

# Raport o inflacji Lipiec 2007

Narodowy Bank Polski  
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Lipiec 2007

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

# Spis treści

<b>Synteza</b>	<b>5</b>
<b>Przebieg procesów inflacyjnych</b>	<b>9</b>
1.1 Wskaźniki inflacji . . . . .	9
1.2 Oczekiwania inflacyjne . . . . .	12
<b>Determinanty inflacji</b>	<b>15</b>
2.1 Popyt . . . . .	15
2.1.1 Popyt konsumpcyjny . . . . .	16
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych . . . . .	18
2.1.3 Popyt inwestycyjny . . . . .	19
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących . . . . .	21
2.2 Produkcja . . . . .	23
2.3 Rynek pracy . . . . .	24
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie . . . . .	24
2.3.2 Płace i wydajność . . . . .	26
2.4 Inne koszty i ceny . . . . .	27
2.4.1 Ceny zewnętrzne . . . . .	27
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej . . . . .	28
2.5 Rynki finansowe . . . . .	29
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe . . . . .	29
2.5.2 Kurs walutowy . . . . .	34
2.5.3 Kredyt i pieniądz . . . . .	35
<b>Polityka pieniężna w okresie kwiecień–lipiec 2007 r.</b>	<b>41</b>
<b>Projekcja inflacji i PKB</b>	<b>51</b>
<b>Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od marca do maja 2007 r.</b>	<b>65</b>



# Synteza

Po trwającym od listopada 2006 r. do marca 2007 r. wzroście rocznej dynamiki cen dóbr i usług konsumpcyjnych, w II kw. br. inflacja CPI kształtowała się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP (2,5%). Zmiany zachodzące w strukturze wzrostu cen wydają się potwierdzać tezę z poprzedniego *Raportu*, że wzrost cen dóbr i usług konsumpcyjnych jest w coraz większym, choć nadal umiarkowanym, stopniu związany z rosnącym popytem wewnętrznym.

W II kw. br. największy wkład do wzrostu wskaźnika CPI miał nadal wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych. Po wzroście w pierwszych miesiącach br., w okresie kwiecień–czerwiec roczne tempo wzrostu cen w tej grupie produktów ustabilizowało się na relatywnie wysokim poziomie, znacząco przekraczającym bieżący poziom inflacji CPI.

W ostatnich miesiącach nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu cen usług, co było związane przede wszystkim ze wzrostem dynamiki cen usług rynkowych. Tendencja ta może być związana m.in. ze wzrostem popytu konsumpcyjnego w warunkach rosnących dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz zwiększeniem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze, do czego przyczynia się poprawa sytuacji na rynku pracy.

W odróżnieniu od cen usług, w II kw. br. nadal obniżały się ceny towarów. Było to związane z utrzymującym się spadkiem cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania i których ceny pozostają pod niewielkim wpływem zmian w popycie krajowym. O ile jednak dynamika cen tych towarów była w ostatnich miesiącach stabilna, to ceny pozostałych towarów od jesieni ub.r. rosną coraz szybciej.

W II kw. br. nastąpił dalszy wzrost wszystkich miar inflacji bazowej. Poziom większości wskaźników jest jednak nadal niższy niż inflacji CPI i niższy niż poziom celu NBP.

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, po ich istotnym wzroście w maju br., w kolejnych miesiącach ustabilizowały się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP. Wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w analizowanym okresie wynikał zarówno ze wzrostu bieżącej inflacji, jak i udziału respondentów oczekujących zwiększenia dynamiki cen. W okresie maj – lipiec 2007 r. prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy nieznacznie wzrosły w porównaniu z pierwszym kwartałem br. Nadal kształtowały się one jednak na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP.

W I kw. 2007 r. dynamika cen importu wyrażonych w złotych wzrosła, mimo znacznego spadku importowych cen ropy naftowej w ujęciu rocznym. Wynikało to z przyspieszenia wzrostu cen pozostałych towarów importowanych. Po dwóch kolejnych kwartałach spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych, w II kw. i na początku III kw. 2007 r.

nastąpił ich wzrost. Wzrostowi bieżących cen ropy naftowej towarzyszyło podwyższenie prognozowanych cen tego surowca.

Po wzroście dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w I kw. br., w II kw. nastąpił spadek rocznego tempa wzrostu wskaźnika PPI. Podobnie jak w trzech poprzednich kwartałach, największy wkład do wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu miał wzrost cen w sekcji przetwórstwo przemysłowe.

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł, budownictwo). Zgodnie z oczekiwaniami z poprzednich *Raportów*, dominującą rolę we wzroście PKB odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji i konsumpcji. Nadal obserwuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto pozostaje od III kw. 2006 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Napływające dane potwierdzają wcześniejsze oceny, że wysoki poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów, chociaż tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie niższe niż w I kw. 2007 r. Utrzymaniu szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce sprzyjać będzie wysoka aktywność w gospodarce światowej, a przede wszystkim utrwalanie się ożywienia gospodarczego w strefie euro, które następuje w warunkach stabilnej inflacji.

W I kw. 2007 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego wzrosło do 6,9% r/r i było istotnie wyższe od oczekiwanego w kwietniowym *Raporcie*. Przyspieszenie dynamiki spożycia indywidualnego było m.in. efektem systematycznie poprawiającej się sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz korzystnych nastrojów konsumentów, które sprzyjały szybkiemu wzrostowi kredytów konsumpcyjnych. Utrzymująca się w okresie kwiecień–czerwiec 2007 r. wysoka, choć niższa niż w I kw. br., dynamika sprzedaży detalicznej, kontynuacja ożywienia na rynku pracy oraz dobre nastroje konsumentów sygnalizują, że wzrost popytu konsumpcyjnego w II kw. 2007 r. był wysoki. Dynamika konsumpcji była najprawdopodobniej wyższa od oczekiwanej w poprzednim *Raporcie*, aczkolwiek niższa niż w I kw. br. W kolejnych kwartałach dodatkowym istotnym czynnikiem stymulującym wzrost spożycia indywidualnego będzie obniżka składki rentowej.

W I kw. 2007 r. nastąpiło znaczące przyspieszenie dynamiki inwestycji, choć było ono nieco słabsze niż oczekiwano w kwietniowym *Raporcie*. Nakłady na środki trwałe w gospodarce narodowej w I kw. br. wzrosły realnie o 29,6% r/r. Ożywienie aktywności inwestycyjnej objęło wszystkie główne sektory gospodarki. Szybko rosły nakłady inwestycyjne sektora rządowego i samorządowego, poprawę odnotowano także w budownictwie mieszkaniowym. W ocenie NBP, w najbliższych kwartałach dynamika nakładów brutto na środki trwałe utrzymywać się będzie na wysokim poziomie, zbliżonym do oczekiwanego w kwietniowym *Raporcie*, choć niższym niż w wyjątkowo dobrym I kw. 2007 r.

Na podstawie miesięcznych danych za okres kwiecień–czerwiec 2007 r. można oceniać, że w II kw. br. dynamika PKB obniżyła się do ok. 6% r/r, co jest spójne z oczekiwaniami przedstawionymi w kwietniowym *Raporcie*. W ocenie NBP średniookresowe perspektywy wzrostu pozostają korzystne. W najbliższych kwartałach należy oczekiwać utrzymania się wysokiego tempa wzrostu PKB, na który składać się będą (tak jak w poprzednich kwartałach) szybko rosnące nakłady brutto na środki trwałe i spożycie indywidualne. Ze względu

na silne ożywienie popytu krajowego saldo handlu zagranicznego pozostanie czynnikiem zmniejszającym dynamikę PKB.

Systematycznie rośnie popyt na pracę, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście liczby pracujących w gospodarce i spadku stopy bezrobocia. Utrzymuje się wysoki wzrost liczby pracujących w usługach i przemyśle, przy jednoczesnym znacznym spadku liczby pracujących w rolnictwie. Jednocześnie obserwuje się narastające trudności z pozyskaniem pracowników przez przedsiębiorców. Przyczyną jest silny wzrost popytu na pracę w kraju i emigracja zarobkowa do krajów UE. Na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu zatrudnienia w III kw. 2007 r. wskazują zarówno badania koniunktury GUS, jak i NBP. Do dalszego wzrostu zatrudnienia może przyczynić się także zmniejszenie wysokości składki rentowej płaconej przez pracodawców od 2008 r.

Silnemu ożywieniu na rynku pracy towarzyszy przyspieszenie wzrostu nominalnych wynagrodzeń. Przy jednoczesnym wzroście dynamiki zatrudnienia przyczynia się to do zwiększenia dynamiki funduszu płac, dochodów gospodarstw domowych i wzrostu zagregowanego popytu. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego i towarzyszący mu rosnący popyt na pracę mogą prowadzić do utrzymania wysokiego poziomu, a nawet dalszego wzrostu dynamiki płac.

W I kw. 2007 r. wynagrodzenia rosły szybciej niż wydajność pracy w gospodarce, a dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wzrosła do poziomu nie notowanego od I kw. 2001 r. Ów wzrost przyczynia się do nasilenia presji kosztowej i może w efekcie prowadzić do zwiększenia poziomu inflacji. W odróżnieniu od sytuacji w całej gospodarce, w przedsiębiorstwach przemysłowych wydajność pracy rosła w ostatnich latach szybciej niż nominalne wynagrodzenia. Niemniej, w wyniku obserwowanej od połowy 2006 r. wzrostowej tendencji dynamiki jednostkowych kosztów pracy w ostatnich miesiącach również w przemyśle jednostkowe koszty pracy wzrosły.

W okresie od ostatniego *Raportu o inflacji* wzrosły stopy rynkowe. Wzrost stawek rynku pieniężnego oraz rentowności obligacji dwu- i pięcioletnich wynikał głównie z umocnienia się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce. W przypadku obligacji długoterminowych na wzrost ich rentowności wpłynęło przede wszystkim zwiększenie rentowności na rynkach bazowych. Spadek cen długoterminowych papierów wartościowych był jednak ograniczony przez relatywnie niską podaż obligacji skarbowych, utrzymujący się wysoki popyt na krajowe papiery wartościowe ze strony funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, wzrost ratingu inwestycyjnego Polski oraz korzystne fundamenty krajowej gospodarki.

W okresie, jaki upłynął od ostatniego *Raportu o inflacji* nastąpiło nieznaczne umocnienie się kursu złotego. Zmiany kursu polskiej waluty były w tym czasie powiązane przede wszystkim z czynnikami o charakterze globalnym. Czynniki krajowe, głównie dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego i dynamiki płac oraz rosnące oczekiwania co do skali podwyżek stóp NBP, oddziaływały w kierunku aprecjacji złotego.

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

Na posiedzeniu w kwietniu 2007 r. Rada postanowiła podwyższyć stopy NBP o 0,25 pkt. proc., w maju Rada utrzymała stopy na niezmiennym poziomie, a w czerwcu zdecydowała o kolejnej podwyżce stóp o 0,25 pkt. proc. W lipcu Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa

6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.

W trakcie posiedzeń Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej. Syntetyczne opisy dyskusji (ang. *minutes*) z kwietnia, maja i czerwca br. zostały – zgodnie z wcześniejszą zapowiedzią Rady – opublikowane przed kolejnym posiedzeniem decyzyjnym RPP i powtórzone w III rozdziale bieżącego *Raportu*. Opis dyskusji z posiedzenia lipcowego zostanie opublikowany w tygodniu poprzedzającym sierpniowe posiedzenie Rady, w czwartek 23 sierpnia br.

Na lipcowym posiedzeniu Rada zapoznała się z przygotowaną przez analityków NBP projekcją inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Według lipcowej projekcji inflacji, tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie w horyzoncie ośmiu kwartałów wyższe niż w projekcji kwietniowej. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,3-3,3% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,3-2,6% w projekcji kwietniowej), 2,1-4,1% w IV kw. 2008 r. (wobec 1,6-3,8%) oraz 2,1-4,5% w IV kw. 2009 r. (wobec 2,1-4,6%).

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

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

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie najprawdopodobniej nadal wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Najnowsze informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz pogorszenie relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Możliwe jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Rada uznała jednak, że wzrost inflacji w średnim okresie może być ograniczany przez wzrost wydajności oraz bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw. Wzrost inflacji w średnim okresie może być także ograniczany przez niską dynamikę cen zewnętrznych związaną z polityką pieniężną prowadzoną przez najważniejsze banki centralne oraz z procesem globalizacji i towarzyszącym mu wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

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

W najbliższych miesiącach Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziom kursu złotego oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę.



# Przebieg procesów inflacyjnych

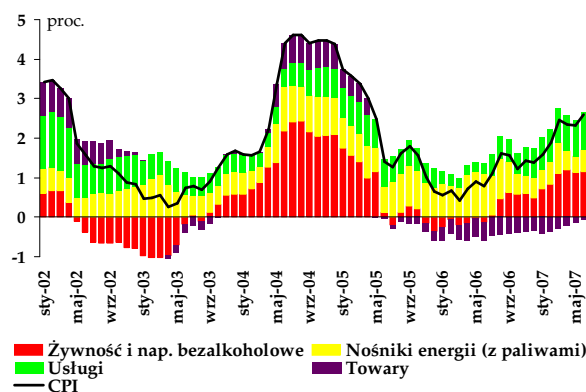
## 1.1 Wskaźniki inflacji

Po trwającym od listopada 2006 r. do marca 2007 r. wzroście rocznej dynamiki cen dóbr i usług konsumpcyjnych, w II kw. br. inflacja CPI kształtowała się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.1). Zmiany zachodzące w strukturze wzrostu cen wydają się potwierdzać tezę z poprzedniego *Raportu*, że wzrost cen dóbr i usług konsumpcyjnych jest w coraz większym, choć nadal umiarkowanym, stopniu związany z rosnącym popytem wewnętrznym.

Po wzroście dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych w pierwszych miesiącach 2007 r., w okresie kwiecień–czerwiec roczne tempo wzrostu cen w tej grupie produktów ustabilizowało się na relatywnie wysokim poziomie, znacząco przekraczającym bieżący poziom inflacji CPI (Wykres 1.2). Wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych miał w dalszym ciągu największy wkład do wzrostu wskaźnika CPI. Zmiany cen żywności są w znacznym stopniu determinowane przez czynniki o charakterze podażowym oraz tendencje na rynkach światowych (patrz ramka), na które polityka pieniężna nie oddziałuje. Wpływ zmian czynników podażowych na ceny żywności, w tym zwłaszcza nieprzetworzonej, znajduje odzwierciedlenie w dużej zmienności dynamiki tej kategorii cen (Wykres 1.2). Trwający od maja 2006 r. wzrost dynamiki cen żywności przetworzonej, które pozostają pod relatywnie większym wpływem czynników o charakterze popytowym, może jednak wskazywać, że stosunkowo wysokie tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych wynikało również z rosnącego popytu konsumpcyjnego.

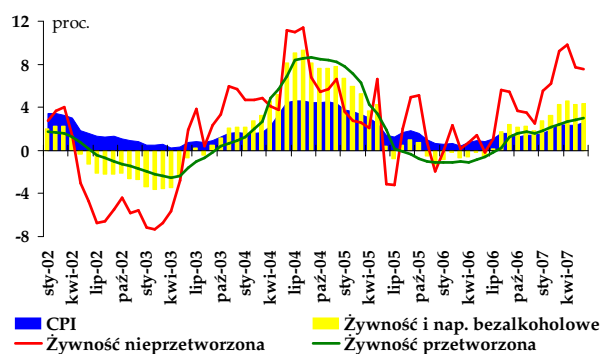
W ostatnich miesiącach nastąpiło dalsze przyspie-

□ Wykres 1.1:  
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

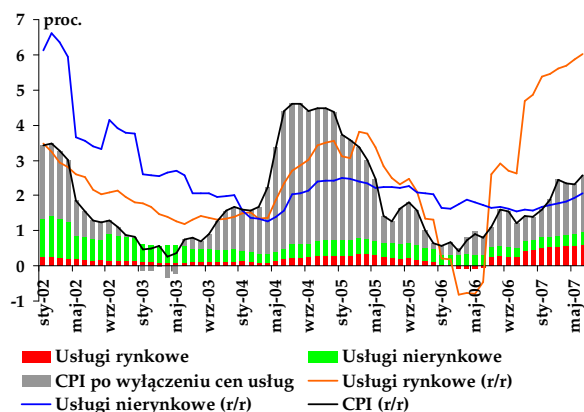
□ Wykres 1.2:  
Indeksy cen żywności i napojów bezalkoholowych r/r



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.3:

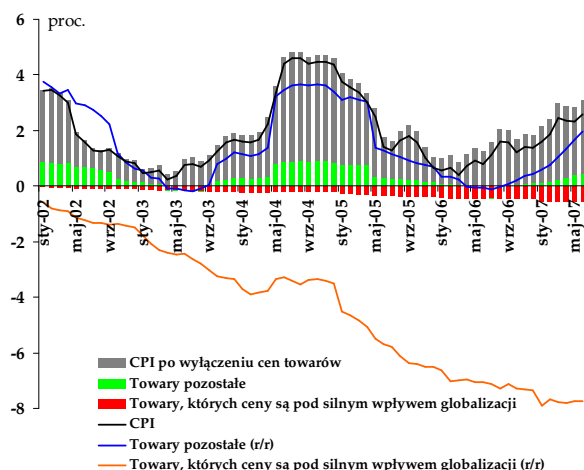
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.4:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

szenie wzrostu cen usług, co było związane przede wszystkim ze wzrostem dynamiki cen usług rynkowych (Wykres 1.3). Choć wysokie tempo wzrostu tej kategorii cen było w znacznym stopniu wynikiem oddziaływania efektów statystycznych związanych ze zmianami cen usług internetowych<sup>1</sup>, to nawet po ich wyłączeniu inflacja w grupie usług, których ceny są kształtowane przez mechanizmy rynkowe, wzrastała<sup>2</sup> i przekraczała cel inflacyjny NBP (2,5%). Tendencja ta może być związana m.in. ze wzrostem popytu konsumpcyjnego w warunkach rosnących dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz zwiększeniem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze, do czego przyczynia się poprawa sytuacji na rynku pracy.

W II kw. br. nadal obniżały się ceny towarów<sup>3</sup>. Było to związane z utrzymującym się spadkiem cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji<sup>4</sup>, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania i których ceny pozostają pod niewielkim wpływem zmian w popycie krajowym (Wykres 1.4). O ile jednak dynamika cen tych towarów była w ostatnich miesiącach stabilna, to ceny pozostałych towarów od jesieni ub.r. rosną coraz szybciej<sup>5</sup>. W ostatnich miesiącach do wzrostu cen w tej grupie w największym stopniu przyczyniał się wzrost dynamiki cen materiałów do konserwacji mieszkania, co jest najprawdopodobniej związane z wysokim popytem na rynku mieszkaniowym.

Nieznaczne obniżenie inflacji w miesiącach kwie-

<sup>1</sup>Więcej na temat zmian cen usług internetowych: zobacz styczniowy *Raport o inflacji*, str. 12.

<sup>2</sup>We wzroście dynamiki tej kategorii cen najbardziej istotny udział miały rosnące ceny w grupie usług hoteli i restauracji, które w znacznym stopniu zależą od kształtowania się dochodów gospodarstw domowych.

<sup>3</sup>Zgodnie z przyjętą w *Raporcie* definicją, kategoria towarów nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii (łącznie z paliwami).

<sup>4</sup>Do grupy tych towarów zalicza się: odzież, obuwie, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, instrumenty muzyczne, gry zabawki, sprzęt sportowy i kempingowy do rekreacji na powietrzu, urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

<sup>5</sup>Tendencja ta ma miejsce również po wyłączeniu z tej grupy cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, których ceny w znacznym stopniu zależą od zmian poziomu akcyzy, a więc czynnika nie związanego z popytem.

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

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

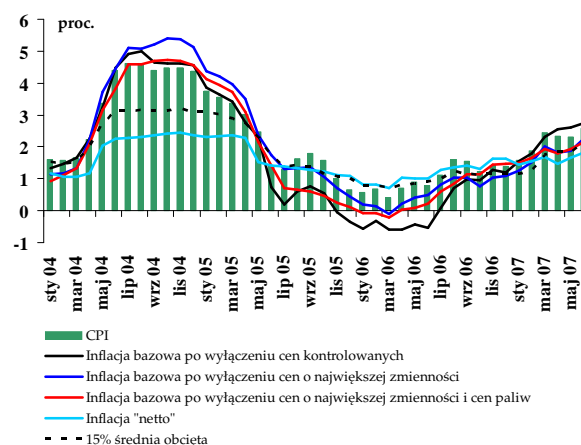
cień–maj br. było związane z wyraźnym spadkiem rocznej dynamiki cen nośników energii. Przyczyniło się do tego przede wszystkim obniżenie tempa wzrostu cen gazu oraz paliw w ujęciu rocznym, co wynikało jednak wyłącznie z wygaśnięcia statystycznego efektu bazy<sup>6</sup>. W rzeczywistości, w analizowanym okresie ceny gazu nie zmieniły się, a ceny paliw istotnie wzrosły. W czerwcu silny wzrost dynamiki cen paliw spowodował ponowny wzrost dynamiki cen nośników energii, co wpłynęło na wzrost inflacji.

W II kw. br. nastąpił dalszy wzrost wszystkich

<sup>6</sup>W kwietniu 2006 r. miała miejsce znaczna podwyżka cen gazu ziemnego oraz silny wzrost cen paliw. W związku z tym, od kwietnia 2007 r. punktem odniesienia dla rocznej dynamiki cen tych produktów był znacznie wyższy poziom ich cen niż w poprzednich miesiącach.

Wykres 1.5:

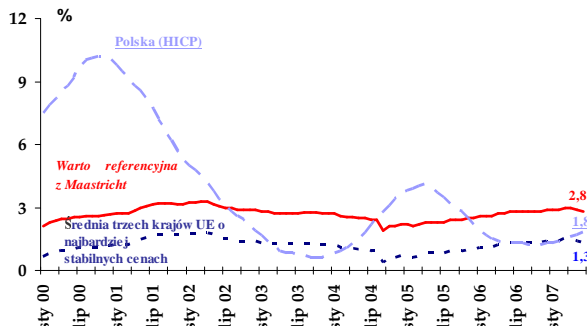
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca roku poprzedniego w proc.).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.6:

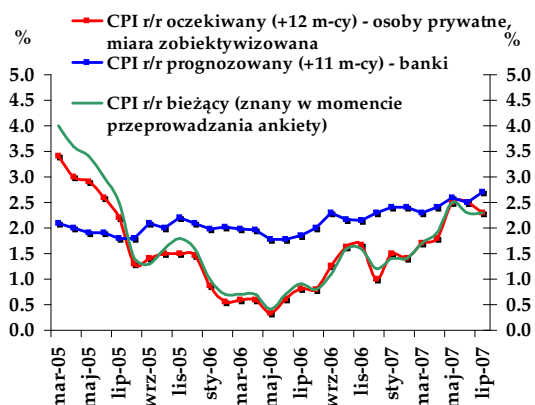
Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.).



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.7:

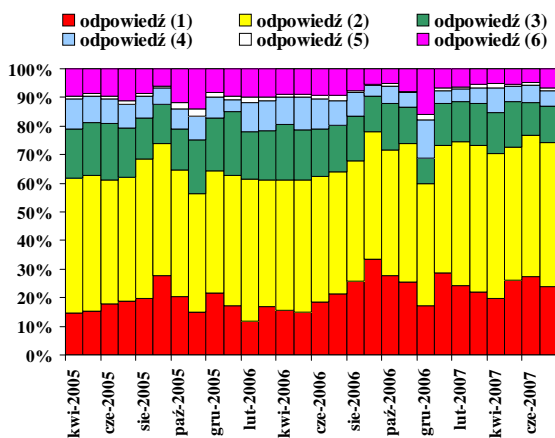
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych



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

Wykres 1.8:

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



Źródło: Dane Ipsos.

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

miar inflacji bazowej (Wykres 1.5). Poziom większości wskaźników jest jednak nadal niższy niż poziom inflacji CPI.

Od listopada 2005 r. Polska spełnia kryterium inflacyjne, które jest jednym z warunków uczestnictwa w strefie euro (Wykres 1.6)<sup>7</sup>. Ponadto, od marca 2006 r. do kwietnia 2007 r. Polska znajdowała się w grupie trzech krajów o najniższym poziomie średniorocznej inflacji w UE. Jednak ze względu na systematyczny wzrost dynamiki cen w Polsce, od maja br. nie jest już ona uwzględniana przy obliczaniu wartości referencyjnej.

## 1.2 Oczekiwania inflacyjne

W okresie maj–lipiec 2007 zarówno oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, jak i prognozy inflacyjne analityków bankowych kształtowały się na poziomie bliskim celowi inflacyjnemu NBP (2,5%) (Wykres 1.7).

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych mają charakter silnie adaptacyjny tzn. na ich zmiany wpływają przede wszystkim zmiany bieżącego poziomu inflacji. Po wzroście tych oczekiwań w maju br., w kolejnych miesiącach ustabilizowały się one na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP. Wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w analizowanym okresie wynikał zarówno ze wzrostu bieżącej inflacji, jak i pogorszenia opinii respondentów na temat przyszłego tempa wzrostu cen, na co wskazują przesunięcia w strukturze odpowiedzi na pytanie ankietowe zadawane w comiesięcznych sondażach konsumentskich firmy Ipsos w kierunku zwiększenia udziału respondentów oczekujących wzrostu dynamiki cen (Wykres 1.8).

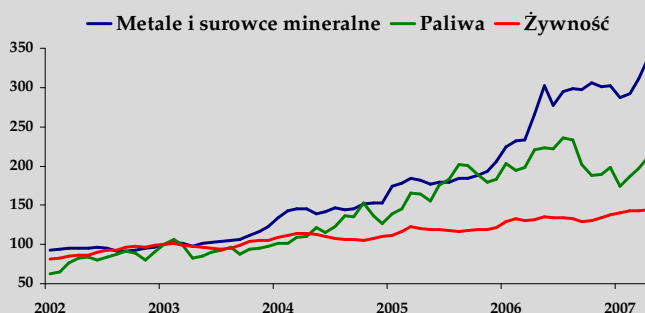
W okresie maj–lipiec 2007 r. prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy nieznacznie wzrosły w porównaniu z pierwszym kwartałem br. Nadal kształtowały się one

<sup>7</sup>W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, w okresie referencyjnym średnioroczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych HICP nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym tempie wzrostu cen, powiększonej o 1,5 pkt. proc. (więcej informacji na temat kryterium znajduje się w rozdziale 1.3 *Raportu o Inflacji* ze stycznia 2007 r.).

jednak na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP.

### Ceny żywności na rynku światowym

W ostatnich latach obserwowany jest systematyczny wzrost cen żywności na światowych rynkach. Nie jest on tak spektakularny jak wzrost cen metali czy surowców energetycznych, co wynika ze specyfiki rynku rolnego: mniejszej wrażliwości popytu na żywność na wzrost gospodarczy w porównaniu z popytem na produkcję przemysłową, a także większej elastyczności podaży produktów rolnych na zwiększenie popytu na te produkty oraz na wzrost cen. Relatywnie długi okres wzrostowej tendencji cen żywności może wskazywać, że jest ona w większym stopniu wynikiem zmian strukturalnych niż krótkookresowych dostosowań.



Wykres R.1: Zmiany cen surowców na rynkach światowych. Styczeń 2003 = 100

Źródło: Bank Światowy

Jednym z czynników oddziałujących w kierunku wzrostu cen żywności są rosnące ceny energii na rynkach światowych. Z jednej strony powodują one wzrost cen środków produkcji (przede wszystkim paliw oraz nawozów i środków ochrony roślin produkowanych z gazu ziemnego), których zmniejszone zużycie prowadzi do obniżenia zbiorów i w efekcie dodatkowej presji na wzrost cen. Z drugiej strony rosnące ceny energii powodują wzrost popytu na surowce rolne, które mogą być wykorzystywane do produkcji energii (biopaliwa). Wzrost zapotrzebowania na biopaliwa prowadzi nie tylko do zwiększenia popytu na rośliny, ale także do konkurencji o istniejącą ziemię pod uprawy i pastwiska (co, z uwagi na brak możliwości powiększenia powierzchni upraw będzie prowadziło do ograniczenia potencjału produkcyjnego żywności na podstawie istniejących technologii). Działania rządów wielu krajów oferujące szeroką pomoc państwa dla rolników produkujących surowce do biopaliw już obecnie wpływają na zmniejszenie powierzchni upraw tych roślin, które nie mają zastosowania energetycznego.

Na ceny żywności wpływa także obserwowany w ostatnich latach wzrost natężenia anomalii pogodowych, towarzyszący globalnemu ociepleniu. Prowadzą one do istotnego zmniejszenia produkcji rolnej. Wynika to z faktu, że rolnictwo jest szczególnie czułe na oddziaływanie klimatu i związanych z nim zjawisk atmosferycznych, takich jak nasłonecznienie, temperatura i jej zmiany, opady itd. Determinuje to zmiany zasięgu poszczególnych upraw, terminów prac polowych, plonowania, sposobów upraw itp.

Poza czynnikami podażowymi na ceny żywności wpływa także wzrost popytu. Do wzrostu popytu na żywność bardziej niż wzrost demograficzny przyczyniają się zmiany siły nabywczej ludności. Wraz ze wzrostem stopnia zamożności coraz więcej spożywa się produktów pochodzenia zwierzęcego (mięsa, ryb, mleka i produktów mlecznych), co silnie zwiększa światowe zużycie zbóż jako paszy dla zwierząt gospodarskich. Przyspieszeniu zmian w modelu spożycia sprzyja dodatkowo upodobnianie wzorców konsumpcji, będące efektem oddziaływania międzynarodowych korporacji na światowy sektor żywnościowy oraz urbanizacji i migracji. W efekcie następuje szybsze niż dotychczas przesuwanie biedniejszych konsumentów w kierunku spożycia żywności wysoko przetworzonej i poprawa wyżywienia pod względem ilościowym. W krajach rozwiniętych obserwuje

się natomiast zwiększone zainteresowanie żywnością ekologiczną. W ostatnich latach dynamika wydatków na zdrową żywność wykazuje stały wzrost, co jest efektem podejmowanych w wielu krajach akcji uświadamiających konsumentom walory tej żywności. Przeszkodą dla wzrostu popytu na żywność ekologiczną są wysokie jednostkowe koszty produkcji, przez co ceny zbytu bywają tu 2–3 krotnie wyższe niż w konwencjonalnych gospodarstwach.

Polska jest znaczącym producentem żywności w skali regionu, zarówno ze względu na duże rozmiary rynku wewnętrznego, jak i na znaczne zaangażowanie siły roboczej w tym sektorze. Jednak szybki wzrost rozmiarów handlu zagranicznego towarami rolno – spożywczymi w Polsce obserwowany w ostatnich latach powoduje, że krajowy sektor produkcji, przetwórstwa i handlu żywnością staje się coraz silniej związany z sytuacją na rynku światowym. Europejskie giełdy surowców rolnych coraz częściej stają się wyznacznikiem dla cen krajowych. Światowe tendencje cenowe mogą zatem wywierać coraz silniejszy wpływ na kształtowanie się cen żywności w Polsce. Skala możliwych zmian cen, jak i ich rozkład w czasie są obecnie trudne do przewidzenia. Nie można jednak wykluczyć, że utrzymanie się wzrostowej tendencji światowych cen żywności stanie się nowym czynnikiem ryzyka dla inflacji globalnej, a tym samym ryzykiem dla inflacji w Polsce.

# Determinanty inflacji

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne sektory (tj. usługi, przemysł, budownictwo). Zgodnie z oczekiwaniami z poprzednich *Raportów*, dominującą rolę we wzroście PKB odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji i konsumpcji. Nadal obserwuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto pozostaje od III kw. 2006 r. ujemny. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Przyspieszeniu wzrostu PKB oraz dalszemu ożywieniu na rynku pracy towarzyszy inflacja bliska celowi inflacyjnemu NBP (2,5%), oraz stopniowo zwiększający się, choć nadal niski, deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Napływające dane potwierdzają wcześniejsze oceny, że wysoki poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów, chociaż tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie niższe niż w I kw. 2007 r. Utrzymaniu szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce sprzyjać będzie wysoka aktywność w gospodarce światowej, a przede wszystkim utrwalanie się ożywienia gospodarczego w strefie euro, które następuje w warunkach stabilnej inflacji.

## 2.1 Popyt

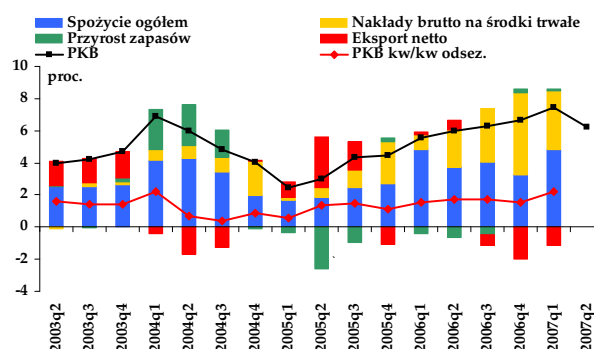
Zgodnie z szacunkami NBP przedstawionymi w kwietniowym *Raporcie*, w I kw. 2007 r. wzrost realnego PKB w ujęciu kwartalnym przekroczył 2% kw/kw (Tabela 2.1<sup>8</sup>), co przełożyło się na znaczące przyspieszenie wzrostu PKB w ujęciu rocznym (Wykres 2.1).

W I kw. 2007 r. silnie przyspieszyła dynamika nakładów brutto na środki trwałe, do czego przyczyniły się m.in. korzystne warunki pogodowe sprzyjające budownictwu. Był to także kolejny

<sup>8</sup>W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może się różnić od prezentowanej przez GUS.

Wykres 2.1:

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



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

Wyrównane sezonowo (procent)	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4	07q1
<b>PKB</b>	0.8	0.5	1.3	1.4	1.1	1.5	1.7	1.8	1.5	2.2
<b>Popyt krajowy</b>	0.0	0.5	0.6	1.3	1.6	1.5	1.8	2.1	2.3	2.0
Spożycie ogółem	0.3	0.2	1.3	1.0	1.3	1.3	1.0	1.3	1.1	1.7
Spożycie indywidualne	0.4	0.0	0.9	0.9	1.2	1.4	1.3	1.6	1.4	1.9
Akumulacja Nakłady na środki trwałe brutto	-1.7	1.6	-2.1	3.4	3.9	0.9	5.6	5.5	5.7	6.7
	1.6	0.9	1.7	2.2	4.3	1.6	6.2	6.1	5.7	8.4

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

**Źródło:** Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

kwartał, w którym silnie wzrosło spożycie indywidualne, co przełożyło się na realny wzrost popytu krajowego aż o 8,6% r/r. Import rósł szybciej niż eksport i trzeci kwartał z rzędu saldo handlu zagranicznego było czynnikiem zmniejszającym wzrost PKB.

Na podstawie miesięcznych danych za okres kwiecień–czerwiec 2007 r. można oceniać, że w II kw. br. dynamika PKB obniżyła się do ok. 6% r/r, co jest spójne z oczekiwaniami przedstawionymi w kwietniowym *Raporcie*. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost PKB nie przekroczył 1% kw/kw, co wynika z wysokiej bazy odniesienia, którą stanowi bardzo dobry I kw. br. W ocenie NBP średniookresowe perspektywy wzrostu pozostają korzystne. W najbliższych kwartałach należy oczekiwać utrzymania się wysokiego tempa wzrostu PKB, na który składać się będą (tak jak w poprzednich kwartałach) szybko rosnące nakłady brutto na środki trwałe i spożycie indywidualne. Ze względu na silne ożywienie popytu krajowego saldo handlu zagranicznego pozostanie czynnikiem zmniejszającym dynamikę PKB.

### 2.1.1 Popyt konsumpcyjny

W I kw. 2007 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego wzrosło do 6,9% r/r i było istotnie wyższe od oczekiwanego w kwietniowym *Raporcie*. Niższa od oczekiwań była natomiast dynamika spożycia publicznego, które wzrosło o 1,3% r/r.

Przyspieszenie dynamiki spożycia indywidualnego w I kw. 2007 r. było m.in. efektem systematycznie poprawiającej się sytuacji finansowej go-



spodarstw domowych (Wykres 2.2) oraz korzystnych nastrojów konsumentów, które sprzyjały szybkiemu wzrostowi kredytów konsumpcyjnych (por. rozdział 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*).

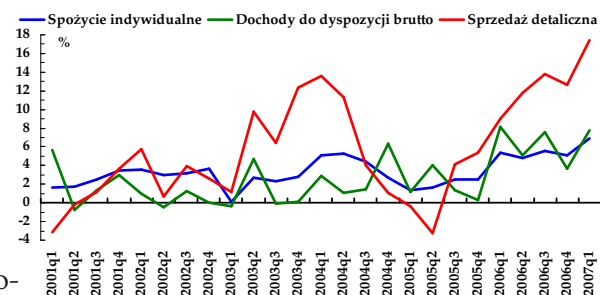
W ocenie NBP, wysoki realny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w I kw. 2007 r. wynikał przede wszystkim z silnego tempa wzrostu dochodów z pracy najemnej, w tym zwłaszcza z przyspieszenia dynamiki dochodów w sektorze przedsiębiorstw, na co złożyły się wyższa dynamika zatrudnienia oraz silniejszy niż w IV kw. 2006 r. wzrost przeciętnych wynagrodzeń (por. rozdział 2.3 *Rynek pracy*). Zgodnie z szacunkami NBP, szybko rosły także dochody z nadwyżki operacyjnej brutto pracodawców i pracujących na własny rachunek, ze świadczeń emerytalno-rentowych (przede wszystkim w wyniku ubiegłorocznej waloryzacji) oraz prywatne transfery od Polaków pracujących za granicą.

Wzrostowi dynamiki konsumpcji sprzyjała obserwowana w I kw. 2007 r. poprawa bieżących wskaźników ufności konsumenckiej (szczególnie poprawiły się oceny uznające obecny czas jako odpowiedni dla dokonywania ważnych zakupów, a także oceny zmian własnej sytuacji finansowej w okresie ostatniego roku). Również nastroje konsumentów odnośnie do najbliższych 12 miesięcy uległy dalszej poprawie, na co wskazują wyprzedzające wskaźniki ufności konsumenckiej, co w dużym stopniu jest wynikiem zdecydowanego ograniczenia obaw przed bezrobociem. Jednocześnie badania kondycji gospodarstw domowych wskazują na możliwość ustabilizowania się przyszłej dynamiki konsumpcji na wysokim poziomie. Rosnący popyt konsumpcyjny znalazł odzwierciedlenie w silnym wzroście sprzedaży detalicznej towarów.

Utrzymująca się w okresie IV–VI 2007 r. wysoka, choć niższa niż w I kw. br., dynamika sprzedaży detalicznej, kontynuacja ożywienia na rynku pracy oraz dobre nastroje konsumentów sygnalizują, że wzrost popytu konsumpcyjnego w II kw. 2007 r. był wysoki. Dynamika konsumpcji była najprawdopodobniej wyższa od oczekiwanej w poprzednim *Raporcie*, aczkolwiek niższa niż w I kw. br. W kolejnych kwartałach dodatkowym istotnym czynnikiem stymulującym wzrost spożycia indywidualnego będzie obniżka składki rentowej.

□ Wykres 2.2:

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



Źródło: Dane GUS, Dochody do dyspozycji brutto w I kw. 2007 – szacunki NBP.

## 2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Zgodnie z szacunkami wstępnymi Ministerstwa Finansów, w II kw. 2007 r. w budżecie państwa odnotowano nadwyżkę<sup>9</sup> w wysokości 1,5 mld zł, do czego w zasadniczym stopniu przyczyniły się wysokie dochody budżetowe. Dochody podatkowe wzrosły w tym okresie o 28,0% r/r. Korzystnie na sytuację dochodową budżetu państwa wpływało wysokie tempo wzrostu gospodarczego oraz poprawiająca się sytuacja na rynku pracy. W drugim półroczu br. można oczekiwać kontynuacji tych tendencji, co oznacza, że deficyt budżetu państwa na koniec roku będzie prawdopodobnie znacząco niższy od zaplanowanych 30 mld zł.

Korzystna sytuacja gospodarcza pozytywnie wpływa również na dochody innych jednostek sektora finansów publicznych, w tym przede wszystkim na dochody podatkowe jednostek samorządu terytorialnego oraz przychody funduszy celowych z tytułu składek. W związku z tym, deficyt całego sektora finansów publicznych, który według standardów UE (ESA'95 z OFE poza sektorem) ma w 2007 r. wynieść 3,4% PKB<sup>10</sup>, również może okazać się niższy od zaplanowanego. Należy jednak zaznaczyć, że prognozy deficytu całego sektora finansów publicznych obciążone są niepewnością, w szczególności co do wysokości wydatków inwestycyjnych, realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego<sup>11</sup>.

Perspektywy sytuacji fiskalnej w 2008 r. obciążone są zwiększonym ryzykiem, w głównej mierze związanym z sytuacją polityczną. Zasadniczym czynnikiem wpływającym na kształt polityki fiskalnej w przyszłym roku będzie uchwalone przez Parlament obniżenie składki na ubezpieczenie rentowe w latach 2007-2008 łącznie o 7 pkt. proc. Zmiana ta, pożądana z punktu widzenia korzystnego wpływu obniżki klina podatkowego na rynek pracy, spowoduje ubytek dochodów sektora

<sup>9</sup>W II kw. lat ubiegłych odnotowywano deficyty.

<sup>10</sup>Zgodnie z *Programem Konwergencji, Aktualizacja listopad 2006* oraz *Notyfikacją fiskalną* z kwietnia 2007 r.

<sup>11</sup>W 2006 r., pomimo wysokiej dynamiki dochodów podatkowych, jednostki samorządu terytorialnego zanotowały deficyt w wysokości 3,0 mld zł, co było najgorszym wynikiem od 2002 r. W głównej mierze przyczynił się do tego wzrost wydatków majątkowych o 35,4% r/r, związany z rosnącym wykorzystaniem funduszy UE.

finansów publicznych o ok. 17,5 mld zł<sup>12</sup>. Oznacza to, że dla zrealizowania celów założonych w *Programie Konwergencji*, konieczne będzie ograniczenie dynamiki wydatków publicznych do poziomu niższego niż notowany w ostatnich latach, co może być trudne do osiągnięcia, m.in. ze względu na żądania płacowe pracowników sektora publicznego. Nie wydaje się przy tym, aby zmiany w organizacji sektora finansów publicznych oraz kontrola nad wydatkowaniem środków publicznych, zapisane w projekcie nowej ustawy o finansach publicznych, mogły znacząco wpłynąć na ograniczenie wydatków publicznych.

### 2.1.3 Popyt inwestycyjny

W I kw. 2007 r. nastąpiło znaczące przyspieszenie dynamiki inwestycji, choć było ono nieco słabsze niż oczekiwano w kwietniowym *Raporcie*. Nakłady na środki trwałe w gospodarce narodowej w I kw. br. wzrosły realnie aż o 29,6% r/r i w efekcie stopa inwestycji (udział inwestycji w PKB) w ostatnich czterech kwartałach wzrosła do 20,3% (Wykres 2.3).

Ożywienie aktywności inwestycyjnej objęło wszystkie główne sektory gospodarki (Wykres 2.4). Szybko rosły nakłady inwestycyjne sektora rządowego i samorządowego, poprawę odnotowano także w budownictwie mieszkaniowym.

W I kw. 2007 r. szybciej niż w całej gospodarce narodowej rosły inwestycje w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (zatrudniających powyżej 49 pracowników). Przedsiębiorstwa te zwiększyły nakłady na środki trwałe aż o 48,7% r/r w cenach stałych<sup>13</sup>, co jest najwyższą dynamiką od 1996 r. Wzrost dynamiki odnotowano we wszystkich kategoriach nakładów inwestycyjnych. Najszybciej wzrosły wydatki na grunty oraz na budynki i budowlę, co znalazło odzwierciedlenie w zmianie struktury rodzajowej inwestycji przedsiębiorstw<sup>14</sup>. Wolniejszy wzrost nakładów w budownictwie mieszkaniowym spowodował jednak,

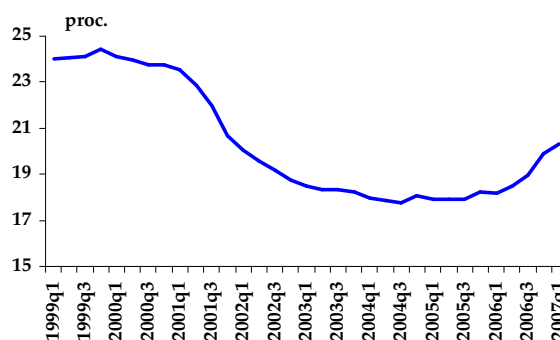
<sup>12</sup>Szacunki rządowe.

<sup>13</sup>Ze względu na brak w I kw. wskaźnika cen nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw dla oszacowania zmian realnych posłużono się wskaźnikiem zmian cen nakładów na środki trwałe w gospodarce narodowej.

<sup>14</sup>Według danych GUS ze sprawozdań F-01, udział nakładów na budynki i budowlę w nakładach ogółem przedsię-

□ Wykres 2.3:

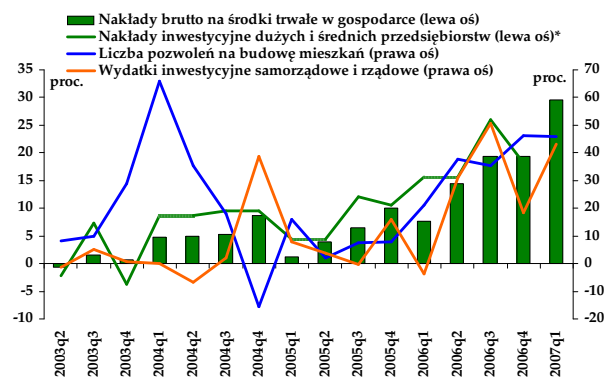
Stopa inwestycji w gospodarce (udział nakładów brutto na środki trwałe w PKB w ujęciu rocznym).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ Wykres 2.4:

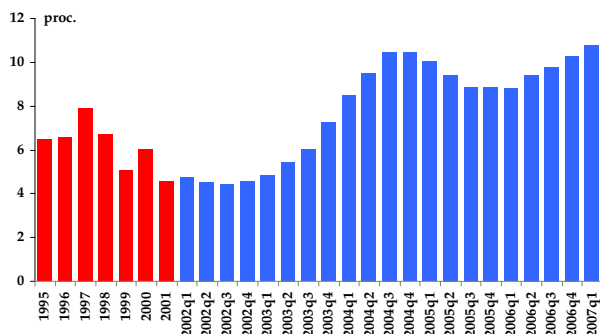
Roczne tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce oraz sektorze przedsiębiorstw, wydatków inwestycyjnych sektora rządowego i samorządowego oraz liczby pozwoleń na budowę mieszkań.



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

□ **Wykres 2.5:**

Stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego w sektorze przedsiębiorstw.



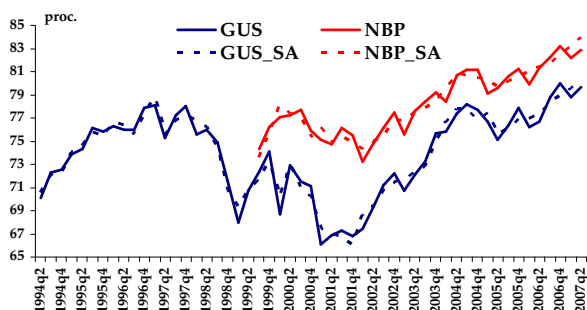
Źródło: Dane GUS, szacunki NBP.

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

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 49 osób.

□ **Wykres 2.6:**

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



Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów. Natomiast próba NBP liczyła w czerwcu 2007 r. 809 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

że w skali całej gospodarki udział nakładów na budynki i budowle w inwestycjach ogółem nie uległ istotnym zmianom<sup>15</sup>.

W najbliższym okresie można oczekiwać utrzymania się wysokiej aktywności inwestycyjnej w sektorze przedsiębiorstw, choć jej poziom będzie niższy niż w I kw. 2007 r.<sup>16</sup>. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw nadal jest bardzo dobra, co wraz z poprawiającą się dostępnością kredytów<sup>17</sup> (por. Rozdział 2.5.3. *Kredyt i pieniądź*), napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz środkami z funduszy unijnych stwarza korzystne warunki dla finansowania inwestycji. Utrzymaniu wysokiego tempa nakładów inwestycyjnych sprzyja ponadto wysoka stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego (Wykres 2.5). Według wyników Badania Koniunktury NBP<sup>18</sup>, aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw związana będzie głównie z potrzebą rozbudowy zdolności produkcyjnych, na co wskazuje bardzo wysoki i nadal rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.6), przy optymistycznych prognozach popytu. Ryzykiem dla szybkiego wzrostu inwestycji może być pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw (przede wszystkim ze względu na wzrost kosztów pracy). W średnim okresie reakcją przedsiębiorstw na niedobór pracowników i rosnące koszty pracy może być wzrost udziału inwestycji w pracooszczędne technologie produkcji w inwestycjach ogółem.

Rosnący napływ funduszy unijnych sprawia, że perspektywy aktywności inwestycyjnej w sekto-

biorstw wyniósł 31,7% w I kw. 2007 r. (wobec 29,3% w I kw. 2006 r.), a nakładów na majątek produkcyjny 57,7% (wobec 60,3%).

<sup>15</sup>Według danych Eurostatu, w skali całej gospodarki udział nakładów na budynki i budowle w nakładach ogółem wyniósł 46,0% w I kw. 2007 r. (wobec 46,1% w I kw. 2006 r.), a nakładów na majątek produkcyjny 50,0% (wobec 49,1%).

<sup>16</sup>Do spowolnienia wzrostu inwestycji przyczyniać się będzie wygaśnięcie wpływu korzystnych warunków pogodowych odpowiedzialnych za znaczne przyspieszenie inwestycji w I kw. 2007 r.

<sup>17</sup>Wyniki badań ankietowych NBP kierowanych do przewodniczących komitetów kredytowych w bankach komercyjnych wskazują, że banki przewidują łagodzenie polityki kredytowej w sektorze przedsiębiorstw.

<sup>18</sup>Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2007, NBP.

rze rządowym i samorządowym w najbliższych kwartałach pozostają korzystne. Dalszej poprawy należy oczekiwać w budownictwie mieszkaniowym, na co wskazuje m.in. dużo wyższa dynamika liczby pozwoleń na budowę niż liczby mieszkań w budowie i mieszkań oddanych do użytku. W konsekwencji, w ocenie NBP, w najbliższych kwartałach dynamika nakładów brutto na środki trwałe utrzymać się będzie na wysokim poziomie, zbliżonym do oczekiwanego w kwietniowym *Raporcie* (choć niższym niż w wyjątkowo dobrym I kw. 2007 r.).

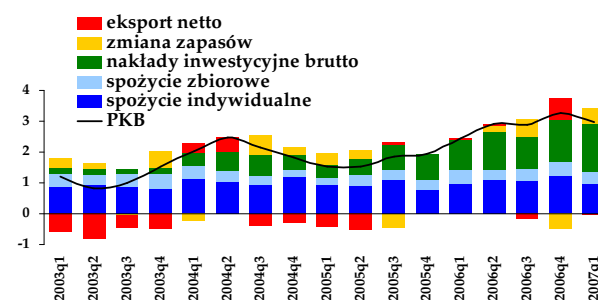
### 2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

Na największym dla Polski rynku eksportowym, jakim są kraje UE-15<sup>19</sup>, w I kw. 2007 r. utrzymała się stosunkowo wysoka dynamika wzrostu PKB. W porównaniu z IV kw. ub.r., zmieniła się jednak struktura tego wzrostu – m.in. wpływ eksportu netto, który odegrał istotną rolę w przyspieszeniu dynamiki PKB w IV kw. 2006 r., w I kw. 2007 r. okazał się neutralny (Wykres 2.7).

W I kw. 2007 r. nadal obniżała się dynamika obrotów handlowych UE-15 (Wykres 2.8). Niższy wzrost eksportu był przede wszystkim wynikiem obniżenia się tempa wzrostu popytu w zewnętrznym otoczeniu UE-15 oraz aprecjacji euro, natomiast do osłabienia dynamiki importu przyczynił się głównie niższy wzrost popytu sektora eksportowego. Mimo osłabienia dynamiki importu we wszystkich głównych grupach towarów, nadal najwyższy wzrost obserwowano w przywozie dóbr pośrednich, które stanowią znaczą część importu z Polski. W rezultacie dynamika importu krajów UE-15 z Polski pozostała wyższa niż importu ogółem<sup>20</sup>.

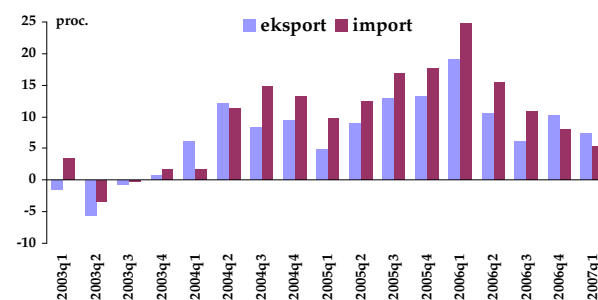
Perspektywy gospodarcze dla krajów UE-15 i w konsekwencji dla polskiego eksportu na ten rynek są obecnie korzystne. Prognoza Komisji Europejskiej z maja br. wskazuje, że wzrost gospo-

Wykres 2.7: Struktura wzrostu gospodarczego w UE-15



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.8: Zmiany wartości zewnętrznego eksportu i importu UE-15 (r/r, proc.)



Źródło: Dane Eurostat.

<sup>19</sup>W I kw. 2007 r. na kraje UE-15 przypadało 64,9% wartości polskiego eksportu.

<sup>20</sup>W I kw. 2007 r. wartość importu zewnętrznego UE-15 (w cenach bieżących) wzrosła o 5,3% r/r (wobec 8,1% r/r w IV kw. 2006 r.), a wartość importu z Polski wzrosła o 15,3% r/r (wobec 25,7% r/r w IV kw. 2006 r.).

	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4	07q1
<b>Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*</b>										
r/r	7.6	-7.3	-16.5	-6.8	-6.8	-1.0	4.9	7.2	7.6	9.4
kw./kw.	-0.8	-6.2	-0.6	0.8	-0.8	-0.3	5.3	3.0	-0.5	1.4
<b>Ceny importu / ceny krajowe producentów</b>										
r/r	-10.5	-11.8	-13.7	-3.2	-2.2	-2.0	3.3	0.7	0.6	2.0
kw./kw.	-2.5	1.8	-4.1	1.6	-1.5	2.0	1.1	-0.9	-1.6	3.4
<b>REER ULC**</b>										
r/r	8.7	20.5	18.5	13.4	7.7	2.2	1.3	-0.1	1.6	0.1
kw./kw.	4.2	7.8	-0.7	1.7	-1.0	2.3	-1.6	0.2	0.7	0.7

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

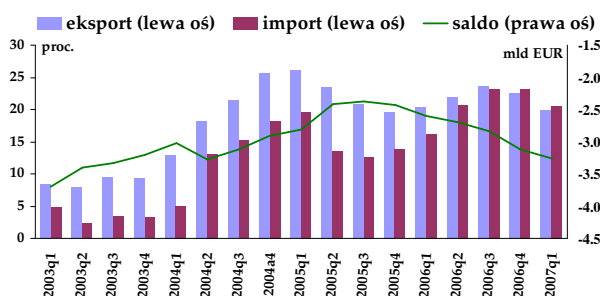
\* Indeks jednostkowych kosztów pracy (ULC) został obliczony jako relacja dynamiki kosztu płacowego, przypadająca na jednego zatrudnionego, do dynamiki wydajności pracy - mierzonej za pomocą produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.

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

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

□ **Wykres 2.9:**

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



**Źródło:** Dane GUS.

darczy w krajach UE-15 utrzyma się w 2007 r. na wysokim poziomie i będzie tylko nieznacznie niższy w porównaniu z rokiem poprzednim. Relatywnie dobre prognozy dla głównych partnerów handlowych UE-15 wskazują, że dynamika eksportu, a także importu, będzie w kolejnych kwartałach 2007 r. wyższa niż w I kw. br.<sup>21</sup>

Obniżenie w I kw. 2007 r. dynamiki importu krajów UE-15 z Polski wpłynęło na obniżenie tempa wzrostu polskiego eksportu<sup>22</sup>. Wolniej niż w IV kw. 2006 r. rosła również wartość polskiego importu<sup>23</sup>. Niemniej, podobnie jak w IV kw. 2006 r. wzrost importu był wyższy niż eksportu, co powodowało pogłębienie ujemnego salda

<sup>21</sup> Opublikowana w maju 2007 r. prognoza Komisji Europejskiej zakłada, że wzrost gospodarczy w UE-15 wyniesie w 2007 r. 2,7% (podczas gdy prognoza z listopada 2006 r. wskazywała, że PKB w tej grupie krajów wzrośnie w 2007 r. o 2,2%). Ta sama prognoza wskazuje na wzrost eksportu w 2007 r. o 6,6% (wobec 6,1% w prognozie z listopada 2006 r.) i importu o 6,6% (wobec 5,9%).

<sup>22</sup> W I kw. 2007 r. wartość polskiego eksportu zwiększyła się o 14,9% r/r (wobec 17,8% r/r w IV kw. 2006 r.), przy czym na obniżenie wzrostu wartości eksportu złożyła się niższa dynamika jego wolumenu. W I kw. 2007 r. wielkość polskiego eksportu zwiększyła się o 8,9% r/r (podczas gdy w IV kw. 2006 r. o 11,0% r/r).

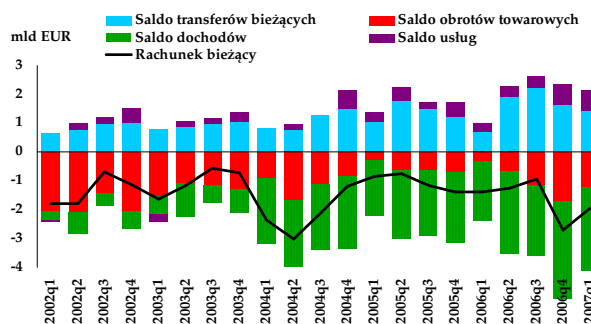
<sup>23</sup> W I kw. 2007 r. wartość polskiego importu zwiększyła się o 15,9% r/r (wobec 20,6% r/r w IV kw. 2006 r.).

w polskim handlu zagranicznym (Wykres 2.9). Przyczyniło się do tego głównie obniżenie dodatniego salda w handlu z krajami UE-15 oraz zwiększenie deficytu w wymianie z krajami trzecimi (m.in. dalszy silny wzrost deficytu w handlu z Chinami).

Wzrost, w porównaniu z I kw. 2006 r., ujemnego salda obrotów towarowych oraz salda dochodów<sup>24</sup> złożył się na pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących (Wykres 2.10). Jednak w relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostał na stosunkowo niskim poziomie i w I kw. 2007 r. wyniósł 2,5% w ujęciu rocznym.

□ Wykres 2.10:

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



Źródło: Dane NBP.

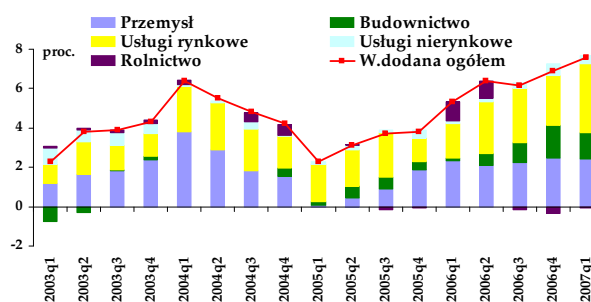
## 2.2 Produkcja

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*, w I kw. 2007 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie rocznej dynamiki wartości dodanej brutto (Wykres 2.11).

Rekordowo wysoką dynamikę wartości dodanej w ujęciu kwartalnym odnotowano w budownictwie, na co znaczący wpływ miały korzystniejsze niż przed rokiem warunki pogodowe. W porównaniu do poprzedniego kwartału, szybciej rosła wartość dodana w usługach rynkowych, natomiast dynamika wartości dodanej w przemyśle obniżyła się (Tabela 2.3). Tempo wzrostu wartości dodanej w usługach nierynkowych było istotnie niższe niż dla pozostałych kategorii.

□ Wykres 2.11:

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wyrównane sezonowo (procent)	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3	06q4	07q1
Wartość dodana ogółem	0.8	0.4	1.3	1.3	0.9	1.8	2.2	1.1	1.7	2.4
Przemysł	0.2	0.2	2.3	1.3	3.3	1.8	2.4	1.5	3.3	1.6
Budownictwo	3.1	1.6	2.1	1.6	2.2	0.7	7.1	6.3	7.0	10.8
Usługi rynkowe	1.1	0.8	0.6	1.1	0.8	1.1	1.7	1.5	1.6	2.0

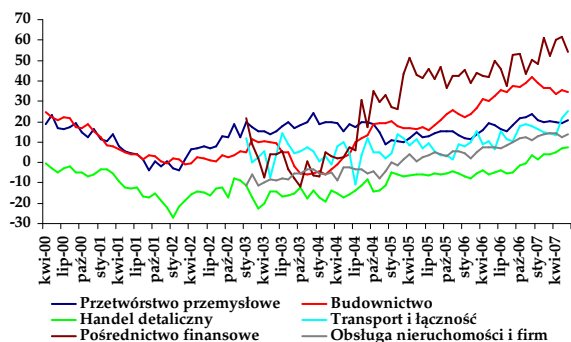
Tabela 2.3: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. – wyrównane sezonowo

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

<sup>24</sup>Na pogłębienie ujemnego salda dochodów złożył się wzrost wypłat z tytułu dochodów z inwestycji bezpośrednich (dywidendy, reinwestowane zyski).

Wykres 2.12:

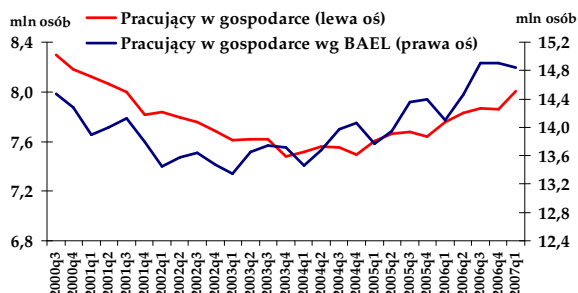
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Wykres 2.13:

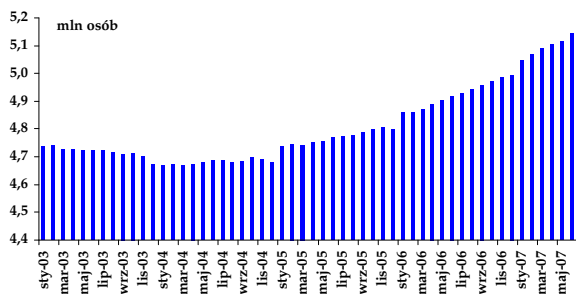
Pracujący w gospodarce według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.14:

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób).



Źródło: Dane GUS.

W II kw. 2007 r. ustąpił korzystny wpływ warunków pogodowych i, zgodnie z szacunkami NBP, dynamika wartości dodanej obniżyła się do nieco ponad 6% r/r, a więc do poziomu obserwowanego w 2006 r. W ocenie NBP, w kolejnych kwartałach perspektywy wzrostu gospodarczego pozostaną korzystne, zbliżone do przedstawionych w poprzednim *Raporcie*, co potwierdzają między innymi wyniki badań koniunktury dla wszystkich głównych sekcji gospodarki (Wykres 2.12).

## 2.3 Rynek pracy

### 2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Od II kw. 2003 r. obserwuje się systematyczny wzrost popytu na pracę, czego efektem jest wzrost liczby pracujących w gospodarce (Wykres 2.13 i Tabela 2.4). Od II kw. 2006 r. utrzymuje się wysoki wzrost liczby pracujących w usługach i przemyśle, przy jednoczesnym spadku liczby pracujących w rolnictwie. Wciąż największy wkład do wzrostu liczby pracujących ogółem ma sektor usług (w I kw. 2007 r. wzrost o 449 tys. osób r/r).

Odzwierciedleniem rosnącego popytu na pracę jest utrzymująca się wysoka dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.14), przyspieszenie spadku stopy bezrobocia (Wykres 2.15) oraz znaczny wzrost liczby ofert zatrudnienia zgłaszanych do urzędów pracy<sup>25</sup>. Jednocześnie obserwuje się narastające trudności przedsiębiorców z pozyskaniem odpowiednich pracowników<sup>26</sup>. Przyczyną jest silny wzrost popytu na pracę w kraju i emigracja zarobkowa do krajów UE<sup>27</sup>.

Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszy spadek liczby aktywnych zawodowo (w

<sup>25</sup>W maju br. przeciętna miesięczna liczba ofert zatrudnienia zgłoszonych przez pracodawców do urzędów pracy wzrosła o 7,8% r/r.

<sup>26</sup>Według badań koniunktury GUS, w budownictwie w czerwcu 2007 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało 55,4% pracodawców (wobec 35,6% przed rokiem), natomiast w przemyśle w II kw. 2007 r. 27,8% (wobec 12,7% przed rokiem).

<sup>27</sup>Wpływ tej emigracji na polską gospodarkę został szeroko omówiony w ramce *Kanały wpływu emigracji zarobkowej na gospodarkę polską* w kwietniowym *Raporcie*.



	Pracujący w 2007q1		Wzrost w 2006q4		Wzrost w 2007q1		Wzrost w 2006q4	Wzrost w 2007q1
	tys. osób	struktura	r/r tys. osób	r/r (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
<b>Ogółem</b>	14839	100	521	3.6	741	5.3	1.2	1.6
<b>Poza rolnictwem indywidualnym</b>	12798	86.2	726	6.0	762	6.3	1.2	1.2
<b>Miejsce zamieszkania</b>								
miasto	9230	62.2	320	3.6	504	5.8	1.1	1.3
wieś	5609	37.8	201	3.6	237	4.4	0.9	1.3
<b>Sektor ekonomiczny</b>								
rolniczy	2214	14.9	-203	-8.2	-4	-0.2	-1.0	0.2
przemysłowy	4446	30.0	317	7.6	295	7.1	1.5	1.7
usługowy	8174	55.1	409	5.3	449	5.8	1.3	1.2
<b>Sektor własności</b>								
publiczny	4215	28.4	74	1.7	-53	-1.2	-0.2	-0.8
prywatny	10624	71.6	449	4.4	793	8.1	1.3	3.1
<b>Status zatrudnienia</b>								
pracownicy najemni	11310	76.2	679	6.3	723	6.8	1.3	1.4
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2905	19.6	-61	-2.1	3	0.1	0.0	-0.3
pomagający członkowie rodzin	624	4.2	-96	-13.4	15	2.5	-4.6	8.4
<b>Rodzaj umowy o pracę</b>								
na czas określony	3116	27.5	330	11.6	422	15.7	2.6	3.8
na czas nieokreślony	8195	72.5	349	4.4	302	3.8	1.2	0.5

**Tabela 2.4:** Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

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

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

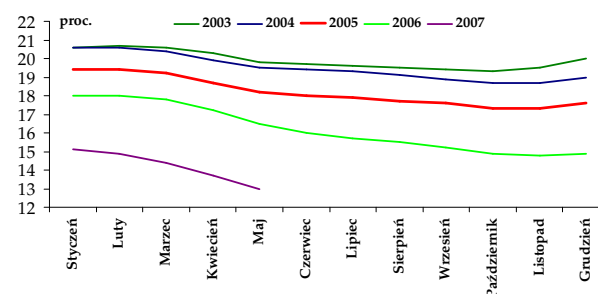
I kw. 2007 r. o 0,4% r/r). Odnotowany w 2006 r. spadek liczby aktywnych zawodowo wynikał częściowo ze zmian metodologicznych wprowadzonych w BAEL od I kw. 2006 r.<sup>28</sup> Głównymi przyczynami zmniejszenia się liczby osób aktywnych zawodowo są jednak dezaktywizacja zawodowa związana z nabywaniem prawa do wcześniejszych świadczeń emerytalnych oraz migracje zarobkowe Polaków do krajów UE. Obserwowany spadek liczby osób aktywnych zawodowo ogranicza wielkość podaży pracy, a przez to może przyczyniać się do wzrostu presji płacowej. Zarówno badania koniunktury GUS, jak i NBP<sup>29</sup> wskazują na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu zatrudnienia w III kw. 2007 r. Do dalszego

<sup>28</sup>Patrz przypis 21 na str. 28 kwietniowego Raportu.

<sup>29</sup>Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2007 r.*, NBP.

□ **Wykres 2.15:**

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



**Źródło:** Dane GUS.

wzrostu zatrudnienia może przyczynić się także zmniejszenie wysokości składki rentowej płacowej przez pracodawców od 2008 r.<sup>30</sup>

### 2.3.2 Płace i wydajność

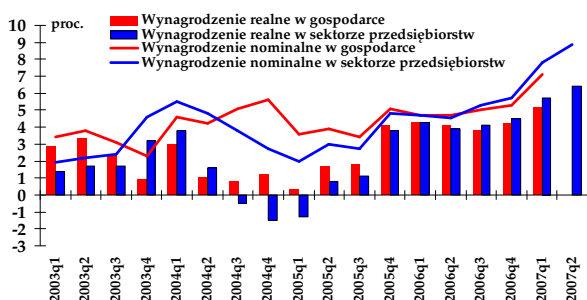
Silnemu ożywieniu na rynku pracy towarzyszy przyspieszenie wzrostu nominalnych wynagrodzeń, na co wskazują zarówno dane kwartalne z całej gospodarki, jak i dane miesięczne z sektora przedsiębiorstw (Wykres 2.16). Przy jednoczesnym wzroście dynamiki zatrudnienia przyczynia się to do zwiększenia dynamiki funduszu płac, dochodów gospodarstw domowych i wzrostu zagregowanego popytu.

W I kw. 2007 r. wynagrodzenia rosły szybciej niż wydajność pracy w gospodarce<sup>31</sup>. W efekcie wzrosła dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (do 4,9% r/r z 2,4% r/r w IV kw. 2006 r. – Wykres 2.17)<sup>32</sup>. Warto zwrócić uwagę na to, że tak wysokiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce nie odnotowano od I kw. 2001 r. Ów wzrost przyczynia się do nasilenia presji kosztowej i może w efekcie prowadzić do zwiększenia poziomu inflacji.

W odróżnieniu od sytuacji w całej gospodarce, w przedsiębiorstwach przemysłowych wydajność pracy rosła w ostatnich latach szybciej niż nominalne wynagrodzenia. Niemniej, w wyniku obserwowanej od połowy 2006 r. wzrostowej tendencji dynamiki jednostkowych kosztów pracy w przemyśle<sup>33</sup>, w ostatnich miesiącach również w tej

Wykres 2.16:

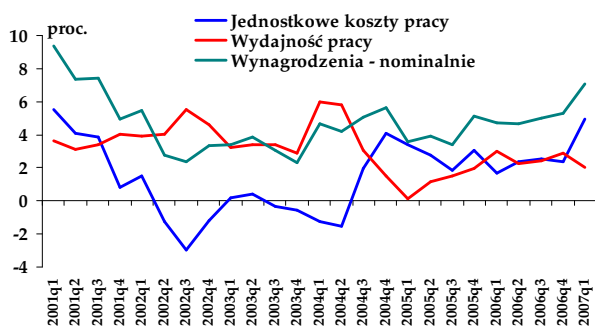
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17:

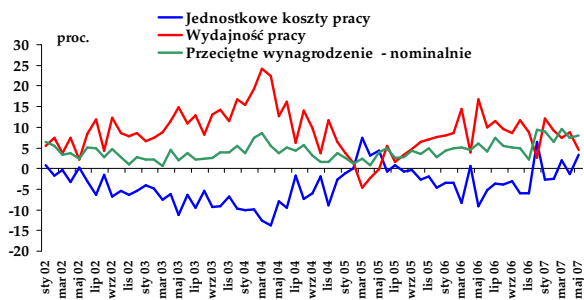
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>30</sup>Pierwszy etap obniżki składki rentowej nastąpił 1 lipca 2007 r. i wyniósł 3 pkt. proc. po stronie pracowników. Od 1 stycznia 2008 r. składka rentowa zostanie obniżona o kolejne 4 pkt. proc. – po 2 pkt. proc. po stronie pracowników i pracodawców.

<sup>31</sup>Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

<sup>32</sup>Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

<sup>33</sup>Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemyśle w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze).

grupie przedsiębiorstw jednostkowe koszty pracy wzrosły (Wykres 2.18).

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego i towarzyszący mu rosnący popyt na pracę może prowadzić do utrzymania wysokiego poziomu, a nawet dalszego wzrostu dynamiki płac. Potwierdzają to m.in. sygnały z badań koniunktury NBP<sup>34</sup>, w których w stosunku do analogicznego okresu ub. r. odnotowuje się zwiększenie odsetka przedsiębiorców deklarujących wzrost wynagrodzeń w III kw. 2007 r. Ponadto, do wzrostu płac będą się przyczyniały sygnalizowane przez przedsiębiorców w badaniach GUS i NBP narastające problemy ze znalezieniem pracowników. W II kw. 2007 r. utrzymały się także sygnały narastania żądań płacowych w części sektora publicznego. Z kolei obniżenie wysokości składek na ubezpieczenie rentowe płaconych przez pracowników będzie oddziaływać na wynagrodzenia brutto różnokierunkowo. Z jednej strony, związany z tym wzrost dochodów do dyspozycji będzie się przyczyniać do wzrostu popytu na rynku produktów, a w efekcie do wzrostu popytu na pracę, co z kolei oddziałuje w kierunku wzrostu presji płacowej. Z drugiej strony, wzrost płac netto powinien prowadzić do wzrostu podaży pracy i ograniczenia żądań płacowych<sup>35</sup>.

## 2.4 Inne koszty i ceny

### 2.4.1 Ceny zewnętrzne

W I kw. 2007 r. dynamika cen importu wyrażonych w złotych wzrosła (Wykres 2.19), mimo znacznego spadku importowych cen ropy naftowej w ujęciu rocznym. Wynikało to z przyspieszenia wzrostu cen pozostałych towarów importowanych, w tym przede wszystkim towarów przemysłowych sklasyfikowanych według surowca<sup>36</sup>

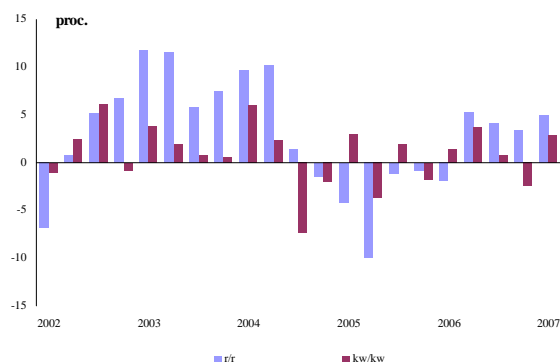
<sup>34</sup>Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2007 r.*, NBP.

<sup>35</sup>Występujące w modelu ECMOD kanały oddziaływania obniżenia składek rentowych dla pracowników i pracodawców oraz ich łączny wpływ na inflację zostały omówione w rozdziale *Projekcja inflacji i PKB*.

<sup>36</sup>Jest to jedna z grup towarowych w handlu zagranicznym według klasyfikacji SITC. Klasyfikowane są tu wyroby ze skóry, wyroby z kauczuku, produkty z drewna, pa-

Wykres 2.19:

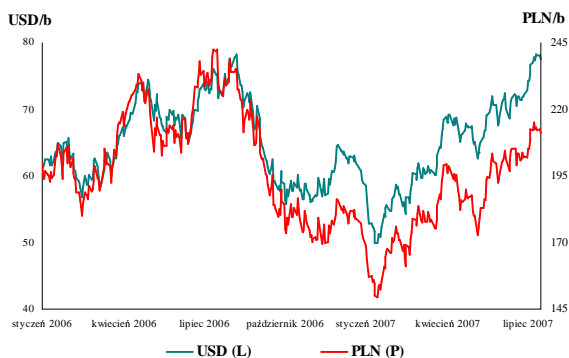
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

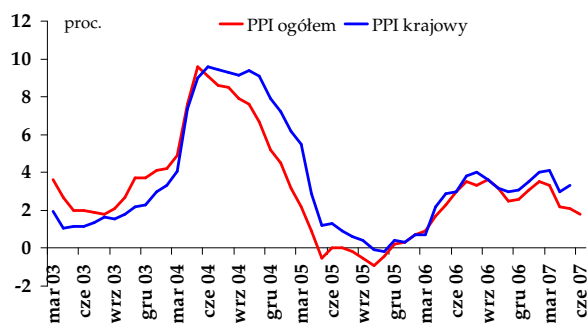
Wykres 2.20:

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.

Źródło: Ceny ropy w USD – Departament Energii USA ([www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov)) i oficjalny kurs PLN – NBP ([www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)).

Wykres 2.21:

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



Źródło: Dane GUS.

oraz maszyn, urządzeń i sprzętu transportowego.

Po dwóch kolejnych kwartałach spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych, w II kw. 2007 r. nastąpił ich wzrost (Wykres 2.20), do czego przyczyniły się przede wszystkim malejące zapasy benzyny w USA, obniżenie dostaw ropy z Nigerii, a także obawy o zachowanie ciągłości dostaw z Iranu. O ile w marcu br. większość analityków przewidywała wzrost cen ropy naftowej, to jednak skala tego wzrostu okazała się znacznie większa od oczekiwań. Na początku III kw. 2007 r. nastąpił dalszy silny wzrost cen ropy, do czego przyczyniła się wysoka aktywność funduszy spekulacyjnych.

Wzrostowi bieżących cen ropy naftowej towarzyszył wzrost prognozowanych cen ropy oraz notowań kontraktów terminowych na ten surowiec. W opinii wielu analityków czynniki, które spowodowały wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie, mogą przyczynić się do utrzymania ich na wysokim poziomie również w kolejnych miesiącach. Wzrost prognozowanych cen ropy wynika przede wszystkim z oczekiwanego wysokiego popytu w gospodarce światowej na ten surowiec w warunkach prognozowanego obniżenia jego produkcji w krajach nie należących do OPEC. W tej sytuacji kluczowe znaczenie dla kształtowania się cen ropy naftowej będzie miała polityka podażowa OPEC.

## 2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Po wzroście dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w I kw. br., w II kw. nastąpił spadek rocznego tempa wzrostu wskaźnika PPI (Wykres 2.21). W maju 2007 r. tempo wzrostu cen producentów na rynku krajowym przewyższało tempo wzrostu cen ogółem<sup>37</sup>. Z kolei ceny eksportowe w tym okresie obniżyły się w ujęciu rocznym.

pier i tektura, przędza włókiennicza i tkaniny, produkty z minerałów niemetalicznych, żelazo i stal, metale nieżelazne, produkty metalowe.

<sup>37</sup>Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo, przetwórstwo przemysłowe oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*) odnoszące się do określonego miesiąca publikowane są w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach *przetwórstwa przemysłowego* oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem

Na spadek tempa wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu wpłynęło przede wszystkim wygaśnięcie statystycznego "efektu bazy"<sup>38</sup>. W kwietniu i maju br., podobnie jak w trzech poprzednich kwartałach, wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu był w głównej mierze wynikiem wzrostu cen w sekcji *przetwórstwo przemysłowe* (Wykres 2.22). Udział tej sekcji we wzroście wskaźnika PPI zwiększa się od II kw. 2006 r., podczas gdy wpływ pozostałych sekcji przemysłu na kształtowanie się cen produkcji sprzedanej przemysłu maleje.

## 2.5 Rynki finansowe

### 2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe<sup>39</sup>

#### Krótkoterminowe stopy procentowe

W II kw. br. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie, w kwietniu i czerwcu, podwyższyła stopy procentowe za każdym razem o 25 punktów bazowych. Kwietniowa decyzja była w pełni zdyskontowana przez rynek. Termin następnej podwyżki był natomiast zaskoczeniem dla większości inwestorów, którzy spodziewali się, że nastąpi ona w lipcu. Jednak fakt, iż wpisywała się ona w oczekiwany cykl zacieśniania polityki pieniężnej, ograniczył reakcję krzywej dochodowości, która w krótkim końcu przesunęła się o ok. 10 punktów bazowych. Od 28 czerwca br. stopa referencyjna NBP wynosi 4,50%. Ze względu m.in. na szybszą niż oczekiwał rynek drugą podwyżkę stóp procentowych w br., a także wysoką dynamikę wynagrodzeń i rosnącą inflację w maju i czerwcu

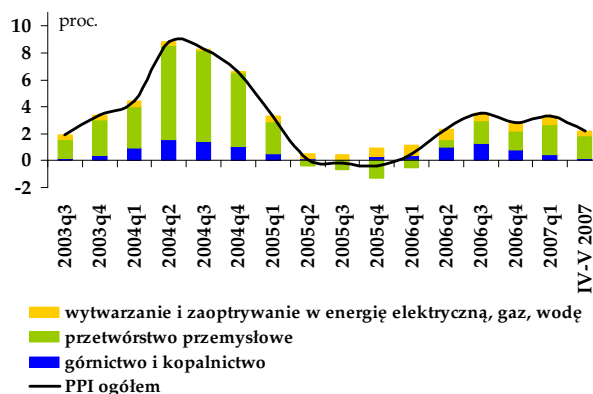
(około dwumiesięcznym). Z tego powodu zakres czasowy analizy nie jest taki sam dla wszystkich omawianych kategorii.

<sup>38</sup>W kwietniu 2006 roku miały miejsce znaczne wzrosty cen we wszystkich sekcjach (w *górnictwie* na skutek wzrostów cen miedzi, w *przetwórstwie przemysłowym* na skutek wzrostów cen ropy naftowej a w *energetyce* na skutek podwyżek cen gazu), natomiast w kwietniu 2007 znaczny wzrost cen miał miejsce jedynie w *górnictwie i kopalnictwie*. Niskie, w porównaniu z kwietniem 2006 r., wzrosty cen w *przetwórstwie przemysłowym* i *energetyce* spowodowały, iż wskaźnik roczny w kwietniu br. obniżył się w stosunku do marca o ponad 1 pkt proc.

<sup>39</sup>Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 18 lipca 2007 r.

□ Wykres 2.22:

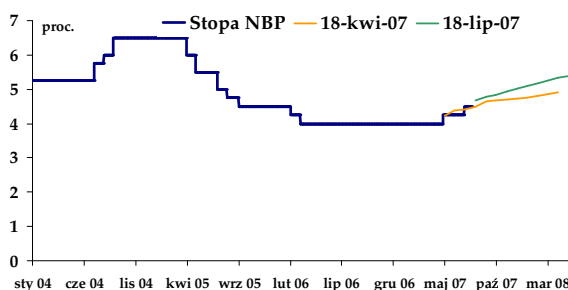
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna).



Źródło: Dane GUS.

□ Wykres 2.23:

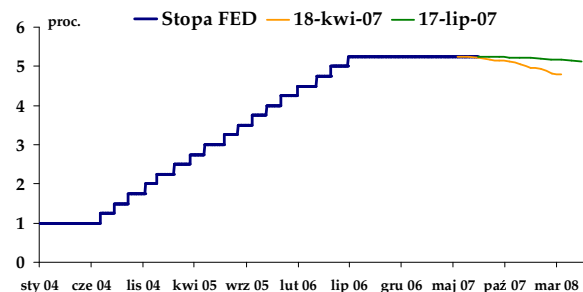
Oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters

Wykres 2.24:

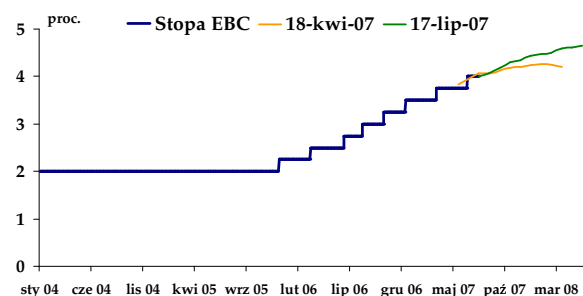
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

Wykres 2.25:

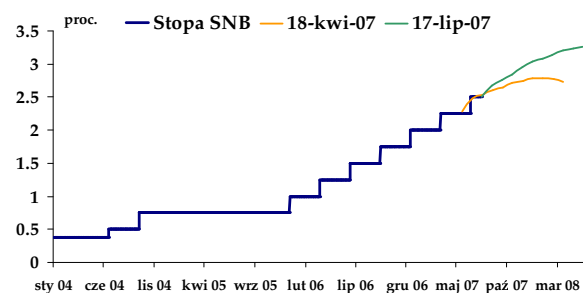
Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

Wykres 2.26:

Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg

br., wzrosły oczekiwania odnośnie do skali i tempa podwyżek stóp procentowych NBP w II poł. br. Wzmocnienie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych znalazło odzwierciedlenie w zmianach krzywej rynku pieniężnego (Wykres 2.23). W momencie zakończenia prac nad *Raportem* oczekiwania rynkowe wskazywały na wzrost stopy referencyjnej do końca br. do poziomu 5,00% i do 5,25-5,50% w perspektywie roku.

Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, w II kw. br. Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) nie zmienił stóp procentowych, które pozostają na poziomie z końca czerwca 2006 r. (5,25%). Wypowiedzi Fed, a także sygnały wskazujące na dobrą sytuację na rynku pracy oraz zmniejszenie w ocenie rynku ryzyka obniżenia się tempa wzrostu gospodarczego spowodowały wygaśnięcie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w najbliższym czasie (Wykres 2.24).

Europejski Bank Centralny (EBC) podniósł w czerwcu br. stopę refinansową o 25 punktów bazowych, a w lipcu pozostawił jej wartość na niezmiennym poziomie 4,00%. Decyzje te były zgodne z oczekiwaniami rynków, które w horyzoncie najbliższych sześciu kwartałów spodziewają się jeszcze dwóch, ewentualnie trzech podwyżek, o 25 punktów bazowych każda (Wykres 2.25). W ocenie rynku taki scenariusz potwierdzają komentarze przedstawicieli EBC wskazujące, że stopy procentowe w strefie euro mogą być jeszcze podwyższone przede wszystkim z powodu kontynuacji ożywienia gospodarczego, a także ze względu na wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, co może stanowić czynnik ryzyka dla stabilności cen.

Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) podwyższył w czerwcu br. stopę procentową o 25 punktów bazowych do poziomu 2,50%. W opinii SNB wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce Szwajcarii rodzi ryzyko wzrostu inflacji, co sygnalizuje możliwość dalszych podwyżek stóp procentowych. Oczekiwania rynkowe wskazują na trzy podwyżki stóp procentowych SNB w trzech najbliższych kwartałach, o 25 punktów bazowych każda, oraz na ewentualnie jeszcze jedną podwyżkę w drugiej połowie 2008 r. (Wykres 2.26).

## Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

W ostatnich miesiącach wzrosły rentowności polskich obligacji skarbowych (Wykres 2.27). Wzrost rentowności obligacji dwu- i pięcioletnich wynikał głównie z umocnienia się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Na wzrost rentowności obligacji długoterminowych w większym stopniu wpłynęło zwiększenie rentowności na rynkach bazowych (Wykres 2.28). W Stanach Zjednoczonych rentowności obligacji wzrosły w reakcji na obniżenie się, w ocenie rynku, prawdopodobieństwa wystąpienia recesji w tym kraju, co doprowadziło m.in. do spadku oczekiwań na obniżki stóp procentowych FED. Wzrost rentowności w strefie euro wynikał natomiast ze wzrostu oczekiwań dotyczących tempa rozwoju gospodarczego i tym samym przyszłego poziomu stóp EBC.

Różnica w rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych względem 10-letnich obligacji niemieckich obniżyła się, na początku czerwca osiągając przejściowo historyczne minimum ok. 90 punktów bazowych. Relatywnie niskie poziomy długoterminowego spreadu, pomimo nasilenia się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, można powiązać ze stosunkowo niską, w stosunku do lat ubiegłych, podażą obligacji skarbowych, utrzymującym się wysokim popytem na krajowe papiery wartościowe ze strony funduszy emerytalnych i inwestycyjnych oraz korzystnymi fundamentami polskiej gospodarki i wzrostem ratingu inwestycyjnego<sup>40</sup>.

Wśród krajów regionu Europy Środkowej (CEE-4) zbliżony do odnotowanego w przypadku Polski wzrost rentowności obligacji miał miejsce w Czechach i na Słowacji. Z kolei na Węgrzech rentowności obligacji skarbowych obniżyły się, co było w głównej mierze spowodowane nasileniem się oczekiwań na obniżki stóp procentowych banku centralnego i spadkiem wymaganej przez inwestorów premii za ryzyko, a następnie rozpoczęciem cyklu obniżek stóp procentowych w czerwcu (Wykres 2.29).

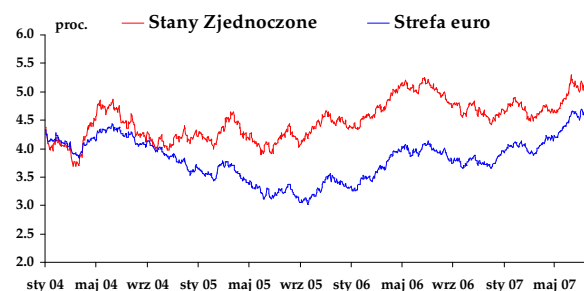
<sup>40</sup>W styczniu agencja Fitch podniosła długoterminowy rating inwestycyjny Polski z BBB+ do A-. W marcu takiej samej zmiany ratingu dokonała agencja S&P.

□ **Wykres 2.27:**  
Rentowność polskich obligacji benchmarkowych



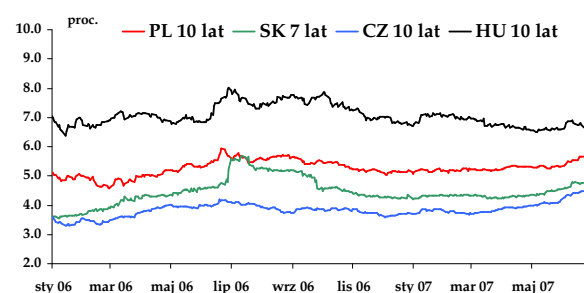
Źródło: Dane Reutersa

□ **Wykres 2.28:**  
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Bloomberg.

□ **Wykres 2.29:**  
Rentowność długoterminowych obligacji w krajach CEE-4.



Źródło: Reuters

Wykres 2.30:

Zaangażowanie nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.31:

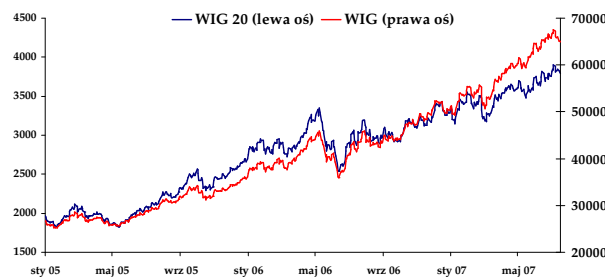
Udział nierezydentów w polskim rynku akcji - ustalony wg wartości rynkowej akcji.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.32:

Wartości indeksów WIG i WIG 20



Źródło: Reuters

W okresie marzec–maj br. zwiększyła się wartość portfela obligacji skarbowych znajdujących się w posiadaniu nierezydentów (Wykres 2.30). Udział nierezydentów w całości obligacji hurtowych oraz indeksowanych wyemitowanych na rynku krajowym pozostał na względnie stabilnym poziomie.

Z kolei udział inwestorów zagranicznych w rynku polskich akcji od końca lutego 2007 r. powoli, ale systematycznie się obniżał (Wykres 2.31), mimo że główne indeksy warszawskiej giełdy po korekcie z końca lutego dynamicznie wzrosły, odrabiając wcześniejsze straty i sukcesywnie osiągając kolejne historyczne rekordy (Wykres 2.32). Na zmiany indeksów na warszawskiej giełdzie znacząco wpływał wzrost indeksów na giełdach zagranicznych, na których również indeksy osiągały rekordowe poziomy, korzystne dane dotyczące polskiej gospodarki, a także znaczny napływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych oraz bezpośrednio na rynek giełdowy (więcej na ten temat w podrozdziale *Kredyt i pieniądź*).

## Ceny mieszkań

Na najbardziej znaczących rynkach mieszkaniowych w Polsce (tj. Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań i Łódź) a także w pozostałych miastach wojewódzkich dynamika cen mieszkań w pierwszych miesiącach br. wyraźnie się obniżyła w porównaniu z II poł. ub.r. (Tabela 2.5). Znacząco przyspieszył natomiast wzrost cen na rynku pierwotnym i wtórnym w miastach małych i średnich. Należy jednak pamiętać, że skumulowany wzrost cen mieszkań w małych i średnich miastach z kilku poprzednich lat był wyraźnie niższy niż w największych aglomeracjach. Obecne procesy mogą być, więc częściową korektą tych zjawisk, mogą też w jakiejś mierze wynikać z niskiej reprezentatywności próbki dla grupy małych i średnich miast. Utrzymuje się przyspieszony wzrost cen działek budowlanych, głównie na przedmieściach największych miast, co jest związane z poprawą relacji kosztów budowy domu do zakupu mieszkania w warunkach szybszego wzrostu cen mieszkań niż działek i domów, widocznego szczególnie w II poł. 2006 r.



	XII 2004	XII 2005	XII 2006	III 2007	VI 2006	IX 2006	XII 2006	III 2007	III 2007
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	Średnia cena (zł/m <sup>2</sup> )
<b>Rynek pierwotny</b>									
<b>Polska ogółem</b>	9.1	7.9	51.5	53.3	5.7	23.2	11.6	5.5	6517.5
<b>Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce*</b>	8.9	12.6	56.1	67.4	11.0	22.9	12.8	8.7	7401.1
<b>Miasta wojewódzkie**</b>	9.1	15.0	45.2	59.1	8.8	21.5	11.9	7.5	6917.2
<b>Małe i średnie miasta**</b>	10.6	7.0	10.4	10.9	1.4	9.3	0.2	34.5	4378.0
<b>Warszawa</b>	12.8	12.9	54.3	56.1	15.5	8.4	15.8	7.6	8170.3
<b>Kraków</b>	13.1	22.3	67.4	58.2	7.7	35.7	4.8	3.3	7351.4
<b>Wrocław</b>	4.8	17.9	101.2	85.4	22.4	16.4	34.1	-2.9	6742.6
<b>Gdańsk</b>	12.0	15.7	63.7	74.2	11.5	25.4	18.7	5.0	5877.0
<b>Gdynia</b>	6.6	8.5	46.0	61.8	1.8	18.0	7.1	25.8	6933.3
<b>Poznań</b>	8.9	3.0	18.9	80.0	5.5	8.2	0.4	57.1	6344.2
<b>Łódź</b>	4.7	-5.3	67.4	91.9	6.3	-2.3	51.0	22.3	5387.6
<b>Rynek wtórny</b>									
<b>Polska ogółem</b>	0.9	8.7	77.6	90.2	7.0	19.8	31.9	12.5	5642.6
<b>Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce*</b>	7.2	-1.6	84.1	92.0	9.0	31.4	22.6	9.3	7342.0
<b>Miasta wojewódzkie**</b>	2.2	4.5	82.2	87.8	7.1	26.2	29.6	7.3	6177.2
<b>Małe i średnie miasta**</b>	7.4	9.6	49.4	77.0	6.1	6.6	20.0	30.4	4173.6
<b>Warszawa</b>	6.9	15.1	55.6	60.9	12.5	18.2	11.3	8.7	8837.9
<b>Kraków</b>	12.5	31.3	62.4	68.6	21.0	22.9	5.9	7.0	8020.0
<b>Wrocław</b>	16.6	13.8	74.8	72.3	12.3	21.4	15.9	9.0	7072.2
<b>Gdańsk</b>	6.5	18.9	82.5	95.8	4.0	27.6	28.2	15.1	6543.1
<b>Gdynia</b>	10.5	17.7	77.8	82.0	1.7	38.2	20.4	7.6	6520.8
<b>Poznań</b>	14.8	4.5	49.4	78.2	7.9	6.9	26.3	22.3	5720.6
<b>Łódź</b>	4.9	3.9	74.5	115.2	5.8	20.6	29.9	29.8	4336.6

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

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

\*\* Średnie ważone liczbą ofert w próbie (wagi dla miast zmienne w zależności od wielkości próby).

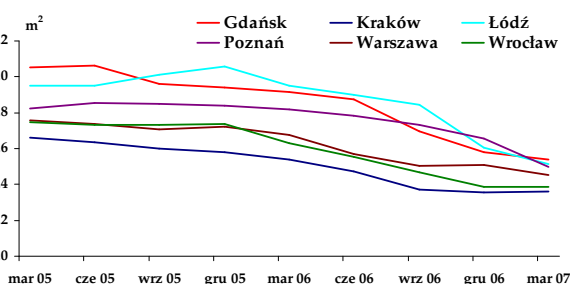
**Źródło:** Szacunki NBP na podstawie danych z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

W grupie miast reprezentujących największe rynki mieszkaniowe i hipoteczne w Polsce znacząco obniżyła się dynamika cen w Krakowie i Wrocławiu. W obu tych miastach współczynniki dostępności mieszkania oraz dostępności kredytowej mieszkania<sup>41</sup> osiągają najniższe wartości, a

<sup>41</sup> *dostępność mieszkania*: ilość metrów kwadratowych mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, jakie można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto; *dostępność kredytowa mieszkania*: ilość metrów kwadratowych mieszkania, których zakup można skredytować przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu (skorygowanemu o minimum socjalne).

□ **Wykres 2.33:**

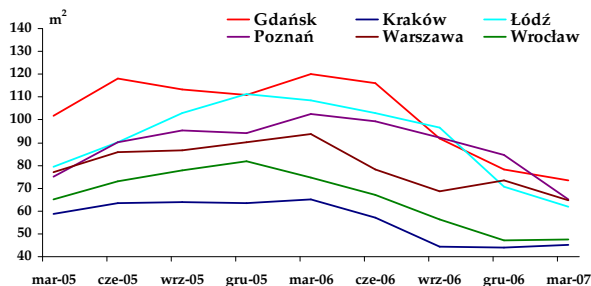
Dostępność mieszkania (ilość m<sup>2</sup> mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, jakie można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw.)



**Źródło:** NBP, GUS

Wykres 2.34:

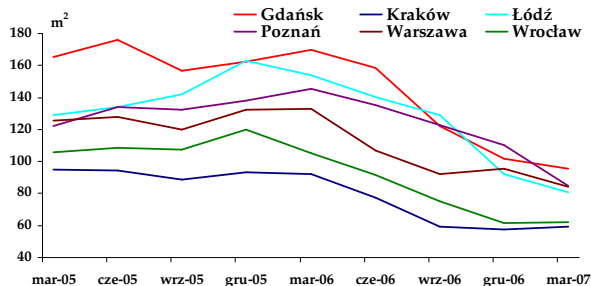
Kredytowa dostępność mieszkania w PLN (ilość m<sup>2</sup> mieszkania których zakup można sfinansować kredytem złotowym przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimum socjalne)



Źródło: NBP, GUS

Wykres 2.35:

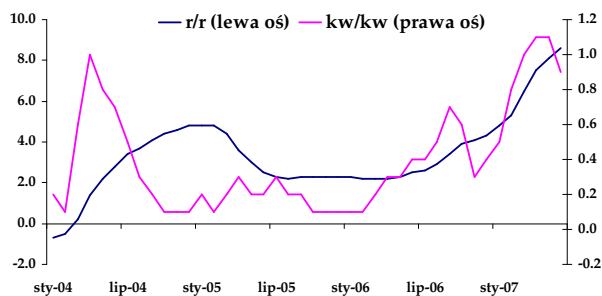
Kredytowa dostępność mieszkania w CHF (ilość m<sup>2</sup> mieszkania których zakup można sfinansować kredytem w CHF przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimum socjalne)



Źródło: NBP, GUS

Wykres 2.36:

Ceny produkcji budowlano-montażowej



Źródło: Dane GUS

w ostatnich kwartałach ich wcześniejsza spadkowa tendencja uległa zatrzymaniu (Wykresy 2.33, 2.34, 2.35). Osiągnięty stabilny poziom wskaźników dostępności może wyznaczać punkt równowagi krótkookresowej na rynku mieszkań, co oznaczałoby, że dalszy wzrost średnich cen w tych miastach powinien w najbliższej przyszłości być zgodny ze wzrostem wynagrodzeń i zdolności kredytowej gospodarstw domowych. W pozostałych miastach objętych analizą wskaźniki dostępności są na wyższym poziomie, co może wskazywać na potencjał dalszego umiarkowanego wzrostu cen przekraczającego wzrost wynagrodzeń i zdolności kredytowej. Podstawowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen mieszkań pozostają ograniczenia podażowe, związane m.in. ze słabo rozwiniętą infrastrukturą.

Dalszemu wzrostowi uległ wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej, odzwierciedlający sytuację w całym sektorze budowlanym (Wykres 2.36). Jednak dane z przedsiębiorstw budowlanych a także opinie analityków rynku wskazują, że obserwowany od początku br. wzrost kosztów materiałów budowlanych został już w znacznej mierze ograniczony drogą importu oraz uruchamiania prostych rezerw.

## 2.5.2 Kurs walutowy

W okresie, jaki upłynął od ostatniego *Raportu o inflacji* nastąpiło nieznaczne umocnienie nominalnego efektywnego kursu złotego, w tym kursu złotego wobec euro. Podobnie niewielką aprecjację odnotowano w przypadku kursów forinta i korony słowackiej (Wykres 2.37). Z kolei korona czeska nieznacznie się osłabiła, co prawdopodobnie było związane z jej wykorzystywaniem do finansowania strategii inwestycyjnych typu *carry trade* ze względu na niski poziom stóp procentowych w Czechach.

Zmiany złotego w omawianym okresie w znacznej części były powiązane z czynnikami o charakterze globalnym. Kwietniowa aprecjacja złotego wynikała w dużej mierze z globalnego spadku awersji do ryzyka i przepływów kapitału prowadzących do umocnienia walut na rynkach wschodzących. Przejściowe osłabienie złotego, które miało miejsce w maju, związane było natomiast ze

wzrostem rentowności obligacji na rynkach bazowych. Począwszy od połowy czerwca, podobnie jak większość walut krajów rozwijających się, złoty ponownie zaczął się umacniać. Aprecjacja złotego w omawianym okresie po części wynikała także z czynników o charakterze krajowym, m.in. danych dotyczących tempa wzrostu gospodarczego, dynamiki płac oraz rosnących oczekiwań co do skali podwyżek stóp NBP.

Dostępne dane za okres do maja 2007 r. pokazują, że od początku 2005 r. nieznacznej tendencji aprecjacyjnej nominalnego i realnego efektywnego kursu złotego towarzyszyły jedynie niewielkie wahania (Wykres 2.38). Można się spodziewać, że ze względu na niski dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro w najbliższych miesiącach zmienność kursu EUR/PLN także pozostanie umiarkowana. Jednakże, w kierunku zwiększenia wahań kursu złotego mogą ewentualnie oddziaływać zmiany sentymentu na globalnych rynkach finansowych lub wzrost ryzyka politycznego. W średnim horyzoncie, ze względu na wciąż bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących (pomimo prawdopodobnego zwiększenia się deficytu), napływ inwestycji bezpośrednich oraz transferów, a także dobre perspektywy wzrostu gospodarczego można się spodziewać, że utrzyma się lekka tendencja aprecjacyjna realnego kursu złotego w warunkach jego ograniczonych wahań.

### 2.5.3 Kredyt i pieniądz

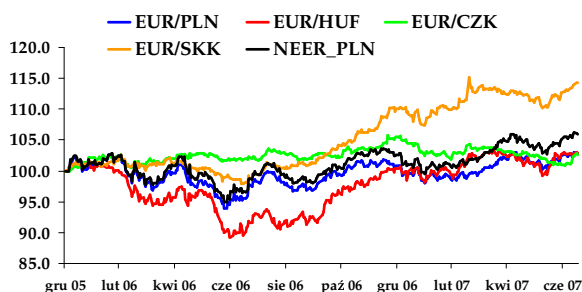
#### Kredyt

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

Dynamika wartości kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorstwom przyspiesza. W maju roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw ogółem przekroczyło 20%. Rosnące zainteresowanie przedsiębiorstw kredytami znajduje odzwierciedlenie w ankietach kierowanych do banków komercyjnych, w których raportują one wzrost

□ Wykres 2.37:

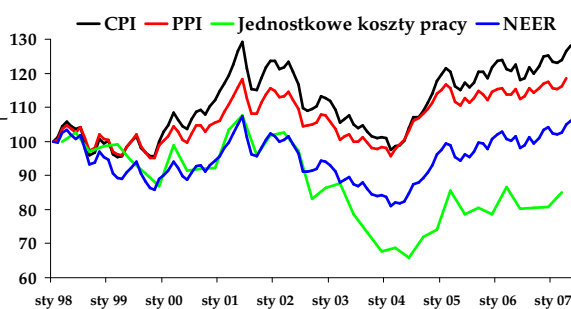
Nominalne kursy walut krajów CEE-4 względem euro. Wzrost oznacza aprecjację.



Źródło: EcoWin.

□ Wykres 2.38:

Realny i nominalny efektywny kurs złotego. Wzrost oznacza aprecjację.

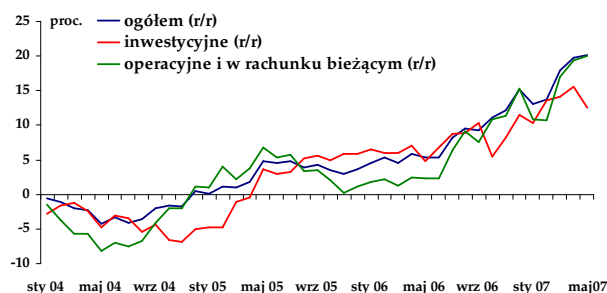


Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

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

Wykres 2.39:

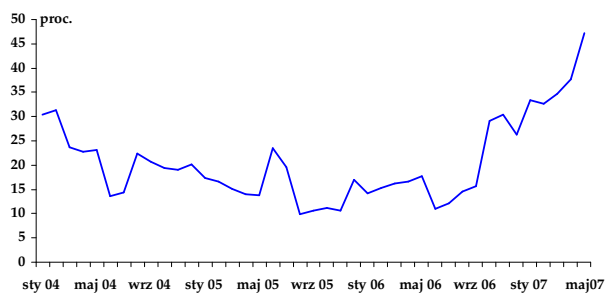
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r w proc.)



Źródło: Dane NBP

Wykres 2.40:

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



Źródło: Dane NBP

	05q2	05q4	06q2	06q4	07q1
kredyty niehandlowe	-1.3	11.4	11.9	21.9	21.8
kredyty handlowe	10.9	23.9	25.4	13.8	17.3

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

Źródło: Dane NBP.

popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw<sup>42</sup>. Kredyty na finansowanie działalności bieżącej, często o stosunkowo krótkich terminach zapadalności (do 1 roku), przyrastają szybciej niż kredyty inwestycyjne, których dynamika ustabilizowała się (Wykres 2.39). Koresponduje to z wynikami badań ankietowych przedsiębiorców prowadzonymi przez NBP, które obok rosnącego zainteresowania przedsiębiorstw zaciąganiem kredytów wskazują na zmianę struktury zadłużenia kredytowego: od II poł. 2006 r. zatrzymała się wzrostowa tendencja udziału przedsiębiorstw deklarujących finansowanie nowych inwestycji przy wykorzystaniu kredytów bankowych a wzrasta znaczenie środków własnych<sup>43</sup>. Od roku coraz szybciej przyrastają kredyty udzielone przedsiębiorstwom na zakup nieruchomości (Wykres 2.40) – ich roczne tempo wzrostu zbliżyło się w maju br. do wartości notowanych w przypadku kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Dynamicznie zwiększa się również zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw (Tabela 2.6). Rosnące zadłużenie kredytowe przedsiębiorstw (zarówno krajowe jak i zagraniczne) jest potwierdzeniem ich dobrej kondycji ekonomicznej i pozytywnych oczekiwań odnośnie do przyszłości.

Utrzymujący się szybki wzrost kredytów dla gospodarstw domowych jest wypadkową bardzo dynamicznego wzrostu kredytów mieszkaniowych oraz szybkiego przyrostu kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.41). Po okresie stabilizacji w latach 2005 i 2006, roczne tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych od początku 2007 r. przyspiesza. Wzrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyja ich dobra sytuacja ekonomiczna, postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy a także pozytywne oczekiwania odnośnie do przyszłej koniunktury, na co wskazują m.in. wskaźniki koniunktury konsumenckiej GUS<sup>44</sup>. W przypadku kredytów mieszkaniowych ważną rolę w

<sup>42</sup>Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2007, [www.nbp.pl/SystemFinansowy/kredytowy2\\_2007.pdf](http://www.nbp.pl/SystemFinansowy/kredytowy2_2007.pdf)

<sup>43</sup>Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2007 r., [www.nbp.pl/publikacje/koniunktura](http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura)

<sup>44</sup>Koniunktura konsumencka. Czerwiec 2007, GUS. Wskaźniki koniunktury bieżący i wyprzedzający, pomimo spadku w czerwcu br., wciąż pozostają na wysokim poziomie.

Okres	wrz06	paź06	lis06	gru06	sty07	lut07	mar07	kwi07	maj07
<b>Gospodarstwa domowe</b>									
depozyty ogółem	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5
kredyty ogółem	5.8	5.8	5.8	5.6	5.8	5.8	5.7	5.9	5.9
kredyty konsumpcyjne	14.1	14.2	14.2	13.9	14.7	14.5	13.9	13.9	14.2
kredyty mieszkaniowe w PLN	5.7	5.7	5.7	5.6	5.6	5.6	5.6	5.8	5.7
kredyty mieszkaniowe w CHF	-	-	-	-	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>Przedsiębiorstwa</b>									
depozyty ogółem	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.8
kredyty ogółem	5.8	5.8	5.8	5.6	5.8	5.8	5.7	5.9	5.9
kredyty w EUR	4.7	4.7	5.0	5.0	5.1	5.4	5.6	6.1	5.5

**Tabela 2.7:** Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w bankach komercyjnych oraz nowych umów kredytowych walutowych w dominujących walutach (proc.)

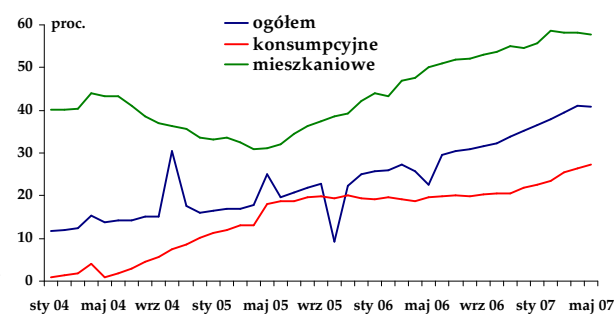
**Źródło:** Dane NBP.

ich dynamicznym wzroście odgrywają czynniki demograficzne<sup>45</sup>, a także polityka banków komercyjnych oferujących łatwy dostęp do kredytów. Ankietywane przez NBP w kwietniu br. banki komercyjne wskazywały m.in. na osłabienie popytu gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe. Nie znalazło to jednak odzwierciedlenia w spowolnieniu akcji kredytowej.

Kwietniowa podwyżka stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. znalazła odbicie w porównywalnym wzroście średniego oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów konsumpcyjnych (Tabela 2.7). Przeciętne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych od początku roku pozostało na praktycznie niezmiennym poziomie, co potwierdza istnienie dużej konkurencji na rynku kredytów mieszkaniowych: brak zmian oprocentowania kredytów mieszkaniowych zawęził i tak utrzymującą się na bardzo niskim poziomie różnicę między ich oprocentowaniem a stawkami WIBOR, stanowiącymi podstawę do wyznaczania ceny kredytu w przypadku większości kredytów miesz-

**Wykres 2.41:**

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



**Źródło:** Dane NBP

<sup>45</sup>Na rynek pracy wciąż wchodzić roczniki wyżu demograficznego, uzyskując dochody umożliwiające zaciągnięcie kredytów na zakup mieszkania.

kaniowych. W związku z tym można oczekiwać, że reakcja oprocentowania kredytów mieszkaniowych na podwyżkę stóp procentowych NBP o kolejne 0,25 pkt. proc. w czerwcu br. winna być silniejsza niż dotychczas odnotowana reakcja na podwyżkę kwietniową, choć może się ujawnić w danych z opóźnieniem.

Na rynku kredytów mieszkaniowych istnieją możliwości stosunkowo łatwej substytucji drożących kredytów złotych kredytami walutowymi, głównie w CHF. W związku z tym można oczekiwać, że znaczne podwyżki stóp procentowych NBP mogłyby skłonić gospodarstwa domowe do zmniejszenia zainteresowania drożącymi kredytami złotymi na korzyść kredytów walutowych. Obecnie jednak utrzymuje się rosnące zainteresowanie złotymi kredytami mieszkaniowymi (Wykres 2.42), co jest wynikiem spadku różnicy w oprocentowaniu kredytów złotych i we frankach szwajcarskich a także wprowadzania przez banki w życie regulacji zawartych w *Rekomendacji S*.

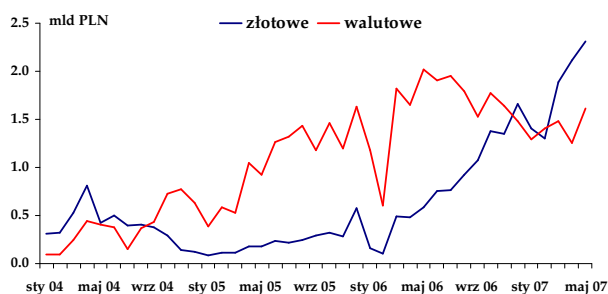
W najbliższej przyszłości można oczekiwać kontynuacji szybkiej akcji kredytowej zarówno w sektorze przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych. Według wyników ankiet NBP kierowanych do przedsiębiorstw w końcu czerwca br. wskaźnik prognoz zadłużenia kredytowego<sup>46</sup> osiągnął bardzo wysokie wartości. Za utrzymaniem dynamicznego wzrostu kredytów przemawiają także szybki wzrost gospodarczy oraz pozytywne oczekiwania odnośnie przyszłego rozwoju koniunktury – zarówno ze strony gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw. Ponadto banki komercyjne deklarują łagodzenie polityki kredytowej<sup>47</sup>.

## Depozyty i agregaty monetarne

Przyspieszającej dynamice kredytów dla przedsiębiorstw towarzyszy wysoka dynamika przyrostu ich depozytów bankowych, która w ostatnich

□ Wykres 2.42:

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



Źródło: Dane NBP

<sup>46</sup>Wskaźnik prognoz zadłużenia kredytowego wyznaczony jest jako różnica między odsetkiem przedsiębiorstw deklarujących wzrost zadłużenia kredytowego w najbliższym kwartale a odsetkiem deklarującym jego spadek.

<sup>47</sup>Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2007, [www.nbp.pl/SystemFinansowy/kredytyowy2\\_2007.pdf](http://www.nbp.pl/SystemFinansowy/kredytyowy2_2007.pdf)

	gru04	gru05	gru06	sty07	lut07	mar07	kwi07	maj07
Stan (mld PLN)								
depozyty bankowe	209.8	220.8	239.4	242.9	245.4	243.9	241.7	239.2
SKOK	3.9	5.0	5.6	5.6	5.7	5.7	5.7	5.7
fundusze inwestycyjne	34.5	57.9	94.0	102.1	103.1	112.1	117.7	126.8
obligacje	20.4	16.9	12.9	12.9	12.7	12.3	12.0	11.7
zakłady ubezpieczeniowe	35.2	41.8	53.0	54.6	56.1	57.6	59.2	60.2
akcje	-	25.8	45.6	49.0	46.0	50.4	53.0	56.5
Roczne tempo wzrostu (proc.)								
depozyty bankowe	-1.3	5.2	8.4	10.2	10.9	8.7	8.3	6.9
SKOK	26.6	26.7	11.3	11.6	11.5	10.4	10.1	10.2
fundusze inwestycyjne	13.9	67.7	62.5	65.8	56.6	63.0	60.7	75.5
obligacje	7.0	-17.2	-23.7	-22.9	-22.7	-22.0	-18.8	-17.5
zakłady ubezpieczeniowe	16.4	18.8	26.8	28.0	29.2	30.3	31.4	31.1
akcje	-	-	77.0	70.7	54.9	63.7	55.9	82.8

**Tabela 2.8:** Depozyty bankowe i alternatywne formy utrzymywania oszczędności finansowych przez gospodarstwa domowe (stany w mld PLN oraz roczne tempa wzrostu w proc., dane bez korekty o wpływ wahań kursowych)

**Źródło:** Dane NBP, KNF, GUS, MF.

miesiącach wynosiła ok. 25% r/r. Szybki przyrost depozytów przedsiębiorstw wskazuje na ich znaczne możliwości współfinansowania inwestycji ze środków własnych.

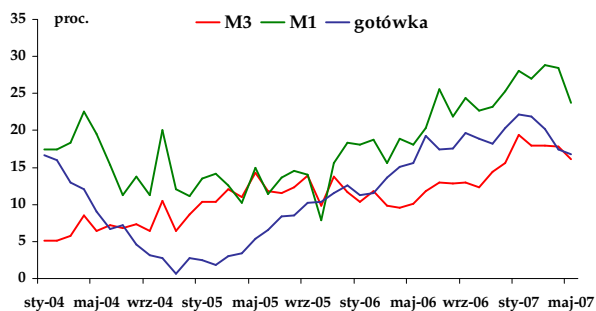
Stan depozytów bankowych gospodarstw domowych, po jednorazowym wzroście na przełomie roku 2006 i 2007<sup>48</sup>, od marca br. obniżał się. Równocześnie obserwowany jest znaczący napływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych a także bezpośrednio na rynek kapitałowy (Tabela 2.8). Do wysokiego wzrostu wartości środków gospodarstw domowych zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych i bezpośrednio w akcjach przyczyniła się także hossa na rynku kapitałowym, jaka miała miejsce w I poł. br. Środki gospodarstw domowych zgromadzone w funduszach inwestycyjnych, akcjach, zakładach ubezpieczeń na życie (rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe), obligacjach i innych instrumentach skarbowych, a także w formie depozytów SKOK stanowiły w maju br. 109,9% ich depozytów bankowych.

Wzrost średniego oprocentowania depozytów był

<sup>48</sup>Stan depozytów bankowych gospodarstw domowych wzrósł w lutym 2007 r. o 15 mld zł (6,2%) względem listopada 2006 r. Wzrost ten najprawdopodobniej wiąże się ze świątecznymi transferami środków od Polaków pracujących za granicą.

□ Wykres 2.43:

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



Źródło: Dane NBP.

jak dotychczas niższy niż wzrost stóp procentowych na rynku międzybankowym (Tabela 2.7).

Jednocześnie kilka banków najaktywniejszych w zdobywaniu klientów oferowało wyższe oprocentowanie niż stopy obowiązujące na rynku międzybankowym a także podwyższyło oprocentowanie w stopniu wyższym niż przeciętny. Zjawisko to odzwierciedla intensywną konkurencję o środki gospodarstw domowych dla finansowania dynamicznej akcji kredytowej i dotyczy zwłaszcza banków wchodzących na rynek lub działających na nim stosunkowo niedługo.

Dynamika podstawowych agregatów monetarnych w ostatnich miesiącach obniżyła się (Wykres 2.43). Może mieć to związek ze wzrostem alternatywnych wobec depozytów bankowych oraz pieniądza gotówkowego form przechowywania środków finansowych, które stają się coraz popularniejsze.



# Polityka pieniężna w okresie kwiecień–lipiec 2007 r.<sup>1</sup>

Na posiedzeniu w kwietniu 2007 r. Rada postanowiła podwyższyć stopy NBP o 0,25 pkt. proc., w maju Rada utrzymała stopy na niezmiennym poziomie, a w czerwcu zdecydowała o kolejnej podwyżce stóp o 0,25 pkt. proc. W lipcu Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono syntetyczny opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady w kwietniu, maju i czerwcu br. oraz uzasadnienie decyzji lipcowej.

## Kwiecień

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

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom wzrostu gospodarczego. Członkowie Rady wskazywali, że gospodarka polska znajduje się w fazie szybkiego wzrostu gospodarczego i można oczekiwać, że wysokie tempo wzrostu PKB utrzyma się przynajmniej w średnim okresie. Utrwalaniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego będzie sprzyjać napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz funduszy unijnych, a także optymistyczne oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej, dodatkowo wzmocnione perspektywą organizacji przez Polskę mistrzostw Europy w piłce nożnej w 2012 r. Zdaniem części członków Rady, wysokiemu wzrostowi gospodarczemu w nadchodzących latach będzie sprzyjać dobra koniunktura w krajach Unii Europejskiej.

Większość członków Rady oceniała, że obecne tempo wzrostu PKB jest wyższe od dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady różnili się natomiast w ocenie siły wpływu tego czynnika na presję inflacyjną.

Część członków Rady była zdania, że istnieje znaczne ryzyko, że tempo wzrostu popytu przekraczające dynamikę potencjalnego PKB będzie prowadzić do wzrostu kosztów, a w konsekwencji wzrostu inflacji oraz narastania nierównowagi zewnętrznej. Wskazywali oni, że w średnim okresie ukształtowanie się inflacji na poziomie przekraczającym cel inflacyjny prowadziłoby do stopniowej utraty konkurencyjności cenowej polskiej gospodarki.

---

<sup>1</sup>Począwszy od bieżącego *Raportu* w miejsce dotychczasowego rozdziału *Polityka pieniężna* umieszczone będą wcześniej opublikowane opisy dyskusji z trzech poprzednich decyzyjnych posiedzeń Rady oraz uzasadnienie ostatniej decyzji RPP.

Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że obecny wzrost gospodarczy ma korzystną z punktu widzenia niskiej inflacji strukturę, gdyż od kilku kwartałów coraz większy udział we wzroście PKB mają inwestycje, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia produktu potencjalnego i ograniczenia presji inflacyjnej. Ponadto, oceniali oni, że wysokie tempo wzrostu PKB w I kw. 2007 r. było częściowo wynikiem korzystnych warunków pogodowych, które w największym stopniu wpłynęły na produkcję w budownictwie. Wygaśnięcie tych jednorazowych czynników w przyszłych kwartałach może, ich zdaniem, ograniczać ryzyko wzrostu inflacji.

Na posiedzeniu dyskutowano o wpływie na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji współorganizowanych przez Polskę w 2012 r. mistrzostw Europy w piłce nożnej. Członkowie Rady oceniali, że organizacja mistrzostw będzie sprzyjać utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych latach. Niektórzy uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że związany z organizacją mistrzostw wzrost produktu potencjalnego będzie mniejszy niż wzrost popytu i pojawi się z większym opóźnieniem, co będzie prowadziło do wzrostu inflacji. Uczestnicy dyskusji wskazywali ponadto, że związane z mistrzostwami inwestycje będą finansowane w znacznej mierze ze środków publicznych. Powstaje więc ryzyko pogłębienia nierównowagi finansów publicznych.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji na rynku pracy oraz jej wpływowi na perspektywy inflacji. Zdaniem większości członków Rady istotnym czynnikiem ryzyka wzrostu inflacji jest obserwowane przyspieszenie tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywali oni, że na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń będzie oddziaływać znaczny spadek bezrobocia, niedostosowania strukturalne na rynku pracy, emigracja polskich pracowników do innych krajów UE oraz konwergencja płac w Polsce i krajach UE. Twierdzili oni także, że obserwowany obecnie szybki wzrost gospodarczy wzmacnia oczekiwania pracobiorców na przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń.

Część członków Rady wskazywała na niepewność co do tego, na ile obserwowane w ostatnim okresie przyspieszenie wzrostu płac w przedsiębiorstwach jest wynikiem trwałych tendencji, a w jakim stopniu wynika z czynników jednorazowych i ma charakter tymczasowy. W związku z tym uważali oni, że pełniejsza ocena skali nasilenia presji płacowej będzie możliwa dopiero po publikacji kolejnych danych z rynku pracy. Członkowie ci oceniali, że ograniczeniu wzrostu jednostkowych kosztów pracy nadal będzie sprzyjał dynamiczny wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw, który przyczyni się do utrzymania wysokiego wzrostu wydajności w tym sektorze. Sprzyjać temu będzie również zmieniająca się struktura zatrudnienia polegająca na wzroście udziału młodych pracowników o relatywnie wyższej wydajności, choć o wyższych oczekiwaniach płacowych w porównaniu z osobami przechodzącymi na emeryturę. Część uczestników dyskusji wskazywała, że wzrost płac w dalszym ciągu będzie ograniczany przez procesy globalizacyjne i związany z nimi wzrost konkurencji międzynarodowej. Wskazywali oni, że przyspieszenie wzrostu płac nie musi prowadzić do wzrostu inflacji ze względu na bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw, która umożliwia im częściowe absorbowanie wzrostu płac bez konieczności podnoszenia cen. Ponadto, niektórzy członkowie zwracali uwagę, że wzrost dynamiki płac może być częściowo związany z przyspieszeniem procesu wyrównywania się płac w Polsce i krajach UE, co powinno być uwzględnione w polityce pieniężnej.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat wpływu kursu złotego na inflację. Część członków Rady w większym stopniu uwzględniała w tym kontekście czynniki fundamentalne, w tym napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i funduszy unijnych, natomiast inni większą wagę przywiązywali do tendencji na międzynarodowych rynkach

finansowych.

W dyskusji na posiedzeniu odnoszono się do przedstawionej przez analityków NBP kwietniowej projekcji inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek decyzji w sprawie stóp procentowych NBP. Kwietniowa projekcja inflacji wskazywała, że - przy założeniu stałych stóp procentowych - w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji, po przejściowym obniżeniu inflacji w III kw. 2007 r. inflacja ma stopniowo wzrastać i w II poł. 2009 r. zbliżyć się do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego.

Na posiedzeniu zarysowały się trzy różne oceny kwietniowej projekcji. Część członków Rady uznała perspektywy inflacji zarysowane w kwietniowej projekcji za prawdopodobne. Inni uczestnicy dyskusji oceniali natomiast, że inflacja może być wyższa niż wskazuje na to projekcja, ze względu na możliwe niedoszacowanie w projekcji dynamiki płać oraz wzrostu PKB. Wreszcie, pozostali członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z kwietniową projekcją z modelu ECMOD oraz wynikami innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP, w krótkim okresie inflacja będzie się kształtować wyraźnie poniżej celu inflacyjnego, a w dłuższym okresie inflacja nie będzie tak wysoka jak wynika z projekcji.

Wśród członków RPP przeważał pogląd o konieczności zaostrzenia polityki pieniężnej, natomiast istniała różnica zdań co do właściwego momentu podwyższenia stóp procentowych.

Część członków Rady uważała, że ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację nie daje jednoznacznych przesłanek dla zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Wskazywali oni na niepewność dotyczącą trwałości i skali przyspieszenia dynamiki płać. Podkreślali oni także, że oczekiwania inflacyjne utrzymują się na niskim poziomie, nie tworząc ryzyka dla wzrostu inflacji. Ponadto wskazywali, że obserwowane w ostatnim okresie przyspieszenie inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI wynikało w głównej mierze z czynników o charakterze podażowym i statystycznym. Równocześnie wskazywali oni, że inflacja bazowa pozostaje na niskim poziomie. Dodatkowo zwracali oni uwagę, że - według większości prognoz - w krótkim okresie inflacja będzie kształtować się najprawdopodobniej na poziomie niższym od celu inflacyjnego. Członkowie ci podnosili, że podwyższenie stóp procentowych może prowadzić do nasilenia oczekiwań na ich dalsze podwyżki. Ponadto, zaostrzenie polityki pieniężnej może, ich zdaniem, oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego i w związku z tym decyzja o podwyżce stóp procentowych powinna zostać podjęta tylko w przypadku pojawienia się bardziej wyraźnych zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego.

Większość członków Rady uznała, że utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci uważali, że dokonanie podwyżki stóp procentowych miałyby efekt sygnalizacyjny, podkreślający dążenie władz monetarnych do realizacji celu inflacyjnego, co wzmocniłoby wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej, prowadziło do stabilizacji oczekiwań inflacyjnych i ograniczało presję na wzrost wynagrodzeń. Członkowie ci oceniali ponadto, że nieznaczne zaostrzenie polityki monetarnej powinno mieć niewielki lub żaden wpływ na tempo wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni, że odsuwanie w czasie decyzji o podniesieniu stóp procentowych może się przyczynić do narastania nierównowagi makroekonomicznej i wzrostu inflacji. W takiej sytuacji koszt zacieśnienia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu inflacyjnego byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji poprzez wyprzedzającą zmianę parametrów polityki pieniężnej, zwłaszcza w warunkach towarzyszącego globalizacji osłabienia

krótkookresowego związku pomiędzy luką popytową a inflacją.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada podwyższyła stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Rada dyskutowała o właściwym sposobie przedstawienia tej decyzji szerokiemu otoczeniu zewnętrznemu.

## Maj

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

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były perspektywy wzrostu gospodarczego oraz ich wpływ na inflację.

Część członków Rady podkreślała, że obecny wzrost gospodarczy ma korzystną z punktu widzenia inflacji strukturę. Członkowie ci wskazywali, że dynamiczny wzrost inwestycji oraz ich struktura, charakteryzująca się relatywnie niskim udziałem inwestycji budowlanych, będą się przyczyniać do szybkiego wzrostu produktu potencjalnego, a tym samym do ograniczenia presji inflacyjnej. Do szybkiego wzrostu potencjału będzie się również przyczyniać wysoki napływ inwestycji zagranicznych typu greenfield, sprzyjający wzrostowi wydajności. Część członków Rady wskazywała ponadto, że kwietniowe dane dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz wskaźniki koniunktury w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie i handlu mogą świadczyć o możliwym lekkim osłabieniu wzrostu gospodarczego w II kw. 2007 r.

Inni członkowie Rady podkreślali, że PKB nadal rośnie szybciej od produktu potencjalnego, prowadząc do wzrostu luki popytowej i presji inflacyjnej. Członkowie ci byli zdania, że w kolejnych kwartałach wysokie tempo wzrostu gospodarczego będzie się utrzymywać - głównie za sprawą dynamicznego wzrostu popytu krajowego, któremu będzie sprzyjać szybki wzrost funduszu płac oraz akcji kredytowej. Podkreślali oni, że wzrost inwestycji będzie prowadzić do zwiększenia produktu potencjalnego dopiero w dłuższej perspektywie. Członkowie ci byli zdania, że istnieje znaczne ryzyko, że w średnim okresie wzrost PKB przekraczający wzrost produktu potencjalnego będzie prowadzić do wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego. Ponadto uznali oni, że choć towarzyszący globalizacji wzrost importu oraz konkurencji cenowej będzie ograniczać wpływ krajowej luki popytowej na inflację, skala oddziaływania tych czynników może nie być wystarczająca dla utrzymania inflacji na poziomie celu.

W czasie posiedzenia Rada dyskutowała na temat sytuacji na rynku pracy. Członkowie Rady byli zgodni co do tego, że procesy zachodzące na rynku pracy stanowią główny czynnik ryzyka dla wzrostu inflacji. Różnili się oni jednak w interpretacji napływających danych oraz ocenie wpływu bieżącej sytuacji na rynku pracy na inflację.

Część członków Rady uznała, że dane GUS dotyczące tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu 2007 r. oraz wynagrodzeń w gospodarce ogółem w I kw. 2007 r. potwierdziły, że dynamika płac przyspiesza. Członkowie ci zwracali uwagę, że dynamiczny wzrost wynagrodzeń objął wszystkie najważniejsze grupy przedsiębiorstw.

Niektórzy członkowie Rady sygnalizowali, że wysokiemu wzrostowi płac w przedsiębiorstwach towarzyszyło nasilenie żądań płacowych w sektorze publicznym, znajdujące odzwierciedlenie w licznych akcjach strajkowych. Członkowie ci wskazywali, że w warunkach silnego wzrostu wynagrodzeń nastąpił znaczny, i dużo wyższy niż wynikało to z kwietniowej projekcji NBP, wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Ponadto część członków Rady, wskazywała na bardzo szybki, większy niż wynikało to z kwietniowej projekcji, spadek stopy bezrobocia odnotowany w danych BAEL, który może prowadzić do dalszego wzrostu płac. Członkowie Rady oceniali, że szybki wzrost wynagrodzeń, prowadząc do wzrostu kosztów a także zwiększenia dochodów do dyspozycji, poprawy nastrojów konsumentów i wzrostu popytu, może przyczynić się do przyspieszenia tempa wzrostu cen.

Inni członkowie Rady podkreślali, że w kwietniu nastąpił spadek dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywali oni, że od kilku lat maleje udział kosztów pracy w kosztach dużych i średnich przedsiębiorstw oraz że w I kw. 2007 r. szybkiemu wzrostowi wynagrodzeń towarzyszyła znaczna poprawa rentowności przedsiębiorstw w warunkach stabilnej inflacji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że mimo znacznego spadku bezrobocia, wciąż kształtuje się ono na relatywnie wysokim poziomie, co sugeruje, że w gospodarce nadal dostępne są znaczne wolne zasoby siły roboczej. Część członków Rady wskazywała, że przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń nie musi prowadzić do wzrostu inflacji, ze względu na wzrost presji konkurencyjnej związanej z globalizacją, a także na bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, dzięki którym firmy mogą absorbować część wzrostu kosztów bez dokonywania zmian cen swoich produktów i usług. Zwracali oni ponadto uwagę, że ograniczaniu presji inflacyjnej może również sprzyjać poprawa efektywności gospodarowania związana z wysokim wzrostem inwestycji oraz restrukturyzacją przedsiębiorstw.

Odnosząc się do bieżących wskaźników inflacji, część członków Rady oceniała, że zanotowany w kwietniu spadek inflacji netto oraz dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, towarzyszący obniżeniu inflacji CPI, może świadczyć o niskiej presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że obniżenie inflacji netto w kwietniu wynikało głównie ze statystycznego efektu bazy. Podkreślali oni ponadto, że w związku ze wzrastającym znaczeniem czynników globalnych w kształtowaniu krajowej inflacji, ważnym wskaźnikiem krajowej presji popytowej jest tempo wzrostu cen usług, które od połowy 2006 r. stopniowo wzrasta i obecnie znacznie przekracza tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem ryzyka dla inflacji jest wzrost oczekiwań inflacyjnych. Zwracali oni uwagę, że prognozy analityków bankowych w kwietniu po raz pierwszy od ponad dwóch lat przekroczyły poziom celu inflacyjnego.

Część uczestników dyskusji podkreślała, że na krajową inflację w coraz większym stopniu oddziałują czynniki o charakterze globalnym. Wskazywali oni, że w związku z dużą wiarygodnością polityki pieniężnej prowadzonej przez największe banki centralne na świecie można oczekiwać, że w najbliższym okresie inflacja globalna będzie się utrzymywać na niskim poziomie, co będzie sprzyjało stabilizacji inflacji krajowej. Zwracali oni jednak również uwagę, że nowym czynnikiem ryzyka dla inflacji w skali globalnej jest możliwy wzrost światowych cen żywności, związany z oddziaływaniem czynników o charakterze podażowym.

Jednym z tematów będących przedmiotem dyskusji w czasie posiedzenia był wpływ kursu złotego na inflację. W tym kontekście omawiano zarówno oddziaływanie czynników fundamentalnych jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych.

Jednym z zagadnień omawianych podczas posiedzenia była sytuacja w finansach publicznych. Część członków Rady oceniała, że niższy niż oczekiwano deficyt budżetowy będzie częściowo kompensować wzrost popytu w sektorze prywatnym oraz łagodzić jego wpływ na inflację. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że obserwowana poprawa sytuacji finansów publicznych ma charakter cykliczny i nie jest to czynnik, który w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie oddziaływał w kierunku ograniczenia wzrostu cen.

Na posiedzeniu Rada dyskutowała także na temat kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych. Część członków Rady oceniała, że utrzymujące się wysokie tempo wzrostu kredytów będzie sprzyjać silnemu wzrostowi spożycia indywidualnego, a przez to zagregowanego popytu i inflacji. Wskazywali oni, że w związku z procyklicznym charakterem akcji kredytowej, można oczekiwać, że w nadchodzącym okresie będzie miał miejsce dalszy szybki wzrost zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w sektorze bankowym. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że od kilku miesięcy w strukturze kredytów rośnie udział kredytów na cele konsumpcyjne, które bezpośrednio mogą się przełożyć na wzrost popytu i presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady oceniali, że poza niewielką ich zdaniem zmianą w strukturze kredytów, obserwowane w sferze monetarnej zjawiska stanowią kontynuację dotychczasowych trendów i nie powinny one stanowić zagrożenia dla wzrostu inflacji.

W czasie posiedzenia Rada dyskutowała również na temat poziomu realnych stóp procentowych oraz ich wpływu na inflację. Część członków Rady wskazywała, że obserwowane w Polsce ożywienie gospodarcze rozpoczęło się i utrzymywało w warunkach, gdy realne stopy procentowe były wyraźnie wyższe niż obecnie. W związku z tym oceniali oni, że obecny poziom stóp procentowych prawdopodobnie nie przeciwdziała zwiększaniu się luki popytowej i wzrostowi presji inflacyjnej. Ponadto członkowie ci wskazywali, że w warunkach towarzyszącego globalizacji osłabienia krótkookresowego związku pomiędzy aktywnością gospodarczą a inflacją, koszt zacieśnienia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu inflacyjnego byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że poziom realnych stóp procentowych w Polsce nadal jest relatywnie wysoki, zwłaszcza na tle pozostałych krajów regionu. W tym kontekście wymieniano poglądy dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych NBP.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

## Czerwiec

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

Głównym przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były perspektywy wzrostu gospodarczego oraz ich wpływ na inflację.

Część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu PKB w Polsce nadal przekracza tempo wzrostu produktu potencjalnego, prowadząc do wzrostu luki popytowej i presji inflacyjnej. Oceniali oni, że w nadchodzącym okresie będzie się utrzymywać szybkie

tempo wzrostu popytu krajowego. Do dynamicznego wzrostu popytu będzie się przyczyniać znaczny wzrost płac nominalnych oraz zatrudnienia, napływ transferów od osób pracujących za granicą, silny wzrost akcji kredytowej, w tym coraz szybszy wzrost kredytów na cele konsumpcyjne, a także zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych z tytułu obniżenia składki rentowej. Członkowie ci oceniali, że w warunkach obecnego wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych, dynamiczny wzrost popytu krajowego rodzi istotne ryzyko wzrostu inflacji ponad poziom celu inflacyjnego w średnim okresie.

Inni członkowie Rady podkreślali, że obecny wzrost gospodarczy ma wciąż korzystną strukturę, charakteryzującą się rosnącym udziałem inwestycji, przy czym do wzrostu inwestycji przyczynia się m. in. napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu greenfield zwiększających innowacyjność gospodarki. Powinno to prowadzić do wzrostu wydajności pracy oraz potencjału produkcyjnego gospodarki, a tym samym ograniczać presję inflacyjną związaną z szybkim wzrostem gospodarczym. Członkowie ci wskazywali, że wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych nie musi prowadzić do wzrostu konsumpcji, jeśli towarzyszyć mu będzie wzrost oszczędności tego sektora. Oceniali oni również, że część wzrostu popytu krajowego zostanie zaabsorbowana przez rosnący import, co będzie ograniczać presję na wzrost cen. Ponadto członkowie ci wskazywali, że zanotowany w maju spadek dynamiki produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej świadczy o obniżeniu dynamiki PKB w II kw. br. Niektórzy członkowie Rady ocenili ponadto, że w warunkach oczekiwanego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego oraz silnego wzrostu potencjału, w nadchodzącym okresie dynamika PKB nie powinna przekraczać dynamiki produktu potencjalnego.

W czasie posiedzenia Rada dyskutowała także na temat sytuacji na rynku pracy.

Część członków Rady wskazywała na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu płac, a także na bardzo szybki spadek bezrobocia sprzyjający dalszemu silnemu wzrostowi wynagrodzeń. Zwracali oni uwagę, że dynamicznemu wzrostowi płac w przedsiębiorstwach towarzyszy nasilenie presji płacowej w sektorze publicznym, którego wyrazem są pojawiające się akcje strajkowe. Członkowie ci wskazywali, że mimo niepewności dotyczącej kształtowania się jednostkowych kosztów pracy, wszystkie dostępne szacunki tych kosztów, uzyskane przy wykorzystaniu różnych metod ich obliczania, wskazują na pogorszenie się relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy, co może prowadzić do wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu cen będzie również oddziaływać związane ze wzrostem płac zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, które będzie sprzyjać wzrostowi popytu konsumpcyjnego. Zwracali oni uwagę, że w nadchodzącym okresie wzrost dochodów gospodarstw domowych wynikający ze wzrostu funduszu płac zostanie wzmocniony poprzez obniżenie składki rentowej, które dodatkowo przyczyni się do wzrostu wynagrodzeń netto, umożliwiając relatywnie większy wzrost konsumpcji.

Podczas dyskusji wskazywano, że obniżenie składki rentowej, prowadząc do wzrostu wynagrodzeń netto, w dłuższym okresie powinno ograniczać presję na dalszy wzrost płac brutto i kosztów pracy. Część członków Rady wskazywała, że mimo znacznego spadku, stopa bezrobocia w Polsce jest wciąż wysoka, co również powinno ograniczać wzrost wynagrodzeń. Ponadto oceniali oni, że w kierunku ograniczenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy powinno oddziaływać utrzymanie się wysokiego wzrostu wydajności związane ze zwiększeniem nakładów inwestycyjnych, procesami restrukturyzacyjnymi w przedsiębiorstwach oraz z poprawą jakości zasobów pracy. Zdaniem tych

członków Rady trudno obecnie ocenić, czy zanotowane w maju spowolnienie wzrostu wydajności pracy w przemyśle będzie miało charakter trwały. Ponadto, członkowie ci podkreślali, że wzrost jednostkowych kosztów pracy nie musi prowadzić do wzrostu inflacji, gdyż zwiększenie konkurencji, związane m.in. z procesem globalizacji, powoduje zmniejszenie zdolności przedsiębiorstw do kształtowania cen swoich produktów, a tym samym przenoszenia wzrostu kosztów na konsumentów. Wskazywali oni ponadto, że obecny szybki wzrost płac tworzy bodźce do podejmowania pracy przez osoby nieaktywne, co może się przyczyniać do wzrostu podaży pracy oraz produktu potencjalnego. Członkowie ci zwracali również uwagę, że rosnące koszty pracy w warunkach utrzymującego się nadal wysokiego popytu mogą zachęcać przedsiębiorstwa do podejmowania inwestycji mających na celu zastępowanie technik pracochłonnych przez kapitałochłonne. Oceniali oni, że m.in. dzięki bardzo dobrej sytuacji finansowej, przedsiębiorstwa mają znaczną zdolność do podejmowania tego rodzaju działań restrukturyzacyjnych.

Przedmiotem dyskusji była również sytuacja w finansach publicznych.

Część członków Rady wskazywała, że jednym z istotnych czynników ryzyka dla wzrostu inflacji jest procykliczna polityka fiskalna, która przejawia się m.in. obniżeniem składki rentowej. Oceniali oni, że wzrost presji płacowej w sektorze publicznym stanowi ryzyko dla utrzymania kotwicy budżetowej. Członkowie ci podkreślali, że nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna w warunkach rosnącej presji inflacyjnej może prowadzić do ukształtowania się układu polityki pieniężnej i fiskalnej, który jest niekorzystny z punktu widzenia długofalowego wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że sytuacja budżetu państwa kształtuje się obecnie bardzo korzystnie, a przyszły kształt polityki fiskalnej charakteryzuje się dużą niepewnością dotyczącą m.in. reakcji rządu na nasilenie żądań płacowych w sektorze publicznym. Wskazywali oni, że pomimo istotnego ryzyka wzrostu stopnia ekspansywności polityki fiskalnej, trudno obecnie oceniać wpływ tej polityki na inflację w średnim okresie.

Odwołując się do bieżących wskaźników inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że mimo szybkiego wzrostu gospodarczego, od długiego czasu inflacja bazowa utrzymuje się na niskim poziomie, co może świadczyć o niskiej presji inflacyjnej. Wskazywano także, że w horyzoncie najbliższych miesięcy inflacja najprawdopodobniej obniży się. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że pomiędzy wzrostem aktywności gospodarczej a wzrostem inflacji występują opóźnienia. Ponadto zwracali oni uwagę, że utrzymanie inflacji CPI na poziomie celu inflacyjnego może wymagać kształtowania się inflacji bazowej na niższym poziomie.

Podczas posiedzenia omawiano również procesy zachodzące w sferze monetarnej. Część członków Rady wskazywała, że bardzo szybki wzrost kredytów może przyczyniać się do dalszego wzrostu popytu krajowego oraz kumulowania się presji inflacyjnej, m. in. na rynku aktywów. Inni członkowie Rady oceniali, że relacja kredytu do PKB jest w Polsce nadal niska, a obserwowany szybki wzrost akcji kredytowej w znacznym stopniu wynika z procesu nadrabiania dystansu wobec krajów znajdujących się na wyższym poziomie rozwoju.

Jednym z tematów będących przedmiotem dyskusji w czasie posiedzenia był wpływ kursu złotego na inflację. W tym kontekście omawiano zarówno oddziaływanie czynników fundamentalnych jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. dysparytetu stóp procentowych, salda na rachunku obrotów bieżących, perspektyw wzrostu gospodarczego, napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, funduszy unijnych oraz transferów z emigracji zarobkowej, a także globalnej płynności, oraz stra-



tegii inwestycyjnych uczestników światowych rynków finansowych. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że podniesienie stóp procentowych NBP mogłoby prowadzić do presji aprecjacyjnej, co mogłoby się przyczynić do osłabienia eksportu i pogłębienia deficytu w handlu zagranicznym. Inni członkowie nie zgadzali się z tą opinią, wskazując na niski dysparytet stóp w stosunku do stopy EBC. Na poparcie tej tezy wskazywano, że kwietniowa podwyżka nie spowodowała presji aprecjacyjnej.

Część uczestników dyskusji wskazywała, że jednym z czynników, które będą sprzyjać stabilizowaniu inflacji w Polsce są dobre perspektywy kształtowania się inflacji globalnej, dzięki wiarygodnej polityce pieniężnej największych banków centralnych. Jednocześnie wskazywali oni, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu inflacji globalnej jest wzrost cen surowców oraz żywności na rynkach światowych spowodowany oddziaływaniem czynników o charakterze strukturalnym.

W ocenie części członków Rady, obecna stopa procentowa NBP znajduje się najprawdopodobniej na poziomie niższym od stopy naturalnej i w związku z tym nie przeciwdziała narastaniu presji inflacyjnej. Wskazali oni, że wiele banków centralnych podnosi obecnie stopy procentowe. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że szacunki naturalnej stopy procentowej obarczone są znaczną niepewnością.

Wśród członków Rady dominował pogląd, że w wyniku kumulowania się w gospodarce zjawisk prowadzących do wzrostu presji inflacyjnej, utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej w nadchodzącym czasie. Członkowie Rady nie byli jednak zgodni co do właściwego momentu podwyższenia stóp procentowych. Część członków Rady wskazywała, że ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację nie daje jednoznacznych przesłanek do zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Ich zdaniem, pomocnym narzędziem w ocenie perspektyw inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie publikowana w lipcu br. projekcja inflacji NBP. Wskazywano ponadto, że wcześniejsza w stosunku do oczekiwań rynkowych podwyżka stóp procentowych NBP mogłaby wywołać oczekiwania na szybsze i większe podwyżki tych stóp, co mogłoby prowadzić do silniejszego ograniczenia dynamiki wzrostu gospodarczego niż tego wymaga stabilizowanie inflacji na poziomie celu w średnim okresie. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że potencjalne koszty opóźnienia podwyżki stóp procentowych przewyższają ewentualne korzyści związane z odsunięciem w czasie decyzji o zmianie parametrów polityki pieniężnej. W szczególności zwracano uwagę, że w warunkach towarzyszącego globalizacji osłabienia krótkookresowego związku między krajową aktywnością gospodarczą i krajową inflacją oraz adaptacyjnego charakteru oczekiwań inflacyjnych w Polsce, koszt zaostrzenia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji. Ponadto, część członków Rady oceniała, że zacieśnienie polityki pieniężnej w obliczu niepokojących sygnałów z sektora finansów publicznych wzmocniłoby wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej.

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

## Lipiec

Na lipcowym posiedzeniu Rada zapoznała się z przygotowaną przez analityków NBP projekcją inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Według lipcowej projekcji inflacji, tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie w horyzoncie ośmiu kwartałów wyższe niż w projekcji kwietniowej. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,3-3,3% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,3-2,6% w projekcji kwietniowej), 2,1-4,1% w IV kw. 2008 r. (wobec 1,6-3,8%) oraz 2,1-4,5% w IV kw. 2009 r. (wobec 2,1-4,6%).

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

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

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie najprawdopodobniej nadal wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Najnowsze informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz pogorszenie relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Możliwe jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Rada uznała jednak, że wzrost inflacji w średnim okresie może być ograniczany przez wzrost wydajności oraz bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw. Wzrost inflacji w średnim okresie może być także ograniczany przez niską dynamikę cen zewnętrznych związaną z polityką pieniężną prowadzoną przez najważniejsze banki centralne oraz z procesem globalizacji i towarzyszącym mu wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

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

W najbliższych miesiącach Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziom kursu złotego oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę.

# Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana z wykorzystaniem modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Projekcja powstaje jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane są przebiegi niektórych zmiennych modelu, jeśli odbiegają one od intuicji ekonomicznej ekspertów NBP, uwzględniającej ogólny stan wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje odnośnie ewentualnej ich zmiany. Datą zamknięcia założeń do projekcji był 22 czerwca 2007 r. W szczególności posłużono się w niej szacunkami NBP kształtowania się kategorii makroekonomicznych w II kw. 2007 r. (*punkt startowy projekcji*).

## 4.1 Wstęp

Przed lipcową rundą prognostyczną wprowadzono niewielkie zmiany w kilku równaniach modelu ECMOD, związane głównie z dokonaną przez GUS rewizją danych o dochodach do dyspozycji gospodarstw domowych. Polegały one na reestymacji równań konsumpcji i dochodów z własności, a także na nieznacznej modyfikacji i reestymacji równań eksportu i importu.

Zmiany wprowadzone do modelu pozwoliły ograniczyć skalę korekt eksperckich nakładanych na surową prognozę z modelu. W prezentowanej projekcji ingerencje ekspertów służyły głównie wygładzeniu przebiegów niektórych zmiennych i w szczególności polegały na:

- obniżeniu ścieżki inwestycji w pierwszych kwartałach projekcji i podwyższeniu jej w dłuższym horyzoncie,
- podwyższeniu ścieżki spożycia indywidualnego w całym horyzoncie projekcji,
- obniżeniu ścieżki eksportu w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji.

Skutkiem nałożenia korekt eksperckich było nieznaczne obniżenie projekcji PKB w latach 2007-2008 i jej podwyższenie w 2009 r. Korekty eksperckie nie wpłynęły natomiast istotnie na przebieg ścieżki inflacji.

Z wyjątkiem dwóch ostatnich kwartałów 2009 r., ścieżka inflacji CPI w prezentowanej obecnie projekcji leży powyżej ścieżki z projekcji kwietniowej. Wyższa inflacja CPI w krótkim horyzoncie projekcji wynika z szybszego wzrostu cen żywności i paliw, a od

końca 2007 r. do I poł. 2009 r. także z wyższej ścieżki inflacji netto. Zmiana ścieżki inflacji netto pomiędzy projekcjami jest wypadkową oddziaływania głównie dwóch czynników: zmiany oceny sytuacji na rynku pracy w punkcie startowym projekcji oraz uwzględnienia wprowadzonej w lipcu br. i planowanej na styczeń 2008 r. kolejnej obniżki składki rentowej.

Przy zbliżonym do kwietniowych oczekiwań tempie wzrostu gospodarczego w kraju i za granicą, znacznie większa okazała się skala ożywienia na rynku pracy. Aktualne szacunki dotyczące II kw. 2007 r. wskazują na zdecydowanie silniejszy wzrost płac i liczby pracujących niż prognozowano w kwietniu. Oddziałuje to w kierunku podniesienia ścieżki inflacji w porównaniu z projekcją kwietniową.

W kierunku niższej inflacji oddziałuje natomiast redukcja składki rentowej, umożliwiając jednoczesne obniżenie kosztów pracy oraz zwiększenie płac netto. Obniżenie kosztów pracy hamuje presję kosztową, korzystnie wpływając na zyski przedsiębiorstw i zatrudnienie. Z kolei wyższe wynagrodzenia netto prowadzą do wzrostu podaży pracy i w konsekwencji potencjału. Redukcja składki rentowej wiąże się ze zmianą podziału dochodu między sektor prywatny (gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa) a sektor publiczny, co przy utrzymaniu "kotwicy budżetowej" oznacza odpowiednie zmniejszenie wydatków sektora publicznego w relacji do wydatków, które zostałyby zrealizowane gdyby składki rentowej nie obniżono. W rezultacie, wygenerowany przez redukcję klina płacowego przyrost popytu prywatnego (głównie spożycia indywidualnego w ślad za wzrostem dochodów gospodarstw domowych) jest w znacznym stopniu równoważony zmniejszeniem wydatków państwa. Łącznym makroekonomicznym skutkiem obniżki składki rentowej jest więc obniżenie inflacji.

Uwzględnienie efektów wyższej dynamiki płac i liczby pracujących w punkcie startowym oraz redukcji klina płacowego dało projekcję inflacji, która początkowo leży powyżej projekcji kwietniowej, natomiast pod koniec 2009 r. jest do niej zbliżona.

## 4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

### Popyt zewnętrzny i inflacja

Roczna dynamika PKB w strefie euro w I kw. 2007 r. ukształtowała się na poziomie o 0,3 pkt. proc. wyższym niż zakładano w projekcji kwietniowej i wyniosła 3,0% r/r. Aktualne nastroje konsumentów i przedsiębiorców są bardzo dobre, zaś w najbliższym okresie przewiduje się utrzymanie wysokiej dynamiki inwestycji, spadek stopy bezrobocia oraz wzrost dochodów do dyspozycji. Biorąc to pod uwagę podniesiono, w stosunku do rundy kwietniowej, zakładane tempo wzrostu PKB w strefie euro w 2007 r. do 2,6% r/r (z 2,2% r/r). Obserwowana poprawa na rynku pracy i wysokie zyski przedsiębiorstw wskazują na duże prawdopodobieństwo utrzymania się dynamiki PKB w strefie euro na poziomie przekraczającym 2% w horyzoncie projekcji. W efekcie dla lat 2008-2009 przyjęto, że gospodarka strefy euro będzie się rozwijać w tempie 2,1-2,2%.

Czynniki ryzyka dla tej projekcji są następujące. Z jednej strony, szybszy od zakładanego wzrost PKB w strefie euro w latach 2007-2009 mógłby być rezultatem przyspieszenia popytu wewnętrznego, wynikającego z dalszej poprawy na rynku pracy oraz reform strukturalnych, prowadzących do utrzymywania się wysokiej dynamiki produktywności. Wyższy od zakładanego wzrost w strefie euro wystąpiłby także w przypadku pobudzenia popytu wewnętrznego w gospodarkach azjatyckich, gdyż prowadziłoby to

do utrzymania wysokiej dynamiki eksportu krajów eurolandu. Z drugiej strony, możliwość korekty wysokiego deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych pozostaje ważnym czynnikiem ryzyka niższego wzrostu PKB w strefie euro, zwłaszcza jeżeli korekta ta prowadziłaby do istotnej aprecjacji kursu euro. Negatywny efekt mogłoby mieć również wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, któremu towarzyszyłaby ogólnosiwiatowa przecena cen akcji, wzrost wyceny ryzyka na rynkach finansowych oraz spadek cen nieruchomości.

Z łącznej analizy powyższych czynników oceniamy, że w całym horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się wzrostu gospodarczego poniżej prognozowanej ścieżki jest nieznacznie większe niż 50%.

W I kw. 2007 r. roczna dynamika deflatora PKB w strefie euro podwyższyła się do poziomu 2,5% w porównaniu z 1,7% w IV kw. 2006 r. Napływają również sygnały, wskazujące na możliwość wzrostu inflacji w średnim horyzoncie czasowym, w tym m.in.: wysoka dynamika cen producenta dla dóbr pośrednich oraz wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych. Również poprawa sytuacji na rynku pracy może prowadzić do wystąpienia presji na wzrost płac, choć rosnąca dynamika wydajności pracy powinna ograniczać wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. W efekcie zakładamy, że inflacja deflatora PKB w strefie euro wzrośnie z poziomu 1,8% w 2006 r. do poziomu 2,4% w 2007 r. (2,0% w projekcji kwietniowej), a w latach 2008-2009 będzie kształtować się na poziomie 2,0% (bez zmian w stosunku do projekcji kwietniowej).

Do wyższej inflacji deflatora PKB może prowadzić szybszy od zakładanego wzrost wynagrodzeń, wzrost cen surowców, nasilenie się protekcjonizmu oraz wzrost cen produktów wytwarzanych w krajach azjatyckich. Wśród czynników ryzyka niższej inflacji deflatora PKB można wymienić dalszą aprecjację euro, wzrost konkurencji na rynku usług oraz wyraźne spowolnienie wzrostu globalnego.

Bilans powyższych czynników wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji deflatora PKB powyżej prognozowanej ścieżki jest większe niż 50%.

## Zagraniczne stopy procentowe

W porównaniu z poprzednią rundą progностyczną mamy do czynienia z poprawą perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i zwiększeniem oczekiwanego poziomu stóp procentowych na rynkach bazowych. Dla strefy euro prognozowane stopy procentowe są wyższe niż w projekcji kwietniowej od ok. 0,25 pkt. proc. w III kw. br. do ok. 0,5 pkt. proc. w IV kw. 2009 r., dla USA – wyższe o ok. 0,3-0,4 pkt. proc., zaś dla Wielkiej Brytanii – wyższe o 0,3-0,5 pkt. proc. W przypadku Wielkiej Brytanii istnieje ryzyko większych niż się aktualnie zakłada podwyżek stóp Banku Anglii.

## Ceny ropy naftowej i paliw

### Ceny ropy naftowej

Podstawą prognozy cen ropy naftowej do projekcji lipcowej, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych, są prognozy Departamentu Energii USA<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Prognoza na lata 2007-2008 opiera się na prognozie cen ropy WTI opublikowanej w *Short-Term Energy Outlook*, Energy Information Agency, June 2007 (z 12 czerwca 2007 r.). Poziom przewidywanych cen na

Wzrost cen bieżących (oraz korekty w górę prognoz ośrodków zewnętrznych i podwyższenie notowań kontraktów terminowych), jaki dokonał się w od marca 2007 r. sprawił, że ścieżka cen ropy naftowej została podwyższona w całym horyzoncie prognozy. Obecna prognoza zakłada, że średnia cena ropy wyniesie w 2007 r. 66,6 USD/b (wobec 62,1 USD/b w założeniach do projekcji kwietniowej), w 2008 r. 66,5 USD/b (63,5 USD/b) oraz w 2009 r. 64,5 USD/b (63,0 USD/b).

Utrzymanie się cen ropy na wysokim poziomie w całym horyzoncie prognozy wynika z oczekiwanego relatywnie dużego wzrostu światowego zapotrzebowania na ropę zarówno w II poł. 2007 r., jak i 2008 r., co może prowadzić do dalszego spadku zapasów. Kluczowe znaczenie dla zachowania równowagi na rynku paliw będzie miała polityka podaży OPEC. Brak reakcji ze strony OPEC (tzn. utrzymanie produkcji na obecnym poziomie) oraz utrzymujące się wysokie ryzyko geopolityczne w regionach wydobycia ropy może powodować dalszą presję na wzrost cen.

W obecnej prognozie przyjęto asymetryczny rozkład ryzyka, zakładający większe prawdopodobieństwo wystąpienia wyższych cen ropy naftowej.

### **Ceny paliw**

Przewidywany w bieżącej rundzie prognostycznej wzrost cen paliw jest do połowy 2008 r. wyższy, a następnie nieznacznie niższy niż zakładano w projekcji kwietniowej.

Zmiana ścieżki cen paliw nastąpiła przede wszystkim na skutek uwzględnienia wyższej realizacji cen paliw w II kw. br. oraz zmiany prognozy cen ropy. Założenia dotyczące stawek podatków pośrednich nie uległy zmianie. Podstawowymi źródłami niepewności prognozy cen paliw są: kształtowanie się cen ropy naftowej oraz kursu walutowego. Dynamika cen paliw zależeć będzie również od tempa wzrostu popytu w kraju, skali rozwoju rynku biopaliw i jego wpływu na rynek paliw mineralnych, wprowadzenia obowiązku tworzenia wyższych niż dotychczasowe zapasów przez operatorów rynku paliwowego, a także od realizacji zapowiadanej przez rząd dywersyfikacji źródeł dostaw surowców energetycznych. Ocenia się, że zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się cen paliw nieco powyżej prognozowanej ścieżki centralnej.

### **Absorpcja funduszy unijnych**

Prognoza lipcowa, podobnie jak poprzednie, zakłada stały wzrost skali wykorzystania środków UE z funduszy strukturalnych i spójności. Od 2007 r. oprócz alokacji 2004-2006 możliwe jest rozpoczęcie wykorzystywania środków z alokacji 2007-2013. Jednakże, w związku z trudnościami w wykorzystywaniu środków z funduszu spójności oraz opóźnieniami w rozpoczęciu wykorzystywania środków z nowej Perspektywy Finansowej 2007-2013, ścieżka centralna dla roku 2007 została obniżona w stosunku do prognozy kwietniowej. Prognoza na lata kolejne pozostaje niezmienną. Przewidywany poziom wykorzystania rocznego wynosi obecnie (w mld EUR): 3,15 w 2007 r. (1% PKB), 4,4 w 2008 r. (1,33% PKB), 4,9 w 2009 r. (1,34% PKB).

---

rok 2009 został przyjęty na podstawie ostatniej wartości z prognozy na 2008 r. Dodatkowo prognoza ta została skorygowana w całym horyzoncie o różnicę między ceną ropy Brent a ceną ropy WTI, wynikającą z notowań rynków terminowych z dwóch tygodni poprzedzających publikację prognozy Departamentu Energii (tj. 29.05-11.06.2007).

W przypadku środków wypłacanych w ramach Wspólnej Polityki Rolnej, w projekcji lipcowej zwiększono szacowaną wielkość ich wykorzystania dla roku 2007 z 2,09 mld EUR do 2,32 mld EUR (0,75% PKB). Przewidywany poziom rocznego wykorzystania środków WPR dla lat kolejnych pozostał niezmienny i wynosi 2,45 mld EUR w 2008 r. oraz 2,58 mld EUR w 2009 r.

### **Sytuacja sektora finansów publicznych**

W lipcowej projekcji uwzględniono obniżkę składki rentowej o 7 pkt. proc., która będzie miała istotny wpływ na sytuację sektora finansów publicznych w nadchodzących latach. Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów, redukcja składki spowoduje ubytek dochodów sektora w wysokości ok. 0,3% PKB w br. oraz ok. 1,5% PKB w kolejnych latach. Ponadto, na poziom dochodów sektora finansów publicznych wpłyną w nadchodzących latach uwzględniane we wcześniejszych projekcjach: podwyżka stawek VAT w 2008 r. oraz wprowadzenie dwóch stawek PIT w 2009 r.

Jednocześnie w projekcji utrzymano deklarowaną przez rząd "kotwicę" (w postaci deficytu budżetu państwa na stałym poziomie 30 mld zł), jako zasadniczy wyznacznik polityki fiskalnej, determinujący poziom wydatków w latach 2008-2009.

Opracowana przy tych założeniach projekcja fiskalna obciążona jest zwiększonym ryzykiem wzrostu deficytu sektora finansów publicznych. Utrzymanie *kotwicy budżetowej*, przy jednoczesnej redukcji składki rentowej, będzie wymagało ograniczenia dynamiki wydatków budżetu państwa. Istnieje ryzyko, że w toku dalszych prac nad projektem ustawy budżetowej na 2008 r., założenie to nie zostanie zrealizowane, a w konsekwencji deficyt sektora finansów publicznych wzrośnie ponad poziom założony w projekcji. Istotnym czynnikiem podwyższającym to ryzyko są żądania płacowe ze strony pracowników sektora publicznego, a także przyjęcie ustaw w sposób trwały powiększających wydatki sektora lub ograniczających jego dochody (m.in. zapowiadane znaczące podwyższenie ulgi prorodzinnej oraz ulga na leczenie prywatne w PIT).

### **Ceny żywności i napojów bezalkoholowych**

Tempo zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych w I kw. 2007 r. było w ujęciu kw/kw wyższe niż szacowano w projekcji kwietniowej (2,2% wobec 2,0%). Różnica wynikała głównie z wyższej niż założono dynamiki cen mięsa drobiowego w marcu 2007 r.

Uwzględnienie nowych informacji dotyczących oczekiwanych zbiorów ziemiopłodów w nowym roku gospodarczym (wyższe niż przeciętnie zbiory zbóż i warzyw, silne obniżenie podaży owoców), prognoz znaczącego ograniczenia podaży mięsa oraz tendencji cenowych na światowym rynku produktów mleczarskich sprawiło, że aktualna prognoza dynamiki cen żywności na najbliższe cztery kwartały jest znacząco wyższa (średnio o 1,3 pkt. proc. r/r) niż założono w rundzie kwietniowej.

Największa zmiana kwartalnego tempa wzrostu w stosunku do projekcji kwietniowej nastąpiła w przypadku II kw. 2007 r. (aktualnie 2,4% kw/kw wobec 1,3% kw/kw w rundzie kwietniowej). Wysokie tempo wzrostu cen żywności w II kw. 2008 r. wynika natomiast m.in. ze wzrostu stawki podatku VAT na żywność nieprzetworzoną z 3 do 7% w maju przyszłego roku.

Najważniejszym czynnikiem ryzyka dla ścieżki centralnej cen żywności w nowym roku gospodarczym będą warunki agrometeorologiczne do czasu przyszłorocznych zbiorów. Ocenia się, że wpływ warunków niekorzystnych na wielkość zbiorów, a pośrednio na dynamikę cen żywności, może być znacznie silniejszy aniżeli warunków korzystnych. Z kolei na rynku mięsa przewidywane przejście do fazy spadkowej produkcji wieprzowiny może spowodować gwałtowniejsze wzrosty cen mięsa niż założono w ścieżce centralnej. Z tego powodu niepewność dotycząca cen żywności w horyzoncie projekcji ocenia się asymetrycznie w górę.

## Sytuacja demograficzna<sup>2</sup>

### Liczba aktywnych zawodowo

W naszej ocenie obserwowany w ostatnich kwartałach spadek aktywności i liczby aktywnych zawodowo wynika zarówno z migracji zarobkowych Polaków jak i z dezaktywizacji zawodowej osób w wieku przedemerytalnym. Zakładamy, że utrzymująca się niepewność odnośnie zasad i warunków przechodzenia na wcześniejsze emerytury w przyszłości będzie przyczyniać się do intensywnego odchodzenia z rynku pracy przed osiągnięciem ustawowego wieku emerytalnego co najmniej do końca 2007 r. Przewidywane wysokie tempo wzrostu gospodarczego i wyższy niż w poprzednich latach wzrost płac realnych w horyzoncie projekcji przyczynią się jednak do wzrostu aktywności zawodowej w pozostałych grupach wieku. Przewidujemy, że prognozowana poprawa sytuacji na rynku pracy spowoduje także ograniczenie skali migracji zarobkowych. W efekcie od IV kw. 2007 r. współczynnik aktywności zawodowej będzie stopniowo wzrastać. W latach 2008 i 2009 roczna dynamika liczby aktywnych zawodowo wyniesie odpowiednio 0,6% i 0,7%.

W lipcowej prognozie liczby aktywnych zawodowo przyjęto symetryczny przedział niepewności, przy czym analogicznie jak w poprzedniej rundzie prognostycznej, już w początkowym okresie prognozy niepewność oceniana jest jako dość wysoka.. Możliwość niższej realizacji liczby aktywnych zawodowo wynika z ewentualnych opóźnień w ograniczeniu przechodzenia na wcześniejsze emerytury lub możliwości rozszerzenia katalogu zawodów uprawniających do wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej. Z drugiej strony, w warunkach utrwalającego się wzrostu popytu na pracę może mieć miejsce szybszy wzrost aktywności zawodowej niż założono w ścieżce centralnej. Czynnikiem ryzyka są wątpliwości odnośnie właściwego uwzględniania procesów migracyjnych w badaniu BAEL i w efekcie niepewność co do podawanej w tym badaniu liczby osób aktywnych zawodowo.

### Liczba emerytów i rencistów

W I kw. 2007r. liczba emerytów i rencistów okazała się istotnie wyższa niż założono w projekcji kwietniowej, głównie z powodu wzrostu liczby osób przechodzących na wcześniejsze emerytury w pozarolniczym systemie ubezpieczeniowym. Ocenia się, że wzrost ten wynikał najprawdopodobniej z większej niepewności dotyczącej możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury w przyszłości, która skłaniała osoby posiadające

<sup>2</sup>Począwszy od kwietniowej rundy prognostycznej zrezygnowano z cokwartalnych prognoz liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym na rzecz dokonywanych raz w roku (przy reestymacji modelu) prognoz udziału tej kategorii w liczbie aktywnych zawodowo.



uprawnienia do tych świadczeń do ich szybkiego wykorzystywania. W efekcie, w prognozie lipcowej założono wzrost liczby emerytów i rencistów o 1,0% r/r w 2007 r., wobec zakładanego spadku o 0,3% r/r w projekcji kwietniowej. Od 2008 r. liczba emerytów i rencistów powinna zacząć spadać w średniorocznym tempie ok. 0,5%, a zatem nieco szybciej niż przyjęto w poprzedniej rundzie prognostycznej (0,4%). Na koniec horyzontu projekcji liczba emerytów i rencistów zmniejszy się do 9,1 mln osób.

W obecnej rundzie prognostycznej założono, podobnie jak w projekcji kwietniowej, symetryczny przedział niepewności. W związku z większą niepewnością odnośnie ostatecznego kształtu uregulowań prawnych w zakresie warunków wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej, w prognozie lipcowej poszerzono jednak przedział niepewności prognozy w 2007 r.

### 4.3 Projekcja inflacji i PKB

Prognozy otoczenia polskiej gospodarki nie uległy istotnej zmianie w porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną. Projekcja lipcowa została sporządzona przy założeniu umiarkowanej ścieżki wzrostu PKB za granicą i niskiej inflacji zewnętrznej, co uważa się za scenariusz najbardziej prawdopodobny. Prognozowane ceny ropy kształtują się powyżej ścieżki założonej w projekcji kwietniowej, jednak bez istotnego wpływu na zmianę aktywności gospodarczej. Także oczekiwane nieco wyższe ścieżki stóp procentowych za granicą nie są istotnym czynnikiem wpływającym na różnice w ocenie aktywności gospodarczej pomiędzy projekcjami.

#### Gospodarka w I połowie 2007 r.

W I połowie 2007 r. gospodarka polska rozwijała się zgodnie z oczekiwaniami z projekcji kwietniowej. Głównym czynnikiem wzrostu był popyt krajowy. W tempie zbliżonym do wyników z poprzedniej projekcji rosły inwestycje, większemu niż oczekiwano przyspieszeniu uległa natomiast dynamika spożycia indywidualnego. Utrzymał się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego jeszcze szybciej rósł import, tak więc saldo handlowe z zagranicą było czynnikiem zmniejszającym tempo wzrostu PKB.

Szybki wzrost gospodarczy przekładał się na systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy. Rosnącemu popytowi na pracę ze strony przedsiębiorstw nie towarzyszył jednak wzrost aktywności ekonomicznej ludności, czego skutkiem jest silny spadek stopy bezrobocia. Uwidaczniająca się nierównowaga pomiędzy popytem a podażą na rynku pracy prowadziła do szybszego wzrostu przeciętnych wynagrodzeń. Obserwowana skala ożywienia na rynku pracy była większa od oczekiwań przedstawionych w projekcji kwietniowej i stanowi istotną przyczynę podwyższenia ścieżki inflacji w krótkim i średnim horyzoncie obecnej projekcji.

Wzrost zatrudnienia i płac był głównym czynnikiem wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Ocenia się, że ważnym elementem zwiększającym ich dynamikę były także transfery dochodów z pracy za granicą. Poprawa bieżących i oczekiwanych dochodów gospodarstw domowych oraz łatwo dostępny kredyt przełożyły się na wzrost spożycia indywidualnego. Dynamicznie rósł też popyt na mieszkania, co wobec barier podaży powodowało silny wzrost ich cen.

Utrzymujące się ożywienie doprowadziło do wyczerpania się rezerw mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach, co przełożyło się na dynamiczny wzrost inwestycji. Wysokiemu wzrostowi nakładów inwestycyjnych sprzyjały także: silny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wzmacniających stronę podażową gospodarki poprzez transfer nowoczesnych technologii oraz absorpcja funduszy strukturalnych z UE.

### **Projekcja na lata 2007-2009**

Zgodnie z prezentowaną projekcją, tempo wzrostu PKB w 2007 r. wyniesie 6,4%, a w kolejnych latach ok. 5,5%. Prognozowane tempo wzrostu gospodarczego w 2007 r. jest zgodne z przewidywaniami z projekcji kwietniowej, natomiast w latach 2008-2009 nieznacznie wyższe.

Dynamika inwestycji wyniesie ponad 20% w 2007 r., a w kolejnych latach wyraźnie przekroczy 10%. Źródłem wysokiego popytu inwestycyjnego ze strony przedsiębiorstw będą korzystne perspektywy zbytu, przy relatywnie niskim koszcie kapitału. Wzrostowi inwestycji sprzyjać będzie także napływ kapitału z zagranicy w formie inwestycji bezpośrednich i funduszy z UE.

Korzystne perspektywy rozwoju gospodarczego będą także głównym czynnikiem wzrostu popytu na pracę. Dynamika liczby pracujących wg BAEL wyniesie ok. 4% w 2007 r., stabilizując się w kolejnych latach na poziomie nieco poniżej 2%. W rezultacie stopa bezrobocia spadnie silniej niż prognozowano w kwietniu i wyniesie ok. 8% w ostatnim kwartale 2009 r. Szybki spadek bezrobocia przełoży się na wzrost presji płacowej i w konsekwencji w całym horyzoncie projekcji dynamika płac realnych będzie przekraczać wzrost wydajności pracy w gospodarce (w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem indywidualnym).

Obniżka składki rentowej częściowo osłabi presję na wzrost płac. W tym samym kierunku oddziaływać będzie planowane w 2009 r. obniżenie stawek podatku dochodowego od osób fizycznych (PIT), aczkolwiek efekt tych zmian będzie relatywnie mały w horyzoncie aktualnej projekcji. Redukcja klina płacowego znajduje odzwierciedlenie w niższej ścieżce stopy bezrobocia równowagi (NAWRU), która jednak będzie się utrzymywać powyżej faktycznej stopy bezrobocia.

Przewidywany wzrost nominalnych przeciętnych wynagrodzeń brutto wyniesie ok. 7% w 2007 r., wzrośnie do ok. 7,5% w 2008 r., po czym obniży się do ok. 6,5% w 2009 r. Prognozowana obecnie dynamika płac brutto w pierwszej połowie horyzontu projekcji jest więc wyraźnie wyższa niż miało to miejsce w projekcji kwietniowej, głównie z powodu wyższego punktu startowego i silniejszego spadku bezrobocia. W drugiej połowie horyzontu projekcji dynamika płac brutto jest natomiast nieco niższa niż prognozowano w kwietniu, co jest związane z redukcją klina płacowego. Obniżenie klina płacowego przełoży się także na wyraźnie szybszy wzrost wynagrodzeń netto.

Znaczący wzrost wynagrodzeń netto wraz z wysokim wzrostem zatrudnienia przełoży się na szybki wzrost spożycia indywidualnego (średnio ok. 6% r/r w horyzoncie projekcji). Obok dochodów z pracy najemnej, podstawą wzrostu konsumpcji będzie wzrost dochodów z tytułu działalności gospodarczej prowadzonej na własny rachunek.

Wzrost inwestycji i spożycia oznacza wzrost popytu krajowego o ok. 8,5% w 2007 r. i średnio o 7% w latach 2008-2009. Dynamika popytu krajowego jest zbliżona do oczekiwań z projekcji kwietniowej.

Podobnie jak przewidywano w kwietniu, utrzymanie stałego poziomu stóp procentowych przy rosnącej inflacji spowoduje spadek realnej stopy procentowej i stopniowe osłabienie nominalnego kursu złotego oraz jego stabilizację w końcowym odcinku projekcji. Głównymi czynnikami wpływającymi na deprecjację kursu będzie rosnąca dynamika cen w kraju w stosunku do cen zagranicznych oraz zawężający się, a następnie utrzymujący się na niskim poziomie, realny dysparytet stóp procentowych. Zgodnie z aktualną projekcją, wzrost cen importu będzie w 2007 r. wyższy, a w kolejnych latach zbliżony do przewidywań z rundy kwietniowej.

Podobnie jak w projekcji kwietniowej przewiduje się dynamiczny wzrost obrotów handlu zagranicznego. Na wysoki wzrost eksportu (średnio o 9,3% r/r) korzystnie wpływać będzie dobra koniunktura u głównych partnerów handlowych oraz obniżenie kosztów pracy, szybki wzrost importu (średnio o 12,8% r/r) będzie natomiast skutkiem ożywienia gospodarczego w kraju. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie w całym horyzoncie projekcji ujemny i od końca 2007 r. nieco wyższy niż przewidywano w kwietniu.

W latach 2007-2009 oczekiwane jest istotne przyspieszenie tempa wzrostu produktu potencjalnego, czego źródłem będzie stopniowy przyrost kapitału (w ślad za silnym ożywieniem inwestycyjnym) oraz wzrost efektywnej podaży pracy (na który składa się spadek NAWRU i niewielki wzrost współczynnika aktywności zawodowej). Do końca 2008 r. tempo wzrostu produktu potencjalnego będzie jednak niższe niż tempo wzrostu PKB, co znajduje odzwierciedlenie w narastaniu, a następnie niewielkim obniżeniu luki popytowej.

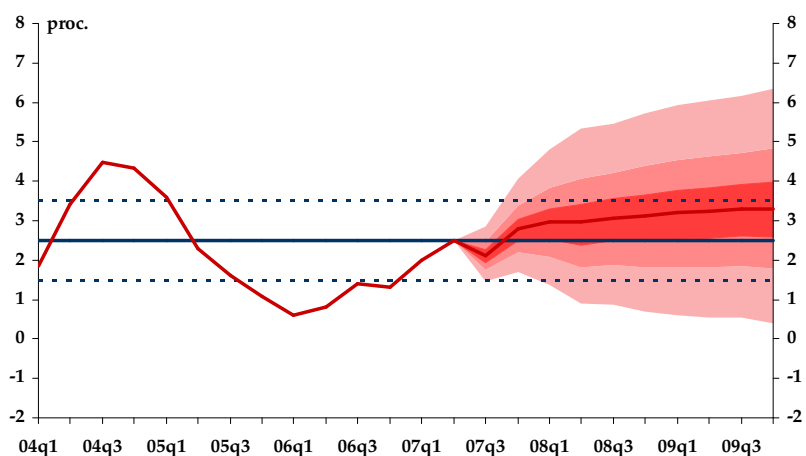
Konsekwencją zarysowanych wcześniej tendencji na rynku pracy będzie silny wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC), będących najistotniejszym czynnikiem determinującym inflację netto w projekcji. Oczekuje się, że dynamika tej kategorii (poza rolnictwem indywidualnym) wyniesie 5,6% w 2007 r., 4,2% w 2008 r. i 3,7% w 2009 r. Osłabienie wzrostu ULC w dłuższym horyzoncie projekcji związane będzie z poprawą sytuacji podażowej na rynku pracy, wynikającą m.in. z redukcji klina płacowego.

Inflacja CPI w punkcie startowym projekcji lipcowej jest o 0,6 pkt. proc. wyższa od wyniku z projekcji kwietniowej. Do I kw. 2008 r. różnica pomiędzy projekcjami stopniowo się zwiększa (do 0,8 pkt. proc.), po czym w kolejnych kwartałach systematycznie maleje. W II poł. 2009 r. ścieżki inflacji się pokrywają. Wyższa inflacja CPI w punkcie startowym projekcji wynika z wyższej dynamiki cen żywności (wpływ 0,4 pkt. proc.) i cen paliw (wpływ 0,2 pkt. proc.), przy braku różnic w inflacji netto. Główną przyczyną wyższej ścieżki inflacji CPI w krótkim horyzoncie projekcji są również wyższe ceny żywności (średni wpływ w pierwszych czterech kwartałach projekcji: ok. 0,3 pkt. proc.) i paliw (ok. 0,3 pkt. proc.). Od końca 2007 r. do I poł. 2009 r. wyraźnie wyższa niż w projekcji kwietniowej jest także ścieżka inflacji netto.

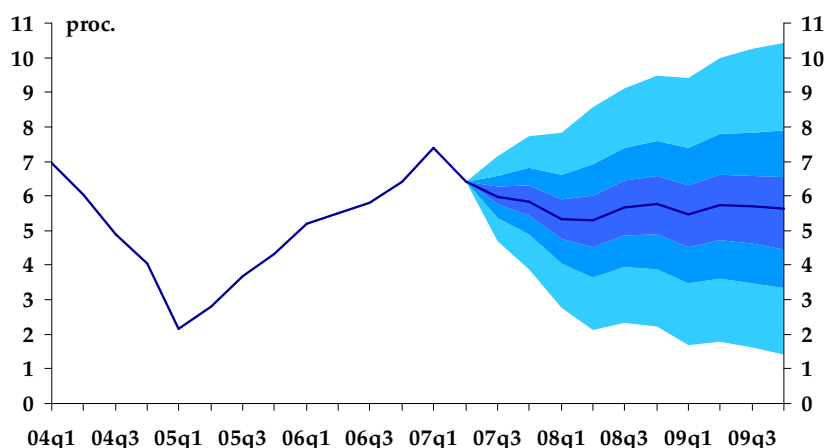
Zgodnie z aktualną projekcją, przy braku zmian stóp procentowych NBP, poziom celu inflacyjnego zostanie przekroczony w IV kw. 2007 r. Do końca horyzontu projekcji inflacja CPI będzie kształtować się w paśmie dopuszczalnych odchyień od celu, zbliżając się do górnej granicy pasma pod koniec 2009 r.

Prezentowana projekcja inflacji oraz tempa wzrostu PKB, jak każde przewidywanie dotyczące przyszłości gospodarczej, obarczona jest elementem niepewności. Na wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1 oraz 4.2) przedstawiono wpływ na projekcję tych źródeł niepewności, które można zmierzyć, przy założeniu, że model w sposób poprawny opisuje procesy gospodarcze. Są one wynikiem niedokładności statystycznego odwzorowania zależności pomiędzy zmiennymi makroekonomicznymi w modelu oraz niepewności co

do kształtowania się w przyszłości ścieżek zmiennych prognozowanych poza modelem. Pozostałe źródła niepewności zostały omówione w następnym podrozdziale.



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



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

W krótkim okresie najważniejszym źródłem niepewności dla projekcji inflacji jest niepewność związana z kształtowaniem się cen żywności. Istotnymi czynnikami są również niepewność składnika losowego<sup>3</sup> w równaniu inflacji netto oraz niepewność kształtowania się ścieżki cen ropy naftowej. W mniejszym stopniu na niepewność inflacji CPI wpływa niepewność związana z równaniem kursu walutowego oraz cen paliw.

W średnim okresie ceny żywności, ceny ropy oraz niepewność składnika losowego w równaniu inflacji netto nadal istotnie wpływają na niepewność projekcji, choć ich relatywne znaczenie maleje. Jednocześnie rośnie znaczenie niepewności związanej z

<sup>3</sup>Niepewność składnika losowego to niepewność wynikająca z nieprzewidywalności tych czynników determinujących daną zmienną, które nie są ujęte w opisującym ją równaniu w postaci zmiennych objaśniających.

kształtowaniem się czynników, które działają na inflację z pewnym opóźnieniem. Są to: deflator PKB, ceny importu i eksportu, kurs walutowy oraz zmienne opisujące rynek pracy. Ponadto pod koniec horyzontu prognozy można zaobserwować rosnący wpływ niepewności związanej z dokładnością odwzorowania inwestycji.

W krótkim okresie na niepewność projekcji PKB największy wpływ ma niepewność odwzorowania zmiennych bezpośrednio determinujących wzrost gospodarczy. W szczególności dotyczy to importu oraz eksportu. Istotna niepewność związana jest również z kształtowaniem się składnika losowego w równaniu inwestycji. Mniejszą rolę w wyjaśnianiu niepewności projekcji PKB w krótkim okresie odgrywa niepewność co do kształtowania się czynników nie uwzględnionych w równaniu zapasów.

W średnim okresie wpływ niepewności związanej z kształtowaniem się składnika losowego w równaniach eksportu oraz importu na projekcję PKB jest nieco mniejszy. Względnie niezmienny pozostaje natomiast wpływ niepewności związanej z równaniem inwestycji.

Kompleksowy obraz omówionych źródeł niepewności projekcji inflacji i PKB przedstawiono na wykresach wachlarzowych<sup>4</sup>.

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

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2007q3	0.06	0.82	1	0.52	0.94
2007q4	0.02	0.36	0.84	0.53	0.81
2008q1	0.07	0.34	0.71	0.53	0.64
2008q2	0.13	0.38	0.67	0.53	0.54
2008q3	0.12	0.35	0.64	0.52	0.51
2008q4	0.14	0.35	0.61	0.51	0.47
2009q1	0.15	0.34	0.59	0.51	0.44
2009q2	0.15	0.34	0.57	0.51	0.42
2009q3	0.15	0.33	0.56	0.51	0.41
2009q4	0.16	0.33	0.55	0.51	0.39

#### 4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej

Każda projekcja obarczona jest niepewnością, która *ex post* ujawnia się w postaci błędów projekcji. W analizie niepewności *ex ante* można wyróżnić dwie sytuacje. W pierwszej zakładamy, że w procesie prognozowania mylimy się wyłącznie w sposób losowy. Takie założenie pozwala zbudować wykres wachlarzowy i ująć na nim źródła niepewności projekcji przy założeniu, że sam model jest adekwatny. W drugiej sytuacji nie mamy pewności co do poprawności odwzorowania rzeczywistości przez model i liczymy się z

<sup>4</sup>Informacje na temat metody konstrukcji i interpretacji wykresów wachlarzowych opisano w ramce "Jak czytać wykresy wachlarzowe" we wcześniejszych *Raportach* (w *Raporcie* styczniowym na s. 87)

możliwością popełnienia systematycznego błędu, polegającego na systematycznym заниżaniu lub zawyżaniu prognozowanej ścieżki inflacji. Źródłem tego typu błędów mogą być problemy z właściwym odwzorowaniem w przyszłości procesów ekonomicznych (np. ze względu na zmiany w strukturze gospodarki, rewizje danych) oraz oddziaływanie na gospodarkę zjawisk nie ujętych w modelu. Poniżej analizujemy właśnie te źródła niepewności, mogące prowadzić do obciążenia ścieżki centralnej projekcji.

Głównym źródłem niepewności projekcji pozostaje *sytuacja na rynku pracy*. W projekcji lipcowej dynamika płac w latach 2007-2008 jest istotnie wyższa niż przewidywała to projekcja kwietniowa. Zmaterializowało się więc sygnalizowane przed kwartałem (i we wcześniejszych projekcjach) ryzyko zwiększonych napięć na rynku pracy. Jednocześnie presję płacową w projekcji, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie projekcji, łagodzi obniżka składki rentowej, częściowo hamująca żądania płacowe dzięki wzrostowi płac netto i obniżająca koszty przedsiębiorstw. Skala, w jakiej obniżka klina płacowego faktycznie przełoży się na złagodzenie napięć na rynku pracy w horyzoncie aktualnej projekcji, a w konsekwencji na zmiany cen, obarczona jest dużą niepewnością. Istotnym źródłem ryzyka pozostaje też siła przełożenia się ożywienia gospodarczego na wzrost efektywnej podaży pracy (liczbę aktywnych zawodowo i stopę bezrobocia NAWRU). Jakkolwiek kierunek i siła oddziaływania powyższych czynników ryzyka są trudne do określenia, ich wypadkowa wydaje się raczej wskazywać na możliwość wystąpienia większych napięć na rynku pracy niż przewiduje to projekcja.

Utrzymuje się wysoka niepewność związana z wykorzystywanymi w modelu *danymi BAEL*. Prowadzone w NBP badania wskazują, że na skutek niepełnego uwzględnienia migracji dynamika liczby pracujących wg BAEL była w ostatnich latach zawyżana. W rezultacie historyczny wzrost jednostkowych kosztów pracy, a w konsekwencji presja kosztowa, mogą być w punkcie startowym projekcji przeszacowane.

Nadal za istotne źródło niepewności należy uznać *zdolność przerzucania przez przedsiębiorców wzrostu kosztów na ceny wytwarzanych produktów w warunkach globalizacji*. Ocenia się, że skala tego ryzyka nie uległa zmianie w porównaniu z poprzednią projekcją.

Utrzymuje się ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z *niepełnieniem założenia o braku zmian w polityce gospodarczej w horyzoncie projekcji*. Ocenia się, że w związku z kosztowną dla finansów państwa redukcją składki rentowej, poziom tego ryzyka uległ podwyższeniu w porównaniu z projekcją kwietniową.

Wciąż istnieje ryzyko popełnienia błędu projekcji związane ze *spowolnieniem w gospodarce światowej*. Niemniej wydaje się, że prawdopodobieństwo "twardego lądowania" jest aktualnie niższe niż oceniano w poprzedniej projekcji.

Ze względu na trudności z prognozowaniem *kursu złotego*, istnieje wysokie ryzyko istotnych odchylen jego przyszłych realizacji od ścieżki z projekcji. Prognozowana deprecjacja nominalnej wartości złotego jest głównie związana z szybszym wzrostem cen w kraju niż zagranicą, w warunkach utrzymywania się stóp procentowych NBP na stałym poziomie oraz wzrostu stóp zagranicznych. Pomijając kwestie związane ze spójnością takiego scenariusza ocenia się, że ryzyko wokół prognozowanej obecnie ścieżki kursu rozkłada się w przybliżeniu symetrycznie.

### **Omówienie danych, które napłynęły po 22 czerwca 2007 r.**

Po upływie terminu zamknięcia założeń dla projekcji utrzymała się wzrostowa tendencja cen ropy. Ostatecznie średnia cena ropy Brent w II kw. 2007 r. wyniosła 68,7 USD/b (więcej o 0,7 USD/b niż założono w projekcji). Wzrost ryzyka geopolitycznego po próbach zamachów terrorystycznych w Wielkiej Brytanii oraz nie nadążająca za rosnącym popytem podaż paliw na rynku amerykańskim spowodowały, że 10 lipca br. ceny ropy osiągnęły poziom 77,5 USD/b - najwyższy od jedenastu miesięcy. Silny wzrost cen bieżących wpłynął na podwyższenie cen prognozowanych. Opublikowana 10 lipca 2007 r. prognoza cen ropy Departamentu Energii USA (skorygowana o różnicę cen kontraktów terminowych między ropą Brent a WTI) wskazuje, że średnioroczne ceny ropy mogą wynieść 67,9 USD/b w 2007 r., (tj więcej o 1,3 USD niż założono w projekcji), 68,6 USD/b w 2008 r. (więcej o 2,1 USD) i 66,3 USD/b w 2009 r. (więcej o 1,8 USD). Wskutek zmian na rynku ropy, wyżej niż założono kształtują się także ceny detaliczne paliw na rynku krajowym.

Już po zamknięciu założeń do projekcji Komisja Europejska wydała zgodę na wydłużenie do końca 2010 r. okresu stosowania obniżonych stawek VAT na niektóre towary i usługi w nowych krajach członkowskich, w tym m.in. na żywność nieprzetworzoną w Polsce. Może to przyczynić się do obniżenia dynamiki cen żywności w II kw. 2008 r. w stosunku do założonej w projekcji.

\*\*\*\*

Rozkład ryzyka ujętego na wykresie wachlarzowym w lipcowej projekcji inflacji jest niemal symetryczny. Spośród czynników nie uwzględnianych na tym wykresie i oddziałujących w kierunku wyższej niż w projekcji inflacji za najważniejsze należy uznać: prawdopodobny większy wzrost napięć na rynku pracy, większą ekspansywność polityki fiskalnej oraz szybszy wzrost cen ropy i paliw. Na niższą niż w projekcji ścieżkę inflacji wskazują natomiast: prawdopodobne obciążenie danych BAEL, mniejsza zdolność cenotwórcza przedsiębiorstw w warunkach globalizacji oraz ryzyko spowolnienia w gospodarce światowej. Biorąc pod uwagę wszystkie czynniki niepewności ocenia się, że ryzyko odchylenia przyszłej inflacji od centralnej ścieżki projekcji lipcowej jest w przybliżeniu symetryczne.





# Załącznik

## Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od marca do maja 2007 r.

- **Data:** 28 marca 2007

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

**Decyzja RPP:**

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie przeszedł

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 24 kwietnia 2007

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała w sprawie przyjęcia *Rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego* sporządzonego na dzień 31 grudnia 2006 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 25 kwietnia 2007

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

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

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 16 maja 2007

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała w sprawie przyjęcia *Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2006 r.*

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 16 maja 2007

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji *Założeń polityki pieniężnej na rok 2006.*

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 16 maja 2007

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała w sprawie zatwierdzenia *Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2006 r.*

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

- **Data:** 30 maja 2007

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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