ożywienie w przemyśle w kolejnych miesiącach stopniowo nabierało tempa. W rezultacie roczna dynamika produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach 2005 r. osiągnęła poziom nie notowany od blisko roku.

Od początku 2005 r. utrzymują się wyraźne tendencje wzrostowe w branżach o dużym udziale sprzedaży na eksport, w szczególności w produkcji maszyn i urządzeń, wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych, wyrobów z metali, a od połowy 2005 r. także w dziale wytwarzającym sprzęt RTV i urządzenia telekomunikacyjne. Po ponad rocznej stabilizacji, w IV kw. 2005 r. zwiększyła się produkcja przemysłu motoryzacyjnego,

co wiązać można głównie ze zwiększeniem istniejących mocy wytwórczych tej sekcji. W IV kw. ub. r. nadal dynamicznie rosła produkcja przemysłu spożywczego. Wyhamowane zostały spadki produkcji w przemyśle koksowniczo-rafinacyjnym, po głębokich spadkach obserwuje się dynamiczny wzrost w hutnictwie metali. Utrzymuje się stabilizacja produkcji maszyn i aparatury elektrycznej oraz stagnacja w przemyśle lekkim. Do wysokiego tempa wzrostu produkcji przemysłowej w IV kw. ub. r. przyczyniła się częściowo wygasająca z końcem roku ulga remontowa, co w tym okresie wpłynęło na zwiększenie sprzedaży przedsiębiorstw produkujących materiały budowlane. Podsumowując, struktura produkcji sygnalizuje, że chociaż głównym czynnikiem wzrostu w przemyśle pozostaje eksport, coraz większą rolę może zaczynać odgrywać sprzedaż na rynku krajowym.

Badania koniunktury GUS wskazują na wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji ożywienia w przemyśle. W krótkim okresie pewną barierą dalszych wzrostów może być bardzo wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych w przetwórstwie przemysłowym. Czynniki ten powinien jednak stopniowo ustępować wraz z oczekiwanym wzrostem inwestycji.

Według danych GUS, w III kw. 2005 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych, szczególnie w przedsiębiorstwach zajmujących się handlem i naprawami. W oparciu o wstępne dane za październik-listopad 2005 r. można szacować, że w IV kw. ub. r. ożywienie w usługach rynkowych było kontynuowane. Wyższe wzrosty odnotowano w sprzedaży hurtowej i detalicznej, na co korzystny wpływ miał wzrost popytu związany z kończącą się ulgą remontową. Wyraźne przyspieszenie nastąpiło także w sprzedaży usług transportu.

Badania koniunktury GUS wskazują na korzystną sytuację w przedsiębiorstwach handlowych, jednak ze względu na wygaśnięcie wspomnianych czynników jednorazowych pierwsze miesiące 2006 r. mogą być słabsze niż koniec 2005 r. W przypadku pozostałych usług rynkowych badania koniunktury GUS sygnalizują utrzymanie dotychczasowych trendów.

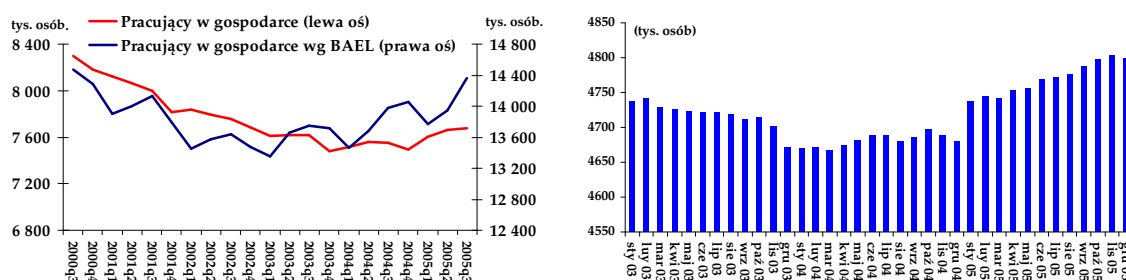
Po bardzo silnym przyspieszeniu w II kw., w kolejnych miesiącach III i IV kw. 2005 r. tendencje wzrostowe w budownictwie nieco osłabły. Zmniejszenie rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej dotyczyło zarówno robót o charakterze inwestycyjnym, jak i robót o charakterze remontowym. Jednak wobec nadal optymistycznych sygnałów płynących z badań koniunktury oraz utrzymującego się bardzo silnego wzrostu robót w przedsiębiorstwach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę, perspektywy wzrostu produkcji w branży budowlanej w najbliższych miesiącach są korzystne. Istotnym czynnikiem wspierającym ożywienie w budownictwie będą inwestycje infrastrukturalne realizowane w ramach projektów współfinansowanych przez UE.



## 2.3 Rynek pracy

### 2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W III kw. 2005 r. przyspieszył wzrost liczby pracujących w gospodarce zarówno według BAEL<sup>25</sup> (w ujęciu rocznym oraz kwartalnym po uwzględnieniu wahań sezonowych), jak i danych GUS ze sprawozdań przedsiębiorstw. Systematycznie zwiększa się zatem liczba pracujących nie tylko w małych jednostkach (do 9 osób zatrudnionych), na co od 7 kwartałów wskazywały dane BAEL, ale również większych (zatrudniających ponad 9 osób), na co od 4 kwartałów wskazują dane GUS.



**Wykres 2.11:** Zatrudnienie. Lewy panel: pracujący w gospodarce według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób. Prawy panel: zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób).

**Źródło:** Dane GUS.

Według danych BAEL w III kw. 2005 r. pracujących w gospodarce było o 385 tys. więcej niż przed rokiem (tj. wzrost o 2,8% wobec 1,9% w II kw. 2005 r.) i aż o blisko 720 tys. osób więcej niż w analogicznym kwartale 2002 r. – gdy zaczęło się ożywienie na rynku pracy<sup>26</sup>. Po wyłączeniu rolnictwa indywidualnego, liczba pracujących według BAEL zwiększyła się w III kw. 2005 r. o 422 tys. r/r (tj. wzrost o 3,7% r/r wobec 2,7% r/r w II kw. 2005 r.). Według danych z jednostek objętych statystyką GUS (powyżej 9 osób) pracujących było o 123 tys. więcej (tj. wzrost o 1,6% wobec 1,3% w II kw. 2005 r.) (Wykres 2.11, lewy panel). Według BAEL, przyspieszył wzrost liczby pracujących w usługach (Tabela 2.6), nieco zwolnił w przemyśle. W ujęciu kwartalnym zwiększyła się też liczba pracujących w rolnictwie, choć była ona niższa niż rok wcześniej. Utrzymała się także tendencja szybkiego wzrostu liczby pracujących na umowę na czas określony, choć po raz pierwszy od 1998 roku zwiększyła się także nieco liczba pracujących na czas nieokreślony. Wraz ze wzrostem zatrudnienia zwiększa się zatem udział pracujących na czas określony w ogólnej liczbie pracujących najemnie (z 23,8% w III kw. 2004 r. do 26,4% w III kw. 2005 r.).

<sup>25</sup>Definicja pracujących według BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności) – patrz: *Kwartalna Informacja o Rynku Pracy*, GUS.

<sup>26</sup>Po przystąpieniu Polski do UE istotnie zwiększyła się liczba Polaków wyjeżdżających do pracy za granicę. Jednak brak wiedzy na temat sposobu klasyfikacji pracowników czasowo pracujących za granicą w Badaniach Aktywności Ekonomicznej Ludności utrudnia oszacowanie skali wpływu tego zjawiska na procesy zachodzące na rynku pracy i przez to jest źródłem niepewności oceny sytuacji na rynku pracy.

## Determinanty inflacji

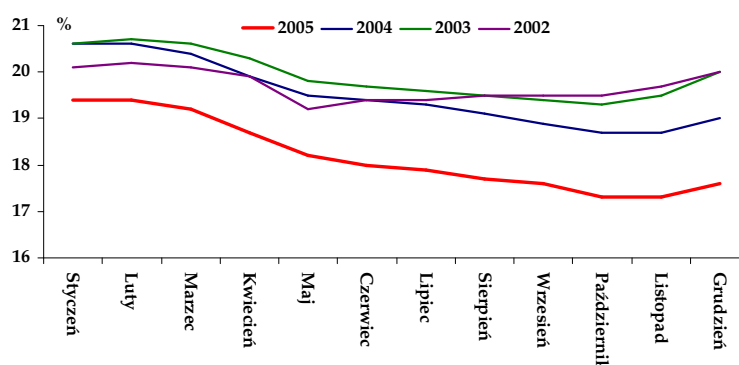
	Pracujący w 2005q3 (tys. osób)	Wzrost w 2005q2 (r/r)	Wzrost w 2005q3 (r/r)	Wzrost w 2005q2 (kw/kw) od- sezonowany	Wzrost w 2005q3 (kw/kw) od- sezonowany
<b>Ogółem</b>	14 359	1,9%	2,8%	0,6%	0,9%
<b>Miejsce zamieszkania</b>					
miasto	8 673	1,2%	1,7%	0,4%	0,5%
wieś	5 686	3,1%	4,3%	0,8%	0,5%
<b>Sektor ekonomiczny</b>					
rolniczy	2 674	-1,0%	-0,4%	0,5%	1,7%
przemysłowy	4 166	4,3%	2,8%	1,1%	0,4%
usługowy	7 514	1,5%	3,8%	0,7%	1,1%
<b>Sektor własności</b>					
publiczny	4 181	0,0%	1,3%	0,1%	0,1%
prywatny (bez indywidual- nych gospodarstw rolnych)	7 700	4,3%	5,0%	0,3%	1,8%
prywatny (indywidualne go- spodarstwa rolne)	2 478	-1,8%	-1,5%	0,5%	1,5%
<b>Status zatrudnienia</b>					
pracownicy najemni	10 551	3,3%	4,6%	0,6%	1,6%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 965	-1,5%	-2,6%	-0,5%	-0,6%
pomagający członkowie rodzin	842	-3,0%	0,1%	-1,7%	1,4%
<b>Rodzaj umowy o pracę</b>					
zatrudnienie na czas określony	2 785	16,8%	16,2%	3,1%	5,5%
zatrudnienie na czas nieokre- ślony	7 766	-0,7%	0,9%	-0,2%	0,4%

**Tabela 2.6:** Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

**Źródło:** Dane BAEL, obliczenia NBP.

Utrzymuje się systematyczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Od lipca do grudnia 2005 r. przeciętne zatrudnienie w przedsiębiorstwach zwiększyło się o 27 tys. (Wykres 2.11, prawy panel), a od początku roku o 62 tys., tj. 1,3%. W grudniu 2005 r. roczny wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 2,5%.

W 2005 r. spadek bezrobocia był głębszy niż w latach poprzednich (Wykres 2.12). W grudniu 2005 r. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 17,6%, co oznacza spadek o 1,4 pkt. proc w ujęciu rocznym. Wśród wyrejestrowanych bezrobotnych przeważają jednak osoby, które wyrejestrowały się z powodów innych niż znalezienie pracy (przeciętnie w okresie sierpień-grudzień 2005 r. 57%). Stopa bezrobocia według BAEL zmniejszyła się w III kw. 2005 r. do 17,4% z 18,2% rok wcześniej. W III kw. 2005 r. nastąpił przy tym wyraźny wzrost (o 1,7% r/r) liczby osób aktywnych zawodowo. Wzrost ten wskazuje, że pozytywne tendencje na rynku pracy zaczynają przyciągać na rynek pracy osoby, które do tej pory pozostawały bierne zawodowo. Może się to przyczynić do zwiększenia potencjału gospodarczego, ale równocześnie oznacza, iż wzrostowi liczby pracujących nie musi towarzyszyć tak samo szybki spadek liczby bezrobotnych.



Wykres 2.12: Stopa bezrobocia rejestrowanego wg danych z urzędów pracy (w proc.)

Źródło: Dane GUS.

Badania koniunktury NBP wskazują, że w I kw. 2006 r. kontynuowany będzie wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, gdyż saldo prognoz zatrudnienia<sup>27</sup> - po uwzględnieniu wahań sezonowych - było w tym okresie dodatnie i najwyższe od początku prowadzenia tych badań (w 2001 r.). Badania koniunktury GUS również wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach.

W sumie, dane dotyczące rynku pracy wskazują, że skala poprawy sytuacji na rynku pracy jest większa niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*.

### 2.3.2 Płace i wydajność

W III kw. 2005 r. roczny wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce był najniższy od początku 2004 r. i wyniósł 3,4% (wobec 3,9% w poprzednim kw.). Także w sektorze przedsiębiorstw wzrost przeciętnych wynagrodzeń nominalnych był niższy niż w poprzednim kwartale i wyniósł 2,7% r/r (wobec 3,0% r/r)<sup>28</sup>. W pierwszych dwóch miesiącach IV kw. 2005 r. dynamika płac w przedsiębiorstwach znacznie wzrosła (do ponad 6% r/r). Wzrost dynamiki płac w tych miesiącach wynikał w części z przesunięcia dodatkowych wynagrodzeń w niektórych sekcjach (poczta i telekomunikacja oraz górnictwo). To przesunięcie obniżyło także dynamikę płac w przedsiębiorstwach w grudniu (do 1,5% r/r). W całym IV kw. 2005 r. tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach wyniosło 4,8% r/r i było wyższe niż w pierwszych trzech kwartałach 2005 r.

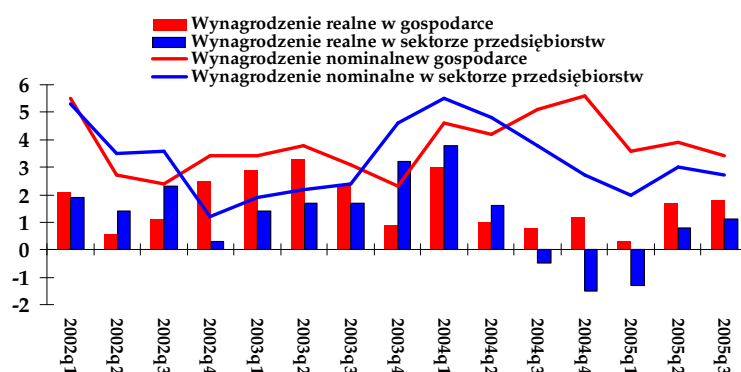
W III kw. 2005 r. przyspieszenie wzrostu zatrudnienia zarówno w sektorze przedsiębiorstw jak i gospodarce przyczyniło się do zwiększenia - w porównaniu z poprzednim kwartałem - dynamiki nominalnego funduszu wynagrodzeń w gospodarce (wzrost o

<sup>27</sup>Saldo prognoz zatrudnienia: różnica między odsetkiem firm deklarujących zwiększenie zatrudnienia a odsetkiem deklarujących jego zmniejszenie.

<sup>28</sup>Obniżenie dynamiki płac w III kw. 2005 r. - zarówno w gospodarce jak i przedsiębiorstwach - w stosunku do poprzedniego kwartału wynikało w części z przesunięcia wypłat dodatkowych wynagrodzeń w sekcji poczta i telekomunikacja z IV kw. (w 2004 r.) na III kw. (w 2005 r.). Z drugiej strony przesunięcie to przyczyniło się do podwyższenia wzrostu płac w IV kw. 2005 r.

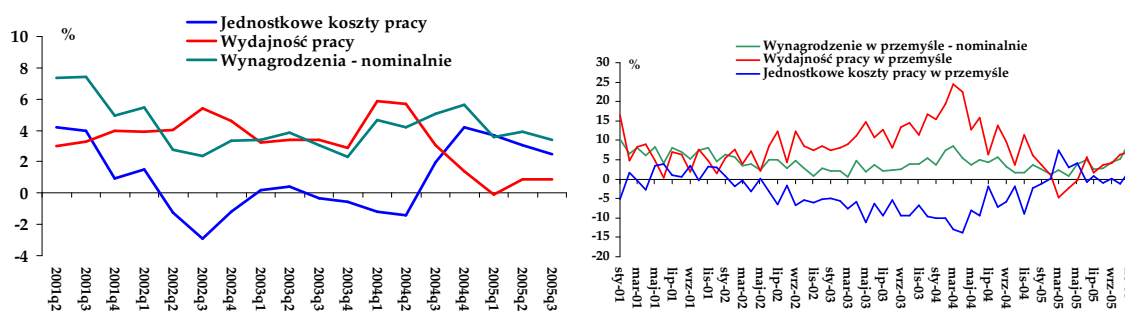
5,2% r/r w gospodarce wobec 5,0% r/r w poprzednim kwartale) i stabilizacji jego dynamiki w sektorze przedsiębiorstw (wzrost o 4,7% r/r wobec 4,8% r/r w poprzednim kwartale). Natomiast w IV kw. na skutek istotnego wzrostu płac w przedsiębiorstwach nastąpiło znaczne przyspieszenie dynamiki funduszu płac tego sektora (wzrost o 7,3% r/r).

W ujęciu realnym, roczny wzrost płac był w III kw. br. nieco wyższy niż w poprzednim kwartale – zarówno w przedsiębiorstwach, jak i całej gospodarce (Wykres 2.13). Przyczyniło się do tego istotne obniżenie inflacji w tym okresie. Badania koniunktury NBP<sup>29</sup> wskazują na umiarkowany wzrost płac w przedsiębiorstwach w I kw. 2006 r. Według tych badań, planowane przez przedsiębiorstwa podwyżki są w I kw. 2006 niższe niż planowano rok wcześniej<sup>30</sup>.



Wykres 2.13: Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



Wykres 2.14: Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy - wyrównane sezonowo. Lewy panel: W gospodarce. Prawy panel: W przemyśle.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od początku III kw. 2005 r. przyspieszeniu wydajności pracy w przemyśle towarzyszyło zwiększenie dynamiki wynagrodzeń (Wykres 2.14, prawy panel). W efekcie roczna

<sup>29</sup>Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2006 r.*, NBP.

<sup>30</sup>Ze względu na krótką historię badania wskaźnika płac (od początku 2005 r.) trudno jednoznacznie oceniać jego siłę predykcyjną.

dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle<sup>31</sup> była zbliżona do zera. Jedynie w listopadzie 2005 r. na skutek wcześniejszych wypłat dodatkowych wynagrodzeń w niektórych sekcjach, wzrost płac nominalnych istotnie przekroczył wzrost wydajności pracy, przez co jednostkowe koszty pracy wzrosły o 2,6% r/r.

W całej gospodarce, od 2002 r. do II kw. 2004 r. obserwowano spadek (w ujęciu rocznym) jednostkowych kosztów pracy<sup>32</sup>. Począwszy od III kw. 2004 r. obserwuje się natomiast ich wzrost. W III kw. 2005 r. roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy była dodatnia i nieco niższa niż w poprzednim kwartale (Wykres 2.14, lewy panel).

## 2.4 Inne koszty i ceny

### 2.4.1 Ceny zewnętrzne

W IV kw. 2005 r. obniżyły się (w porównaniu z poprzednim kwartałem) ceny surowców na rynkach międzynarodowych (Tabela 2.7). W ujęciu rocznym dynamika cen surowców w IV kw. pozostała dodatnia, choć niższa niż w III kw. Do spadku cen surowców przyczyniło się głównie obniżenie cen ropy w ujęciu kwartalnym. Nadal wzrastały natomiast ceny metali nieżelaznych<sup>33</sup>.

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	05q1	05q2	05q3	05q4	05q1	05q2	05q3	05q4
<b>Ogółem</b>	29,7	27,9	33,1	23,1	7,8	7,2	11,1	-4,1
<b>Surowce nieenergetyczne</b>	8,7	7,4	11,5	13,0	10,2	-0,7	-0,3	3,6
żywność	-8,4	-6,5	7,6	10,1	9,2	5,8	-3,4	-1,4
surowce przemysłowe	16,7	14,2	13,0	14,1	10,5	-3,1	1,0	5,5
pochodzenia rolnego	2,6	0,3	0,3	2,1	4,2	-2,7	-1,1	1,8
metale nieżelazne	15,6	14,8	14,2	19,2	5,3	-0,7	2,5	11,1
<b>Surowce energetyczne</b>	40,8	37,6	42,0	27,1	6,8	10,5	15,3	-6,5
ropa naftowa	44,8	44,3	49,1	32,4	8,1	11,1	17,0	-5,8

Tabela 2.7: Zmiany światowych cen głównych grup surowców w USD (zmiany w proc. r/r)

Źródło: HWWA – Hamburg Institute of International Economics.

We wrześniu 2005 r. ceny ropy osiągnęły najwyższy poziom w historii, a następnie – w październiku i listopadzie ub.r. – ceny tego surowca obniżyły się (Wykres 2.15). Obni-

<sup>31</sup>Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenia nominalne w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnej zatrudnienia w tym sektorze).

<sup>32</sup>Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: przeciętne wynagrodzenia nominalne w gospodarce do wydajności pracy w gospodarce (wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych do przeciętnej liczby pracujących w gospodarce według BAEL).

<sup>33</sup>Głównie za sprawą miedzi, której średnia cena w VI kw. 2005 r. kształtowała się na poziomie najwyższym w historii (w całym 2005 r. ceny miedzi wzrosły o ponad 40%).

żaniu się cen ropy sprzyjało zmniejszenie się popytu, które było spowodowane przede wszystkim wysokimi cenami paliw, zakłóceniami aktywności gospodarczej w regionie Zatoki Meksykańskiej oraz cieplejszym początkiem sezonu grzewczego w Stanach Zjednoczonych<sup>34</sup>. W grudniu 2005 r. spadek temperatur w Stanach Zjednoczonych<sup>35</sup> wpłynął na zwiększenie popytu na paliwa opałowe i przyczynił się do ponownego wzrostu cen tego surowca. Na początku stycznia 2006 r. do dalszego wzrostu cen ropy przyczynił się również wzrost ryzyka politycznego związany ze wznowieniem przez Iran programu nuklearnego<sup>36</sup> oraz atakami na infrastrukturę naftową w Nigerii.



**Wykres 2.15:** Ceny ropy naftowej Brent w latach 2004-2006 (USD)

**Źródło:** Dane Bloomberg.

Zmniejszenie popytu na ropę złagodziło skutki zakłóceń w produkcji, spowodowanych huraganami w Zatoce Meksykańskiej. Zmniejszenie podaży w krajach spoza OPEC spowodowało zwiększenie popytu na ropę z kartelu. Ponieważ jednak większość krajów OPEC wydobywa ropę na poziomie swoich mocy produkcyjnych, możliwości dalszego zwiększenia produkcji są obecnie bardzo ograniczone.

Pomimo obniżenia się cen ropy w porównaniu z sierpniem i wrześniem ub.r., wiele instytucji utrzymało prognozy cen tego surowca na niezmiennym poziomie. Również

<sup>34</sup>W porównaniu z poprzednim *Raportem o Inflacji* znacząco obniżono szacunki światowego zapotrzebowania na ropę w 2005 r. Międzynarodowa Agencja Energetyki, która jeszcze w sierpniu ub.r. przewidywała, że popyt na ropę naftową wzrośnie w 2005 r. o 2% (r/r), obniżyła swoje szacunki w grudniu ub.r. do 1,4%. Oprócz Stanów Zjednoczonych, korekta ta dotyczyła głównie rozwijających się krajów Azji, gdzie ceny paliw są regulowane administracyjnie.

<sup>35</sup>Grudzień 2005 r. był najzimniejszym grudniem w Stanach Zjednoczonych od 1998 r.

<sup>36</sup>Iran jest największym po Arabii Saudyjskiej producentem ropy wśród krajów OPEC. Wydobyte w tym kraju sięga 4 mln b/d co stanowi 5% światowej podaży tego surowca. Istnieją obawy, że ewentualne niepowodzenie negocjacji Międzynarodowej Agencji Energii Atomowej z Iranem może skłonić Radę Bezpieczeństwa ONZ do nałożenia na ten kraj sankcji ekonomicznych. Biorąc pod uwagę, że światowe rezerwy zdolności produkcyjnych szacowane są obecnie na ok 1,5 mln b/d, ewentualne wstrzymanie dostaw z Iranu nie będzie mogło być zrekomensowane przez wzrost produkcji w innych krajach.

notowania rynków terminowych wskazują, że ceny ropy w perspektywie najbliższych dwóch lat mogą utrzymywać się na poziomie zbliżonym do obecnego. Wynika to głównie z analizy czynników fundamentalnych, które wskazują, że nie ma znaczących przesłanek przemawiających za wyraźnym obniżaniem się lub wzrostem cen ropy w 2006 r. Według aktualnych prognoz głównych ośrodków analitycznych<sup>37</sup> wzrost popytu na ropę w 2006 r. będzie wyższy niż w ub.r. (popyt wzrośnie o 1,9% - 2,3% r/r). Według Departamentu Energii największą część światowego popytu na ropę będą kreować Stany Zjednoczone (36% przyrostu popytu), co wynika z korzystnych prognoz wzrostu dla gospodarki amerykańskiej. Ponadto, na ceny ropy będą miały wpływ warunki pogodowe oraz utrzymujące się ryzyko polityczne w krajach będących głównymi producentami ropy naftowej.

Spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych w okresie sierpień-grudzień ub.r. oddziaływał w kierunku obniżenia cen światowych paliw. Tym samym znajdował on odzwierciedlenie w kształtowaniu się cen paliw w Polsce (patrz przypis 3). Niemniej, na dynamikę cen paliw oddziaływały również dodatkowe czynniki, tj. wzrost marży dystrybucyjnej w kraju, kurs złotego względem dolara oraz obniżenie stawki podatku akcyzowego (patrz rozdz. 1.1 *Wskaźniki inflacji*).

Wysokie ceny ropy wpłynęły na przyspieszenie inflacji w dwóch największych gospodarkach świata – w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro – w II połowie 2005 r.<sup>38</sup>. We wrześniu ub.r. w Stanach Zjednoczonych roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wzrósł do poziomu 4,7% (z 3,6% w sierpniu), a więc najwyższego od czerwca 1991 r., natomiast w strefie euro zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP) wzrósł do 2,6% (z 2,2% w sierpniu) (wcześniej podobny wzrost odnotowano w czerwcu 2001 r.). Jednak w kolejnych miesiącach wraz ze spadkiem cen paliw następowało obniżanie się rocznych wskaźników inflacji<sup>39</sup>. Mniejszy udział podatków w cenach detalicznych benzyny w Stanach Zjednoczonych (niespełna 20%) w porównaniu ze strefą euro (gdzie w większości krajów strefy euro przekracza on 60%) sprawia, że w Stanach Zjednoczonych wahania cen ropy naftowej mają większy wpływ na poziom wskaźnika CPI (w porównaniu do strefy euro) i w konsekwencji zwiększają jego zmienność. Utrzymanie się na niemal niezmiennym poziomie wskaźników inflacji bazowej<sup>40</sup> może świadczyć o bardzo ograniczonym dotychczas wpływie wysokich cen energii na ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych. Zmiany cen paliw nie powinny też prowadzić do wzrostu inflacji w głównych gospodarkach świata w 2006 r., na co wskazują prognozy instytucji zewnętrznych, według których średni wzrost cen towarów i

<sup>37</sup> *Monthly Oil Market Report*, December 2005, OPEC; *Oil Market Report*, December 2005, International Energy Agency oraz *Short-Term Energy Outlook*, December 2005, U.S. Department of Energy.

<sup>38</sup> Wzrost cen ropy oddziałuje bezpośrednio na dwa elementy z koszyka CPI – nośniki energii (z grupy użytkowanie mieszkania) i paliwa (z grupy transport). W Stanach Zjednoczonych obejmują one łącznie 8% koszyka CPI, a w strefie euro 8,5%.

<sup>39</sup> W grudniu 2005 r. wyniosły one w Stanach Zjednoczonych 3,4%, a w strefie euro 2,2%.

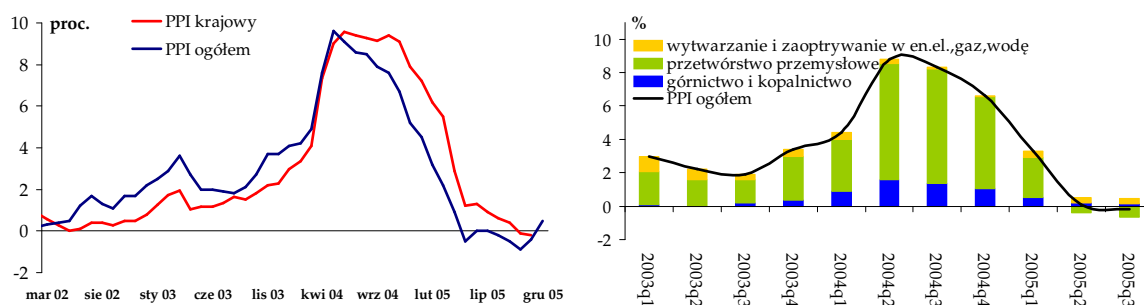
<sup>40</sup> Inflacja bazowa w okresie sierpień-grudzień ub.r. w Stanach Zjednoczonych kształtowała się w przedziale 2,0-2,2% r/r, natomiast w strefie euro w przedziale 1,3-1,4% r/r. Różnica w poziomie wskaźników inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro wynika m.in. z różnego tempa wzrostu gospodarczego w tych gospodarkach.

usług konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro będzie w br. niższy w porównaniu z 2005 r.

## 2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie o inflacji*, w II połowie 2005 r. roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu pozostawała stabilna, przy czym od sierpnia ub. r. notowany był nieznaczny spadek cen producentów (największy w listopadzie 2005 r. – o 0,9% r/r). Natomiast na koniec 2005 r. wskaźnik cen PPI wyniósł 0,5% r/r. W październiku i listopadzie 2005 r. spadek cen zanotowano zarówno w przypadku wskaźnika cen krajowych produkcji, jak i cen uzyskiwanych w eksporcie (Wykres 2.16, lewy panel). Do utrzymania niskiej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu przyczyniło się umocnienie złotego (r/r) w II połowie ub.r., które spowodowało spadek cen w imporcie oraz obniżenie cen uzyskiwanych w eksporcie. Ponadto, na kształtowanie się niskiego wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu wpłynęła umiarkowana dynamika popytu krajowego.

Największy wpływ na dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu w miesiącach sierpień-grudzień 2005 r. miał spadek cen w przetwórstwie przemysłowym. Z kolei wzrost cen w pozostałych branżach spowodował, iż sekcje te miały dodatni wkład w kształtowanie się wskaźnika PPI (Wykres 2.16, prawy panel).



**Wykres 2.16:** Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Lewy panel: Zmiany PPI i cen producentów na rynku krajowym. Prawy panel: Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna).

**Źródło:** Dane GUS.

Można oczekiwać, że w I połowie 2006 r. dynamika PPI pozostanie stabilna. W kierunku obniżenia cen producentów w tym okresie będzie oddziaływać aprecjacja złotego, która dokonała się w ostatnich miesiącach. Wśród czynników, które mogą prowadzić do wzrostu dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu można wymienić ewentualny wzrost cen surowców (szczególnie ropy naftowej i miedzi)<sup>41</sup>.

<sup>41</sup>Wzrost cen surowców importowanych wykorzystywanych w produkcji (np. ropy naftowej) prowadzi do wzrostu krajowego wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu, a tym samym wzrostu wskaźnika PPI ogółem. Wzrost cen surowców eksportowanych (np. w przypadku Polski miedzi) również – poprzez wpływ na wzrost cen uzyskiwanych w eksporcie – przyczynia się do wzrostu wskaźnika PPI.

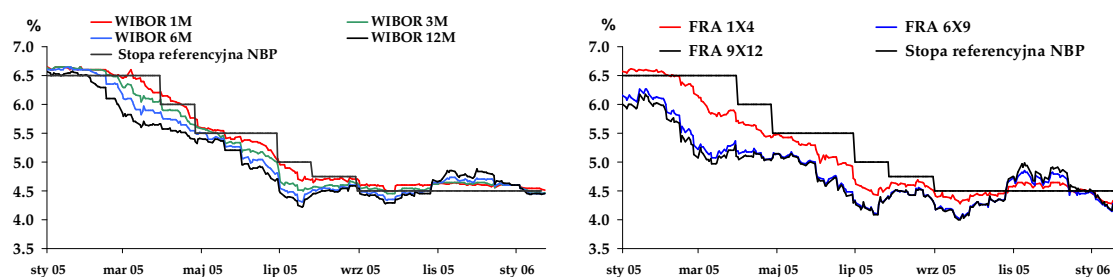


## 2.5 Rynki finansowe

### 2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe

#### Krótkoterminowe stopy procentowe<sup>42</sup>

W okresie sierpień 2005 r. - styczeń 2006 r. krótkoterminowe stopy procentowe charakteryzowały się zwiększoną zmiennością (Wykres 2.17). Było to spowodowane m.in. wahaniami danych dotyczących inflacji i sfery realnej oraz czynnikami politycznymi związanymi z wyborami parlamentarnymi i prezydenckimi oraz z pierwszymi miesiącami działalności rządu.



**Wykres 2.17:** Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie depozytów międzybankowych (lewy panel) oraz stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR (prawy panel)

**Źródło:** Dane Reutersa.

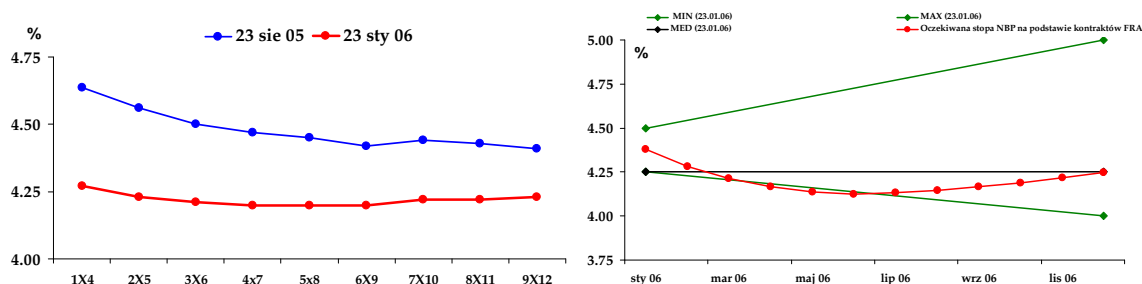
Sierpniowa obniżka stopy referencyjnej przez RPP o 25 punktów bazowych, do poziomu 4,5%, była zgodna z oczekiwaniami rynku. Równocześnie utrzymanie łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej, taki też – w opinii analityków rynku – wydźwięk komunikatu po posiedzeniu RPP oraz obniżone przez NBP, w stosunku do majowego *Raportu o inflacji*, projekcje inflacji i tempa wzrostu PKB wpłynęły na oczekiwania rynku na kolejne obniżki stóp procentowych. Tendencję tę wzmocniły publikacje słabszych niż oczekiwanych przez rynek danych ze sfery realnej (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa) oraz niski poziom bieżącej inflacji. W rezultacie, w II połowie września 2005 r. notowania kontraktów FRA osiągnęły poziomy najniższy w historii (Wykres 2.17, prawy panel), wyceniając łączną obniżkę stóp procentowych w horyzoncie rocznym o kolejne 50 punktów bazowych. Z opublikowanej w tym okresie ankiety Reutersa wynikało, iż 84% analityków oczekiwało obniżki stopy referencyjnej o 0,25-0,5 pkt. proc. do końca 2005 r.

Od połowy września do połowy listopada 2005 r. nastąpiła jednak zmiana kierunku kształtowania się stawek na rynku pieniężnym. Do wzrostu stóp krótkoterminowych przyczyniły się dane sygnalizujące silniejsze niż oczekiwane przez rynek ożywienie gospodarcze i wzrost inflacji (wzrost wskaźnika CPI do 1,8% r/r oraz produkcji przemysłowej o 9,8% r/r we wrześniu), wzrost ryzyka politycznego w kraju oraz wrześniowy

<sup>42</sup>Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 23 stycznia 2006 r.

komunikat RPP wskazujący na możliwy szybszy powrót inflacji do celu niż przedstawiono to w sierpniowej projekcji inflacji. O ile wzrost stóp terminowych na początku listopada dyskontował podwyżkę stóp procentowych do 5,0% w horyzoncie 9 miesięcy, analitycy oczekiwali utrzymania stóp NBP na niezmiennym poziomie 4,5%. Może to świadczyć o tym, że istotna część wzrostu stawek FRA wynikała ze zwiększonej niepewności co do rozwoju sytuacji politycznej i danych makroekonomicznych, które - w ocenie rynków - mogłyby wpłynąć na decyzje RPP o zmianach stóp procentowych.

Zmniejszenie napięć na scenie politycznej (m.in. uzyskanie votum zaufania dla rządu) oraz niższe niż oczekiwano dane o inflacji w listopadzie i grudniu 2005 r. (1,0% r/r oraz 0,7% r/r) spowodowały spadek oprocentowania kontraktów FRA do poziomów poniżej stopy referencyjnej NBP. Na koniec analizowanego okresu stawki kontraktów FRA wyceniały jedną obniżkę stóp NBP o 25 punktów bazowych w horyzoncie 3 miesięcy, po czym stopa referencyjna miałaby ustabilizować się na niezmiennym poziomie do końca br. (Wykres 2.18) Według ankiety Reutersa z 23 stycznia br., 53% ankietowanych oczekiwało redukcji stóp NBP o 0,25 pkt. proc., a 27% analityków prognozowało obniżkę o 0,5 pkt. proc. do końca 2006 r. (Wykres 2.18 – prawy panel)



**Wykres 2.18:** Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA oraz ankiety Reutersa z dnia 23 stycznia 2006 r. (prawy panel)

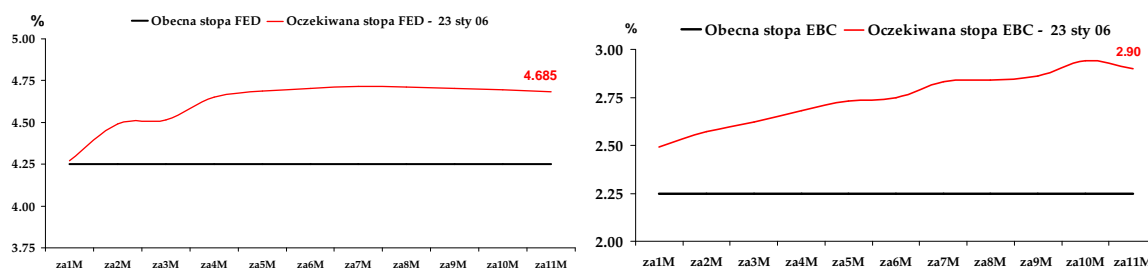
**Źródło:** Dane Reutersa.

## Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Od końca sierpnia 2005 r. stopa funduszy federalnych została podwyższona trzykrotnie, łącznie o 75 punktów bazowych do poziomu 4,25% na koniec grudnia 2005 r. Decyzje Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) były zgodne z oczekiwaniami rynku. Obecnie analitycy oczekują czternastej już podwyżki stóp na posiedzeniu Fed, w styczniu 2006 r. Równocześnie wskazują oni na zbliżający się koniec cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, na co coraz częściej wskazywały wypowiedzi przedstawicieli Fed, a w szczególności treść opublikowanego protokołu z grudniowego posiedzenia FOMC.

Wyniki styczniowej ankiety Reutersa wskazują, że większość analityków oczekuje podwyższenia stóp procentowych Fed-u o 50 punktów bazowych do poziomu 4,75% do końca

2006 r. Prognozy analityków znajdują potwierdzenie w oczekiwaniach rynku na zmiany stóp Fed, zawartych w notowaniach kontraktów futures na stopę funduszy federalnych.



**Wykres 2.19:** Oczekiwania zmian stóp przez FED na podstawie kontraktów Fed Funds Futures – lewy panel – oraz oczekiwania zmian stóp przez EBC na podstawie kontraktów EONIA swaps (overnight index swaps) – prawy panel

**Źródło:** Bloomberg.

Europejski Bank Centralny (EBC) na posiedzeniu w dniu 1 grudnia 2005 r. po raz pierwszy od 5 lat podniósł stopę refinansową o 0,25 pkt. proc., do poziomu 2,25%. Wyniki styczniowej ankiety Reutersa wskazują, że analitycy oczekują podwyżki stóp procentowych o 50 punktów bazowych w 2006 r., do poziomu 2,75% (mediana oczekiwań). Jednocześnie oczekiwania rynku, mierzone na podstawie kontraktów swapowych na stopę procentową EONIA, wskazują na podwyższenie stopy EBC o 0,5-0,75 pkt. proc. w 2006 r.

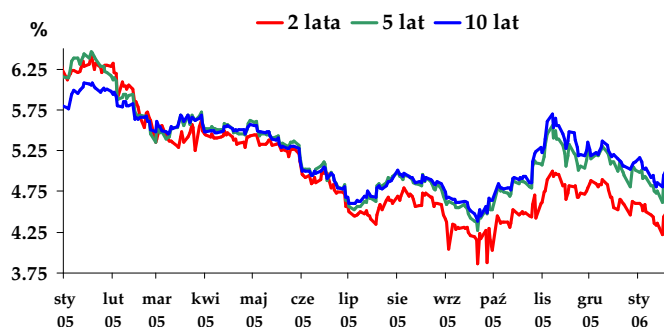
### Długoterminowe stopy procentowe<sup>43</sup>

Do połowy września 2005 r. utrzymywał się trend spadkowy rentowności obligacji skarbowych (Wykres 2.20). Od tego momentu, podobnie jak w przypadku stawek rynku pieniężnego, na rynku długu ukształtowała się silna tendencja wzrostowa rentowności. Było to związane przede wszystkim z krajowymi czynnikami politycznymi oraz niepewnością co do kształtu przyszłej polityki gospodarczej nowego rządu. Tendencje wzrostowe na krajowym rynku długu zostały dodatkowo wzmocnione przez wzrost rentowności na tzw. rynkach bazowych (w strefie euro w cenach instrumentów dłużnych zaczęto już dyskontować oczekiwane podwyżki stóp procentowych EBC) oraz w niektórych nowych krajach UE (m.in. wyprzedaż obligacji na rynku węgierskim w reakcji na pogarszanie się perspektyw fiskalnych tej gospodarki).

Od połowy listopada 2005 r. następuje stopniowa poprawa sytuacji na krajowym rynku długu. Miało to związek z ukonstytuowaniem się nowego Rządu, a także publikacją niższych niż oczekiwano danych o inflacji w listopadzie oraz w grudniu, które wpłynęły na oczekiwania rynków na obniżki stóp procentowych, prowadząc do wzrostu cen obligacji. Pod koniec analizowanego okresu rosnące obawy inwestorów co do możliwości wcześniejszych wyborów parlamentarnych doprowadziły do spadku cen obligacji skarbowych. W całym analizowanym okresie rentowności papierów dłużnych obniżyły się,

<sup>43</sup>Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 23 stycznia 2006 r.

## Determinanty inflacji

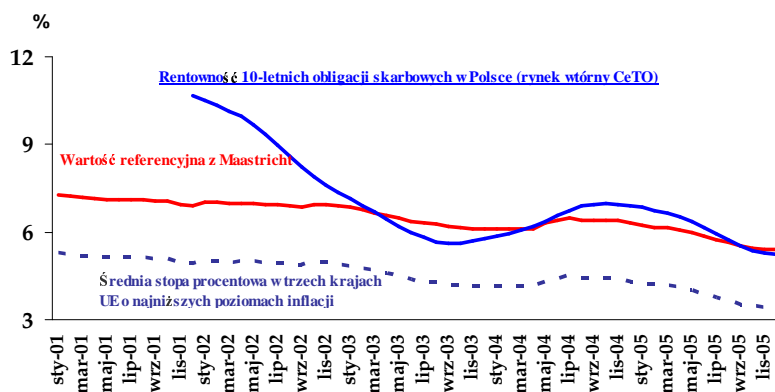


Wykres 2.20: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych

Źródło: Dane NBP.

choć w styczniu br. były one wciąż wyższe niż ich historycznie niski poziom odnotowany we wrześniu 2005 r.

Pomimo zwiększonych wahań cen na rynku obligacji, w ujęciu średniorocznym utrzymywał się spadek rentowności długoterminowych papierów skarbowych. W wyniku tego, od sierpnia 2005 r. Polska ponownie (tj. po raz pierwszy od marca 2004 r.) spełnia kryterium stóp procentowych, co jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro<sup>44</sup> (Wykres 2.21).



Wykres 2.21: Średnia rentowność (12-miesięczna średnia ruchoma) długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium z Maastricht

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

W analizowanym okresie portfel obligacji skarbowych w posiadaniu nierezydentów uległ zmniejszeniu. Na koniec listopada ub. r. zaangażowanie nierezydentów na ryn-

<sup>44</sup>Dany kraj spełnia to kryterium, gdy średnia (12-miesięczna średnia ruchoma) rentowność długoterminowych obligacji skarbowych obserwowana w ciągu roku nie przekracza o więcej niż 2 pkt. proc. średniej arytmetycznej rentowności obligacji trzech krajów członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

ku obligacji zmniejszyło się o ok. 5,2 mld zł (do 69,6 mld zł, tj. 24,5% udziału w rynku) w stosunku do historycznie najwyższego stanu posiadanych przez nich polskich papierów skarbowych pod koniec sierpnia 2005 r. (74,8 mld zł, tj. 27,5%).

### Rynek akcji

Od 23 sierpnia 2005 do 23 stycznia 2006 r. WIG20 wzrósł o 27,2%. Był to największy wzrost w porównaniu do innych giełd w Europie Środkowej. Czeski PX50 wzrósł o 15,11%, węgierski BUX o 8,79%, natomiast słowacki SAX spadł o 18,78%. Na głównych giełdach światowych największe wzrosty odnotowały japoński NIKKEI (20,89%) oraz niemiecki DAX (8,4%).

Utrzymujący się wzrost głównych indeksów warszawskiej giełdy w 2005 r. był związany przede wszystkim z rosnącymi zyskami polskich przedsiębiorstw, dużym napływem środków do krajowych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, oraz wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Ten ostatni czynnik zwiększał zainteresowanie inwestorów spółkami surowcowymi. Rosnącym indeksom giełdowym w 2005 r. towarzyszył wzrost sesyjnych obrotów akcjami - średnie obroty na sesję wyniosły ponad 700 mln złotych wobec 430 mln złotych w 2004 r. W analizowanym okresie na WGPW najbardziej zyskiwały spółki budowlane (wzrost o niemal 50%) oraz komputerowe (wzrost o 32%). Indeks sektora bankowego wzrósł o 21%.

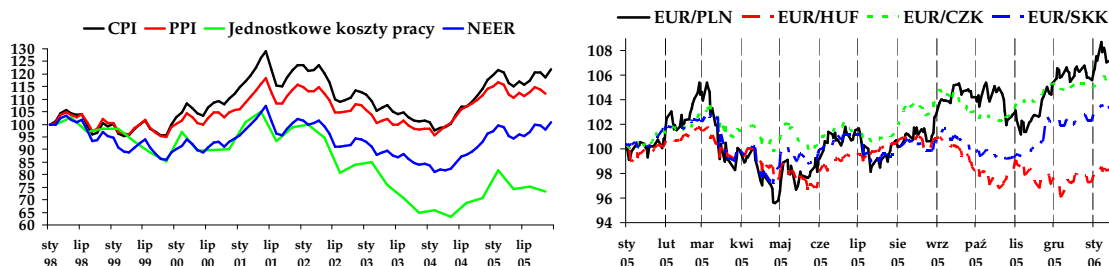
Początek 2006 r. na GPW przyniósł kolejne rekordy giełdowe. 20 stycznia 2006 r. WIG20 osiągnął najwyższy w historii poziom 2921 pkt. Zdaniem zarządzających funduszami był to efekt napływu kapitału portfelowego na rynki akcji w całym regionie.

W opinii uczestników rynku ważnym czynnikiem wpływającym na przyszłe tendencje na krajowej giełdzie, oprócz koniunktury gospodarczej, będzie zachowanie krajowych i zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Zdaniem wielu analityków, w 2006 r. sytuacja na GPW nie będzie już jednak tak korzystna jak w ub.r.

### 2.5.2 Kurs walutowy

W miesiącach sierpień - grudzień 2005 r. kurs złotego się umacniał. W tym okresie średniomiesięczny nominalny kurs złotego zaprecjonował się o 4,1%. Ze względu na zmiany kursów krzyżowych, skala umocnienia była mniejsza względem dolara amerykańskiego (1,1%) niż względem euro (4,9%). Zmianom kursu nominalnego towarzyszyła aprecjacja realnego efektywnego kursu deflowanego indeksem cen konsumenta, natomiast ze względu na niską dynamikę cen producenta oraz jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym, w IV kw. ub.r. realny efektywny kurs złotego deflowany tymi indeksami cen uległ osłabieniu (Wykres 2.22, lewy panel).

Po przejściowym spadku korelacji wahań kursu EUR/PLN z kursem euro wobec innych walut Europy Środkowej w okresie sierpień - październik 2005 r., od listopada ponownie widoczna stała się dodatnia zależność zmian wartości złotego oraz walut czeskiej i słowackiej (Wykres 2.22, prawy panel). W tym czasie do umocnienia walut w tych



**Wykres 2.22:** Realny efektywny kurs złotego (lewy panel) oraz nominalne kursy walut krajów Europy Środkowej względem euro (prawy panel). Wzrost oznacza aprecjację.

**Źródło:** Dane NBP, Komisji Europejskiej oraz EcoWin.

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

krajach mogło się przyczynić m.in. porozumienie dotyczące budżetu Unii Europejskiej na lata 2007-2013. Innymi czynnikami, które sprzyjają umocnieniu walut krajów Europy Środkowej, są nadal napływ inwestycji bezpośrednich oraz transferów z UE.

Najsilniejszy wpływ na zmiany wartości złotego w analizowanym okresie miały jednak czynniki krajowe. Informacje wskazujące na utrzymywanie się niskiego deficytu w obrotach towarów i usług, jak również dane świadczące o postępującym ożywieniu gospodarczym oraz o niższym od zaplanowanego deficycie budżetu na 2005 r. oddziaływały w kierunku umocnienia złotego. Do aprecjacji przyczyniła się także wymiana dewiz dokonywana przez Ministerstwo Finansów na krajowym rynku walutowym oraz zapowiedzi przeprowadzania takich operacji również w przyszłości. Na przejściowe wahania kursu złotego w istotnym stopniu oddziaływały natomiast wydarzenia polityczne (wybory parlamentarne i prezydenckie, powstanie oraz pierwsze decyzje nowego rządu), w tym związana z nimi niepewność co do perspektyw finansów publicznych.

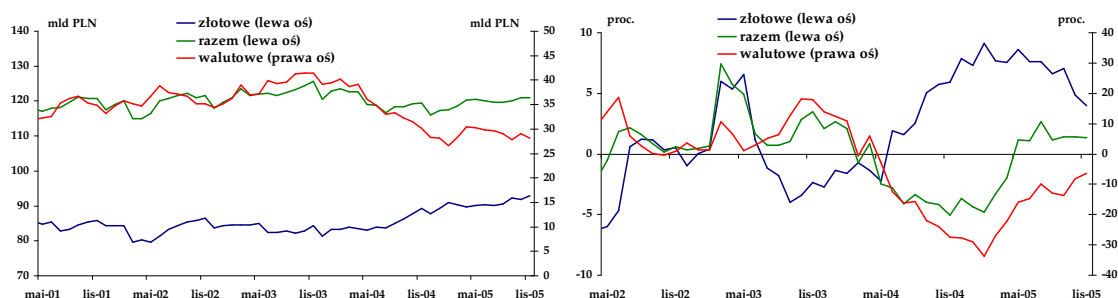
### 2.5.3 Kredyt i pieniądz

#### Sektor przedsiębiorstw

Nominalna wartość zadłużenia kredytowego ogółem przedsiębiorstw w bankach komercyjnych kształtowała się w II połowie 2005 r. na poziomie ok. 120 mld zł (Wykres 2.23). Wzrost wartości kredytów złotych dla przedsiębiorstw, obserwowany od połowy 2004 r., w II połowie ub. r. uległ osłabieniu. Równocześnie od połowy 2004 r. obserwowano spadek złotej wartości kredytów walutowych udzielonych przedsiębiorstwom, głównie ze względu na mającą w tym okresie miejsce aprecjację kursu złotego. Spadek ten spowolnił w II połowie 2005 r.

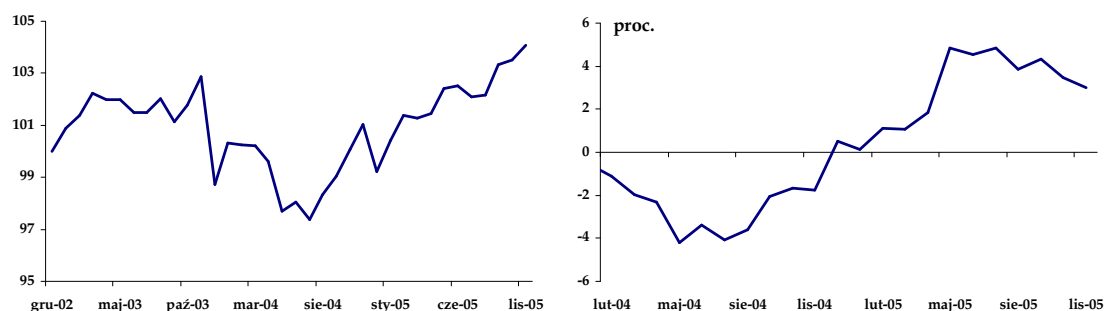
Ze względu na strukturę zadłużenia przedsiębiorstw, właściwszy obraz zmian na rynku kredytowym daje analiza danych skorygowanych o wpływ wahań kursowych<sup>45</sup> (Wy-

<sup>45</sup>W dalszej części tego podrozdziału wszelkie dane liczbowe dotyczące zmian kredytów dla przedsię-



**Wykres 2.23:** Kredyty dla przedsiębiorstw, dane bez korekty o wpływ wahań kursu złotego. Lewy panel – wartości udzielonych kredytów. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.

**Źródło:** Dane NBP.



**Wykres 2.24:** Kredyty dla przedsiębiorstw, dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego. Lewy panel – wolumen udzielonych kredytów, stan w grudniu 2002 = 100. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.

**Źródło:** Dane NBP.

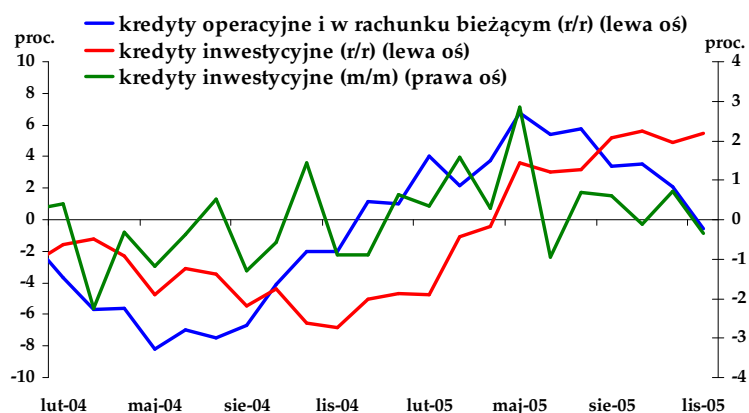
kres 2.24). Wskazują one, że roczne tempo zmian kredytów ogółem, po trwającym przez około rok okresie wzrostu, w II połowie 2005 r. nieznacznie się osłabiło.

Nieznaczne osłabienie aktywności kredytowej przedsiębiorstw znajduje potwierdzenie w wynikach badań ankietowych prowadzonych przez NBP<sup>46</sup>. Po znacznym wzroście w III kw. ub. r., w IV kw. saldo prognoz zadłużenia kredytowego podawanych przez przedsiębiorstwa ankietowane przez NBP (odsetek prognoz wzrostu minus odsetek prognoz spadku) obniżyło się do poziomu zbliżonego do notowanego w I połowie 2005 r., a wstępne wyniki badania prowadzonego w końcu grudnia 2005 r. sugerują, że w I kw. 2006 r. spadek ten jeszcze się pogłębi. Na malejące zainteresowanie kredytami wskazywać też mogą odpowiedzi na pytania o źródła finansowania nowych inwestycji. W IV kw. ub. r. przedsiębiorstwa informowały o wzroście roli środków własnych i spadku znaczenia kredytów bankowych w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Wyłaniające się z ankiet kierowanych do przedsiębiorstw spowolnienie wzrostu ich

biorstw lub ich składowych odnoszą się do danych skorygowanych o wpływ wahań kursowych, chyba że zaznaczono inaczej.

<sup>46</sup>Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2005 r. – dostępne na [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)



**Wykres 2.25:** Roczne tempo wzrostu kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych i kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw oraz miesięczne tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych (dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego)

**Źródło:** Dane NBP.

popytu na kredyty nie znajduje potwierdzenia w wynikach badań ankietowych kierowanych do komitetów kredytowych w bankach komercyjnych<sup>47</sup>. Wskazują one, że odczuwany przez banki komercyjne w II połowie 2005 r. popyt na kredyty ze strony przedsiębiorstw utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Z badań ankietowych NBP wynika wzrost niepewności co do utrzymania się obserwowanego od połowy 2004 r. ożywienia na rynku kredytów dla przedsiębiorstw. Niepewność ta znajduje odbicie w statystykach z sektora bankowego. Wskazują one, że w II połowie ub. r. zahamowana została wzrostowa tendencja kredytów operacyjnych i w rachunku bieżącym, wskutek czego tempo wzrostu tej kategorii spadło w listopadzie do -0,6% r/r z ponad 5% r/r notowanych w miesiącach letnich (Wykres 2.25). Utrzymuje się natomiast wzrostowy trend wartości kredytów przeznaczonych na inwestycje, jednak malejące wartości dynamik m/m świadczą o jego spowalnianiu (Wykres 2.25).

Brakowi wyraźnego ożywienia na krajowym rynku kredytów dla przedsiębiorstw towarzyszy wzrost ich zadłużenia zagranicznego. Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw stanowi obecnie ponad połowę ich zadłużenia ogółem i charakteryzuje się silną koncentracją<sup>48</sup>. Jego stan na koniec III kw. ub. r. wyniósł 43,9 mld EUR<sup>49</sup>, wzrastając o 1,7 mld EUR w stosunku do poprzedniego kwartału (dla porównania wzrost I kw. ub. r. wyniósł 0,3 mld EUR, a w II kw. 0,9 mld EUR). Głównym składnikiem wzrostu w III kw. ub. r. było zwiększenie stanu zadłużenia z tytułu kredytów od inwestorów bezpośrednich i pozostałych kredytów (niehandlowych) – o 1,4 mld EUR. Pozostałe 0,3 mld EUR to do-

<sup>47</sup> *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2005 r.* – dostępne na [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

<sup>48</sup> Około 30% zadłużenia zagranicznego sektora pozarządowego i pozabankowego stanowią zobowiązania 28 przedsiębiorstw, a połowę – zobowiązania 104 przedsiębiorstw.

<sup>49</sup> Dostępne dane na temat zadłużenia sektora pozarządowego i pozabankowego obejmują okres do III kw. 2005 r. włącznie.



	Kredyty			Depozyty		
	ogółem	gosp. dom.	przeds.	ogółem	gosp. dom.	przeds.
gru-04	10,4	12,1	8,3	3,7	3,8	3,4
sty-05	10,3	12,0	8,4	3,7	3,8	3,4
lut-05	10,2	11,9	8,2	3,7	3,8	3,3
mar-05	10,0	11,7	8,0	3,7	3,8	3,3
kwi-05	9,6	11,5	7,4	3,4	3,5	3,1
maj-05	9,6	11,4	7,3	3,1	3,1	2,9
cze-05	9,2	11,0	6,8	3,0	3,1	2,8
lip-05	8,9	10,7	6,6	2,9	3,0	2,5
sie-05	8,9	10,6	6,5	2,9	3,1	2,3
wrz-05	8,8	10,5	6,4	2,7	2,8	2,2
paź-05	8,6	10,3	6,3	2,7	2,8	2,2
lis-05	8,7	10,3	6,3	2,7	2,8	2,2

**Tabela 2.8:** Średnie ważone oprocentowanie kredytów i depozytów terminowych w bankach komercyjnych  
**Źródło:** Dane NBP.

datnie różnice kursowe i różnice z wyceny. Z możliwości finansowania zagranicznego korzystają przede wszystkim przedsiębiorstwa o silnej pozycji na rynku w znacznej części posiadające inwestora zagranicznego, co ułatwia dostęp do zagranicznych rynków finansowych.

Banki komercyjne utrzymywały w II połowie 2005 r. poziom marż kredytowych na praktycznie niezmiennym poziomie, w związku z czym oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw malało w II połowie 2005 r. w tempie zbliżonym do zmian stóp NBP (Tabela 2.8). Wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że cena kredytu nie stanowi bariery dla rozwoju działalności przedsiębiorstw – W IV kw. 2005 r. jedynie 2,6% ankietowanych przedsiębiorstw wymieniło oprocentowanie kredytów jako jeden z czynników ograniczających ich działalność (w III kw. 2005 r. odsetek ten wynosił 3,4%).

Utrzymuje się wzrost depozytów przedsiębiorstw. Po okresie chwilowego spowolnienia w II kw. 2005 r., w II połowie ub. r. roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw przyspieszyło do ok. 20%. Ze względu na bardzo dobrą obecnie sytuację finansową przedsiębiorstw, w tym znaczące środki własne, w myśl teorii hierarchii finansowania (patrz ramka *Teoria hierarchii finansowania*) można oczekiwać, że w pierwszej kolejności nowe inwestycje firm będą finansowane środkami własnymi. Wobec oczekiwanego ożywienia inwestycyjnego można się zatem spodziewać obniżenia dynamiki wzrostu depozytów przedsiębiorstw.

Dane dotyczące zmiany stanu i struktury zadłużenia przedsiębiorstw w II połowie 2005 r., a także wyniki badań ankietowych dotyczących kredytowania ich działalności przez banki wskazują na wzrost niepewności co do skali oczekiwanego zwiększenia aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw w najbliższej przyszłości. Umiarkowana dynamika krajowej akcji kredytowej dla przedsiębiorstw może jednak wynikać ze ze skali finansowania działalności inwestycyjnej i bieżącej przedsiębiorstw środkami własnymi, a także z rosnącego zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw. W miarę umacniania się oczekiwanego ożywienia inwestycyjnego można się jednak spodziewać przyspieszenia tempa

wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw, czemu sprzyjać może dodatkowo silna konkurencja pomiędzy bankami oraz łagodzenie przez nie wymagań wobec kredytobiorców.

### **Teoria hierarchii finansowania**

Teoria hierarchii (ang. *pecking-order theory* – Myers, S.C., *The capital structure puzzle*, *Journal of Finance* 39/1984 oraz Myers, S.C., Majluf, N., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, 13/1984) utrzymuje, że ze względu na asymetrię informacyjną pomiędzy nowymi inwestorami a obecnymi właścicielami w ocenie faktycznego stanu przedsiębiorstwa, wycena jakości zobowiązań dobrych firm bywa zaniżana. Najsilniej ta asymetria występuje w przypadku pozyskiwania dodatkowego kapitału na drodze emisji nowych akcji. W takiej sytuacji asymetria doprowadza do nieproporcjonalnego zwiększenia udziału w zyskach nowych inwestorów kosztem dotychczasowych. W mniejszym stopniu zjawisko to pojawia się w przypadku emisji długu. Nie występuje zaś w sytuacji finansowania się środkami własnymi. Stąd te właśnie środki są uznawane za podstawowe źródło finansowania przedsięwzięć przedsiębiorstwa, a po inne źródła sięga się jedynie dopiero po wyczerpaniu środków własnych, w przedstawionej powyżej kolejności. Nowsze badania pokazują, że przedsiębiorstwa mogą mieć skłonność do utrzymywania znaczących środków własnych również po realizacji większych przedsięwzięć inwestycyjnych. W świetle nowych badań empirycznych teoria hierarchii szczególnie dobrze tłumaczy krótkookresowe decyzje finansowe przedsiębiorstw. Duża literatura empiryczna (Mayer C., Sussman, O., *A New Test of Capital Structure*, Said Business School, University of Oxford, March 2002, Rajan R. Zingales L. *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, *Journal of Finance*, 50/1995) potwierdza również, że środki własne są głównym źródłem finansowania "normalnej" aktywności inwestycyjnej.

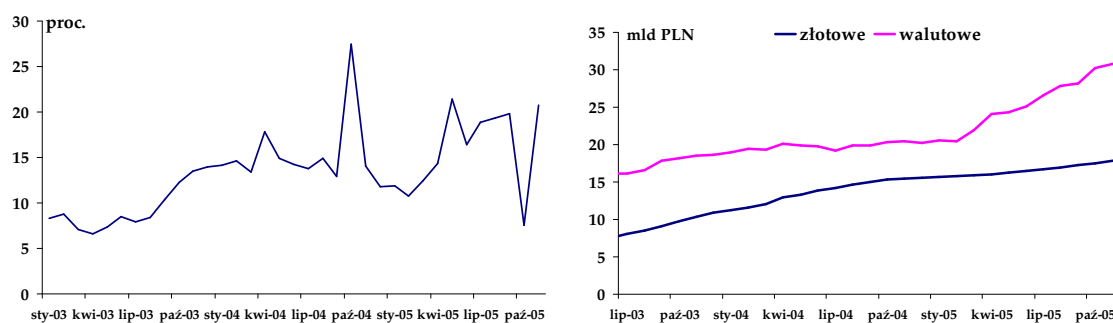
### **Sektor gospodarstw domowych**

Kredyty dla gospodarstw domowych nadal przyrastają w szybkim tempie. Nominalne roczne tempo wzrostu utrzymywało się w II połowie ub. r. na poziomie ok. 20% (Wykres 2.26, lewy panel). Szybko wzrastają kredyty mieszkaniowe, jednak – zgodnie z tym, co sygnalizowano w dwóch poprzednich *Raportach* – od ok. połowy 2004 r. ich wzrost przestał być jedynym źródłem wzrostu całego agregatu. Obecnie podobnie istotny jest wzrost kredytów konsumpcyjnych. Walutowe kredyty mieszkaniowe rosną szybciej niż kredyty złotowe (Wykres 2.26, prawy panel), co powoduje wzrost udziału kredytów walutowych w kredytach mieszkaniowych ogółem – na koniec listopada osiągnął on 63,4%.

Wahania kursu złotego zaburzają analizę dynamiki kredytów. Dlatego wykres 2.27 przedstawia roczne tempa zmian kredytów dla gospodarstw domowych ogółem oraz kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych po skorygowaniu o wpływ zmian kursowych<sup>50</sup>.

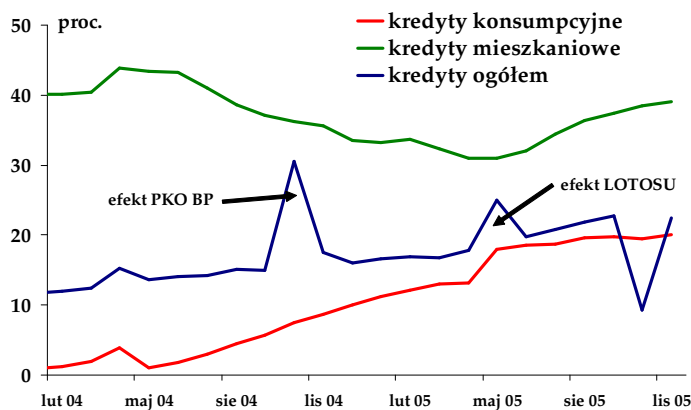
---

<sup>50</sup>W dalszej części tego podrozdziału wszelkie rozważania odnoszą się do szeregów skorygowanych o wpływ wahań kursu walutowego, chyba że zaznaczono inaczej.



**Wykres 2.26:** Kredyty dla gospodarstw domowych w ujęciu nominalnym, bez korekty o wpływ wahań kursowych. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem. Prawy panel: wartość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w rozbięciu na kredyty złotowe i walutowe.  
**Źródło:** Dane NBP.

Tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych, po przejściowym obniżeniu do ok. 30% w połowie 2005 r., w ostatnich miesiącach ponownie przyspieszyło osiągając w listopadzie ub. r. poziom 39,1%. We wzrostowej tendencji utrzymuje się także tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych, które w listopadzie ub. r. osiągnęło 20,0%. Przyrosty bezwzględne tych obu kategorii są do siebie zbliżone – wartość kredytów mieszkaniowych zwiększyła się w ciągu roku od listopada 2004 r. o 14,4 mld PLN, zaś kredytów konsumpcyjnych – o 10,6 mld PLN (Wykres 2.28, lewy panel).

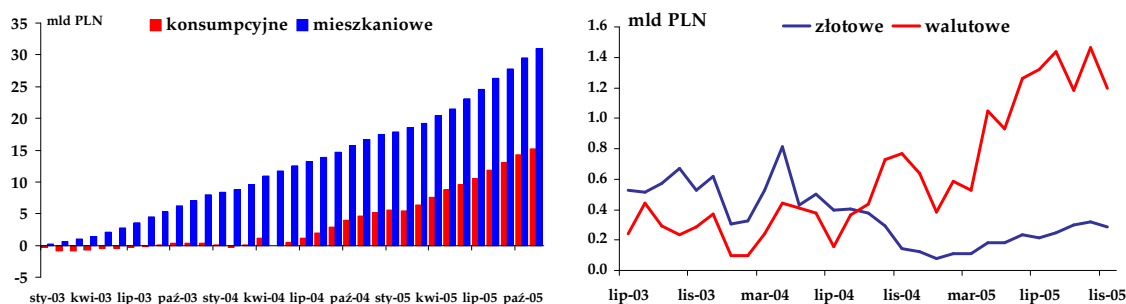


**Wykres 2.27:** Roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych – dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego  
**Źródło:** Dane NBP.

Dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych jest stymulowany przez silny popyt ze strony gospodarstw domowych oraz przez działania banków zwiększające ich dostępność. Do wzmocnienia popytu na kredyty mieszkaniowe przyczyniają się poprawiające się perspektywy finansowe gospodarstw domowych, przewidywany wzrost podatku VAT na nowe mieszkania, sytuacja demograficzna<sup>51</sup> a także oczekiwany dalszy wzrost

<sup>51</sup>Na rynek pracy wchodzi obecnie roczniki wyżu demograficznego, popyt zwiększają także migracje do

cen mieszkań, szczególnie w największych aglomeracjach miejskich. Wyniki badań ankietowych NBP wskazują<sup>52</sup>, że wartość udzielanych kredytów mieszkaniowych wzrasta również wskutek działań podejmowanych przez banki, w szczególności łagodzenia wymagań stawianych kredytobiorcom, co jest wynikiem silnej konkurencji na rynku kredytów mieszkaniowych, rozwoju pośrednictwa kredytowego, wydłużania okresów kredytowania, poszerzania oferty o stosunkowo niżej oprocentowane kredyty w walutach obcych. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym popyt na kredyty mieszkaniowe jest malejące oprocentowanie kredytów złotych, podążające za zmianami stawek WIBOR. W listopadzie ub. r. średnie ważone oprocentowanie kredytów wynosiło 6,0%. Siła reakcji popytu na kredyty mieszkaniowe na zmiany krajowych stóp procentowych jest ograniczona ze względu na znacznie niższe oprocentowanie dostępnych kredytów walutowych (Wykres 2.28, prawy panel).



**Wykres 2.28:** Struktura przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Lewy panel przedstawia skumulowane miesięczne przyrosty kredytów w okresie od stycznia 2003 r. Widać, że od połowy 2004 r. przyrosty kredytów konsumpcyjnych są niemal równe przyrostom kredytów mieszkaniowych. Prawy panel przedstawia miesięczne przyrosty mieszkaniowych kredytów złotych i walutowych. W obu przypadkach wykorzystano dane skorygowane o wpływ wahań kursu złotego.

**Źródło:** Dane NBP.

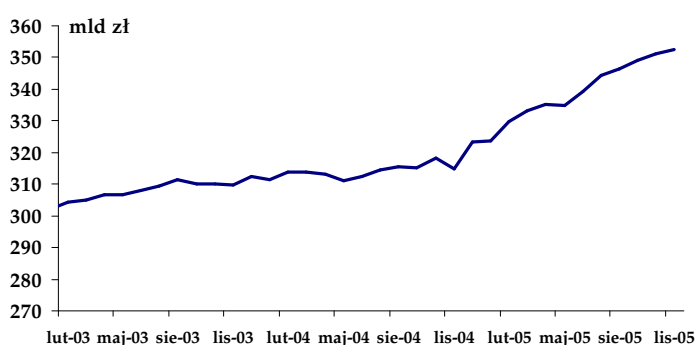
Pomimo tego, że oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych pozostaje na wysokim poziomie (15,2% w listopadzie ub. r.), przyrastają one szybko głównie ze względu na dobrą kondycję finansową gospodarstw domowych poprawiającą ich zdolność kredytową oraz działania banków zwiększające dostępność kredytów. Choć ankietowane przez NBP w III kw. ub. r. banki odczuły spadek popytu na kredyty konsumpcyjne (w ich opinii wynikający przede wszystkim ze spadku zapotrzebowania na finansowanie dóbr trwałego użytku oraz pogorszenia się sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych), w świetle wstępnych wyników badań ankietowych prowadzonych w IV kw. ub. r. wydaje się, że obserwacja ta miała charakter jednorazowy. Potwierdzają to także badania koniunktury GUS nie wskazujące na pogorszenie ani bieżącej, ani oczekiwanej sytuacji finansowej gospodarstw domowych<sup>53</sup>.

Wartość depozytów bankowych gospodarstw domowych utrzymuje się na stałym poziomie w największych miast, głównie w poszukiwaniu pracy.

<sup>52</sup>Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2005 r., dostępne na [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

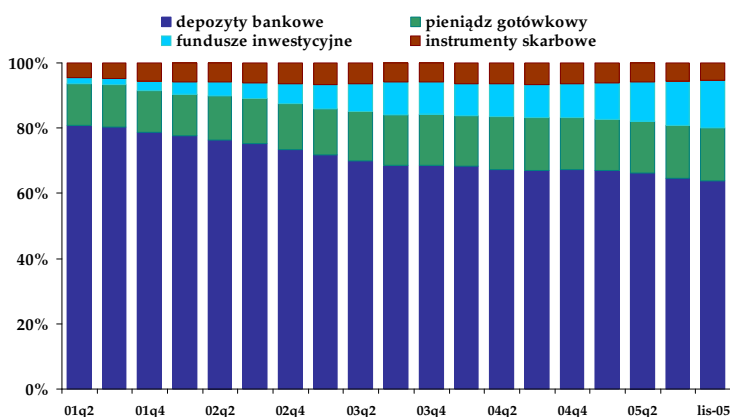
<sup>53</sup>Koniunktura konsumencka. Grudzień 2005 r., GUS

ziomie od II kw. ub. r. Roczne tempo wzrostu gotówki, po przejściowym obniżeniu w końcu 2004 r. i na początku 2005 r., wraca do poziomu notowanego wcześniej. Równocześnie od początku 2005 r. utrzymuje się dynamiczny przyrost wartości posiadanych przez gospodarstwa domowe aktywów alternatywnych wobec depozytów bankowych, takich jak jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych bądź papiery skarbowe. W związku z tym suma aktywów finansowych gospodarstw domowych szybko wzrasta (Wykres 2.29). Cały czas kontynuowane są przesunięcia w strukturze aktywów finansowych gospodarstw w kierunku zmniejszania udziału depozytów bankowych, a zwiększania instrumentów alternatywnych wobec tradycyjnych lokat (Wykres 2.30).



**Wykres 2.29:** Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych – dane skorygowane o wpływ wahań kursowych, przyjęto relacje kursowe z grudnia 2002 r.

**Źródło:** Szacunki NBP.



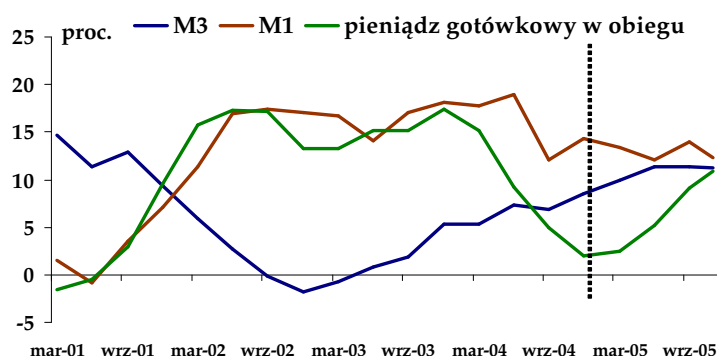
**Wykres 2.30:** Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych

**Źródło:** Szacunki NBP.

Perspektywy utrzymania wysokiego wzrostu gospodarczego i w konsekwencji dobrej sytuacji finansowej gospodarstw domowych powinny sprzyjać wzrostowi akcji kredytowej dla tego sektora. Dotyczyć to będzie zarówno kredytów mieszkaniowych jak i konsumpcyjnych, choć w tym drugim przypadku sygnały płynące z banków komercyjnych wskazują na możliwość zmian obserwowanej obecnie tendencji.

### Agregaty monetarne

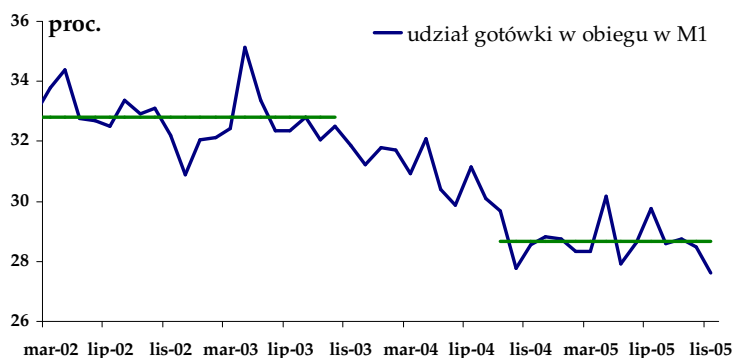
Dynamika kredytów w bankach komercyjnych znajduje odzwierciedlenie w kształtowaniu się podstawowych agregatów monetarnych (Wykres 2.31). Utrzymujące się we wzrostowym trendzie roczne tempo zmian szerokiego pieniądza M3 osiągnęło w listopadzie wartość 11,3%. Od końca 2004 r. wąski agregat monetarny M1 rośnie stałym tempie ok. 13% r/r. Roczne tempo wzrostu gotówki w obiegu, po spadku do ok. 2% na początku 2005 r., wzrosło do 10,9% w listopadzie. Jego wahania są wynikiem przesunięcia, jakie nastąpiło w strukturze wąskiego pieniądza M1 (Wykres 2.32).



Wykres 2.31: Roczne nominalne tempo wzrostu M3, M1 oraz gotówki w obiegu

**Uwaga:** Zmiany metodologiczne w statystyce monetarnej wprowadzone z początkiem ub. r. utrudniają porównywalność danych z 2005 r. z danymi z lat wcześniejszych. Pionowa linia na wykresie oznacza granicę porównywalności danych.

**Źródło:** Dane NBP.



Wykres 2.32: Udział gotówki w obiegu w agregacie M1

**Źródło:** Dane NBP.

# Polityka pieniężna w okresie wrzesień 2005 – styczeń 2006 r.

We wrześniu 2005 r. Rada opublikowała *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*, w których podtrzymała dotychczasowy sposób rozumienia ciągłego celu inflacyjnego, wyznaczonego na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości +/- 1 pkt proc. Rada potwierdziła, że polityka pieniężna będzie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5% w średnim okresie. Rada zadeklarowała, że w 2006 r. polityka pieniężna będzie prowadzona tak, aby osiągnąć cel w horyzoncie 5-7 kwartałów. Okres ten może być jednak krótszy lub dłuższy zależnie od typu i siły wstrząsów oddziałujących na polską gospodarkę. Rada wskazała na prawdopodobne korzystne zmiany funkcjonowania rynku pracy, a przede wszystkim wzrost jego elastyczności, co powinno sprzyjać ograniczeniu stopnia, w jakim wstrząsy są przenoszone na inflację.

W trakcie prac nad *Założeniami* Rada zdecydowała o rezygnacji z ogłaszania nastawienia w polityce pieniężnej, uznając, że ten instrument komunikacji może prowadzić od zmniejszania elastyczności prowadzonej polityki pieniężnej. W miejsce ogłaszania nastawienia do publicznej wiadomości będzie podawana ocena bilansu czynników wpływających na kształtowanie się przyszłej inflacji. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, która jest istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcji.

W październiku ub.r. Rada postanowiła także dokonać zmian w dotychczasowym harmonogramie publikacji *Raportu o inflacji* i stanowiących jego część projekcji inflacji i PKB przygotowywanych przez ekspertów NBP. Decyzja ta była związana z nowymi terminami publikowania przez GUS kwartalnych danych o rachunkach narodowych, które obecnie ukazują się nie później niż 60 dni po zakończeniu kwartału, a więc na kilka dni przed lub zaraz po publikacji *Raportu o Inflacji*. Z tego względu przy zachowaniu dotychczasowych terminów publikacji tego dokumentu nie byłoby możliwe uwzględnienie szacunków GUS w *Raporcie*. Dlatego przesunięto termin publikacji *Raportu o inflacji* z listopada 2005 r. na styczeń 2006 r. Kolejne Raporty będą publikowane z częstotliwością kwartalną, tj. w kwietniu, lipcu oraz październiku 2006 r.

W okresie wrzesień-grudzień 2005 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procen-

towe NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rada utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, gdyż w jej ocenie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej było wyższe niż prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu cen będzie wyższe niż 2,5%. W styczniu br. Rada obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., tj. na koniec tego okresu stopa referencyjna wynosiła 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%

Dane opublikowane w okresie wrzesień 2005 - styczeń 2006 r. wskazywały na wzmocnienie tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce obserwowanych od II kw. ub. r. Systematycznie rosło roczne tempo wzrostu produkcji przemysłowej. Obserwowano również umiarkowany trend wzrostowy sprzedaży detalicznej. Utrzymywało się ożywienie w budownictwie, choć jego tempo obniżało się w październiku i listopadzie. Oceny klimatu gospodarczego, sygnalizowane przez przedsiębiorstwa w badaniach koniunktury GUS, nie zmieniły się istotnie, natomiast korzystne wyniki sektora przedsiębiorstw za pierwsze trzy kwartały ub. r. wskazywały na dobrą sytuację ekonomiczną badanych firm: rosnące przychody, wysoki poziom rentowności oraz bezpieczny poziom płynności (w III kw. 2005 r. był on najwyższy w historii badań prowadzonych przez GUS).

Według szacunków GUS w III kw. ub. r. tempo wzrostu PKB r/r było wyższe niż w II kw. i zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Zgodna z oczekiwaniami NBP była również dynamika spożycia indywidualnego i inwestycji. Eksport netto – mimo silnej aprecjacji złotego – był nadal głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego w III kw. ub. r. Jego wkład do wzrostu PKB okazał się znacznie większy niż prognozowano w sierpniowym *Raporcie*. Jednocześnie jednak dane GUS wskazały na stopniowe przyspieszenie popytu krajowego, w tym tempa wzrostu inwestycji. Wstępne dane o rachunkach narodowych w całym 2005 r. potwierdzają umocnienie tendencji wzrostowych w gospodarce.

Dane dostępne w analizowanym okresie wskazywały na utrzymującą się poprawę na rynku pracy. Systematycznie zwiększało się roczne tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, przy obniżającej się jednocześnie stopie bezrobocia. Według Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) w II kw. ub. r. utrzymało się umiarkowane tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce, natomiast opublikowane po grudniowym posiedzeniu RPP dane BAEL wskazały na istotne przyspieszenie wzrostu liczby pracujących w III kw. ub. r. W rezultacie, dane dotyczące rynku pracy wskazują, że skala poprawy sytuacji na rynku pracy jest większa niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie*.

W III kw. ub. r. tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce nieznacznie się obniżyło wobec poprzedniego kwartału, co było związane z przesunięciami w wypłacie dodatkowych wynagrodzeń w sekcji poczta i telekomunikacja. W sektorze przedsiębiorstw dynamika nominalnych wynagrodzeń w okresie sierpień-wrzesień utrzymywała się na umiarkowanym poziomie. Jednak w październiku i listopadzie dynamika płac w przedsiębiorstwach znacznie wzrosła i ukształtowała się znacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Wysoka dynamika płac w tych miesiącach wynikała w części z przesunięcia dodatkowych wypłat wynagrodzeń w niektórych sekcjach (poczta i telekomunikacja oraz górnictwo). To przesunięcie obniżyło także dynamikę płac w przedsiębiorstwach w



---

grudniu (do 1,5% r/r). W całym IV kw. 2005 r. tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach wyniosło 4,8% r/r i było wyższe niż w pierwszych trzech kwartałach 2005 r.

Zgodnie z oczekiwaniami, w okresie sierpień-grudzień 2005 r. roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych kształtowało się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego. W III kw. ub. r. inflacja cen konsumpcyjnych była nieco wyższa od oczekiwań z sierpniowego *Raportu o inflacji*, natomiast dane za październik i listopad wskazywały, że w IV kw. będzie ona zgodna z tymi oczekiwaniami, co potwierdziły opublikowane w styczniu br. przez GUS dane o inflacji w grudniu 2005 r.

W sierpniu 2005 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych osiągnęły najniższą w ub.r. wartość 1,3%. W kolejnych dwóch miesiącach wzrosły one nieznacznie i w okresie od października do grudnia 2005 r. ustabilizowały się na poziomie 1,5%, tj. o 1 pkt proc. niższym niż cel inflacyjny NBP (2,5%). W styczniu 2006 r. oczekiwania inflacyjne tej grupy podmiotów obniżyły się do poziomu 0,9%, tj. wyraźnie poniżej celu 2,5%. W całym analizowanym okresie nieznacznie wzrosły prognozy inflacji analityków bankowych, które również wskazywały na utrzymywanie się inflacji poniżej celu NBP.

Pomimo umocnienia tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, w analizowanym okresie obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej. Niska inflacja "netto" wskazywała, że presja inflacyjna wynikająca z czynników popytowych była ograniczona. Ponadto, odnotowana dynamika wskaźników inflacji bazowej świadczyła o ograniczonym jak dotychczas wpływie wysokich cen paliw na ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych.

W okresie sierpień-listopad ub. r. utrzymywał się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, a w grudniu nastąpił ich nieznaczny wzrost. Na kształtowanie się niskiego wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu wpływały umiarkowana dynamika popytu krajowego oraz mocniejszy niż rok temu kurs złotego, który kompensował wpływ wysokich cen ropy na ceny produkcji sprzedanej przemysłu.

W okresie, jaki upłynął pomiędzy posiedzeniami Rady w sierpniu 2005 r. i w styczniu br. kurs złotego zaprecjonował się i pozostał na poziomie mocniejszym niż uwzględniono w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Silniejszy kurs złotego oddziaływał w kierunku obniżenia inflacji.

Najważniejszymi źródłami niepewności w omawianym okresie, uwzględnianymi przez Radę, były perspektywy kształtowania się inwestycji oraz wpływ procesów globalizacyjnych i kształtowania się cen surowców na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji.

W analizowanym okresie postępowało ożywienie gospodarcze, któremu towarzyszył wzrost dynamiki inwestycji. Inwestycje są kluczowe dla podtrzymania wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. Perspektywy dalszego przyspieszenia procesu inwestycyjnego wciąż jednak nie były jednoznaczne. Bardzo dobra kondycja ekonomiczna firm wskazywała, że ich sytuacja finansowa nie powinna stanowić bariery zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Co więcej, warunki finansowania zewnętrznego inwestycji były korzystne ze względu na relatywnie niskie stopy procentowe w Polsce i strefie euro oraz

wyjatkowo dobrą sytuację na rynkach kapitałowych. Za rosnącą aktywnością inwestycyjną przemawiał także utrzymujący się wzrost kredytów, przede wszystkim zagranicznych, dla przedsiębiorstw. Z drugiej jednak strony, umiarkowana dynamika spożycia prywatnego i formułowane na jej podstawie oceny przyszłego popytu mogą oddziaływać w kierunku spowolnienia inwestycji. Ponadto wskazywano, że dane statystyczne o krajowym rynku kredytowym w II półroczu 2005 r. oraz wyniki badań ankietowych dotyczące aktywności kredytowej przedsiębiorstw w IV kw. ub.r. mogły osłabiać oczekiwania na znaczące przyspieszenie inwestycji. Mogło to być wynikiem obaw przed dalszą aprecjacją kursu złotego, rosnącej niepewności politycznej, niejasności co do przyszłych łącznych obciążeń fiskalnych i kształtu systemu podatkowego oraz wyższych cen ropy naftowej. Negatywnie na skłonność do inwestowania wpływa brak postępu w reformach instytucjonalnych, od których zależy klimat inwestycyjny w kraju.

Czynnikiem niepewności, któremu Rada poświęciła wiele uwagi, był wpływ procesów zachodzących w otoczeniu polskiej gospodarki na inflację. Do ograniczenia presji inflacyjnej w warunkach postępującego wzrostu gospodarczego może nadal przyczyniać się import towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Jednocześnie można oczekiwać, że w dłuższym horyzoncie zwiększenie skali przenoszenia produkcji przez polskie firmy do tych krajów może dodatkowo ograniczać presję na wzrost wynagrodzeń. Z drugiej strony, odpływ siły roboczej do innych krajów UE może prowadzić do wzrostu presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Ocena trwałości i skali wpływu efektów globalizacji na procesy cenowe w poszczególnych krajach, jak i w Polsce, jest bardzo trudna i jest to jeden z głównych czynników zwiększających niepewność prowadzenia polityki pieniężnej w gospodarkach uczestniczących w międzynarodowej wymianie.

Rada rozważała również wpływ bieżących i prognozowanych cen ropy na inflację. Można oczekiwać, że w krótkim okresie podwyższone ceny ropy oddziaływać będą w kierunku wzrostu cen, przy czym skala tych efektów będzie w znacznym stopniu zależeć od zmian kursu walutowego oraz polityki cenowej koncernów paliwowych. W okresie dłuższym wyższe ceny ropy oddziaływać mogą w kierunku ograniczenia popytu i związanej z nim presji inflacyjnej. Decyzje w polityce pieniężnej powinny również uwzględniać możliwe oddziaływanie podwyższonych cen ropy na oczekiwania inflacyjne i płace, którego skala może wzrastać w miarę umacniania się ożywienia gospodarczego.

W okresie wrzesień–listopad 2005 r. Rada oceniała, że utrzymująca się niska dynamika jednostkowych kosztów pracy w sektorze przedsiębiorstw, a także spadek inflacji bieżącej i utrzymujące się na niskim poziomie wskaźniki inflacji bazowej wskazywały na ograniczoną presję inflacyjną. Rada dopuszczała jednak możliwość zmiany bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację, gdyby pojawiły się sygnały wzrostu prawdopodobieństwa wystąpienia efektów drugiej rundy. Ponadto, ze względu na wyższe niż przyjęto w sierpniowej projekcji inflacji prognozowane ceny ropy oraz wyższą od oczekiwań inflację w III kw., w ocenie Rady inflacja mogła wrócić do celu inflacyjnego szybciej niż wynikało to z sierpniowej projekcji.

W grudniu Rada uznała, że kształtowanie się wskaźników inflacji i inflacji bazowej w listopadzie świadczyło o ograniczonym, jak dotychczas, wpływie wysokich cen energii

---

na ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych. Wpłynęło to na zmianę dotychczasowych ocen dotyczących wpływu cen ropy naftowej na przyszły przebieg inflacji. Rada uznała, że powrót inflacji do celu może nastąpić później niż oceniano w czasie poprzednich posiedzeń.

Projekcja inflacji NBP, przedstawiona w styczniowym Raplocie o inflacji, została opracowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 2 stycznia br., a więc nie uwzględnia m.in. przedstawionych przez GUS szacunków PKB w 2005 r. Zgodnie z projekcją, z 50-procentowym prawdopodobieństwem roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się w przedziale 3,8%-5,1% w 2006 r.; 3,4%-5,2% w 2007 r. oraz 3,6%-5,5% w 2008 r. Styczniowa projekcja inflacji wskazuje, że tempo wzrostu cen w 2006 r. będzie niższe od oczekiwanego w sierpniowej projekcji. W 2007 r. inflacja przyspieszy i pod koniec roku zbliży się do poziomu z projekcji przedstawionej w sierpniu 2005 r. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 0,5%-2,3% w IV kw. 2006 r. (wobec 1,0%-3,1% w projekcji sierpniowej); 1,1%-3,6% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,2%-4,1%) oraz 0,8%-3,9% w IV kw. 2008 r.

Należy podkreślić, że przedstawiona w Raplocie projekcja inflacji wraz z rozkładem prawdopodobieństw nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności dotyczącej skali przyszłego wzrostu zatrudnienia, wpływu efektów globalizacji na procesy cenowe, kształtu polityki gospodarczej rządu w najbliższych latach i kształtowania się kursu walutowego. Ponadto, projekcja nie uwzględnia najnowszych informacji, które mogą mieć istotny wpływ na prognozowane tempo wzrostu cen. Z jednej strony, ceny ropy naftowej w styczniu br. były wyższe niż założono w projekcji. Z drugiej strony, kurs złotego był w styczniu mocniejszy, a dane o rachunkach narodowych wskazują, że wzrost PKB w IV kw. i w całym 2005 r. był nieznacznie niższy, a wzrost inwestycji znacząco wyższy niż założono w projekcji styczniowej.

Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.



# Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana przy wykorzystaniu modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Datą zamknięcia założeń do obecnej projekcji był 2 stycznia 2006 r. W związku z tym styczniowa projekcja została oparta na szacunkach NBP dotyczących kategorii makroekonomicznych w IV kw. 2005 r.

## 4.1 Wstęp

Z powodu dostosowania terminów publikacji *Raportów o inflacji* do zmiany kalendarza publikacji przez GUS danych z kwartalnych rachunków narodowych odstęp pomiędzy poprzednią a obecną projekcją wydłużył się z 3 do 5 miesięcy. W tym czasie Rada Polityki Pieniężnej otrzymywała przygotowywany co miesiąc bilans czynników kształtujących przyszłą inflację, sporządzany na podstawie pojawiających się danych. Miesięczne dane o sferze realnej gospodarki wskazywały na to, że procesy realne i ścieżka PKB będą kształtować się zgodnie z projekcją sierpniową a wyższe w porównaniu do zakładanych w projekcji sierpniowej ceny ropy pozwalały sądzić, że ścieżka inflacji może przebiegać wyżej niż w projekcji sierpniowej. Przesunięcie bilansu czynników ryzyka w kierunku wyższej inflacji stało się bardziej prawdopodobne, gdy inflacja w III kw. 2005 r. okazała się wyższa od prognozowanej a następnie inflacja w październiku odbiegła w górę od oczekiwań. Opublikowane w grudniu dane o rachunkach narodowych za III kw. 2005 r. potwierdziły wcześniejsze oczekiwania dotyczące sfery realnej. Tempo wzrostu PKB w III kw. okazało się zgodne z projekcją. Równocześnie opublikowane zmiany danych o kwartalnych rachunkach narodowych za ostatnie dwa lata, które korygowały w górę elementy popytu krajowego istotne dla projekcji (spożycie i nakłady inwestycyjne) i zmniejszały wkład eksportu netto do wzrostu PKB, uprawdopodobniły realizację wysokiego tempa wzrostu PKB w IV kw. 2005 r. przewidywanego w projekcji sierpniowej. Szybszy niż prognozowano w sierpniu wzrost liczby pracujących w III i IV kw. 2005 oraz dynamika płac w III kw. 2005 r. równa prognozowanej w sierpniu r. a w IV kw. 2005 r. wyższa niż prognozowano w sierpniu dawały podstawy do oczekiwania wyższej niż pro-

gnozowano inflacji w dłuższym horyzoncie, pomimo obniżenia się inflacji w listopadzie i w grudniu, spowodowanego ptasią grypą oraz niespodziewanym przy wysokich cenach ropy spadkiem cen paliw wynikającym z głębszego od przewidywań obniżenia marż producentów.

Zgodnie z oczekiwaniami formułowanymi w bilansie czynników ryzyka, projekcja inflacji z modelu ECMOD, którą omawiamy w dalszej części rozdziału, nie różni się istotnie od projekcji opublikowanej w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Różnice dotyczą przede wszystkim kształtowania się inflacji w kolejnych kwartałach 2006 r. i są związane z niższą ścieżką cen żywności i niższą ścieżką cen paliw, na którą wpłynęła głównie znacznie głębsza od przewidywanej obniżka marż w grudniu 2005 r. oraz utrzymanie obniżonej we wrześniu 2005 r. akcyzy przez cały 2006 r. W 2007 r. inflacja przyspiesza i powraca na ścieżkę z projekcji sierpniowej, a w całym 2008 r. utrzymuje się w celu.

Zasadniczą przyczyną, która powoduje, że przy niezmienionym modelu (parametry modelu nie zostały przeszacowane na nowych danych) obecna projekcja inflacji nie jest w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej wyższa od projekcji sierpniowej, jak sądzono w bilansie czynników ryzyka, jest niższe prognozowane tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych i nieco niższe tempo wzrostu gospodarczego. Istotną rolę w ocenie perspektyw wzrostu inwestycji miała korekta założeń dotyczących wykorzystania środków unijnych po 2006 r.

Oceniając bieżące i przyszłe kształtowanie się popytu krajowego należy przede wszystkim zwracać uwagę na spożycie i inwestycje. Publikowane przez GUS kwartalne szacunki przyrostu zapasów charakteryzują się silnymi wahaniami, które częściowo zniekształcają informację o dynamice popytu krajowego (np. II kw. 2005 r. – Tabela 4.9), a ponadto zmiany zapasów są silniej skorelowane z eksportem netto niż z popytem krajowym po wyłączeniu zapasów, czyli łączną sumą spożycia i inwestycji<sup>54</sup>. W rezultacie, ryzyko odchylenia realizacji zapasów od projekcji, w której zakłada się, że przyrost zapasów jest w przybliżeniu proporcjonalny do przyrostu PKB, jest znaczące. W związku z tym bardziej zasadna przy ocenie popytu krajowego jest analiza dynamiki spożycia i inwestycji.

	04q1	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4
<b>PKB r/r</b>	6,8	5,9	4,8	3,9	2,1	2,8	3,7	4,8
<b>udziały we wzroście:</b>								
Popyt krajowy	7,1	7,5	6,0	3,9	1,1	-0,6	1,6	3,9
Spożycie + inwestycje	4,6	4,9	4,3	4,0	1,9	2,2	2,9	4,0
Zmiana zapasów	2,5	2,6	1,7	-0,1	-0,7	-2,8	-1,3	-0,1

**Tabela 4.9:** Wkład popytu krajowego do wzrostu PKB

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

<sup>54</sup>Współczynniki korelacji pomiędzy udziałami we wzroście przyrostu zapasów i łącznej sumy spożycia i inwestycji oraz przyrostu zapasów i eksportu netto wynoszą odpowiednio 0,19 i -0,42 dla próby 1996q1-2005q4 oraz 0,40 i -0,85 dla próby I kw. 2000q1-2005q4.

Niepewność dotyczącą projekcji inflacji opracowywanej na podstawie ekonometrycznego modelu gospodarki można umownie podzielić na niepewność dotyczącą projekcji przy założeniu adekwatności modelu oraz na niepewność dotyczącą adekwatności samego modelu. Pierwszy rodzaj niepewności dotyczy projekcji, którą – z założenia – traktujemy jako projekcję nieobciążoną. Przy takim założeniu błędy projekcji inflacji można uznać za zmienne losowe o znanym rozkładzie, co umożliwia analizę ryzyka w kategoriach rachunku prawdopodobieństwa i prezentację niepewności w postaci wykresu wachlarzowego. W przypadku niepewności dotyczącej adekwatności modelu podejrzewamy (twierdzimy z pewnym prawdopodobieństwem), że model generuje projekcje obciążone systematycznym błędem. Ponieważ zwykle nie potrafimy *ex ante* zmierzyć obciążenia projekcji, nie możemy analizować ryzyka w kategoriach rachunku prawdopodobieństwa i przedstawić na wykresie wachlarzowym.

Przy omawianiu niepewności dotyczącej projekcji zwykle wystarczy się ograniczyć do niepewności wynikającej z kształtowania się w horyzoncie projekcji zmiennych egzogenicznych oraz składników losowych w modelu prognostycznym, o którym zakładamy, że właściwie odwzorowuje procesy inflacyjne. Ten rodzaj niepewności pokazujemy standardowo na wykresie wachlarzowym.

Przechodząc do niepewności drugiego rodzaju należy zauważyć, że budowa ekonometrycznego modelu gospodarki wykorzystuje określone założenia teoretyczne do wyprowadzenia zależności (równań) wiążących zmienne modelu. Z kolei parametry równań modelu, od których zależą między innymi jego dynamiczne właściwości (tempo korygowania odchyłeń zmiennych od ich długookresowych ścieżek), są estymowane lub kalibrowane na podstawie historycznych danych. Te cechy modelu (założenia teoretyczne i szacowane oceny parametrów), decydujące o stopniu jego adekwatności do opisu rzeczywistości, mogą być istotnym źródłem odchyłeń przyszłych realizacji inflacji od ich prognozowanych wartości. Ryzyka tego nie uwzględnia i nie kwantyfikuje, z przyczyn metodologicznych, wykres wachlarzowy.

Wraz z danymi o rachunkach narodowych za III kw. 2005 r. GUS opublikował istotną korektę danych o rachunkach narodowych od 1995 r. W związku z tak zasadniczą i głęboką korektą próby model ECMOD powinien zostać poddany reestymacji. Ponieważ reestymacja parametrów modelu wiąże się zwykle z istotnymi zmianami specyfikacji równań, a w konsekwencji sposobem reagowania modelu na typowe zaburzenia, w tym zmianami wartości mnożników zmiennych egzogenicznych, po jej przeprowadzeniu należy gruntownie przebadać właściwości modelu. Z powodu zbyt krótkiego okresu, który dzielił publikację skorygowanych danych od publikacji projekcji, by można było przeprowadzić niezbędne testy właściwości modelu z nowo oszacowanymi parametrami, reestymacja parametrów modelu ECMOD nie została przeprowadzona, co mogło pogorszyć zdolność modelu do wiernego odtwarzania niektórych mechanizmów gospodarczych, zwiększając prawdopodobieństwo obciążenia projekcji. Dlatego w opisie projekcji zwracamy uwagę na drugi rodzaj niepewności projekcji, dotyczący adekwatności modelu, gdyż ten rodzaj niepewności dotyczy styczniowej projekcji w znacznie większym stopniu niż dotyczył projekcji sierpniowej i wcześniejszych projekcji. Jak już zaznaczaliśmy, niepewność dotycząca adekwatności modelu nie jest ujęta w wykresie

wachlarzowym, bo wykres wachlarzowy jest budowany przy założeniu, że model prognostyczny jest adekwatny (nie generuje obciążonych projekcji). W naszej opinii poziom niepewności drugiego rodzaju, której nie da się ująć i przedstawić na wykresie wachlarzowym wzrósł pomiędzy projekcjami na tyle, że wymaga osobnego omówienia, któremu poświęcamy ostatni podrozdział. Uznaliśmy, że taki sposób ujęcia niepewności projekcji (wykres wachlarzowy przy pozostawieniu modelu bez zmian oraz pozamodelowa analiza niepewności związanej z innym niż modelowy przebiegiem procesów gospodarczych) jest lepszym rozwiązaniem, niż wprowadzanie korekt eksperckich do modelu w celu uwzględnienia innego, niż to wynika z mechanizmów modelowych rozwoju wydarzeń.

Kluczowa dla oceny perspektyw inflacji, przede wszystkim w dłuższym horyzoncie, jest ocena przyczyn i trwałości zmian zachodzących na rynku pracy. Opublikowane dane o liczbie pracujących i aktywnych zawodowo wg BAEL w III kw. 2005 r. były znacznie wyższe od wcześniejszych oczekiwań. Wyższa od prognoz eksperckich dynamika liczby pracujących w III kw. 2005 r. została uwzględniona w szacunku punktu startowego projekcji, natomiast nie skorygowano odpowiednio w górę liczby aktywnych zawodowo. Zgodnie z zależnościami ujętymi w modelu ECMOD (w którym popyt na pracę zależy m.in. od poziomu aktywności gospodarczej, zasobów kapitału i wysokości płac realnych), po wzroście dynamiki liczby pracujących w końcu 2005 r., której nie towarzyszył wzrost produktu, wystarczający do jej podtrzymania, dynamika pracujących stopniowo się obniża w kierunku długookresowego tempa wzrostu, zgodnego ze stałym udziałem funduszu płac w PKB (implikowanym przez funkcję produkcji Cobba-Douglasa). Zgodnie z logiką modelu obserwowany przez bardzo krótki, jak na długość całej próby, czas wzrost liczby pracujących został potraktowany przez model na tle innych zmiennych makroekonomicznych jako zjawisko "nietypowe" i przy pomocy mechanizmu korekty błędem liczba pracujących sprowadzana została w pobliże długookresowej ścieżki (tempo wzrostu liczby pracujących obniżyło się z 2,3% w 2005 r. do 1,4% w 2006 r. i 0,8% w latach 2007-2008).

Oceniając ryzyko odchylenia się inflacji od projekcji nie można pominąć alternatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku pracy zakładających, że obserwowana na nim poprawa będzie miała charakter trwały. Ponieważ scenariuszom tym można przypisać istotne prawdopodobieństwo realizacji, uwzględnione zostały w analizie niepewności, choć nie są ujęte na wykresie wachlarzowym.

## 4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

W okresie od sierpnia 2005 r. napłynęły nowe informacje, na podstawie których zostały uaktualnione prognozy przebiegu zmiennych zewnętrznych wobec modelu. W założeniach dotyczących wartości zmiennych egzogenicznych uwzględniono wyłącznie dane dostępne do 2 stycznia 2006 r. (data zamknięcia założeń projekcji).



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

Dane o wzroście PKB w strefie euro w III kw. 2005 r. (1,6% r/r) były zgodne z oczekiwaniami z sierpniowej projekcji. Bardzo istotne znaczenie dla przyspieszenia wzrostu miało zwiększenie dynamiki inwestycji (o 1,3 pkt. proc. do 3,2% r/r), natomiast roczna dynamika spożycia indywidualnego była umiarkowana i wyniosła 1,5%. W ocenie autorów projekcji, PKB w strefie euro wzrósł w 2005 r. o 1,4% (w projekcji sierpniowej: 1,3%), a prognoza wzrostu w kolejnych latach okresu 2006-2008 wynosi 1,9% (1,9%), 2,0% (2,2%) i 2,2%. Głównym czynnikiem wzrostu w strefie euro powinno się stać ożywienie popytu inwestycyjnego, za czym przemawiają niski koszt pozyskania kapitału oraz wysokie zyski przedsiębiorstw.

Nieco niższa niż prognozowano inflacja (deflator PKB) w II i III kw. 2005 r. wpłynęła na nieznaczne obniżenie szacunków inflacji w strefie euro w 2005 r.<sup>55</sup> (do 1,2% z 1,3% w projekcji sierpniowej).

Utrzymano niską sierpniową prognozę inflacji w strefie euro w 2006 r. (1,5%) oraz nieznacznie ją obniżono dla 2007 r. (do 1,6% z 1,7% w sierpniu). Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku ograniczenia presji na wzrost cen w horyzoncie prognozy są niska dynamika PKB i utrzymująca się ujemna luka popytowa oraz niskie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ryzyko wzrostu inflacji wiąże się natomiast ze zmianą stawek podatkowych oraz z wysokimi cenami ropy naftowej, które również mogą wpłynąć na osłabienie wzrostu gospodarczego w strefie euro. Równocześnie należy podkreślić, że na kształtowanie się popytu zewnętrznego duży wpływ wywierać będzie polityka gospodarcza prowadzona przez nowy rząd w Niemczech, gdzie możliwe jest silniejsze niż przewidywano ożywienie.

## **Zagraniczne stopy procentowe**

Przyjęta w projekcji ścieżka stóp procentowych w strefie euro jest zgodna z oczekiwaniami rynków finansowych, które w okresie od sierpnia ub. r. uległy podwyższeniu. Prognozowane stawki trzymiesięcznego LIBOR-u dla euro wzrastają w całym horyzoncie projekcji, osiągając poziom 3,18% w IV kw. 2007 r. (wobec 2,83% oczekiwanego w sierpniowej projekcji) i 3,24% w IV kw. 2008 r. Nominalny dysparytet stóp procentowych jest w całym horyzoncie projekcji niższy niż w projekcji sierpniowej.

## **Ceny ropy naftowej i paliw**

Wobec obserwowanej wzrostowej tendencji cen na światowych rynkach ropy ich prognoza została podwyższona w porównaniu z sierpniem 2005 r. Skala podwyżki jest związana ze zmianami cen na rynkach terminowych oraz korektami prognoz instytucji analizujących rynek ropy.

---

<sup>55</sup>Niska inflacja mierzona deflatorem PKB w warunkach rosnącej inflacji mierzonej wskaźnikiem cen dóbr i usług konsumpcyjnych wynika z innego oddziaływania rosnących cen ropy na te wskaźniki cen – w przypadku deflatora PKB oddziaływanie to jest niewielkie.

Zgodnie z obecną prognozą w 2006 r. przewidywany jest wzrost średniej ceny baryłki do ok. 61 USD (w projekcji sierpniowej: ok. 54 USD), a następnie jej powolny spadek do ok. 58 USD w 2007 r. (ok. 53 USD) i 52 USD w 2008 r. Oczekiwania te są oparte na długoterminowej prognozie Departamentu Energii USA z grudnia 2005 r. Jednocześnie niestabilna sytuacja polityczna w ważnych regionach wydobycia (Iran i Nigeria) stanowi istotny czynnik ryzyka dalszego wzrostu cen ropy naftowej.

W porównaniu z projekcją sierpniową zmiana ścieżki cen paliw w horyzoncie projekcji nastąpiła przede wszystkim w wyniku wyżej opisanej korekty ścieżki cen ropy naftowej oraz zmiany założeń dotyczących stawek podatku akcyzowego. Zgodnie z deklaracjami rządu założono, że obniżona we wrześniu 2005 r. stawka podatku akcyzowego na paliwa w 2006 r. nie ulegnie zmianie. Przyjęto natomiast, że będzie podwyższana dopiero od 2007 r. W przypadku projekcji sierpniowej nie przewidywano obniżenia akcyzy na paliwa we wrześniu 2005 r. i założono rosnącą akcyzę już od 2006 r.

W rezultacie w 2006 r. ceny paliw będą rosły wolniej niż zakładano w projekcji sierpniowej. W kolejnych latach, pomimo obniżających się cen ropy, ceny paliw nadal będą wzrastać, co wynika między innymi z przewidywanych zmian akcyzy w 2007 r. oraz oczekiwanego w 2008 r. wzrostu marży dystrybucyjnej w sprzedaży detalicznej paliw, wynikającego z jej powrotu do średniej wieloletniej<sup>56</sup>. W 2007 r. dynamika cen paliw będzie wyższa niż przyjęto w poprzedniej projekcji.

### Absorpcja funduszy unijnych

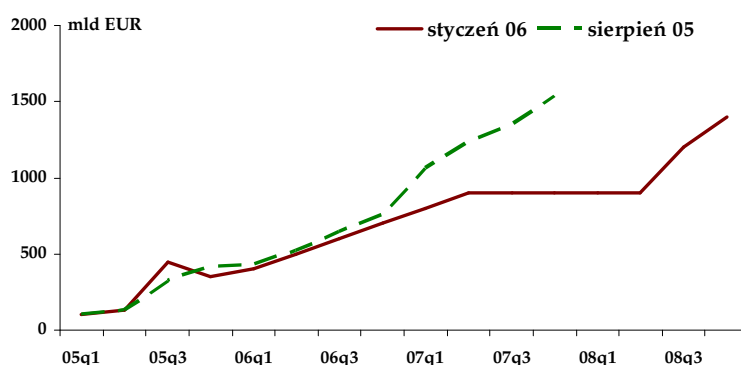
Ważnym założeniem w modelu ECMOD, które wpływa na dynamikę procesów inwestycyjnych w horyzoncie projekcji jest poziom wykorzystania transferów z funduszy strukturalnych UE oraz funduszu spójności. Założenie to uległo istotnej korekcie w porównaniu z projekcją sierpniową i znacząco wpłynęło na niższą, w porównaniu z projekcją sierpniową, ścieżkę inwestycji, spożycia indywidualnego i PKB, co odpowiada za obniżenie się ścieżki inflacji w dłuższym horyzoncie projekcji w stosunku do oczekiwań bilansu czynników ryzyka i ścieżki z projekcji sierpniowej.

Obecnie przyjęto, że w horyzoncie projekcji wykorzystane zostanie 75% alokacji przyznanej na lata 2004-06. Dla funduszy strukturalnych założono także wydłużenie wydatkowania alokacji przyznanej na okres 2004-2006 do 2008 r. (uwzględniając "zasadę  $n+2$ " wydatkowania środków z tych funduszy), natomiast dla funduszu spójności – do końca 2010 r. Skalę zmian ilustruje Wykres 4.33.

Obniżenia skali wykorzystania transferów w porównaniu z projekcją sierpniową dokonano z uwagi na opóźnienia i bariery w dotychczasowym kontraktowaniu i wydatkowaniu alokacji UE (czynnik ten obniża skalę wykorzystania środków w 2006 r.), jak i możliwe trudności w prefinansowaniu i współfinansowaniu wysokiej skali środków UE z krajowych źródeł publicznych i prywatnych (od 2007 r.). Niższa absorpcja transferów UE jest jednym z czynników ryzyka dla ścieżki rozwoju gospodarczego wymienionych

---

<sup>56</sup>Na podstawie analizy zachowań cenotwórczych w sektorze paliwowym przyjęto, że wzrost akcyzy w 2007 r. istotnie zmniejszy skłonność firm paliwowych do zmiany marż w tym właśnie roku.



**Wykres 4.33:** Fundusze strukturalne i spójności: założenia do aktualnej projekcji na tle założeń projekcji z sierpnia 2005 r.

Źródło: NBP.

w programie konwergencji. Nie da się jednak wykluczyć, że bariery administracyjne będą szybciej usunięte a problemy ze współfinansowaniem okażą się mniejsze niż się obecnie ocenia.

W modelu prognostycznym jednym z elementów oddziałujących na wysokość dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych jest napływ środków w ramach Wspólnej Polityki Rolnej (WPR) z budżetu UE. W założeniach do projekcji sierpniowej i styczniowej łączny poziom transferów do Polski z budżetu UE w ramach WPR w latach 2005-07 jest zbliżony. W okresie 2005-07 założono w ścieżce sierpniowej poziom transferów WPR w wysokości 5,78 mld EUR, a w ścieżce styczniowej w wysokości 5,8 mld EUR. Ścieżki różnią się natomiast rozłożeniem transferów WPR na poszczególne lata. Wynika to z faktu, że w ścieżce sierpniowej przewidywano wykorzystanie transferów WPR w 2005 r. na poziomie 1,07 mld EUR, podczas gdy wg danych NBP wyniosło ono 1,8 mld EUR. W związku z tym dokonano korekty przesunięć środków między poszczególnymi latami (2005, 2006 i 2007). W efekcie, obecna ścieżka przewiduje wykorzystanie transferów WPR na poziomie 2,05 mld EUR w 2007 roku, w stosunku do ścieżki sierpniowej zakładającej poziom 2,49 mld EUR.

### Sytuacja sektora finansów publicznych

Podobnie jak w poprzedniej projekcji, założenia dotyczące wydatków sektora finansów publicznych uwzględniają jedynie skutki aktualnie obowiązujących ustaw. W szczególności nie uwzględniono skutków ustaw podpisanych przez Prezydenta RP po 2 stycznia br. Wydatki związane z waloryzacją rent i emerytur prognozowane są zgodnie z regulacjami ustawowymi przyjętymi przez Parlament w 2004 r., tj. waloryzacja w 2006 r. o wskaźnik wzrostu cen w latach 2004-2005 i brak waloryzacji w latach 2007 i 2008.

Prognoza dochodów głównych kategorii podatkowych oparta została na efektywnych stawkach podatkowych. Poziom wszystkich stawek efektywnych, poza stawką podatku

PIT, został przyjęty na historycznej wysokości. Efektywna stawka podatku PIT uwzględnia likwidację ulgi remontowej w 2006 r., co wpływa na wzrost dochodów z podatku PIT w 2007 r.

W projekcji nie zakłada się pojawienia większych napięć w sytuacji sektora finansów publicznych. Napięcia takie mogą się pojawić, np. w związku z wyższą niż przewidywana absorpcją transferów z Unii Europejskiej. Perspektywa większych napięć w sytuacji sektora finansów publicznych i ich konsekwencje w postaci niestabilności na rynkach finansowych nie są ujęte w wykresie wachlarzowym.

### Ceny żywności

Prognozy ośrodków zewnętrznych dotyczące wolumenu produkcji głównych upraw rolnych i ogrodniczych wskazują, że tegoroczne zbiory ukształtują się na poziomie wyższym od średniego z ostatnich 5 lat, ale niższym niż w 2004 r. Jednak dzięki dużym zapasom początkowym w sezonie 2005/06 podaż zbóż będzie nieco większa niż w poprzednim sezonie. Zgodnie z oceną GUS, w 2005 r. niższe niż w 2004 r. były również zbiory owoców i warzyw. Efektem niższych zbiorów w 2005 r. będą wyższe do czerwca 2006 r. ceny niektórych owoców i warzyw. Oceny tych ośrodków wskazują również, że dotychczasowy i przewidywany rozwój pogłowia trzody chlewnej będzie prowadził do zwiększonej podaży żywca wieprzowego przynajmniej do końca I półrocza 2007 r. Na skutek dużej podaży, dynamika cen skupu, a w konsekwencji – cen detalicznych mięsa wieprzowego może być w 2006 r. ujemna. Ze względu na wysoki udział mięsa wieprzowego w spożyciu mięsa i przetworów ujemna będzie również dynamika cen całej tej grupy, zwłaszcza w pierwszej połowie bieżącego roku.

Przy powyższych uwarunkowaniach aktualna prognoza rocznej dynamiki cen żywności jest w I kw. 2006 r. niższa niż prognozowana w sierpniu ub. r a w II kw. 2006 r. – zbliżona. Do jesieni 2006 r. kształtuje się ona na poziomie bliskim zera, natomiast później wzrasta.

Prognozowanie cen żywności wiąże się z dużym ryzykiem popełnienia błędu, którego skala wpływa bezpośrednio na projekcję CPI w horyzoncie najbliższych 4 kwartałów, a poprzez niepewność towarzysząca prognozowaniu cen żywności – w całym horyzoncie, stanowiąc ważny czynnik kształtujący wykres wachlarzowy. Ze względu na brak przesłanek umożliwiających prognozowanie zmian cen żywności w dłuższym horyzoncie, w modelu założono, że po tym okresie ceny żywności rosną w tempie inflacji netto<sup>57</sup>. Nie jest to jedyny możliwy przebieg ścieżki cen żywności, a prawdopodobieństwo jej istotnego odchylenia od ścieżki założonej może być znacznie wyższe niż to, które zostało uwzględnione w wykresie wachlarzowym. Ponieważ prognoza cen żywności jest przygotowywana przy założeniu stałego kursu walutowego, przewidywana w projekcji deprecjacja kursu zwiększa asymetrię ryzyka – w górę – wokół ścieżki cen żywności. Należy zwrócić również uwagę na fakt, że duże i nietypowe spadki cen żywności w li-

---

<sup>57</sup>Prognozowana w modelu ECMOD inflacja kw/kw jest średnią ważoną inflacji netto, opisywanej równaniem modelu, oraz cen paliw i egzogenicznych cen żywności.

stopadzie i grudniu 2005 r.<sup>58</sup> mogą prowadzić do wystąpienia "efektu odbicia" tych cen, choć ze względu na uwarunkowania podażowe następowałyby on stopniowo.

### Sytuacja demograficzna

Założenia odnośnie do liczby osób aktywnych zawodowo (BAEL) przygotowane zostały w oparciu o prognozę demograficzną oraz przy założeniu stałych współczynników aktywności zawodowej osób w grupach wyodrębnionych według płci i pięcioletnich grup wieku. Liczba osób aktywnych zawodowo stopniowo rośnie i osiąga wartość ok. 17,25 mln w końcu horyzontu projekcji. Prognoza nie uwzględnia danych BAEL za III kw. 2005 r., opublikowanych 22 grudnia 2005 r. Uwzględnienie tych danych przesunęłoby ścieżkę liczby czynnych zawodowo nieznacznie w górę.

W projekcji sierpniowej założono wzrost liczby emerytów i rencistów proporcjonalny do wzrostu liczby osób w wieku emerytalnym. Począwszy od projekcji styczniowej w prognozie liczby emerytów i rencistów uwzględnia się wyniki z polskiej części modelu AWG (ang. *Ageing Working Group*)<sup>59</sup>. Obecna prognoza wskazuje na spadek liczby emerytów i rencistów do poziomu ok. 9,04 mln w końcu 2008 r.

## 4.3 Projekcja inflacji i PKB

Podobnie jak w poprzednich *Raportach o inflacji*, w przedstawionej projekcji przyjęto założenie, że stopa referencyjna NBP pozostaje stała w całym horyzoncie projekcji. W obecnej projekcji przyjęto stałą stopę referencyjną na poziomie 4,5%. W rezultacie projekcja ma charakter warunkowy i pokazuje, co by się działo z inflacją oraz PKB, gdyby stopy NBP pozostały bez zmian. Ponadto, w momencie przygotowywania projekcji znane były jedynie dane opublikowane przed 2 stycznia br., który był datą zamknięcia jej założeń.

Jak powiedzieliśmy na wstępie, najistotniejsza zmiana założeń w stosunku do projekcji sierpniowej dotyczyła wykorzystania środków unijnych i przyczyniła się do obniżenia ścieżki nakładów inwestycyjnych w porównaniu z projekcją sierpniową. Położenie ścieżki nakładów inwestycyjnych w obecnej projekcji nie wynika tylko ze zmiany założeń. Od ostatniego kwartału 2006 r. na ścieżki inwestycji zostały nałożone korekty eksperckie o dodatnim kierunku. Uzasadnieniem korekt było przekonanie ekspertów o znaczącej roli napływu inwestycji bezpośrednich dla dynamiki nakładów inwestycyjnych ogółem, a skala korekt doprowadziła do uzyskania około 9% dynamiki inwestycji w kolejnych latach projekcji. Ścieżka dynamiki nakładów inwestycyjnych na przestrzeni lat 2006-2007 jest niższa przeciętnie o ok. 2 pkt. proc. niż w projekcji sierpniowej. Wzrostowi nakładów inwestycyjnych w horyzoncie projekcji sprzyjać będzie stopniowa poprawa

<sup>58</sup>Dane za grudzień 2005 r. nie były jeszcze znane w momencie przygotowania prognozy cen żywności.

<sup>59</sup>Model AWG opracowany jest przez państwa EU pod kierunkiem KE. Emerytury i renty w polskiej części tego modelu prognozowane są przy współudziale specjalistów z ZUS, MPiPS oraz IBnGR.

perspektyw zbytu na rynku krajowym oraz za granicą, oczekiwany napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych związany ze wzrostem atrakcyjności Polski jako członka UE oraz wciąż relatywnie niskie koszty pracy, a także niższy koszt kapitału w warunkach historycznie niskich stóp procentowych NBP.

Prognozowana ścieżka inwestycji, na którą duży wpływ mają korekty eksperckie jest obciążona znaczną niepewnością. Przy innej skali korekt, uzasadnionych inną ekspercką oceną klimatu do inwestowania oraz związaną z tym inną oceną skali napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, uzyskano by inną ścieżkę inwestycji, inną ścieżkę zagregowanego popytu, potencjału i w rezultacie inną ścieżkę inflacji. Obecna ścieżka została uznana przez ekspertów za najbardziej prawdopodobną. Nie da się wykluczyć, że jeśli stopień absorpcji funduszy strukturalnych będzie wyższy niż założono to ścieżka inwestycji byłaby wyższa. Z drugiej strony niepewność dotycząca kształtu polityki gospodarczej rządu może spowodować obniżenie ścieżki inwestycji oraz mieć dalsze konsekwencje w postaci niestabilności na rynkach finansowych, co nie jest ujęte w wykresie wachlarzowym.

Obecna projekcja wskazuje, że dynamika spożycia indywidualnego będzie w najbliższych dwóch kwartałach wzrastać, a w horyzoncie projekcji będzie wysoka (ponad 4% w kolejnych latach projekcji), choć nieznacznie niższa niż w projekcji sierpniowej (przeciętnie o 0,2 pkt. proc. w kolejnych latach). Wzrost spożycia będzie wynikać z dalszej poprawy sytuacji dochodowej gospodarstw domowych w związku ze wzrostem dochodów z pracy oraz wzrostem przychodów z działalności na własny rachunek i rosnącym napływem transferów w ramach Wspólnej Polityki Rolnej oraz waloryzacją rent i emerytur w br.

Poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych następować będzie wolniej niż w projekcji sierpniowej – przede wszystkim z powodu wolniejszej dynamiki dochodów z pracy. Dochody te rosną w obecnej projekcji wolniej pomimo odnotowanej w II półroczu 2005 r. znacznej poprawy sytuacji na rynku pracy w porównaniu z projekcją sierpniową. W III i IV kw. 2005 r. wzrost liczby pracujących był znacznie wyższy, niż prognozowano w sierpniu. Na tym tle powstał problem, jak podejść do przyszłej dynamiki liczby pracujących. Czy należy potraktować podwyższoną dynamikę liczby pracujących jako przejściową i przewidywać powrót do obserwowanych wcześniej poziomów, czy też mamy do czynienia z początkiem nowej tendencji? W projekcji przyjęto to pierwsze założenie, tzn. przy pomocy mechanizmu korekty błędu liczba pracujących została sprowadzana w projekcji w pobliże jej długookresowej ścieżki. W efekcie prognozowany wzrost liczby pracujących w gospodarce, mimo wzrostu w III i IV kw. 2005 r. powyżej założeń projekcji sierpniowej, jest obecnie wolniejszy niż w projekcji sierpniowej o około 0,3-0,4 pkt. proc. w kolejnych latach i towarzyszy mu wolniejszy niż w projekcji sierpniowej wzrost płac (przeciętnie o 0,6 pkt. proc. w kolejnych latach projekcji). Taki rezultat mechanizmów modelu ma wpływ na dochody z pracy, dynamikę jednostkowych kosztów pracy oraz na inflację.

Możliwy jest jednak inny scenariusz, w którym wzrost liczby pracujących będzie kontynuacją zjawisk z III i IV kw. 2005 r. W tym scenariuszu liczba pracujących byłaby wyższa niż w obecnej projekcji, co działałoby w kierunku podniesienia inflacji w stosunku do

obecnej projekcji centralnej. Wpływ utrzymania się wyższej dynamiki liczby pracujących w horyzoncie projekcji na inflację byłby zależny także od tego, czy i w jakim stopniu w ślad za wzrostem zatrudnienia zwiększy się aktywność zawodowa ludności, podnosząca potencjał produkcyjny gospodarki. Wyniki badań empirycznych wskazują, że dużą rolę w stymulowaniu aktywności gospodarczej ludności odgrywają instrumenty polityki fiskalnej.

Oceniając ryzyko odchylenia się inflacji od projekcji nie można pominąć alternatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku pracy zakładających, że obserwowana na nim poprawa będzie miała charakter względnie trwały lub trwały. Ponieważ scenariuszom tym można przypisać istotne prawdopodobieństwo realizacji, powinny zostać uwzględnione w analizie niepewności projekcji. Z przyczyn już opisanych, niepewność związana z innym niż opisany przez projekcję z modelu rozwojem sytuacji na rynku pracy nie jest ujęta w wykresie wachlarzowym.

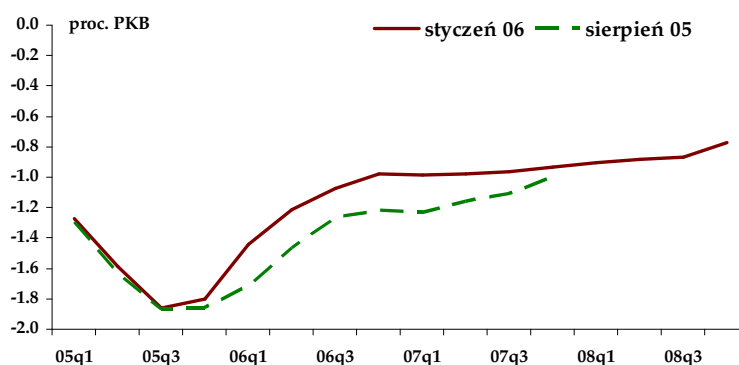
Na podstawie opublikowanych danych kwartalnych o rachunkach narodowych szacuje się, że zarówno dynamika eksportu, jak i tempo wzrostu importu w 2005 r. były niższe niż prognozowano w sierpniu, przy czym znacznie silniejsze i zaskakujące było obniżenie dynamiki importu (o 5,5 pkt. proc.). W rezultacie, wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w całym 2005 r. istotnie wyższy, niż wskazywała na to projekcja sierpniowa<sup>60</sup>. Zgodnie z obecną projekcją, w kolejnych latach dynamika eksportu i importu będzie nadal wysoka (ponad 7-8% eksport, ponad 8-9% import). Wkład eksportu netto do rocznego tempa wzrostu PKB od II kw. 2006 r. będzie ujemny. W latach 2006-2007 prognozowany wkład eksportu netto do wzrostu PKB nie zmienił się istotnie w porównaniu z projekcją sierpniową.

Według obecnej projekcji, roczne tempo wzrostu PKB w latach 2006-2008 będzie się kształtować w przedziale 4-5%. W 2006 r. prognozowane tempo wzrostu jest zgodne, natomiast w 2007 r. niższe niż przedstawiono w projekcji sierpniowej. Za obniżenie ścieżki dynamiki PKB w całości odpowiada słabszy wzrost popytu krajowego, w tym przede wszystkim niższa niż prognozowano dynamika inwestycji, związana głównie ze wspomnianą korektą założenia dotyczącego funduszy strukturalnych.

Według obecnej projekcji, głównymi podażowymi czynnikami wzrostu gospodarczego będą: wzrost łącznej wydajności czynników wytwórczych oraz przyrost majątku produkcyjnego, który przyspieszy w ślad za rosnącymi inwestycjami. Z uwagi na niższą prognozę inwestycji, tempo wzrostu kapitału będzie słabsze niż przewidywano w projekcji sierpniowej, nieco silniej natomiast będzie rosła podaż pracy. W rezultacie, podobnie jak w poprzedniej projekcji, tempo wzrostu produktu potencjalnego przyspieszy z 4% w

<sup>60</sup>Wyższy wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w 2005 r. kompensowany wysokim ujemnym wkładem przyrostu zapasów do wzrostu PKB, który obniżał udział popytu krajowego we wzroście gospodarczym i sugerował, że wzrost PKB wynika głównie ze wzrostu eksportu netto. Łatwo można sprawdzić, że w tym samym okresie udział spożycia i inwestycji we wzroście PKB przekraczał 80%. Biorąc pod uwagę wspomniany wcześniej silny związek korelacyjny pomiędzy wkładem eksportu netto i zmian zapasów do wzrostu PKB obserwowany na całej próbie, a w szczególności w okresie od 2000 r., należy dość ostrożnie interpretować zmiany popytu krajowego uwzględniające zmiany zapasów, gdyż te ostatnie znacznie bardziej zależą od eksportu netto niż od łącznych zmian spożycia i inwestycji.

2006 r. do 4,3% w 2008 r. Podobnie jak w projekcji sierpniowej, rzeczywisty PKB w całym horyzoncie projekcji kształtuje się nadal poniżej produktu potencjalnego i w całym horyzoncie projekcji luka popytowa pozostanie ujemna, lecz nieznacznie węższa niż w projekcji sierpniowej (Wykres 4.34). W rezultacie, w horyzoncie projekcji luka popytowa będzie hamować inflację nieco słabiej niż w projekcji sierpniowej. Równocześnie należy podkreślić, że szacunki produktu potencjalnego i luki popytowej są obciążone znaczną niepewnością.



Wykres 4.34: Luka popytowa (w proc. PKB) – aktualna projekcja na tle projekcji z sierpnia 2005 r.  
Źródło: NBP.

Kształtowanie się realnego efektywnego kursu walutowego w projekcji oparte jest na mechanizmie modelowym, który zakłada powrót realnego kursu walutowego do ścieżki aprecyjnej, spójnej z hipotezą, że wraz z konwergencją realną będzie następowała konwergencja nominalna. Nachylenie długookresowej ścieżki kursu zmienia się w zależności od relacji temp wzrostu produktów potencjalnych kraju i zagranicy. W dłuższym horyzoncie czasowym, który wykracza jednak poza horyzont obecnej projekcji, realny kurs złotego będzie zatem aprecjonował w wyniku konwergencji polskiej gospodarki. Zgodnie z modelowym mechanizmem, przyszłe kształtowanie się realnego kursu złotego względem długookresowej ścieżki zależy od dysparytetu stóp procentowych i premii za ryzyko oraz od jego odchylenia od ścieżki długookresowej w punkcie startowym (mocniejszy kurs będzie się z tej przyczyny osłabiał a słabszy umacniał). W drugiej połowie 2005 r. realny efektywny kurs walutowy był wyraźnie silniejszy niż przewidywano, pomimo niejasnej sytuacji politycznej w okresie przed- i powyborczym. Zgodnie z aktualną projekcją, w krótkim okresie kurs będzie stopniowo deprecjonował w wyniku odreagowania wcześniejszego umocnienia. W porównaniu z projekcją sierpniową, czynnikiem wpływającym na słabszą ścieżkę kursu złotego od III kw. 2006 r. będzie mniejszy dysparytet stóp procentowych.

Projekcja przewiduje, że ze względu na bardzo niską dynamikę cen żywności, mocny kurs walutowy oraz słabszą niż oczekiwano dynamikę cen paliw, stopa inflacji pozostanie niska do III kw. 2006 r. W kolejnych kwartałach inflacja zacznie stopniowo rosnąć, w ślad za deprecjacją kursu złotego, rosnącymi jednostkowymi kosztami pracy oraz stopniowo domykającą się luką popytową. Dodatkowym impulsem inflacyjnym w 2007 r. będzie

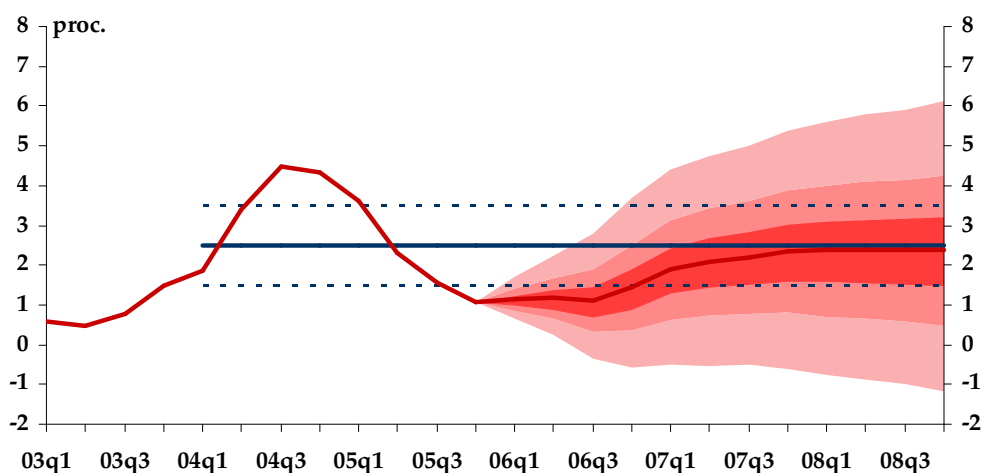


zwiększenie podatku akcyzowego na paliwo. Pomimo wyraźnego spadku cen ropy i stabilizacji kursu walutowego, ceny paliw będą rosły także w 2008 r. W rezultacie na początku 2007 r. inflacja ponownie znajdzie się w paśmie dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego, dochodząc do celu od początku 2008 r.

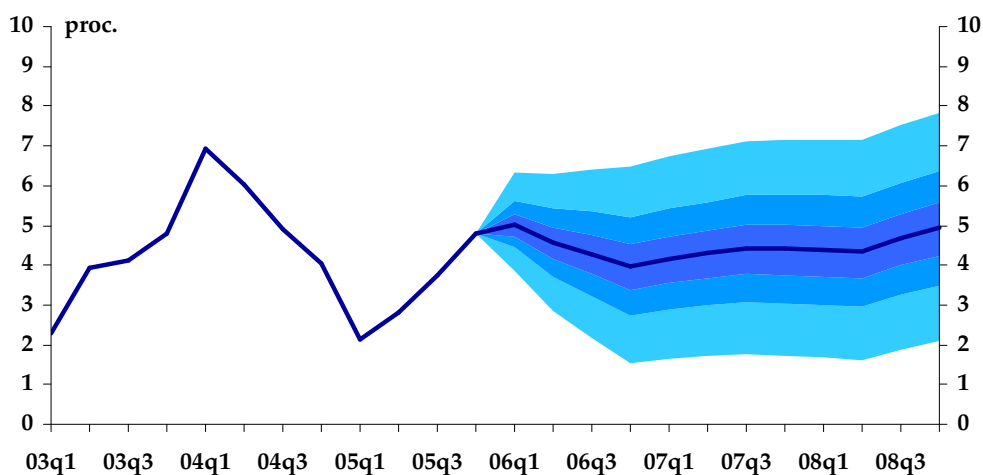
Podsumowując, w pierwszej połowie 2006 r. odchylenie aktualnej ścieżki inflacji od ścieżki z poprzedniej rundy prognostycznej wynika głównie z przebiegu szacowanych poza modelem cen żywności i cen paliw. W kolejnych kwartałach o niższym przebiegu inflacji decyduje głównie słabszy wzrost inwestycji, co wynika z rewizji założeń odnośnie napływu funduszy z UE oraz przekonania ekspertów o nieznacznym pogorszeniu ogólnego klimatu do inwestowania w Polsce. Z powodu tego eksperckiego założenia oraz wskutek poprzednio opisanego modelowego korygującego mechanizmu, który doprowadził w projekcji do "szybkiej" i głębokiej korekty w dół wysokiego tempa liczby pracujących i obniżenia, a potem ustabilizowania tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy na niskim poziomie, projekcja inflacji w prawie całym horyzoncie kształtuje się niżej niż oczekiwano w sierpniowym *Raporcie*. Różnica ta jest największa w 2006 r., po czym w następnym roku inflacja przyspiesza i pod koniec 2007 r. zbliża się do poziomu z projekcji sierpniowej.

Obliczone przy założeniu, że model właściwie przewiduje to, co się wydarzy na rynku pracy prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest do I kw. 2007 r. włącznie wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie powyżej celu. Od II kw. 2007 r. oba prawdopodobieństwa są już do siebie zbliżone i rozkład projekcji inflacji staje się bardziej symetryczny.

Wykresy wachlarzowe (Wykres 4.35 oraz 4.36) nie ujmuje niepewności dotyczącej adekwatności modelu. W szczególności rozkład prawdopodobieństwa odchylenia się przyszłej inflacji od ścieżki centralnej nie uwzględnia prawdopodobieństwa realizacji omówionego scenariusza szybszego wzrostu liczby pracujących niż to wynika z projekcji. Ponieważ temu alternatywnemu scenariuszowi można przypisać znaczne prawdopodobieństwo realizacji, a gdyby się zrealizował znaczne prawdopodobieństwo realizacji inflacji wyższej niż w projekcji, na tej podstawie można przypuszczać, że ogólne prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej jest wyższe niż to, które zostało obliczone przy założeniu adekwatności modelu.



Wykres 4.35: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP  
Źródło: NBP.



Wykres 4.36: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB  
Źródło: NBP.

### Jak czytać wykresy wachlarzowe?

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

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

W projekcjach inflacji i PKB tworzonych w NBP dla każdego z kwartałów wyznacza się rozkład prawdopodobieństwa ich możliwych realizacji. Począwszy od stycznia br. jako projekcję centralną przyjmuje się wartości oczekiwane rozkładów w poszczególnych kwartałach (a nie jak dotąd dominanty) ze względu na ich lepsze własności interpretacyjne: addytywność, niewrażliwość na wielomodalność rozkładu prawdopodobieństwa przyszłej inflacji oraz tzw. równoważność pewności (ang. *certainty equivalence*). Równocześnie wokół median rozkładów buduje się 30-procentowe przedziały ufności. Tworzą one centralny pasek wachlarza, o najciemniejszym odcieniu. Prawdopodobieństwo, że PKB bądź inflacja znajdą się w tym pasku wynosi właśnie 30%. Następnie jest on poszerzany z obu stron tak, by prawdopodobieństwo znalezienia się zmiennej w przesuniętych granicach wzrosło o kolejne 30 punktów procentowych – 15 z góry, 15 z dołu. Kolejne rozszerzenia tworzą paski wachlarza zaznaczone coraz mniej intensywnymi odcieniami. Całkowita szerokość wachlarza reprezentuje 90-procentowy pas ufności wokół median – prawdopodobieństwo, że inflacja bądź PKB znajdą się w wachlarzu wynosi właśnie 90%.

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

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2006q1	0,870	1,000	1,000	0,537	0,130
2006q2	0,724	0,976	0,999	0,529	0,275
2006q3	0,672	0,918	0,988	0,521	0,315
2006q4	0,535	0,798	0,937	0,519	0,402
2007q1	0,408	0,668	0,861	0,513	0,453
2007q2	0,365	0,607	0,812	0,506	0,447
2007q3	0,345	0,577	0,778	0,507	0,433
2007q4	0,331	0,543	0,737	0,508	0,406
2008q1	0,335	0,535	0,723	0,509	0,388
2008q2	0,336	0,528	0,710	0,509	0,374
2008q3	0,344	0,531	0,705	0,510	0,361
2008q4	0,355	0,529	0,695	0,509	0,339

Niepewność projekcji inflacji i PKB związana z założeniami zewnętrznymi wobec modelu prognostycznego oraz z niedokładnością oszacowań jego równań została zobrazowana na wykresach wachlarzowych. Konstruowane są one przy założeniu adekwatności modelu, czyli zakładają, że wykorzystany do projekcji model sam nie jest źródłem sys-

tematycznego błędu. Nie uwzględniają jednak wszystkich rodzajów niepewności, m.in. nie niepewności związanej z możliwymi zmianami w strukturze polskiej gospodarki, przybliżonym charakterem odwzorowania rzeczywistości przez model oraz możliwym brakiem stabilności w czasie oszacowanych zależności. W obecnej projekcji w szczególności dotyczy to adekwatności modelu w zakresie odwzorowania zjawisk i procesów dotyczących rynku pracy. Omówienie źródeł niepewności nie uwzględnionej na wykresie wachlarzowym przedstawiamy po opisie wykresu wachlarzowego.

Największy wpływ na przedstawioną na wykresie wachlarzowym niepewność inflacji ma niepewność związana z prognozami cen żywności. Znaczące jest także oddziaływanie niepewności założeń odnośnie rozwoju sytuacji gospodarczej poza granicami Polski, w tym w szczególności wzrostu gospodarczego i inflacji w strefie euro oraz zewnętrznych stóp procentowych. Wysoka niepewność dotycząca zarówno przyszłej dynamiki cen ropy jak i wpływu znacznego skumulowanego wzrostu jej cen na tempo wzrostu gospodarczego i inne ceny, również powiększa niepewność kształtowania się przyszłej inflacji w Polsce. Ważnym źródłem niepewności przyszłej inflacji jest niepewność rozwoju sytuacji na rynku pracy, w tym w szczególności odnośnie zmian liczby osób aktywnych zawodowo oraz wysokości stopy bezrobocia równowagi (nie wywołującej presji na wzrost wynagrodzeń).

Zobrazowana na wykresie wachlarzowym niepewność co do przyszłego przebiegu dynamiki PKB wynika głównie z założeń dotyczących rozwoju sytuacji gospodarczej poza granicami Polski a także niedokładności odwzorowania przez model kształtowania się kursu złotego. Bardzo ważną rolę odgrywa także niepewność odnośnie stopnia absorpcji unijnych środków pomocowych przez polską gospodarkę.

### **4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej**

Poniżej starano się ująć pozostałe czynniki istotnie wpływające na niepewność projekcji poprzez zwiększenie prawdopodobieństwa zarówno popełnienia systematycznego błędu – przeszacowania lub niedoszacowania inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, jak i posiadania przez te błędy innych, niepożądanych w procesie prognozowania, cech. W szczególności ujęto niepewność dotyczącą adekwatności modelu, która z kolei może być podzielona na niepewność dotyczącą sposobu modelowego ujęcia procesów inflacyjnych oraz niepewność dotyczącą danych (i w konsekwencji poprawności ekonomicznej oszacowań parametrów modelu). Pierwsza z nich dotyczy także sytuacji, gdy w horyzoncie projekcji na inflację w rosnącym stopniu będą oddziaływać procesy o niewielkiej istotności w przeszłości (np. globalizacja, zmiany strukturalne przesuwające kurs równowagi).

Głęboka korekta, z listopada 2005 r., danych GUS (dotycząca rachunków narodowych za lata 1995-2005) wskazuje, że poprzednie dane nie były poprawne i odzwierciedlały rzeczywistość gospodarczą z pewnym systematycznym błędem. Ponieważ model prognostyczny ECMOD nie został reestymowany na danych uwzględniających te rewizje danych GUS, stopień odwzorowania rzeczywistości przez parametry modelu mógł z tej

przyczyny ulec pogorszeniu. Nie można też wykluczyć, że zmiany strukturalne w gospodarce i jej otoczeniu, w tym związane z akcesją, osłabiły stopień adekwatności niektórych założeń teoretycznych, leżących u podstaw specyfikacji równań modelu.

#### **4.4.1 Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu nieadekwatności modelu**

##### **Rynek pracy**

Znaczna niepewność wiąże się także z wpływem zmian zachodzących na rynku pracy na przyszłą inflację. Kluczowa dla oceny perspektyw inflacji, przede wszystkim w dłuższym horyzoncie jest ocena przyczyn i trwałości zmian zachodzących na rynku pracy. Oceniając ryzyko odchylenia się inflacji od projekcji nie można pominąć alternatywnych w stosunku do projekcji scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku pracy zakładających, że obserwowana od pół roku poprawa będzie miała charakter trwały. Gdyby, co jest prawdopodobne, przyjąć utrzymanie się wysokiej dynamiki liczby pracujących w dłuższym horyzoncie i jednocześnie uchylić założenie o stabilnej długookresowej relacji funduszu płac do PKB lub eksperymentalnie zmniejszyć szybkość powrotu modelu do tej długookresowej relacji, wówczas możliwa jest realizacja wyższej niż w projekcji dynamiki dochodów do dyspozycji, popytu konsumpcyjnego i jednostkowych kosztów pracy. Bardzo istotne jest przy tym dla inflacji w dłuższym horyzoncie, czy wzrostowi liczby pracujących będzie towarzyszył wzrost aktywności zawodowej ludności i w jakim stopniu. Ryzyko wzrostu inflacji może zostać osłabione, jeśli wzrostowi liczby pracujących będzie towarzyszył wzrost liczby aktywnych zawodowo. Wyniki badań empirycznych wskazują, że dużą rolę w stymulowaniu aktywności gospodarczej ludności odgrywają instrumenty polityki fiskalnej. Trudno jest jednak bez odpowiedniego modelu określić, w jakim stopniu ta dodatkowa presja inflacyjna przełożyłaby się na przyszłą ścieżkę inflacji. Odejście od założeń modelu jest bowiem na tyle istotne, że ponownego sformułowania wymagałaby m.in. funkcja inwestycji. Ponieważ scenariuszowi zakładającemu poprawę sytuacji na rynku pracy i wiodącemu do większej niż w projekcji inflacji można przypisać istotne prawdopodobieństwo realizacji, należy go uwzględnić w analizie niepewności oraz na tej podstawie przypuszczać, że ogólne prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej będzie wyższe niż to, które zostało obliczone przy założeniu zgodnego z projekcją rozwoju sytuacji na rynku pracy.

##### **Polityka gospodarcza**

W krótszej perspektywie czynnikiem niepewności pozostaje obecna sytuacja polityczna z uwagi na możliwość przedterminowych wyborów parlamentarnych. Niepewność polityczna może wywrzeć negatywny wpływ na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, co może rodzić zagrożenie dla podaźowych podstaw wzrostu gospodarczego, a także doprowadzić do osłabienia kursu złotego. Z drugiej strony jednak obserwowany w styczniu

br. silniejszy niż przewiduje projekcja kurs złotego wskazuje na możliwość oddziaływania na niego czynników nie ujętych w modelu prognostycznym. Skutkiem dłuższego utrzymywania się istotnie silniejszego kursu niż w projekcji byłoby zwiększenie prawdopodobieństwa zrealizowania się niższej ścieżki inflacji.

W dłuższej perspektywie zasadniczym źródłem niepewności dotyczącej inflacji jest kształt przyszłej polityki gospodarczej. Trwała poprawa warunków do inwestowania, a co za tym idzie, wyższe tempo wzrostu potencjalnego PKB wymaga usprawniania mechanizmów podaźowych gospodarki. W tym celu niezbędne są reformy strukturalne, które usunęłyby słabości gospodarki, jak m. in.: destabilizujące budżet państwa zbyt wysokie wydatki ustawowo zdeterminowane, deformacje rynku pracy, ograniczenia mechanizmu rynkowego w niektórych sferach, utrzymywanie się znacznego zakresu własności państwa w wielu ważnych gałęziach gospodarki oraz niskiej jakości regulacje i ich egzekwowanie.

### Globalizacja

Dynamika inflacji w Polsce będzie w horyzoncie projekcji w znacznej mierze wypadkową oddziaływania trzech procesów: utrzymującego się i prognozowanego ożywienia gospodarczego, poprawiającej się sytuacji na rynku pracy (znajdującej odzwierciedlenie w rosnącym zatrudnieniu i wynagrodzeniach) oraz wzrastającego znaczenia importu taniejących dóbr konsumpcyjnych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Pierwsze dwa z powyższych procesów są uwzględniane w modelu prognostycznym, natomiast trzeci – wpływ obniżających się cen importu – jedynie w sposób bardzo uproszczony. Tymczasem dobra, których ceny spadają w związku z tanim importem, głównie z krajów Dalekiego Wschodu, stanowią ok. 7-10% koszyka CPI. Z kształtowaniem się tych cen związana jest duża niepewność. Dotychczas, ze względu na postępującą liberalizację handlu oraz duże zmiany w strukturze sieci handlowych rosła skala importu i sprzedaży dóbr pochodzących z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Proces ten może jednak zostać spowolniony wraz z rosnącym nasyceniem sieci sprzedaży. Ceny tych dóbr w krajach UE-15, w których zmiany w strukturze sprzedaży zachodzą wolniej, były w ostatnich latach bardziej stabilne.

Narastająca globalna nierównowaga (patrz ramka pt. "Globalne nierównowagi", rozdział 2) rodzi ryzyko dostosowania w postaci spowolnienia gospodarki światowej, co poprzez niższy eksport netto przyczyniłoby się do obniżenia krajowej aktywności gospodarczej i zmniejszenia presji inflacyjnej.

Wpływ czynników o charakterze globalnym dotyczy także rozwoju sytuacji na rynku pracy. Istnieje niepewność odnośnie tego, w jaki sposób na dynamikę płac w Polsce będzie wpływać z jednej strony konkurencja tanich produktów z krajów o niskich kosztach wytwarzania, zaś z drugiej – migracje zarobkowe, głównie do krajów starej UE, które w niektórych segmentach rynku pracy mogą powodować wzrost presji na zwiększanie wynagrodzeń. Odpływ siły roboczej do innych krajów UE może prowadzić do wzrostu presji płacowej i inflacji.

#### 4.4.2 Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu niepewności dotyczącej danych statystycznych

Istotna niepewność dla obecnej projekcji wiąże się także ze skutkami corocznej zmiany składu koszyka konsumpcyjnego, który jest podstawą do wyznaczania inflacji CPI. Na początku każdego roku kalendarzowego GUS dokonuje aktualizacji jego składu, skutkującej korektami danych za styczeń, które niekiedy są znaczące. W stosowanym do 2005 r. koszyku konsumpcyjnym nie są uwzględniane usługi telefonii mobilnej, które jednak mają wejść w jego skład od 2006 r. W związku z obniżaniem się cen usług telefonii mobilnej obserwowanym w ostatnim okresie nie można wykluczyć, że inflacja CPI wyznaczona przez GUS w oparciu o nowy koszyk będzie niższa niż wyznaczana w oparciu o koszyk z 2005 r. Kierunek wpływu pozostałych zmian w składzie koszyka CPI na publikowaną stopę inflacji jest obecnie trudny do oszacowania.

Założenia do projekcji nie uwzględniają możliwych zmian wysokości niektórych stawek podatków pośrednich, które wiązać się będą z wygaśnięciem okresów przejściowych wynikających z zobowiązań unijnych. Wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe będzie najprawdopodobniej stopniowy<sup>61</sup> i ze względu na brak dokładnych szacunków został ujęty w projekcji jedynie częściowo. Zgodnie z ustalonym harmonogramem dostosowania stawek podatkowych do wymogów UE w 2008 r. powinna wzrosnąć stawka VAT na usługi budowlane, usługi gastronomiczne, nowe mieszkania, książki i czasopisma oraz żywność nieprzetworzoną<sup>62</sup>. Obecnie trudno jest ocenić, jakie będą skutki tych zmian dla budżetu państwa. Mogą one doprowadzić do skokowego dostosowania cen, podobnego do tego, jakie miało miejsce po akcesji Polski do UE, jego skala będzie jednak mniejsza.

Bieżące notowania cen ropy na rynkach światowych wskazują na zwiększenie niepewności odnośnie ich przyszłego przebiegu założonego w projekcji. Niestabilna sytuacja polityczna w ważnych regionach wydobywania (Iran i Nigeria) stanowi istotny czynnik ryzyka dalszego wzrostu cen ropy naftowej. Niepewność wiąże się także z założonym kształtowaniem się marż dystrybucyjnych na rynku paliw w kraju w warunkach spodziewanego spadku cen ropy. Jeśli ceny ropy utrzymają się na obserwowanym w II połowie stycznia br. poziomie, wzrasta prawdopodobieństwo, że w najbliższych kwartałach faktyczna inflacja przewyższy inflację przewidywaną w projekcji.

#### 4.4.3 Omówienie danych, które napłynęły po 2 stycznia 2006 r.

Wykresy wachlarzowe nie uwzględniają wszystkich źródeł niepewności obecnej projekcji inflacji a także informacji, które napłynęły po dacie zamknięcia założeń do projekcji. Jednak opublikowane po 2 stycznia dane nie odbiegają zasadniczo od przyjętych w projekcji założeń dotyczących punktu startowego. W szczególności zbieżne z założeniami są najnowsze dane o wysokości inflacji, inflacji netto oraz dynamice zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Dane dotyczące dynamiki produkcji przemysłowej

<sup>61</sup>Dostosowanie ma nastąpić do końca 2008 r.

<sup>62</sup>Wzrost stawki ma nastąpić od maja 2008 r. z 3% na 7%.

i budowlano-montażowej w grudniu ub. r. były wyższe od oczekiwań, natomiast niższa była realizacja sprzedaży detalicznej. Powyższe informacje nie prowadzą do istotnej rewizji oceny tempa wzrostu gospodarczego w IV kw. 2005 r. w stosunku do założonego w projekcji. Niższe od oczekiwanych dane o inflacji cen żywności i napojów bezalkoholowych w grudniu 2005 r. wskazują na możliwość obniżenia rocznej dynamiki CPI w okresie do listopada 2006 r. w stosunku do projekcji styczniowej.



# Załącznik

## Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od lipca do listopada 2005 r.

- **Data:** 27 lipca 2005

**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:**

Obniżka wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 27 lipca 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek w sprawie utrzymania nastawienia łagodnego w polityce pieniężnej

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 27 lipca 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 31 sierpnia 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych i lokaty terminowej o 0,25 pkt. proc. oraz stopy redyskontowej weksli o 0,5 pkt. proc.

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- 
- **Data:** 31 sierpnia 2005

**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:**

Obniżka stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych i lokaty terminowej o 0,25 pkt. proc. oraz stopy redyskontowej weksli o 0,5 pkt. proc.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 31 sierpnia 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 27 września 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 28 września 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek w sprawie rezygnacji z określania przez RPP nastawienia w polityce pieniężnej

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów – RPP podjęła decyzję o rezygnacji z określania nastawienia w polityce pieniężnej.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 28 września 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

uchwała w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2006

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 25 października 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe NBP za rok obrotowy 2005 i za rok 2006

---

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 30 listopada 2005

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów – RPP utrzymała nastawienie łagodne w polityce pieniężnej

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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