

Raport o inflacji Listopad 2004

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Listopad 2004

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 modeli makroekonomicznych przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego pod kierunkiem Wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	7
1.1 Wskaźniki inflacji	7
1.2 Oczekiwania inflacyjne	10
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	13
Determinanty inflacji	15
2.1 Popyt	15
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	16
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	18
2.1.3 Popyt inwestycyjny	19
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	21
2.2 Produkcja	24
2.3 Rynek pracy	26
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	26
2.3.2 Płace i wydajność	29
2.4 Inne koszty i ceny	31
2.4.1 Ceny zewnętrzne	31
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	33
2.5 Rynki finansowe	35
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	35
2.5.2 Kurs walutowy	41
2.5.3 Kredyt i pieniądz	42
Polityka pieniężna w okresie wrzesień–listopad 2004 r.	51

SPIS TREŚCI

Projekcja inflacji	55
4.1 Wstęp	55
4.2 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych	56
4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych	57
4.4 Projekcja inflacji	58
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w III kw. 2004 r.	63

Synteza

W okresie, jaki upłynął od publikacji ostatniego *Raportu o inflacji* w sierpniu br., roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, po uprzednim silnym wzroście, utrzymywało się w przedziale 4,4-4,6%, pozostając znacznie powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego. Jednocześnie w tym okresie ustabilizowały się miary inflacji bazowej. Wyhamowaniu wzrostu inflacji towarzyszyło odwrócenie tendencji rosnących oczekiwań inflacyjnych, które w analizowanym okresie po raz pierwszy w br. ukształtowały się poniżej bieżącego tempa wzrostu cen.

Zahamowanie wzrostu inflacji wynikało przede wszystkim ze stopniowego ustępowania czynników, które przyczyniły się do silnego wzrostu cen w okresie poprzedzającym akcesję i w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE. W kierunku obniżenia inflacji działała również znacząca aprecjacja złotego. Wskazywała ona na wzrost prawdopodobieństwa niższego przebiegu inflacji w stosunku do scenariusza przedstawionego w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Ocenie trwałości umocnienia złotego towarzyszy jednak znaczna niepewność.

Na rzecz ograniczenia inflacji oddziaływała także sytuacja na rynku pracy. Spowolnieniu dynamiki płac towarzyszył utrzymujący się wysoki wzrost wydajności pracy. Ponadto, wolniejszy niż oczekiwano wzrost zatrudnienia również przyczynił się do obniżenia dynamiki spożycia prywatnego, tym samym osłabiając presję na wzrost cen.

Z drugiej strony, utrzymująca się istotna różnica pomiędzy bieżącym wskaźnikiem CPI a "inflacją netto" świadczyła o wciąż silnym wpływie wzrostu cen żywności i paliw na roczne tempo wzrostu cen ogółem. Nadal wysoka dynamika cen producenta (PPI), w warunkach wysokiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, wskazywała na utrzymujące się ryzyko przeniesienia efektów kosztowych na wzrost cen konsumpcyjnych. Obniżeniu inflacji nie sprzyjał ponadto dalszy wzrost cen ropy naftowej. Niemniej ich wpływ na krajowe ceny paliw był w analizowanym okresie ograniczany przez aprecjację złotego wobec dolara amerykańskiego.

Zdaniem Rady, obecnie dostępne dane oraz wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że dotychczasowe zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej w warunkach znaczącego wzrostu bieżącej inflacji i oczekiwań inflacyjnych przyczyniło się do ograniczenia presji płacowej (efektów drugiej rundy). Niemniej, oczekiwania inflacyjne osób prywatnych nadal utrzymują się na wysokim poziomie i – mając na uwadze, że pozostają one pod silnym wpływem bieżącego tempa wzrostu cen – prawdopodobnie

pozostaną powyżej celu RPP co najmniej do I kw. 2005 r. włącznie. W rezultacie, pełniejsza ocena efektów drugiej rundy będzie możliwa dopiero w II kw. przyszłego roku.

W analizowanym okresie utrzymywało się ożywienie w gospodarce światowej. Również tempo wzrostu polskiej gospodarki, mimo spowolnienia w porównaniu z I półroczem br., jest nadal wysokie i – według szacunków NBP – w III kw. br. wyniosło nieznacznie poniżej 5% r/r. Choć niewielkiemu pogorszeniu uległy wskaźniki koniunktury, wskazują one na kontynuację tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce. Niemniej od września do listopada wzrosła niepewność jak silne i trwałe będzie ożywienie gospodarcze w Polsce. Wzrost niepewności wynika przede wszystkim z niejasnej sytuacji dotyczącej siły ożywienia inwestycyjnego.

W ocenie Rady, przebieg procesów gospodarczych we wrześniu i październiku wskazywał, że inflacja w latach 2005-2006 będzie prawdopodobnie kształtować się niżej niż przedstawiono w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. W związku z tym Rada nie zmieniała w tym okresie parametrów polityki pieniężnej, utrzymując restrykcyjne nastawienie. Listopadowa projekcja inflacji potwierdziła, iż przebieg inflacji będzie niższy niż w projekcji sierpniowej, dlatego również w listopadzie Rada nie zmieniała wysokości stóp procentowych i utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

Zgodnie z projekcją listopadową, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego 2,5% w latach 2005-2006 jest mniejsze niż przedstawione w sierpniowym *Raporcie*, jednak nadal wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu. Z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,5-5,2% w IV kw. 2005 r. i 1,3-4,8% w IV kw. 2006 r. (w sierpniowej projekcji wartości te wynosiły odpowiednio 2,8-5,5% w IV kw. 2005 r. oraz 1,6-5,1% w IV kw. 2006 r.).

Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

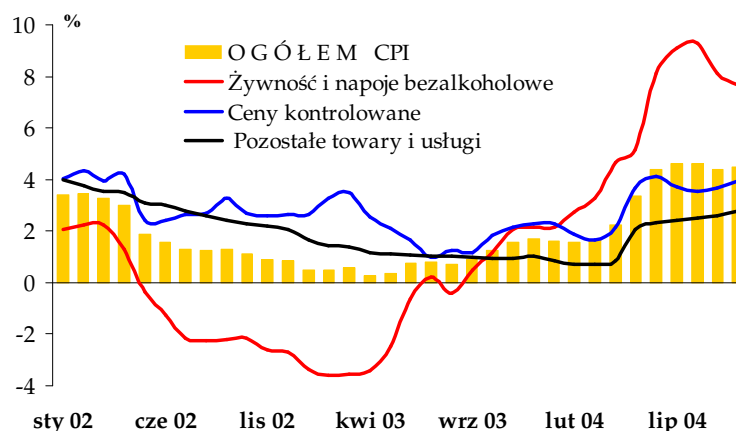
W miesiącach sierpień-październik br. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywało się na poziomie ok. 4,4-4,6%¹ (Wykres 1.1). Do zahamowania wzrostu inflacji przyczyniło się przede wszystkim stopniowe ustępowanie czynników powodujących jej przyspieszenie od II kwartału br. W szczególności dotyczy to cen żywności, które po silnym wzroście w okresie poprzedzającym akcesję do UE jak i w pierwszych miesiącach członkostwa, od sierpnia br. obniżyły się o 0,1%. Niemniej roczna inflacja nadal pozostaje na okresowo podwyższonym poziomie. Wynika to z odniesienia bieżącego poziomu cen do ich poziomu z okresu poprzedzającego wstąpienie Polski do UE. Czynniki wpływające na silny wzrost cen w ostatnich miesiącach (wzrost cen żywności, zmiany stawek podatków pośrednich, nowa taryfa celna) będą wpływały na kształtowanie się rocznej stopy inflacji na relatywnie wysokim poziomie do drugiego kwartału 2005 r.

Pomimo łącznego spadku cen żywności w analizowanym okresie, ich roczna dynamika nadal pozostaje wysoka (7,7% r/r w październiku br.) (Wykres 1.1). Z powodu utrzymywania się silniejszego popytu zewnętrznego na wybrane polskie produkty, w tym mleko, przetwory mleczne i mięso, należy spodziewać się dalszego wzrostu cen skupu niektórych produktów żywnościowych. Najnowsze prognozy cen żywności wskazują jednak na wygasanie proinflacyjnych wstrząsów na tym rynku, a obecna ocena tegorocznych zbiorów przez GUS jest bardziej optymistyczna niż informacje dostępne w sierpniu. W rezultacie, roczna dynamika cen żywności powinna w kolejnych miesiącach ulegać obniżeniu, przy czym wyraźna tendencja spadkowa wystąpi od II kwartału 2005 r.

Tempo wzrostu cen w grupie pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych² wzrosło z 2,5% r/r w lipcu i sierpniu do 2,8% r/r w październiku br. (Wykres 1.3). Zaobserwowane

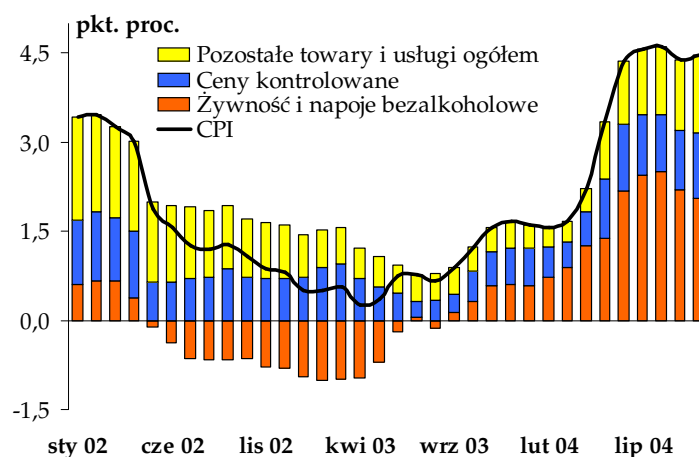
¹W dalszej części *Raportu* przyjęto następujące oznaczenia:
r/r - analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym
kw/kw - kwartał do poprzedniego kwartału
m/m - miesiąc do poprzedniego miesiąca

²Do grupy cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są ceny towarów i usług, kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe, tj. wyłączone z nich zostały grupy cen kontrolowanych.



Wykres 1.1: Zmiany (r/r) CPI i głównych kategorii cen

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.



Wykres 1.2: Dekompozycja CPI (r/r)

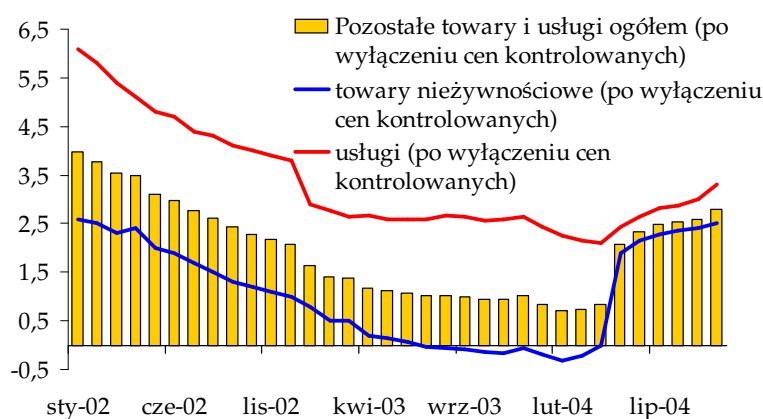
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

przyspieszenie tempa wzrostu tych cen wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen związanych z edukacją oraz cen w restauracjach i hotelach.

Podstawowym czynnikiem prowadzącym do wzrostu inflacji w grupie cen kontrolowanych były nadal rosnące ceny paliw na rynku krajowym. W analizowanym okresie wzrosły one łącznie o 5,7%³, co wynikało przede wszystkim z podwyżek cen ropy naftowej na świecie (o 29,7%). Niemniej w kierunku złagodzenia skutków wzrostu cen tego surowca na ceny paliw na rynku krajowym oddziaływało notowane od wielu miesięcy umocnienie złotego wobec dolara amerykańskiego.

Rosnące ceny ropy naftowej skutkują także wzrostem cen ropopochodnych nośników energii. Dotyczy to w szczególności cen gazu, których łączny wzrost w okresie sierpień

³Roczna dynamika cen paliw wyniosła 15,9% we wrześniu oraz 19,2% w październiku br.



Wykres 1.3: Zmiany (r/r) cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

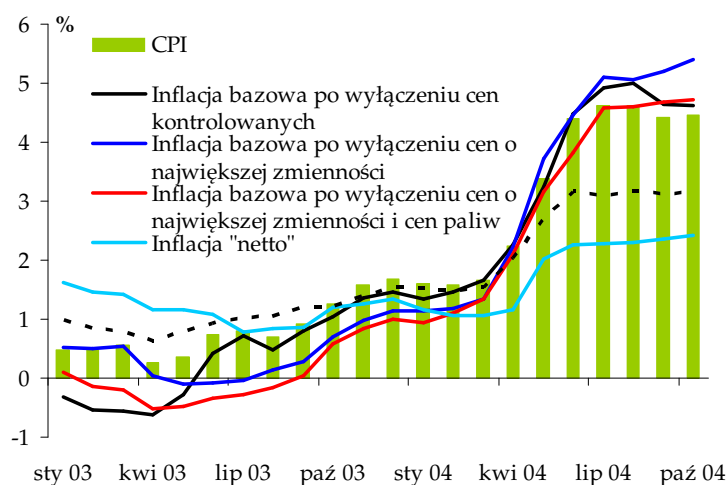
	Zmiany do analogicznego miesiąca poprzedniego roku (w %)										Zmiany do poprzedniego miesiąca (w %)									
	2004																			
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź
CPI	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	0,4	0,1	0,3	0,8	1,0	0,9	-0,1	-0,4	0,3	0,6
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:																				
Cen kontrolowanych	1,3	1,5	1,7	2,3	3,2	4,5	4,9	5,0	4,6	4,6	0,3	0,1	0,3	0,9	1,0	1,2	-0,2	-0,6	0,2	0,6
Cen o największej zmienności	1,1	1,2	1,3	2,2	3,7	4,5	5,1	5,1	5,2	5,4	0,1	0,1	0,2	0,7	1,1	0,0	0,8	0,2	0,3	0,8
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,9	1,1	1,3	2,1	3,2	3,8	4,6	4,6	4,7	4,7	0,0	0,0	0,1	0,7	0,9	0,0	0,9	0,1	0,2	0,7
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1,2	1,1	1,1	1,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3
15% średnia obcięta	1,5	1,5	1,5	2,0	2,7	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej w 2004 r.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

– październik br. wyniósł 2,7%. Silniejsze przyspieszenie cen tego nośnika energii może wystąpić w przyszłym roku, wraz z wejściem w życie nowych taryf (zatwierdzanych przez URE) na gaz z sieci.

Przebieg procesów inflacyjnych w miesiącach sierpień-październik wskazuje, że cenowe skutki wstąpienia Polski do Unii Europejskiej, takie jak efekty unii celnej i podwyżek podatków pośrednich, stopniowo wygasają. Znajduje to także odzwierciedlenie w kształtowaniu się wskaźników inflacji bazowej. W przypadku 15-procentowej średniej obciętej, charakteryzującej się bardziej wyrównanym przebiegiem oraz tzw. "inflacji netto" zaobserwowana dynamika w październiku br. była niższa niż dynamika bieżącego wskaźnika CPI (Tabela 1.1, Wykres 1.4). Różnica pomiędzy CPI a "inflacją netto" jest w dalszym ciągu znaczna i świadczy o nadal silnym wpływie wzrostu cen żywności i paliw na roczne tempo wzrostu cen ogółem. Na ustępowanie wpływu czynników



Wykres 1.4: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (zmiany do analogicznego miesiąca roku poprzedniego w proc.)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

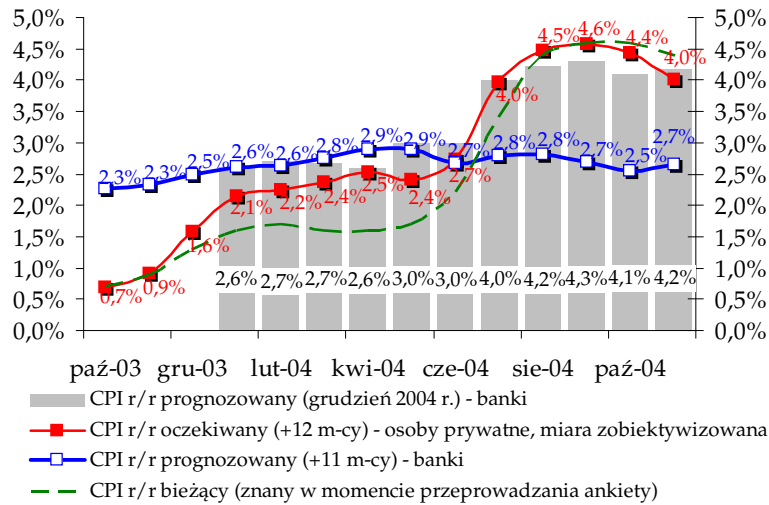
przejściowych związanych z akcesją do UE wskazuje jednak zahamowanie wzrostu bieżącej inflacji oraz ustabilizowanie się różnicy pomiędzy wskaźnikiem CPI a bazową "inflacją netto".

1.2 Oczekiwania inflacyjne

W analizowanym okresie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych pozostawały powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego NBP (Wykres 1.5)⁴. Wraz z ustępowaniem niektórych z czynników przyczyniających się do przyspieszenia inflacji w ostatnich miesiącach, odnotowano wyhamowanie wzrostu, a w październiku i listopadzie – spadek oczekiwań inflacyjnych. W rezultacie, w miesiącach tych po raz pierwszy od września 2003 r. przyjęły one wartość niższą od bieżącej stopy inflacji, znanej w momencie przeprowadzania ankiety. Spadek oczekiwań inflacyjnych wynika przede wszystkim z obserwowanej od maja br. poprawy struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe dotyczące przewidywanego tempa wzrostu cen⁵ (Wykres 1.6). Na

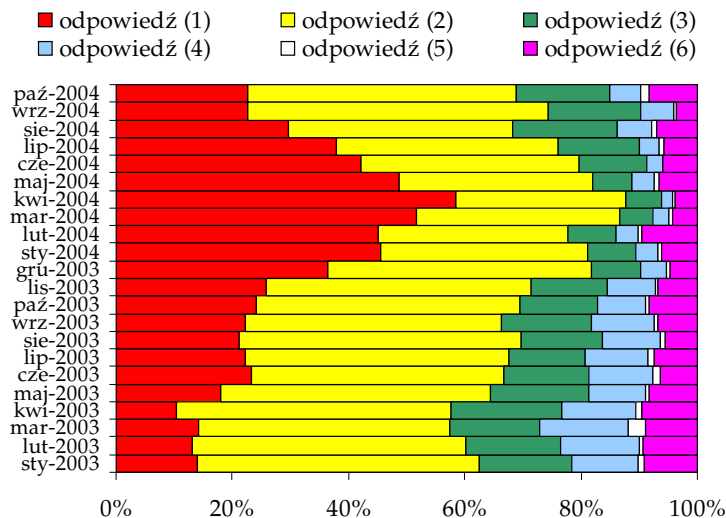
⁴Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i prognozy analityków bankowych nie są w pełni porównywalne ze względu na odmienny horyzont czasowy: analitycy bankowi deklarują swoje przewidywania na miesiąc poprzedzający analogiczny miesiąc następnego roku, natomiast osoby prywatne - na analogiczny miesiąc następnego roku. Poza tym należy wziąć pod uwagę fakt, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są obiektywizowane, tj. kwantyfikowane przy założeniu, iż respondenci postrzegają przebieg procesów cenowych przez pryzmat oficjalnych statystyk inflacji.

⁵O poprawie nastrojów osób prywatnych dotyczących przebiegu procesów cenowych w okresie od lipca do października br. świadczy m.in. istotny spadek (o ponad 15 pkt. proc.) odsetka respondentów najbardziej pesymistycznych, twierdzących, że w okresie kolejnych 12 m-cy ceny będą rosły szybciej niż dotychczas.



Wykres 1.5: Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i prognozy inflacyjne analityków bankowych w okresie od października 2003 r. do października 2004 r.

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

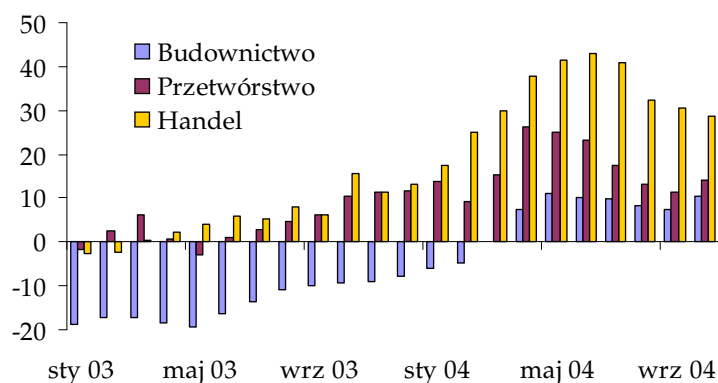


Wykres 1.6: Struktura odpowiedzi na pytanie firmy Ipsos

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Ipsos.

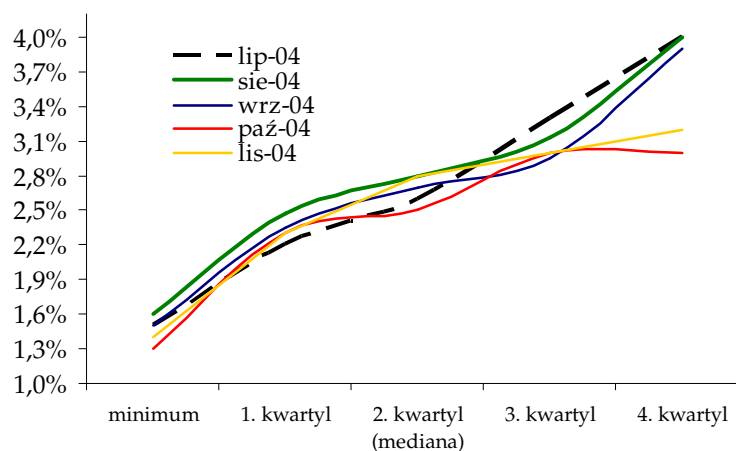
wygasanie czynników prowadzących do przejściowego wzrostu cen w pierwszych miesiącach członkostwa Polski w UE wskazują także badania koniunktury GUS (Wykres 1.7).

W analizowanym okresie prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja za 11 miesięcy uległa zaledwie nieznacznemu obniżeniu i znajduje się obecnie powyżej celu inflacyjnego RPP (Wykres 1.5). Jednocześnie spadła niepewność prognoz,



Pytanie ankiety: „Przewidywane ceny sprzedaży produktów wytwarzanych przez przedsiębiorstwo: (1) wzrosną; (2) pozostaną bez zmian; (3) spadną”. Saldo ocen odpowiada różnicy między procentem odpowiedzi na wariant pierwszy i wariant trzeci.

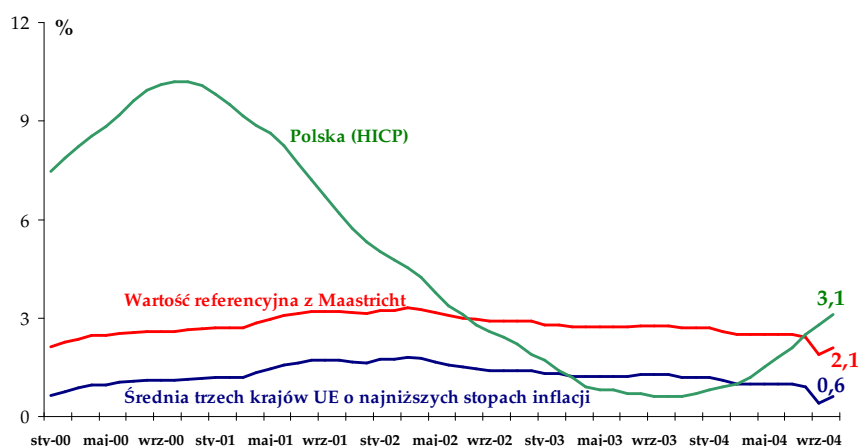
Wykres 1.7: Prognozowane zmiany trendów cen w budownictwie, przetwórstwie i handlu w okresie najbliższych 3 miesięcy - saldo ocen
Źródło: Badania koniunktury GUS.



Wykres 1.8: Rozkład prognoz inflacyjnych analityków bankowych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

wyrażona zmniejszeniem przedziału deklaracji pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem oczekiwanej inflacji (Wykres 1.8).

Można oczekiwać, że w horyzoncie najbliższych miesięcy na oczekiwania inflacyjne osób prywatnych będą oddziaływały głównie trzy czynniki. Pierwszym będzie prognozowane utrzymanie się inflacji do połowy 2005 r. na relatywnie wysokim poziomie. Drugim, obserwowana w przeszłości tendencja do szybkiego powrotu oczekiwań inflacyjnych do poziomu bieżącej inflacji, co może wskazywać na tendencję do pewnego



Wykres 1.9: Inflacja w Polsce (HICP 12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht (w proc.)

Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

wzrostu oczekiwań z poziomu 4% odnotowanego w listopadzie. Trzecim czynnikiem będzie dalsze możliwe wygasanie obaw o wzrost inflacji związanych z przystąpieniem do Unii Europejskiej, co może neutralizować powyższą tendencję wzrostową. W sumie, można oczekiwać, że oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w najbliższym okresie pozostaną najprawdopodobniej względnie stabilne, a ich wyraźniejszy spadek powinien nastąpić dopiero w momencie obniżenia się bieżącej dynamiki cen.

1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

Przyspieszenie inflacji w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UE oraz w pierwszych miesiącach członkostwa, a następnie jej utrzymywanie się na podwyższonym poziomie, znajduje odzwierciedlenie w systematycznym wzroście średniorocznego tempa wzrostu cen, mierzonych zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych HICP⁶ (do 3,1% w październiku br.). W konsekwencji w sierpniu br. Polska przestała spełniać kryterium stabilności cen. Do pogłębienia różnicy między średnioroczną inflacją w Polsce a wartością referencyjną⁷ (wykres 1.9) przyczyniło się również obniżenie średniej inflacji w grupie krajów referencyjnych, przy czym jej najsilniejszy spadek nastąpił we wrześniu br. (do 1,9%)⁸.

⁶Różnica między indeksem CPI i HICP – patrz: *Raport o inflacji, sierpień 2004 r.*

⁷Wartość referencyjna – patrz: *Raport o inflacji, sierpień 2004 r.*

⁸Powyższe szacunki wartości referencyjnej są zgodne ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję Europejską, przedstawionym w Raplocie o konwergencji za 2004 r. W odróżnieniu od stanowiska Komisji, Europejski Bank Centralny (EBC) nie uzależnia wyłączenia danego kraju z grupy trzech członków UE o najbardziej stabilnych cenach od tego, czy wystąpiła w nim deflacja, lecz od tego, czy jego średnioroczna inflacja różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. Ocena, czy taka sytuacja ma miejsce, jest jednak dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez

Radę Ogólną (General Council) EBC. W rezultacie, o ile w sierpniu br. do grupy krajów referencyjnych nie została włączona Litwa z deflacją 0,2%, w przeciwieństwie do Finlandii z inflacją 0,4%, to na przykład odnotowana we wrześniu na Litwie średnioroczna inflacja w wysokości 0,1% nie gwarantuje – w ocenie EBC, że kraj ten powinien być już uwzględniany przy wyznaczaniu wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen.

Determinanty inflacji

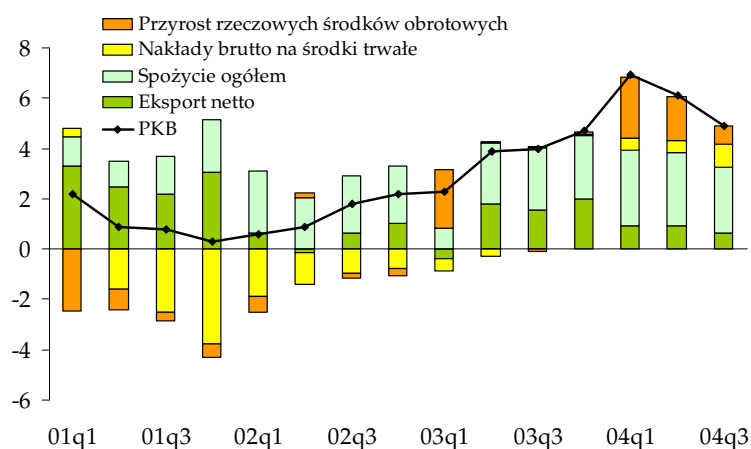
2.1 Popyt

Według szacunków NBP, w III kw. br. tempo wzrostu PKB obniżyło się do poziomu nieznacznie poniżej 5% r/r. Oznacza to utrwalenie obserwowanego od III kw. 2003 roku ożywienia gospodarczego, przy jednoczesnym obniżeniu dynamiki w stosunku do pierwszej połowy roku (ok. 6,5% r/r), kiedy to wystąpiły czynniki jednorazowe, związane z wejściem Polski do Unii Europejskiej. Osłabienie dynamiki dotyczyło przede wszystkim popytu krajowego, głównie w zakresie przyrostu zapasów i rezerw, których nadspodziewanie wysoki przyrost w I półroczu 2004 roku był związany z efektem akcesji. Niewielkiemu osłabieniu uległa dynamika eksportu i importu, dając w rezultacie podobny jak w poprzednich kwartałach wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

W zakresie popytu krajowego, ocenia się, że większe od notowanego w II kw. br., choć mniejsze od oczekiwań NBP, było w III kw. br. tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe (nieco powyżej 6,5% r/r). Przy szacowanej jako wyraźnie niższa dynamice zapasów przyniosło to znaczne zmniejszenie tempa wzrostu akumulacji w III kw. br. Nieznacznie zmniejszyło się tempo wzrostu spożycia indywidualnego, przy utrzymaniu umiarkowanego, obserwowanego w poprzednich kwartałach, wzrostu zatrudnienia i płac nominalnych, których wartość realną obniżała silniej niż w poprzednich kwartałach rosnąca inflacja. Nie uległa natomiast zmianie dynamika spożycia zbiorowego (ok. 2% r/r).

Ocenia się, że wyniki III kw. potwierdzają przewidywane przez NBP utrwalenie się tendencji wzrostowych w gospodarce. Za godne podkreślenia należy wskazać stopniową odbudowę popytu inwestycyjnego, którego skala w nadchodzących kwartałach obarczona jest jednak dużą niepewnością.

⁹Począwszy od bieżącego *Raportu o Inflacji* wiele danych jest prezentowanych w formie odsezonowanej. Wykorzystanie w analizie danych odsezonowanych umożliwia dokonywanie porównań wartości zmiennych nie tylko z analogicznymi okresami lat poprzednich, ale również np. dla sąsiednich okresów. Dane odnośnie PKB zostały odsezonowane przez GUS. Pozostałe szeregi prezentowane w *Raporcie* odsezonowano w NBP, wykorzystując metodę TRAMO-SEATS (spopularyzowaną przez Bank Hiszpanii) oraz w niektórych przypadkach metodę X.11 ARIMA lub Census X.11 Multiplicative.



Wykres 2.10: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

Źródło: Dane GUS, III kwartał 2004 – szacunki NBP.

	2002q3	2002q4	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2
PKB	1,1	0,7	0,4	1,5	1,3	1,5	2,4	0,4
Popyt krajowy	0,7	0,4	0,4	0,7	0,9	1,1	1,7	1,2
Spożycie ogółem	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9
Spożycie indywidualne	1,0	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,9
Spożycie zbiorowe	-0,3	0,5	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Akumulacja	-0,3	0,4	-0,3	-0,8	2,2	2,9	6,1	2,3
Nakłady na środki trwałe brutto	-1,2	0,5	-1,0	0,3	0,4	0,4	1,1	0,8

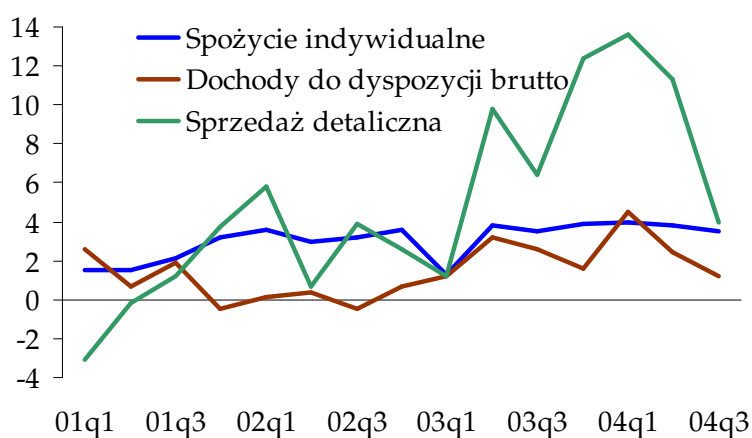
Tabela 2.2: Tempo wzrostu PKB i składników popytu w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. (wyrównane sezonowo⁹)

Źródło: Dane GUS.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

W III kwartale br. tempo wzrostu spożycia indywidualnego uległo niewielkiemu obniżeniu, zgodnie z oczekiwaniami NBP. Znalazło to przede wszystkim odzwierciedlenie w zmniejszeniu dynamiki sprzedaży w branżach, które przed wstąpieniem Polski do UE (do maja br.) notowały wyjątkowo dobre wyniki w związku z oczekiwanym po akcesji wzrostem cen. W III kwartale br. sprzedaż detaliczna dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku (meble, RTV, AGD) była mniejsza niż przed rokiem o 37,1%, natomiast w branży motoryzacyjnej wzrosła o zaledwie 1,5% r/r podczas gdy w I i II kwartale wzrost sprzedaży tej branży wyniósł odpowiednio 24,6% i 12,9% r/r.

Na osłabienie tempa wzrostu konsumpcji wpłynęła niższa niż w II kwartale dynamika siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Choć nominalnie wzrost dochodów był podobny do notowanego w poprzednich kwartałach (o ok. 6% r/r), to przyspieszenie wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych spowodowało, że w ujęciu realnym wzrost obniżył się do ok. 1,5% r/r.



Wykres 2.11: Tempa wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto, sprzedaży detalicznej w porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku (ceny stałe)

Źródło: Dane GUS, III kwartał – szacunki NBP.

	2003q4	2004q1	2004q2	2003q4	2004q1	2004q2
	kw/kw odsezonowane			r/r		
Zatrudnienie w gospodarce	-0,5	0	0	-2,9	-1,3	-0,7
Przeciętne wynagrodzenia nominalne	0,7	2,8	0,4	2,3	4,6	4,2
Przeciętne wynagrodzenia realne	-0,1	2,9	-1,5	0,9	3	1
Fundusz płac w gospodarce nominalnie	0,5	2,7	0,7	1,3	4,4	4,5
Fundusz płac w gospodarce realnie	-0,4	2,7	-1,3	-0,2	2,8	1,2

Tabela 2.3: Dynamika zatrudnienia, przeciętnego wynagrodzenia oraz funduszu płac w gospodarce (w proc.) w okresie IV kw 2003 – II kw 2004

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Według szacunków NBP do wzrostu dochodów do dyspozycji brutto przyczyniło się zwiększenie dochodów z działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów prywatnych właścicieli. Wolniejszy niż w I i II kwartale br. był natomiast wzrost dochodów z pracy najemnej i transferów socjalnych. W sektorze przedsiębiorstw, przy podobnym do notowanego w poprzednim kwartale spadku przeciętnego zatrudnienia, niższy był wzrost przeciętnych wynagrodzeń. W wyniku wzrostu inflacji realnie płace w sektorze przedsiębiorstw były nieco mniejsze niż przed rokiem. Podobnie mniejsza niż w III kwartale ub.r. była siła nabywcza wypłat świadczeń społecznych pieniędzy.

Jednoczesne obniżenie realnego wzrostu dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych oraz osłabienie dynamiki wzrostu spożycia indywidualnego oznacza, że nie uległa zmianie spadkowa tendencja oszczędności brutto gospodarstw domowych. Podobnie jak w II kwartale br. oszczędności były mniejsze niż przed rokiem o ok. 1 mld zł. Zmianie uległa jednak struktura oszczędności. Obniżyło się wysokie w dwóch poprzednich kwartałach tempo wzrostu oszczędności niefinansowych (m. in. przeznaczonych na finansowanie budownictwa mieszkaniowego), wzrosła natomiast dynamika oszczędności finansowych.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

W okresie lipiec-wrzesień br. budżet państwa odnotował dalszy wzrost deficytu, co wynikało przede wszystkim z szybszego wzrostu wydatków. Na koniec września br. deficyt budżetowy osiągnął 63,7% planowanej wielkości i ukształtował się poniżej wartości notowanych w latach ubiegłych.

Od sierpnia br. stopniowej poprawie uległa sytuacja dochodowa budżetu państwa. Dochody z podatków pośrednich wykazały istotny wzrost za sprawą wygaszenia "efektu unijnego", tj. notowanego po 1 maja br. ubytku dochodów, na skutek zmian w sposobie ich pobierania i rozliczania, jak również ponownego, po przedakcesyjnym, wzrostu popytu krajowego. Na wysokim poziomie utrzymują się także wpływy z podatków dochodowych od osób prawnych i fizycznych. Ponadto regularnie, co miesiąc od momentu akcesji, budżet państwa zasilany jest wpłatami środków z budżetu UE, tzw. ryczałtem na poprawę płynności.

W III kwartale br. realizacja wydatków budżetu państwa uległa przyspieszeniu. Po sprowadzeniu do porównywalności¹⁰, były one nominalnie wyższe o 7,6% r/r, wobec 5,1% r/r odnotowanych w II kwartale br. Jednocześnie, mimo wzrostu inflacji, wydatki budżetowe zwiększyły się realnie do ok. 3% r/r (z ok. 1,7% w II kwartale br.). Znaczącą pozycję wydatków stanowią wydatki o charakterze konsumpcyjnym, w tym wydatki bieżące m.in. na świadczenia społeczne oraz wynagrodzenia (ok. 70%). W analizowanym okresie obserwowany był wzrost środków wydatkowanych przez Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (nominalnie o 10,4% r/r) oraz Narodowy Fundusz Zdrowia (nominalnie o 8,2% r/r), a także prawdopodobny dalszy wzrost wydatków realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego¹¹. Wydatki sektora finansów publicznych o charakterze inwestycyjnym nie miały w analizowanym okresie istotnego wpływu na zwiększenie popytu inwestycyjnego w kraju.

W kolejnych miesiącach br. należy oczekiwać, dalszego przyspieszenia realizacji wydatków publicznych i w konsekwencji szybszego, niż w ubiegłych miesiącach br., narastania deficytu. Będzie to rezultatem wzrostu wydatków inwestycyjnych ograniczanych w I połowie br., jak również związanych z uruchomieniem środków krajowych na współfinansowanie projektów z funduszy unijnych i rozpoczętą już od października br. realizacją dopłat bezpośrednich dla rolników. Nie istnieje jednak zagrożenie, iż deficyt sektora finansów publicznych ukształtuje się powyżej wartości zaplanowanej na bieżący rok.

Przedłożony na 2005 r. projekt ustawy budżetowej przewiduje obniżenie deficytu budżetu państwa o ok. 1,2 pkt. proc. PKB, co z zakładanym ograniczeniem deficytu pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, pozwoli jedynie na zahamowanie dotychczasowej tendencji wzrostu deficytu sektora finansów publicznych. Planowane

¹⁰Wydatki budżetu państwa skorygowane o środki z budżetu państwa na dotacje dla FUS z tytułu ubytku składek na ubezpieczenia społeczne przekazywanych do OFE.

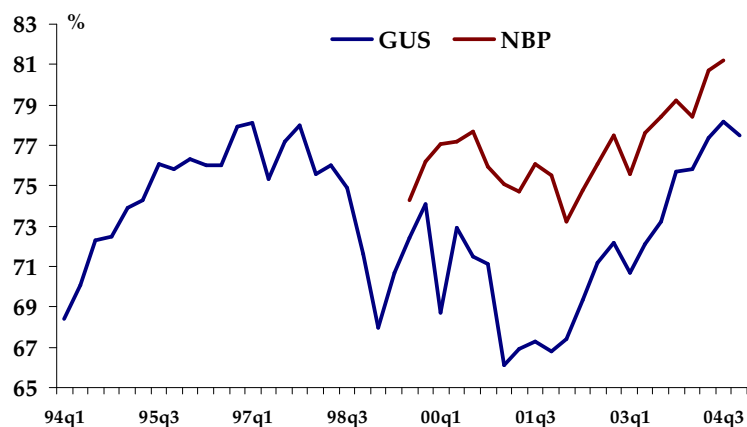
¹¹Na podstawie sprawozdań z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego, w I kwartale br. jednostki te wykazały nominalny wzrost wydatków ogółem w wysokości 4,2% r/r, natomiast w II kwartale br. – 8,5% r/r.

ograniczenie deficytu budżetowego nie stabilizuje również relacji państwowego długu publicznego do PKB. Przewiduje się, iż wydatki sektora finansów publicznych obniżą się w 2005 r. w relacji do PKB o ok. 1,3 pkt. proc., jednakże ich poziom nadal będzie wysoki, a więc niekorzystny z punktu widzenia długofalowego wzrostu. Wciąż wysoki pozostaje udział wydatków sztywnych i socjalnych w wydatkach publicznych, a ich spadek w 2005 r. jest w dużej mierze efektem jednorazowym. Istnieje wysoka niepewność, co do ostatecznego kształtu budżetu na 2005 r. z powodu m.in. uwzględnienia w projekcie budżetu skutków finansowych ustaw z *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*, które nie zostały jeszcze uchwalone przez parlament. Wprowadzenie w życie kolejnych rozwiązań oszczędnościowych ma kluczowe znaczenie dla zatrzymania narastania długu publicznego i uniknięcia przekroczenia konstytucyjnej granicy zadłużenia, a przede wszystkim dla utrzymania długotrwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

Według ocen NBP, w III kwartale br. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła niespełna 7% r/r, co oznacza przyśpieszenie w stosunku do I półrocza (3,4% r/r), chociaż w skali mniejszej od oczekiwań. Według danych GUS za I półrocze, w II kwartale br. nakłady brutto na środki trwałe zwiększyły się o 3,3% r/r (0,8% kw/kw odsezonowane), a więc o mniej niż w I kwartale br., kiedy to wzrost wyniósł 3,5% r/r (1,1% kw/kw odsezonowane). W danych GUS za I półrocze br. zwraca uwagę znaczna rozbieżność między dynamiką nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach zatrudniających 50 i więcej pracowników, która wyniosła realnie 8,7% r/r, a odpowiednią dynamiką w całej gospodarce. Wolniejszy wzrost nakładów inwestycyjnych w całej gospodarce niż w sektorze przedsiębiorstw (zatrudniających co najmniej 50 pracowników) oznacza, że w innych podmiotach gospodarki klimat inwestycyjny był odpowiednio gorszy. Według ocen NBP, w II półroczu br. ta sytuacja uległa zmianie. Poprawił się klimat inwestycyjny i możliwości finansowania nakładów w innych sektorach instytucjonalnych (między innymi dzięki funduszom unijnym). W sektorze przedsiębiorstw utrzymały się korzystne uwarunkowania dla inwestycji. Rosnące możliwości finansowania inwestycji i bardzo wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych, ograniczający możliwości zaspokojenia popytu bez dostosowań po stronie podażowej (bez inwestycji), sprzyjają dalszemu ożywieniu aktywności inwestycyjnej (wykres 2.12).

Istnieje jednak duża niepewność odnośnie bieżącej i przyszłej dynamiki inwestycji. W świetle badań koniunktury NBP w drugim z kolei kwartale spada odsetek przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji. Wśród ankietowanych przez NBP przedsiębiorstw najwyższy udział nowych inwestorów obserwowano w I kwartale br. (prognoza na II kwartał br.). Prognoza podjęcia działalności inwestycyjnej w IV kwartale br. niewiele różni się od zanotowanej przed rokiem. Spadek udziału nowych inwestorów może być powodowany istniejącym zaangażowaniem inwestycyjnym w wyniku rozpoczynania inwestycji w poprzednich okresach. Z drugiej strony, może on jednak wskazywać na pogorszenie nastawienia inwestycyjnego przedsiębiorstw, znaj-



Wykres 2.12: Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP) w proc.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy niż to wynika z badań ankietowych NBP. Różnica ta jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 2500 jednostek przemysłowych i obejmuje tylko trzy sekcje przemysłu. Próba NBP liczy natomiast (we wrześniu 2004 r.) ok. 640 przedsiębiorstw z całego sektora przedsiębiorstw. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

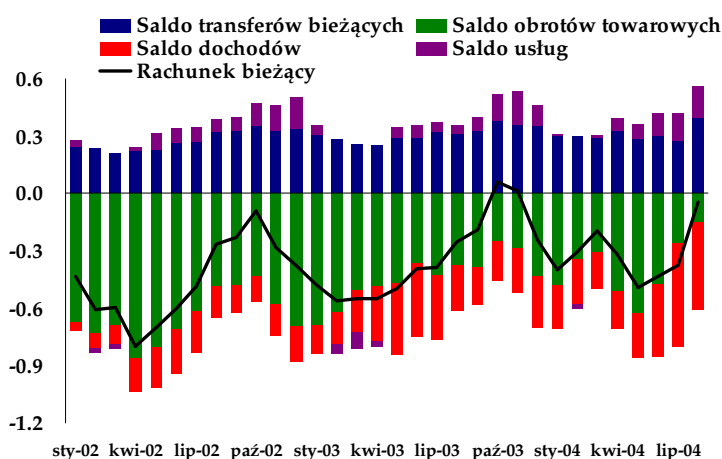
dujące odzwierciedlenie w sygnalizowanej przez badania koniunktury gospodarczej GUS utrzymującej się niepewności co do sytuacji gospodarczej w przetwórstwie (dotyczy około 50% respondentów). Bilans ryzyk w zakresie inwestycji wskazuje, że wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw może być obecnie mniejszy od prognozowanego przez NBP.

Zapasy

Z danych z formularzy F-01 wynika, że w II kw. 2004 r. poziom zapasów ogółem w przedsiębiorstwach zwiększył się (w cenach bieżących) o 14% r/r (9,2% r/r w I kw.), co oznacza najwyższą dynamikę od 2000 r. Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost zapasów była wysoka dynamika zapasów materiałów (19,4%) oraz towarów (16,2%). Nieznaczny tylko wzrost odnotowano natomiast w przypadku zapasów produktów gotowych (3,2%) i produktów w toku (5,9%), czemu towarzyszyło jednak znaczące przyspieszenie przychodów ze sprzedaży (z 11,4% r/r w II kw. 2003 r. do 19,2% r/r w II kw. 2004 r.). W rezultacie, w II kw. br. relacja zapasów produktów gotowych i produkcji w toku do sprzedaży zmniejszyła się w ciągu dwunastu miesięcy o 1,3 pkt. proc. do poziomu 9,3%. Zapasy zwiększyły się zatem przede wszystkim na skutek zwiększonego zapotrzebowania na surowce i materiały, a nie w wyniku nadmiernej produkcji w stosunku do popytu. Potwierdzałoby to tezę, że wzrost zapasów w tym okresie wynikał z obserwowanego ożywienia gospodarczego, wzmocnionego w I półroczu przez efekt akcesji.

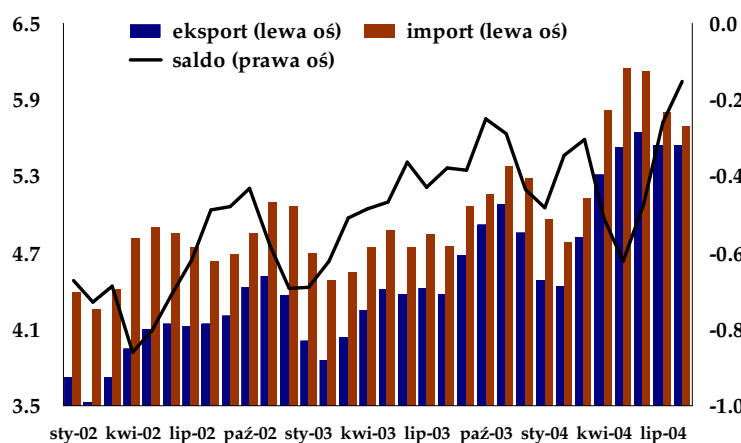
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

W okresie styczeń-sierpień 2004 r. nadal poprawiało się saldo na rachunku obrotów bieżących. W ciągu pierwszych ośmiu miesięcy br. deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,75 mld EUR (według szacunków wstępnych), podczas gdy w analogicznym okresie 2003 r.: 3,37 mld EUR. W okresie styczeń-sierpień br. na poprawę salda rachunku obrotów bieżących wpłynęło zmniejszenie ujemnego salda obrotów towarowych oraz wzrost nadwyżki usług i transferów. Natomiast w kierunku zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących oddziaływało pogłębienie się ujemnego salda dochodów (wykres 2.13).



Wykres 2.13: Bilans obrotów bieżących – dane miesięczne (trzymiesięczna średnia ruchoma, mld EUR)

Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.14: Polski handel zagraniczny – dane miesięczne (trzymiesięczna średnia ruchoma, w mld EUR)

Źródło: Dane NBP.

Poprawa salda obrotów towarowych wynikała z utrzymującego się wyższego tempa wzrostu eksportu niż importu. W okresie styczeń-sierpień 2004 r. wartość eksportu wzrosła o 23,5% (r/r), natomiast wartość importu zwiększyła się o 19,0%, co potwierdza znaczne przyspieszenie tempa obrotów handlowych w porównaniu z rokiem ubiegłym (w okresie styczeń-sierpień 2003 r. wartość eksportu wzrosła o 6,8%, a importu zaledwie o 1,6%)¹².

W okresie maj-sierpień 2004 r. nastąpiło przyspieszenie dynamiki polskiego eksportu¹³. Trudno obecnie stwierdzić, w jakim stopniu przyczyniło się do tego przystąpienie Polski do UE zwłaszcza, że najwyższy wzrost nastąpił w eksporcie do krajów trzecich (a więc poza UE). Wyraźne przyspieszenie nastąpiło w eksporcie do krajów Europy Środkowej i Wschodniej¹⁴. Szybciej rósł także eksport do krajów rozwijających się oraz krajów rozwiniętych poza UE. Natomiast pewne niewielkie osłabienie dynamiki eksportu nastąpiło w przypadku sprzedaży do krajów UE. Osłabienie to mogło jednak wynikać z przyspieszenia dostaw do UE w okresie poprzedzającym członkostwo Polski w UE, antycypujących przejściowe trudności dla przedsiębiorstw związane ze zmianami zasad w polskim handlu zagranicznym, jakie nastąpiły po 1 maja br. Niemniej jednak utrzymanie wysokiego 20% wzrostu sprzedaży do UE (na którą w okresie styczeń-sierpień 2004 r. przypadało 80,6% całego polskiego eksportu) jest głównym czynnikiem dynamizującym polski eksport.

Utrzymaniu się wysokiej dynamiki eksportu sprzyja koniunktura w gospodarkach najważniejszych partnerów handlowych Polski. Jednym z głównych czynników wzrostu PKB w Niemczech jest handel zagraniczny – dużemu zwiększeniu niemieckiego eksportu towarzyszy w br. wyraźny wzrost importu¹⁵. Wyraźne przyspieszenie nastąpiło również w imporcie strefy euro¹⁶. Efektem tego był wysoki wzrost polskiego eksportu do strefy euro w 2004 r. W okresie pierwszych ośmiu miesięcy br. import krajów strefy euro z Polski zwiększył się o 13,6% r/r. Jednocześnie dane te wskazują, że w bieżącym roku Polska odznacza się najszybszym wzrostem eksportu spośród wszystkich krajów członkowskich Unii Europejskiej i jednym z najwyższych wzrostem importu.

Jeśli chodzi o strukturę towarową, to w okresie maj-sierpień 2004 r. większe znaczenie

¹²Zarówno dane NBP, jak i GUS wskazują na wysoką dynamikę w polskim handlu zagranicznym. Jednak analizę i ocenę zjawisk występujących w br. w eksporcie i imporcie w znaczący sposób utrudniają zmiany w systemie polskiej statystyki handlu zagranicznego wprowadzone po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej (Por. *Raport o Inflacji*, sierpień 2004 r.). Na obecnym etapie funkcjonowania nowego systemu do publikowanych danych należy odnosić się z ostrożnością i uważać je za wstępne, gdyż w kolejnych miesiącach ulegają one głębokim korektom.

¹³Dane GUS wskazują, że w okresie maj-sierpień 2004 wartość eksportu wzrosła o 23% r/r (podczas gdy w okresie styczeń-kwiecień o 21%). Natomiast wartość importu zwiększyła się w tym czasie o 16% wobec 19% w ciągu pierwszych czterech miesięcy br.

¹⁴Tzn. Rosji, Ukrainy, Rumunii, Białorusi, Bułgarii, Mołdawii i Albanii. Spośród tych krajów najszybciej rośnie sprzedaż Polski do Rosji.

¹⁵W każdym kolejnym kwartale następowało przyspieszenie dynamiki importu Niemiec, o ile w I kwartale 2004 import zwiększył się zaledwie o 1,9%, w II kwartale przyspieszył do 7,7%, a w okresie lipiec-sierpień 2004 r. wzrósł aż o 13,5%.

¹⁶W okresie styczeń-sierpień br. wartość importu strefy euro zwiększyła się o 6,4% r/r, wobec wzrostu zaledwie o 1% w okresie styczeń-kwiecień 2004 r. (Eurostat, 22 lis 2004).

	zmiany importu ogółem (r/r w %)	zmiany polskiego eksportu (r/r w %)	udział w polskim eksporcie (w %)
	I-VIII	I-VIII	I-VIII
1. Niemcy	6,1	15,1	31,0
2. Włochy	6,5	38,6	6,2
3. Francja	7,0	21,5	6,2
4. W. Brytania	7,6	31,0	5,3
5. Holandia	7,5	18,1	4,5

Tabela 2.4: Zmiany wartości importu głównych partnerów handlowych Polski (pięciu krajów, do których eksport Polski jest największy) oraz polski eksport do tych krajów (w EUR).

Źródło: I kolumna – Dane Eurostat, II, III kolumna – Dane GUS.

niż w pierwszych czterech miesiącach br. w dynamizowaniu polskiego eksportu miały produkty nieprzetworzone. Przyczyniło się do tego z jednej strony przyspieszenie eksportu produktów rolnych (w tej grupie produktów efekty przystąpienia Polski do UE miały największe znaczenie), z drugiej natomiast produktów mineralnych (związanych ze wzrostem cen węgla). Osłabiła natomiast dynamika eksportu wyrobów przetworzonych, co najbardziej widoczne było w przypadku maszyn i sprzętu transportowego.

Czynnikiem wpływającym na poprawę salda handlowego był obserwowany wzrost cen surowców. Co prawda wzrost cen ropy i gazu ziemnego zwiększył wartość polskiego importu, jednak wzrost cen miedzi i węgla przyczynił się do wzrostu wartości eksportu, co w sumie pozytywnie wpłynęło na saldo obrotów towarowych¹⁷. Do poprawy salda obrotów handlowych przyczyniła się również relatywnie silna pozycja konkurencyjna polskich przedsiębiorstw względem głównych partnerów handlowych (Tabela 2.5). Sprzyjało temu wciąż wyższe tempo wzrostu wydajności pracy od wzrostu płac oraz nadal relatywnie korzystny kurs, mimo trwającej aprecjacji, złotego¹⁸. Należy jednak oczekiwać, iż wzmocnienie kursu złotego w III kw. osłabi pozycję konkurencyjną eksporterów oraz poprawi konkurencyjność cenową importerów. Ostatnie badania koniunktury NBP wskazują, że kurs walutowy stał się w ostatnim czasie najczęściej wymienianym problemem sygnalizowanym przez przedsiębiorstwa jako bariera rozwoju firmy. Prognozowany przez przedsiębiorstwa kurs PLN/EUR zbliżył się do granicznego kursu opłacalności eksportu, mimo, że nadal pozostaje powyżej tej wartości¹⁹.

W okresie maj-sierpień 2004 r. dynamika importu była wyraźnie niższa w porównaniu z pierwszymi czterema miesiącami br. Może to wynikać z jednej strony z obniżenia się dynamiki produkcji krajowej, z drugiej natomiast osłabienia popytu konsumpcyjnego

¹⁷Według danych GUS, w okresie styczeń-sierpień br. podwyżki cen eksportowanych surowców miedzi i węgla spowodowały poprawę salda obrotów towarowych o 2,661 mld PLN, natomiast podwyżki cen importowanych surowców ropy naftowej i gazu ziemnego spowodowały pogorszenie salda obrotów towarowych o 1,770 mld PLN. W ostatecznym rozliczeniu wzrost cen netto wymienionych surowców spowodował poprawę salda obrotów towarowych o 891 mln PLN.

¹⁸Patrz także rozdział 2.5.2 *Kurs walutowy*.

¹⁹Za kurs graniczny przyjęto tu medianę rozkładu kursu PLN/EUR, deklarowanego przez przedsiębiorstwa eksportujące jako poziom, przy którym eksport staje się nieopłacalny. W ostatnim badaniu koniunktury NBP wyniósł on 4,15 PLN/EUR – wobec 4,20 PLN/EUR w poprzednim badaniu

Determinanty inflacji

	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*							
r/r	13,1	18,6	11,1	20,8	25,6	33,1	bd.
kw./kw.	-1,8	9,4	5,3	6,8	2,1	15,9	bd.
Ceny importu / ceny producenta							
r/r	8,5	8,8	3,8	4,0	4,8	-1,1	bd.
kw./kw.	2,7	2,1	-0,1	-0,7	3,5	-3,6	bd.
REER ULC							
r/r	-15,0	-19,5	-11,9	-23,2	-23,3	-18,4	-5,8**
kw./kw.	1,0	-10,5	-6,4	-9,2	0,9	-4,7	8,1**

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

„***” – szacunek na podst. danych miesięcznych GUS

„-” – oznacza deprecjację

Tabela 2.5: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu (zmiana w proc.)

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP, KE i GUS.

(o czym świadczy także osłabienie się tempa wzrostu sprzedaży detalicznej). Największy wpływ na osłabienie się wzrostu importu miało obniżenie się dynamiki przywozu z krajów UE po wstąpieniu Polski do UE, co – podobnie jak w przypadku eksportu – wynikało z wcześniejszego przyspieszenia przywozu związanego ze skutkami akcesji (zwłaszcza w marcu i kwietniu br.). Podobnie jak w eksporcie przyspieszenie importu nastąpiło w przypadku produktów nieprzetworzonych. Z jednej strony było to wynikiem wyeliminowania ceł i pozostałych ograniczeń w imporcie artykułów rolnych z krajów UE, z drugiej natomiast wzrostu cen ropy naftowej. Obniżeniu uległo natomiast tempo wzrostu importu wyrobów przetworzonych.

W II kwartale 2004 r. zwiększeniu deficytu na rachunku obrotów bieżących towarzyszyła poprawa struktury jego finansowania. Większy napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (1,0 mld EUR w porównaniu do 0,6 mld EUR w II kwartale 2003 r.) sfinansował w ok. 78% deficyt na rachunku obrotów bieżących (w porównaniu do ok. 53% w II kwartale 2003 r.).

W II kwartale 2004 r. tylko jeden z sześciu wskaźników ostrzegawczych wybranych dla oceny nierównowagi zewnętrznej (Tabela 2.6) utrzymał poziom z poprzedniego kwartału. Pozostałe, mimo pogorszenia, nadal pozostają na bezpiecznym poziomie.

2.2 Produkcja

Na podstawie wstępnych danych można szacować, że wartość dodana w III kwartale 2004 r. przekroczyła poziom sprzed roku o ok. 4,5%. Podobnie jak w 2003 r. i I półroczu 2004 r., wzrost wartości dodanej generowany był głównie przez sekcje należące do przemysłu i usług rynkowych.

Wzrost produkcji przedsiębiorstw przemysłowych obniżył się do 9,2% r/r, podczas

Wskaźnik ostrzegawczy	2003q1	2003q2	2003q3	2003q4	2004q1	2004q2
Saldo obrotów bieżących/PKB*	-2,7%	-2,4%	-2,4%	-2,2%	-1,7%	-1,7%
Saldo płatności towarowych/PKB*	-3,6%	-3,2%	-3,1%	-2,7%	-2,4%	-2,6%
Inwestycje bezpośrednie/ deficyt obrotów bieżących	78,1%	52,8%	104,2%	137,0%	142,7%	77,7%
(Saldo obrotów bieżących + inwestycje bezpośrednie)/PKB	-0,8%	-1,2%	0,1%	0,5%	0,6%	-0,6%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/wpływy z eksportu towarów i usług	29,9%	35,7%	24,9%	31,9%	28,9%	
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	5,4	5,1	4,8	4,4	5,2	4,4

*w skali rocznej

Tabela 2.6: Wybrane wskaźniki ostrzegawcze
 Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

gdy w I kwartale przedsiębiorstwa przemysłowe zwiększyły sprzedaż o 19,0% r/r, a w II kwartale o 16,4% r/r. O rocznym tempie wzrostu produkcji w przemyśle wciąż decydują przedsiębiorstwach przetwórcze z branż o dużym udziale sprzedaży eksportowej, które w ciągu II półrocza ub.r. uruchamiały produkcję z inwestycji poczynionych w poprzednim okresie. Jednak stopniowo wzrost produkcji w tych działach maleje (z ponad 20% r/r w I półroczu br. do 10% r/r w III kwartale br., a w przemyśle motoryzacyjnym z ponad 70% r/r do 46% r/r), co przy względnie stałym obecnie poziomie produkcji wynika z coraz wyższego poziomu produkcji w okresie porównywanym (efekt bazy). W październiku produkcja sprzedana była wyższa niż przed rokiem o 3,3%, a po uwzględnieniu korekty sezonowej o 8,0%. Październikowa dynamika produkcji przemysłu mieści się w przewidywanym przedziale, można więc spodziewać się, że w IV kwartale br. tempo wzrostu produkcji sprzedanej wyniesie ok.7%. Badania koniunktury GUS wskazują, że ogólny klimat koniunktury w przetwórstwie przemysłowym pozostaje na najwyższym poziomie od wielu lat, jednak w ostatnim czasie nastąpiło jego nieznaczne pogorszenie.

Można oceniać, że w III kw. miała miejsce kontynuacja tendencji wzrostowych w usługach rynkowych, jednak tempo wzrostu wartości dodanej w tym sektorze było niższe. Po ponad 10% wzrostach r/r sprzedaży detalicznej w I i II kwartale br. związanych ze wzmocnionymi zakupami towarów, których ceny według oczekiwań miały wzrosnąć po przystąpieniu do UE, w III kwartale br. sprzedaż detaliczna była większa niż przed rokiem o 4,0%. Nadal ponad 10% roczne tempo wzrostu notowano w obrotach przedsiębiorstw hurtowych i w sprzedaży usług łącznie. Wzrost sprzedaży usług przedsiębiorstw transportowych obniżył się do 4% r/r w III kwartale br. (z 8% r/r w I półroczu).

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 pracowników wskazują na kontynuację spadku produkcji budowlano-montażowej w III kwartale br. Podobnie jak w I półroczu br. zmniejszyła się sprzedaż robót budowlanych o charakterze inwestycyjnym, większe niż przed rokiem były roboty budowlane remontowe. Jednak według badań GUS ogólny klimat koniunktury w budownictwie poprawia się. W październiku, trzecim z kolei miesiącu, poziom produkcji budowlano-montażowej był wyższy niż

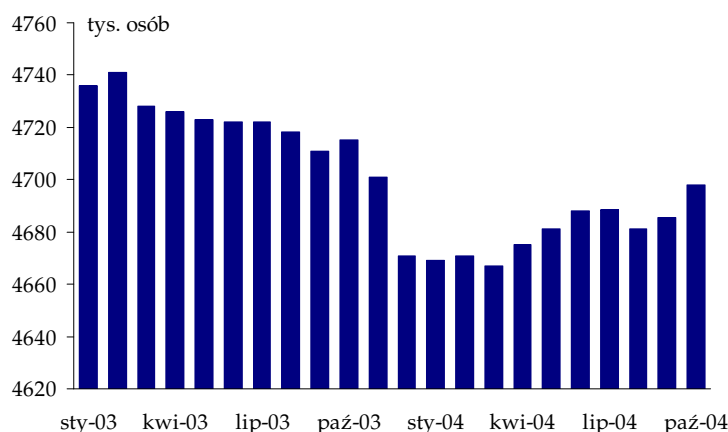
przed rokiem (4,1%). Według szacunków NBP w IV kwartale br. produkcja budowlano-montażowa będzie większa niż w IV kwartale ub.r. o ponad 6%. W okresie styczeń - wrzesień br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. w produkcji budowlano-montażowej wzrósł udział robót wykonanych przy budowie budynków (w tym mieszkalnych z 15,0% do 15,4%, niemieszkalnych z 31,7% do 32,6%, z czego przemysłowych i magazynowych z 9,7% do 11,7%), a zmalał udział robót przy budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (w tym obiektów drogowych z 20,7% do 18,7%).

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, dane z okresu do października 2004 r. nie wskazują jeszcze na utrwalenie się pozytywnych tendencji na rynku pracy. Z jednej strony wyraźnie zaczęła zmniejszać się liczba bezrobotnych, z drugiej strony zahamowaniu uległ wzrost liczby zatrudnionych.

Pomimo niewielkiego wzrostu w II kwartale br., kolejne dane nie wskazują na istotne zwiększenie zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, poza branżami związanymi z eksportem (wykres 2.15). W październiku br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o 0,4% mniejsze niż przed rokiem. Obserwacje z ostatnich lat wskazują, że większe zmiany zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw następują głównie w grudniu i styczniu. Dlatego prawdopodobnie dopiero dane z przełomu bieżącego i przyszłego roku pozwolą lepiej ocenić tendencje zatrudnienia w tym sektorze.

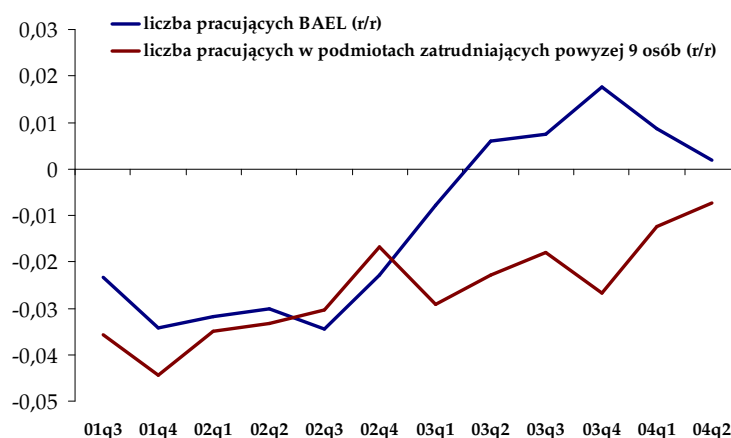


Wykres 2.15: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw

Źródło: Dane GUS.

Ostatnie dostępne dane BAEL²⁰ wskazują, że odnotowany w I kwartale br. wzrost liczby pracujących w kolejnym kwartale został wyhamowany. Ustabilizowała się także liczba

²⁰Ostatnie dostępne dane BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności) dotyczą II kwartału br.



Wykres 2.16: Porównanie dynamiki liczby pracujących r/r według danych BAEL i sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób

Źródło: Dane GUS.

zatrudnionych w podmiotach powyżej 9 osób (wykres 2.16).

Oslabienie wzrostu lub dalszy spadek liczby pracujących według BAEL wystąpił w większości przypadków niezależnie od miejsca (miasto i wieś), sektora ekonomicznego, sektora własności lub rodzaju zatrudnienia (Tabela 2.7), co wskazuje, że nie nastąpiła jeszcze trwała poprawa sytuacji na rynku pracy.

Badania koniunktury NBP²¹ wskazują, że krótkookresowe perspektywy wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach są lepsze niż przed rokiem. Choć, w przeciwieństwie do sytuacji w poprzednim kwartale, w IV kwartale br. więcej przedsiębiorstw planuje redukcję zatrudnienia niż jego wzrost, wynika to jednak prawdopodobnie z działania czynników sezonowych. Jedyną grupą przedsiębiorstw, w której od ostatniego kwartału zwiększył się odsetek planujących wzrost zatrudnienia są podmioty spodziewające się trwałego wzrostu popytu. Ponadto, podmiotami wśród których częściej deklarowano wzrost niż spadek zatrudnienia są przedsiębiorstwa prowadzące działalność eksportową. Uwzględniając powyższe czynniki oraz fakt, że w tym samym badaniu NBP wystąpił wzrost odsetka ankietowanych przedsiębiorstw wskazujących na niski popyt jako barierę rozwoju ich działalności oraz, że rola eksportu jako czynnika wzrostu gospodarczego będzie stopniowo maleć perspektywy wzrostu zatrudnienia obarczone są znaczącą niepewnością.

Na koniec września br. stopa bezrobocia rejestrowanego (wg danych z urzędów pracy) wyniosła 18,9%, a liczba bezrobotnych, po raz pierwszy od trzech lat spadła poniżej 3 mln (wykres 2.17). Zarówno dane z urzędów pracy, jak i dane BAEL wskazują jednak, że zmniejszenie liczby bezrobotnych oraz stopy bezrobocia w miesiącach letnich było większe niż wynikałoby to z sezonowych spadków w tym okresie. Według danych z urzędów pracy, odsetek wyrejestrowań z bezrobocia na skutek podjęcia pracy pozostaje

²¹Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw 2004", NBP

Determinanty inflacji

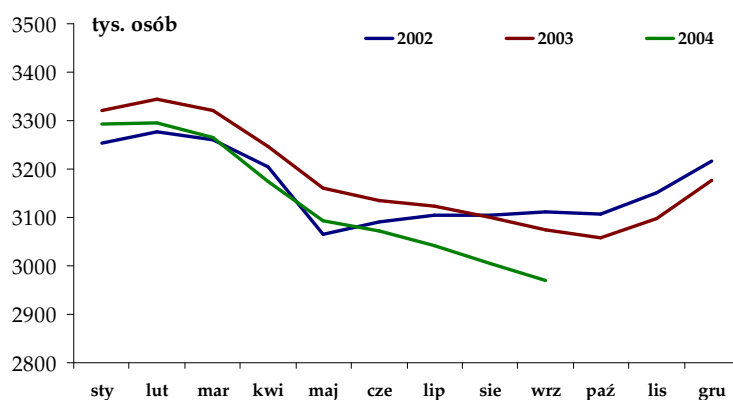
	Liczba pracujących w II kw 2004	I kw. 2004 (t/r)	II kw. 2004 (t/r)	I kw. 2004 kw/kw odsezonowane*	II kw. 2004 kw/kw odsezonowane*
Ogółem	13682 tys.	0,9%	0,2%	-0,1%	-0,1%
Miejsce zamieszkania					
Miasto	8420 tys.	0,2%	-0,5%	0,6%	0,6%
Wieś	5262 tys.	2,1%	1,3%	0,1%	-0,5%
Sektor ekonomiczny					
rolniczy	2409 tys.	-3,0%	-3,1%	-1,2%	-0,3%
przemysłowy	3973 tys.	2,1%	1,9%	1,3%	1,1%
usługowy	7300 tys.	1,5%	1,3%	0,5%	-0,6%
Sektor własności					
publiczny	4224 tys.	-3,7%	-4,5%	-1,3%	-1,5%
prywatny (bez indywidualnych gosp. rolnych)	7205 tys.	5,1%	3,9%	1,0%	1,0%
prywatny (indywidualne gospodarstwa rolne)	2253 tys.	-2,6%	-1,9%	-5,6%	-0,1%
Status zatrudnienia					
pracownicy najemni	10056 tys.	1,9%	0,7%	1,7%	-0,1%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2892 tys.	-3,3%	-2,2%	-3,1%	0,5%
pomagający członkowie rodzin	734 tys.	3,9%	1,0%	-4,6%	-5,0%
Rodzaj umowy o pracę					
praca na umowę na czas nieokreślony	7788 tys.	-2,0%	-3,7%	0,5%	-1,3%
praca na umowę na czas określony	2268 tys.	20,6%	20,1%	-0,3%	7,7%

* Odsezonowane metodą TRAMO/SEATS

Tabela 2.7: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

staje na poziomie sprzed roku (49,6%), co wskazuje, że zmniejszenie bezrobocia nie wynika jeszcze w dużym stopniu ze wzrostu zatrudnienia. Nadal wśród osób poszukujących pracy dominują osoby długotrwale bezrobotne (53,3% ogółu bezrobotnych). Ponadto rośnie odsetek niewykorzystanych ofert pracy, co potwierdza niedopasowanie podaży i popytu na rynku pracy.

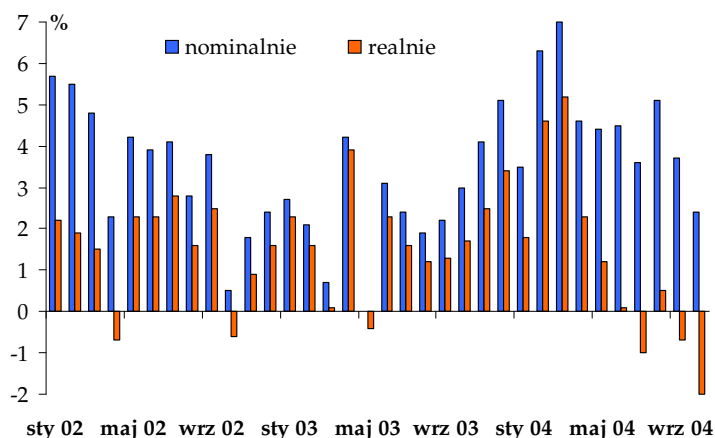


Wykres 2.17: Liczba zarejestrowanych bezrobotnych w kolejnych miesiącach lat 2002, 2003 i 2004 wg danych z urzędów pracy (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.

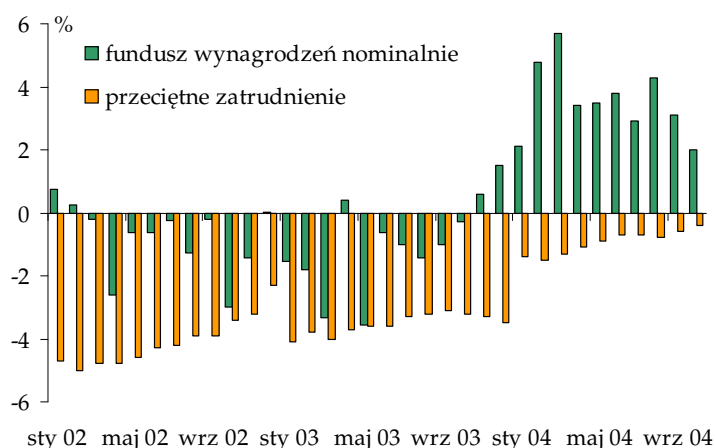
Obniżeniu bezrobocia towarzyszył spadek aktywności zawodowej ludności. Oznacza

to, że część bezrobotnych, zamiast przechodzić do stanu zatrudnienia, opuszcza rynek pracy.



Wykres 2.18: Zmiany przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (r/r)

Źródło: Dane GUS.



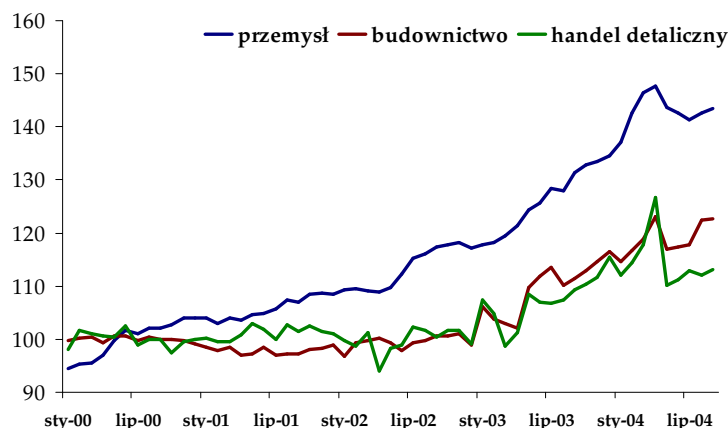
Wykres 2.19: Fundusz wynagrodzeń i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (r/r)

Źródło: Dane GUS.

2.3.2 Płace i wydajność

W analizowanym okresie dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw utrzymywała się na niskim poziomie. W październiku br. odnotowano spadek realnych wynagrodzeń (o 2,0% r/r). Podobnie sytuacja kształtowała się w przypadku funduszu płac tego sektora. W rezultacie, w sferze rynku pracy nie zaobserwowano, jak dotychczas, efektów wtórnych silnego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Jednak pełna ocena stopnia przełożenia wzrostu oczekiwań inflacyjnych na płace możliwa będzie

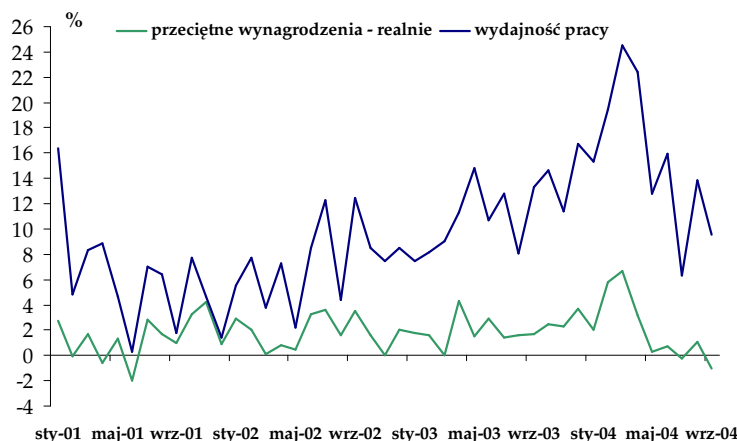
dopiero gdy dostępne będą dane o wynagrodzeniach i funduszu płac w całej gospodarce w III i IV kw. br. (obecnie dostępne dane o wzroście wynagrodzeń i funduszu płac w gospodarce obejmują tylko I i II kw. br.).



Wykres 2.20: Wydajność pracy w wybranych sekcjach sektora przedsiębiorstw (przeciętna z 2000=100)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

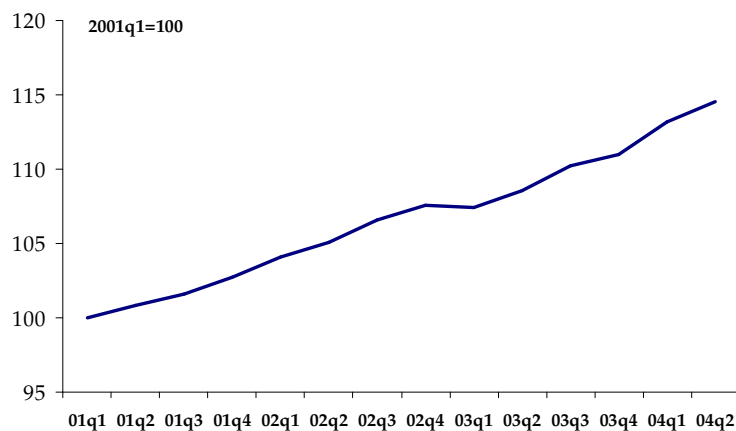
Fundusz wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w III kwartale br. był nominalnie o 1,3% wyższy niż w II kwartale, a realnie o 0,7%. Natomiast w ujęciu r/r wzrósł nominalnie o 3,4%, ale realnie obniżył się o 1%.



Wykres 2.21: Dynamika (r/r) wydajności pracy i przeciętnych wynagrodzeń w przemyśle

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw i szybko rosnąca wydajność pracy mogą się w przyszłości przełożyć na wyższe żądania płacowe. Niemniej, wysokie bezrobocie i trudna sytuacja na rynku pracy są czynnikami ograniczającym presję płacową w przedsiębiorstwach. Badania koniunktury NBP wskazują, że w 8,6% ogółu ankietowa-



Wykres 2.22: Wydajność pracy w gospodarce – mierzona jako PKB (w cenach stałych z 2002r. – dane odsezonowane) na pracującego (wg BAEL – dane odsezonowane)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

nych przedsiębiorstw presja na wzrost wynagrodzeń już się nasiliła²². Jednocześnie jednak większość przedsiębiorstw (54,4%) nie odnotowała nacisków płacowych. Ponadto 82,8% ankietowanych przedsiębiorstw nie planuje wzrostu wynagrodzeń do końca br.

Istotna niepewność dotycząca sytuacji na rynku pracy, a w szczególności trudności w oszacowaniu naturalnej stopy bezrobocia oraz możliwego wpływu oczekiwań inflacyjnych na wzrost wynagrodzeń, utrudnia ocenę przyszłej dynamiki płac i związanej z nią presji inflacyjnej.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W III kwartale 2004 r. obserwowany był dalszy wzrost cen na międzynarodowych rynkach surowcowych. W przypadku metali tendencja wzrostowa wynika przede wszystkim ze znacznie większego popytu na miedź w porównaniu z podażą tego surowca²³, co powoduje systematyczne obniżenie się zapasów.

Od początku III kwartału 2004 r. nastąpiło znaczne przyspieszenie wzrostu cen ropy naftowej. W październiku ceny ropy osiągnęły najwyższy nominalny poziom od czasu rozpoczęcia notowania tego surowca na międzynarodowych giełdach²⁴. Silny wzrost

²²Dane dotyczące nacisków płacowych zostały w badaniach koniunktury NBP zebrane po raz pierwszy – dlatego formułowane na ich podstawie wnioski należy traktować z odpowiednią ostrożnością.

²³Uszczuplona dodatkowo przez strajki w tym sektorze w krajach będących największymi producentami miedzi.

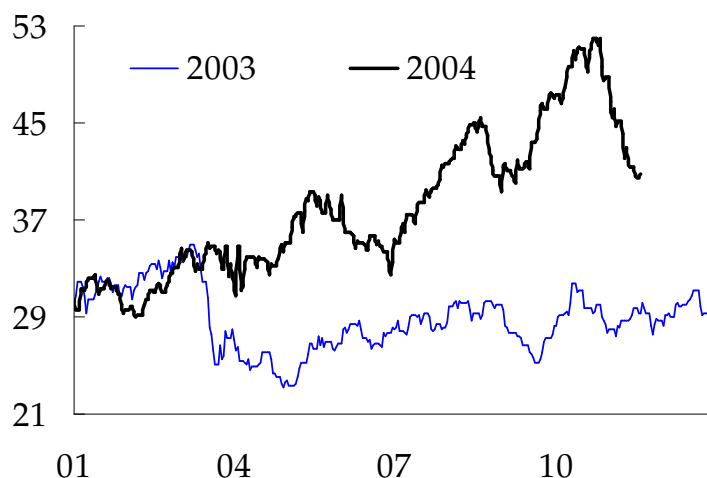
²⁴26 października br. na giełdzie IPE w Londynie cena ropy osiągnęła poziom prawie 52 USD za baryłkę, natomiast na giełdzie NYMEX w Nowym Jorku za baryłkę ropy WTI trzeba było zapłacić 56 USD.

Determinanty inflacji

	2003q4	2004q1	2004q2	2004q3	cze2004	lip2004	sie2004	wrz2004	paź2004
Ogółem	13,4	13,1	36,2	38,2	32,7	34,4	37,2	43,1	45,5
Surowce nieenergetyczne	16,4	25,4	25,5	20,5	24,0	24,6	20,0	16,9	12,2
Żywność	3,7	18,4	25,3	9,0	24,6	19,4	7,1	0,5	-5,6
Surowce przemysłowe	23,4	29,1	25,6	25,8	23,8	27,0	25,9	24,6	20,4
pochodzenia rolnego	23,6	17,3	11,0	10,2	10,5	11,6	10,6	8,3	1,2
metale nieżelazne	24,8	39,8	41,4	37,4	37,5	40,0	35,2	36,9	35,1
Surowce energetyczne	12,0	7,6	42,0	47,2	37,1	39,1	45,4	57,0	62,9
Ropa naftowa	10,8	3,0	35,2	42,2	29,0	32,1	40,6	53,9	61,5

Tabela 2.8: Zmiany światowych cen głównych grup surowców w USD (zmiany w % r/r)
Źródło: HWWA - Hamburg Institute of International Economics.

cen jest przede wszystkim efektem znacznie większego niż oczekiwano wzrostu światowego popytu na ropę, co znajduje odzwierciedlenie w wielokrotnej od początku br. weryfikacji prognoz przez Międzynarodową Agencję Energetyki (MAE)²⁵. Wysoki popyt powoduje, że zapasy ropy i jej produktów zarówno w USA²⁶, jak i w pozostałych krajach uprzemysłowionych, pozostają nadal znacznie poniżej wieloletniej średniej. Dodatkowo w okresie jesiennym istotną presję w kierunku wzrostu cen wywierają niskie zapasy oleju opałowego, których poziom zwyczajowo zwiększa się przed zimą wraz ze wzrostem zapotrzebowania na ten produkt.



Wykres 2.23: Ceny ropy naftowej Brent w latach 2003-2004 (USD)

Źródło: Dane Bloomberg.

Bieżący rok należy do wyjątkowych pod względem potencjalnych zakłóceń w dostawach ropy naftowej. Wysokie ryzyko polityczne w ważnych regionach wydobywania ropy (Irak, Nigeria i Wenezuela) oraz niewyjaśniona sytuacja wokół największego rosyjskie-

²⁵ Łącznie od stycznia 2004 r. prognozę światowego popytu podwyższono o 2,8 mln b/d – z tego 1,3 mln b/d wynikało z podwyższenia szacunków popytu w 2003 r. i 1,5 mln b/d z przewidywań na rok bieżący.

²⁶ Poziom zapasów surowej ropy w USA obniżał się od trzeciej dekady lipca do połowy września 2004 przez osiem kolejnych tygodni (łącznie o 30,9 mln b, tj o ponad 10%).

go koncernu – Jukosu, sprawia, że obawy te dotyczą producentów ponad 10% światowej podaży tego surowca. Wzrost cen wynikający bardziej z przesłanek psychologicznych niż rynkowych spowodował, że rynek ropy stał się atrakcyjnym miejscem działania funduszy arbitrażowych. Szacuje się, że ich operacje spekulacyjne doprowadziły do wzrostu poziomu cen o kilkanaście dolarów amerykańskich. W przyszłości oczekuje się jednak zmniejszenia wpływu spekulacji na ceny ropy naftowej.

W pierwszej połowie listopada nastąpił znaczący spadek cen ropy (łącznie o ponad 10 USD/b). Spadek ten był przede wszystkim efektem wzrostu zapasów surowej ropy w USA. Trudno jest jeszcze ocenić, czy spadek ten jest tylko tymczasowy, czy też przyjmie charakter trwałej tendencji. Analizy wiodących instytucji wskazują bowiem na utrzymywanie się dużej niepewności na rynku tego surowca, wynikającej głównie z niskiego poziomu zapasów produktów naftowych, w tym zwłaszcza oleju opałowego i ewentualnego silniejszego niż zwykle wzrostu popytu na nie w okresie zimowym. Tak więc można spodziewać się, że ceny tego surowca do końca br. pozostaną na wysokim poziomie. W kierunku ich wzrostu będzie oddziaływać obniżenie się poziomu zapasów ropy i jej produktów. Natomiast w 2005 r. czynniki o charakterze popytowym²⁷ powinny sprzyjać obniżaniu się cen ropy. Niemniej jednak duża niepewność związana z sytuacją polityczną w głównych regionach wydobywania ropy, niski poziom jej zapasów oraz niewielkie nadwyżki zdolności produkcyjnych powodują, że ryzyko utrzymywania się cen na wysokim poziomie jest nadal duże.

Należy dodać, że silny wzrost cen ropy w październiku 2004 r. wpłynął na przyspieszenie inflacji w największych gospodarkach świata²⁸.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Zgodnie z oczekiwaniami NBP dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (mierzonej indeksem PPI) systematycznie się obniża po osiągnięciu w maju br. najwyższego od 1997 r. poziomu (9,6% r/r – Wykres 2.25). Tendencja ta powinna się utrzymać również w kolejnych miesiącach. Jednak ze względu na ponowne nieoczekiwane wzrosty cen surowców (ropy naftowej i miedzi) obniżanie się indeksu cen będzie wolniejsze i w grudniu br. indeks PPI r/r wyniesie ponad 6%.

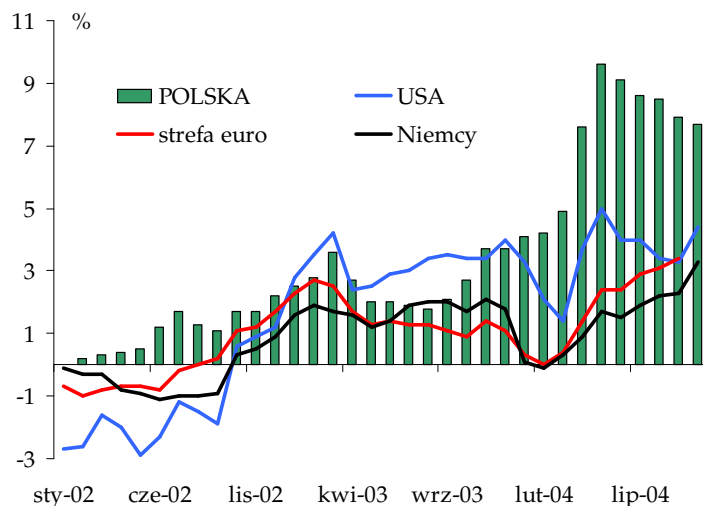
Wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w dalszym ciągu wynikał głównie z czynników kosztowych, spowodowanych wzrostem cen surowców przemysłowych, w tym metali kolorowych oraz ropy naftowej. W działach przemysłu w niewielkim stopniu uzależnionych od cen surowców wzrost cen był znacząco niższy, a w kilku (np. produkcja pojazdów mechanicznych, produkcja sprzętu RTV, produkcja wyrobów tytoniowych) zanotowano w sierpniu br. spadki cen w ujęciu r/r. Sytuacja na światowych

²⁷MAE szacuje obniżenie się wzrostu popytu na ropę do 1,5 mln b/d w 2005 r., a więc do poziomu prawie dwukrotnie niższego w br., w wyniku obniżenia prognoz wzrostu dla gospodarki światowej.

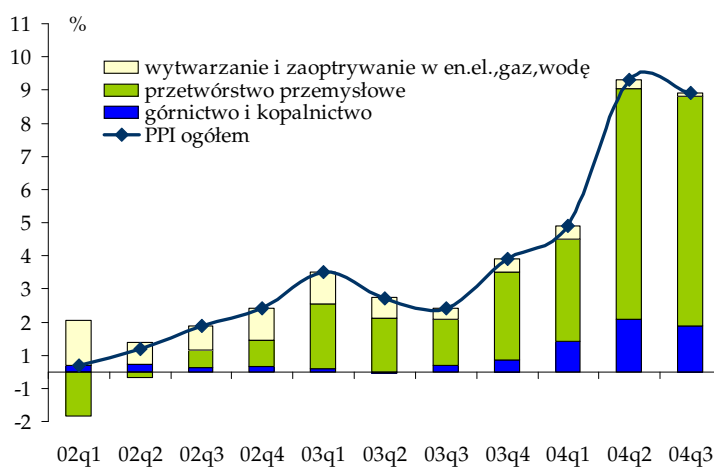
²⁸W gospodarce amerykańskiej wskaźnik cen konsumpcyjnych zwiększył się w październiku br. do 3,2% z 2,5% we wrześniu br., a wskaźnik HICP dla strefy euro wzrósł w tym samym okresie z 2,1% do 2,4%. Wpływ wysokich cen ropy na inflację strefy euro został ograniczony przez aprecjację EUR do USD.

Determinanty inflacji

rynkach surowców i materiałów przyczyniła się również do wzrostu cen producentów w krajach strefy euro (Wykres 2.24). Z kolei w Stanach Zjednoczonych, podobnie jak w Polsce, od maja br. obserwowany jest spadek rocznej inflacji cen producenta.



Wykres 2.24: PPI w Niemczech, w strefie euro, w USA i w Polsce
Źródło: Bloomberg, GUS.

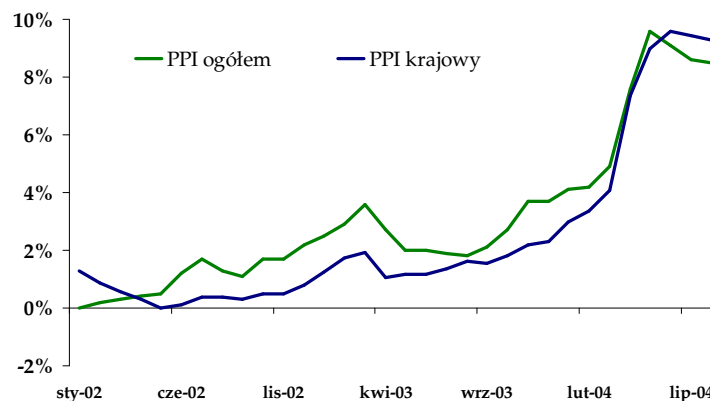


Wykres 2.25: Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej w sekcjach przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna)
Źródło: Dane GUS.

Podobnie jak w I połowie roku, na poziom wskaźnika PPI w Polsce w analizowanym okresie wpływały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym (ze względu na wagę tej sekcji we wskaźniku), głównie w działach *produkcja koksu i rafinacji ropy naftowej* (w sierpniu 50,8% r/r) i *produkcja metali* (33,7% r/r). Ze względu na duży udział branży spożywczej w produkcji przemysłowej w dalszym ciągu istotny był wzrost cen w dziale *produkcja artykułów spożywczych* (o 9,4% w sierpniu br.). Na poziom wskaźnika PPI

również miał znaczny wpływ wzrost cen w górnictwie i kopalnictwie (Wykres 2.25). Brak podwyżki cen producentów w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*²⁹ w lipcu br. spowodował spadek indeksu tych cen w ujęciu rocznym do 1,0% we wrześniu br. Sytuacja taka powinna utrzymać się do czasu kolejnych zmian taryf, planowanych na początek 2005 r.

Analiza struktury gałęziowej wzrostu indeksu PPI oraz szacunek cen producentów na rynku krajowym wskazują, że umocnienie złotego od kwietnia br. hamowało wzrost cen uzyskiwanych w eksporcie. Natomiast rosnące ceny producenta wynikały głównie ze wzrostu cen uzyskiwanych w kraju (Wykres 2.26). Ze względu na bardzo wysoki i wciąż rosnący poziom wykorzystania mocy produkcyjnych wzrasta ryzyko przeniesienia efektów kosztowych na wzrost cen konsumpcyjnych.



Wykres 2.26: Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI) oraz cen producentów na rynku krajowym

Źródło: GUS, Eurostat.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe³⁰

Po podniesieniu podstawowych stóp procentowych NBP w sierpniu br. o 0,5 pkt. proc., w kolejnych miesiącach Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopę referencyjną na niezmiennym poziomie 6,50%.

Decyzje RPP z sierpnia i września br. prowadziły do ukształtowania stóp NBP odpowiednio powyżej i poniżej poziomu oczekiwanego w tych miesiącach przez uczestników rynków finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie w zwiększonej zmienności

²⁹Ceny w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę są w znacznej mierze kontrolowane (np. przez URE).

³⁰Przedstawione w tym rozdziale dane obejmują okres od 14 sierpnia do 18 listopada br.

stawek instrumentów rynku pieniężnego (depozytów międzybankowych oraz kontraktów terminowych na WIBOR 3M). Decyzja RPP z końca października br. o utrzymaniu po raz kolejny dotychczasowego poziomu stop NBP – zgodna z oczekiwaniami analityków - nie wpłynęła na oprocentowanie instrumentów rynku pieniężnego.

Po sierpniowej podwyżce oraz publikacji projekcji inflacji występujący od stycznia br. trend wzrostowy krótkoterminowych stóp procentowych osiągnął tegoroczne maksimum (Wykresy 2.27 i 2.28). Zgodne z oczekiwaniami wyhamowanie wzrostu inflacji w sierpniu oraz inne czynniki sygnalizujące ustępowanie presji inflacyjnej prowadziły we wrześniu do obniżenia oprocentowania instrumentów rynku pieniężnego. Do ich silniejszego spadku przyczyniła się decyzja RPP o utrzymaniu dotychczasowego poziomu stóp NBP.

Kolejne informacje dotyczące bieżącego tempa wzrostu cen oraz oczekiwań inflacyjnych wskazywały na stopniowe ustępowanie czynników, prowadzących do przyspieszenia inflacji w początkowym okresie członkostwa Polski w UE. Znalazło to odzwierciedlenie w dalszym stopniowym obniżaniu stawek rynku pieniężnego, a październikowa decyzja RPP o utrzymaniu stopy referencyjnej NBP na poziomie 6,5% nie była dla uczestników rynku zaskoczeniem.

Dopiero publikacja wyższego niż oczekiwano wskaźnika inflacji za październik odwróciła tendencję spadkową stawek kontraktów FRA, powodując ich wzrost średnio o 10 punktów bazowych. Mimo to stawki kontraktów terminowych na WIBOR 3M o najkrótszych terminach rozliczenia (FRA 1x4) pozostają na relatywnie niskich poziomach wskazując na istnienie oczekiwań na wzrost stop procentowych NBP o 25 punktów bazowych w 2004 r.

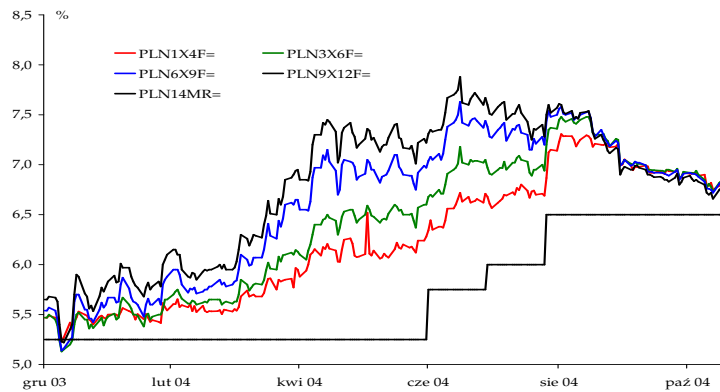
Kształt krzywej terminowej (na podstawie kontraktów FRA na 3M WIBOR – Wykres 2.29) świadczy zarówno o wygasaniu oczekiwań rynku na kolejne podwyżki stóp NBP, jak również o oczekiwaniach na pierwsze obniżki stóp już na przełomie 2005 i 2006 r.

Z listopadowej ankiety Reutersa wynika, iż 41% respondentów oczekiwało podwyżki stóp NBP o 25 punktów bazowych w tym roku. W horyzoncie rocznym również ok. 41% ankietowanych analityków oczekiwało kontynuacji cyklu podwyżek stóp procentowych NBP w 2005 r. powyżej poziomu 6,75 (maksymalnie 7,5%). Natomiast uczestnicy rynku pieniężnego nie wyceniają kolejnych podwyżek stóp w 2005 r. powyżej poziomu 6,75%.

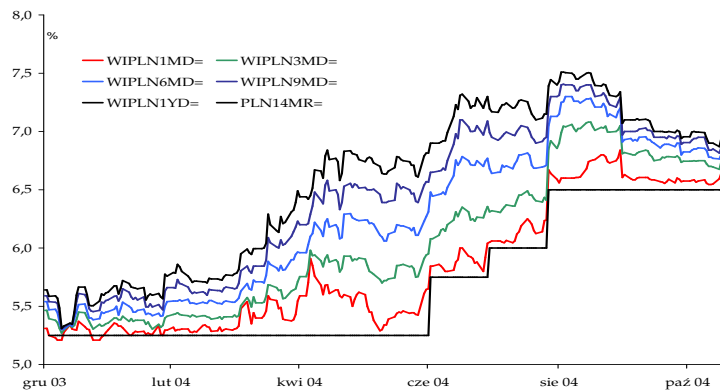
Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Od rozpoczętego na czerwcowym posiedzeniu Komitetu Otwartego Rynku cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, stopa FED wzrosła łącznie o 100 punktów bazowych i obecnie wynosi 2,0%. Chociaż ostatnie dane makroekonomiczne wskazują na korzystne perspektywy dla amerykańskiej gospodarki, utrzymują się obawy wśród inwestorów o negatywny wpływ wysokich cen ropy na dynamikę wzrostu gospodarczego.

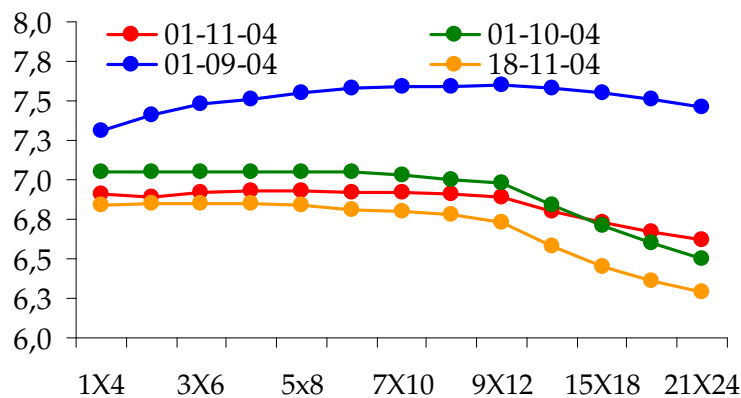
W ankiecie Reutersa przeprowadzonej tuż po listopadowej decyzji FED-u ok. 60% respondentów oczekuje piątej podwyżki stóp w grudniu br., natomiast 70% kolejnej w lutym 2005 r. Do końca 2005 r. większość ankietowanych prognozuje poziom 3-3,5%.



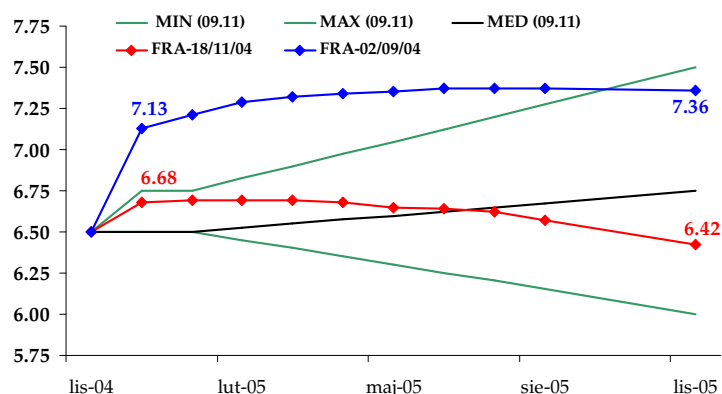
Wykres 2.27: Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR
Źródło: Dane Reutersa.



Wykres 2.28: Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie depozytów międzybankowych
Źródło: Dane Reutersa.



Wykres 2.29: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA
Źródło: Dane Reutersa.



Wykres 2.30: Oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA oraz ankiety Reutersa z dnia 9 XI br.

Źródło: Dane Reutersa, obliczenia NBP.

Szacunki te pokrywają się z oczekiwaniami odczytywanymi z kontraktów futures na stopę Fedu, które wyceniane są na poziomie 3,00-3,25% w horyzoncie rocznym. W listopadowej ankiecie Reutersa przeprowadzonej wśród inwestorów instytucjonalnych stopa "neutralna" w USA szacowana jest na poziomie 3%³¹ (Wykres 2.31).

W analizowanym okresie stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego pozostały na niezmiennym, historycznie niskim poziomie 2%. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli EBC wskazują jednak na prawdopodobne zacieśnienie polityki pieniężnej w I kwartale 2005 r. W ankiecie Reutersa z dnia 27 października niemal wszyscy respondenci (95%) oczekują utrzymania dotychczasowego poziomu stóp do końca br. i ich wzrost do 2,5% w horyzoncie rocznym. Prognozy te znajdują potwierdzenie w oczekiwaniach rynku mierzonych na podstawie kontraktów na stopę procentową (EONIA swaps) (Wykres 2.32). W listopadowej ankiecie Reutersa XI przeprowadzonej wśród inwestorów instytucjonalnych stopa "neutralna" w strefie euro szacowana jest na poziomie 2,8%. Większość tych respondentów szacuje utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie w najbliższych 6 miesiącach.

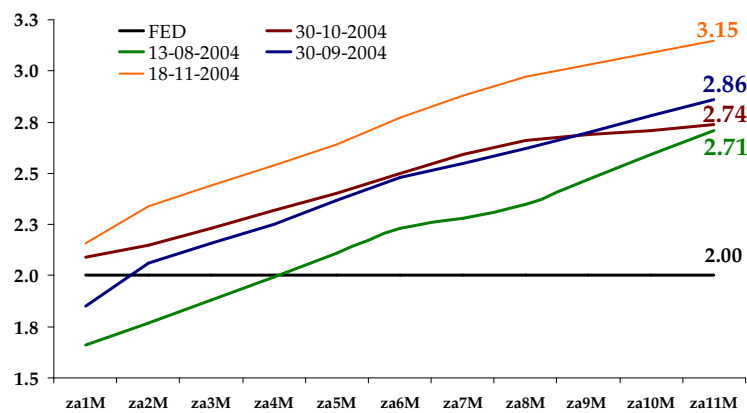
Długoterminowe stopy procentowe³²

W analizowanym okresie głównym czynnikiem wpływającym na ceny obligacji skarbowych była zmieniająca się ocena zagrożeń inflacyjnych i wynikające stąd oczekiwania dotyczące przyszłego poziomu stóp procentowych NBP.

Od połowy lipca br. notowany jest spadek rentowności polskich obligacji skarbowych (Wykres 2.33). Wzrost cen obligacji 2-letnich związany był m. in. ze zmianą oczekiwań odnośnie przyszłego poziomu stóp procentowych NBP. Krótkookresowe odwrócenie tej tendencji wystąpiło po sierpniowej podwyżce stóp procentowych oraz publikacji projekcji inflacji. Jednak późniejsze dane oraz wypowiedzi i decyzje RPP potwierdzały

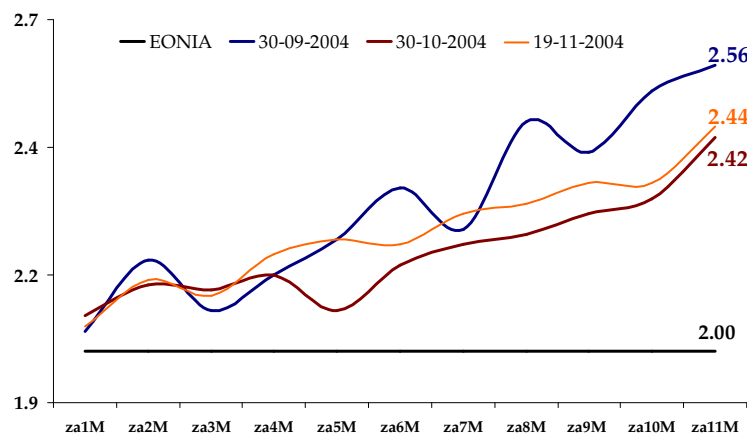
³¹Na podstawie ankiety Reutersa z dnia 10 listopada br.

³²Przedstawione w tym rozdziale dane obejmują okres od 14 sierpnia do 18 listopada br. i nie uwzględniają decyzji RPP z dnia 25 listopada 2004 r.



Wykres 2.31: Oczekiwania dotyczące zmiany stóp przez FED (na podstawie kontraktów Fed Funds Futures)

Źródło: Bloomberg.

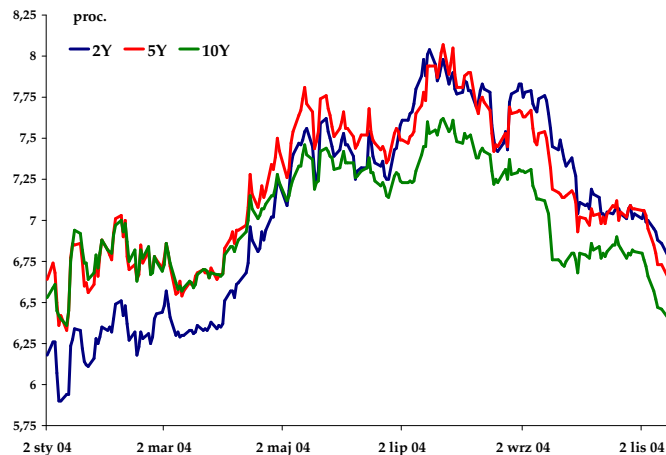


Wykres 2.32: Oczekiwania dotyczące zmiany stóp przez ECB (na podstawie kontraktów EONIA swaps (overnight index swaps))

Źródło: Bloomberg.

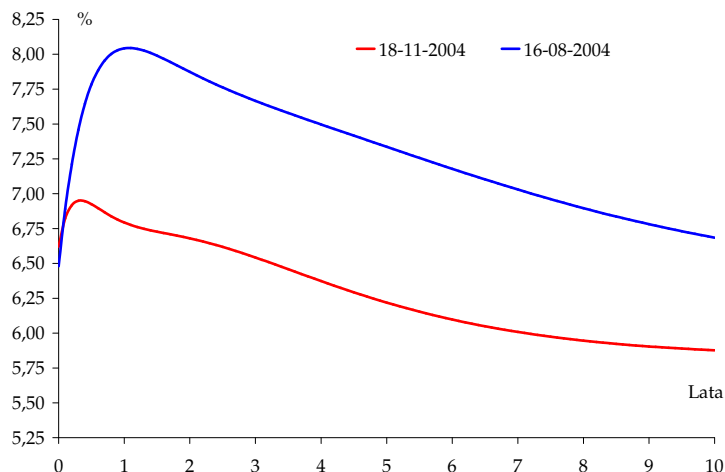
osłabienie zagrożeń inflacyjnych, w wyniku czego kontynuowany był trend spadkowy oczekiwanych stóp NBP i – tym samym – rentowności 2-letnich papierów skarbowych. Natomiast obniżenie rentowności obligacji o dłuższym terminie zapadalności wskazywało na osłabienie oczekiwanej presji inflacyjnej również w średnim okresie. Dane o inflacji za październik, wyższe od oczekiwań analityków, doprowadziły do przejściowego wzrostu rentowności obligacji wzdłuż całej krzywej dochodowości. Zniżka cen trwała do przetargu obligacji 5-letnich, którego bardzo dobre wyniki (popyt inwestorów wyniósł 10,1 mld zł) przyczyniły się do zakończenia dwudniowej korekty na rynku obligacji.

Wśród innych czynników mających wpływ na wycenę skarbowych papierów wartościowych należy wyróżnić spadek premii za ryzyko polityczne (uchwalenie przez

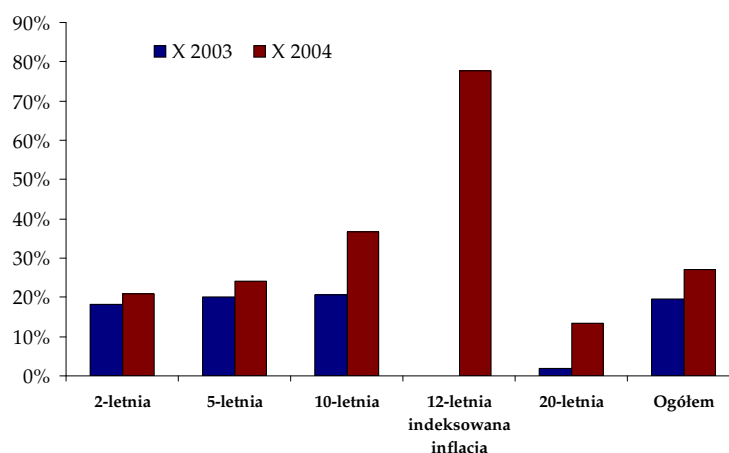


Wykres 2.33: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych
 Źródło: Dane NBP.

Parlament części ustaw Planu naprawy finansów publicznych, przyjęcie wotum zaufania dla rządu premiera Belki) oraz sygnały agencji ratingowych wskazujące na możliwość podwyższenia oceny wiarygodności polskiego długu. Uzasadnieniem była poprawa obecnej i przewidywanej sytuacji finansów publicznych. W dniu 8 października agencja ratingowa Standard's&Poors podwyższyła perspektywę ratingu Polski z "negatywnej" na "stabilną" i utrzymała ocenę wiarygodności zobowiązań finansowych wyrażonej w lokalnej i obcej walucie. Samo ogłoszenie decyzji S&P nie wpłynęło jednak bezpośrednio na wycenę skarbowych papierów wartościowych, ponieważ opierała się ona na informacjach, które już wcześniej zostały uwzględnione w cenach aktywów.



Wykres 2.34: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów Forward
 Źródło: Bloomberg.



Wykres 2.35: Zaangażowanie nierezydentów w polskie papiery skarbowe
Źródło: Dane NBP.

Spadek premii za ryzyko oraz obniżenie oczekiwań inflacyjnych znalazło także odzwierciedlenie w odpowiednim przesunięciu krzywej 3-miesięcznych stóp terminowych zarówno w krótkim, jak i długim horyzoncie czasowym (Wykres 2.34).

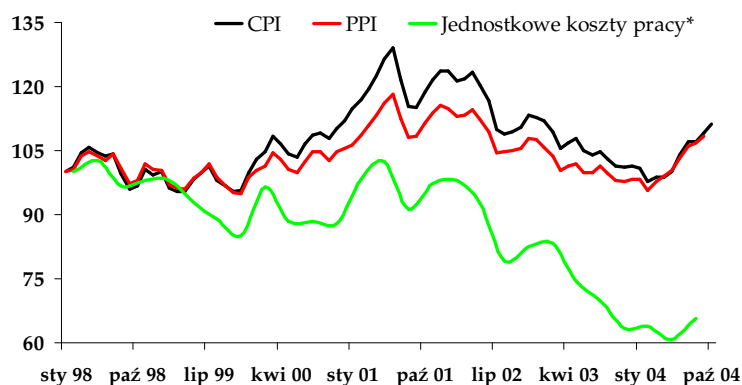
Obniżenie ryzyka i relatywnie wysoka rentowność skarbowych papierów wartościowych spowodowały, że kontynuowany był wzrost zaangażowania nierezydentów w tym segmencie rynku, które w październiku 2004 r. osiągnęło maksimum historyczne (Wykres 2.35).

2.5.2 Kurs walutowy

W analizowanym okresie utrzymywała się obserwowana od I kwartału 2004 r. tendencja do aprecjacji polskiej waluty. W okresie luty-październik 2004 r. realny efektywny kurs złotego (deflowany indeksem cen konsumenta – REER CPI) umocnił się o 13,9%, osiągając poziom sprzed dwóch lat (Wykres 2.36). Niemniej mając na uwadze znacznie wyższą dynamikę wydajności pracy niż wynagrodzeń, realny kurs złotego deflowany jednostkowymi kosztami pracy wskazuje na utrzymującą się relatywnie wysoką konkurencyjność polskich eksporterów³³.

W kierunku aprecjacji złotego oddziaływało kilka czynników, w tym takie korzystne tendencje w polskiej gospodarce jak bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących, niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz wysoki wzrost gospodarczy. Do umocnienia polskiej waluty prowadził także wzrost stóp procentowych i związana z tym poprawa atrakcyjności aktywów złotych a także korzystne informacje dotyczące sytuacji w sektorze finansów publicznych. Związany z tym spadek premii za ryzyko znalazł odzwierciedlenie m.in. w podwyższeniu przez agencję S&P

³³O wpływie aprecjacji złotego na konkurencyjność polskich eksporterów i importerów zobacz rozdział 2.1.4: *Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących*



* Dane kwartalne; III kwartał 2004 r. – szacunki NBP na podstawie danych miesięcznych

Wykres 2.36: Realny efektywny kurs złotego

Źródło: Dane NBP.

perspektywy ratingu Polski z "negatywnej" na "stabilną". Do umocnienia złotego w analizowanym okresie mogło przyczynić się także wysokie wykorzystanie środków unijnych. Ponieważ były one jednak wymieniane na złote w NBP a nie na rynku walutowym, ich napływ nie oddziaływał na umocnienie polskiej waluty w sposób bezpośredni poprzez zwiększenie podaży dewiz oraz popytu na złote. Z drugiej strony napływ środków unijnych oraz stosunkowo wysoki poziom wykorzystania dostępnej puli świadczą o wysokim potencjale rozwoju polskiej gospodarki i poprawie perspektyw kształtowania się bilansu obrotów bieżących. Czynniki te wzmacniają fundamentalne przesłanki aprecjacji złotego.

Na kształtowanie się kursu złotego w najbliższym czasie wpływ będą mieć głównie decyzje dotyczące realizacji reform finansów publicznych oraz zmiany w bieżącym i oczekiwanym poziomie stóp procentowych NBP. W średnim horyzoncie w kierunku wzmocnienia polskiej waluty powinny oddziaływać spodziewany wysoki napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich, zwłaszcza typu *greenfield project*, oraz napływ netto środków z funduszy Unii Europejskiej. W długim okresie, aprecjacji złotego sprzyjać powinien szybszy wzrost gospodarczy w Polsce niż w krajach głównych partnerów handlowych.

2.5.3 Kredyt i pieniądź

Podaż pieniądza

Do września br. wzrost podaży pieniądza, mierzonej agregatem M3, utrzymywał się na umiarkowanym poziomie (Wykres 2.37). Towarzyszyła mu stagnacja na rynku kredytów dla przedsiębiorstw oraz kontynuacja ok. 15-procentowego tempa wzrostu należności od gospodarstw domowych.

Silny przyrost podaży pieniądza w październiku br. wynikał natomiast z bardzo dużego zainteresowania zakupem akcji banku PKO BP oraz Wydawnictw Szkolnych i

	Stan na 30.09.2004	Zmiana w kwartale		Zmiana do analogicznego okresu poprzedniego roku	
	mld zł.		procent	mld zł.	procent
1. PIENIĄDZ GOTÓWKOWY W OBIEGU (POZA KASAMI BANKÓW)	50.2	-0.3	-0.6	1.6	3.2
2. Depozyty i inne zobowiązania bieżące	118.6	0.4	0.3	15.5	15.0
II. PIENIĄDZ M1(1+2)	168.8	0.1	0.0	17.1	11.3
3. Depozyty i inne zobowiązania z terminem pierwotnym do 2 lat (włącznie) i zablokowane	177.9	1.6	0.9	2.8	1.6
4. Depozyty z terminem wypowiedzenia do 3 miesiący (włącznie)	0.0	0.0	-13.9	0.0	-43.7
5. Operacje z przyrzeczeniem odkupu	3.2	0.5	18.1	3.2	.
6. Dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 2 lat (włącznie)	2.3	0.1	7.0	-1.7	-42.3
III. PIENIĄDZ M3 (1+2+3+4+5+6)	352.2	2.3	0.6	21.4	6.5

Tabela 2.9: Podaż pieniądza

Źródło: Dane NBP.

	Stan na 30.09.2004	Zmiana w kwartale		Zmiana do analogicznego okresu poprzedniego roku	
	mld zł.		procent	mld zł.	procent
KREDYTY, POŻYCZKI I INNE NALEŻNOŚCI	266.3	3.0	1.1	11.0	4.3
Gospodarstwa domowe	112.9	3.5	3.2	14.2	14.4
w tym osoby prywatne	83.0	3.4	4.3	12.4	17.5
Niemonetarne instytucje finansowe	10.4	-0.4	-3.7	0.5	5.3
Przedsiębiorstwa	127.8	-0.6	-0.5	-5.1	-3.8
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	0.8	0.0	-6.1	-0.2	-22.3
Instytucje samorządowe	10.4	0.3	3.4	0.5	4.9
Fundusze ubezpieczeń społecznych	4.0	0.2	6.1	1.0	34.0

Tabela 2.10: Należności od pozostałych sektorów krajowych

Źródło: Dane NBP.

Pedagogicznych (WSiP). Źródłem finansowania tego popytu był rekordowy wzrost należności od gospodarstw domowych. Większość tych środków została zdeponowana w biurach maklerskich, które z kolei ulokowały je w sektorze bankowym, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście depozytów od niemonetarnych instytucji finansowych.

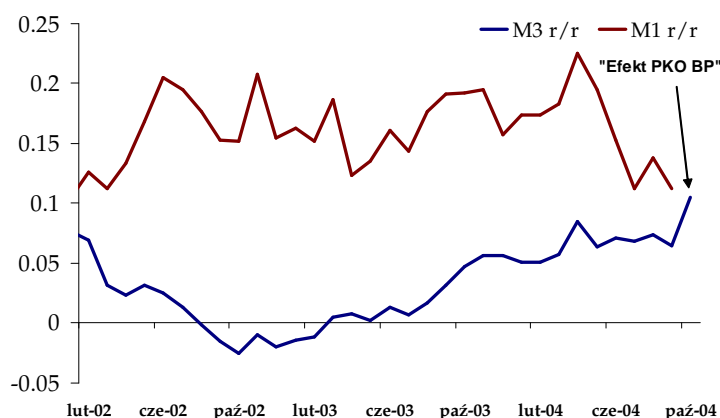
Wartość poszczególnych komponentów podaży pieniądza została w analizowanym okresie "zaniżona" w wyniku odnotowanej w tym okresie aprecjacji złotego³⁴.

³⁴Umocnienie złotego powoduje obniżenie wartości dewizowych komponentów agregatu pieniężnego w przeliczeniu na walutę krajową. Wpływ zmian kursowych obliczany jest w oparciu o 7 walut – euro, dolara amerykańskiego, franka szwajcarskiego, koronę duńską, koronę szwedzką, funta szterlinga oraz jena japońskiego. W przypadku zobowiązań wobec i należności od pozostałych sektorów krajowych trzy pierwsze waluty stanowią około 99% w strukturze walutowej.

Determinanty inflacji

	Stan na	Zmiana w kwartale		Zmiana do analogicznego okresu poprzedniego roku	
	30.09.2004	mld zł.	procent	mld zł.	procent
DEPOZYTY I INNE ZOBOWIĄZANIA ZALICZANE DO PIENIĄDZA M3	296.6	1.9	0.7	18.3	6.6
Gospodarstwa domowe	187.8	-0.4	-0.2	-2.6	-1.3
w tym osoby prywatne	176.7	-1.1	-0.6	-4.4	-2.4
Niemonetarne instytucje finansowe	8.3	-0.2	-2.0	0.7	9.6
Przedsiębiorstwa	76.5	1.3	1.7	15.8	25.9
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gosp. domowych	9.0	0.3	3.1	0.5	5.5
Instytucje samorządowe	13.2	1.0	8.4	3.5	35.6
Fundusze ubezpieczeń społecznych	1.8	0.0	0.8	0.4	30.4

Tabela 2.11: Zobowiązania wobec pozostałych sektorów krajowych zaliczane do pieniądza M3
Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.37: Agregaty monetarne M1 oraz M3 – nominalne roczne tempo wzrostu
Źródło: Dane NBP. Dane za październik na podstawie informacji przyspieszonej – mogą ulec zmianie.

Sektor przedsiębiorstw

Utrzymujące się ożywienie gospodarcze nadal nie znajduje odzwierciedlenia na rynku kredytów dla przedsiębiorstw. Wzrost należności od tej grupy podmiotów w ciągu ostatnich trzech miesięcy³⁵ o ok. 2 mld zł w ujęciu nominalnym może jednak wskazywać na stopniową poprawę w tym obszarze. Niemniej roczne tempo wzrostu tej kategorii pozostaje nadal ujemne. Ponadto wyniki badań ankietowych NBP³⁶ wskazują na wyhamowanie notowanej w poprzednich kwartałach w sektorze bankowym tendencji do wzrostu popytu na kredyt. Zdaniem banków wynikało to jednak przede wszystkim

³⁵Tj. od końca lipca do końca października

³⁶Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2004, Warszawa październik 2004, www.nbp.pl

z korzystania przez przedsiębiorstwa z alternatywnych źródeł finansowania, głównie środków własnych. Jest to rezultatem wciąż bardzo dobrych wyników finansowych przedsiębiorstw, przede wszystkim eksporterów. Badania ankietowe NBP³⁷ wskazują, że w III kwartale br. środki własne stanowiły ponad połowę w strukturze finansowania wydatków bieżących przedsiębiorstw, podczas gdy kredyty bankowe zaledwie 16%. Znaczenie samofinansowania było jeszcze wyższe przy prowadzonych inwestycjach, gdzie z funduszy własnych pokryto około 3/4 wydatków na ten cel, a z kredytów bankowych tylko 14%.

W przypadku kredytów inwestycyjnych w analizowanym okresie po raz kolejny wystąpił spadek zadłużenia przedsiębiorstw z tego tytułu – w III kwartale br. łącznie o 1,2 mld zł. Roczna dynamika tej kategorii obniżyła się z -2,3% do -7,0%, osiągając historyczne minimum³⁸. Z drugiej strony w III kw. banki odnotowały kontynuację wzrostu popytu na kredyty długoterminowe. Większe zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji było jednym z głównych czynników, które przyczyniły się do wzrostu popytu na kredyt³⁹.

Rosnącej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw będzie towarzyszyć stopniowy przyrost ich zadłużenia w sektorze bankowym, choć będzie on ograniczany przez wysoki poziom środków własnych tej grupy podmiotów. Na oczekiwane przez banki w IV kw. wzmocnienie tendencji do wzrostu popytu przedsiębiorstw na kredyty wskazują także wyniki badań ankietowych.

Pomimo wzrostu oprocentowania kredytów w ślad za podwyżkami stóp NBP, jego wysokość nadal nie stanowiła istotnej bariery rozwoju działalności gospodarczej przedsiębiorstw, choć odsetek respondentów wskazujących na trudności z tym związane wzrósł w IV kw. br. do 6,4% (z 3,6% w III kw. br.). Warto również zauważyć że oprocentowanie wielu kategorii kredytów (zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla innych sektorów) wzrosło w mniejszym lub tylko nieznacznie wyższym stopniu niż stawki rynku pieniężnego. W rezultacie utrzymuje się tendencja do obniżenia marż kredytowych w bankach komercyjnych (Wykres 2.38). Proces ten może wskazywać na zmniejszenie ryzyka kredytowania postrzeganego przez banki oraz na wzrost konkurencyjności ze strony innych banków i niebankowych instytucji finansowych, co potwierdzają wyniki badań ankietowych NBP.

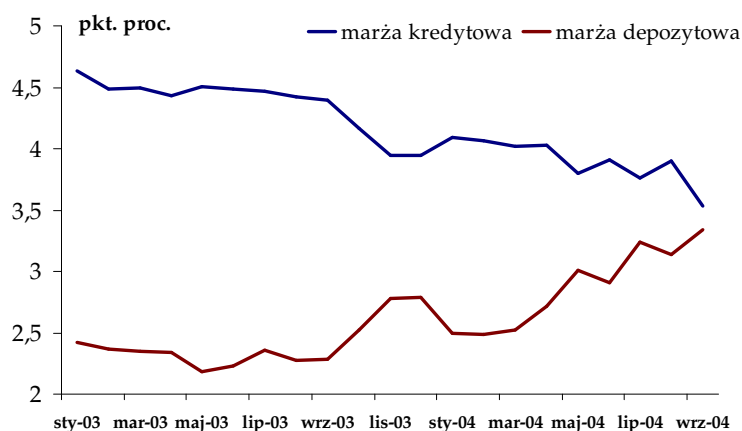
Przyrost depozytów przedsiębiorstw był szczególnie silny w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UE – towarzyszyło mu wówczas bardzo wysokie tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu⁴⁰. Obserwowane od września br. silniejsze obniżenie

³⁷Wstępna Informacja o Kondycji Sektora Przedsiębiorstw ze Szczególnym Uwzględnieniem Stanu Koniunktury w IV kwartale 2004 – dostępne na stronie www.nbp.pl

³⁸Należy jednak pamiętać, że aprecjacja złotego wpłynęła na obniżenie wartości kredytów inwestycyjnych relatywnie silnie, gdyż udział kredytów walutowych w tej kategorii należności jest największy po kredytach eksportowych (wynosi ok. 40%). Po uwzględnieniu zmian kursowych spadek kredytów inwestycyjnych był o ok. 0,7 mld zł mniejszy.

³⁹Wśród pozostałych czynników najważniejszą rolę odegrało zapotrzebowanie na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego

⁴⁰Analiza korelacji wskazuje na istnienie silnej dodatniej zależności pomiędzy 12-miesięcznymi zmia-



Wykres 2.38: Średnia marża kredytowa oraz depozytowa w systemie banków komercyjnych (różnice średniego ważonego oprocentowania kredytów/depozytów oraz 3-miesięcznego WIBORU)

Źródło: Dane NBP.

dynamiki depozytów powinno być kontynuowane, zarówno w wyniku statystycznego efektu bazy⁴¹, jak też spodziewanego stopniowego wzrostu nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw.

Kredyty i depozyty gospodarstw domowych

W analizowanym okresie roczna dynamika należności od gospodarstw domowych utrzymywała się na poziomie ok. 15%. Wyjątkiem był październik, gdy rekordowy wzrost kredytów tej grupy podmiotów był spowodowany pozyskiwaniem środków na zakup akcji PKO BP i WSiP. Znaczna redukcja zleceń oraz realizacja zysków spowoduje silny spadek należności od gospodarstw domowych w listopadzie.

Do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych nadal przyczyniają się głównie kredyty mieszkaniowe, których dynamika wzrostu utrzymywała się w granicach 30% w skali rocznej. Banki odnotowały w III kw. br. przyrost zadłużenia z tego tytułu o 1,3 mld zł. Został on jednak zaniżony przez zmiany kursowe, mające przy tej kategorii duże znaczenie. Po ich uwzględnieniu, rzeczywisty przyrost kredytów mieszkaniowych wyniósł 2,1 mld zł. Kredyty mieszkaniowe mają zdecydowanie największe znaczenie w strukturze portfela kredytowego gospodarstw domowych. Od początku roku ich udział zwiększył się z 30,1% do 32,6% we wrześniu br. Struktura walutowa kredytów mieszkaniowych od połowy 2003 roku zaczęła się zmieniać w kierunku wzrostu udziału kredytów złotych, co miało związek ze spadkiem ich oprocentowania. Jednakże

nami produkcji sprzedanej przemysłu i depozytów przedsiębiorstw. Zmiana produkcji sprzedanej niemal natychmiast przekłada się na zmianę stanu depozytów - najwyższy poziom współczynnika korelacji (ok. 0,7) występuje w okresie, w którym wystąpił impuls w postaci zmiany tempa wzrostu produkcji. W kolejnych miesiącach wpływ tego impulsu na zmianę dynamiki depozytów jest wyraźnie słabszy.

⁴¹Silny przyrost depozytów przedsiębiorstw rozpoczął się we wrześniu 2003 r.

	Kredyty			Depozyty		
	ogółem	gosp. dom	przeds.	ogółem	gosp. dom.	przeds.
Sty04	9.6	12.1	7.1	3.0	3.0	2.9
Lut04	9.5	12.0	7.1	3.0	3.0	2.9
Mar04	9.5	12.0	7.1	3.0	3.0	2.9
Kwi04	9.7	12.0	7.3	3.0	3.0	2.9
Maj04	9.8	12.0	7.4	3.0	3.0	2.9
Cze04	9.8	12.0	7.4	3.0	3.0	2.9
Lip04	10.1	12.1	7.8	3.1	3.1	3.1
Sie04	10.5	12.5	8.2	3.5	3.5	3.2
Wrz04	10.6	12.6	8.4	3.8	3.9	3.4

Tabela 2.12: Średnie ważone oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych
Źródło: Dane NBP.

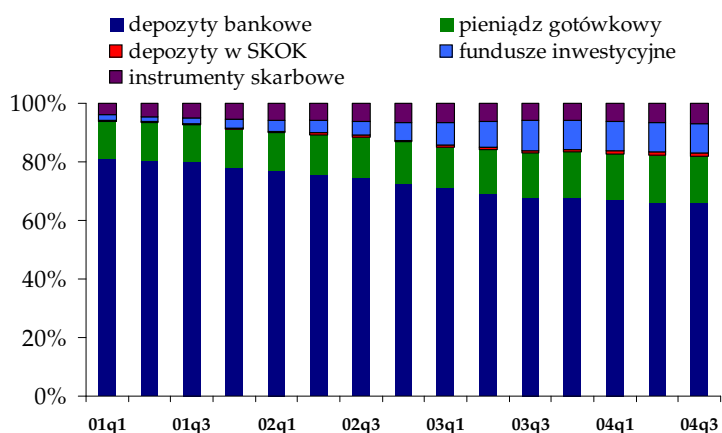
osłabienie złotego w pierwszej połowie br. oraz wzrost złotych stóp procentowych w ostatnim okresie spowodował zatrzymanie tego trendu. Obecnie banki komercyjne ponownie obserwują większe zainteresowanie kredytami walutowymi; ponadto popularność zyskują operacje refinansowania wcześniej zaciągniętych złotych kredytów mieszkaniowych kredytami walutowymi.

O stopniowej odbudowie popytu konsumpcyjnego może świadczyć rosnące znaczenie kredytów pozostałych, obejmujących m.in. kredyty na zakupy w systemie sprzedaży ratalnej oraz kredyty gotówkowe. Na wzrost popytu na kredyty konsumpcyjne w III kw. wskazują również banki, które oczekują kontynuacji tej tendencji także w kolejnym kwartale.

W najbliższych miesiącach można oczekiwać utrzymywania się dynamiki należności od gospodarstw domowych na dotychczasowym poziomie. W kierunku ograniczenia tempa wzrostu tej kategorii mogą jednak oddziaływać rosnące oprocentowanie kredytów oraz nadal trudna sytuacja na rynku pracy, która zmniejsza skłonność do zwiększania zadłużenia. Z drugiej strony obniżanie marży kredytowej oraz łagodzenie polityki kredytowej będą sprzyjać wzmocnieniu aktywności na rynku kredytów dla gospodarstw domowych.

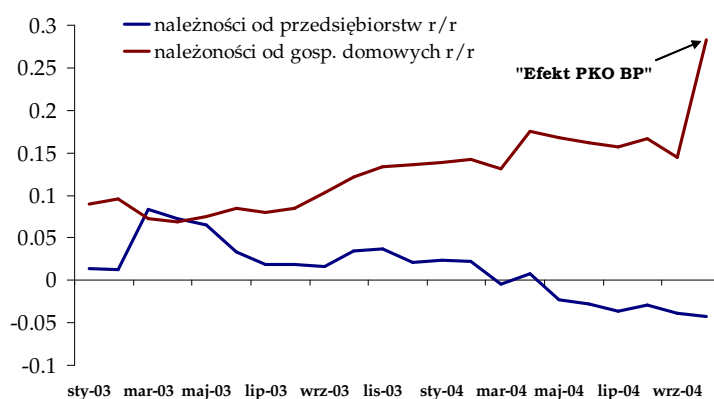
W analizowanym okresie nastąpiło wyhamowanie tendencji spadkowej depozytów gospodarstw domowych. Roczne tempo wzrostu tej kategorii pozostawało jednak ujemne (ok. -1,5%). Ponownie wyjątkiem był październik, kiedy wzrost wartości lokat prywatyzacyjnych oraz środków na rachunkach klientów indywidualnych w biurach maklerskich działających w ramach struktur banków doprowadził do pierwszego od czerwca 2002 r. dodatniego rocznego tempa wzrostu (0,1%) depozytów gospodarstw domowych.

Można oczekiwać, że w kolejnych miesiącach wzrości wartości depozytów będzie sprzyjać ich rosnące oprocentowanie, przede wszystkim depozytów terminowych (Tabela 2.12). Prowadzi to do wzrostu kosztu alternatywnego związanego z utrzymywaniem środków w postaci depozytów bieżących oraz pieniądza gotówkowego. Powyższą



Wykres 2.39: Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych
Źródło: Dane NBP.

teżę wydają się potwierdzać systematyczny spadek tempa wzrostu depozytów bieżących (pomiędzy listopadem 2003 r. a wrześniem br. zmniejszyło się z 14,7% do 4,3% r/r) i pieniądza gotówkowego w obiegu⁴² (odpowiednio z 18,2% do 3,2%), czemu towarzyszy zahamowanie tendencji spadkowej depozytów terminowych.



Wykres 2.40: Nominalne roczne tempo wzrostu należności banków komercyjnych od przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych
Źródło: Dane NBP. Dane za październik 2004 r. na podstawie informacji przyspieszonej – mogą ulec zmianie.

Choć marża depozytowa w całym sektorze banków komercyjnych ulegała w III kw. zwiększaniu (Wykres 2.38), to niektóre banki komercyjne podnosiły oprocentowanie depozytów w tempie porównywalnym do tempa wzrostu stóp procentowych NBP. Może to świadczyć o narastaniu poziomu konkurencji między instytucjami o oszczędności gospodarstw domowych. Wydaje się, że proces narastania marż depozytowych ma charakter przejściowy i że w dalszej perspektywie będą one ulegały zmniejszaniu

⁴²Zobacz Raport o Inflacji, sierpień 2004 r.

wraz ze wzrostem znaczenia walki banków o nowych klientów detalicznych.

Gospodarstwa domowe gromadzą oszczędności finansowe również poza sektorem bankowym. Wartość aktywów zdeponowanych przez nie w funduszach inwestycyjnych, SKOK-ach oraz w obligacjach skarbowych wzrosła w III kw. o 1,2 mld zł (2,1%), tj. 6,5% r/r. Wydaje się, że wysoka intensywność substytucji depozytów bankowych alternatywnymi formami oszczędności, jaka miała miejsce po wprowadzeniu opodatkowania przychodów odsetkowych na przełomie 2001 i 2002 r. już wygasła. Niemniej stan aktywów finansowych alternatywnych wobec depozytów będących w posiadaniu gospodarstw domowych nadal przyrasta szybciej niż stan ich depozytów bankowych, co znajduje odzwierciedlenie w zmianach struktury oszczędności finansowych gospodarstw domowych (Wykres 2.39).

Jak już podkreślono, w październiku zdecydowanie najsilniejszy wzrost depozytów odnotowano w sektorze niemonetarnych instytucji finansowych, w skład którego wchodzi m.in. biura maklerskie nie będące częścią banków. Wzrost wynikał ze zdeponowania przez nie w sektorze bankowym środków w kwocie ok. 13 mld zł na zakup akcji prywatyzowanych spółek.

Polityka pieniężna w okresie wrzesień–listopad 2004 r.

W okresie wrzesień-listopad 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W rezultacie na koniec tego okresu stopa referencyjna wyniosła 6,5%, stopa lombardowa 8,0%, stopa depozytowa 5,0%.

Zjawiska zachodzące w polskiej gospodarce od maja do sierpnia, opisywane w poprzednim *Raporcie o inflacji*, istotnie różniły się od zjawisk zachodzących w okresie opisywanym przez obecny *Raport*. Dokonane w miesiącach czerwiec-sierpień podwyżki stóp procentowych, w sumie o 125 pb., miały przede wszystkim ograniczyć wtórne efekty inflacyjne wstrząsów podażowych oraz przejściowego wzrostu inflacji związane z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Brak zaostrzenia polityki pieniężnej w warunkach znaczącego wzrostu bieżącej inflacji i oczekiwań inflacyjnych zwiększałoby ryzyko nasilenia żądań płacowych i – tym samym – utrwalenia presji inflacyjnej (efektów drugiej rundy). Zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej miało zapewnić, że podwyższony poziom inflacji będzie miał charakter przejściowy. Ponadto, zdaniem Rady dostępne projekcje inflacji wskazywały na konieczność zwiększenia restrykcyjności polityki pieniężnej w celu osiągnięcia celu inflacyjnego. Jednocześnie Rada utrzymała nastawienie restrykcyjne w polityce pieniężnej, gdyż w jej ocenie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu (2,5%) w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej było nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu cen będzie niższe niż 2,5%.

We wrześniu Rada opublikowała *Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*, w których zawarła listę czynników mogących zdaniem Rady ułatwić lub utrudnić powrót inflacji do celu w przewidywanym okresie 5-7 kwartałów. Wśród czynników ułatwiających powrót inflacji do celu Rada wymieniła: (a) mniejszy niż oczekiwany inercyjny wpływ wstrząsu akcesyjnego na inflację, (b) korzystne wstrząsy podażowe, (c) dynamikę wydajności pracy w dalszym ciągu przewyższającą dynamikę wynagrodzeń; (d) osłabioną pozycję firm w zakresie przenoszenia wzrostu kosztów na cenę płaconą przez konsumenta. Jako czynnik, który może wydłużyć powrót inflacji do celu inflacyjnego 2,5% Rada wymieniła ewentualne silne niekorzystne wstrząsy podażowe.

Procesy gospodarcze obserwowane w okresie sierpień-październik wskazywały, iż ujawniły się niektóre czynniki wymienione przez Radę w *Założeniach*. W szczególności

ści istotnie spowolniła dynamika wzrostu płac i pozostała niższa niż dynamika wzrostu wydajności pracy. Ponadto, wolniejszy niż oczekiwano wzrost zatrudnienia w gospodarce w zestawieniu z niskim wzrostem płac oddziaływał, poprzez obniżenie dynamiki spożycia prywatnego, w kierunku niższej inflacji.

W kierunku obniżenia inflacji oddziaływała również znacząca aprecjacja złotego. Wskazywała ona na wzrost prawdopodobieństwa niższego przebiegu inflacji w stosunku do scenariusza przedstawionego w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Ocenie trwałości umocnienia złotego towarzyszyła jednak znaczna niepewność.

Z drugiej strony wystąpił dalszy znaczący wzrost cen ropy naftowej, który w krótkim okresie wpływa na wzrost inflacji głównie poprzez wyższe ceny paliw, co było obserwowane w ostatnich miesiącach, szczególnie w październiku. W dłuższym okresie wysokie ceny ropy oddziałują – poprzez obniżenie się dynamiki wzrostu gospodarczego – w kierunku niższej inflacji. Łączny wpływ wzrostu cen ropy naftowej na przyszłą inflację jest wypadkową obu wymienionych efektów.

W okresie wrzesień-listopad pojawiły się nowe informacje dotyczące dynamiki nakładów inwestycyjnych w gospodarce oraz planów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Dynamika inwestycji w drugiej połowie roku była niższa od oczekiwań. Szacunki dotyczące nakładów inwestycyjnych w pierwszym półroczu 2004 r. obarczone są znaczną niepewnością. Ponadto, przedsiębiorstwa sygnalizowały w badaniach koniunktury NBP, że nie planują znacząco zwiększyć inwestycji w najbliższym czasie. Takie sygnały od firm są jednak niespójne z bardzo wysokim i rosnącym wykorzystaniem mocy produkcyjnych, co w sumie zwiększa niepewność dotyczącą przyszłej dynamiki nakładów inwestycyjnych i, tym samym, perspektyw wzrostu gospodarczego.

W świetle dostępnych danych i wyników badań ankietowych NBP, dotychczasowe zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej przyczyniło się do ograniczenia efektów drugiej rundy. Ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy wydaje się niższe również z tego powodu, że w listopadzie drugi miesiąc z rzędu obniżyły się oczekiwania inflacyjne osób fizycznych, oraz z wolniejszej niż oczekiwano poprawy na rynku pracy. Jednak pomimo obniżenia się oczekiwań inflacyjnych, pozostają one na poziomie znacznie przewyższającym cel inflacyjny 2,5%, zaś ich adaptacyjny charakter pozwala ocenić, że utrzymają się na podwyższonym poziomie również w pierwszym kwartale 2005 roku. Dlatego pełna ocena efektów drugiej rundy będzie możliwa dopiero w drugim kwartale 2005 roku.

Łączna ocena wszystkich powyższych czynników wskazywała, że inflacja w latach 2005-2006 może przebiegać niżej niż przedstawiono w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Dlatego Rada uznała, że we wrześniu i w październiku nie należy zmieniać parametrów polityki pieniężnej. Rada uznała też, że projekcja listopadowa pozwoli lepiej ocenić bilans ryzyk dla realizacji celu inflacyjnego.

Zgodnie z projekcją inflacji, przedstawioną w 4. rozdziale *Raportu*, przebieg przyszłej inflacji będzie niższy od oczekiwanego w poprzednim *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego 2,5% w latach 2005-2006 jest mniejsze niż w sierpniowym *Raporcie*,

jednak nadal wyższe, niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu.

Biorąc pod uwagę najnowsze dane ekonomiczne Rada uznała, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji kształtuje się korzystniej niż przedstawiono w projekcji inflacji. Na ocenę tę wpłynęła utrzymująca się silna aprecjacja złotego, choć Rada dostrzega niepewność przewidywań dotyczących trwałości tej tendencji. Drugą przesłanką tej oceny jest brak nadmiernego wzrostu płac, co oznacza ograniczenie efektów drugiej rundy. Jednak według Rady prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu inflacyjnego. Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

Projekcja inflacji

Projekcja inflacji została opracowana z wykorzystaniem modeli ekonometrycznych przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Wiceprezesa NBP. 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.

4.1 Wstęp

Bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego z pierwszych dwóch kwartałów 2004 roku było spowodowane w dużym stopniu akcesją do Unii Europejskiej. Istnieje znaczna niepewność co do struktury tego wzrostu, z trudnym do wyjaśnienia bardzo dużym wkładem przyrostu zapasów do wzrostu PKB. Akcesja przyczyniła się również w istotnej mierze do przyspieszenia inflacji w II i w III kwartale br., przede wszystkim z powodu zwiększonego popytu ze strony "starych" krajów UE na polską żywność oraz zwiększonego popytu konsumentów spowodowanego obawami o wzrost cen po wejściu Polski do UE. Nie były to jedyne przyczyny wzrostu inflacji – pewną rolę odegrały również dwa inne czynniki: wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz ubiegłoroczna deprecjacja kursu walutowego. Ta ostatnia stymulowała wzrost PKB, lecz z drugiej strony była elementem wzrostu kosztów.

Sytuacja gospodarcza w punkcie wyjścia prognozy może być scharakteryzowana następująco: wzrost PKB jest głównie wynikiem stabilnie rosnącego spożycia indywidualnego; oczekiwany w poprzedniej projekcji szybki wzrost nakładów inwestycyjnych ograniczony jest nadal przede wszystkim do dużych przedsiębiorstw. Spodziewane tempo wzrostu inwestycji w kolejnych kwartałach II półrocza jest obecnie niższe niż przewidywane w poprzednim kwartale i nie przekracza 8%. Ważny wkład do wzrostu PKB wnoszą eksport netto, choć oczekuje się spadku jego roli we wzroście do końca 2004 roku. W drugim półroczu spodziewane jest osłabienie tempa wzrostu PKB do poziomu poniżej 5%, choć szacunki te mogą być obciążone znacznym błędem zwłaszcza z uwagi na brak porównywalnych w czasie danych dotyczących eksportu i importu. Spowolnienie wzrostu PKB może również tłumaczyć brak ożywienia na rynku pracy – zarówno spadek bezrobocia, jak i wzrost płac są bardzo umiarkowane i nie oczekuje się zmiany tej sytuacji do końca bieżącego roku.

Projekcja inflacji została przygotowana przy wykorzystaniu dwóch makroekonomicznych modeli inflacji⁴³ oraz wiedzy i doświadczenia ekspertów. Wiedza ekspertów została wykorzystana zarówno do opracowania założeń o tendencjach w gospodarce światowej (rynki paliw, rynki finansowe, koniunktura gospodarcza u głównych partnerów handlowych) oraz przewidywanych zmianach innych czynników oddziałujących na inflację w Polsce (np. sytuacja na rynkach produktów rolnych, finansów publicznych), jak i jakościowej analizie nowych procesów zachodzących w gospodarce polskiej.

Przedstawiona poniżej projekcja została sporządzona na podstawie informacji dostępnych do 22 października 2004 r. Dla IV kwartału br. wszystkie zmienne występujące w modelach, a więc również tempo wzrostu cen, zostały oszacowane za pomocą metod eksperckich. Wpływ ewentualnych błędów tych szacunków na projekcję inflacji ujawnia się zazwyczaj w pierwszych dwóch-trzech kwartałach projekcji, a następnie zanika. Z punktu widzenia polityki pieniężnej błędy te mają niewielkie znaczenie, gdyż z uwagi na opóźnienia w mechanizmie transmisji, oddziaływanie polityki pieniężnej na inflację ma miejsce przede wszystkim po 6-8 kwartałach od momentu, w którym zostały zmienione stopy procentowe NBP.

W projekcji przyjęto założenie natury technicznej, że w okresie, dla którego sporządzana jest projekcja, stopa referencyjna NBP nie ulegnie zmianie, tzn. będzie wynosić 6,5%. Oznacza to, że projekcja – szczególnie w dłuższym horyzoncie czasowym – nie pokazuje zapewne takiego poziomu inflacji, jaki się ukształtuje w rzeczywistości, gdyż nie uwzględnia możliwych zmian stóp procentowych NBP. W stosunku do projekcji opublikowanej w sierpniu, poziom stałych stóp procentowych jest obecnie wyższy o 0,5 pkt. proc. (w projekcji sierpniowej nie uwzględniono podwyżki stóp dokonanej przez RPP w dniu 26 sierpnia 2004 r.).

4.2 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych

Popyt zewnętrzny i inflacja w strefie euro

W założeniach do projekcji listopadowej przyjęto, że ożywienie gospodarcze w strefie euro do końca 2004 r. będzie postępowało nieco szybciej niż przewidywano to w poprzednim kwartale. Wzrost gospodarczy jest stymulowany przez popyt zewnętrzny, lecz co ważne, wyższy niż się spodziewano okazał się popyt krajowy. Nie nastąpiły natomiast zmiany w ocenie tempa procesów inflacyjnych. W roku 2005 i 2006 oczekujemy wzrostu PKB przekraczającego 2%, przy czym wzrost w 2006 roku powinien być nieco szybszy niż w 2005 roku. Przyczyną słabszego wzrostu w 2005 r. będą opóźnione skutki wysokich cen ropy naftowej i obserwowanej obecnie aprecjacji euro wobec dolara amerykańskiego. Przyjęto zatem, że wzrost cen paliw na rynkach światowych odbije się przede wszystkim na tempie wzrostu PKB, a nie na inflacji. Można to przypisać

⁴³Opis modeli można znaleźć w opracowaniu: B. Kłos, R. Kokoszczyński, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Wróbel (2004): *Modele strukturalne w prognozowaniu inflacji w NBP*, Materiały i Studia nr 180, www.nbp.pl.

przede wszystkim niższej niż w przeszłości energochłonności wzrostu gospodarczego, większej odporności przedsiębiorstw na zaburzenia cenowe (amortyzowane zmianami narzutu) oraz osłabieniu reakcji banku centralnego na szoki podażowe, co uzasadnione jest wiarygodnością polityki pieniężnej. W horyzoncie naszej projekcji inflacja będzie zatem powoli, choć systematycznie malała: z 2,1% w 2004 r. do 1,9% w 2005 r. i 1,7% w 2006 r.

Niewielka skala spodziewanych zmian popytu i inflacji w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski sprawia, że w stosunku do projekcji sierpniowej czynniki te nie wpływają w istotny sposób na zmianę projekcji inflacji.

Ceny ropy naftowej

Obecna prognoza cen ropy naftowej różni się znacznie od prognozy sierpniowej. Ceny ropy w całym horyzoncie projekcji są obecnie wyższe od zakładanych poprzednio, a największa różnica występuje w IV kwartale 2004 roku i w I połowie 2005 roku. Ze względu na niewielkie różnice między prognozami dla ostatnich kwartałów 2006 roku oznacza to również, że choć mamy do czynienia ze znacznie wyższym poziomem cen ropy w całym okresie projekcji, to jednak tempo spadku tych cen w 2006 roku jest obecnie szybsze od zakładanego w poprzednim kwartale. W związku z tym proinflacyjne oddziaływanie cen ropy naftowej ujawni się przede wszystkim pod koniec br. i w pierwszej połowie roku 2005. W następnych kwartałach spadek cen ropy naftowej spowolni inflację.

Kurs euro/dolar i zagraniczne stopy procentowe

W projekcji przyjęto, że kurs euro/dolar i zagraniczne stopy procentowe będą kształtowały się zgodnie z oczekiwaniami rynków walutowych. Obecne oczekiwania co do stóp procentowych są niższe niż w poprzednim kwartale – różnica ta rośnie od ok. 0,2 punktu procentowego w początkach 2005 roku do ok. 0,5 punktu procentowego w końcu 2006 r. Dla kursu krzyżowego obecne oczekiwania są nieistotnie różne od oczekiwań z poprzedniego kwartału. Przyjmujemy, że w horyzoncie projekcji kurs krzyżowy będzie się kształtował na poziomie 1,23-1,24. Jest to założenie techniczne, które wynika z poziomu kursu walutowego euro/dolar w okresie bezpośrednio poprzedzającym datę zamknięcia dla danych uwzględnianych w projekcji, uwzględniające różnicę w terminowym oprocentowaniu dolara i euro.

4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych

Wydatki budżetu państwa

W założeniach do projekcji listopadowej nie nastąpiły poważniejsze zmiany w stosunku do poprzedniego kwartału. Przyjęto, że wydatki budżetu państwa ukształtują się

zgodnie z projektem ustawy budżetowej na 2005 rok, wykorzystano również szacunki Ministerstwa Finansów dla roku 2006. Założono, że w 2006 r. wydatki budżetowe istotnie wzrosną w związku z odłożoną na ten rok waloryzacją świadczeń rentowych i emerytalnych (przyjęto, że zostanie ona zrealizowana w postaci dotacji budżetowej dla FUS). Zasadniczym elementem niepewności prognozy wydatków budżetowych są wyniki wyborów do parlamentu w roku 2005 oraz dalsze losy ustaw ograniczających i racjonalizujących wydatki publiczne.

Ceny żywności

Obecna prognoza cen żywności różni się przede wszystkim wartościami ich dynamiki w pierwszych czterech kwartałach horyzontu projekcji. Z uwagi na lepsze niż w poprzednim kwartale oceny tegorocznych zbiorów, obecnie prognozowane dynamiki cen żywności są w tym okresie o ok. 1 punkt procentowy niższe niż w projekcji sierpniowej. W ujęciu rocznym tempo wzrostu cen żywności w I kwartale 2005 r. będzie wynosiło ok. 7%, a następnie znacznie szybko się obniżyć. Podobnie jak w poprzedniej projekcji oczekujemy, że w 2006 r. roczna dynamika cen żywności będzie się kształtowała na poziomie około 2%.

4.4 Projekcja inflacji

Prezentowana obecnie projekcja różni się od opublikowanej w sierpniu przede wszystkim poziomem inflacji w pierwszym roku projekcji: największa różnica ma miejsce w II kw. 2005 r. i wynosi 1,9 pkt. proc., zmniejszając się do ok. 0,4 pkt. proc. w 2006 r. Różnice w pierwszych trzech kwartałach wynikają prawie wyłącznie z założenia w projekcji sierpniowej inflacji w III kw. 2004 r. na poziomie o 0,7 pkt. proc. wyższym od rzeczywistego wzrostu cen. Natomiast różnica w 2006 r. wynika przede wszystkim ze zmian założeń dotyczących poziomu krajowych stóp procentowych (wzrost o 0,5 pkt. proc. w całym horyzoncie projekcji), co powiększając dysparytet powoduje większą aprecjację kursu złotego i w efekcie spadek inflacji.

Ścieżka nominalnego kursu walutowego w projekcji listopadowej przebiega na wyższym (bardziej zaprecjonowanym) poziomie niż w projekcji sierpniowej. W porównaniu z poziomem kursu złotego notowanym w październiku modele nie przewidują dalszego umocnienia złotego, w wręcz przeciwnie – niewielką deprecjację. Tak samo jak w projekcji sierpniowej charakterystyczną cechą procesu wzrostu PKB w horyzoncie projekcji pozostaje zmiana roli jego czynników. Spodziewamy się, że w II połowie 2005 r. eksport netto przestanie być czynnikiem zwiększającym tempo wzrostu PKB. Rolę tę przejmie popyt wewnętrzny, a przede wszystkim inwestycyjny. Wysokie tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w latach 2005-2006 – choć niższe niż w projekcji sierpniowej – będzie zarówno konsekwencją niskiej bazy indeksu, jak też skutkiem oddziaływania inwestycji autonomicznych (finansowanych z funduszy unijnych) z towarzyszącym im efektem akceleracji, domykania się luki popytowej i spadku realnej

stopy procentowej (kosztu kapitału) w pierwszych kwartałach projekcji. Domykanie się luki popytowej oznacza stosunkowo wysokie wykorzystanie istniejących mocy wytwórczych – żeby zwiększać produkcję, konieczne są inwestycje. Hamująco na inwestycje może natomiast oddziaływać niepewność dotycząca perspektyw popytu w gospodarce, związana z niewielkim (poniżej 1% średniorocznie) wzrostem zatrudnienia. Przy takim scenariuszu, tempo wzrostu PKB w latach 2005-2006 ukształtuje się nieco poniżej prognozowanego w sierpniu 4,5-5,5%.

Przyspieszenie inflacji obserwowane w Polsce od II kwartału 2004 roku jest w istotnej mierze spowodowane akcesją Polski do Unii Europejskiej, a w tym wynika ze wzrostu cen żywności na skutek znaczącego wzrostu zagranicznego popytu na polskie produkty żywnościowe oraz ze zmian podatków pośrednich. Przewiduje się, że już w I połowie 2005 r. efekty inflacyjne wstrząsów podaźowych, związanych zarówno z akcesją, wzrostem podatków pośrednich, jak i z cenami ropy naftowej zaczną stopniowo wygasać. Inflacja zacznie spadać, w III kw. 2005 r. prawdopodobnie zbliży się do górnej granicy przedziału dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, a następnie będzie utrzymywała się do końca horyzontu projekcji w przedziale 3,0%-3,5%, pozostając cały czas ponad poziomem celu inflacyjnego.

Niepewność projekcji

Każda projekcja jest obciążona niepewnością. Jej podstawowe źródła to niepewność założeń oraz przybliżony charakter odwzorowywania rzeczywistości gospodarczej za pomocą modeli ekonometrycznych. Przy sporządzaniu projekcji wykorzystano wiedzę ekspercką do sformułowania założeń (zmiennie egzogeniczne) oraz do oszacowania poziomu zmiennych endogenicznych w IV kwartale br. W krótkim horyzoncie czasowym prognozowanie typu eksperckiego daje zazwyczaj lepsze wyniki niż zastosowanie modeli strukturalnych, jednak i w tym wypadku nie można wykluczyć możliwości popełnienia błędu. Wiedza ekspercka została też wykorzystana do oceny, jak bardzo prognozowane zmiennie egzogeniczne mogą się odchylić od przyjętych wartości.

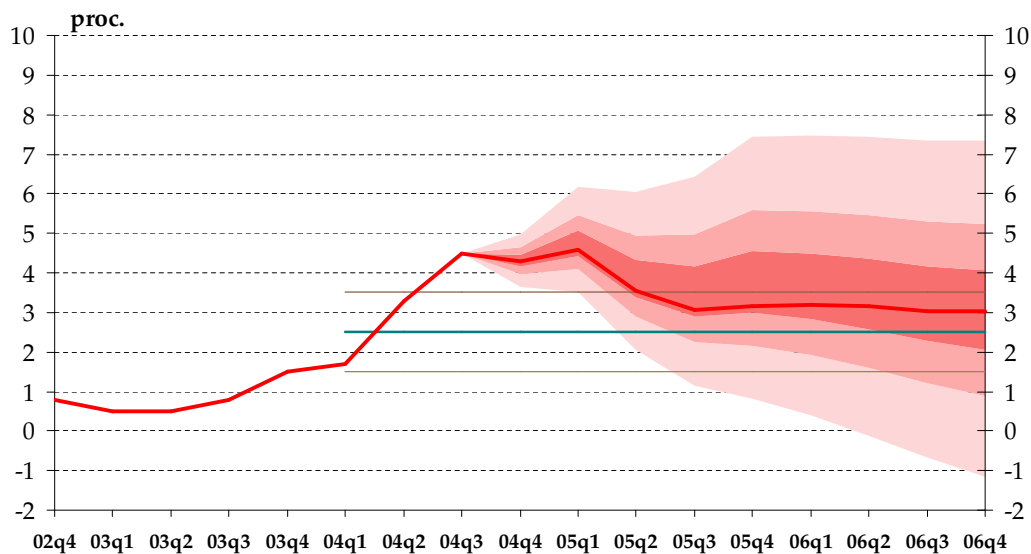
W obecnej projekcji największą niepewnością obciążona jest prognoza cen żywności i ropy naftowej, wydatków budżetowych w 2006 r. z uwagi na wybory parlamentarne w 2005 r. oraz inflacji w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. Fakt, iż właśnie te zmiennie zostały wytypowane przez ekspertów jako obciążone największą niepewnością wydaje się dość oczywisty: nadal trudno jest ocenić, jak długo i jak silnie popyt zewnętrzny będzie wpływał na ceny żywności w Polsce. Prognozowanie cen ropy utrudnia fakt, iż szczupłość jej zapasów w USA oraz niepewność dostaw sprawiają, że są one bardzo podatne na spekulację, a co za tym idzie, są bardzo zmienne. Wyniki wyborów parlamentarnych w Polsce mogą spowodować trudne obecnie do przewidzenia zmiany wydatków budżetu, duża niepewność odnosi się także do rządowych propozycji ograniczenia i racjonalizacji wydatków publicznych; należy przy tym zwrócić uwagę, iż wyraźna zależność kursu walutowego od czynnika ryzyka, jakim jest deficyt budżetowy może sprawić, że rzeczywiste zmiany kursu walutowego będą

inne niż obecnie przewidujemy. Nie można również wykluczyć, że wydarzenia polityczne (wybory parlamentarne, referendum konstytucyjne) mogą nie tworzyć korzystnego klimatu dla przedsięwzięć inwestycyjnych i wzrostu gospodarczego. Wreszcie inflacja w krajach będących naszymi głównymi partnerami handlowymi może w większym stopniu niż się teraz oczekuje zacząć rosnąć pod wpływem wzrostu cen ropy naftowej.

Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niepewność projekcji są w br. dane dotyczące elementów składowych PKB. Wspomniano już wcześniej o braku danych dotyczących eksportu i importu. Z uwagi na wejście Polski do UE są one bowiem opracowywane w nowym systemie i według nowych zasad. Z powodu braku dostatecznych informacji trudno jest też zinterpretować wyliczony przez GUS w pierwszych dwóch kwartałach 2004 r. bardzo znaczny wzrost zapasów, a co za tym idzie, trudno również wnioskować o możliwym tempie wzrostu PKB w III i IV kwartale br.

Obecna projekcja charakteryzuje się znaczną asymetrią w 2005 r. Prawdopodobieństwo, że w 2005 r. inflacja przekroczy jej najbardziej prawdopodobną ścieżkę jest znacznie wyższe niż że się ukształtuje poniżej. Asymetria projekcji wynika w głównej mierze z założeń odnośnie przyszłego kształtowania się cen żywności oraz projekcji zmian w sektorze fiskalnym. Większe prawdopodobieństwo odchylenia cen żywności w górę niż w dół w stosunku do najbardziej prawdopodobnej ścieżki ich przebiegu wynika z możliwego dalszego wzrostu popytu zewnętrznego na polskie towary żywnościowe, który przełożyłby się na wyższy niż zakładany wzrost cen w kraju. Większe prawdopodobieństwo proinflacyjnego oddziaływania zmian w sektorze fiskalnym wynika z ocen przyszłego kształtu reform fiskalnych – w opinii ekspertów będą one zmierzać w kierunku zwiększenia efektywnej stawki podatków pośrednich.

W celu zilustrowania niepewności projekcji skonstruowano prezentowany poniżej wykres wachlarzowy. Należy jednak podkreślić, że na wykresie wachlarzowym znajduje odzwierciedlenie przede wszystkim niepewność dotycząca kształtowania się zmiennych, których przebieg w horyzoncie projekcji jest zakładany z góry (ceny żywności i ropy naftowej, zmiennych fiskalnych, w tym głównie wydatków budżetu państwa, popytu zewnętrznego i procesów inflacyjnych w otoczeniu Polski, jak również zagranicznych stóp procentowych i kursu krzyżowego USD/EURO).



Wykres 4.41: Wykres wachlarzowy, centralna projekcja inflacji i cel inflacyjny RPP
 Źródło: NBP.

Jak należy czytać wykres wachlarzowy?

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest ryzykiem i niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji inflacji banki centralne prezentują na wykresach wachlarzowych. Szerokość "wachlarza" pokazuje ogólny poziom ryzyka, które zazwyczaj zmienia się z kwartału na kwartał. Dla każdego z kwartałów wyznacza się centralną wartość projekcji – jest to najbardziej prawdopodobne tempo wzrostu cen – i wokół niej buduje się przedział, w którym wskaźnik inflacji znajdzie się z prawdopodobieństwem 30%. Przedziały te tworzą centralny pasek wachlarza, zaznaczony na wykresie najciemniejszym odcieniem czerwieni. Następnie dla każdego kwartału przedział ten jest poszerzany z obu stron tak, by prawdopodobieństwo znalezienia się inflacji w przesuniętych granicach wzrosło o kolejne 30 punktów procentowych. Kolejne rozszerzenia tworzą paski wachlarza zaznaczone coraz mniej intensywnymi odcieniami czerwieni. Całość wachlarza pokazuje zaś przedział, w którym inflacja znajdzie się z 90-procentowym prawdopodobieństwem. Z wykresu wynika na przykład, że prawdopodobieństwo, iż inflacja w IV kwartale 2006 r. mieścić się będzie w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, wyniesie około 30%, prawdopodobieństwo wyższej inflacji wynosi około 43%, natomiast prawdopodobieństwo niższej wynosi 27%. Zgodnie z projekcją prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego 2,5% w latach 2005-2006 jest mniejsze niż w projekcji zaprezentowanej w sierpniowym *Raporcie*, jednak nadal znacznie wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu. Z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,5-5,2% w IV kw. 2005 r. i 1,3-4,8% w IV kw. 2006 r. W sierpniowej projekcji wartości te wynosiły odpowiednio 2,8-5,5% w IV kw. 2005 r. oraz 1,6-5,1% w IV kw. 2006 r. Prawdopodobieństwo, że pod koniec horyzontu projekcji inflacja znajdzie się w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego lub że będzie mniejsza niż 1,5% nieznacznie się zwiększyło w porównaniu z projekcją sierpniową, spadło natomiast nieco prawdopodobieństwo, że inflacja okaże się wyższa niż 3,5%.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w III kw. 2004 r.

- Data: 28 lipca 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- Data: 28 lipca 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 28 lipca 2004

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:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 25 sierpnia 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 25 sierpnia 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Nieckarz
M. Pietrewicz

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

- **Data:** 25 sierpnia 2004

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:

Podwyżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: S. Nieckarz
M. Pietrewicz

- **Data:** 28 września 2004

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

- **Data:** 28 września 2004
Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2005

Wyniki głosowania członków RPP:

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