

Raport o inflacji Sierpień 2005

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Sierpień 2005

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

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	9
1.1 Wskaźniki inflacji	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne	12
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	13
Determinanty inflacji	15
2.1 Popyt	15
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	16
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	17
2.1.3 Popyt inwestycyjny	18
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	20
2.2 Produkcja	23
2.3 Rynek pracy	24
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	24
2.3.2 Płace i wydajność	27
2.4 Inne koszty i ceny	29
2.4.1 Ceny zewnętrzne	29
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	31
2.5 Rynki finansowe	32
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	32
2.5.2 Kurs walutowy	36
2.5.3 Kredyt i pieniądz	37
Polityka pieniężna w okresie czerwiec-sierpień 2005 r.	45

SPIS TREŚCI

Projekcja inflacji i PKB	49
4.1 Wstęp	49
4.2 Założenia do sierpniowej projekcji inflacji i PKB	51
4.3 Projekcja inflacji i PKB	53
4.4 Niepewność projekcji	58
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w II kw. 2005 r.	61

Synteza

W okresie maj-lipiec 2005 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżało się i w lipcu wyniosło 1,3%, tj. ukształtowało się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Spadek rocznego wskaźnika inflacji był oczekiwany zarówno przez NBP, jak i analityków rynkowych.

Spadek inflacji w analizowanym okresie w znacznym stopniu wynikał z wygaśnięcia wpływu wzrostu cen w okresie poprzedzającym akcesję oraz w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE. Wzrost ten prowadził do utrzymywania się wskaźników inflacji na okresowo podwyższonym poziomie. W ocenie Rady wolniejszy niż oczekiwano wzrost rzeczywistego PKB – przy niezmiennym szacunku produktu potencjalnego – oddziaływało w kierunku obniżenia inflacji. Do osłabienia rocznego tempa wzrostu cen w miesiącach maj-lipiec br. przyczynił się również spadek dynamiki cen żywności. Ponadto, umocnienie złotego (r/r) – poprzez obniżenie cen towarów importowanych – także oddziaływało w kierunku spadku rocznej inflacji. Wskaźniki inflacji bazowej wskazują na ustąpienie proinflacyjnego łącznego wpływu zmian cen żywności i paliw na roczną dynamikę wskaźnika CPI.

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie o inflacji*, w miesiącach maj-sierpień odnotowano spadek poziomu oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych. Obniżyły się również prognozy inflacji analityków bankowych.

W analizowanym okresie obniżyła się również dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wynikało to głównie z ustępowania statystycznego efektu bazy odniesienia. Ceny w II kw. br. rosły znacznie wolniej niż w analogicznych miesiącach 2004 r. Ponadto aprecjacja złotego (r/r) w II kw. br. prowadziła do zmniejszenia dynamiki cen w imporcie oraz cen uzyskiwanych w eksporcie. Ewentualny dalszy wzrost cen surowców może oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu.

W II kw. br. płace nominalne rosły szybciej niż w I kw. br., zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce. Płace w gospodarce wzrosły o 3,9% r/r w II kw. br. w ujęciu nominalnym (wobec 3,6% w I kw. br.). W efekcie przyspieszenia tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń oraz spadku inflacji wzrosła również dynamika płac realnych. Wyniki badań koniunktury NBP wskazują na umiarkowany wzrost płac w przedsiębiorstwach w III kw. br.

W okresie czerwiec-sierpień 2005 r. kurs walutowy był generalnie zbieżny ze ścieżką kursu uwzględnioną w majowym *Raporcie*. Wzrost realnych stóp procentowych w analizowanym okresie w połączeniu ze względną stabilizacją realnego efektywnego kursu walutowego oznacza utrzymanie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej (mierzonej wskaźnikiem MCI) pomimo dokonanych przez Radę obniżek nominalnych stóp procentowych.

Według szacunków GUS, w II kw. br. roczne tempo wzrostu PKB wyniosło 2,8%, tj. więcej niż w poprzednim kwartale. Istotna poprawa miała miejsce w ujęciu kw/kw (po wyeliminowaniu wahań sezonowych). Jednak roczne tempo wzrostu PKB było niższe niż oczekiwano w majowym *Raporcie*, co wynikało ze znacznie niższych niż oczekiwano dynamik inwestycji oraz spożycia.

Dane o wzroście gospodarczym w I półroczu br., przy założeniu niezmienności szacunków potencjalnego PKB, wskazują, że okres stopniowego domykania się luki popytowej będzie dłuższy niż przewidywano w majowym *Raporcie*, co będzie czynnikiem ograniczającym inflację. Charakteryzująca się umiarkowanym tempem wzrostu spożycia oraz wysoką dynamiką eksportu struktura wzrostu PKB powinna także wpływać na ograniczenie presji inflacyjnej.

Według szacunków GUS, w II kw. br. utrzymała się niska dynamika spożycia indywidualnego, która wyniosła 1,5% r/r. Równocześnie, w ocenie NBP nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu realnych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Wskazywałoby to na odbudowę oszczędności brutto w sektorze gospodarstw domowych, których część jest przeznaczona na finansowanie inwestycji tego sektora. Ponadto badania koniunktury konsumenckiej GUS za II kw. br. wskazują na poprawę formułowanych przez gospodarstwa domowe ocen dotyczących zarówno ich bieżącej, jak i przyszłej sytuacji finansowej w stosunku do I kw. br. Wobec wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych oraz lekkiej poprawy nastrojów konsumentów można oczekiwać stopniowego ożywienia popytu konsumpcyjnego.

W II kw. 2005 r. nastąpiło przyspieszenie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe (do 3,8% r/r), które było jednak zdecydowanie niższe niż oczekiwano w majowym *Raporcie*. Niższa od oczekiwanej dynamika inwestycji w I półroczu br. mogła wynikać z niskiego tempa wzrostu spożycia, opóźnień w podpisywaniu umów i decyzji dotyczących finansowania projektów z funduszy pomocowych UE oraz niepewności co do przyszłej polityki gospodarczej rządu.

W kolejnych kwartałach spodziewać się można rosnącego wykorzystania funduszy z UE. Powinno to przyczynić się do przyspieszenia wzrostu nakładów inwestycyjnych. Za wzrostem inwestycji przemawiają również utrzymująca się dobra koniunktura w budownictwie mieszkaniowym oraz obserwowane od połowy 2004 r. ożywienie w całej sekcji produkcja budowlano-montażowa.

Wśród czynników, które mogą ograniczyć inwestycje w II półroczu br. należy wymienić ryzyko polityczne (nieznany kształt polityki gospodarczej realizowanej po wyborach), rosnące ceny ropy naftowej, niższy niż na to wskazują obecne prognozy wzrost popytu krajowego, a także niższy niż się obecnie przewiduje wzrost w strefie euro.

W II kw. br. przyrost zapasów był bardzo mały i znacznie mniejszy niż przed rokiem. W rezultacie, wedle szacunków GUS, popyt krajowy obniżył się w ujęciu rocznym, przy równoczesnym utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu eksportu. W efekcie, głównym czynnikiem wzrostu PKB w II kw. br. był eksport netto.

W okresie czerwiec-sierpień br. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy procentowe, w czerwcu o 0,5 pkt. proc., a w lipcu i sierpniu po 0,25 pkt. proc., przy czym stopa redyskonta weksli została obniżona w sierpniu o 0,5 pkt. proc. Łącznie stopy procentowe NBP zostały obniżone o 1 pkt. proc. (stopa redyskontowa o 1,25 pkt. proc.) i na koniec tego okresu stopa referencyjna wynosiła 4,5%, stopa lombardowa 6,0%, stopa depozytowa 3,0%, a stopa redyskonta weksli 4,75%. W czerwcu br. Rada obniżyła stopy procentowe i zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne, sygnalizując, że obniżenie stóp procentowych jest bardziej prawdopodobne niż ich podniesienie. Wprowadzenie łagodnego nastawienia uzasadniono wyraźną zmianą bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Bilans ten wskazywał, że prawdopodobieństwo ukształtowania się tempa wzrostu cen poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest istotnie wyższe, niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej tego celu. W lipcu i sierpniu Rada utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej.

Zgodnie z sierpniową projekcją inflacji tempo wzrostu cen będzie niższe od oczekiwanego w majowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 0,9-1,5% IV kw. 2005 r. (wobec 1,1-2,2% w majowym *Raporcie*), 1,0-3,1% w IV kw. 2006 r. (wobec 1,2-3,8%) oraz 1,2-4,1% w IV kw. 2007 r. (wobec 0,7-4,3%).

Należy podkreślić, że przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności, np. nieznanego kształtu polityki gospodarczej rządu w najbliższych latach oraz skutków pogorszenia się perspektyw finansów publicznych w związku z uchwalonymi przez Sejm ustawami istotnie utrudniającymi niezbędne ograniczenie deficytu finansów publicznych i tempa narastania długu publicznego w następnych latach. Ponadto, projekcja nie uwzględnia najnowszych informacji, które mogą mieć istotny wpływ na prognozowane tempo wzrostu cen. W świetle nowych danych najbardziej prawdopodobna ścieżka cen ropy naftowej na lata 2005-2007 leży ok. 15% powyżej ścieżki przyjętej do projekcji sierpniowej. Znaczny wzrost prognozowanych cen ropy stanowi nie tylko źródło ryzyka inflacyjnego, lecz także zagrożenie dla wzrostu gospodarczego.

W ocenie Rady w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe niż przedstawiono w sierpniowej projekcji inflacji m.in. ze względu na możliwość występowania przyspieszonych zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce (prawdopodobny wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzacja przedsiębiorstw oraz wzmożona konkurencja międzynarodowa).

Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystne dla Polski byłoby przyjęcie strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowa-

dzenie euro w najbliższym możliwym terminie. Warunkiem koniecznym przystąpienia do strefy euro jest przeprowadzenie reform finansów publicznych prowadzących do spełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji. Uchwalone w lipcu br. ustawy istotnie utrudniły osiągnięcie tego celu w najbliższych latach, co szkodzi perspektywom wzrostu gospodarczego i może odsunąć członkostwo w strefie euro.

Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

W okresie maj-lipiec 2005 r. – podobnie jak w poprzednich miesiącach br. – inflacja obniżała się i w lipcu br. wyniosła 1,3% r/r¹ (Wykres 1.1, lewy panel), tj. ukształtowała się nieznacznie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (1,5%). Spadek rocznego wskaźnika inflacji w okresie maj-lipiec br. był oczekiwany zarówno przez NBP, jak i analityków rynkowych.

Utrzymywanie się rocznych wskaźników inflacji na okresowo podwyższonym poziomie w 2004 i na początku 2005 r. wynikało ze wzrostu cen w okresie poprzedzającym akcesję oraz w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE. Ustępowanie statystycznego efektu bazy² prowadziło do spadku rocznej inflacji w kolejnych miesiącach br. W ocenie Rady, w kierunku obniżenia inflacji oddziaływał także utrzymujący się poniżej produktu potencjalnego rzeczywisty PKB, którego wzrost w analizowanym okresie okazał się słabszy niż oczekiwano w poprzednich *Raportach*. Do osłabienia rocznego tempa wzrostu cen przyczynił się również spadek dynamiki cen żywności. Ponadto, umocnienie się złotego (w ujęciu r/r) – poprzez obniżenie cen towarów importowanych – także oddziaływało w kierunku spadku rocznej inflacji. Można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie się utrzymywać poniżej celu 2,5% (w przedziale 1,0-2,0%).

Roczna dynamika cen żywności w analizowanym okresie obniżała się, a w lipcu br. przyjęła wartość ujemną (-0,8% r/r) (Wykres 1.1, lewy panel). Spadek cen wystąpił przede wszystkim w grupach, w których w ubiegłym roku obserwowano największe podwyżki (tj. w grupach mleko, sery i jaja, cukier i wyroby cukiernicze oraz oleje i pozostałe tłuszcze). Ze wstępnych ocen wynika, że zbiory w 2005 r. ukształtują się na poziomie wyższym od średniego z ostatnich 5 lat, choć ze względu na tegoroczną suszę – niższym niż w 2004 r. Jednak znaczne zapasy z rekordowej produkcji roślinnej

¹W dalszej części *Raportu* przyjęto następujące oznaczenia:

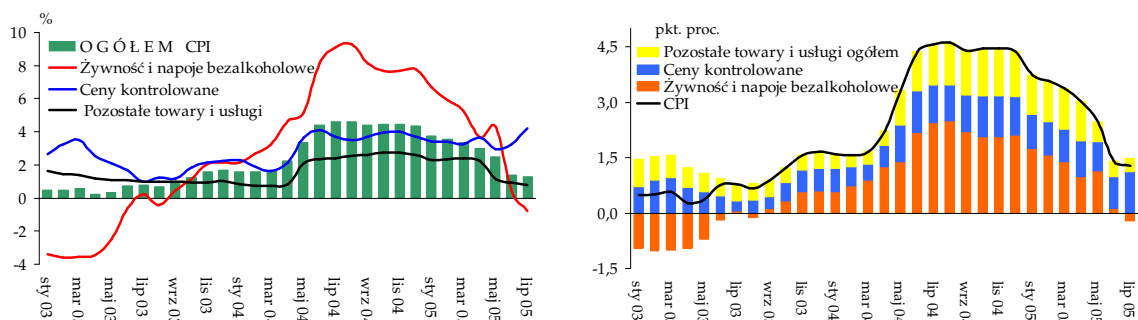
r/r – analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym

kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału

m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca.

²Efekt bazy polegał na odniesieniu bieżącego poziomu cen do znacznie niższego poziomu z okresu poprzedzającego wejście Polski do UE.

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.

z 2004 r. jak również odbudowa produkcji zwierzęcej, powinny sprzyjać utrzymaniu się niskiej dynamiki cen żywności.

Roczna inflacja w grupie cen kontrolowanych w miesiącach maj-lipiec kształtowała się w przedziale 3,0-4,2% (Wykres 1.1, lewy panel). W analizowanym okresie do utrzymania relatywnie wysokiej dynamiki cen w tej grupie przyczynił się przede wszystkim wzrost cen paliw na rynku krajowym³ (o 5,2% w okresie maj-lipiec) oraz wzrost cen gazu (o 3,3%) związany ze zmianą taryf. W ciągu najbliższych miesięcy tempo wzrostu cen kontrolowanych będzie kształtowane przede wszystkim przez zmiany cen paliw i gazu, które z kolei będą determinowane głównie przez zmiany cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz kształtowanie się kursu walutowego. Inflacja w grupie *pozostałe towary i usługi konsumpcyjne*⁴ w analizowanym okresie obniżyła się (do 0,8% r/r w lipcu z 2,3% r/r w kwietniu br.) (Wykres 1.1, lewy panel). Na zmniejszenie dynamiki cen w tej grupie złożył się przede wszystkim spadek cen towarów nieżywnościowych (o 0,4% r/r w maju, 0,6% r/r w czerwcu oraz 0,8% r/r w lipcu br.). Również dynamika cen usług wykazała tendencję spadkową i w lipcu br. wyniosła 2,8% r/r (wobec 3,5% r/r w kwietniu, 3,2% r/r w maju oraz 2,9% w czerwcu br.). Główną przyczyną obniżenia się rocznej dynamiki cen w grupie *pozostałe towary i usługi* było ustąpienie wspomnianego wcześniej efektu bazy⁵.

Spadkowi wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych towarzyszyło obniżanie się wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 1.2, Tabela 1.1). Dwunastomiesięczna infla-

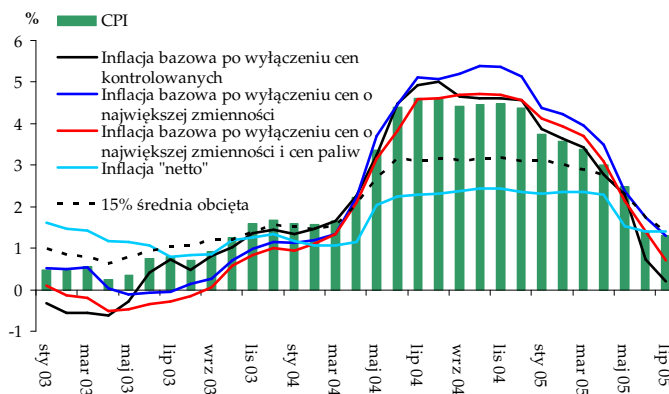
³Należy zaznaczyć, że w miesiącach maj-lipiec wzrost cen paliw na rynku krajowym wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen ropy na rynkach światowych. Na poziom tych cen nie wpłynęła natomiast regulacja państwowa – stawka podatku akcyzowego na paliwa silnikowe w analizowanym okresie pozostała na niezmiennym poziomie.

⁴Do grupy pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są ceny towarów i usług, kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe (z wyłączeniem cen żywności), tj. nie obejmuje ona grupy cen kontrolowanych.

⁵Należy pamiętać, że wraz ze wstąpieniem Polski do UE podniesiona została stawka podatku VAT na niektóre towary i usługi (m.in. na towary budowlane, odzież dziecięcą), co doprowadziło do jednorazowego wzrostu cen znajdującego odzwierciedlenie w zwiększeniu rocznych wskaźników inflacji, utrzymującym się do kwietnia br. włącznie.

	Zmiany r/r											
	2004					2005						
	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip
CPI	4.6	4.4	4.5	4.5	4.4	3.7	3.6	3.4	3.0	2.5	1.4	1.3
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	5.0	4.6	4.6	4.6	4.6	3.9	3.6	3.4	2.8	2.3	0.7	0.2
Cen o największej zmienności	5.1	5.2	5.4	5.4	5.1	4.4	4.2	4.0	3.5	2.4	1.7	1.3
Cen o największej zmienności i cen paliw	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6	4.1	3.9	3.7	3.1	2.2	1.4	0.7
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.3	1.5	1.4	1.4
15% średnia obciążona	3.2	3.1	3.1	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.7	2.3	1.8	1.4
	Zmiany m/m											
	2004					2005						
	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip
CPI	-0.4	0.3	0.6	0.3	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.3	-0.2	-0.2
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	-0.6	0.2	0.6	0.3	0.3	0.0	-0.2	0.1	0.2	0.3	-0.4	-0.6
Cen o największej zmienności	0.2	0.3	0.8	0.4	0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.7	0.3
Cen o największej zmienności i cen paliw	0.1	0.2	0.7	0.4	0.4	0.0	-0.2	-0.2	0.0	-0.2	-0.8	0.2
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0.1	0.1	0.3	0.3	0.0	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
15% średnia obciążona	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Wskaźniki inflacji - odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0.3	0.0	0.3	0.3	0.1	-0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.2
Inflacja "netto"	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej w 2004 i 2005 r.
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



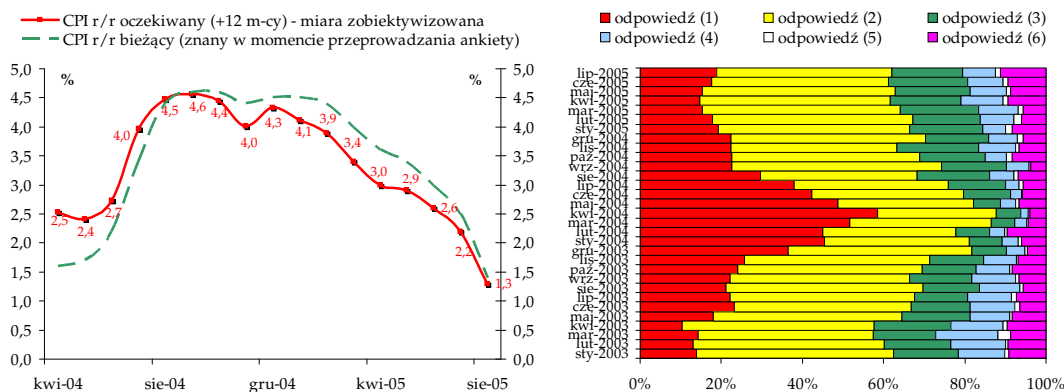
Wykres 1.2: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca roku poprzedniego w proc.)
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

cja "netto"⁶, która od czerwca ub. utrzymywała się w przedziale 2,3-2,4%, obniżyła się do 1,4% w lipcu br. W maju 2004 r. podniesiono stawki podatku VAT, co było główną przyczyną wzrostu inflacji bazowej "netto" o 0,8 pkt. proc. w tym miesiącu. Ustąpienie statystycznego efektu bazy w maju 2005 r. doprowadziło do silnego spadku tej miary (o 0,8 pkt. proc.). Ponadto ukształtowanie się analizowanego wskaźnika inflacji "netto" oraz wskaźnika CPI w czerwcu br. na tym samym poziomie (1,4% r/r) potwierdza ustąpienie proinflacyjnego łącznego wpływu zmian cen żywności i paliw na dynamikę wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Oznacza to, że proinflacyjny wpływ rosnących cen paliw był neutralizowany przez towarzyszące mu obniżanie się dynamiki cen żywności.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

W analizowanym okresie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych systematycznie spadały i w lipcu przyjęły wartość nieco niższą (2,2%) niż cel inflacyjny NBP (2,5%) (Wykres 1.3, lewy panel).



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

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

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

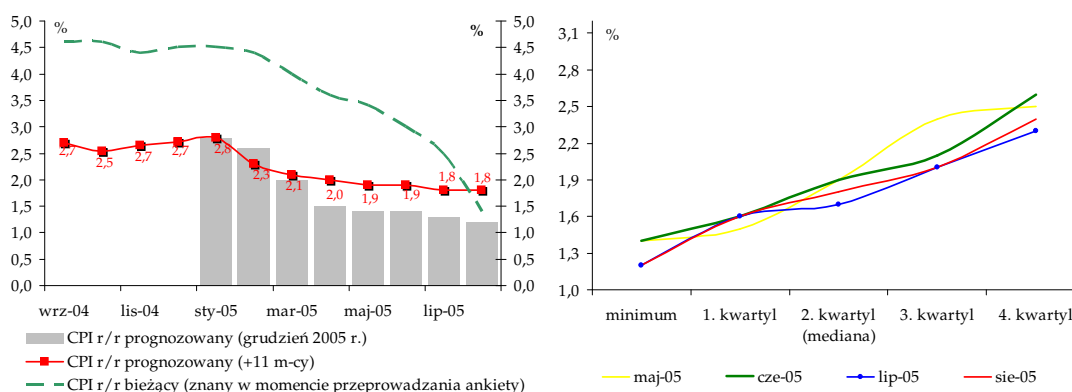
Za spadek oczekiwań inflacyjnych, który w analizowanym okresie wyniósł 0,8 pkt. proc., w całości odpowiada obniżenie się stopy inflacji bieżącej, stanowiącej punkt odniesienia dla respondentów przy deklarowaniu swoich przewidywań⁷. Z kolei struktura odpowiedzi na pytanie ankietowe nie zmieniła się istotnie (Wykres 1.3, prawy panel).

⁶Miara inflacji powstała po wyłączeniu ze wskaźnika CPI cen żywności i paliw.

⁷Dotychczasowe kształtowanie się oczekiwań wskazuje, że mają one silnie adaptacyjny charakter.

Prognozy inflacyjne analityków bankowych

W okresie od maja do sierpnia 2005 r. obniżyła się prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy (do 1,8%) oraz na koniec 2005 r. (do 1,2%). W obu przypadkach była ona niższa niż cel inflacyjny NBP (2,5%) (Wykres 1.4, lewy panel). Prognozy rocznej inflacji za 11 miesięcy osiągnęły najniższy poziom w historii ankiety Reutersa (tj. od października 1994 r.), a cały rozkład prognoz w tym horyzoncie czasowym przesunął się w kierunku niższej dynamiki cen (Wykres 1.4, prawy panel).



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

Źródło: Dane GUS, Reuters, obliczenia NBP.

1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

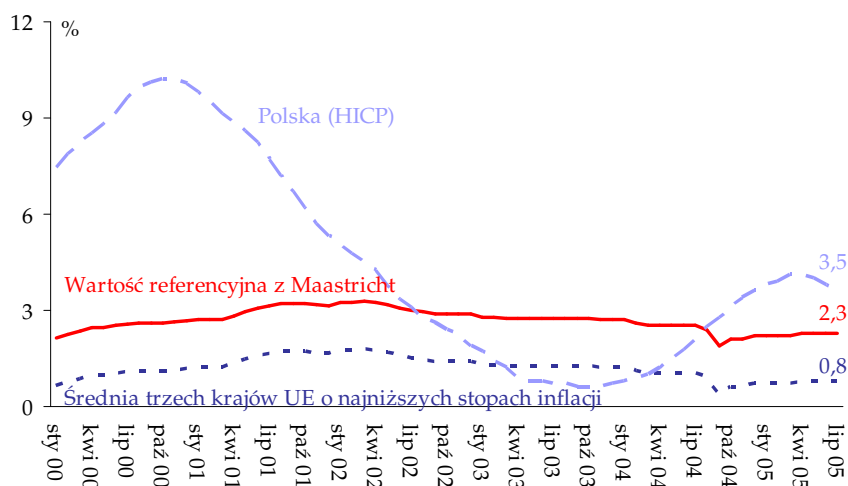
W kraju chcącym przyjąć euro, średnioroczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych HICP⁸ nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym tempie wzrostu cen powiększonej o 1,5 pkt. proc.⁹ Od sierpnia 2004 r. Polska nie spełnia tego kryterium (Wykres 1.5). Jednak zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w

⁸Zasadnicza różnica między indeksem CPI i HICP polega na tym, że indeks zharmonizowany uwzględnia dodatkowo wydatki ponoszone przez cudzoziemców na zakup dóbr i usług w Polsce, szacunkowe wydatki ponoszone przez osoby przebywające w tzw. gospodarstwach instytucjonalnych (np. szpitalach, więzieniach, domach spokojnej starości) oraz wydatki ponoszone na gry losowe. Choć koszyki cen indeksów HICP i CPI różnią się strukturą wag, różnice pomiędzy tymi indeksami są nieznaczne.

⁹Ocena, 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

Przebieg procesów inflacyjnych

poprzednim *Raporcie o inflacji* w II kw. br. średnioroczny wskaźnik HICP zaczął się obniżać, co jest efektem spadku bieżącej stopy inflacji¹⁰. W najbliższych miesiącach można oczekiwać dalszego zmniejszania się różnicy między średniorocznym tempem wzrostu cen w Polsce a wartością referencyjną dla kryterium z Maastricht.



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

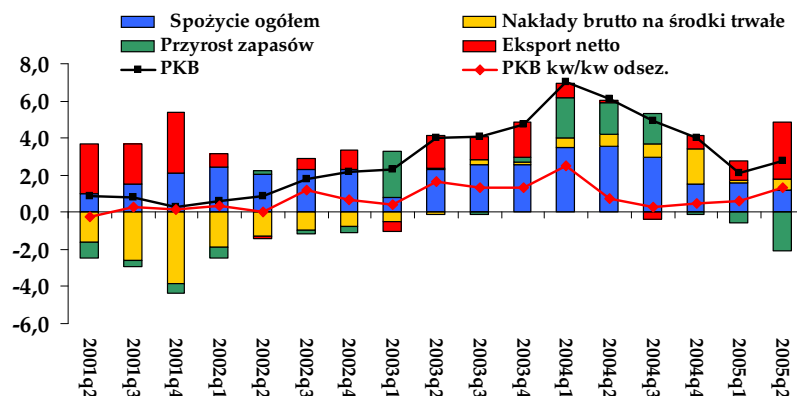
różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. W rezultacie, nie jest jasne czy Finlandia, w której średnioroczne tempo wzrostu cen w lutym i marcu br. ukształtowało się odpowiednio na poziomie 0% oraz 0,1%, została w tych miesiącach włączona do grupy krajów referencyjnych 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.

¹⁰Ze względu na konstrukcję indeksu średniorocznego spadek bieżącej stopy inflacji w Polsce, obserwowany od grudnia ub.r., znalazł odzwierciedlenie w obniżeniu się inflacji średniorocznej dopiero w maju 2005 r.

Determinanty inflacji

2.1 Popyt

Według szacunków GUS, w II kw. br. roczne tempo wzrostu PKB było wyższe niż w I kw. i wyniosło 2,8%¹¹. Istotna poprawa miała miejsce w ujęciu kwartalnym (po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost PKB wyniósł 1,4% wobec 0,6% w I kw. br.¹² – Tabela 2.2). Jednak roczne tempo wzrostu PKB w II kw. br. było niższe niż prognozowano w poprzednim *Raporcie*, co wynikało ze znacznie niższych niż oczekiwano dynamik inwestycji oraz spożycia.



Wykres 2.6: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

Źródło: Dane GUS

Według szacunków GUS, w II kw. br. utrzymała się niska dynamika spożycia indywidualnego, która wyniosła 1,5% r/r. Nastąpił wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe do poziomu 3,8% r/r. W przypadku zapasów, ich przyrost był bardzo mały i znacznie niższy niż przed rokiem. W rezultacie, wedle tych szacunków, popyt krajowy

¹¹Analiza procesów w realnej sferze gospodarki w tym rozdziale obejmuje informacje dostępne do dnia 29 sierpnia br., a więc uwzględnia szacunki GUS o PKB w II kw. br. Krótki okres między publikacją szacunków PKB a publikacją *Raportu o inflacji* utrudnił przedstawienie w tym rozdziale pełnej analizy danych o rachunkach narodowych.

¹²Według szacunków NBP na podstawie danych GUS; w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego

Determinanty inflacji

Wyrównane sezonowo (procent)	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2
PKB	0,4	1,7	1,3	1,3	2,5	0,8	0,3	0,5	0,6	1,4
Popyt krajowy	0,4	0,8	1,2	1,3	2,0	0,9	0,5	0,1	-0,2	-0,2
Spożycie ogółem	0,2	1,0	1,0	1,1	0,9	0,8	0,5	0,2	0,4	0,3
Spożycie indywidualne	0,2	1,4	0,8	1,3	0,8	0,8	0,5	0,1	0,4	0,4
Akumulacja	0,7	-1,1	2,6	2,8	8,1	1,0	0,4	-1,5	-3,2	-2,1
Nakłady na środki trwałe brutto	-1,1	1,0	1,1	-0,2	3,5	0,2	1,0	1,7	-0,3	1,6

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

obniżył się w ujęciu r/r, przy równoczesnym utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu eksportu. W efekcie, głównym czynnikiem wzrostu PKB w II kw. br. był eksport netto.

Można oceniać, że rzeczywisty PKB kształtuje się obecnie poniżej produktu potencjalnego. Dane o wzroście gospodarczym w I półroczu wskazują, że okres stopniowego domykania się luki popytowej będzie dłuższy niż przewidywano w majowym *Raporcie*, co będzie czynnikiem ograniczającym inflację. Charakteryzująca się umiarkowanym tempem wzrostu spożycia oraz wysoką dynamiką eksportu struktura wzrostu PKB powinna także wpływać na ograniczenie presji inflacyjnej.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

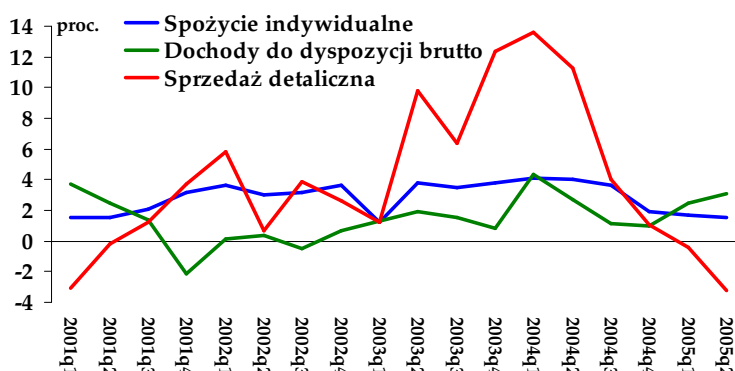
Według szacunków GUS, w II kw. br. roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego było niższe od odnotowanego w I kw. br. i wyniosło 1,5%. Równocześnie, w ocenie NBP, obniżeniu dynamiki spożycia towarzyszyło przyspieszenie rocznego tempa realnego wzrostu dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, w tym dochodów z pracy najemnej oraz dochodów z własności. Na zwiększenie się realnej dynamiki dochodów miał wpływ spadek inflacji w II kw. br.

W rezultacie w II kw. br., podobnie jak w I kw., roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego było prawdopodobnie niższe niż dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Może to wskazywać na odbudowę oszczędności brutto w sektorze gospodarstw domowych, których część finansuje inwestycje tego sektora.

W ciągu pierwszych siedmiu miesięcy br. sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,9% r/r. Jednak niska dynamika sprzedaży detalicznej wiązała się głównie ze spadkiem sprzedaży samochodów (14,1% r/r)¹⁵, podczas gdy wzrost sprzedaży mebli, sprzętu RTV i AGD był wówczas bardzo duży (43,2% r/r).

Badania koniunktury konsumenckiej GUS za II kw. br. wskazują na poprawę formułowanych przez gospodarstwa domowe ocen dotyczących zarówno ich bieżącej, jak i

¹⁵Na niską dynamikę sprzedaży samochodów mógł mieć wpływ znaczny import używanych samochodów w tym okresie



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

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

przyszłej sytuacji finansowej w stosunku do I kw. Podobna poprawa nastąpiła w przypadku bieżącego dokonywania ważnych zakupów przez gospodarstwa domowe. Jednocześnie oceny gospodarstw domowych dotyczące planowanych ważnych zakupów w okresie najbliższych 12 miesięcy są, począwszy od III kw. ub.r., stabilne.

Wobec wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych oraz lekkiej poprawy nastrojów konsumentów można oczekiwać stopniowego ożywienia popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie informacje z badań koniunktury konsumenckiej GUS wskazują, że gospodarstwa domowe w II kw. br., podobnie jak w I kw. br. oceniały, że – z punktu widzenia warunków do oszczędzania – sytuacja kształtowała się wyraźnie korzystniej niż w okresie kilku ostatnich lat. Lepiej niż rok wcześniej oceniały także własne możliwości i zamierzenia dotyczące zwiększenia oszczędności w okresie najbliższych 12 miesięcy.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W II kw. br. deficyt budżetu państwa wyniósł 5,5 mld zł. W pierwszym półroczu br. deficyt wyniósł 18,3 mld zł, co – według szacunków NBP – stanowiło 4,1% PKB¹⁴.

W II kw. br. odnotowano wysokie tempo wzrostu dochodów budżetowych (17,3% r/r), co wiązało się z wysokimi wpływami z podatków dochodowych od osób fizycznych i prawnych. Znacząco wyższe niż w ub.r. były również dochody z podatków pośrednich. Wynikało to jednak w dużej mierze z niskiej bazy odniesienia. W II kw. ub.r. wpływy z podatków pośrednich były wyjątkowo niskie, co wynikało m.in. z wydłużenia okresu płatności należnych podatków po wstąpieniu Polski do UE i doprowadziło do przesunięcia części dochodów podatkowych.

W II kw. br. wydatki budżetu państwa wzrosły o 9,2% (realny wzrost o 6,7% r/r w porównaniu ze spadkiem o 3,7% w analogicznym okresie ub.r.). W ocenie NBP, pozostałe

¹⁴Relacja deficytu budżetu państwa zrealizowanego w I poł. br. do PKB w I poł. br. w cenach bieżących.

jednostki sektora finansów publicznych (głównie jednostki samorządu terytorialnego oraz podstawowe fundusze celowe¹⁵) wykazały w II kw. br. dobrą sytuację dochodową. W efekcie nastąpiło przejściowe zmniejszenie zadłużenia tych jednostek w systemie bankowym oraz zwiększyły się ich środki na rachunkach bankowych.

Jednakże w drugiej połowie br. przewidywane jest pogorszenie sytuacji finansowej Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Funduszu Emerytalno-Rentowego ze względu na wykorzystanie w I połowie br. znaczącej części dotacji budżetowej zaplanowanej na cały rok (w I poł. br. wykorzystano 68% dotacji budżetowej dla FUS oraz 53% dla FER).

W kolejnych miesiącach br. nastąpi prawdopodobnie przyspieszenie tempa wzrostu wydatków publicznych, przy utrzymaniu planowanej wielkości deficytu sektora finansów publicznych. Związane to będzie m.in. z wypłatą dodatków pieniężnych dla emerytów otrzymujących najniższe świadczenia, jak również wzrostem wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego oraz napływem środków unijnych w ramach funduszy strukturalnych i przeznaczonych na Wspólną Politykę Rolną.

Pogorszyły się perspektywy ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych i tempa narastania długu publicznego w 2006 r. i latach następnych. Przyjęte ostatnio niektóre ustawy istotnie utrudnią niezbędne ograniczenie deficytu finansów publicznych i tempa narastania długu publicznego w kolejnych latach. Może to pogorszyć długofalowe perspektywy wzrostu gospodarczego, a także opóźnić spełnienie przez Polskę fiskalnego kryterium członkostwa w strefie euro. Czynniki pogarszające perspektywy stabilności finansów publicznych mogą oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności skarbowych papierów wartościowych, a także zwiększenia zmienności kursu złotego.

Pogorszenie perspektyw stabilności finansów publicznych oraz nieznany kształt przyszłej polityki gospodarczej rządu po wyborach parlamentarnych występują w sytuacji, w której w niepełnym stopniu zrealizowano *Program Uporządkowania i Ograniczenia Wydatków Publicznych* (według szacunków NBP w 31%, a szacunków rządu w 56%¹⁶).

2.1.3 Popyt inwestycyjny

Według szacunków GUS, w II kw. br. nakłady brutto na środki trwałe wzrosły realnie o 3,8% r/r, a w całym półroczu o 2,6% r/r. Wynik ten był zdecydowanie niższy od oczekiwań NBP z majowego *Raportu o inflacji*.

Według danych GUS, w przedsiębiorstwach niefinansowych zatrudniających powyżej 49 osób nominalne tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w I półroczu br.

¹⁵Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, Fundusz Pracy, Narodowy Fundusz Zdrowia.

¹⁶Różnica w szacunkach stopnia realizacji *Programu Uporządkowania i Ograniczenia Wydatków Publicznych* wynika z tego, że NBP uwzględnia w szacunkach koszty likwidacji tzw. "starego portfela", nie uwzględnia natomiast wpływów z podatków od PKP i kopalń oraz skutków niewprowadzonej podwyżki akcyzy na olej opałowy. Wymienione czynniki powodują, że szacunki NBP są niższe niż Ministerstwa Gospodarki i Pracy.

wyniosło 4,6% r/r, natomiast nominalna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych wzrosła o 4,5% r/r.

Według danych Ministerstwa Finansów, w I kw. br. państwowe jednostki budżetowe wydały na inwestycje nominalnie o 0,4% więcej niż w analogicznym kwartale ub.r. W kolejnych trzech miesiącach roku aktywność inwestycyjna tej grupy zaczęła jednak rosnąć. W całym I półroczu br. na inwestycje przeznaczono o 7% więcej środków niż w analogicznym okresie ub.r. Wysoką dynamiką nakładów inwestycyjnych w I kw. br. utrzymały jednostki samorządu terytorialnego (nominalny wzrost o 19% r/r).

W I poł. br. przywóz dóbr inwestycyjnych¹⁷ odznaczał się najniższą dynamiką spośród głównych grup w imporcie (wzrost o 4,5% r/r). Jednak relatywnie wysoki wzrost importu dóbr inwestycyjnych w maju i czerwcu br. (odpowiednio o 15% i 17% r/r) może być pozytywnym sygnałem świadczącym o ożywieniu w tej grupie.

Badania koniunktury NBP¹⁸ sugerują poprawę klimatu inwestycyjnego w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych miesiącach II połowy br. Z prognoz ankietowanych przedsiębiorstw wynika, że – podobnie jak w II kw. – w III kw. br. inwestycje zamierza rozpocząć większy odsetek przedsiębiorstw niż w analogicznym okresie ub.r. Również znaczący odsetek deklaracji dotyczących kontynuacji już rozpoczętych projektów rozwojowych świadczy o dobrym klimacie inwestycyjnym. Czynnikiem przemawiającym za wzrostem inwestycji jest także rosnące zainteresowanie kredytem wykazywane przez ankietowane przez NBP przedsiębiorstwa¹⁹. Wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw – po uwzględnieniu wahań kursowych – obserwowany jest w sektorze bankowym od II połowy 2004 r. (w czerwcu br. wartość kredytów dla przedsiębiorstw wzrosła o 4,5% r/r). Wzrostowi inwestycji powinna również sprzyjać dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Niższa od oczekiwanej w majowym *Raporcie* dynamika inwestycji w I półroczu br. mogła wynikać z niskiego tempa wzrostu spożycia, opóźnień w podpisywaniu umów i decyzji dotyczących finansowania projektów z funduszy pomocowych UE oraz niepewności co do przyszłej polityki gospodarczej rządu.

W kolejnych kwartałach spodziewać się można rosnącego wykorzystania funduszy z UE. Powinno to przyczynić się do przyspieszenia wzrostu nakładów inwestycyjnych. Za wzrostem inwestycji przemawiają również utrzymująca się dobra koniunktura w budownictwie mieszkaniowym oraz obserwowane od połowy 2004 r. ożywienie w całej sekcji produkcja budowlano-montażowa.

Wśród czynników, które mogą ograniczyć inwestycje w II półroczu br. należy wymienić ryzyko polityczne (nieznany kształt polityki gospodarczej realizowanej po wyborach), rosnące ceny ropy naftowej, niższy niż na to wskazują obecne prognozy wzrost spożycia, a także niższy niż się obecnie przewiduje wzrost w strefie euro.

¹⁷Z wyłączeniem środków transportu.

¹⁸Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2005 r.*

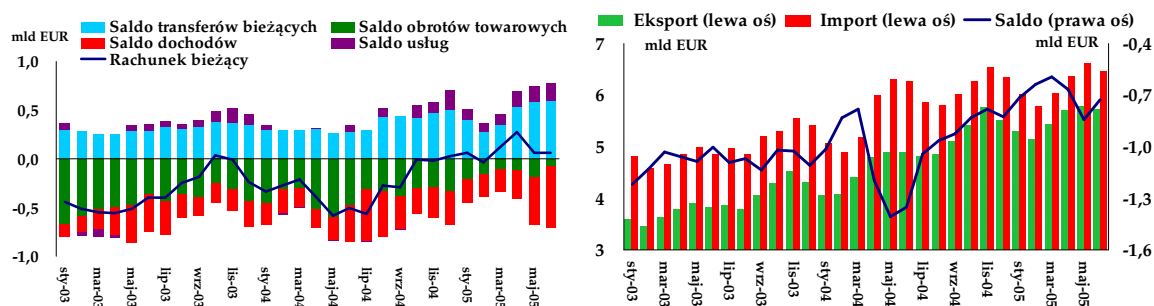
¹⁹Zobacz rozdział *Kredyt i pieniądz*.

Zapasy

Według szacunków GUS, po znacznym (choć mniejszym niż rok temu) przyroście zapasów w I kw. br., w II kw. ich przyrost był nieznaczny. W porównaniu z bardzo dużym przyrostem zapasów sprzed roku, wkład przyrostu zapasów do rocznego tempa wzrostu PKB w II kw. br. był silnie ujemny. Informacja o zapasach nie potwierdziła sygnałów płynących z badań koniunktury NBP o występowaniu w przedsiębiorstwach problemu nadmiernych zapasów produktów gotowych²⁰.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

W ciągu pierwszych sześciu miesięcy br. nadal poprawiało się saldo na rachunku obrotów bieżących. Było ono w tym czasie dodatnie i wyniosło – według wstępnych szacunków – 300 mln EUR (poprawa w porównaniu z pierwszymi sześcioma miesiącami 2004 r. o 2,7 mld EUR). Na poprawę salda na rachunku obrotów bieżących złożyło się z jednej strony wyraźne zmniejszenie deficytu w handlu towarami, z drugiej powiększenie nadwyżki transferów oraz usług. Jedyną składową rachunku obrotów bieżących, w której nastąpiło pogorszenie salda były dochody, co było związane przede wszystkim z dużymi wypłatami dywidend dla inwestorów zagranicznych (Wykres 2.8, lewy panel). Utrzymująca się poprawa salda na rachunku obrotów bieżących może być czynnikiem sprzyjającym umocnieniu kursu złotego i przez to oddziałującym w kierunku obniżenia inflacji.



Wykres 2.8: Handel zagraniczny. Lewy panel: Bilans obrotów bieżących (trzymiesięczna średnia ruchoma). Prawy panel: Eksport i import towarów (trzymiesięczna średnia ruchoma).

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

Według danych GUS ujemne saldo w polskim handlu zagranicznym w okresie styczeń-czerwiec br. wyniosło 4,0 mld EUR, a więc obniżyło się o 2,4 mld EUR w porównaniu z odpowiednim okresem ub.r. Poprawa salda wynikała z utrzymania się tendencji do

²⁰Z badań ankietowych NBP (Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2005 r.*) wynika, że w II kw. br. przedsiębiorstwa nieco częściej niż w I kw. deklarowały występowanie problemu nadmiernych zapasów produktów gotowych, a obecny poziom zjawiska (problem nadmiernych zapasów) zbliżył się do poziomu sprzed boomu akcesyjnego.

szybszego wzrostu eksportu (wzrost o 20,2% r/r w EUR) niż importu (wzrost o 9,3% r/r w EUR). O ile dynamika eksportu utrzymała się na stosunkowo wysokim poziomie, to wyraźne obniżenie dynamiki importu w porównaniu z sześcioma pierwszymi miesiącami ub.r. było przede wszystkim efektem wysokiej bazy okresu bezpośrednio poprzedzającego przystąpienie Polski do Unii Europejskiej²¹.

Poprawa salda w polskim handlu zagranicznym wynikała przede wszystkim z osiągnięcia nadwyżki w wymianie z krajami Unii Europejskiej. Jednocześnie jednak dynamika handlu z UE obniżyła się. Do osłabienia tempa wzrostu eksportu przyczynił się zarówno niższy popyt importowy najważniejszych partnerów handlowych Polski, jak i obniżenie się dynamiki eksportu w największych gospodarkach strefy euro²². Znacznie szybciej niż wymiana z UE rósł handel z krajami trzecimi. Silnemu wzrostowi eksportu do tych krajów (o 45% r/r) sprzyjał występujący tam relatywnie wysoki popyt importowy.

Największy wkład do wzrostu eksportu w okresie styczeń-maj br. miało zwiększenie sprzedaży maszyn i sprzętu transportowego. W przypadku importu, najwyższą dynamiką w ciągu pierwszych sześciu miesięcy br., odznaczał się nadal przywóz towarów zaopatrzeniowych, do czego przyczyniło się przede wszystkim wyraźne zwiększenie wartości paliw, związane ze wzrostem cen ropy naftowej²³. Przyspieszenie dynamiki importu nastąpiło w przypadku większości towarów konsumpcyjnych. Dotyczyło to przede wszystkim żywności oraz sprzętu gospodarstwa domowego. Relatywnie wysoką dynamiką odznaczał się również import odzieży i obuwia. Wzrost udziału w przywozie tych wyrobów krajów o niższych kosztach produkcji, przede wszystkim Chin oraz Indii²⁴, przyczynił się do istotnego obniżenia cen jednostkowych w tej grupie importowanych produktów. Zwiększenie presji konkurencyjnej ze strony tych krajów może również oddziaływać w kierunku obniżenia cen towarów konsumpcyjnych w grupie odzież i obuwie²⁵.

W I kw. br. pogorszyły się wskaźniki konkurencyjności krajowych producentów, w tym eksporterów (Tabela 2.3). Natomiast w II kw. br. pozycja konkurencyjna eksporterów,

²¹Dotyczy to zwłaszcza marca i kwietnia 2004 r., kiedy wartość importu wzrosła o 31,0% r/r - znacznie szybciej niż w pozostałych miesiącach ub.r. W efekcie tak wysokiej bazy wartość importu w okresie marzec-kwiecień 2005 r. zwiększyła się zaledwie o 1,8% r/r.

²²Polski eksport do Niemiec, które są najważniejszym partnerem handlowym Polski, ma głównie zaopatrzeniowy charakter, dlatego to właśnie niemiecki eksport (bardziej niż import) ma największy wpływ na dynamikę polskiego eksportu do tego kraju (w okresie styczeń-maj 2005 r. towary o charakterze zaopatrzeniowym stanowiły ponad 60% polskiego eksportu do Niemiec).

²³Wpływ wzrostu cen ropy naftowej na inflację został osłabiony z jednej strony przez aprecjację złotego (r/r) - ceny ropy w imporcie do Polski, wyrażone w złotych, w okresie styczeń-maj 2005 r. były średnio o 15,4% wyższe niż w analogicznym okresie ub.r. (podczas gdy ceny w EUR o 33,8%), z drugiej strony przez zmniejszenie się wolumenu importu ropy (o 2,1% r/r). W efekcie, w tym okresie wartość importu ropy w PLN zwiększyła się o 13% r/r

²⁴W okresie styczeń-maj br. wartość importu odzieży z Chin zwiększyła się o 17,2% (r/r), wobec wzrostu o zaledwie 2,6% z pozostałych krajów. W tym samym okresie wartość importu obuwia z Chin zwiększyła się o 15,3%, wobec wzrostu o 1,7% z pozostałych krajów.

²⁵Ceny dóbr konsumpcyjnych w grupie odzież i obuwie spadają (w ujęciu rok do roku) od początku 2002 r.

Determinanty inflacji

	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*									
r/r	18,7	11,2	21,0	25,7	32,6	12,8	7,7	-7,2	bd.
kw./kw.	9,5	5,3	6,8	2,0	15,6	-10,5	2,0	-12,1	bd.
Ceny importu / ceny krajowe producentów									
r/r	11,1	5,0	5,8	6,4	1,7	-8,2	-10,5	-17,5	bd.
kw./kw.	2,5	0,4	0,0	3,4	-2,0	-9,4	-2,5	-4,8	bd.
REER ULC									
r/r	-19,8	-12,7	-22,8	-22,4	-16,8	-2,4	9,1	24,0	17,4**
kw./kw.	-10,7	-6,9	-8,1	1,5	-4,1	9,2	2,7	15,4	-9,2**

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

Oznaczenia:

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

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

Dla REER ULC minus oznacza deprecjację.

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

Wskaźnik ostrzegawczy	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2004	2005q1	2005q2
Saldo obrotów bieżących/PKB*	-1,7%	-1,9%	-2,0%	-1,5%	-1,5%	-0,9%	-0,1%
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB*	-1,7%	-1,9%	-1,7%	-1,1%	-1,1%	-0,3%	0,5%
Saldo płatności towarowych/PKB*	-2,4%	-2,6%	-2,6%	-2,3%	-2,3%	-1,9%	-1,2%
Inwestycje bezpośrednie/ deficyt obrotów bieżących	204,3%	71,0%	-	-	143,8%	-	-
(Saldo obrotów bieżących + kapitałowych + inwestycje bezpośrednie)/PKB	1,6%	-0,8%	-0,8%	3,8%	1,1%	2,9%	0,1%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/wpływy z eksportu towarów*	32,3%	32,5%	37,8%	59,2%	35,2%	58,3%	bd
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,4	4,3	4,3	3,8	4,0	4,0	4,6

* w skali rocznej.

Tabela 2.4: Główne wskaźniki ostrzegawcze

Relacja inwestycji bezpośrednich do deficytu obrotów bieżących (4. wiersz w Tabeli) informuje o stopniu sfinansowania deficytu obrotów bieżących napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich. W III kw. 2004 r. saldo inwestycji bezpośrednich było ujemne, a w IV kw. 2004 r. oraz w I i II kw. 2005 r. w bilansie płatniczym odnotowano nadwyżkę w obrotach bieżących. W tych czterech przypadkach zatem relacja ta nie ma interpretacji ekonomicznej, dlatego w tabeli nie podano jej wartości dla ww. kwartałów. Uwaga: II kw. 2005 r. – dane wstępne oraz szacunki NBP.

Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

mierzona zmianami realnego kursu walutowego, uległa poprawie. W II kw. br. realny efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy zdeprecjonował się o 9,2% wobec poprzedniego kwartału, przez co roczne tempo aprecjacji zmniejszyło się²⁶.

²⁶Kwartalna deprecjacja realnego kursu walutowego wynikała przede wszystkim ze spadku jednostkowych kosztów pracy (kw/kw), a także z obserwowanej w tym okresie nominalnej deprecjacji kursu złotego.

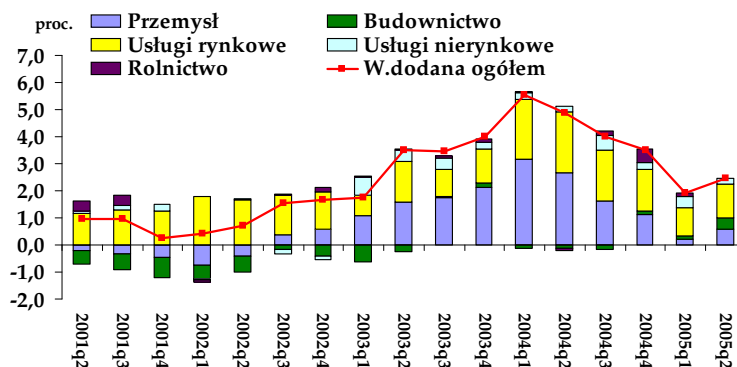
W II kw. br. większość wskaźników ostrzegawczych służących do oceny nierównowagi zewnętrznej poprawiła się (Tabela 2.4).

2.2 Produkcja

Według szacunków GUS, w II kw. br. nastąpiło zwiększenie tempa wzrostu wartości dodanej, zarówno w ujęciu rocznym (2,8%), jak i w ujęciu kwartalnym (po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost o 1,3%). O przyspieszeniu rocznej dynamiki zadecydował szybszy wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych, przemyśle i budownictwie (Wykres 2.9).

Według szacunków GUS, w II kw. br. nastąpiło przyspieszenie produkcji w usługach rynkowych, zarówno w ujęciu kwartalnym (po uwzględnieniu wahań sezonowych – Tabela 2.5), jak i rocznym (2,7%). W oparciu o badania koniunktury GUS można spodziewać się dalszego stopniowego przyspieszenia w usługach rynkowych. Będzie ono zależeć także od oczekiwanego ożywienia popytu inwestycyjnego, zwiększającego zapotrzebowanie na usługi w zakresie obsługi firm (m.in. pośrednictwo i doradztwo). Wraz z rosnącymi dochodami gospodarstw domowych powinny się także zwiększyć obroty w handlu detalicznym i hurtowym.

Po trwającej blisko rok stabilizacji poziomu produkcji przemysłowej, w II kw. br. zaznaczył się powrót umiarkowanych tendencji wzrostowych. Na skutek ustąpienia efektu bazy związanego z zeszłorocznym bohem przedakcesyjnym istotnie poprawiła się także dynamika produkcji w ujęciu rocznym.



Wykres 2.9: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

W lipcu br. wzrost produkcji przemysłu wyniósł 2,6% r/r, co oznacza wzrost o 4,7% r/r po wyeliminowaniu wahań sezonowych. W ciągu pierwszych siedmiu miesięcy br. wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 1,6% r/r. Dynamika produkcji przemysłu ogółem jest wypadkową zróżnicowanych tendencji w poszczególnych jego działach. Silny trend wzrostowy występuje w przemyśle spożywczym (w lipcu br. wzrost o 7,3% r/r),

Determinanty inflacji

Wyrównane sezonowo (procent)	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2
Wartość dodana ogółem	0,5	1,7	1,3	1,2	2,1	0,8	0,4	0,6	0,4	1,3
Przemysł	1,3	2,4	3,8	2,9	4,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	2,1
Budownictwo	-0,3	0,7	0,9	-0,8	-0,9	-0,9	0,7	2,3	1,3	2,9
Usługi rynkowe	-0,2	1,3	0,6	1,2	1,9	0,9	0,4	0,5	0,7	1,0

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

produkcji wyrobów z metali (6,3% r/r) oraz produkcji maszyn i urządzeń (17,9% r/r). Dla części działów nadal istotną barierą wzrostu produkcji jest wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (m.in. produkcja maszyn i aparatury elektrycznej, przemysł motoryzacyjny). Dalszy spadek odnotowuje się natomiast m.in. w przemyśle odzieżowym i hutnictwie metali, co w znacznej mierze wynika z pogorszenia konkurencyjności cenowej polskich przedsiębiorstw w tych działach na rynku krajowym i zagranicznym.

W ocenie NBP, w najbliższych miesiącach można się spodziewać stopniowego ożywienia produkcji przemysłowej. Na wzrost produkcji powinny korzystnie wpływać zarówno czynniki podażowe (efekt ubiegłorocznego silnego wzrostu inwestycji w przetwórstwie), jak i popytowe (oczekiwana stopniowa poprawa popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego).

W II kw. br. nastąpiło dalsze umocnienie obserwowanego od połowy ub.r. ożywienia w budownictwie (Tabela 2.5). Silne przyspieszenie odnotowano zarówno w przypadku robót o charakterze inwestycyjnym, jak i remontowym. Wobec dobrych danych o produkcji budowlano-montażowej w lipcu br., nadal optymistycznych sygnałów płynących z badań koniunktury oraz bardzo silnego wzrostu robót w przedsiębiorstwach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę, w najbliższych miesiącach można spodziewać się kontynuacji tendencji wzrostowych w branży budowlanej. Istotnym czynnikiem wzrostu będą także inwestycje infrastrukturalne realizowane w ramach projektów współfinansowanych przez UE.

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W I kw. br. pracujących według BAEL²⁷ było o 302 tys. więcej niż przed rokiem (wzrost o 2,2% wobec 2,5% w IV kw. 2004 r.). Jednak po uwzględnieniu czynników sezonowych

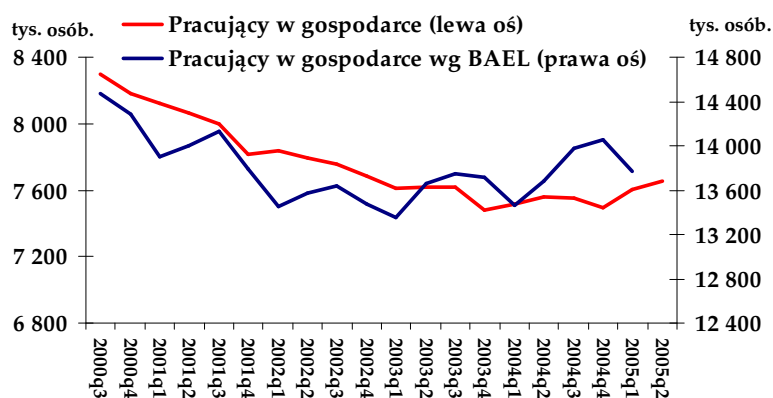
²⁷Definicja pracujących według BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności) – patrz: *Kwartalna Informacja o Rynku Pracy*, GUS.

	Pracujący w 2005q1 (tys. osób)	Wzrost w 2004q4 (r/r)	Wzrost w 2005q1 (r/r)	Wzrost w 2004q4 (kw/kw) odsezonowany	Wzrost w 2005q1 (kw/kw) odsezonowany
Ogółem	13 767	2,5%	2,2%	1,1%	0,0%
Miejsce zamieszkania					
miasto	8 504	2,9%	2,5%	0,8%	0,2%
wieś	5 263	1,8%	1,8%	1,1%	0,2%
Sektor ekonomiczny					
rolniczy	2 267	0,7%	-0,8%	-0,4%	-0,7%
przemysłowy	4 020	3,2%	4,9%	0,5%	2,0%
usługowy	7 475	2,6%	1,7%	1,3%	0,3%
Sektor własności					
publiczny	4 247	-3,3%	-1,5%	0,6%	1,0%
prywatny (bez indywidualnych gospodarstw rolnych)	7 417	6,8%	5,5%	2,5%	0,7%
prywatny (indywidualne gospodarstwa rolne)	2 103	1,7%	-0,8%	1,8%	-5,6%
Status zatrudnienia					
pracownicy najemni	10 283	3,6%	3,0%	2,1%	1,1%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 789	-2,0%	-0,9%	-1,3%	-1,3%
pomagający członkowie rodzin	695	2,4%	4,5%	4,9%	-0,8%
Rodzaj umowy o pracę					
praca na umowę na czas nieokreślony	7 803	-0,4%	-1,9%	1,2%	0,1%
praca na umowę na czas określony	2 480	18,4%	22,3%	4,7%	2,6%

Tabela 2.6: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

liczba pracujących w gospodarce była w I kw. br. zbliżona do tej sprzed roku (Tabela 2.6). Zahamowanie wzrostu liczby pracujących po uwzględnieniu czynników sezonowych wynikało głównie z istotnego spadku liczby pracujących w indywidualnych gospodarstwach rolnych. Istotny wzrost liczby pracujących zanotowano w przemyśle, mniejszy w usługach. (Tabela 2.6). Nadal utrzymuje się tendencja, zgodnie z którą wzrost zatrudnienia dotyczy przede wszystkim pracujących na umowę na czas określony, natomiast zmniejsza się liczba pracujących na czas nieokreślony (Tabela 2.6).



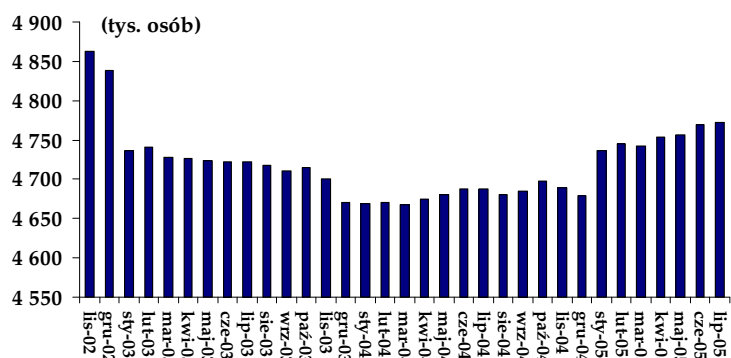
Wykres 2.10: Pracujący w gospodarce według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób

Źródło: Dane GUS.

Według danych ze sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób. II kw. br. był trzecim z kolei, w którym, po sześciu latach spadku, odnotowano dodatnią roczną dynamikę liczby pracujących w gospodarce. Wzrost liczby pracujących w gospodarce

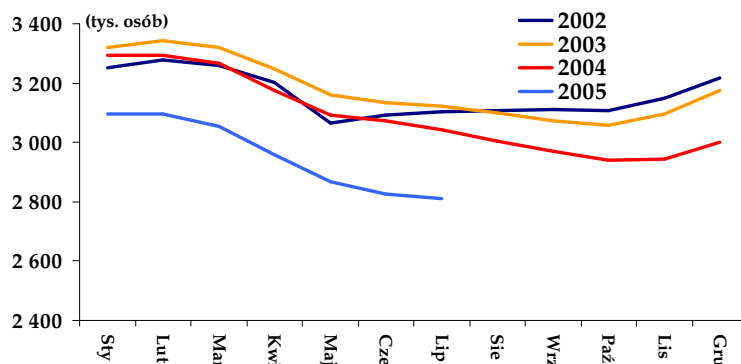
wyniósł 95 tys., tj. 1,2% r/r (wobec 1,2% r/r w I kw. br.) (Wykres 2.10). Jednak po uwzględnieniu czynników sezonowych kwartalna dynamika liczby pracujących w gospodarce była w II kw. br. równa 0,3% (wobec 1,3% kw/kw w I kw. br.). Największe tempo wzrostu zatrudnienia (co najmniej 2% r/r) zanotowano w sekcjach: handel i naprawy, hotele i restauracje, pośrednictwo finansowe, edukacja, przetwórstwo przemysłowe oraz administracja publiczna i obrona narodowa.

Stopniowy wzrost zatrudnienia widoczny jest w miesięcznych danych z sektora przedsiębiorstw. W II kw. br. zatrudnienie w przedsiębiorstwach było o 1,7% wyższe niż przed rokiem. Podobne tempo wzrostu zatrudnienia w tym sektorze zanotowano również w lipcu br. (1,8% r/r) (Wykres 2.11). W sumie, od końca ub.r. zatrudnienie w przedsiębiorstwach wzrosło o 92 tys. osób, podczas gdy w analogicznym okresie poprzedniego roku było to jedynie 17 tys.



Wykres 2.11: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.



Wykres 2.12: Bezrobocie rejestrowane wg danych z urzędów pracy (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.

Pozytywne sygnały z rynku pracy płyną z danych dotyczących bezrobocia. Mimo, że bezrobocie pozostaje na wysokim poziomie, od sześciu kwartałów widoczny jest jego systematyczny spadek (Wykres 2.12). Zarówno publikowane przez GUS dane z urzę-

dów pracy jak i dane BAEL wskazują, że bezrobocie jest obecnie wyraźnie niższe niż przed rokiem. Według danych z urzędów pracy w lipcu br. bezrobotnych było 2 809 tys. (spadek o 233 tys. r/r), a stopa bezrobocia wyniosła 17,9% (spadek o 1,4 pkt. proc. r/r). Według danych BAEL w I kw. br. bezrobotnych było 3 199 tys. (spadek o 310 tys. r/r), a stopa bezrobocia wyniosła 18,9% (spadek o 1,8 pkt. proc. r/r). Widoczne jest także zwiększenie liczby nowych ofert pracy zgłaszanych w urzędach pracy. Jednocześnie jednak szybciej niż liczba ofert w miesiącu rośnie liczba ofert niewykorzystanych (na koniec miesiąca), co w sumie może wskazywać na niedopasowanie oczekiwań i kwalifikacji osób bezrobotnych do zgłaszanych ofert pracy przy rosnącym popycie na pracę.

Według badań NBP²⁸ w III kw. br. więcej przedsiębiorstw zamierza zwiększać niż redukować zatrudnienie. Saldo prognoz zatrudnienia jest, nie licząc III kw. ub.r., najwyższe od czasu rozpoczęcia badań (w 2001 r.). Ponadto poprawa salda wobec poprzedniego kwartału wynikała przede wszystkim ze spadku odsetka podmiotów planujących redukcję liczby pracowników. Lekką poprawę w ujęciu rocznym sygnalizują również badania koniunktury GUS w II kw. br.

2.3.2 Płace i wydajność

W II kw. br. przeciętne wynagrodzenie rośnie szybciej niż w I kw. br., zarówno w sektorze przedsiębiorstw jak i całej gospodarce. W sektorze przedsiębiorstw płace nominalne wzrosły o 3,0% r/r, wobec 2,0% r/r w I kw. W całej gospodarce natomiast płace nominalne wzrosły o 3,9% r/r, wobec 3,6% r/r w I kw. br. Na nieco wyższą niż w poprzednim kwartale dynamikę płac w gospodarce złożyło się głównie przyspieszenie wzrostu płac w sekcjach: obsługa nieruchomości i firm, górnictwo oraz budownictwo.

Wzrost płac nominalnych oraz spadek inflacji w II kw. br. spowodowały, że wzrosły płace realne. W sektorze przedsiębiorstw po trzech kwartałach spadku, płace realne wzrosły o 0,8% r/r, natomiast w całej gospodarce o 1,6% r/r wobec zerowego wzrostu w I kw. br. (Wykres 2.13). W lipcu br. dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była zbliżona do dynamiki w II kw. br. (nominalny wzrost o 3,2% r/r, tj. o 1,9% r/r realnie). Badania koniunktury NBP²⁹ wskazują na umiarkowany wzrost płac w przedsiębiorstwach w III kw. br.

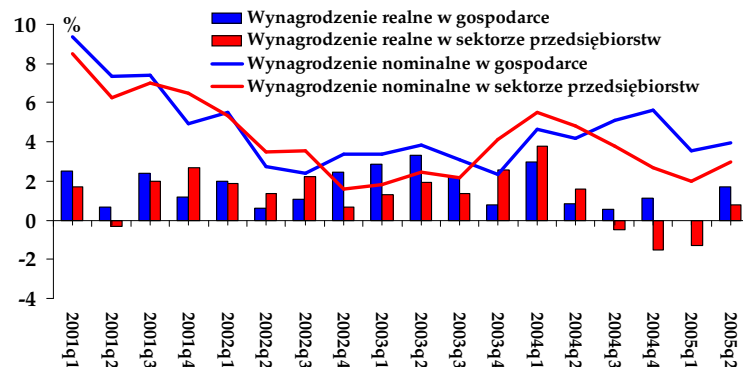
Od 2002 r. do początku br. wzrost wydajności pracy w przemyśle był szybszy od wzrostu nominalnych płac, czego efektem był spadek jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze³⁰. Na skutek obniżenia się dynamiki produkcji przemysłu, a co za tym idzie

²⁸Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2005 r.*, NBP.

²⁹Według deklaracji badanych przez NBP przedsiębiorstw, w III kw. br. 91% z nich nie planuje podwyższać wynagrodzeń, a średni wzrost wynagrodzeń wśród zamierzających zwiększyć płace wynosi 4,3%. Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2005 r.*, NBP.

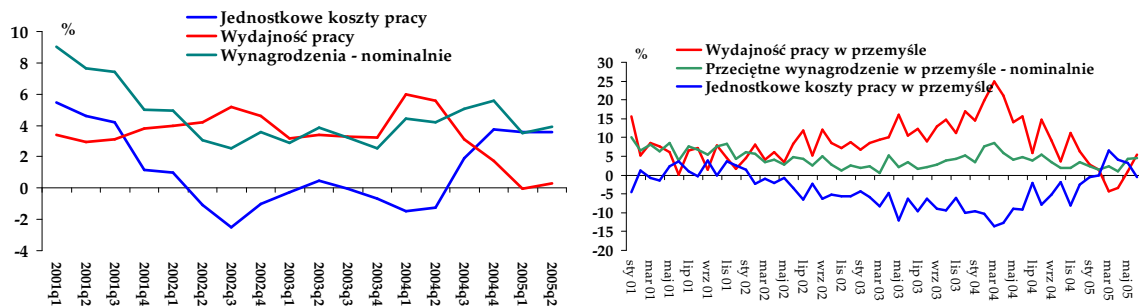
³⁰Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenia nominalne w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze).

Determinanty inflacji



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, II kw. 2005 – szacunki NBP.

wydajności pracy, przez cztery kolejne miesiące br. (luty-maj br.) dynamika jednostkowych kosztów pracy była dodatnia. Jednak w czerwcu br. roczna dynamika produkcji przemysłu i wydajności ponownie wzrosła, co sprawiło, że jednostkowe koszty pracy w ujęciu rocznym znów lekko spadły (Wykres 2.14, prawy panel).

W całej gospodarce spadek (w ujęciu roku do roku) jednostkowych kosztów pracy występował od 2002 r. do II kw. 2004 r. Poczynając od III kw. 2004 r. obserwuje się natomiast wzrost ich poziomu. Według szacunków NBP, w II kw. br. roczne tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy było zbliżone do ich dynamiki w I kw. (Wykres 2.14, lewy panel)³¹.

³¹Jednostkowe 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).

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W II kw. 2005 r. odnotowano dalszy wzrost cen na międzynarodowych rynkach surowcowych, do którego przyczyniły się przede wszystkim rosnące ceny paliw. Wzrostowi cen ropy naftowej towarzyszyło niewielkie obniżenie się cen surowców nieenergetycznych (kw/kw) (Tabela 2.7).

	W porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku				W porównaniu z poprzednim kwartałem			
	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2	2004q3	2004q4	2005q1	2005q2
Ogółem	38,2	34,9	29,7	27,9	6,7	3,8	7,8	7,2
Surowce nieenergetyczne	20,4	11,9	8,7	7,4	-3,9	2,2	10,2	-0,7
żywność	8,8	-4,9	-8,4	-6,5	-16,0	-3,6	9,2	5,8
surowce przemysłowe	25,8	19,7	16,7	14,2	2,1	4,5	10,5	-3,1
pochodzenia rolnego	10,1	1,6	2,6	0,3	-1,2	0,0	4,2	-2,7
metale nieżelazne	37,4	29,9	15,6	14,8	3,1	6,5	5,3	-0,7
Surowce energetyczne	47,0	47,0	40,8	37,6	11,7	4,4	6,8	10,5
ropa naftowa	42,0	46,0	44,8	44,3	13,3	6,1	8,1	11,1

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

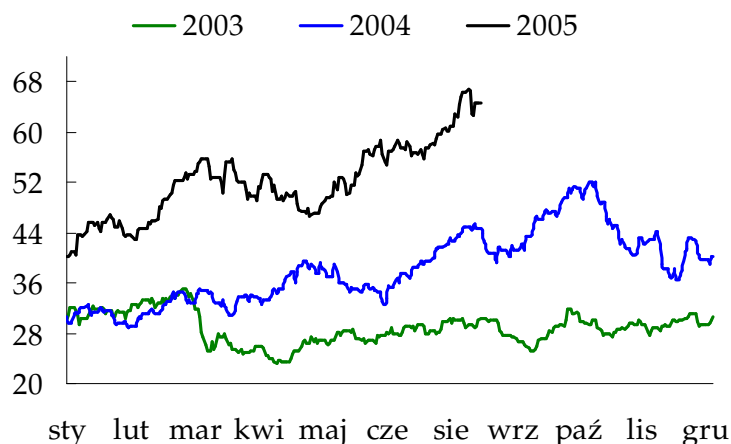
Źródło: HWWA – Hamburg Institute of International Economics.

Wzrostowa tendencja na rynkach ropy naftowej utrzymuje się w III kw. 2005 r. Od początku br. ceny ropy wzrosły o ponad 25 USD/b (a więc o przeszło 60%). Główną przyczyną tego wzrostu (Wykres 2.15) pozostaje wysoki popyt w warunkach ograniczonych możliwości zwiększenia podaży tego surowca. Niskie nadwyżki mocy produkcyjnych w krajach OPEC, jak również ograniczone zdolności produkcyjne rafinerii powodują, że rynek jest bardzo wrażliwy na wszystkie sygnały wskazujące na ryzyko zakłóceń w produkcji i dostawach ropy oraz jej produktów³². Zmniejszenie poczucia bezpieczeństwa dostaw powoduje nasilenie działań spekulacyjnych, które dodatkowo przyczyniają się do zwiększenia zmienności cen tego surowca.

W porównaniu z poprzednim *Raportem o Inflacji*, obniżyły się oczekiwania względem wzrostu światowego zapotrzebowania na ropę w br. Swoje prognozy skorygowały w dół Międzynarodowa Agencja Energetyki, OPEC oraz Departament Energii USA. Korekty te wynikały przede wszystkim z obniżenia prognoz popytu dla Chin i Europy³³,

³²Liczne awarie w amerykańskich rafineriach (będące skutkiem ich wieloletniego niedoinwestowania) spowodowały zmniejszenie produkcji paliw. Przy zwiększonym popycie związanym z wakacyjnymi wyjazdami w USA spowodowało to w sierpniu 2005 r. ponowny wzrost cen ropy do najwyższego nominalnego poziomu. Ponadto, duża aktywność huraganów przechodzących nad Zatoką Meksykańską na początku lata rodzi ryzyko, że w kolejnych miesiącach mogą one stać się przyczyną znaczących zakłóceń w dostawach ropy i produkcji paliw. Dodatkowo na wzrost cen ropy wpłynęło zwiększenie ryzyka politycznego w najważniejszych krajach produkujących ropę – Arabii Saudyjskiej (jedeny producent, który deklaruje nadwyżki mocy produkcyjnych) i Iranie – oraz zakłócenie dostaw z Ekwadoru.

³³Chiny wyraźnie ograniczyły import ropy ze względu na silny wzrost jej cen, natomiast obniżenie prognozy popytu na ropę w Europie wynika z obniżenia prognoz wzrostu gospodarczego dla tego regionu



Wykres 2.15: Ceny ropy naftowej Brent w latach 2003-2005 (USD)

Źródło: Dane Bloomberg.

jak i niższego popytu w I połowie br. w USA. W opinii w/w instytucji wzrost popytu będzie jednak nadal wyraźnie wyższy niż średnio w latach 1990-2002, co będzie powodować dalszą presję na wzrost wydobycia przez kraje OPEC, a tym samym – przeciwdziałać szybkiej i znaczącej odbudowie rezerw zdolności produkcyjnych. Wzrost cen ropy w ostatnich trzech miesiącach br. wpłynął na znaczne podwyższenie prognoz cen tego surowca na najbliższe lata. Chociaż większość instytucji zajmujących się przewidywaniem cen ropy nie zakłada dalszego ich wzrostu (prognozowane ceny są niższe w porównaniu z obecnymi cenami na rynku *spot*), to jednak ocenia, że średnia cena ropy naftowej w 2006 r. będzie wyższa niż w roku bieżącym.

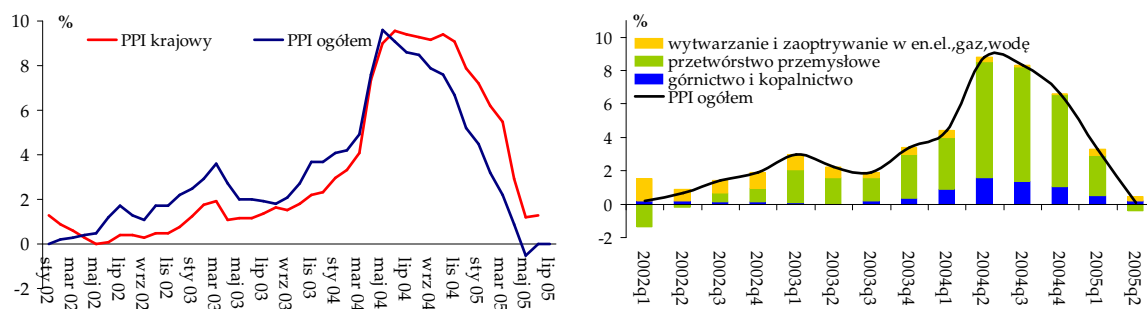
Na kształtowanie się poziomu cen ropy będzie wpływała przede wszystkim dynamika popytu na ten surowiec. Z prognoz Międzynarodowej Agencji Energetyki, OPEC oraz Departamentu Energii USA wynika, że wzrost zapotrzebowania na ropę naftową w 2006 r. będzie podobnie duży jak w roku bieżącym, co może prowadzić do utrzymywania się jej cen na wysokim poziomie, a także ich dużej zmienności.

Wzrost cen ropy naftowej i surowców nieenergetycznych przyczynił się do przyspieszenia wzrostu cen produkcji i cen konsumpcyjnych w największych gospodarkach świata w lipcu 2005 r. (w stosunku do maja i czerwca br.). Jednak pomimo tego przyspieszenia, w Stanach Zjednoczonych zarówno wskaźnik PPI jak i CPI ukształtowały się na poziomie zbliżonym do poziomu obserwowanego na początku br. Dynamika PPI wyniosła 4,6% r/r (wobec 4,8% w kwietniu), natomiast dynamika CPI ukształtowała się na poziomie 3,2% r/r (3,5% w kwietniu). Podobne tendencje wystąpiły także w strefie euro. Wskaźnik cen produkcji w czerwcu br. wyniósł 4% r/r (wobec 4,3% w kwietniu), natomiast zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych w tym samym miesiącu ukształtował się na poziomie 2,2% r/r (2,1% w kwietniu). Ponadto, wypowiedzi zarówno przedstawicieli Fed, jak i EBC wskazują na ryzyko związane z wpływem wysokich cen ropy na wzrost inflacji i spowolnienie wzrostu gospodarczego.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie o inflacji* w analizowanym okresie roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się (z 0,9% w kwietniu br. do 0,0% w lipcu br.) (Wykres 2.16, lewy panel). Można oczekiwać, że w II połowie 2005 r. dynamika PPI będzie stabilna. Ewentualna kontynuacja wzrostu cen surowców (ropy naftowej i miedzi) może oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Obserwowany w miesiącach maj-lipiec spadek dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu wynikał głównie z ustępowania statystycznego efektu bazy odniesienia. Ceny w II kw. br. wzrastały znacznie wolniej niż w analogicznych miesiącach 2004 roku. Ponadto umocnienie się złotego (r/r) w II kw. spowodowało spadek cen w imporcie oraz cen uzyskiwanych w eksporcie³⁴. Dynamika cen krajowych produkcji sprzedanej przemysłu od czerwca ub.r. jest wyższa niż PPI ogółem. Niemniej, od listopada 2004 r. – wraz z obniżaniem się wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu ogółem – obserwuje się jej spadek (Wykres 2.16, lewy 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.

Największy wpływ na obniżenie tempa wzrostu cen producentów w Polsce w II kw. br. miał spadek dynamiki cen w przetwórstwie przemysłowym – głównie ze względu na wagę tej sekcji we wskaźniku (Wykres 2.16, prawy panel). Spadek cen, spowodowany niskimi cenami skupu żywności, zanotowano m.in. w dziale *produkcja artykułów spożywczych*. Ponieważ jest to największy dział przemysłu (około 18% produkcji sprzedanej przemysłu) spadek tych cen spowodował silne obniżenie dynamiki PPI. Ponadto, do spadku tempa wzrostu cen producenta przyczynił się również przemysł metalowy, co wynikało m.in. ze spadku popytu na wyroby tego działu przemysłu i – w konsekwencji – do spadku cen jego wyrobów (o ok. 10% r/r). Z kolei największy wzrost cen obserwowany był w dziale *produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej*. Był

³⁴Przykładowo, aprecjacja złotego jest przyczyną dużej deflacji (12,8% r/r w maju br.) w dziale *produkcja RTV*, produkującym głównie na eksport.

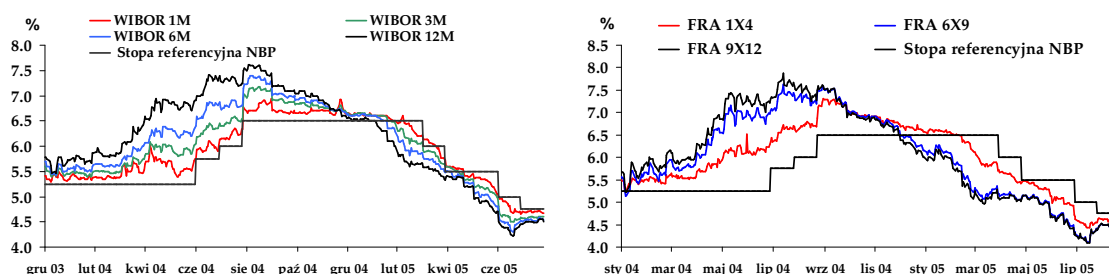
on spowodowany wzrostem cen produktów naftowych na rynkach światowych. Jednak ze względu na niską wagę tego działu w produkcji sprzedanej przemysłu (poniżej 6%) oraz mały udział ropy naftowej w strukturze kosztów pozostałych działów przemysłu przetwórczego, impuls inflacyjny ze strony tego surowca nie przełożył się na przyspieszenie dynamiki PPI.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe³⁵

Przez większość analizowanego okresu publikacja danych makroekonomicznych wskazujących na słabsze niż oczekiwano tempo wzrostu gospodarczego prowadziła do obniżenia stawek rynku pieniężnego (Wykres 2.17). Dopiero opublikowane w II połowie lipca br. korzystniejsze niż oczekiwano dane dotyczące produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej w czerwcu br. zredukowały prognozowaną przez rynek skalę redukcji stóp procentowych, co doprowadziło do wzrostu stawek rynku pieniężnego. W całym analizowanym okresie oprocentowanie depozytów międzybankowych o dłuższym okresie zapadalności utrzymywało się na poziomie niższym niż depozytów o krótszym okresie zapadalności (Wykres 2.17, lewy panel), co wskazywało na trwałość oczekiwań rynku na obniżenie stóp procentowych NBP.



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)

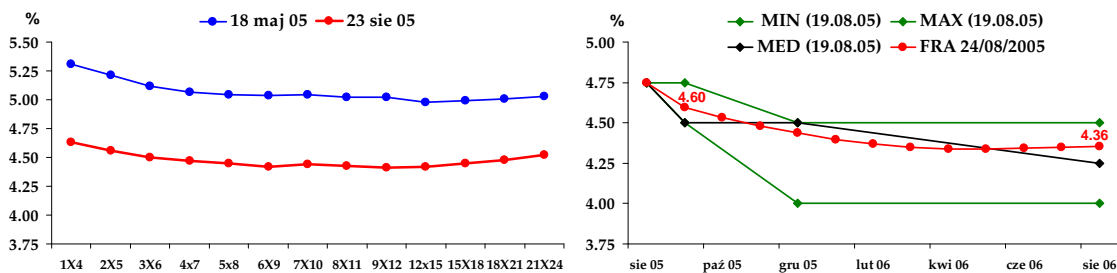
Źródło: Dane Reutersa.

Bardzo duży wpływ na kształtowanie się cen aktywów finansowych miała publikacja 31 maja br. znacznie niższego od oczekiwań analityków wskaźnika PKB za I kw. br. (2,1% r/r wobec oczekiwanego 3,0% wzrostu). Wzrost obaw o spowolnienie wzrostu gospodarczego spowodował zwiększenie oczekiwań na kolejne obniżki stóp procentowych NBP. Tendencję spadkową na rynku pieniężnym wzmocniała również publikacja danych sygnalizujących brak widocznej presji inflacyjnej w gospodarce. Silny spadek

³⁵ Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 24 sierpnia 2005 r.

stawek kontraktów FRA oraz depozytów międzybankowych został spowodowany głębszym niż oczekiwano obniżeniem stóp procentowych przez RPP na posiedzeniu czerwcowym oraz decyzją Rady o powrocie do łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. Choć zmiana nastawienia nie oznacza zapowiedzi obniżek stóp procentowych, lecz tylko, że są one bardziej prawdopodobne niż ich podwyższenie, przyjęcie nastawienia łagodnego zostało zinterpretowane przez analityków jako zapowiedź kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych.

Zmiana tendencji spadkowej stawek instrumentów rynku pieniężnego nastąpiła po publikacji lepszych niż prognozowane przez analityków danych o produkcji przemysłowej za czerwiec br. Spowodowało to zmniejszenie oczekiwanej przez rynki skali dalszych obniżek stóp NBP, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście stawek rynku pieniężnego. W końcu analizowanego okresu stawki kontraktów FRA wyceniały jeszcze jedną obniżkę stóp NBP w wysokości 25 punktów bazowych (do poziomu 4,50%) do końca br. (Wykres 2.18 – lewy panel). Jest to spójne z wynikami ankiety Reutersa (z 19 sierpnia br.), w której większość ankietowanych oczekiwała, że na koniec grudnia 2005 r. stopa referencyjna NBP wyniesie 4,50% (Wykres 2.18 – prawy panel).



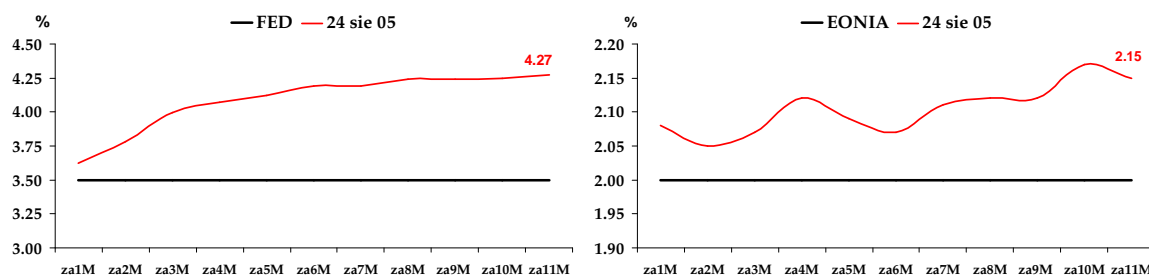
Wykres 2.18: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA oraz ankiety Reutersa z dnia 19 sierpnia 2005 r. (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.

Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, na sierpniowym posiedzeniu Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) podwyższył po raz kolejny stopy procentowe o 25 punktów bazowych, do poziomu 3,50%. Była to dziesiąta tej wielkości podwyżka w ramach zapoczątkowanego rok temu cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. W komunikacie wydanym po posiedzeniu FED powtórzył, że polityka monetarna pozostaje akomodacyjna, a podwyżki stóp procentowych będą dokonywane w zrównoważonym tempie. Przedstawiciele FOMC zaznaczyli, że ryzyko dla wzrostu gospodarczego oraz inflacji jest obecnie zrównoważone. Jako pozytywne sygnały w gospodarce wymienione zostały: poprawa sytuacji na rynku pracy oraz utrzymująca się wysoka dynamika wydatków, pomimo utrzymujących się wysokich cen ropy naftowej. Według oceny FED długookresowe perspektywy inflacyjne są stabilne, choć obecnie zauważalne jest ryzyko wzrostu presji inflacyjnej.

Wyniki sierpniowej ankiety Reutersa wskazują, że analitycy oczekują podwyższenia stóp procentowych Fed-u o 50 - 75 punktów bazowych (do poziomu 4,0%-4,25%) do końca roku. Prognozy analityków znajdują potwierdzenie w oczekiwaniach rynku na zmiany stóp Fed, zawartych w stawkach 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.

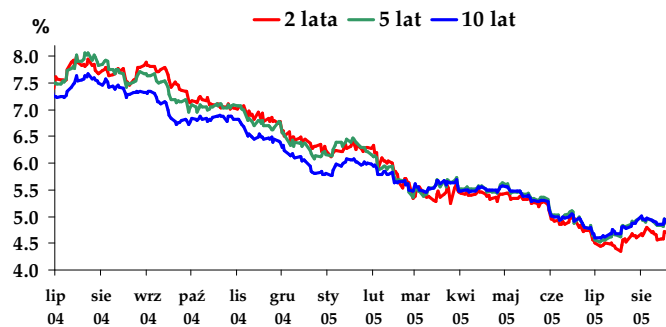
Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi w analizowanym okresie Europejski Bank Centralny (EBC) pozostawił stopę refinansową na niezmiennym poziomie 2%. Po sierpniowym posiedzeniu Prezes EBC powiedział, że stopy procentowe w strefie euro znajdują się na właściwym poziomie, a z gospodarki regionu napływa coraz więcej pozytywnych sygnałów. Podkreślił, że stabilność cen jest kluczowa dla utrzymania długo- i krótkoterminowych stóp procentowych w strefie euro na niskim poziomie. Dodał również, że reformy gospodarcze są niezbędne dla zwiększenia potencjału wzrostowego gospodarek europejskich.

Po wypowiedziach przedstawicieli EBC oraz publikacji danych makroekonomicznych wskazujących na poprawę aktywności gospodarczej w strefie euro nastąpiło wygaśnięcie oczekiwań rynkowych na obniżki stóp EBC. Wyniki ankiety Reutersa (z 24 sierpnia br.) wskazują, że analitycy oczekują podwyżki stóp procentowych dopiero w IV kwartale 2006 r., do poziomu 2,5% – mediana oczekiwań. Jednocześnie oczekiwania rynku, mierzone na podstawie kontraktów swapowych na stopę procentową EONIA, wskazują na podwyższenie w horyzoncie rocznym stopy EBC o 25 punktów bazowych z prawdopodobieństwem 60%.

Długoterminowe stopy procentowe³⁶

W analizowanym okresie głównymi czynnikami wpływającymi na rozwój sytuacji na krajowym rynku obligacji skarbowych były zmieniające się oczekiwania rynków finansowych odnośnie do przyszłego poziomu stóp procentowych NBP, decyzje Rady Polityki Pieniężnej oraz zmiany rentowności obligacji na tzw. rynkach bazowych, tj. rynkach Stanów Zjednoczonych i strefy euro.

³⁶Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 24 sierpnia 2005 r.



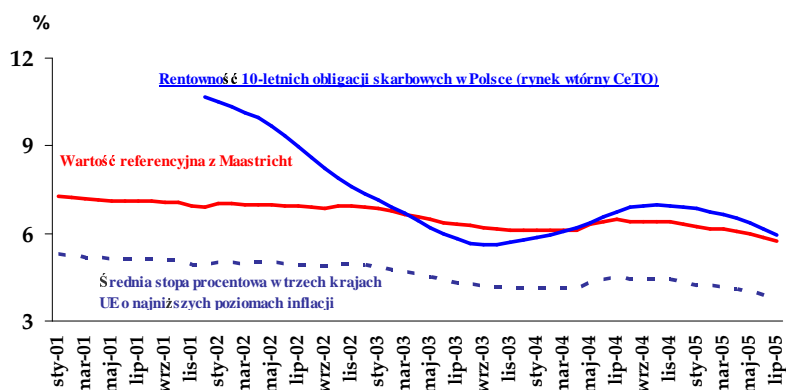
Wykres 2.20: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych
Źródło: Dane NBP.

Podobnie jak w przypadku stawek rynku pieniężnego, trwający do początku lipca silny spadek rentowności obligacji skarbowych był spowodowany publikacją danych makroekonomicznych wskazujących na słabsze niż oczekiwano tempo wzrostu gospodarczego oraz czerwcową decyzją Rady o obniżce stóp procentowych o 50 punktów bazowych i zmianie nastawienia na łagodne. Wyhamowanie tej tendencji w przypadku obligacji nastąpiło jednak wcześniej, bo już na początku lipca br., tj. jeszcze przed publikacją korzystnych danych o produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej w czerwcu. Było to spowodowane wzrostem rentowności obligacji na tzw. rynkach bazowych, który w tym okresie oddziaływał w kierunku spadku cen polskich papierów skarbowych. W drugiej połowie lipca br. wzrost rentowności polskich obligacji, podobnie jak w przypadku stawek rynku pieniężnego, był wynikiem opublikowania lepszych niż oczekiwano danych dotyczących realnej sfery gospodarki. W sierpniu polski rynek długu, zwłaszcza obligacje o dłuższych terminach zapadalności, pozostał pod wpływem kształtowania się cen obligacji na rynkach bazowych, które tym razem wzrosły. Czynniki krajowe, w tym spadek rocznego wskaźnika inflacji w lipcu oraz słabsze od oczekiwań rynków dane o produkcji sprzedanej przemysłu w lipcu br., dodatkowo przeciwdziałały wzrostowi rentowności polskich obligacji skarbowych.

Zmiany cen polskich obligacji znajdują również odzwierciedlenie w utrzymującym się od listopada ub. r. systematycznym spadku średniorocznej rentowności długoterminowych papierów skarbowych (Wykres 2.21). Jej poziom (5,9% w lipcu br.) jednak wciąż jeszcze przewyższa wartość referencyjną dla kryterium stóp procentowych (według szacunków NBP: 5,8%), którego spełnienie jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro³⁷. W analizowanym okresie bezwzględne zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku papierów skarbowych ustabilizowało się na poziomie zbliżonym do tego z końca maja br.

³⁷Dany 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.

Determinanty inflacji

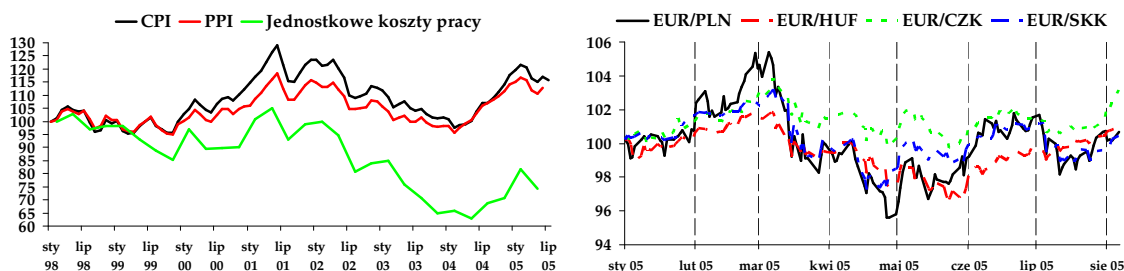


Wykres 2.21: Średnia rentowność (12-miesięczna średnia ruchoma) długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium z Maastricht
 Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

2.5.2 Kurs walutowy

Po aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego o 22,6% w okresie lutego 2004 r.-lutego 2005 r., w kolejnych miesiącach nastąpiło osłabienie polskiej waluty (w okresie lutego-lipiec średniomiesięczny nominalny kurs złotego osłabił się o 4,2%). Ze względu na zmiany tzw. kursów krzyżowych (EUR/USD) skala deprecjacji była większa względem dolara amerykańskiego (11,1%) niż względem euro (2,8%). Od połowy lipca br. złoty ponownie zaczął się umacniać. Zmianom kursu nominalnego towarzyszyły podobne tendencje w kształtowaniu się kursu realnego: po trwającym rok umocnieniu, w okresie lutego-lipiec br. realny efektywny kurs złotego (deflowany indeksem cen konsumenta – REER CPI) zdeprecjonował się o 4,8%. (Wykres 2.22, lewy panel).

Zmiany kursu złotego w ostatnich miesiącach w znacznej części wynikały z czynników o charakterze zewnętrznym, o czym mogą świadczyć podobne zmiany wartości walut



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: dane kwartalne, szacunki NBP na podstawie danych NBP, EBC i Komisji Europejskiej.

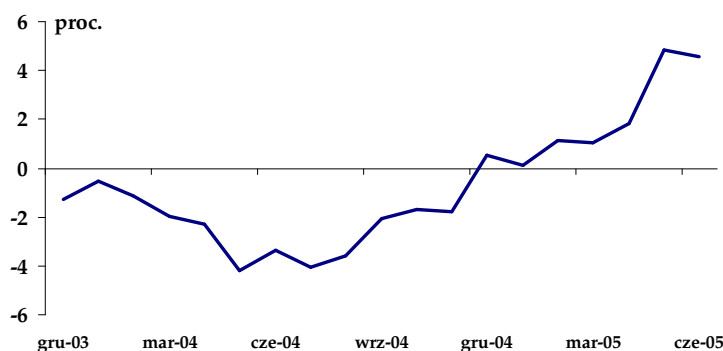
innych krajów Europy Środkowej (Wykres 2.22, prawy panel). Na zmiany wartości polskiej waluty wpływały także czynniki krajowe. Z jednej strony, za spadkiem wartości złotego przemawiały utrzymujące się ryzyko polityczne związane z okresem przedwyborczym oraz zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych, wynikające głównie z obniżenia stóp procentowych NBP. Z drugiej strony, ostatnio obserwowane umocnienie złotego mogło wynikać z lepszych od oczekiwań danych dotyczących bilansu płatniczego za czerwiec br. oraz ujawnienie planów ulokowania inwestycji w Polsce przez duże firmy zagraniczne (MAN, Volvo).

W najbliższym czasie na wartość polskiej waluty będą miały wpływ głównie wydarzenia na scenie politycznej, informacje dotyczące napływu inwestycji bezpośrednich oraz dane o wzroście gospodarczym, choć ze względu na utrzymywanie się niepewności związanej z wieloma z w/w czynników oddziałujących na kurs złotego, może się on cechować dużą zmiennością.

2.5.3 Kredyt i pieniądz

Sektor przedsiębiorstw

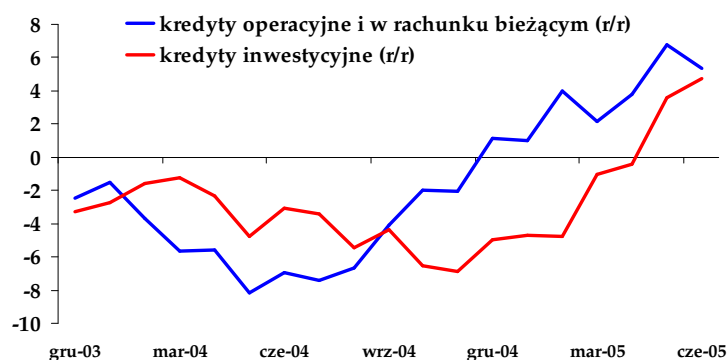
Utrzymuje się obserwowany od połowy ub. r. wzrostowy trend dynamiki kredytów bankowych dla przedsiębiorstw, która w czerwcu br. wyniosła 4,9% r/r³⁸ (Wykres 2.23). Wartość udzielonych kredytów wzrosła w II kw. br. o ok. 1,5 mld zł wobec spadku o ok. 2,5 mld w II kw. ub. r.



Wykres 2.23: Roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw – dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego

Źródło: Dane NBP.

³⁸ Wszystkie zawarte w tym rozdziale informacje dotyczące zmian kredytów i depozytów zostały skorygowane o wpływ wahań kursowych, chyba że zaznaczono inaczej. Dane dotyczące sektora przedsiębiorstw oparte są na sprawozdawczości banków komercyjnych; nie obejmują one kredytów i depozytów przedsiębiorstw w Spółdzielczych Kasach Oszczędnościowo-Kredytowych ze względu na brak danych na wystarczająco niskim poziomie dezagregacji. Wyłączenie z analizy SKOK-ów nie niesie żadnych istotnych różnic dla wniosków jakościowych, gdyż niemal całość ich operacji jest przeprowadzana z gospodarstwami domowymi.



Wykres 2.24: Roczne tempo wzrostu kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych oraz kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw – dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego
 Źródło: Dane NBP.

Na wzrost popytu na kredyt, szczególnie w grupie przedsiębiorstw zatrudniających od 250 do 2000 osób, wskazują badania ankietowe prowadzone przez NBP³⁹. Saldo prognoz zadłużenia kredytowego (odsetek prognoz wzrostu minus odsetek prognoz spadku) po raz pierwszy w historii badań (od II kw. 2000 r.) było dodatnie. Wzrósł także odsetek przedsiębiorstw, które zaciągnęły kredyty bankowe. Ponadto wyniki badań sygnalizują, że osłabieniu ulega znaczenie czynnika postrzeganego dotychczas jako główna przyczyna niskiej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, a mianowicie finansowania inwestycji ze środków własnych. Ankietowane przez NBP przedsiębiorstwa wskazują na wzrost roli kredytów bankowych i spadek znaczenia środków własnych w finansowaniu nowo rozpoczynanych inwestycji, choć zasoby własne nadal stanowią główne źródło finansowania inwestycji.

Ocena sytuacji na rynku kredytów dla przedsiębiorstw wynikająca z badań ankietowych znajduje potwierdzenie w danych z sektora bankowego. Roczne tempo wzrostu kredytów operacyjnych i w rachunku bieżącym dla przedsiębiorstw zaczęło wzrastać w połowie ub. r. (Wykres 2.24) i w czerwcu br. wyniosło 5,4% (tj. przyrost o ok. 3,1 mld zł w ciągu ostatnich 12 miesięcy). W przypadku kredytów inwestycyjnych zmiana trendu nastąpiła nieco później – przyspieszenie rocznej dynamiki tej kategorii kredytów jest obserwowane od IV kw. ub. r. (Wykres 2.24). W połowie br. wyniosła ona 4,7%. Obserwowane zmiany wartości kredytów dla przedsiębiorstw mogą odzwierciedlać ich wzrastającą aktywność inwestycyjną, choć wysoki stan środków własnych wciąż ogranicza potrzebę finansowania za pośrednictwem kredytów bankowych.

Oprocentowanie kredytów złotych dla przedsiębiorstw malało w tempie zbliżonym do obniżek stóp procentowych NBP (Tabela 2.8). Badania ankietowe NBP potwierdzają, że cena kredytu nie stanowi bariery rozwoju działalności przedsiębiorstw⁴⁰.

³⁹ Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2005 r. – wyniki badania ankietowego przeprowadzone w pierwszych dniach III kw. br., dostępne na www.nbp.pl

⁴⁰ W III kw. br. jedynie 3,4% przedsiębiorstw ankietowanych wymieniło oprocentowanie kredytów jako

	Kredyty			Depozyty		
	ogółem	gosp. dom.	przeds.	ogółem	gosp. dom.	przeds.
Lip04	9,9	11,8	7,8	3,1	3,1	3,1
Sie04	10,3	12,2	8,2	3,5	3,5	3,2
Wrz04	10,5	12,3	8,4	3,8	3,9	3,4
Paz04	10,7	12,5	8,4	3,8	3,9	3,4
Lis04	10,5	12,4	8,4	3,8	3,9	3,3
Gru04	10,4	12,1	8,3	3,7	3,8	3,4
Sty05	10,3	12,0	8,4	3,7	3,8	3,4
Lut05	10,2	11,9	8,2	3,7	3,8	3,3
Mar05	10,0	11,7	8,0	3,7	3,8	3,3
Kwi05	9,6	11,5	7,4	3,4	3,5	3,1
Maj05	9,6	11,4	7,3	3,1	3,1	2,9
Cze05	9,2	11,0	6,8	3,0	3,1	2,8

Tabela 2.8: Średnie ważone oprocentowanie kredytów i depozytów terminowych w bankach komercyjnych

Źródło: Dane NBP.

Po ponad roku utrzymywania się wysokiej dynamiki depozytów przedsiębiorstw w bankach komercyjnych (ok. 30% r/r), w II kw. br. zaobserwowano jej spadek. Roczne tempo wzrostu tej kategorii w czerwcu br. obniżyło się do 16,3%. Na taki kierunek przyszłych zmian dynamiki depozytów przedsiębiorstw w warunkach oczekiwanego wzrostu inwestycji, finansowanych w znacznym stopniu ze środków własnych, wskazywano m.in. w poprzednim *Raporcie o inflacji*.

Sygnalizowane w badaniach ankietowych wzrost popytu na kredyty oraz łagodzenie wymagań wobec kredytobiorców przez banki komercyjne powinny sprzyjać kontynuacji tendencji wzrostowej akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. W tym samym kierunku powinny także oddziaływać dobre perspektywy wzrostu gospodarczego. W świetle wciąż znacznej roli środków własnych w finansowaniu inwestycji można się spodziewać, że przewidywanemu przyspieszeniu tempa wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw towarzyszyć będzie spadająca dynamika ich depozytów.

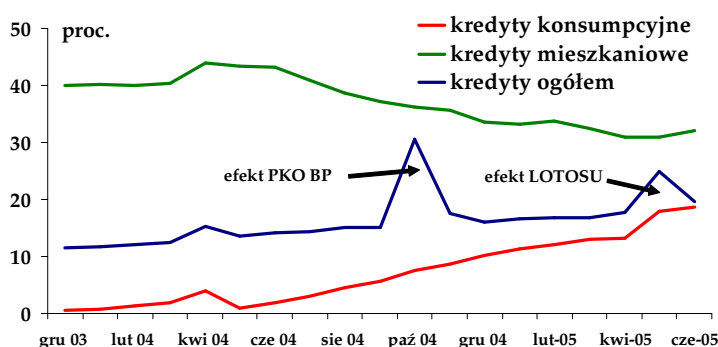
Sektor gospodarstw domowych

Od połowy ub. r. utrzymuje się szybki przyrost kredytów bankowych dla gospodarstw domowych. W czerwcu br. ich roczne tempo wzrostu wyniosło 19,7%⁴¹. Choć nadal najszybciej przyrastają kredyty mieszkaniowe, to we wzroście zadłużenia gospodarstw

jeden z czynników ograniczających ich działalność (kwartał wcześniej odsetek ten wynosił 3,9%).

⁴¹Pomimo zmian metodologicznych w statystyce monetarnej jakie miały miejsce w styczniu br., polegających m.in. na dołączeniu SKOK-ów do populacji banków komercyjnych, nie są one uwzględnione w analizie zmian kredytów dla gospodarstw domowych ze względu na brak danych dla SKOK-ów na odpowiednio niskim poziomie dezagregacji.

domowych – jak sygnalizowano w poprzednim *Raporcie* – stopniowo zwiększa się rola kredytów zaciąganych na finansowanie wydatków o charakterze konsumpcyjnym. Dla porównania, w okresie od czerwca 2004 r. do czerwca 2005 r. wartość kredytów mieszkaniowych zwiększyła się o ok. 10,5 mld zł (32%), podczas gdy wzrost kredytów konsumpcyjnych był niewiele mniejszy i wyniósł ok. 9 mld zł (18,7%) (Wykres 2.26, lewy panel). W świetle wyników badań ankietowych NBP⁴² główną przyczyną wzrostu kredytów konsumpcyjnych jest złagodzenie polityki kredytowej banków. Wzrost akcji kredytowej w tym segmencie może być także wynikiem utrzymujących się od II połowy ub. roku pozytywnych ocen bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej, formułowanych przez gospodarstwa domowe, na które wskazują wyniki badań koniunktury konsumenckiej GUS⁴³. W strukturze kredytów dla gospodarstw domowych nadal rośnie udział kredytów mieszkaniowych (Wykres 2.26, prawy panel), gdyż ich dynamika jest wciąż wyższa niż tempo wzrostu innych kategorii kredytowych (Wykres 2.25). Na koniec czerwca udział kredytów mieszkaniowych w kredytach ogółem dla gospodarstw domowych wyniósł 35%.

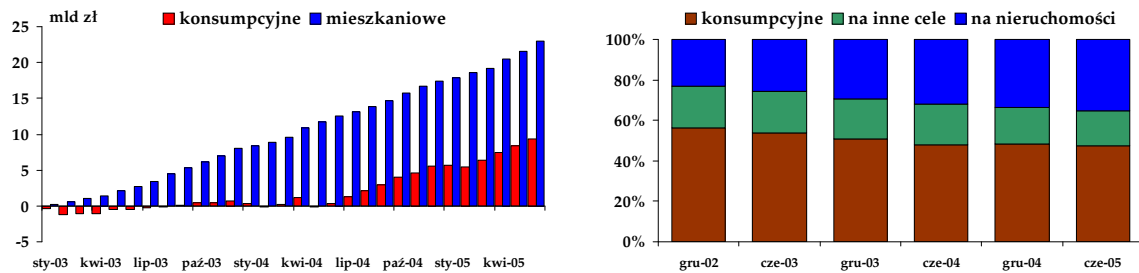


Wykres 2.25: Roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych – dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego
Źródło: Dane NBP.

Banki komercyjne podkreślają silny wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe, jaki miał miejsce w II kw. br. W ich opinii przewyższył on nawet popyt w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UE, kiedy aktywność na rynku mieszkaniowym była silnie stymulowana oczekiwaniami na podwyżkę podatku VAT na materiały budowlane. Obecnie do głównych przyczyn silnego popytu na kredyty mieszkaniowe należą złagodzenie wymagań stawianych kredytobiorcom przez banki, perspektywa wzrostu podatku VAT na nowe mieszkania oraz poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym dostępność złotych kredytów mieszkaniowych jest ich malejące oprocentowanie, które zmienia się równoległe do zmian stóp procentowych na rynku międzybankowym. W końcu czerwca wynosiło ono średnio 6,6%.

⁴²Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2005, www.nbp.pl

⁴³Koniunktura konsumencka, GUS, www.stat.gov.pl

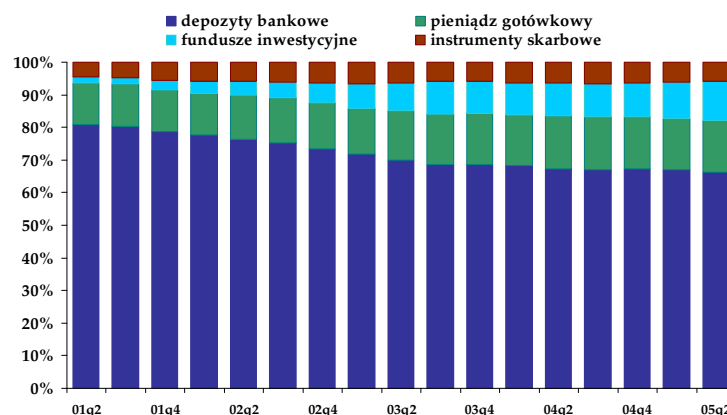


Wykres 2.26: Struktura kredytów dla gospodarstw domowych. Lewy panel przedstawia skumulowane miesięczne przyrosty kredytów w okresie od stycznia 2003 r. Widać, że od połowy 2004 r. przyrosty kredytów konsumpcyjnych są niemal równe przyrostom kredytów mieszkaniowych. Prawy panel przedstawia strukturę wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych w wybranych miesiącach. W obu przypadkach wykorzystano dane skorygowane o wpływ wahań kursu złotego.

Źródło: Dane NBP.

W opinii banków komercyjnych, w II kw. br. wzrósł także popyt na kredyty konsumpcyjne, mimo że oprocentowanie tej kategorii kredytów pozostaje wysokie, a jego zmiany są mniejsze niż zmiany stawek rynku pieniężnego. Rosnąca dynamika kredytów konsumpcyjnych wynika zatem nie z obniżenia ceny, lecz – jak sygnalizują banki – głównie z łagodzenia warunków i kryteriów udzielania kredytu, do czego przyczynia się wzrost konkurencji między bankami, oraz ze wspomnianej już poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

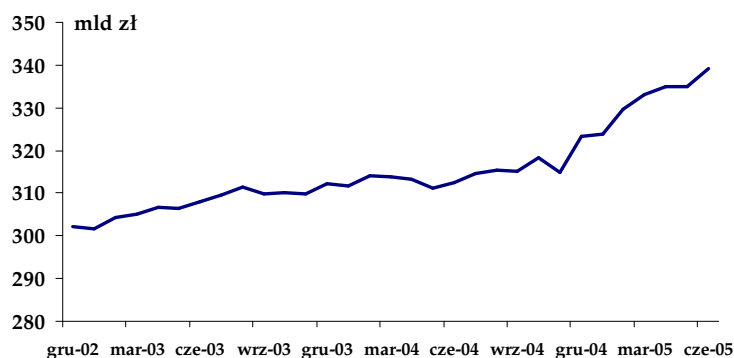
Po trzech kwartałach wzrostu depozytów gospodarstw domowych na rachunkach bankowych, czemu towarzyszyło zahamowanie przyrostu pieniądza gotówkowego w obiegu, w II kw. br. stan depozytów bankowych zmniejszył się o 0,05 mld zł, natomiast gotówka w obiegu wzrosła o 2,5 mld zł. Równocześnie od początku roku obserwowane jest przyspieszenie tempa przyrostu aktywów finansowych gospodarstw domo-



Wykres 2.27: Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych

Źródło: Dane NBP.

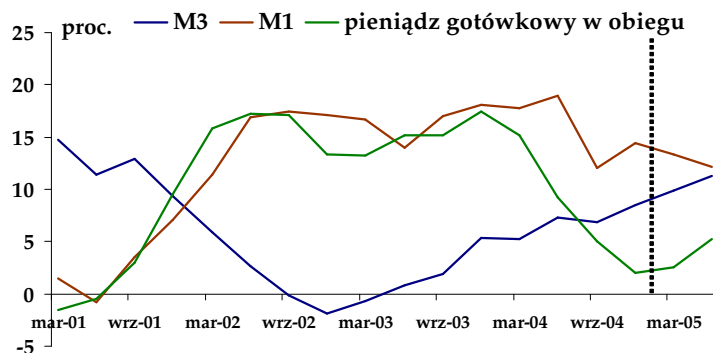
Determinanty inflacji



Wykres 2.28: Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych – dane skorygowane o wpływ wahań kursowych, przyjęto relacje kursowe z grudnia 2002 r.

Źródło: Szacunki NBP.

wych⁴⁴ (Wykres 2.28), których dynamika w czerwcu wyniosła 8,6% r/r. Wzrost ten może wynikać z poprawy sytuacji dochodowej gospodarstw domowych związanej z obserwowanym od 2003 r. ożywieniem gospodarczym. Struktura oszczędności gospodarstw domowych zmienia się w kierunku mniejszego udziału depozytów bankowych, a większego – instrumentów alternatywnych wobec tradycyjnych lokat (Wykres 2.27).



Wykres 2.29: Roczne nominalne tempo wzrostu M3, M1 oraz gotówki w obiegu

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

Źródło: Dane NBP.

⁴⁴Przez aktywa finansowe gospodarstw domowych rozumiana jest suma ich depozytów bankowych, depozytów w SKOK-ach, jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz obligacji i innych papierów skarbowych będących w ich posiadaniu oraz pieniądza gotówkowego w obiegu.

Agregaty monetarne

Zmiany stanu kredytów i depozytów w systemie bankowym znalazły odzwierciedlenie w kształtowaniu się podstawowych agregatów monetarnych. Od początku 2003 r. utrzymuje się wzrostowy trend dynamiki szerokiego pieniądza M3 (Wykres 2.29), natomiast dynamika wąskiego agregatu pieniężnego M1 od końca ub. r. ustabilizowała się na poziomie ok. 13%. Obserwowana od połowy ub. r. spadkowa tendencja dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu uległa w II kw. br. odwróceniu. W lipcu roczne tempo wzrostu gotówki wyniosło 8,4% wobec 2,7% w grudniu ub. r.

Polityka pieniężna w okresie czerwiec-sierpień 2005 r.

W okresie czerwiec-sierpień br. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy procentowe, w czerwcu o 0,5 pkt. proc., a w lipcu i sierpniu po 0,25 pkt. proc., przy czym stopa redyskonta weksli została obniżona w sierpniu o 0,5 pkt. proc. Łącznie stopy procentowe NBP zostały obniżone o 1 pkt. proc. (stopa redyskontowa o 1,25 pkt. proc.) i na koniec tego okresu stopa referencyjna wynosiła 4,5%, stopa lombardowa 6,0%, stopa depozytowa 3,0%, a stopa redyskonta weksli 4,75%. Obniżając stopy procentowe w czerwcu br. Rada jednocześnie zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne.

W analizowanym okresie wystąpił znaczny spadek rocznej inflacji. W lipcu ukształtowała się na poziomie 1,3%, a więc poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Towarzyszyło temu znaczące obniżenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, które – w świetle dotychczasowych badań – mają charakter silnie adaptacyjny. Spadek inflacji, a także wszystkich miar inflacji bazowej wskazywał na możliwość utrzymywania się przyszłej inflacji poniżej celu dłużej niż przewidywano w projekcji majowej. Świadczył o tym również fakt kształtowania się wzrostu PKB w I kw. na poziomie wyraźnie niższym niż przewidywano w tej projekcji. Dane o wzroście PKB w II kw. br. okazały się także niższe od przewidywań z projekcji majowej. Niższa dynamika PKB w I półroczu, przy założeniu niezmienności szacunków potencjalnego PKB, wskazywała, że okres stopniowego domykania się luki popytowej będzie dłuższy niż wówczas przewidywano. Opublikowane w sierpniu dane o tempie wzrostu i strukturze PKB w II kw. potwierdziły tę ocenę.

Struktura wzrostu w I kw. 2005 r. była inna od oczekiwanej i charakteryzowała się znacznie wyższym wkładem eksportu netto i niższą od oczekiwań dynamiką popytu krajowego. Tempo wzrostu spożycia, a przede wszystkim inwestycji, było niższe od oczekiwań. Z kolei lepsze od oczekiwań dane za czerwiec mogły sugerować, że spowolnienie popytu krajowego było przejściowe, jednak dane za II kwartał nie potwierdziły tych przewidywań. Również dane bilansu płatniczego mogą sygnalizować niską dynamikę popytu krajowego. Obserwowane tendencje sugerują, że w wyniku zachodzącej restrukturyzacji wzmocnieniu uległa w ostatnich latach podażowa strona gospodarki.

W analizowanym okresie Rada poświęciła wiele uwagi ocenie bieżącej i przyszłej dy-

namiki inwestycji. Wskazywano, że istotną przyczyną wyraźnie niższego niż oczekiwano tempa wzrostu inwestycji mogło być niskie tempo wzrostu spożycia, niższe niż oczekiwano wykorzystanie funduszy unijnych i środków własnych przedsiębiorstw, a także niepewność co do przyszłej polityki gospodarczej rządu. Zwracano uwagę, że taka dynamika inwestycji ukształtowała się pomimo wysokiego stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych, utrzymującej się wysokiej dynamiki produkcji budowlano-montażowej oraz dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

W ostatnich miesiącach następowała stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie w utrzymującym się wzroście zatrudnienia i płac oraz spadku stopy bezrobocia. Jednocześnie można przypuszczać, że takie czynniki jak ciągle wysokie bezrobocie, prawdopodobny wzrost elastyczności rynku pracy oraz rosnąca konkurencja na rynkach dóbr i usług otwartych na wymianę międzynarodową oddziałują w kierunku ograniczenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Podejmując decyzje o obniżkach stóp procentowych Rada analizowała również możliwy wpływ wyższych prognozowanych cen ropy na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego. Do tej pory proinflacyjne oddziaływanie wysokich cen ropy było kompensowane przez niski wzrost popytu krajowego, aprecjację złotego oraz niską dynamikę jednostkowych kosztów pracy. Dostępne prognozy wskazują, że wysokie ceny ropy mogą się utrzymać przez dłuższy czas. W ocenie Rady, dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, stopniowo domykająca się, ale ciągle ujemna luka popytowa oraz zagraniczna presja konkurencyjna mogą ograniczać skalę, w jakiej przedsiębiorstwa będą przenosić wyższe koszty produkcji na ceny towarów i usług konsumpcyjnych. W konsekwencji, zwiększenie kosztów produkcji, spowodowane wzrostem cen ropy, może zniechęcać przedsiębiorstwa do inwestowania i ograniczać wzrost wynagrodzeń. Oznacza to, że w perspektywie oddziaływania polityki pieniężnej znaczny wzrost prognozowanych cen ropy stanowi nie tylko źródło ryzyka inflacyjnego, lecz także zagrożenie dla wzrostu gospodarczego.

W pierwszym półroczu, mimo niższego niż oczekiwano tempa wzrostu gospodarczego, realizacja budżetu przebiegała bez zakłóceń. Nie ma pewności, czy lepszy od oczekiwań wzrost dochodów budżetowych utrzyma się w dłuższym okresie. Przyjęte w omawianym okresie niektóre ustawy istotnie utrudnią niezbędne ograniczenie deficytu finansów publicznych i tempa narastania długu publicznego w następnych latach. Może to pogorszyć długofalowe perspektywy wzrostu gospodarczego, a także opóźnić moment spełnienia przez Polskę fiskalnego kryterium członkostwa w strefie euro.

W okresie czerwiec-sierpień 2005 r. kurs walutowy był generalnie zbieżny ze ścieżką kursu uwzględnioną w majowym *Raporcie*. Wzrost realnych stóp procentowych w analizowanym okresie w połączeniu ze względną stabilizacją realnego efektywnego kursu walutowego oznacza utrzymanie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej (mierzonej wskaźnikiem MCI) pomimo dokonanych przez Radę obniżek nominalnych stóp procentowych.

W ocenie Rady w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej prawdopodobieństwo

uksztalowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe niż przedstawiono w sierpniowej projekcji inflacji m.in. ze względu na możliwość występowania przyspieszonych zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce (prawdopodobny wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzacja przedsiębiorstw oraz wzmożona konkurencja międzynarodowa).

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.

Data zamknięcia założeń do obecnej projekcji był 28 lipca 2005 r. W związku z tym sierpniowa projekcja została oparta na szacunkach NBP dotyczących PKB i jego składowych w II kw. br. Opublikowane przez GUS szacunki dynamiki PKB w II kw. br. okazały się zgodne z szacunkami NBP. Różnica pomiędzy szacunkami GUS a NBP dotyczyła przesunięcia struktury PKB w kierunku znacznie większego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Natomiast zmniejszenie udziału popytu krajowego we wzroście PKB zostało spowodowane bardzo głębokim spadkiem przyrostu zapasów. W opinii NBP, szacunki GUS za II kw. br. świadczą o tym że struktura popytu jest korzystna dla wzrostu w najbliższych kwartałach.

4.1 Wstęp

W majowej projekcji przewidywano, że wzrost gospodarczy w 2005 r. wyniesie ok. 4%, a w kolejnych latach przyspieszy do 5-5,5% r/r. Spodziewano się, że obok eksportu, znajdującego po akcesji coraz więcej miejsca na rynkach Unii Europejskiej, czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy staną się inwestycje. Wstępne dane GUS o wzroście inwestycji w gospodarce w 2004 r. okazały się niższe od oczekiwań NBP (i ośrodków zewnętrznych), jednak nie zmieniły pozytywnej oceny perspektyw wzrostu inwestycji, zwłaszcza w powiązaniu z korzystnymi informacjami o wyższej niż oczekiwano skali napływu środków pomocowych. W projekcji majowej założono, że stopień wykorzystania tych środków będzie wysoki. Oczekiwano również, że dostosowania do regulacji unijnych w zakresie ochrony środowiska oraz nadrabianie zaległości w rozwoju infrastruktury, niezbędnej do wzrostu potencjału produkcyjnego w przyszłości istotnie zwiększą kapitałochłonność produkcji. Wzrost kapitałochłonności produkcji

nastąpi niezależnie od skali napływu środków pomocowych i stopnia ich wykorzystania⁴⁵. Wzrost potencjału stanie się zatem coraz bardziej kosztowny.

Mimo rejestrowanej statystycznie niskiej dynamiki płac w okresie bezpośrednio poprzedzającym projekcję, przewidywano, że proces szybszego wzrostu płac w relacji do dynamiki wydajności pracy (zjawisko nominalnej konwergencji płac obserwowano podczas wcześniejszych rozszerzeń Unii Europejskiej) przyspieszy wzrost dochodów do dyspozycji i spożycia, oraz zwiększy jednostkowe koszty pracy.

W konsekwencji, oczekiwany wzrost jednostkowych kosztów pracy oraz szybszy wzrost popytu krajowego niż potencjału produkcyjnego powodował, że od IV kw. 2005 r. nastąpił stopniowy wzrost inflacji do poziomu celu (2,5%) na przełomie 2006 i 2007 r. Te same czynniki miały stopniowo prowadzić do pogorszenia się salda handlowego, które z nadwyżki w początkowym okresie projekcji przechodziło w deficyt, co w rezultacie oddziaływało w kierunku obniżenia tempa wzrostu PKB.

Dane GUS, jakie napłynęły od daty publikacji ostatniego *Raportu* do 28 lipca br., wskazały na odmienny od przewidywanego przez NBP i inne ośrodki zewnętrzne przebieg procesów gospodarczych. Wedle tych danych spowolnienie dynamiki PKB w I kw. br. było istotnie silniejsze niż szacowano w majowej projekcji. Inaczej ukształtowała się także struktura wzrostu w tym okresie. Zaskoczeniem było bardzo niskie tempo wzrostu inwestycji, a także utrzymanie się niskiej dynamiki spożycia indywidualnego. Równocześnie wkład eksportu netto do wzrostu PKB okazał się wyższy niż oczekiwano.

Sytuacja na rynku pracy wskazywała na nieco wyższy od oczekiwanego w majowej projekcji wzrost liczby pracujących, czemu sprzyjał wolniejszy niż prognozowano wzrost płac. Relacja pomiędzy tymi wielkościami ukształtowała się korzystnie dla przyszłego wzrostu gospodarczego. Pomimo zmniejszenia tempa wzrostu wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy była w II kw. br. niższa niż oczekiwano. Wolniejszy wzrost jednostkowych kosztów pracy przyczynił się do obniżenia inflacji w II kw. 2005 r. poniżej projekcji z maja br.

Zjawisko relatywnie niskiej dynamiki płac w stosunku do wzrostu wydajności pracy traktowano w projekcji majowej jako przejściowe, związane z jednej strony ze skokowym wzrostem presji konkurencyjnej w handlu (efekt akcesji), a z drugiej – ze wzrostem cen ropy naftowej i paliw, co zmuszało przedsiębiorstwa do ograniczania kosztów pracy, a pracowników do akceptowania tej sytuacji w obawie o utratę miejsc pracy. Kurs walutowy kształtował się na poziomie mocniejszym niż przewidywano w poprzedniej projekcji. Przyczyniło się to do obniżenia dynamiki cen importu w stosunku do ścieżki majowej. Silniejszy kurs złotego oddziaływał w szczególności w kierunku złagodzenia skutków silnego wzrostu cen ropy naftowej, który – jak dotychczas – nie znalazł pełnego odzwierciedlenia we wzroście cen konsumenta i producenta. Wobec postępującego

⁴⁵Konieczność nadrobienia zaległości w rozwoju infrastruktury oraz dostosowanie się do unijnych norm ochrony środowiska powinno prowadzić do wzrostu kapitałochłonności produkcji. Wzrost ten może być dodatkowo zwiększony, jeśli wydatki na infrastrukturę lub ochronę środowiska "wyprą", zamiast uzupełnić, inwestycje sektora prywatnego.

wzrostu cen ropy naftowej pojawia się jednak pytanie o granice możliwości absorpcji wstrząsu naftowego w ten sposób.

Wstępne dane wskazujące na znacznie niższy niż oczekiwano stopień wykorzystania środków pomocowych w okresie od maja 2004 r. do chwili obecnej sygnalizują, że ich wykorzystanie w 2005 r. może być niskie. Ponadto dane te podkreślają, że ocenie stopnia wykorzystania środków pomocowych w br. i latach następnych towarzyszy znaczna niepewność.

4.2 Założenia do sierpniowej projekcji inflacji i PKB

W okresie od maja br. 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 28 lipca 2005 r. (data zamknięcia założeń projekcji).

Informacje, które ukazały się od 28 lipca do daty publikacji *Raportu* zwiększają ryzyko zmiany ścieżki centralnej projekcji inflacji, które nie jest uwzględniane na wykresie wachlarzowym. Jedną z takich informacji jest istotny wzrost cen ropy naftowej. Próba odpowiedzi na pytanie o to, jaki wpływ na centralną projekcję miałyby uwzględnienie tej oraz innych istotnych informacji dostępnych po 28 lipca 2005 r. została przedstawiona w podrozdziale *Ryzyko zmiany projekcji centralnej*.

Popyt zewnętrzny i inflacja w strefie euro

W I kw. br. dynamika inwestycji oraz spożycia indywidualnego w strefie euro uległy obniżeniu. W stosunku do informacji dostępnych w maju br. pogorszyły się także wskaźniki zaufania konsumentów oraz kół biznesu. W związku z tym prognoza wzrostu gospodarczego w strefie euro została obniżona w stosunku do założeń przyjmowanych w projekcji majowej i wynosi 1,3% (w projekcji majowej: 1,6%), 1,8% (2,0%) i 2,0% (2,1%) odpowiednio w latach 2005, 2006 i 2007. Głównym czynnikiem wzrostu powinno się stać ożywienie popytu krajowego, zwłaszcza inwestycyjnego, za czym przemawiają niski koszt pozyskania kapitału, wzrost zysków oraz poprawa struktury bilansowej przedsiębiorstw.

Utrzymano niską majową prognozę inflacji w strefie euro, zgodnie z którą wyniesie ona w kolejnych latach 1,6%, 1,7% i 1,8% (deflator PKB). Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku ograniczenia presji na wzrost cen są niska dynamika PKB oraz niskie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ryzyko wzrostu inflacji wiąże się natomiast z wysokimi cenami ropy naftowej, które również mogą wpłynąć na dalsze osłabienie wzrostu gospodarczego w strefie euro.

Zagraniczne stopy procentowe

Przyjęta w projekcji ścieżka stóp procentowych w strefie euro jest zgodna z oczekiwaniami rynków finansowych, które w okresie od maja br. uległy obniżeniu. Prognozowane stawki trzymiesięcznego LIBOR-u dla euro wzrastają w całym horyzoncie projekcji, osiągając poziom 2,83% w IV kw. 2007 r. (wobec 3,20% oczekiwanego w majowej projekcji).

Ceny ropy naftowej

Wobec obserwowanej wzrostowej tendencji cen na światowych rynkach ropy ich prognoza została podwyższona w porównaniu z majem. Skala podwyżki jest związana ze zmianami cen na rynkach terminowych oraz korektami prognoz instytucji analizujących rynek ropy. W obecnej projekcji założono, że średnia cena baryłki ropy wyniesie w 2005 r. ok. 52 USD (w projekcji majowej: ok. 48 USD). W 2006 r. przewidywany jest wzrost średniej ceny baryłki do ok. 54 USD (ok. 47 USD), a w 2007 r. lekki spadek do ok. 53 USD (ok. 46 USD). W ocenie ekspertów prognoza średniej ceny ropy jest obciążona znaczną asymetrią wskazującą na większe prawdopodobieństwo wystąpienia wyższych cen. Od daty zamknięcia założeń projekcji do dnia publikacji *Raportu* nastąpił istotny wzrost bieżących i prognozowanych cen ropy naftowej. W świetle nowych danych najbardziej prawdopodobna ścieżka cen ropy naftowej na lata 2005-2007 leży około 15% powyżej ścieżki przyjętej do projekcji sierpniowej.

Absorpcja funduszy unijnych

Jednym z czynników wpływających na dynamikę procesów inwestycyjnych w horyzoncie projekcji jest stopień wykorzystania funduszy unijnych zależny od zdolności absorpcyjnych gospodarki. Wobec znacznej niepewności w obecnej projekcji przyjęto, że w 2005 r. zostanie wykorzystanych 25% dostępnych środków, a w latach 2006 i 2007 odpowiednio 50% i 75%, podczas gdy w projekcji majowej zakładano, że stopień wykorzystania funduszy unijnych w gospodarce będzie we wszystkich latach równomierny na poziomie ok. 80-90%.

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 28 lipca br. Wydatki związane z waloryzacją rent i emerytur prognozowane są zgodnie z regulacjami ustawowymi przyjętymi przez Parlament w 2004 r., tj. brak waloryzacji w 2005 r., waloryzacja w 2006 r. o wskaźnik wzrostu cen w latach 2004-2006, brak waloryzacji w 2007 r.

Prognoza dochodów głównych kategorii podatkowych oparta została na efektywnych stawkach. 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 dochody z podatku PIT w 2007 r.

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 rekordowym roku ubiegłym. Czynniki cykliczne wskazują na wzrost produkcji zwierzęcej, który będzie się utrzymywać do połowy 2007 r. Popyt zewnętrzny na polską żywność będzie zróżnicowany – spodziewać się można wzrostu popytu na mięso drobiowe oraz utrzymania popytu na mięso wołowe i wyroby mleczarskie. Popyt na pozostałe surowce rolne będzie stabilny.

W takich warunkach zakłada się, że do połowy 2006 r. roczna dynamika cen żywności będzie kształtować się na poziomie bliskim zera. Prognozowanie cen żywności wiąże się z dużym ryzykiem popełnienia błędu, który wpływa bezpośrednio na projekcję CPI w horyzoncie najbliższych 4 kwartałów. 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 netto⁴⁶.

Sytuacja demograficzna

Podobnie jak w poprzedniej projekcji, założenia dotyczące zmian liczby osób aktywnych zawodowo opierają się na strukturze demograficznej ludności przy uwzględnieniu współczynnika aktywności zawodowej na poziomie z 2004 r. Liczba osób aktywnych zawodowo stopniowo rośnie i osiąga poziom ok. 17,2 mln w końcu horyzontu projekcji. Liczba emerytów i rencistów jest pochodną aktualnych rozwiązań prawnych oraz struktury demograficznej ludności. Przyjmuje się, że liczba emerytów i rencistów wyniesie ok. 9,3 mln osób na koniec 2007 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 ustalono ją na poziomie 4,75%. W rezultacie projekcja ma charakter warunkowy i pokazuje co by się działo z inflacją oraz PKB gdyby stopy NBP pozostały

⁴⁶Inflacja prognozowana w modelu ECMOD jest sumą inflacji netto, opisywanej równaniem modelu, oraz cen paliw i egzogenicznych cen żywności.

bez zmian. Ponadto, w momencie przygotowywania projekcji znane były jedynie dane opublikowane przed 28 lipca br., który był datą zamknięcia jej założeń. W szczególności nie dysponowano szacunkami GUS odnośnie do rachunków narodowych w II kw. br.

Dane GUS o rachunkach narodowych za I kw. br. mogłyby sugerować zmiany dotychczas obserwowanych zależności makroekonomicznych, co utrudnia ocenę determinant inflacji oraz zwiększa niepewność dotyczącą oceny procesów gospodarczych w II kw. br. Mimo tej niepewności, w szacunkach PKB i jego struktury w II kw. br. wykorzystano dostępne dane GUS. Niepewność dotycząca danych statystycznych zwiększa niepewność dotyczącą oceny procesów inflacyjnych i projekcji centralnej.

W ocenie autorów projekcji, tempo wzrostu spożycia indywidualnego pozostawało w II kw. na niskim, zbliżonym do odnotowanego w poprzednich kwartałach, poziomie. Zgodnie z obecną projekcją, w II połowie br. dynamika spożycia powinna jednak przyspieszyć, głównie ze względu na lepszą sytuację dochodową gospodarstw domowych. Wzrostowi dochodów do dyspozycji tej grupy podmiotów powinny sprzyjać: poprawa sytuacji na rynku pracy (m. in. zwiększenie liczby pracujących), wzrost przychodów z działalności na własny rachunek, związany zżywieniem gospodarczym, rewaloryzacja rent i emerytur w 2006 r. oraz napływ transferów w ramach Wspólnej Polityki Rolnej. W konsekwencji, w latach 2006 i 2007 roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego powinno być zbliżone do wartości otrzymanych w projekcji majowej. Jednak poziom spożycia indywidualnego w całym horyzoncie projekcji będzie się kształtował poniżej ścieżki przewidywanej w maju br. ze względu na niższą dynamikę spożycia w 2005 r. Jest to związane z wolniejszą niż oczekiwano w projekcji majowej tegoroczną dynamiką płac.

Według szacunków autorów projekcji, w II kw. br. nastąpił wzrost dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Wskazują na to m.in. dobre wyniki produkcji budowlano-montażowej, wysoki poziom inwestycji sektora finansów publicznych oraz wzrost zatrudnienia. Według obecnej projekcji roczne tempo wzrostu inwestycji będzie rosnąć, a następnie ustabilizuje się na poziomie dwucyfrowym na przełomie 2005 i 2006 r. Czynnikiem sprzyjającym wzrostowi aktywności inwestycyjnej będą dobre perspektywy wzrostu popytu krajowego i zagranicznego, rosnąca absorpcja funduszy unijnych, oczekiwany zwiększony napływ inwestycji bezpośrednich, a także niższy koszt kapitału związany z dotychczasowymi obniżkami stóp procentowych NBP. Niemniej, w całym horyzoncie obecnej projekcji dynamika inwestycji jest niższa niż w projekcji majowej.

Przebieg procesów inwestycyjnych jest obciążony znaczną niepewnością związaną m. in. z wpływem wysokich cen ropy na wzrost gospodarczy oraz stopniem wykorzystania funduszy unijnych. Ponadto, niepewność dotyczy także struktury wzrostu PKB w I półroczu br. Jednocześnie wiele informacji sygnalizuje, że dynamika inwestycji mogła być w tym okresie wyższa niż wskazywałyby na to dane opublikowane przez GUS.

W ocenie autorów projekcji, w II kw. br. wkład eksportu netto do PKB był wyższy niż oczekiwano w projekcji majowej. Było to związane przede wszystkim z niższą niż przewidywano dynamiką importu. Obecna projekcja przewiduje, że w latach 2005-2007

dynamika eksportu będzie kształtowała się na wysokim poziomie, zbliżonym do prognozowanego w projekcji majowej. W 2006 i 2007 r. tempo wzrostu eksportu ulegnie lekkiemu osłabieniu z uwagi na rosnące w latach 2005-2006 jednostkowe koszty pracy oraz słabsze niż przewidywano w maju tempo wzrostu gospodarczego za granicą. Rosnący popyt krajowy (zwłaszcza inwestycyjny) będzie się z kolei przyczyniać do wzrostu dynamiki importu. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie dodatni w całym 2005 r. Pogorszenie eksportu netto nastąpi w latach 2006-2007 - jego wkład do wzrostu będzie wtedy ujemny.

Według obecnej projekcji, roczne tempo wzrostu PKB wyniesie ok. 3,5% w 2005 r., a w latach 2006 i 2007 będzie się kształtować w przedziale 4-5%. Oznacza to obniżenie oczekiwanej ścieżki wzrostu w całym horyzoncie projekcji w porównaniu z projekcją majową.

Według autorów projekcji rzeczywisty PKB kształtuje się obecnie poniżej produktu potencjalnego. Oczekiwane przyspieszenie dynamiki inwestycji, prowadzące do wzrostu akumulacji kapitału oraz technicznego uzbrojenia pracy, wzrost wydajności pracy oraz liczby pracujących będą przyczyniać się do zwiększania produktu potencjalnego. Jednakże jego przyrost będzie wolniejszy niż przewidywano w projekcji majowej, co jest związane przede wszystkim z obniżeniem prognozowanej ścieżki inwestycji. Równocześnie wobec jeszcze silniejszego obniżenia oczekiwanego tempa wzrostu PKB (wobec projekcji majowej) w całym horyzoncie projekcji, luka popytowa pozostanie ujemna i będzie się domykać w tempie wolniejszym niż przewidywano w maju. W rezultacie, w horyzoncie projekcji czynniki popytowe będą oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji. Należy podkreślić, że szacunki produktu potencjalnego i luki popytowej są obciążone dużą niepewnością.

Oczekiwanemu ożywieniu gospodarczemu będzie towarzyszyć wzrost zatrudnienia oraz przyspieszenie dynamiki płac. Choć w obecnej projekcji dynamika płac nadal przyspiesza, to niższe tempo wzrostu gospodarczego przyczyni się do obniżenia jej ścieżki w porównaniu z projekcją majową. Tempo wzrostu płac nominalnych będzie przewyższać dynamikę wydajności pracy. W konsekwencji będą wzrastać jednostkowe koszty pracy, ale tempo ich wzrostu do połowy 2006 r. pozostanie poniżej przewidywanego w projekcji majowej, a przewyższy je dopiero w 2007 r. Oczekiwana ścieżka dynamiki płac obciążona jest jednak znaczną niepewnością, na co wskazuje m.in. znacznie niższe niż oczekiwano w poprzedniej projekcji tempo wzrostu płac w I półroczu br. Niepewność ta jest związana m.in. z tym, w jaki sposób będą absorbowane w Polsce i za granicą efekty dalszych wzrostów cen ropy naftowej.

Kurs złotego okazał się w II kw. br. silniejszy niż przewidywano w projekcji majowej, co przyczyniło się do spadku inflacji. Umocnienie kursu było m.in. skutkiem tego, że wzrost premii za ryzyko związane z okresem przedwyborczym okazał się niższy niż na to wskazywały wcześniejsze szacunki autorów projekcji. Ścieżka kursu walutowego przewidywana w aktualnej projekcji jest mocniejsza niż w projekcji majowej. Zgodnie z ujęciem kanału kursowego w modelu ECMOD, na kształtowanie się kursu złotego powinny wpływać takie czynniki jak: szybszy wzrost PKB w Polsce niż w strefie

euro, korzystna sytuacja makroekonomiczna oraz wzrost realnego dysparytetu stóp procentowych⁴⁷.

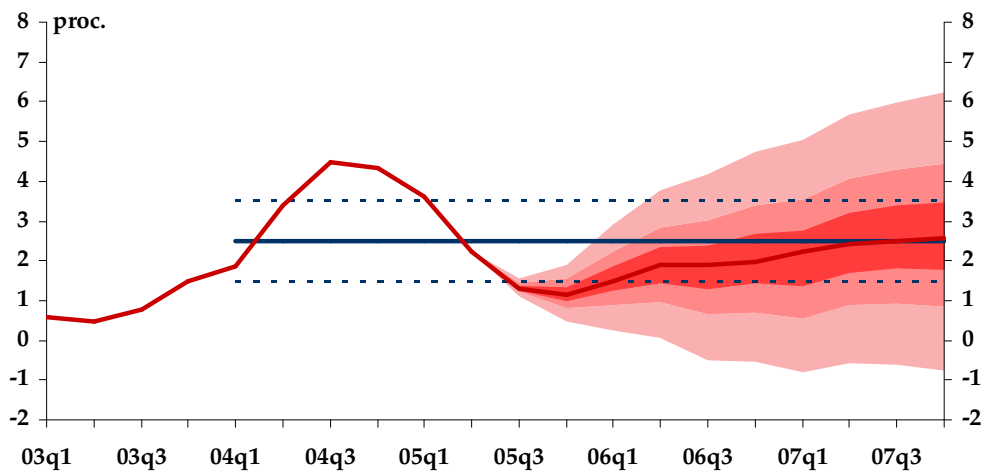
Zgodnie z sierpniową projekcją inflacja w całym horyzoncie projekcji będzie niższa niż oczekiwano w majowym *Raporcie*. Różnica ta jest największa w II połowie br., po czym centralna projekcja inflacji coraz bardziej się zbliża do projekcji majowej. W okresie do I kw. 2007 r. włącznie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest znacznie wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie powyżej celu, natomiast w późniejszym okresie oba prawdopodobieństwa są do siebie zbliżone.

Przedstawione projekcje inflacji i PKB są obarczone niepewnością. Niepewność związana z założeniami dotyczącymi zmiennych zewnętrznych wobec modelu prognozy oraz ze statystyczną dokładnością szacunku równań tego modelu została zilustrowana na poniższych wykresach wachlarzowych. Wykresy te nie uwzględniają jednak wszystkich źródeł niepewności projekcji, w tym niepewności związanej z możliwymi zmianami w strukturze polskiej gospodarki, czy z przybliżonym charakterem odwzorowania rzeczywistości za pomocą modelu oraz potencjalnym brakiem stabilności oszacowanych zależności w czasie.

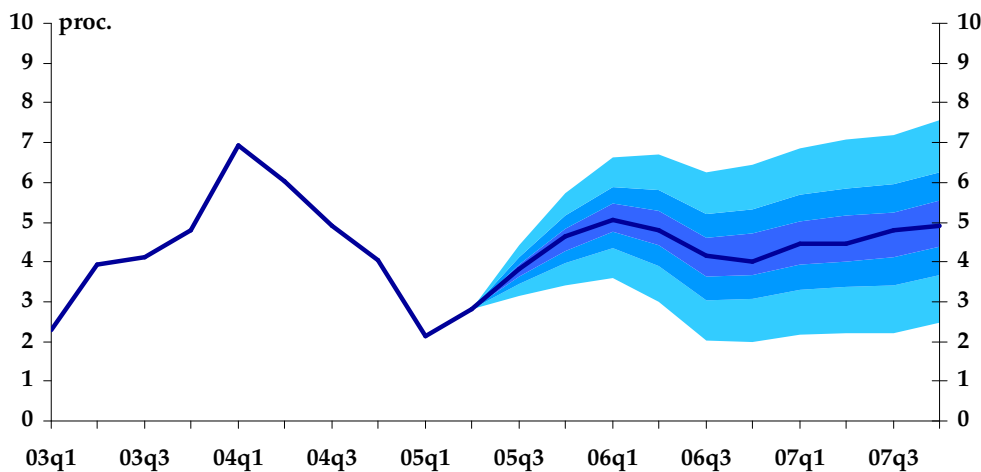
Największy wpływ na przedstawioną na wykresie wachlarzowym niepewność projekcji inflacji ma niepewność związana z prognozami cen żywności. Znaczące jest także oddziaływanie niepewności założeń co do przyszłego rozwoju sytuacji poza granicami Polski, w tym w szczególności wzrostu PKB i inflacji w strefie euro, a także kształtowania się zewnętrznych stóp procentowych. Duża niepewność odnośnie do przyszłych cen ropy na światowych rynkach także powiększa niepewność przebiegu przyszłej inflacji w Polsce. Znaczna dodatnia asymetria prognozy cen ropy jest głównym czynnikiem powodującym dodatnią asymetrię projekcji inflacji. Ważny wpływ na niepewność projekcji inflacji wywiera niepewność co do przyszłych zdolności absorpcyjnych unijnych środków pomocowych przez polską gospodarkę.

Stopień wykorzystania środków unijnych, poprzez wpływ na dynamikę przyszłych inwestycji, stanowi także główny czynnik niepewności związanej z oczekiwaną ścieżką dynamiki PKB. Istotny wpływ na niepewność projekcji PKB wywierają ponadto niepewność prognozy zmian w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki a także niepewność co do przyszłych cen ropy.

⁴⁷Wzrost dysparytetu stóp realnych, pomimo niższej w stosunku do projekcji majowej ścieżki stóp nominalnych w Polsce o 0,85 pkt. proc., wynika z niższej zakładanej ścieżki stóp zagranicznych, niższej projekcji inflacji deflatora PKB w Polsce oraz podobnych założeniach co do kształtowania się inflacji deflatora PKB za granicą.



Wykres 4.30: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP
Źródło: NBP.



Wykres 4.31: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB
Źródło: NBP.

Jak należy czytać wykresy wachlarzowe?

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

W projekcjach inflacji i PKB tworzonych w NBP dla każdego z kwartałów wyznacza się rozkład praw-

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

Z wykresu wynika na przykład, że prawdopodobieństwo iż inflacja w I kw. 2006 r. mieścić się będzie w przedziale odchyień od celu inflacyjnego wynosi ok. 52%, prawdopodobieństwo inflacji wyższej wynosi ok. 1%, natomiast prawdopodobieństwo niższej – ok. 47%. Dla I kw. 2007 r. prawdopodobieństwa te są równe odpowiednio 42%, 20% i 38%. Za wyjątkiem III kw. 2006 i I kw. 2007 r. projekcja inflacji charakteryzuje się asymetrią dodatnią, co oznacza większe prawdopodobieństwo inflacji powyżej ścieżki centralnej niż poniżej. Kierunek asymetrii projekcji PKB jest różny w różnych kwartałach, a jej siła jest generalnie niewielka.

4.4 Niepewność projekcji

Analiza różnic w ścieżkach inflacji pomiędzy projekcjami obecną i majową pokazuje, że czynniki, które w największym stopniu przyczyniły się do obniżenia projekcji inflacji względem majowego *Raportu* dotyczą zmiennych endogenicznych modelu: obniżenie prognozowanej ścieżki jednostkowych kosztów pracy w związku ze spadkiem oczekiwanej dynamiki płac, umocnienie się kursu złotego, a także niższa niż oczekiwana realizacja PKB i inflacji w I połowie br. Czynniki, które działają w kierunku wzrostu oczekiwanej inflacji względem projekcji majowej są zmienne egzogeniczne: niższa zakładana ścieżka stóp procentowych NBP oraz wzrost bieżących i prognozowanych cen ropy naftowej.

Przedstawiona projekcja sierpniowa nie uwzględnia nowych informacji, które ukazały się po 28 lipca br. Od daty zamknięcia założeń projekcji do dnia opublikowania *Raportu* nastąpił istotny wzrost cen ropy naftowej. W świetle nowych danych najbardziej prawdopodobna ścieżka cen ropy naftowej na lata 2005-2007 leży ok. 15% powyżej ścieżki przyjętej do projekcji sierpniowej. Z przybliżonej analizy mnożnikowej wynika, że wzrost cen ropy o ok. 15% prowadzi do wzrostu inflacji o ok. 0,3 punktu procentowego, przy czym najsilniejszy wpływ występuje w II połowie 2006 r., zaś efekt ten zanika po ok. 3 latach. Jednocześnie analiza mnożnikowa pokazuje, że wzrostowi inflacji towarzyszy osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego.

Efekt przeniesienia zmian kursu walutowego na inflację wynosi około 0,2, co oznacza, że trwała aprecjacja (deprecjacja) kursu walutowego o ok. 1 procent względem poziomu kursu w projekcji prowadzi do spadku (wzrostu) inflacji o ok. 0,2 pkt. proc. pod koniec horyzontu projekcji.

Podpisane przez Prezydenta RP po 28 lipca br. ustawy, poprzez ich wpływ na zwiększenie wydatków sektora finansów publicznych, rodzą ryzyko wzrostu inflacji w stosunku do ścieżki przedstawionej w projekcji sierpniowej. Ponadto w dłuższej perspektywie mogą one osłabić podstawy podaży wzrostu gospodarczego.

Najnowsze informacje GUS wskazują, że produkcja roślinna w Polsce będzie nieco niższa niż przyjęto w założeniach do projekcji sierpniowej, co może prowadzić do wzrostu cen żywności na początku horyzontu projekcji. W tym samym kierunku mogą oddziaływać konsekwencje rozprzestrzenienia się tzw. ptasiej grypy.

Szacunki GUS dotyczące PKB w II kw. br. pokazują, że nastąpiło przesunięcie w jego strukturze w kierunku zdecydowanie większego udziału eksportu netto we wzroście PKB w stosunku do tego, co zakładano w obecnej projekcji. Przesunięcie to może prowadzić do obniżenia ścieżki inflacji względem ścieżki przedstawionej w projekcji sierpniowej. Wynikałoby to z jednej strony z poprawy międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oddziałującej w kierunku umocnienia kursu złotego, a z drugiej strony z nieco niższego popytu krajowego w stosunku do tego, co przewidywano w obecnej projekcji.

Załącznik

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

- Data: 26 kwietnia 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2004 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- Data: 27 kwietnia 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 0,5 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 27 kwietnia 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 24 maja 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 24 maja 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2004 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 24 maja 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2004 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 25 maja 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 29 czerwca 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 0,5 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 29 czerwca 2005

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne

Decyzja RPP:

RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej

Wyniki głosowania członków RPP:

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