

RAPORT O INFLACJI

SIERPIEŃ 2004 r.

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, sierpień 2004 r.

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 opracowana 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
1 Przebieg procesów inflacyjnych.....	7
1.1 Wskaźniki inflacji.....	7
1.2 Oczekiwania inflacyjne	14
2 Determinanty inflacji.....	21
2.1 Popyt.....	21
2.1.1 Popyt konsumpcyjny.....	22
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych.....	22
2.1.3 Popyt inwestycyjny	25
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących.....	28
2.2 Produkcja.....	34
2.3 Rynek pracy.....	36
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie.....	36
2.3.2 Płace i wydajność.....	40
2.4 Inne koszty i ceny	43
2.4.1 Ceny zewnętrzne	43
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej.....	45
2.5 Rynki finansowe	49
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe.....	49
2.5.2 Kurs walutowy	55
2.5.3 Kredyt i pieniądz.....	56
3 Polityka pieniężna w okresie czerwiec – sierpień 2004 r.	63
4 Projekcja inflacji	66
4.1 Wprowadzenie.....	66
4.2 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych	67
4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych.....	69

4.4	Projekcja inflacji.....	70
	Załącznik A. Wyniki głosowania Członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami, podjętymi w II kwartale 2004 r.	74

SYNTEZA

W okresie, jaki upłynął od publikacji ostatniego *Raportu o inflacji*, roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych znacząco się zwiększyło, osiągając w lipcu br. 4,6% i znacznie przekraczając górną granicę przyjętych przez RPP odchyleń od celu inflacyjnego. Jednocześnie w tym okresie istotnie zwiększyły się wszystkie miary inflacji bazowej. Przyspieszenie inflacji wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen żywności wskutek wzmożonego popytu zewnętrznego. W pierwszych miesiącach członkostwa w Unii Europejskiej rosnąca presja na wzrost cen wynikała też m.in. ze zmian mechanizmów regulacyjnych, w szczególności ze zmian stawek VAT i akcyzy. Dodatkowo nasiliły ją wzrosty cen surowców na rynkach światowych, przede wszystkim ropy naftowej. Wzrostowi wszystkich miar inflacji, jaki nastąpił od kwietnia br., towarzyszyło znaczące zwiększenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, przedsiębiorców i handlowców.

W analizowanym okresie w gospodarce światowej utrzymywało się ożywienie, a dane napływające z polskiej gospodarki potwierdzały jej wysokie tempo wzrostu. Według wstępnych szacunków NBP w II kwartale br. PKB zwiększył się o ok. 6%. Badania koniunktury wskazywały na kontynuację tendencji wzrostowych w przyszłości. Jednakże wysokiemu tempu wzrostu gospodarczego towarzyszyła niepewność dotycząca trwałości obserwowanego ożywienia gospodarczego. Rosnącym wskaźnikom wyprzedzającym inwestycji towarzyszył spadek kredytów dla przedsiębiorstw, a wysokiemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych - głęboki spadek produkcji budowlanej. Dane GUS o wzroście inwestycji i poprawie wyników finansowych przedsiębiorstw w pierwszym półroczu 2004 r. istotnie zmniejszyły skalę tej niepewności.

Rada Polityki Pieniężnej uznała, że znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych w warunkach silnego ożywienia gospodarczego wymaga wyższego poziomu stóp procentowych, by zapewnić stabilność cen w średnim okresie. Dążąc do tego, aby wzrost inflacji miał charakter przejściowy, Rada trzykrotnie podwyższyła podstawowe stopy NBP – odpowiednio o 0,5 pkt. proc. w czerwcu, 0,25 pkt. proc. w lipcu i 0,5 pkt. proc. w sierpniu, utrzymując restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą trwałości negatywnych wstrząsów podażowych, stopnia przełożenia obecnej presji inflacyjnej na wzrost płac i cen w przyszłości oraz trwałości obserwowanego w ostatnich miesiącach znacznego umocnienia kursu złotego, Rada uznała, że proces podnoszenia stóp procentowych powinien przebiegać stopniowo.

Łączna skala wzrostu stóp procentowych od czerwca do sierpnia br. stanowiła wypadkową oceny zagrożeń inflacyjnych wynikających ze wzrostu oczekiwań inflacyjnych, oceny natury wstrząsów prowadzących do wzrostu inflacji i oceny trwałości obserwowanego ożywienia gospodarczego. W sierpniu istotny wpływ na skalę podwyżki stóp procentowych miały wyniki przedstawionej w *Raporcie*

projekcji inflacji oraz rosnące ryzyko pojawienia się presji płacowej wywołanej oczekiwaniami inflacyjnymi.

Opracowana w NBP projekcja inflacji **przy założeniu stałych stóp procentowych**, nieuwzględniająca podwyżki stóp procentowych NBP w sierpniu br., przewiduje, że dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych będzie nadal rosła w okresie najbliższych trzech kwartałów. Nastąpi to wskutek jednoczesnego oddziaływania negatywnych wstrząsów podażowych – wysokiego tempa wzrostu cen ropy naftowej i żywności - oraz trwającego ożywienia gospodarczego. Przy relatywnie niskiej dynamice potencjalnego PKB wysokie tempo wzrostu gospodarczego będzie przyczyną stopniowego narastania presji inflacyjnej. Spadek inflacji rozpocznie się w 2005 r., gdy – zgodnie z ocenami ekspertów – wstrząsy podażowe zaczną stopniowo wygasać. W scenariuszu stałych stóp procentowych obniżenie inflacji będzie jednak procesem powolnym, a jej powrót do górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego nastąpi dopiero w 2006 r. Zgodnie z projekcją, przy założeniu stałych stóp procentowych, prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego 2,5% w latach 2005-2006 jest wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu.

1 PRZEBIEG PROCESÓW INFLACYJNYCH

1.1 Wskaźniki inflacji

Po silnym wzroście inflacji¹ w kwietniu br. (0,8% m/m) w kolejnych miesiącach utrzymało się wysokie tempo wzrostu cen (o 1,0% m/m w maju i 0,9% m/m w czerwcu br. - Wykres 1). Pierwszy w 2004 r. spadek cen towarów i usług konsumpcyjnych w lipcu (o 0,1% m/m) był z kolei wynikiem typowego dla tego okresu obniżenia cen żywności, które w ujęciu rocznym nadal jednak rosły. W rezultacie 12-miesięczne tempo wzrostu cen uległo przyspieszeniu do poziomu najwyższego od sierpnia 2001 r. (4,6%). Do wzrostu inflacji przyczynił się głównie znaczący wzrost cen żywności (Wykres 2, Tabela 1).

Rosnąca presja na wzrost cen w okresie poprzedzającym wstąpienie Polski do UE oraz w pierwszych miesiącach członkostwa w Unii wynikała m.in. ze zmian mechanizmów regulacyjnych, w szczególności zmian stawek VAT i akcyzy. Znaczący wzrost cen artykułów żywnościowych (głównie mięsa) był w dużej mierze rezultatem wzmożonego popytu zewnętrznego na te dobra. Ponadto, tendencje na rynkach światowych prowadziły do silnego wzrostu cen surowców, przede wszystkim ropy naftowej i węgla. Do wzrostu inflacji w analizowanym okresie przyczynił się również rosnący popyt krajowy, na co wskazuje silny wzrost wolumenu sprzedaży detalicznej w niektórych branżach.

W analizie przeprowadzonej w NBP w sposób ekspercki został oszacowany wpływ wymienionych czynników na ogólny wzrost cen w kolejnych miesiącach II kwartału 2004 r. Wyniki wskazują na stopniowe osłabienie proinflacyjnego oddziaływania wstrząsów podażowych, a od czerwca br. - silne obniżenie wpływu mechanizmów regulacyjnych na wzrost cen. Od czerwca br. presja inflacyjna w znacznie większym stopniu miała już charakter popytowy, choć w dużej mierze wynikało to ze wzrostu popytu zewnętrznego.

W analizowanym okresie utrzymywał się silny wzrost cen w kategorii *żywność i napoje bezalkoholowe*, który w największym stopniu wpływał na przyspieszenie inflacji mierzonej indeksem CPI. Roczna dynamika tej grupy cen wzrosła z 3,3% w marcu do 9,1% w lipcu br., niemal dwukrotnie przewyższając tempo ogólnego wzrostu cen. Do silnego wzrostu cen żywności w tym okresie przyczynił się przede wszystkim wzrost cen mięsa, cukru oraz olejów i pozostałych tłuszczów.

¹ Mierzonej indeksem CPI. W dalszej części *Raportu* przyjęto następujące oznaczenia:

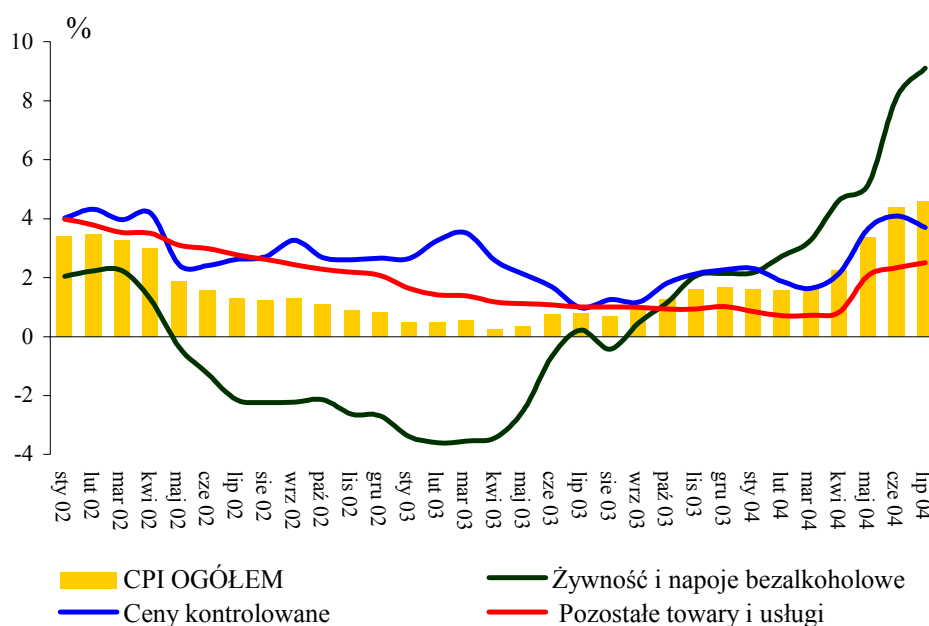
r/r – analizowany okres w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym

kw/kw – kwartał do poprzedniego kwartału

m/m – miesiąc do poprzedniego miesiąca

Wykres 1

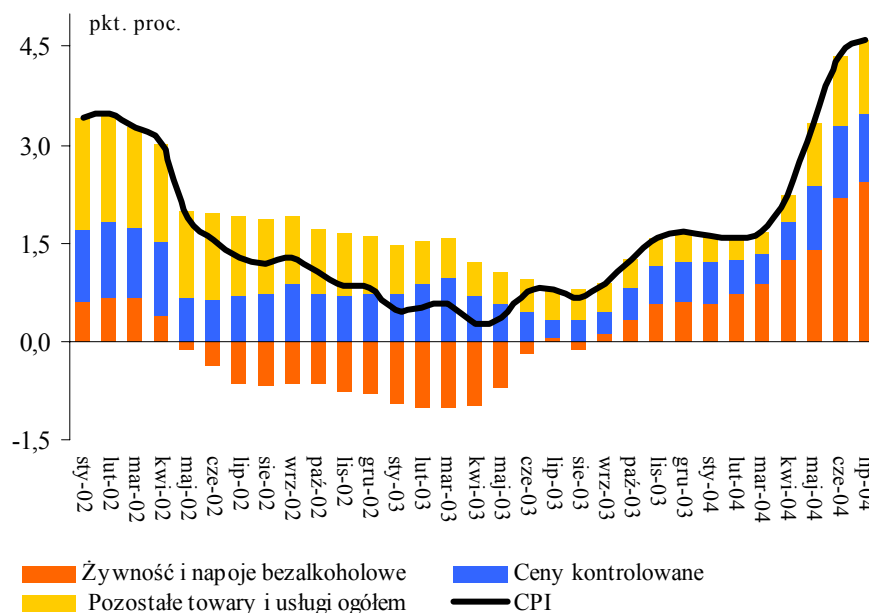
Zmiany (r/r) CPI i głównych kategorii cen w latach 2002 – lipiec 2004



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Wykres 2

Dekompozycja CPI (r/r) w latach 2002 – 2004



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Wzrost cen żywności wynikał w znacznym stopniu z silnego wzrostu popytu zewnętrznego na niektóre artykuły żywnościowe (szczególnie mięso) po przystąpieniu Polski do UE. Ponadto, od wielu miesięcy ograniczana była także skala produkcji zwierzęcej (mięsa wieprzowego). Do kwietnia br. na

wzrost cen oddziaływał również wzmożony popyt wewnętrzny (m. in. na cukier), wynikający z obaw polskich konsumentów o wzrost cen po uzyskaniu członkostwa w UE. Ponadto w analizowanym okresie wciąż występowały proinflacyjne efekty niższej niż rok wcześniej podaży wielu produktów rolnych (głównie zbóż). W kolejnych miesiącach br. w kierunku obniżenia cen produktów zbożopochodnych powinny oddziaływać prawdopodobnie znacząco lepsze zbiory zbóż. To z kolei wpłynie korzystnie na opłacalność produkcji zwierzęcej.

Ceny kontrolowane

W grupie cen kontrolowanych podstawowym czynnikiem prowadzącym do wzrostu inflacji były podwyżki cen paliw na rynku krajowym. W analizowanym okresie (maj-lipiec) ceny paliw wzrosły łącznie o 4,0%, a ich roczna dynamika wyniosła 16,1% w lipcu br. (4,7% w kwietniu br.). Wzrost ten był wynikiem przede wszystkim podwyżek cen ropy naftowej i paliw na świecie. Ceny polskich producentów są wyznaczone w oparciu o tzw. parytet importowy, co oznacza, że ich wahania odpowiadają zmianom cen paliw sprowadzanych do Polski z uwzględnieniem wszystkich innych kosztów. W miesiącach maj-lipiec br. cena światowa paliw wzrosła o 15%, czemu towarzyszyło jednak umocnienie złotego względem dolara amerykańskiego o 7,5%. W rezultacie, cena importowa paliw (stanowiąca iloczyn ceny światowej i kursu dolara do złotego) wzrosła o 6,4%². Dodatkowo na wzrost krajowych cen paliw wpłynął wzrost marży dystrybucyjnej (o ponad 31%³) oraz podwyżka (od 1 maja 2004 r.) podatku akcyzowego na gaz służący do napędu pojazdów samochodowych. Z drugiej strony, w kierunku złagodzenia skutków wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych na wzrost krajowych cen paliw, oddziaływało obniżenie w maju br. podatku akcyzowego na benzynę silnikową o ok. 3%.

Wyższy niż przeciętny wzrost w grupie cen kontrolowanych zanotowano również w przypadku wyrobów tytoniowych, co wynikało z podwyżki stawki procentowej podatku akcyzowego (z 25% do 26,67%), oraz w grupie produktów ropopochodnych: smary, oleje, płyny. Wzrosły również opłaty za przejazd pasażerskim transportem kolejowym. W analizowanym okresie nie wprowadzono natomiast nowych taryf za gaz i za energię elektryczną.⁴

² Relatywnie mniejszy wzrost cen paliw na rynku krajowym wynikał z ograniczonego udziału ceny importowej w cenie detalicznej brutto benzyny – w omawianym okresie wyniósł on średnio ok. 32%.

³ Struktura cen paliw została opracowana na podstawie danych z Nafty Polskiej SA

⁴ Zgodnie z nowym rozporządzeniem taryfowym Ministra Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej obecne taryfy zakładów dystrybucji energii elektrycznej obowiązywać będą do końca 2004 r. Okres taryfowy będzie bowiem pokrywał się z rokiem kalendarzowym.

Tabela 1

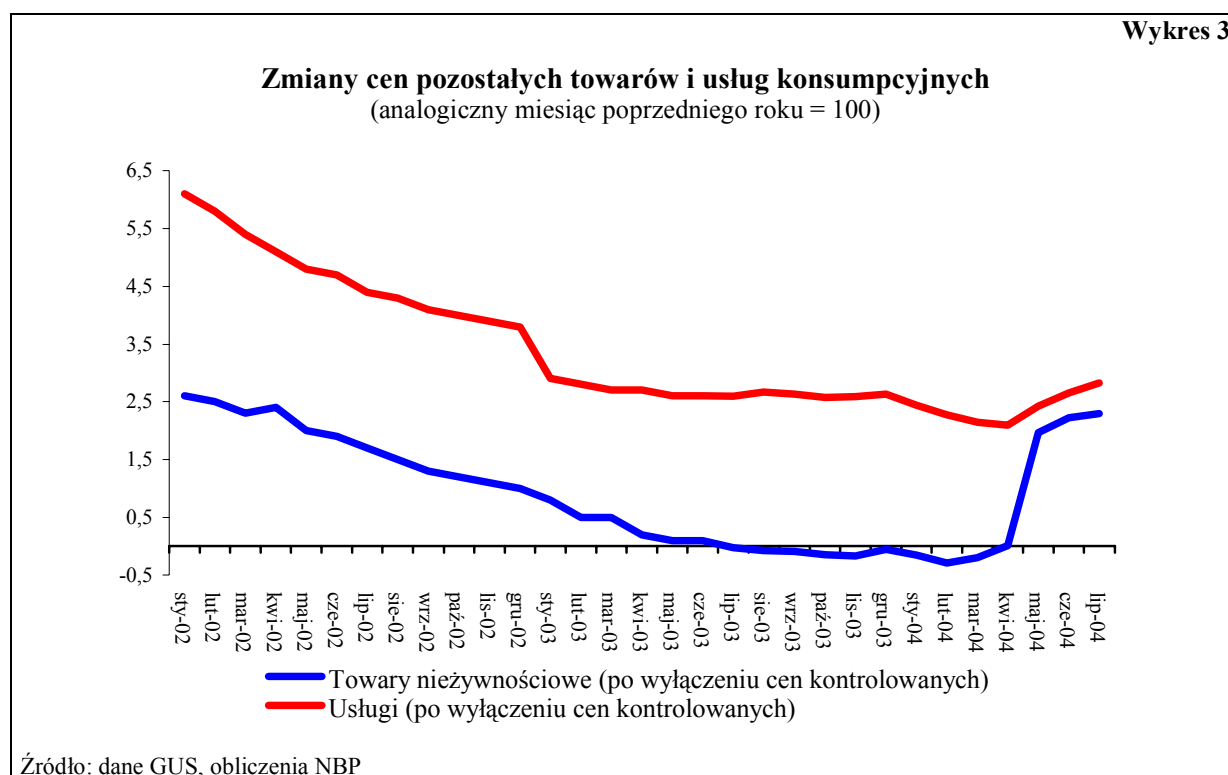
	2004 rok								
	wagi								
	%	I	II	III	IV	V	VI	VII	
	analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100								
Ogółem	100,0	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	
Żywność i napoje bezalkoholowe	27,0	2,2	2,7	3,3	4,6	5,2	8,1	9,1	
w tym pieczywo i produkty zbożowe	4,8	2,6	3,8	4,7	5,5	6,0	5,3	5,6	
mięso	7,3	-0,7	0,6	2,4	5,4	6,5	12,1	16,3	
oleje i pozostałe tłuszcze	1,5	7,4	8,0	8,3	8,0	8,8	12,7	15,1	
owoce	1,3	10,1	8,8	9,8	7,2	3,8	8,5	-2,7	
cukier, dżem, miód, czekoladai wyroby cukiernicze	1,8	-1,4	0,3	1,2	17,4	19,0	21,8	23,2	
Ceny kontrolowane	27,3	2,3	1,9	1,6	2,2	3,7	4,1	3,7	
<i>w tym paliwo</i>	3,8	5,4	2,7	1,3	4,7	15,3	17,8	16,1	
<i>napoje alkoholowe</i>	3,7	0,3	0,4	0,6	0,5	0,2	-0,2	-0,3	
<i>wyroby tytoniowe</i>	2,3	5,5	5,5	5,2	6,1	7,3	7,8	8,7	
Pozostałe towary i usługi	45,8	0,8	0,7	0,7	0,8	2,1	2,3	2,5	
Towary nieżywnościowe	27,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	2,0	2,2	2,3	
<i>w tym materiały do konserwacji mieszkania lub domu</i>	3,1	0,4	0,6	1,1	1,7	13,3	13,7	14	
<i>opał</i>	2,1	1,9	2,1	2,2	3,1	5,1	5,8	6,5	
Usługi	18,5	2,4	2,3	2,1	2,1	2,4	2,7	2,8	
<i>w tym zaopatrywanie w wodę i inne usługi związane z zamieszkiwaniem</i>	2,2	5,6	5,6	4,9	4,7	4,8	4,8	4,7	
<i>turystyka zorganizowana</i>	1,0	-0,5	0,0	-0,2	-0,2	0,2	2,2	2,5	
		miesiąc poprzedni = 100							
Ogółem	100,0	0,4	0,1	0,3	0,8	1,0	0,9	-0,1	
Żywność i napoje bezalkoholowe	27,0	0,5	0,3	0,8	2,1	0,6	2,7	-0,8	
w tym pieczywo i produkty zbożowe	4,8	0,8	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	
mięso	7,3	0,0	-0,1	1,0	2,0	1,5	5,8	5,2	
oleje i pozostałe tłuszcze	1,5	0,4	0,4	0,1	-0,4	0,7	3,6	2,1	
owoce	1,3	-0,9	-0,8	2,3	3,6	9,6	0,5	-11,6	
cukier, dżem, miód, czekoladai wyroby cukiernicze	1,8	-0,3	1,9	1,0	15,9	1,4	2,3	1,3	
Ceny kontrolowane	27,3	0,6	0,2	0,3	0,4	1,0	-0,1	0,0	
<i>w tym paliwo</i>	3,8	3,2	1,0	1,9	1,9	5,6	-0,6	-0,9	
<i>napoje alkoholowe</i>	3,7	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	
<i>wyroby tytoniowe</i>	2,3	0,1	0,1	0,2	1,7	1,7	0,7	1,1	
Pozostałe towary i usługi	45,8	0,2	-0,1	0,0	0,2	1,3	0,3	0,2	
Towary nieżywnościowe	27,3	0,0	-0,4	0,0	0,1	1,8	0,2	0	
<i>w tym materiały do konserwacji mieszkania lub domu</i>	3,1	0,1	0,2	0,5	0,6	11,4	0,4	0,2	
<i>opał</i>	2,1	0,1	0,0	-0,6	0,1	1,3	0,6	1,1	
Usługi	18,5	0,5	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	
<i>w tym zaopatrywanie w wodę i inne usługi związane z zamieszkiwaniem</i>	2,2	1,3	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,3	
<i>turystyka zorganizowana</i>	1,0	0,4	0,5	-0,1	1,2	1,1	3,5	3,2	

Źródło: dane GUS

Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych

W miesiącach maj-lipiec br. ceny w grupie pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych (po wyłączeniu cen kontrolowanych) wzrosły łącznie o 1,8%, co wynikało głównie ze znaczącego wzrostu cen towarów nieżywnościowych w maju br. (1,8% m/m - Wykres 3). Do tego wzrostu przyczyniły się przede wszystkim regulacje związane z przystąpieniem Polski do UE. Najsilniej w analizowanym okresie wzrosły ceny materiałów do konserwacji mieszkania (11,4% m/m w maju br.), na które od 1 maja br. obowiązują wyższe stawki VAT (wzrost z 7% na 22%). W tej grupie silnie podrożał również opał, w tym koks, co wynikało m.in. ze wzrostu światowych cen węgla.

W okresie maj-lipiec br. zanotowano również wzrost dynamiki cen usług, niemniej był on słabszy od obserwowanego w przypadku towarów nieżywnościowych.



Przedstawiona charakterystyka czynników wpływających na przebieg procesów inflacyjnych wskazuje, że w analizowanym okresie wzrost cen wynikał przede wszystkim z czynników jednorazowych (zmiany stawek podatków pośrednich, inne regulacje związane z przystąpieniem Polski do UE) oraz z czynników o charakterze popytowym. Stopniowo zwiększał się jednak wpływ czynników popytowych na wzrost cen, przy czym do presji cenowej w znaczącym stopniu przyczyniał się wzrost popytu zewnętrznego.

Powyższe wnioski znajdują potwierdzenie w kształtowaniu się wskaźników inflacji bazowej (Tabela 2, Wykres 4). Silny wzrost (m/m) wszystkich miar inflacji bazowej w maju br. do poziomu zbliżonego do wskaźnika CPI (z wyjątkiem 15% średniej obciążonej, która z definicji charakteryzuje się

bardziej wyrównanym przebiegiem) ilustruje powszechny wpływ zmian mechanizmów regulacyjnych po przystąpieniu Polski do UE. Z kolei pogłębianie się różnicy pomiędzy rocznym tempem wzrostu „inflacji netto” a innymi miarami inflacji bazowej i wskaźnikiem CPI wskazuje na utrzymujący się silny wpływ wzrostu cen żywności i paliw (ich wzrost w lipcu br. wyniósł 10,0% r/r) na przyspieszenie wzrostu cen ogółem.

Należy jednak podkreślić, że po blisko dwuletnim okresie względnie stabilnego tempa wzrostu cen (mierzonego indeksem CPI oraz wskaźnikami inflacji bazowej), od kwietnia 2004 r. nastąpiło silne przyspieszenie wzrostu wszystkich analizowanych miar (w okresie od marca do lipca br. roczne wskaźniki inflacji bazowej wzrosły o 1,2 – 3,8 pkt. proc.), w tym „inflacji netto” o 1,2 pkt. proc. Świadczy to o proinflacyjnym oddziaływaniu nie tylko czynników podażowych, lecz również czynników o charakterze popytowym.

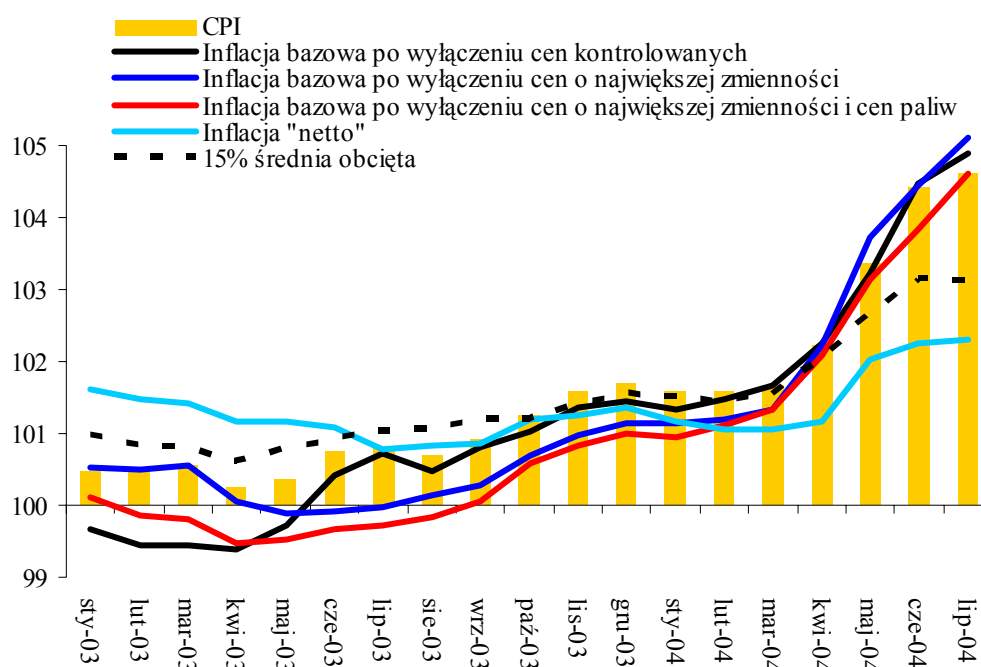
Tabela 2

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej w 2004 r.

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

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

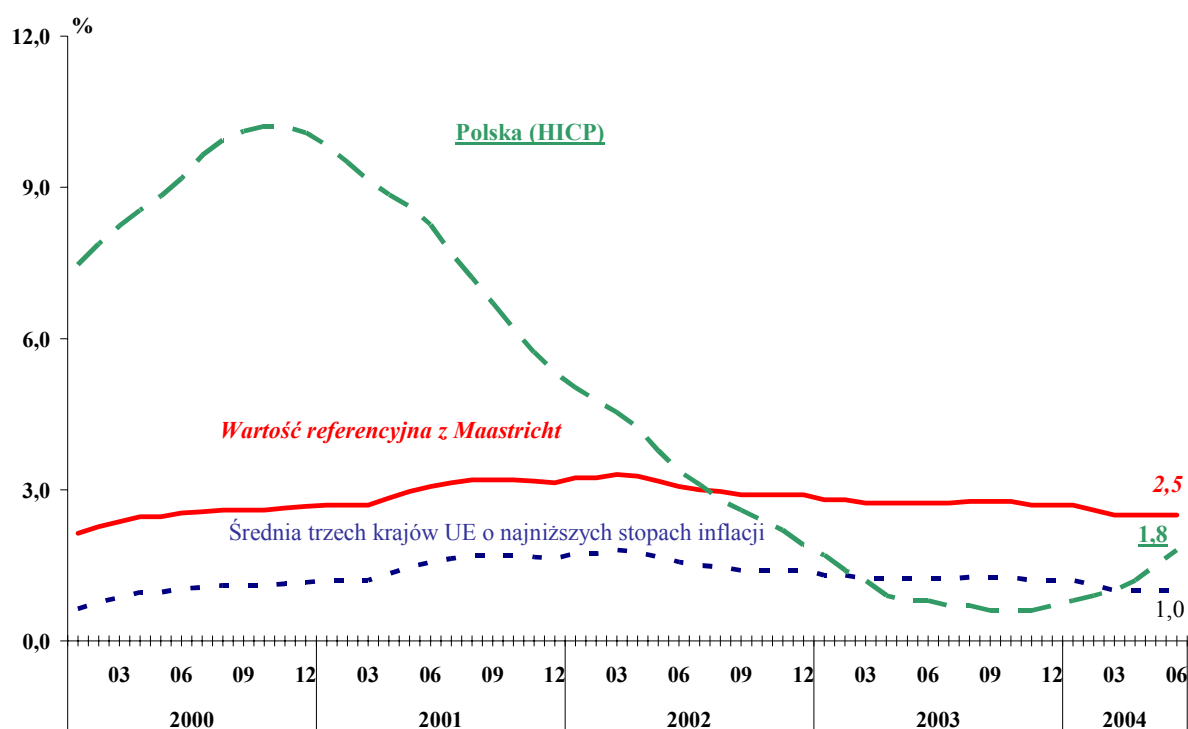
Inflacja a kryterium z Maastricht

Przyspieszenie inflacji w Polsce prowadzi do systematycznego wzrostu średniorocznego tempa wzrostu cen mierzonego zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych HICP⁵ (z 0,6% w listopadzie 2003 r. do 1,8% w czerwcu br. - Wykres 5). W okresie maj-lipiec 2004 r. wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen⁶ utrzymała się na poziomie 2,5%, a więc wciąż powyżej wielkości wyznaczonej dla Polski. Ze względu na konstrukcję indeksu średniorocznego oraz wzrost bieżącej inflacji, w kolejnych miesiącach średnioroczne tempo wzrostu cen w Polsce będzie charakteryzować się tendencją rosnącą.

⁵ Zasadnicza różnica między indeksem CPI i HICP polega na tym, że indeks zharmonizowany uwzględnia dodatkowo wydatki ponoszone przez cudzoziemców na zakup dóbr i usług w Polsce, szacunkowe wydatki ponoszone przez osoby przebywające w tzw. gospodarstwach instytucjonalnych (np. szpitalach, więzieniach, domach spokojnej starości) oraz wydatki ponoszone na gry losowe. Choć koszyki cen indeksów HICP i CPI różnią się strukturą wag, różnice pomiędzy tymi indeksami są w praktyce nieznaczne.

⁶ Wartość referencyjna jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym tempie wzrostu cen (mierzonego indeksem HICP) powiększonej o 1,5 pkt. proc. Kraj akcesyjny spełnia kryterium stabilności cen, gdy jego średnioroczna inflacja nie przekracza tak wyznaczonej wartości referencyjnej. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro. NBP, 2004

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP

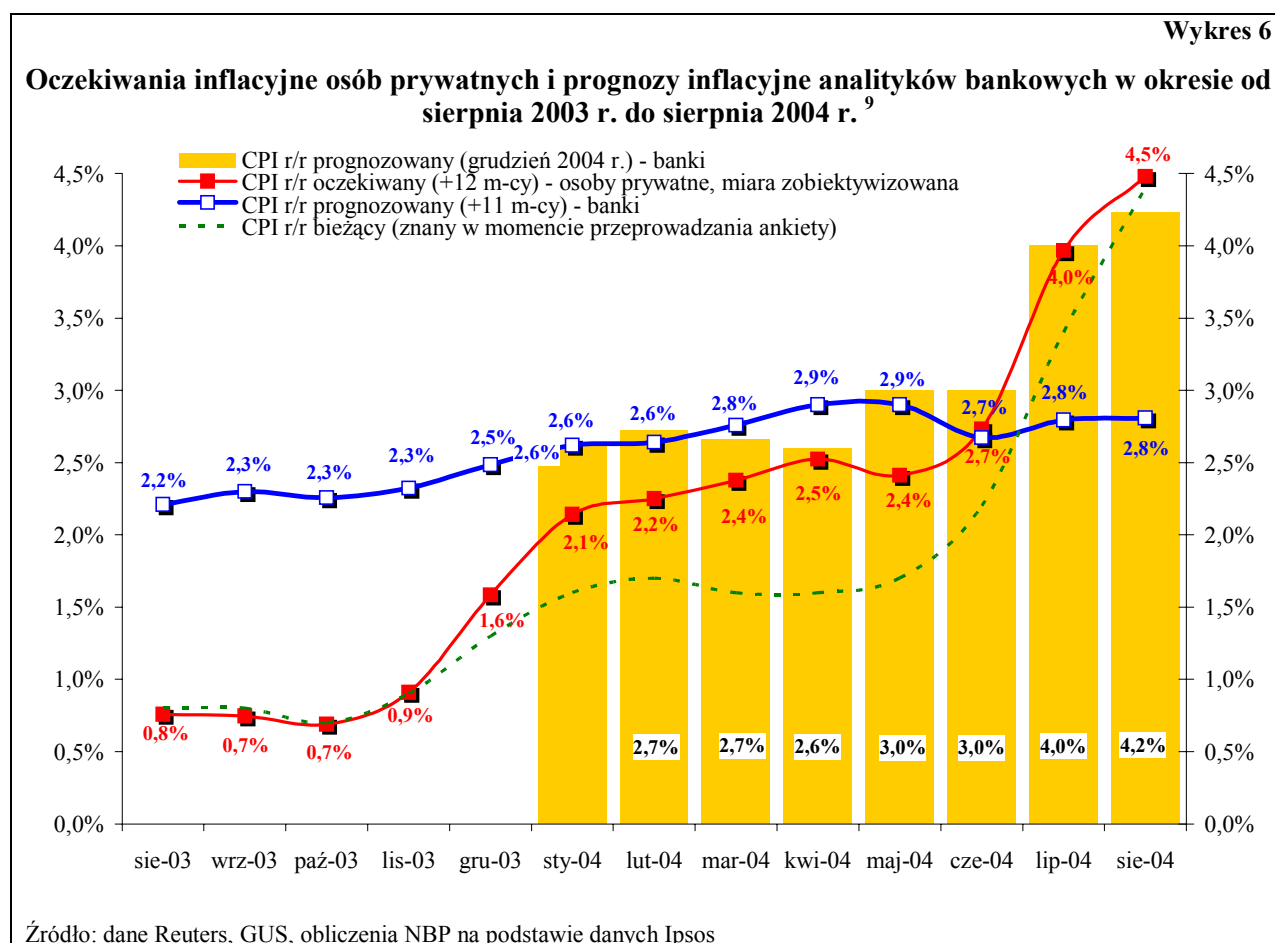
1.2 Oczekiwania inflacyjne

Po niewielkim obniżeniu w maju br., w kolejnych miesiącach oczekiwania inflacyjne osób prywatnych wzrastały, jednak w tempie niższym niż wzrost stopy inflacji bieżącej (Wykres 6). W lipcu br. oczekiwane przez osoby prywatne roczne tempo wzrostu cen po raz pierwszy przewyższyło poziom górnego przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt proc.).

Po raz kolejny wzrosły także oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw. Mediana oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących rocznego wskaźnika inflacji (CPI) za 12 miesięcy wzrosła w III kwartale br. do 3,0% (Wykres 7). Ponadto, wyniki badań NBP⁷ wskazują, że w III kwartale br. co drugie ankietowane przedsiębiorstwo planuje zwiększyć ceny na własne produkty. Na prognozowany wzrost cen wskazują także badania koniunktury GUS (Wykres 8).

⁷ Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2004, NBP

W majowym Raporcie podkreślano, że czynnikiem wywierającym w tamtym okresie dominujący wpływ na wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych były obawy o wzrost cen po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Wyniki przeprowadzonych w czerwcu br. badań ankietowych wskazują, że w opinii respondentów członkostwo w UE przyczyniło się istotnie do wzrostu cen w zdecydowanej większości rozpatrywanych grup produktów (Tabela 3). Ponadto oczekują oni dalszego wzrostu cen przede wszystkim w tych grupach towarów i usług, w których odnotowali największe przyspieszenie. Warto jednak zaznaczyć, że o ile wyniki wcześniejszych badań wskazywały na oczekiwany wzrost cen we wszystkich badanych grupach produktów⁸, to obecnie w przypadku niektórych grup towarów ankietowane podmioty zaobserwowały spadek (używane samochody) lub praktycznie brak zmian ich cen (połączenia telefoniczne).

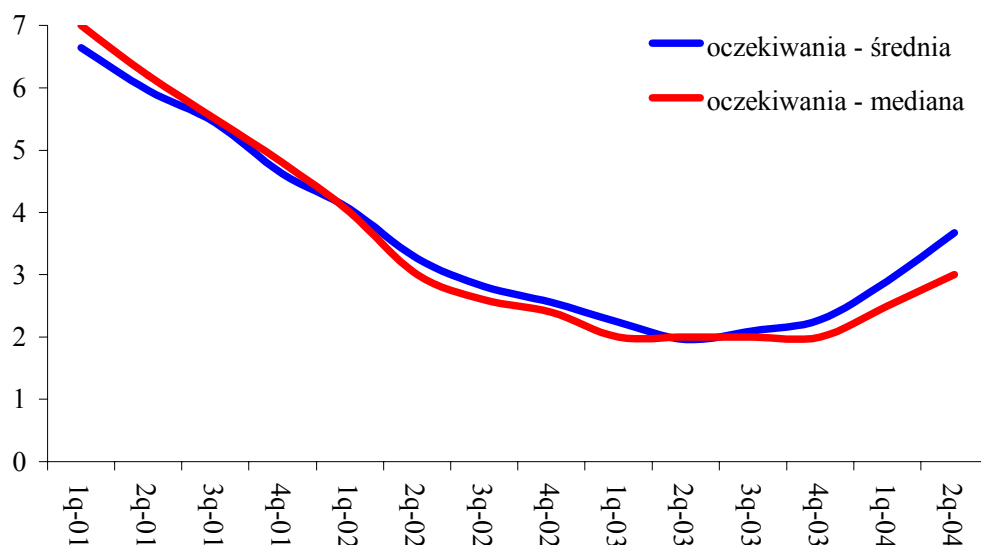


⁸ Zobacz *Raport o inflacji Maj 2004*

⁹ Oczekiwania 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.

Wykres 7

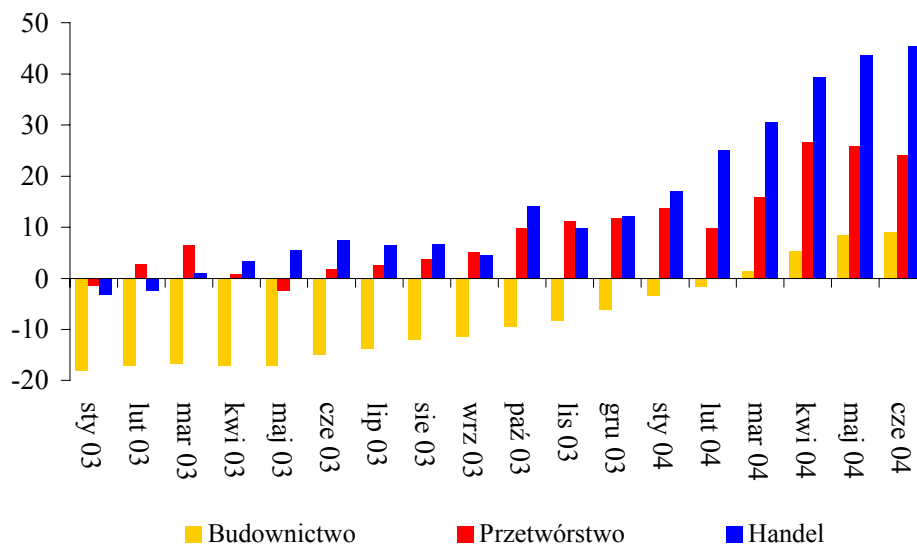
Oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w ciągu najbliższych 12 miesięcy



Źródło: dane NBP

Wykres 8

Prognozowane zmiany trendów cen w budownictwie, przetwórstwie i handlu w okresie najbliższych 3 miesięcy – saldo ocen



Źródło: Badania koniunktury GUS

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.

Tabela 3

Struktura odpowiedzi na pytanie dotyczące zmian cen wybranych kategorii towarów i usług w wyniku akcesji Polski do Unii Europejskiej – czerwiec 2004 r.

	Odsetek respondentów (w %) twierdzących, że w wyniku przystąpienia Polski do Unii Europejskiej ceny:			
	<i>(I) zwiększyły się</i>	<i>(II) pozostały bez zmian</i>	<i>(III) zmniejszyły się</i>	<i>(IV) trudno powiedzieć jak się zmieniły</i>
	(1) zwiększą się	(2) pozostaną bez zmian	(3) zmniejszą się	(4) trudno powiedzieć jak się zmienią
A. Produkty spożywcze	80	13	2	5
	78	7	2	14
B. Odzież i obuwie	30	45	7	19
	53	19	10	18
C. Nowe samochody osobowe	39	24	10	27
	50	12	15	23
D. Używane samochody osobowe	20	25	25	29
	32	14	31	24
E. Sprzęt elektroniczny (AGD-RTV)	22	35	15	27
	33	18	27	22
F. Mieszkania	48	21	4	27
	62	11	6	22
G. Połączenia telefoniczne	17	47	16	20
	28	18	33	21

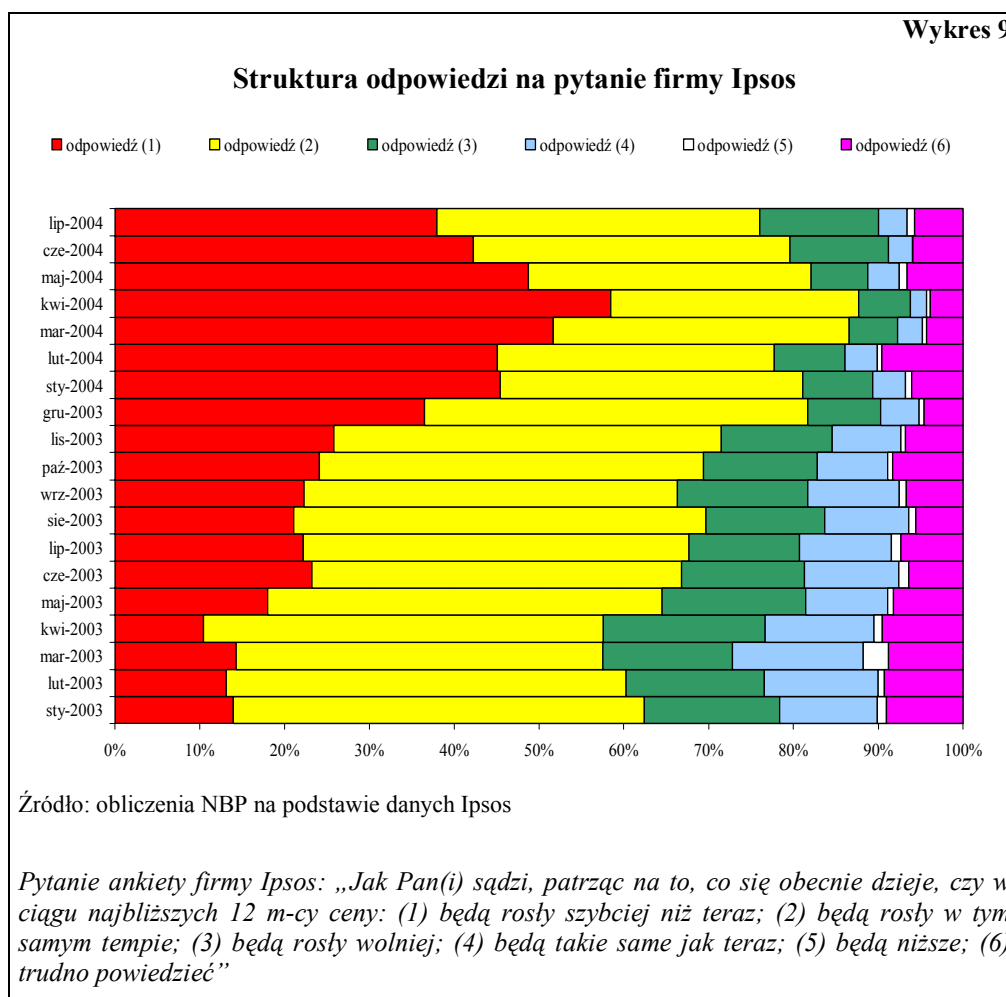
Źródło: Ipsos

Wygasanie wpływu „efektu unijnego” na oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, pomimo ich znaczącego wzrostu, znajduje odzwierciedlenie w notowanej od maja br. poprawie w strukturze odpowiedzi na pytanie ankietowe dotyczące przewidywanego tempa wzrostu cen¹⁰ (Wykres 9) oraz w słabszym tempie wzrostu oczekiwań inflacyjnych niż inflacji bieżącej. W sierpniu br. nastąpiło istotne zbliżenie obu analizowanych wielkości – oczekiwania inflacyjne osiągnęły poziom 4,5%, tj. zaledwie o 0,1 pkt. proc. wyższy niż stopa inflacji bieżącej.

¹⁰ W okresie maj – sierpień 2004 r. znacząco zmniejszył się odsetek respondentów najbardziej pesymistycznych, twierdzących, że w okresie kolejnych 12-tu miesięcy ceny będą rosły szybciej niż dotychczas.

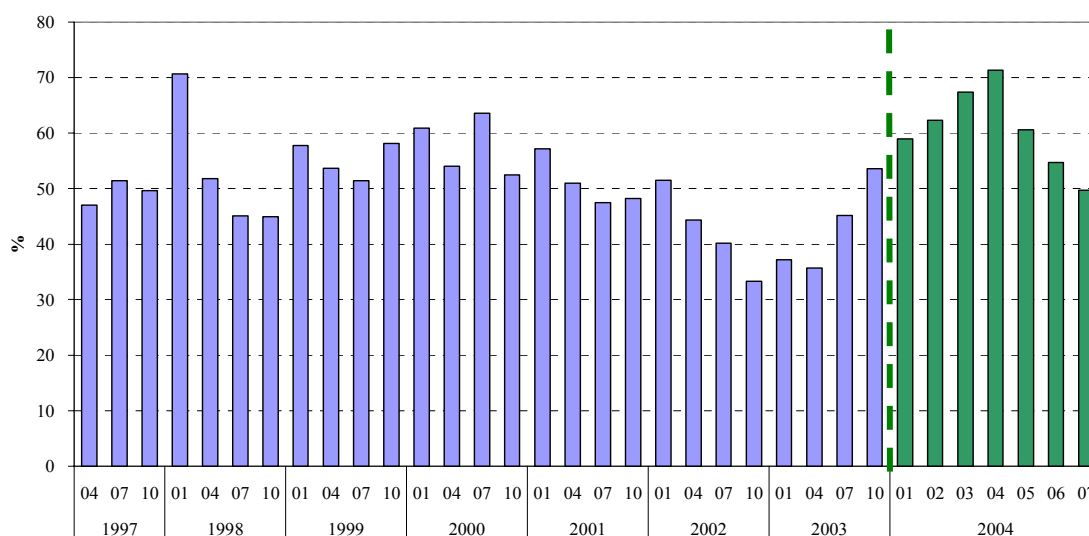
Na silny wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UE i jego znaczące osłabienie w kolejnych miesiącach członkostwa wskazują także badania koniunktury konsumenckiej GUS (Wykres 10).

W analizowanym okresie znacząco wzrosło prognozowane przez analityków bankowych 12-miesięczne tempo wzrostu cen na koniec br., przy czym w samym lipcu rewizja oczekiwań wyniosła aż 1 punkt procentowy w górę (Wykres 6). Ocenia się, że tak znaczące przyspieszenie inflacji będzie jednak krótkookresowe, gdyż prognozowane w dłuższym horyzoncie tempo wzrostu cen pozostało relatywnie stabilne. Niemniej, stabilizacji średniej oczekiwanej inflacji towarzyszy systematyczny wzrost niepewności dotyczący przebiegu procesów cenowych w najbliższej przyszłości (rozszerzony przedział deklaracji pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem oczekiwanej inflacji - Wykres 11).



Wykres 10

Oczekiwane przez konsumentów zmiany trendów cen w okresie najbliższych 12 miesięcy – saldo ocen (%).



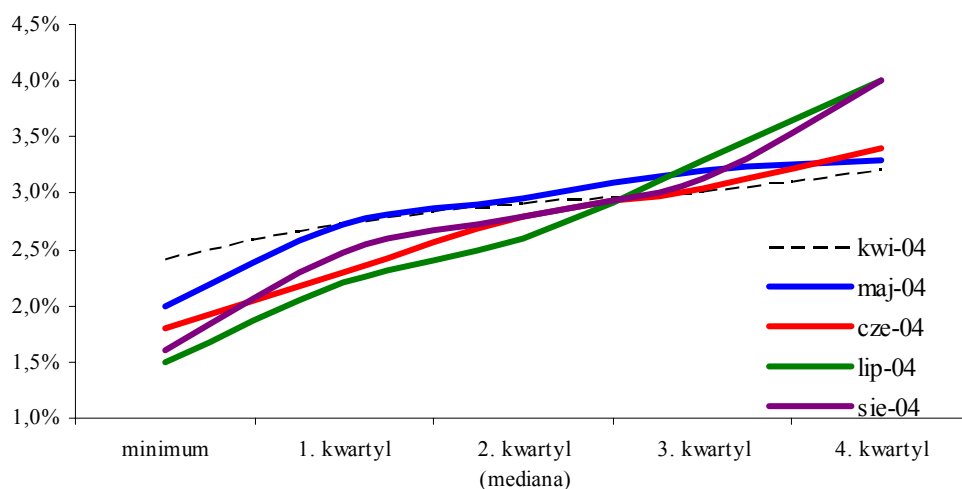
Źródło: GUS, badania koniunktury konsumenckiej

Pytanie ankiety: „Porównując do ostatnich 12 miesięcy, jakie Pan(i) przewiduje zmiany cen konsumpcyjnych na najbliższe 12 miesięcy? 1) nastąpi szybszy wzrost 2) nastąpi wzrost w podobnym tempie 3) będą wzrastały wolniej 4) pozostaną mniej więcej na takim samym poziomie 5) nastąpi spadek 6) nie wiem”

Saldo odpowiedzi odpowiada ważonej sumie odpowiedzi na poszczególne pytania w ogólnej liczbie odpowiedzi (wagi wynoszą odpowiednio: 1 – odpowiedź 1; 0,5 – odpowiedź 2; 0 – odpowiedź 3 i 6; -0,5 – odpowiedź 4; -1 – odpowiedź 5). Uwaga: Od 2004 r. dane miesięczne; wcześniej dane kwartalne.

Wykres 11

Rozkład prognoz inflacyjnych analityków bankowych formułowanych w odniesieniu do rocznej stopy inflacji za 11 miesięcy.



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Reuters

Kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych w analizowanym okresie pozwala wnioskować, że mimo wzrostu bieżącej inflacji, jej wpływ na oczekiwane tempo wzrostu cen w dłuższym horyzoncie uległ

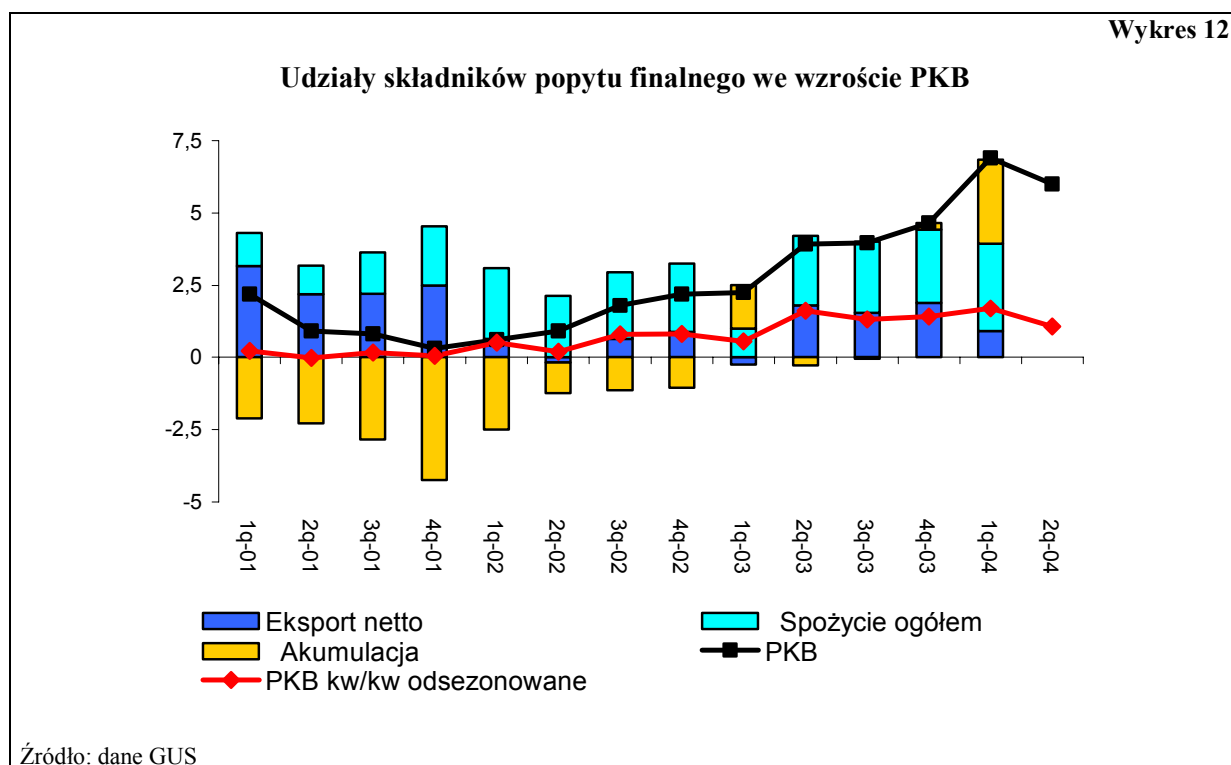
osłabieniu. Niemniej, oczekiwania dotyczące tempa wzrostu cen kształtują się nadal na wysokim poziomie, a przewidywany przez ankietowane podmioty przebieg procesów inflacyjnych charakteryzuje się dużą niepewnością.

2 DETERMINANTY INFLACJI

2.1 Popyt

W I kwartale br., w odróżnieniu od trzech poprzednich, znacząco obniżył się udział eksportu netto we wzroście PKB, a do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego (do 6,9% r/r) przyczynił się głównie wzrost popytu krajowego (Wykres 12). Wynikało to, z jednej strony - ze znaczącego przyspieszenia importu oraz, z drugiej - z bardzo wysokiej dynamiki akumulacji, spowodowanej przede wszystkim bardzo silnym przyrostem zapasów. Przyspieszeniu importu towarzyszył jednak nadal dynamiczny wzrost eksportu, który wraz z konsumpcją pozostał głównym czynnikiem wzrostu w analizowanym okresie.

W II kwartale 2004 r. nastąpiło utrwalenie ożywienia gospodarczego w Polsce. Ponieważ bardzo silny wzrost PKB w I kwartale br. wynikał po części z „efektu przedakcesyjnego”, w II kwartale jego dynamika uległa nieznacznemu osłabieniu. Niemniej, można oceniać, że w II kwartale br. tempo wzrostu PKB wyniosło ok. 6%, co stanowi utrzymanie korzystnych tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce. Ocenia się, że do spowolnienia dynamiki PKB w II kwartale br. przyczyniła się znacznie niższa niż w I kwartale dynamika zapasów. Głównymi czynnikami wzrostu pozostały konsumpcja oraz eksport.



2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Dynamika i struktura sprzedaży detalicznej w II kwartale br. (zobacz rozdział *Produkcja*) wskazuje, że tempo wzrostu spożycia indywidualnego w tym okresie było zbliżone do notowanego w I kwartale br. (wg szacunków NBP ok. 4% r/r). Z powodu m. in. niepełnej reprezentatywności danych dot. sprzedaży detalicznej¹¹ oraz faktu, że w części obejmuje ona również zakupy dokonywane przez przedsiębiorstwa, powyższe szacunki należy jednak traktować z ostrożnością.

Utrzymanie wzrostu konsumpcji nastąpiło przy niższej niż w I kwartale dynamice siły nabywczej dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Nominalnie wzrost dochodów był podobny do notowanego w poprzednim kwartale (o ok. 6% r/r), jednak przyspieszenie inflacji spowodowało, że wzrost realny obniżył się do ok. 2,5% r/r (z ok. 4,5% r/r w I kwartale br.).

Drugi kwartał z rzędu dynamika dochodów pierwotnych, związanych bezpośrednio z wynikami produkcji, była wyższa niż transferów socjalnych. Według szacunków NBP szczególnie wysoki był wzrost dochodów z działalności gospodarczej na własny rachunek oraz dochodów prywatnych właścicieli (o ok. 8% r/r). Ocenia się, że dochody z pracy najemnej wzrosły nominalnie, podobnie jak w I kwartale, o ponad 4% (r/r), a wypłaty świadczeń z ubezpieczeń społecznych o 4,2%.

Ponieważ w II kwartale br. roczna dynamika wydatków konsumpcyjnych przewyższała wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych, stopa oszczędności tej grupy podmiotów, po wzroście w I kwartale br., ponownie się obniżyła. Według szacunków NBP, oszczędności brutto gospodarstw domowych w II kwartale br. były mniejsze niż przed rokiem (o 1,5 mld zł), co było głównie rezultatem głębokiego spadku oszczędności finansowych (zobacz rozdział *Kredyt i pieniądz*). Niemniej oszczędności brutto gospodarstw domowych pozostały dodatnie i wyniosły ok. 13 mld zł, co wynikało ze znaczącego wzrostu oszczędności niefinansowych. Ocenia się, że do wzrostu akumulacji gospodarstw domowych przyczynił się głównie wzrost inwestycji mieszkaniowych oraz zakupów maszyn i środków transportu na cele związane z prowadzoną przez gospodarstwa domowe działalnością gospodarczą.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Analiza wpływu sektora finansów publicznych na popyt krajowy z konieczności została ograniczona głównie do budżetu państwa. Wynika to z braku informacji o pozostałych segmentach tego sektora¹².

¹¹ Dane pochodzą z jednostek handlowych zatrudniających powyżej 9 osób

¹² Dane dotyczące skonsolidowanego sektora finansów publicznych dostępne są tylko w ujęciu rocznym w terminie 5 miesięcy po okresie sprawozdawczym.

Budżet państwa wpływa na popyt krajowy i jego strukturę poprzez wydatki budżetowe oraz politykę dochodową.

Wysokie wpływy podatkowe, głównie z podatków pośrednich i podatku dochodowego od osób prawnych, wpłynęły korzystnie na sytuację dochodową budżetu państwa (Tabela 4). Najwyższe wpływy odnotowano w marcu i kwietniu br. i wynikały one z przyspieszenia zakupów planowanych na kolejne miesiące br. w związku z obawami o wzrost cen po przystąpieniu Polski do UE. Późniejsze osłabienie popytu wewnętrznego i - w konsekwencji - sprzedaży detalicznej skutkowało już niższymi wpływami z podatków pośrednich. Od 1 maja 2004 r. w kierunku obniżenia dochodów budżetowych oddziałują zmiany w rozliczaniu VAT i akcyzy od towarów importowanych z krajów UE, jak również ubytek wpływów z ceł z powodu przekazywania znaczącej ich części do budżetu UE. Dotychczasowy ubytek tych dochodów został częściowo zrekompensowany wpłatami środków unijnych (tzw. ryczałtem na poprawę płynności budżetu) oraz dokonaną w czerwcu br. wpłatą z zysku NBP.

W okresie sześciu miesięcy br. wydatki budżetu państwa, po sprowadzeniu do porównywalności¹³, były realnie wyższe od ubiegłorocznych o 1,2% r/r. Oznacza to, że budżet państwa miał dodatni wpływ na wzrost produktu krajowego brutto, choć zdecydowanie mniejszy od odnotowanego w I półroczu ub. r. (realny wzrost wydatków o 6,1%). Struktura wydatków budżetowych wskazuje, że popyt kreowany przez budżet państwa ma przede wszystkim charakter konsumpcyjny. Mimo wzrostu bieżących wydatków budżetu państwa na wynagrodzenia sfery budżetowej i zakup materiałów i usług (nominalnie o 6,1%) oraz na świadczenia na rzecz osób fizycznych (nominalnie o 10,3%), w analizowanym okresie udział sektora finansów publicznych w kreowaniu popytu konsumpcyjnego był mniejszy w porównaniu do analogicznego okresu ub. r. Wynikało to m. in. z niższych niż w ub. r. wydatków na dotacje dla Funduszu Pracy i dla jednostek samorządu terytorialnego, a także na obsługę długu publicznego.

Wydatki sektora finansów publicznych o charakterze inwestycyjnym nie miały w analizowanym okresie istotnego wpływu na zwiększenie popytu inwestycyjnego w kraju. Wydatki majątkowe (inwestycyjne) budżetu państwa ukształtowały się po 6 miesiącach br. na poziomie zbliżonym do analogicznego okresu ub. r., natomiast jednostki samorządu terytorialnego¹⁴ wykazały spadek wydatków na cele inwestycyjne o 2,4% r/r. Ograniczenie wydatków majątkowych (inwestycyjnych) wynikało prawdopodobnie z gromadzenia środków na współfinansowanie inwestycji z funduszy unijnych.

¹³ Wydatki budżetu państwa skorygowane o środki z budżetu państwa na dotacje do FUS z tytułu ubytku składek na ubezpieczenia społeczne przekazywanych do OFE. Natomiast wydatki budżetu państwa w 2004 r. skorygowane o składkę członkowską do budżetu UE stanowiły 99,6% poziomu wydatków z roku 2003.

¹⁴ Dane o wykonaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego dotyczą I kwartału br.

Tabela 4

Sytuacja budżetu państwa w okresie styczeń - czerwiec 2004 r.

	2004					2003	2004
	II	I	I	II	I	I półrocze	
	kwartał	półrocze	kwartał	kwartał	półrocze	stopień wykonania 2003 r.	stopień realizacji planu
	mld zł		analogiczny okres ub. roku = 100				
Dochody ogółem, z tego:	38,75	74,76	107,8	100,6	104,0	47,3	48,4
- podatkowe	29,85	62,49	106,4	99,7	103,1	44,7	46,2
pośrednie	23,04	47,62	111,0	100,6	105,7	46,9	45,9
PIT	4,564	8,85	80,2	91,5	85,7	40,1	40,1
CIT	2,17	6,02	117,2	109,4	114,3	37,3	62,8
- pozostałe	8,89	12,27	123,7	104,0	108,8	69,0	64,0
Wydatki ogółem, w tym:	46,67	94,49	97,9	99,5	98,7	50,6	47,3
- koszty obsługi długu publicznego	6,45	11,40	91,9	93,8	93,0	51,0	43,0
- dotacje (FUS,FP,FER) i subwencje ogólne dla jednostek samorządu terytorialnego	16,92	39,67	94,4	86,8	91,0	55,1	56,5
Wydatki pierwotne	40,23	83,09	98,7	100,5	99,6	50,6	47,9
Deficyt budżetu państwa	-7,93	-19,73	76,5	94,5	82,8	64,3	43,6
Deficyt pierwotny	-1,48	-8,33	68,2	97,6	72,1	89,0	44,4

Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia NBP

Dobra sytuacja po stronie dochodów oraz niższe w stosunku do roku ubiegłego wydatki spowodowały, że stopień realizacji deficytu budżetu państwa po I półroczu był znacząco niższy niż w ub. r. W II połowie roku należy oczekiwać, że tendencje te nie będą już tak korzystne, głównie wskutek wzrostu wydatków związanych z uruchamianiem środków na współfinansowanie projektów realizowanych z funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności UE, a pod koniec roku także na realizację dopłat bezpośrednich dla rolników.

Znaczące oszczędności dla finansów publicznych w średnim i długim okresie powinno przynieść przyjęcie przez Sejm ustawy o zmianie waloryzacji emerytur i rent. Nadal istnieje jednak niepewność co do realizacji innych działań zawartych w rządowym *Programie uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*. Niepewność tę wzmacniają wszelkie decyzje utrwalające strukturę nadmiernych wydatków (np. odrzucenie projektu weryfikacji rent). Wprowadzenie w życie kolejnych rozwiązań oszczędnościowych ma kluczowe znaczenie dla zatrzymania narastania długu publicznego i uniknięcia przekroczenia konstytucyjnej granicy zadłużenia, a przede wszystkim – dla utrwalenia ożywienia gospodarczego w Polsce.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

W I kwartale 2004 r. nastąpiło wyraźniejsze przyspieszenie popytu inwestycyjnego. Nakłady brutto na środki trwałe zwiększyły się o 3,5% r/r, wobec spadku o 0,9% w całym 2003 r. Dane te wskazują na proces stopniowej odbudowy inwestycji po ich spadku trwającym od początku 2000 r. Należy jednak podkreślić, że z danych jednostkowych z sektora przedsiębiorstw wynika, że znaczna część wzrostu nakładów na środki trwałe była rezultatem zwiększonego popytu na środki transportu (w związku z oczekiwaną zmianą przepisów podatkowych od 1 maja 2004 r.), wyraźnie słabsza była natomiast dynamika nakładów na maszyny i urządzenia oraz budynki i budowle. Do wzrostu inwestycji w I kwartale przyczyniło się również większe niż dotychczas wykorzystanie funduszy przedakcesyjnych na zakup maszyn dla rolnictwa.

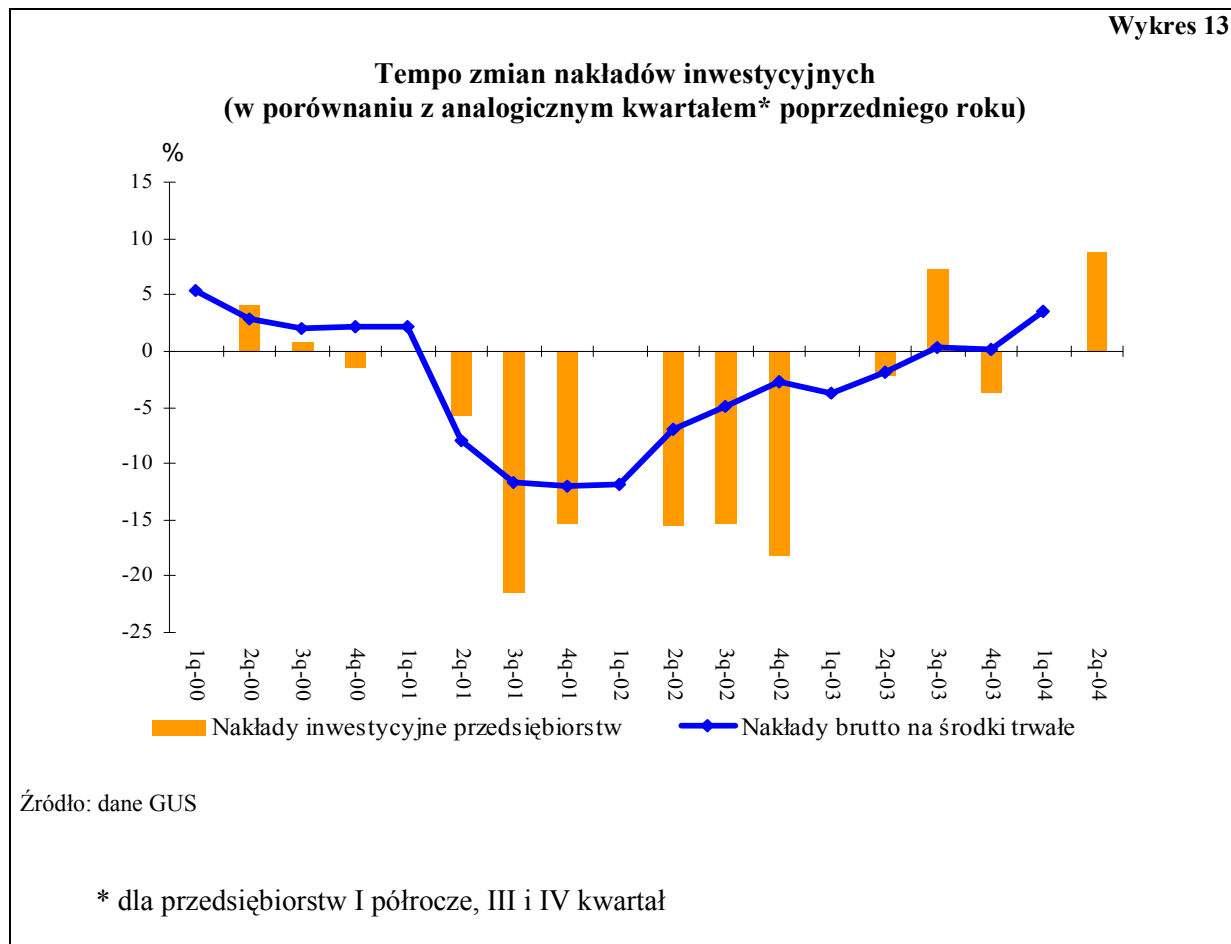
Według danych z formularzy F-01¹⁵, najsilniejszy wzrost nakładów inwestycyjnych w I kwartale 2004 r. odnotowali eksporterzy (ponad 24% r/r), a wśród nich zwłaszcza przedsiębiorstwa, w których udział eksportu w przychodach ogółem stanowi mniej niż 50% (ponad 28% r/r). Ponadto, nakłady inwestycyjne rosły dynamicznie w grupie przedsiębiorstw zagranicznych (20% r/r) oraz w przedsiębiorstwach zatrudniających od 250 do 1999 pracowników (17% r/r). Dynamika nakładów inwestycyjnych ogółem była jednak znacznie niższa (6% r/r) m. in. ze względu na spadek nakładów w grupie przedsiębiorstw nie prowadzących działalności eksportowej (prawie o 15% r/r) i jednostkach zatrudniających co najmniej 2000 osób (spadek o 13% r/r).

Mimo że niektóre z wyżej wymienionych czynników wzrostu inwestycji miały charakter jednorazowy, w II kwartale nastąpiło dalsze przyspieszenie dynamiki nakładów na środki trwałe. Szczególnie silny wzrost odnotowano w sektorze przedsiębiorstw (w I półroczu br. wyniósł 8,7% r/r - Wykres 13) Wzrost nakładów przedsiębiorstw skoncentrowany był na nakładach na budynki i budowle (w I półroczu br. wzrost o 12,7% r/r), w znacznie mniejszym stopniu wzrosły natomiast nakłady na maszyny i urządzenia (w I półroczu br. wzrost o 1,4% r/r).

Za wzrostem aktywności inwestycyjnej w kolejnych kwartałach przemawiają wciąż następujące czynniki. Rosnące zyski (szczególnie eksporterów), obniżenie podatku od osób prawnych oraz korzystniejsze odpisy amortyzacyjne zwiększają możliwości finansowania nowych nakładów przez przedsiębiorstwa. Sprzyjać temu powinny też utrzymujące się korzystne perspektywy zbytu produkcji z nowych inwestycji. Ponadto nadal rośnie poziom wykorzystania mocy produkcyjnych w przetwórstwie przemysłowym. Obecnie jest on tylko nieznacznie niższy od historycznego maksimum z 1997 r. (Wykres 14), co przy rosnącym popycie krajowym i zagranicznym ogranicza możliwości bezinwestycyjnego wzrostu produkcji w tej sekcji. Do nasilenia aktywności inwestycyjnej powinno się również przyczyniać

¹⁵ Wypełnianych przez przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 pracowników

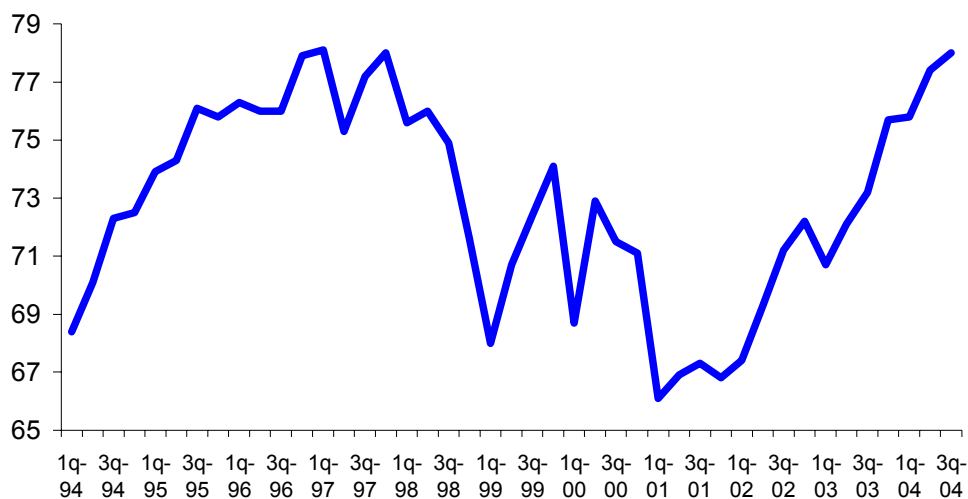
rosnące wykorzystanie funduszy unijnych. Również wyniki badań NBP¹⁶ wskazują, że wskaźnik prognoz popytu w przedsiębiorstwach produkujących dobra inwestycyjne osiągnął najwyższą wartość od momentu rozpoczęcia przywoływanych badań (tj. od 2000 r.).



Te same badania jednak wskazują, że odsetek nowoplanowanych inwestycji w III kwartale br. uległ nieznacznemu obniżeniu, choć rosnący trend aktywności inwestycyjnej został utrzymany. Ponadto, pomimo, że nadal więcej przedsiębiorstw uważa, że dostęp do kredytu uległ pogorszeniu to udział przedsiębiorstw negatywnie oceniających dostępność tej formy finansowania zmniejszył się. Mimo stopniowego wzrostu popytu ankietowanych przedsiębiorstw na kredyt, rośnie rola środków własnych w finansowaniu ich działalności, szczególnie inwestycyjnej.

¹⁶ *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2004, NBP*

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle przetwórczym (%)



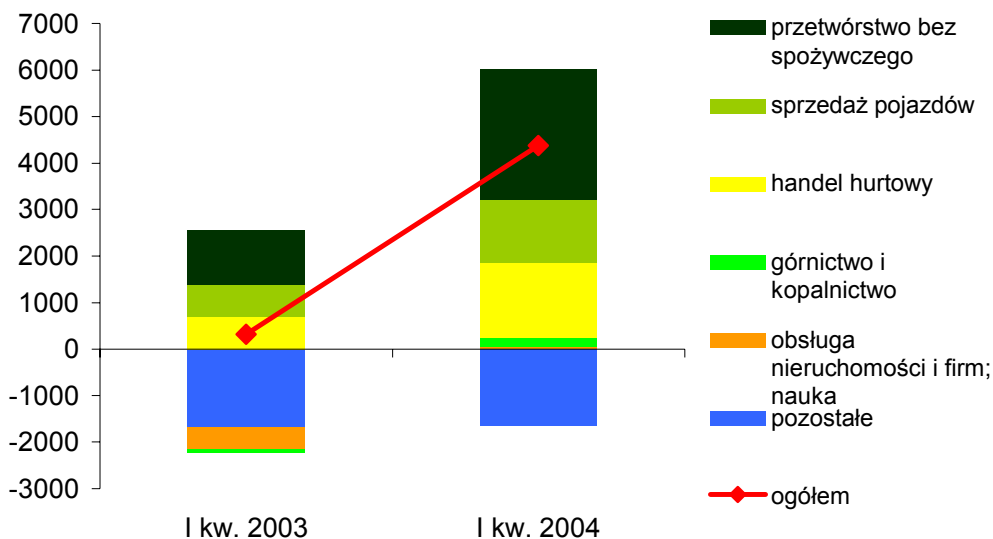
Źródło: dane GUS

Zapasy

Bardzo wysoki wzrost akumulacji w I kwartale br. wynikał przede wszystkim z silnego przyrostu rzeczowych składników majątku obrotowego. Udział zmiany przyrostu zapasów we wzroście PKB osiągnął rekordowy poziom i wyniósł 2,4 pkt. proc., co wynikało z kilku czynników (Wykres 15). Przyrost zapasów materiałów i produkcji w toku w przemyśle (towarzyszący dynamicznemu wzrostowi produkcji) oraz zwiększenie przyrostu zapasów towarów w przedsiębiorstwach (głównie hurtowych) zaopatrujących przemysł jest charakterystyczny dla fazy wzrostowej cyklu koniunkturalnego. Z kolei oczekiwania wzrostu cen po przystąpieniu Polski do UE spowodowały silne gromadzenie zapasów (głównie samochodów) ze względu na spodziewaną zwiększoną sprzedaż w kwietniu - miesiącu poprzedzającym akcesję.

W II kwartale br. na kształtowanie się rzeczowych środków obrotowych oddziaływały już głównie czynniki charakterystyczne dla fazy ożywienia cyklu koniunkturalnego, w związku z czym wpływ tej kategorii na dynamikę akumulacji, aczkolwiek znaczny, nie był już tak duży jak w I kwartale.

Przyrost zapasów w sektorze przedsiębiorstw (mln zł, ceny bieżące)



Źródło: dane GUS

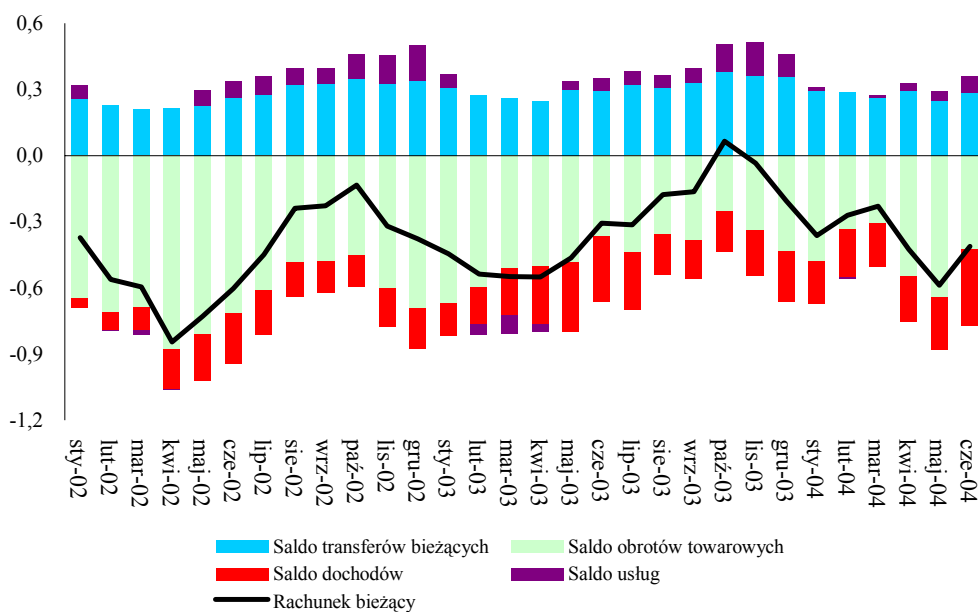
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

W ciągu pierwszych sześciu miesięcy 2004 r. utrzymywała się tendencja do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących. W okresie styczeń-czerwiec 2004 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,93 mld EUR (według szacunków wstępnych), podczas gdy w odpowiednim okresie 2003 r.: 2,57 mld EUR. W ciągu pierwszego półrocza na poprawę salda rachunku obrotów bieżących wpłynęło przede wszystkim obniżenie się ujemnego salda obrotów towarowych oraz uzyskanie nadwyżki usług. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast pogorszenie salda dochodów i transferów bieżących (Wykres 16).

Utrzymywaniu się tendencji do obniżania się ujemnego salda obrotów towarowych towarzyszył wzrost dynamiki zarówno eksportu jak i importu. W okresie styczeń-czerwiec 2004 r. wartość eksportu wzrosła o 23,1% (r/r), natomiast wartość importu zwiększyła się o 19,4%, co oznacza znaczne przyspieszenie tempa obrotów handlowych w porównaniu z rokiem ubiegłym (w okresie styczeń-czerwiec 2003 wartość eksportu wzrosła o 6,8%, a importu zaledwie o 0,1%).

Wykres 16

Bilans obrotów bieżących – dane miesięczne* (w mld EUR)

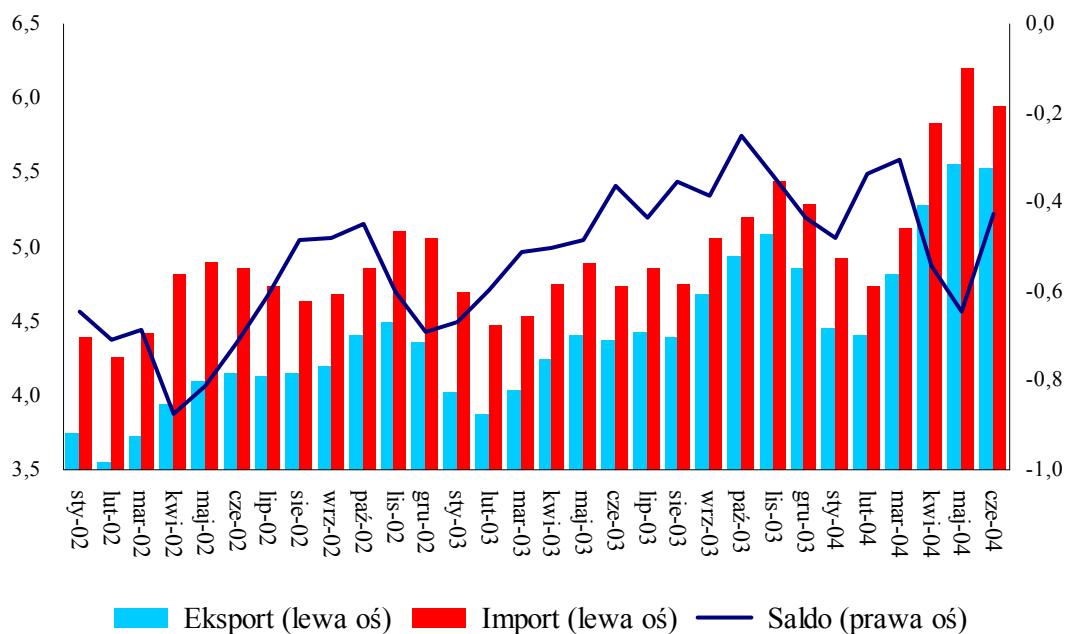


* trzymiesięczna średnia ruchoma

Źródło: dane NBP

Wykres 17

Polski handel zagraniczny – dane miesięczne* (w mld EUR)



* trzymiesięczna średnia ruchoma

Źródło: dane NBP

Dynamika obrotów handlowych w pierwszych sześciu miesiącach br. charakteryzowała się dużą zmiennością. Należy jednak podkreślić, że ze względu na zmianę systemu rejestrującego obroty handlu zagranicznego, funkcjonującego od momentu przystąpienia Polski do UE, w kolejnych miesiącach należy spodziewać się korekt wartości obrotów towarowych (zobacz Ramka 1). Znajduje to potwierdzenie w istotnej weryfikacji wcześniejszych danych, widocznej w ostatnio opublikowanej przez NBP informacji n/t bilansu płatniczego.

Silny wzrost dynamiki eksportu w miesiącach marzec-kwiecień br. (do 27,6% r/r) wynikał między innymi z przyspieszenia dostaw, antycypujących przejściowe trudności związane z wprowadzeniem od początku maja br. europejskiego numeru NIP, oraz z nowych obowiązków sprawozdawczych. Dodatkowo na wzrost eksportu do krajów akcesyjnych mogły też wpłynąć obawy polskich eksporterów związane z koniecznością stosowania od 1 maja br. standardów i norm unijnych w handlu zagranicznym. Jednocześnie do wzrostu polskiego eksportu do krajów Europy Środkowo-Wschodniej przyczynił się duży wzrost popytu importowego w tych krajach, związany - podobnie jak w Polsce - z antycypacją skutków przystąpienia tych krajów do UE. W porównaniu z wyrobami przemysłowymi znacznie wolniej rósł w tym okresie eksport artykułów rolnych, co wynikało w dużej mierze z oczekiwania na poprawę warunków handlu rolnego po przystąpieniu Polski do Unii (polegającej przede wszystkim na całkowitej eliminacji ceł).

Na silny wzrost przywozu towarów w okresie marzec-kwiecień br. (o 30,7% r/r) wpłynęły, podobnie jak w eksporcie, czynniki związane z przystąpieniem Polski do UE. Zwiększenie przywozu z krajów UE i krajów akcesyjnych wynikało głównie ze wzrostu stawek podatku VAT na część produktów po 1 maja 2004 r. Ponadto w przypadku importu z nowych krajów członkowskich efekt ten został wzmocniony poprzez oczekiwane zaostwienie standardów i norm obowiązujących w handlu między Polską a tymi krajami. Miało to szczególnie duże znaczenie w przypadku importu wyrobów o niższym stopniu przetworzenia.

Na wzrost importu wybranych wyrobów przemysłowych z krajów trzecich, wpłynęło także podwyższenie od 1 maja 2004 r. niektórych stawek celnych (wynikające zarówno z wprowadzenia wspólnej taryfy celnej¹⁷, jak i stosowanych przez Unię środków ochronnych, które z dniem akcesji objęły również polski rynek). Największy wzrost importu wystąpił w grupach, gdzie oczekiwane były najwyższe

¹⁷ Według szacunków Ministerstwa Gospodarki na 35% wartości importu z krajów trzecich stawki celne uległy obniżeniu, natomiast na blisko 7% wartości importu nastąpiło podwyższenie ceł (szacunki zostały dokonane wg struktury importu z 2002 r.). Relatywnie niewielkie zmiany poziomu ceł dotyczą wyrobów przemysłowych. Stawki celne na ponad 60% wartości importu do Polski z krajów trzecich nie zmieniły się po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Na ponad 1/3 importu do Polski cła zostały obniżone. Odwrotna zmiana – podwyżka stawek celnych – dotyczy stosunkowo niewielkiej grupy towarów (ok. 4% wartości importu). W zakresie handlu artykułami rolnymi zmiana ceł obejmuje znacznie większą część importu. Tylko dla 24% importu do Polski z krajów trzecich cła pozostały na niezmiennym poziomie. Natomiast na 38% cła zostały obniżone i również na 38% wzrosły.

podwyżki ceł, a więc w przypadku metali nieszlachetnych i wyrobów metalurgicznych (przede wszystkim aluminium), wyrobów ceramicznych i ze szkła oraz produktów chemicznych.

Niższą dynamiką odznaczał się import artykułów rolnych z Unii Europejskiej oraz krajów przystępujących (w tym przypadku nastąpił nawet spadek wartości importu). Mogło to wynikać z oczekiwań importerów na poprawę warunków przywozu (wyeliminowanie ceł w handlu artykułami rolnymi), bądź też z zaprzestania subsydiowania eksportu krajów UE-15 do Polski. Bardzo wysoką dynamiką odznaczał się natomiast import artykułów rolnych z krajów trzecich. Najwyższy wzrost miał miejsce w tych grupach, gdzie po 1 maja 2004 r. nastąpił wzrost ceł, a więc przede wszystkim w przypadku zbóż, ryb, przetworów z mięsa i ryb.

Ramka 1

Jednym ze skutków wejścia Polski w obszar unii celnej i rynku wewnętrznego są zmiany w sposobie rejestrowania przepływów handlowych między Polską a innymi państwami Unii Europejskiej. W wyniku zniesienia kontroli fizycznych na granicy z Unią Europejską i związanej z tym rezygnacji ze stosowania jednolitego dokumentu celnego SAD (zachowany został tylko w relacjach z krajami trzecimi) wprowadzono nowy system rejestrowania handlu wewnątrz UE – Intrastat. System ten opiera się na zbiorczych danych dotyczących przeprowadzonych transakcji sprzedaży i zakupu w innych państwach członkowskich UE w określonym przedziale czasu. Są one otrzymywane od przedsiębiorstw i weryfikowane na podstawie systemu poboru VAT.

Powyższe zmiany ograniczają porównywalność wyników z maja i kolejnych miesięcy br. z poprzednimi okresami, zarówno w roku bieżącym, jak i w latach poprzednich (uzyskiwanymi na podstawie dokumentów SAD). W kolejnych miesiącach można się zatem spodziewać znaczących korekt wartości wymiany handlowej, co potwierdzają także doświadczenia innych krajów, które dokonywały podobnych zmian w systemie rejestracji danych.

Do poprawy salda w obrotach handlowych znacząco przyczynia się wzmacnianie pozycji konkurencyjnej polskich przedsiębiorców względem partnerów zagranicznych (Tabela 5). Sprzyja temu nadal wyższe tempo wzrostu wydajności niż płać¹⁸, oraz – mimo ostatnio notowanej aprecjacji złotego – wciąż relatywnie korzystny dla eksporterów kurs polskiej waluty. Wyniki badań NBP¹⁹ wskazują, że w opinii połowy ankietowanych przedsiębiorstw, graniczny dla opłacalności ich eksportu kurs złotego do euro nie przekracza poziomu 4,20 PLN/EUR.

¹⁸ Zobacz rozdział *Płace i wydajność*

¹⁹ *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw 2004*, NBP

Tabela 5

**Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu
(zmiana w % do analogicznego okresu poprzedniego roku)**

	Q1 2003	Q2 2003	Q3 2003	Q4 2003	Q1 2004
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*	13,1	18,6	11,1	20,8	25,6
Ceny importu / ceny producenta	8,5	8,8	3,8	4,0	4,8
REER ULC**	-15,0	-19,5	-11,9	-23,2	-23,3

Zródło: Obliczenia na podstawie danych NBP, KE i GUS

* – 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.

** – realny efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy; minus oznacza deprecjację

Przyspieszeniu polskiego eksportu powinno w najbliższym czasie sprzyjać ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro, a przede wszystkim w Niemczech. W I kwartale 2004 r. PKB w tym kraju zwiększył się o 0,8% (r/r), najwięcej od II połowy 2001 r., jednak jego najważniejsze elementy, tj. konsumpcja prywatna oraz inwestycje, uległy obniżeniu w porównaniu z ub. r. (Tabela 6). W konsekwencji, głównym czynnikiem wzrostu PKB był eksport. Według wstępnych danych europejskiego biura statystycznego, w II kwartale br. wzrost PKB w tym kraju wyniósł 1,5% (r/r) i nadal głównym czynnikiem przyspieszenia gospodarczego w Niemczech pozostawał popyt zewnętrzny. Na utrzymanie się wzrostowych tendencji w gospodarce niemieckiej oraz główną rolę eksportu we wzroście dynamiki PKB w tym kraju wskazują zweryfikowane w górę w ostatnich tygodniach prognozy głównych niemieckich instytutów²⁰.

Tabela 6

**Zmiany głównych składników PKB strefy euro i Niemiec
(zmiany w % w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w cenach stałych)**

	Strefa euro				Niemcy			
	II 2003	III 2003	IV 2003	I 2004	II 2003	III 2003	IV 2003	I 2004
Produkt krajowy brutto	0.1	0.4	0.7	1.3	-0.3	-0.3	0	0.8
Popyt krajowy	1	0.9	1.3	1	0.4	-0.3	0.4	-0.5
Spożycie indywidualne	1	0.8	0.6	0.7	0	-0.5	-0.6	-0.9
Spożycie zbiorowe	1.2	2	2	1.7	0.8	0.9	1.3	0
Nakłady brutto na środki trwałe	-0.5	-0.6	-0.4	0.2	-2.2	-1.7	0.2	-0.8
Eksport	-1.2	-0.1	0.1	3.2	-0.1	1.4	0.9	5.8
Import	1	1.3	1.7	2.7	2	1.7	2.2	2.8

Zródło: dane Eurostat

²⁰ Lipcowa prognoza DIW zakłada, że PKB Niemiec w 2004 r. zwiększy się o 1,8% w porównaniu z rokiem poprzednim (a więc o 0,3 pkt proc. szybciej niż w prognozie wiosennej). Głównym czynnikiem wzrostu będzie silnego przyspieszenie eksportu (o 8,7% r/r). Na równie szybki wzrost PKB wskazuje prognoza IWH, przewiduje ona jednak jeszcze wyższy wzrost eksportu (o 9,8%).

Biorąc pod uwagę głównie zaopatrzeniowy charakter polskiego eksportu do tego kraju²¹, to właśnie niemiecki eksport (bardziej niż import) ma największy wpływ na pobudzenie polskiego eksportu do tego kraju. Niski udział towarów konsumpcyjnych (nieco ponad 30%) i dóbr inwestycyjnych (niepełna 10%), powoduje, że popyt konsumpcyjny i inwestycyjny w Niemczech w relatywnie mniejszym stopniu oddziałują na polski eksport.

Utrzymujący się wysoki popyt na polskie towary oraz efekty związane z przystąpieniem Polski do UE sprawiły, że dynamika importu strefy euro z naszego kraju była w okresie styczeń-maj 2004 r.²², podobnie jak z Chin, najwyższa spośród najważniejszych dostawców (wzrost o 18% r/r)²³ i wyraźnie wyższa niż w odpowiednim okresie 2003 r. (wówczas to import z Polski zwiększył się o 9%).

Korzystnym tendencjom na rachunku obrotów bieżących w I kwartale 2004 r. towarzyszyła poprawa struktury jego finansowania. Pomimo obniżenia napływu kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (0,6 mld EUR w porównaniu do 1,2 mld EUR w I kwartale 2003 r.), sfinansował on w ok. 86% deficyt na rachunku obrotów bieżących (w porównaniu do ok. 73% w I kwartale 2003 r.).

Wstępne dane bilansu płatniczego za poszczególne miesiące II kwartału 2004 r. również wskazują na utrzymanie wysokiego stopnia sfinansowania deficytu obrotów bieżących napływem inwestycji bezpośrednich: w kwietniu (w 85%) i w maju (w 71%). W czerwcu uzyskano nadwyżkę w obrotach bieżących, jednak dane te należy traktować z ostrożnością ze względu na ich wstępny charakter i wykorzystanie metod szacunkowych (zobacz Ramka 1).

W I kwartale 2004 r. w czterech z sześciu wskaźników ostrzegawczych wybranych dla oceny nierównowagi zewnętrznej (Tabela 7) zanotowano poprawę. Pozostałe, mimo ich pogorszenia, nadal pozostają na bezpiecznym poziomie. Według wstępnych danych za II kwartał br., wskaźniki te nadal kształtują się korzystnie.

W 2004 r. spodziewane jest zmniejszenie deficytu obrotów bieżących w porównaniu do 2003 r. Powinno ono wynikać przede wszystkim ze spadku deficytu obrotów towarowych spowodowanego szybszym wzrostem eksportu niż importu towarów i zwiększeniem nadwyżki w transferach bieżących w wyniku napływu środków z UE. Deficyt obrotów bieżących będzie się kształtował na bezpiecznym poziomie. Ponadto będzie on finansowany w całości napływem kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich. Od 2005 r. oczekuje się stopniowego pogorszenia bilansu obrotów bieżących,

²¹ W 2003 r. towary o charakterze zaopatrzeniowym stanowiły prawie 60% polskiego eksportu do Niemiec

²² Ostatnie dane dotyczące handlu zagranicznego dostępne są dla maja br.

²³ Euro-indicators – news release, 102/2004, Eurostat 20 sierpnia 2004.

spowodowanego szybszym wzrostem importu. Nadal jednak napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich umożliwi w znacznej części sfinansowanie deficytu obrotów bieżących.

Tabela 7

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	I kw. 2003	II kw. 2003	III kw. 2003	IV kw. 2003	I kw. 2004	II kw. 2004**
Saldo obrotów bieżących/PKB*	-2,7%	-2,3%	-2,2%	-2,0%	-1,5%	-1,6%
Saldo płatności towarowych/PKB*	-3,6%	-3,2%	-3,1%	-2,7%	-2,4%	-2,5%
Inwestycje bezpośrednie/ deficyt obrotów bieżących	73,0%	82,4%	115,7%	146,0%	85,9%	108,0%
(Saldo obrotów bieżących + inwestycje bezpośrednie)/PKB	-1,0%	-0,4%	0,2%	0,6%	-0,2%	0,2%
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	4,5

*w skali rocznej

** na podstawie wstępnych danych, w oparciu o sumę danych miesięcznych

Źródło: obliczenia NBP

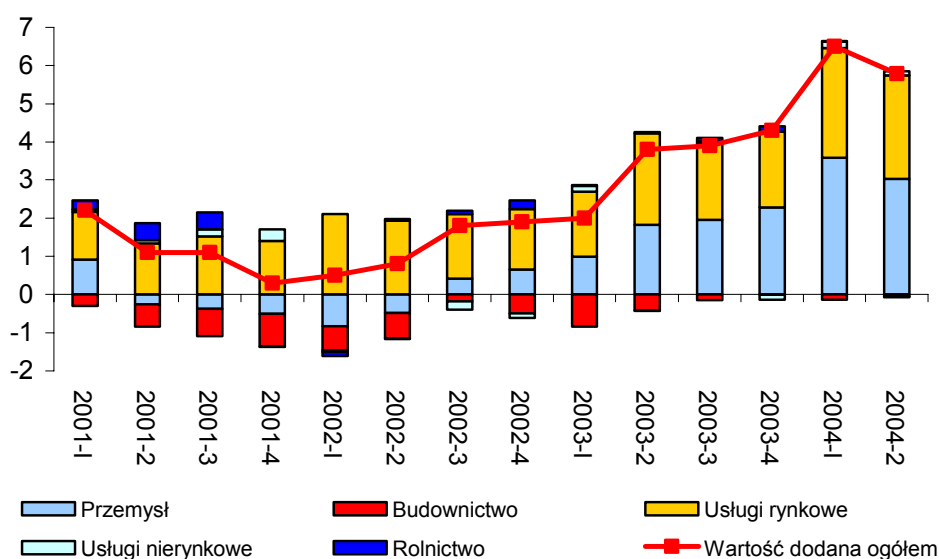
2.2 Produkcja

Na podstawie wstępnych danych za okres kwiecień-czerwiec br. można szacować, że wartość dodana w II kwartale 2004 r. przekroczyła poziom sprzed roku o ok. 6% (w I kw. br. o 6,5%). Podobnie jak w 2003 r. i w I kwartale 2004 r., do wzrostu tego przyczyniły się głównie sekcje należące do przemysłu i usług rynkowych (Wykres 18).

W analizowanym okresie utrzymała się wysoka dynamika produkcji przedsiębiorstw przemysłowych, które w II kwartale br. zwiększyły sprzedaż o 16,3% r/r (19% w I kwartale br.). O wysokiej dynamice przemysłu wciąż decydował silny wzrost produkcji w przedsiębiorstwach przetwórczych, chociaż w analizowanym okresie ponad 12-procentowe tempo wzrostu odnotowano również w górnictwie.

Wysoka dynamika utrzymała się w branżach nastawionych na sprzedaż eksportową, przede wszystkim w produkcji środków transportu oraz sprzętu gospodarstwa domowego i elektrycznego. Do znaczącego przyrostu produkcji sprzętu radiowo-telewizyjnego przyczyniło się także uruchomienie produkcji z inwestycji poczynionych w latach 2002-2003. Ponadto, podobnie jak w I kwartale br., korzystna koniunktura na rynku metali prowadziła do silnego wzrostu produkcji metali i wyrobów z metali.

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



Źródło: dane GUS, II kw. 2004 szacunki NBP

W II kwartale br. potwierdziły się przypuszczenia, że ponad 20-procentowe tempo wzrostu produkcji przemysłowej w marcu i kwietniu br. w znaczącym stopniu wynikało z „efektu unijnego”. Szczególnie widoczne było to w przemyśle mineralnym (produkcja m.in. materiałów budowlanych), w którym dynamika produkcji w maju br. obniżyła się do poziomu jednocyfrowego (w okresie styczni-kwiecień zanotowano wzrost o blisko 45%). Wskaźniki koniunktury wskazują, że można spodziewać się kontynuacji korzystnych trendów w przemyśle, choć w tempie niższym od obserwowanego w I półroczu br.

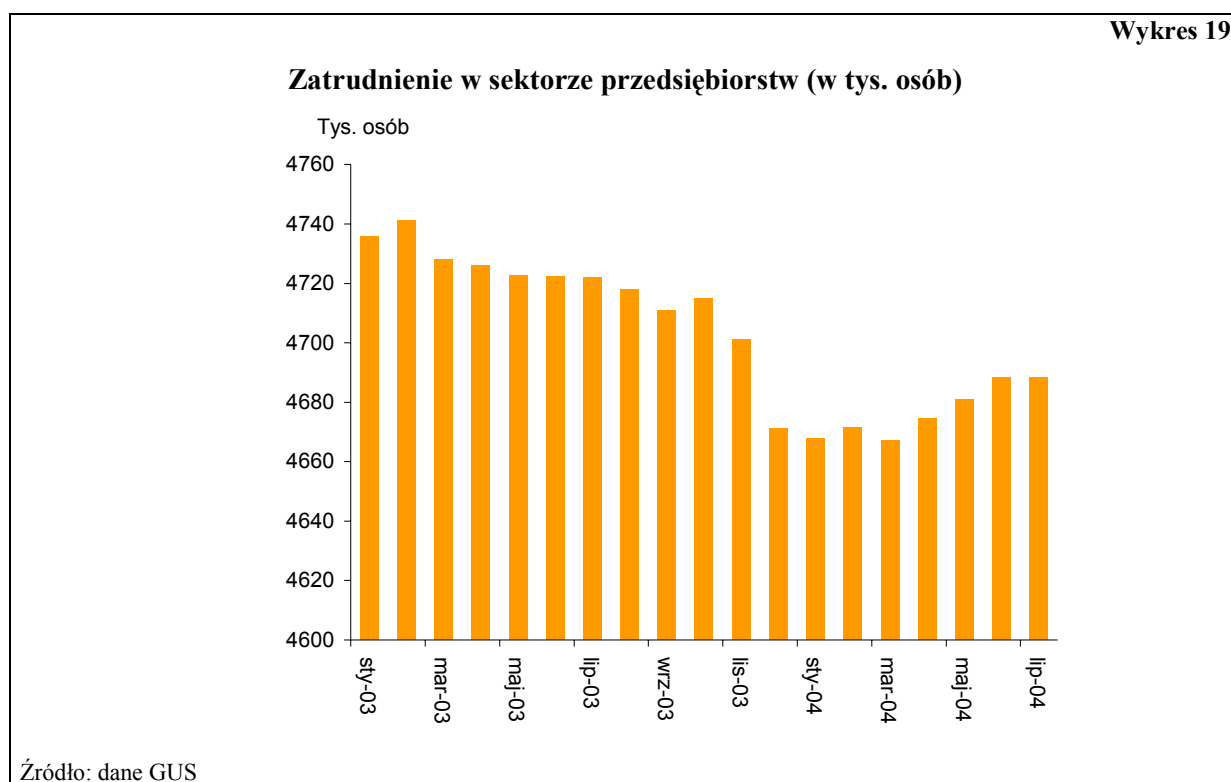
Według ocen NBP, w II kwartale br. również w usługach rynkowych kontynuowany był dynamiczny wzrost wartości dodanej. Podobnie jak w przypadku przemysłu, rekordowe obroty handlu w marcu i kwietniu wynikały w znacznej mierze z oczekiwanego wzrostu cen po przystąpieniu Polski do UE. Potwierdził to w następnych miesiącach spadek dynamiki sprzedaży detalicznej i - w mniejszym stopniu - hurtowej. Spowolnienie rocznego tempa wzrostu obrotów handlu (11,3%) w porównaniu z I kwartałem (13,6%) nie było jednak duże. Podobna sytuacja miała miejsce w usługach transportowych, natomiast dynamika sprzedaży usług łączności utrzymała się na wysokim poziomie.

Dane z przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 pracowników wskazują na kontynuację spadku produkcji budowlano-montażowej w II kwartale 2004 r., choć w tempie niższym niż w kwartale poprzednim. O słabych wynikach sekcji nadal decydował spadek robót o charakterze inwestycyjnym. W II kwartale (przede wszystkim w kwietniu) odnotowano natomiast wzrost robót remontowych, na co wpływ miała zmiana przepisów VAT w budownictwie.

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W okresie maj – lipiec br. pewnemu wzmocnieniu uległy pozytywne tendencje na rynku pracy. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że przelamany został długotrwały spadkowy trend zatrudnienia, które od II kwartału 2004 r. zaczęło powoli wzrastać (Wykres 19). Od końca I kwartału zatrudnienie w przedsiębiorstwach zwiększyło się łącznie o 21 tys. osób. Choć wzrost ten był stosunkowo niewielki, to jednak po wielu latach spadku wskazuje na stopniowe ożywienie na rynku pracy. Ponadto, według badań ankietowych NBP²⁴ w III kwartale 2004 r. (po raz pierwszy od rozpoczęcia prowadzenia badań w 2000 r.) więcej przedsiębiorstw prognozuje w najbliższym czasie wzrost zatrudnienia, niż jego spadek, co wskazuje na możliwy wzrost zatrudnienia w najbliższym czasie.

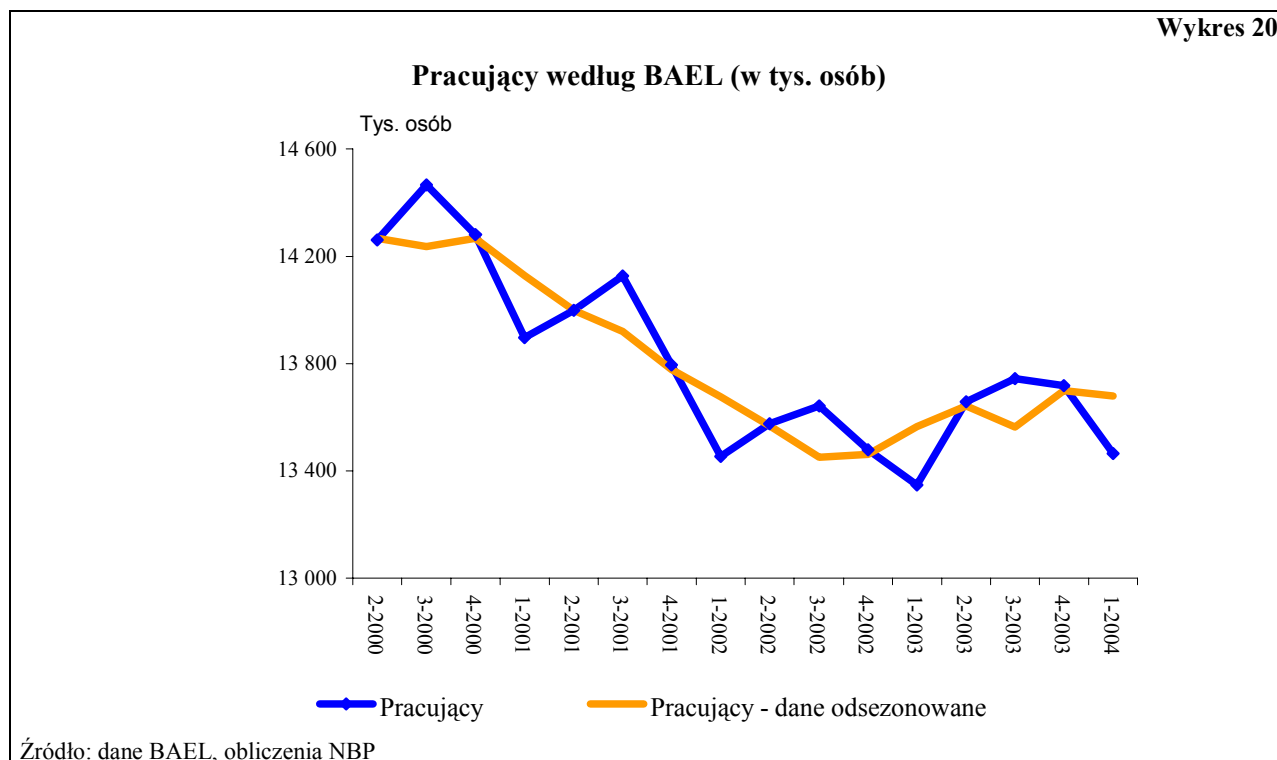


Według danych BAEL, I kwartał 2004 r. był już czwartym z kolei, w którym liczba osób deklarujących się jako pracujące wzrosła (o 117 tys., tj. 0,9%) w stosunku do analogicznego okresu przed rokiem²⁵ (Wykres 20). Znaczący wzrost liczby pracujących odnotowano w sektorze prywatnym (bez

²⁴ *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw 2004*, NBP

²⁵ Możliwe przyczyny zróżnicowania pomiędzy danymi z BAEL i ze sprawozdań przedsiębiorstw zostały wymienione w *Raporcie o inflacji Maj 2004*.

indywidualnych gospodarstw rolnych) - o 5,1% r/r - co świadczy o wzroście popytu na pracę w tym obszarze (Tabela 8). Wzrost całkowitej liczby pracujących był jednak znacznie niższy, ponieważ w tym czasie istotnie zmniejszyła się liczba pracujących w sektorze publicznym i indywidualnych gospodarstwach rolnych.



Informacje pochodzące z BAEL potwierdzają rosnącą popularność umów o pracę na czas określony wobec zmniejszającej się liczby umów na czas nieokreślony (Tabela 8). Świadczy to o większej elastyczności stosunków pracy w Polsce. Od momentu przystąpienia Polski do UE i przywrócenia przepisu w kodeksie pracy o konieczności zawierania trzeciej umowy o pracę na czas nieokreślony, dynamiczny rozwój zatrudnienia na czas określony może jednak ulec wyhamowaniu.

Tabela 8

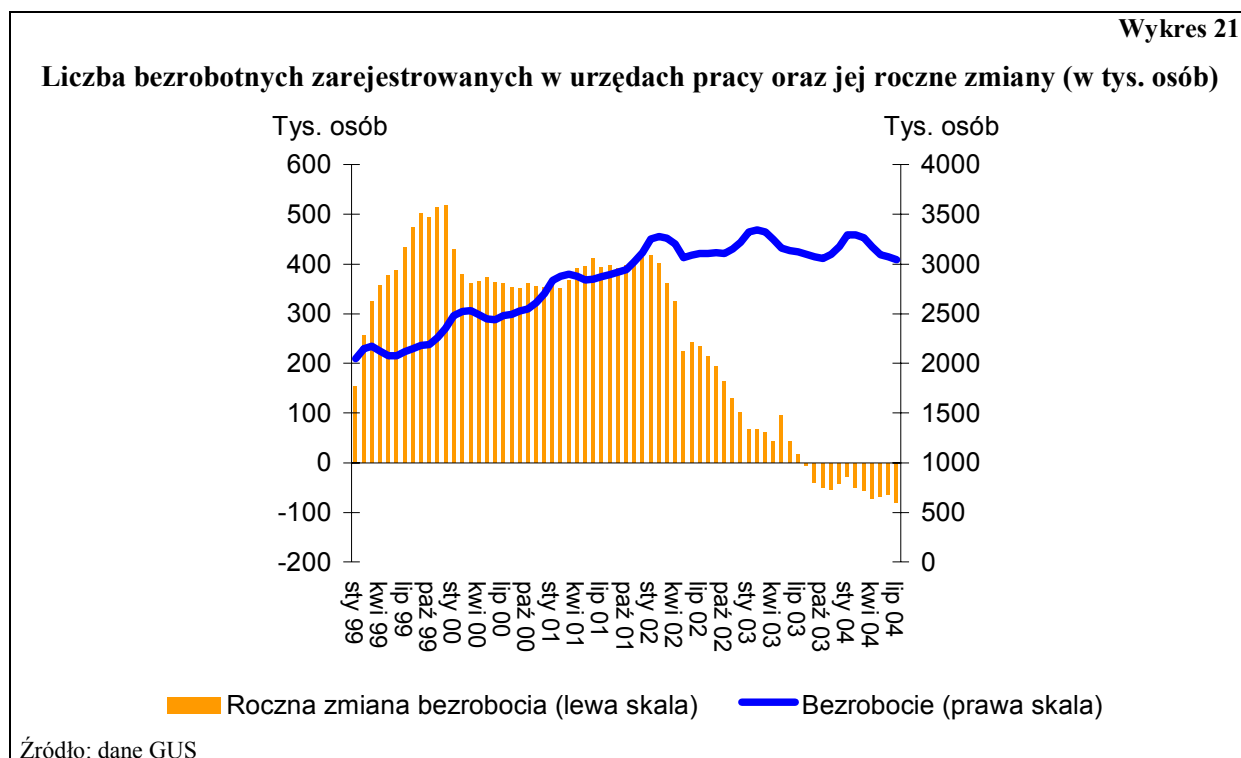
Zmiany liczby pracujących według BAEL w wybranych podziałach

	Liczba pracujących w I kwartale 2004	Wzrost r/r
Ogółem	13465 tys.	0,90%
Miejsce zamieszkania		
Miasto	8295 tys.	0,2%
Wieś	5170 tys.	2,1%
Sektor ekonomiczny		
rolniczy	2285 tys.	-3,0%
przemysłowy	3832 tys.	2,1%
usługowy	7347 tys.	1,5%
Sektor własności		
publiczny	4312 tys.	-3,7%

prywatny (bez indywidualnych gospodarstw rolnych)	7033 tys.	5,1%
prywatny (indywidualne gospodarstwa rolne)	2120 tys.	-2,6%
Status zatrudnienia		
pracownicy najemni	9986 tys.	1,9%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2814 tys.	-3,3%
pomagający członkowie rodzin	665 tys.	3,9%
Rodzaj umowy o pracę		
praca na umowę na czas nieokreślony	7958 tys.	-2,0%
praca na umowę na czas określony	2028 tys.	20,6%

Źródło: dane BAEL

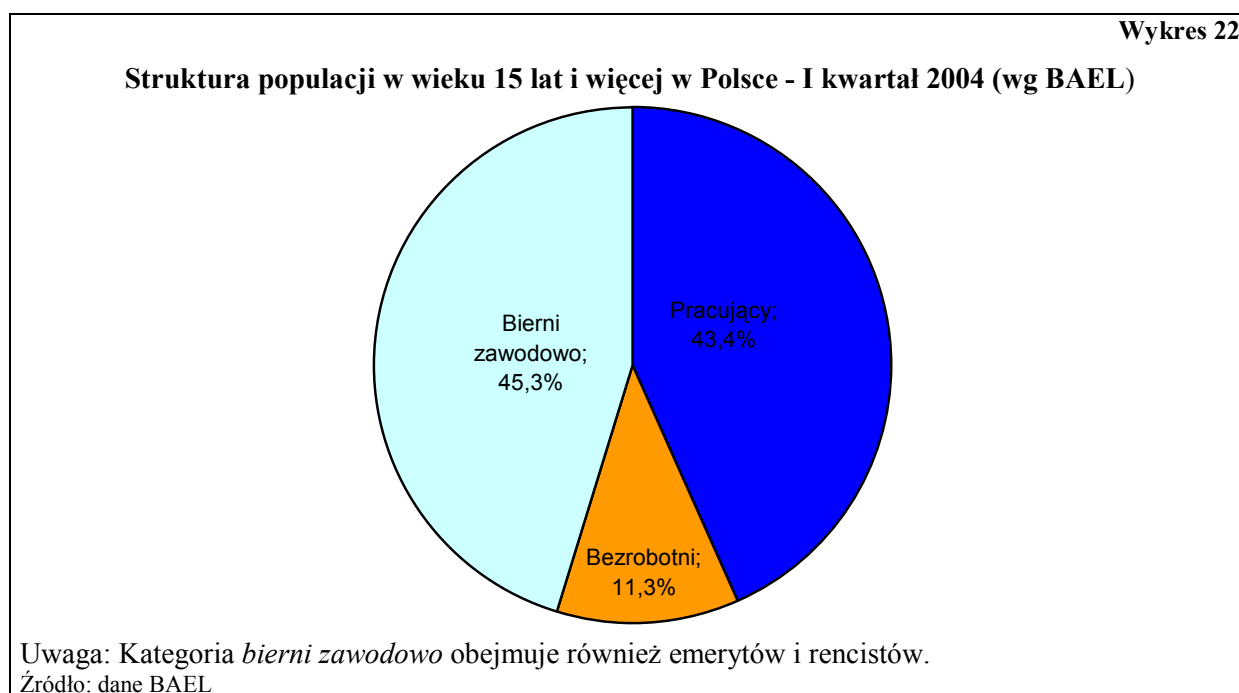
Stopniowy wzrost liczby pracujących nie znalazł dotychczas odzwierciedlenia w istotnym spadku bezrobocia, choć w lipcu br. w urzędach pracy zarejestrowanych było 3 mln 42 tys. bezrobotnych, czyli o 80 tys. mniej niż przed rokiem. Dane z urzędów pracy potwierdzają, że w 2004 r. odwrócona została niekorzystna tendencja i bezrobocie zaczęło się powoli obniżać. Mimo tych pozytywnych zmian bezrobocie nadal utrzymuje się na wysokim poziomie, zarówno według BAEL jak i statystyk urzędów pracy (Wykres 21). Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec lipca br. wyniosła 19,3%.



Utrzymujący się wysoki poziom stopy bezrobocia przy niewielkim wzroście liczby pracujących jest w znacznym stopniu spowodowany trwającym od kilku lat dynamicznym powiększaniem się populacji osób w wieku produkcyjnym. Według BAEL, w okresie między I kwartałem 2003 r. a I kwartałem 2004 r. liczba osób w wieku 15 lat i więcej zwiększyła się o blisko 200 tys. Mimo że w I kwartale 2004 r. pracujących było o 117 tys. więcej niż przed rokiem, to liczba bezrobotnych wzrosła w

tym czasie o 56 tys., a biernych zawodowo przybyło 21 tys. osób. Zależności te pokazują, że pomimo zwiększającego się popytu na pracę bezrobocie w Polsce może pozostawać na wysokim poziomie, gdyż towarzyszy mu dynamiczny wzrost potencjalnej podaży pracy.

W Polsce nadal utrzymuje się bardzo niekorzystna struktura populacji pod względem aktywności zawodowej. Potencjalny zasób pracy w gospodarce wykorzystany jest w niewystarczającym stopniu. Niespełna 44% osób w wieku 15 lat i więcej pracuje, a pozostałe 56% nie może znaleźć, nie chce podjąć pracy, albo jest na emeryturze lub rencie (Wykres 22). Oznacza to, że na jedną osobę pracującą przypada ponad jedna osoba niepracująca w wieku 15 lat i więcej.



Ta niekorzystna struktura ekonomiczna populacji prowadzi do zmniejszenia wpływów z podatków, jednocześnie zwiększając wydatki państwa (szczególnie wydatki socjalne), których sfinansowanie odbywa się często przez zwiększenie obciążeń podatkowych nakładanych na pracujących. To z kolei zwiększa rozmiar tzw. „kliny podatkowego”. Duży klin podatkowy zmniejsza popyt na pracę oraz zmniejsza podaż pracy, przez co utrwała niskie legalne zatrudnienie oraz wysokie bezrobocie.

Niski udział osób pracujących w całej populacji wynika przede wszystkim z czynników instytucjonalnych, które zmniejszają popyt na legalną pracę ze strony pracodawców i jednocześnie osłabiają bodźce do aktywnego poszukiwania i podejmowania legalnej pracy przez osoby niepracujące. Do tych czynników należą m. in.: wysokie obciążenia podatkowe, zbyt kosztowny system zabezpieczeń społecznych oraz niewystarczająco elastyczne regulacje prawa pracy.

W II połowie br., gdy będą już odczuwalne efekty realizacji ustawy z 20 kwietnia br. o promocji zatrudnienia i instytucjach rynku pracy, można oczekiwać pewnej poprawy sytuacji na rynku pracy,. Do zwiększenia zatrudnienia powinny skłaniać przedsiębiorców m. in.: refundacja kosztów wyposażenia i doposażenia stanowisk pracy dla bezrobotnych oraz zwrot kosztów ich składek ubezpieczeniowych, zwrot kosztów wynagrodzeń i składek na pracowników młodocianych zatrudnionych w celu przyuczenia do zawodu, refundacja kosztów szkolenia pracowników i zatrudnienia bezrobotnych skierowanych na zastępstwo na czas szkolenia. Pozytywny wpływ na poziom zatrudnienia powinna mieć również ustawa o swobodzie działalności gospodarczej.

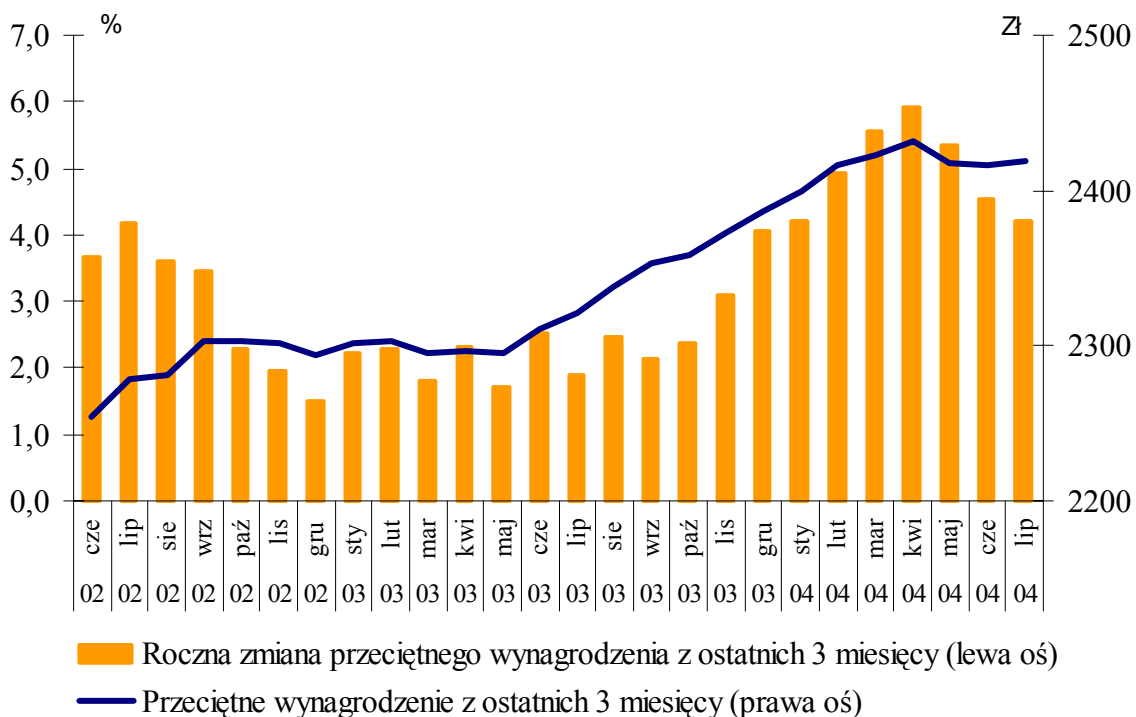
2.3.2 Płace i wydajność

W okresie maj-lipiec br. przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły nominalnie o 4,2% r/r, tj. o 1,2 pkt. proc. mniej niż w pierwszych czterech miesiącach br. (Wykres 23). W wyniku notowanego od kwietnia br. systematycznego wzrostu inflacji, w ujęciu realnym roczna dynamika wynagrodzeń w tym okresie była bardzo niska (wzrost realny o 0,1% r/r, tj. o 3,4 pkt. proc. mniej niż w pierwszych czterech miesiącach br.).

Pomimo niższego niż w I kwartale przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w II kwartale br., w wyniku niewielkiego wzrostu zatrudnienia fundusz płac uległ w tym okresie zwiększeniu. Tempo wzrostu funduszu wynagrodzeń było jednak umiarkowane, a w ujęciu rocznym od kilku miesięcy wykazuje tendencję spadkową (Wykres 24).

Wykres 23

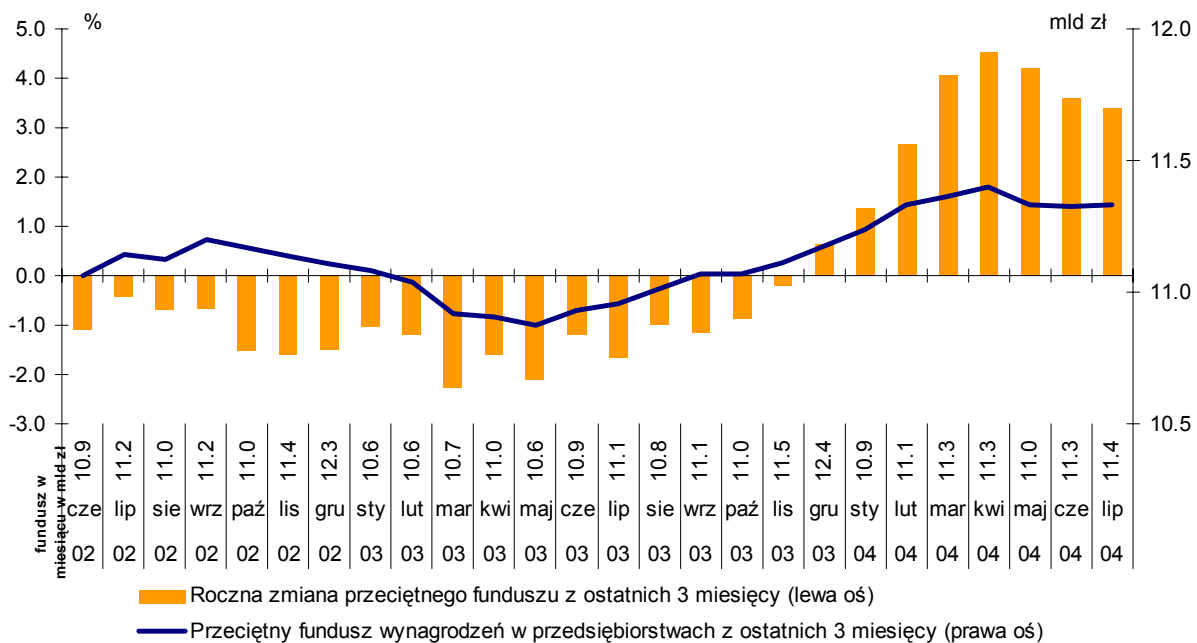
Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



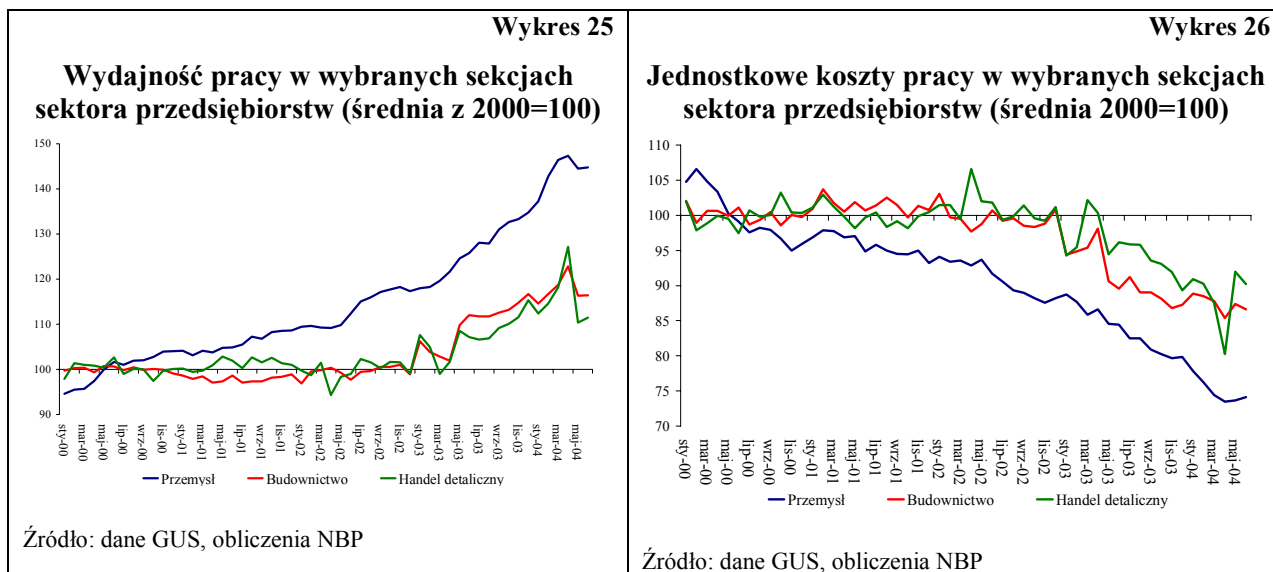
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Wykres 24

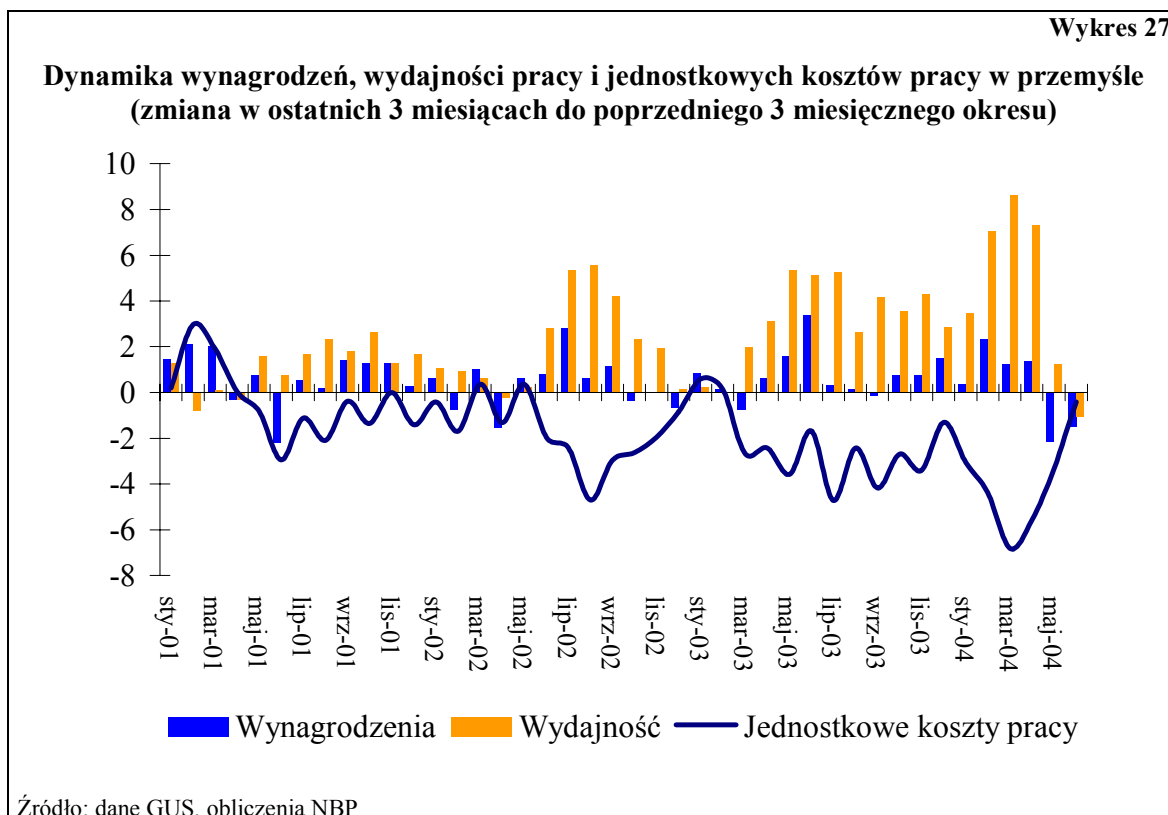
Dynamika funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP



Utrzymująca się wysoka dynamika produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej, przy jednoczesnym niewielkim wzroście zatrudnienia, skutkuje wzrostem wydajności pracy w tych sekcjach sektora przedsiębiorstw (Wykres 25). W analizowanym okresie roczna dynamika wydajności pracy nadal przewyższała tempo wzrostu płac, co skutkowało obniżaniem się jednostkowych kosztów pracy (Wykres 26, Wykres 27).



Sytuacja na rynku pracy stopniowo poprawia się, choć dynamiczny wzrost gospodarczy nie spowodował dotąd istotnego wzrostu zatrudnienia. Duża liczba osób niepracujących, tj. bezrobotnych lub biernych zawodowo, potwierdza istnienie znaczących niewykorzystanych zasobów pracy w Polsce. Z jednej strony, wysoka podaź pracy może zatem ograniczać presję płacową, a wzrost popytu na pracę prowadzić do wzrostu zatrudnienia. Z drugiej strony, jeśli struktura (zawodowa, geograficzna, sektorowa) rosnącej podaży pracy nie będzie odpowiadać strukturze popytu na pracę, a siła robocza nie będzie wystarczająco mobilna (zawodowo, geograficznie, sektorowo), to mimo znacznego niewykorzystanego potencjalnego zasobu pracy presja płacowa może narastać. Rosnący w ostatnich latach udział długotrwale bezrobotnych w ogólnej liczbie bezrobotnych (ponad 53% - najwięcej ze wszystkich krajów UE-25) potwierdza istnienie dużego strukturalnego bezrobocia w Polsce.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W II kwartale 2004 r. odnotowano dalszy wzrost cen na międzynarodowych rynkach surowcowych (Tabela 9). Na wzrost cen surowców nieenergetycznych największy wpływ miał wysoki popyt, zwłaszcza USA i Chin, na metale. Presja popytu na ceny metali, w tym przede wszystkim miedzi, utrzyma się prawdopodobnie do końca br.

Tabela 9

Zmiany światowych cen głównych grup surowców w USD (zmiany w % r/r)

	III 2003	IV 2003	I 2004	II 2004	03.2004	04.2004	05.2004	06.2004
Ogółem	6,8	13,4	13,1	36,2	20,6	35,5	40,5	32,7
Surowce nieenergetyczne	8,3	16,4	25,4	25,5	29,5	29,4	23,1	24
Żywność	-3,4	3,7	18,4	25,3	28,4	28,4	22,9	24,6
surowce przemysłowe	14,7	23,4	29,1	25,6	30	29,8	23,1	23,8
pochodzenia rolnego	16,3	23,6	17,3	11	13,4	11,6	11	10,5
metale nieżelazne	14,3	24,8	39,8	41,4	44,4	51,2	35,5	37,5
Surowce energetyczne	6,1	12	7,6	42	16,5	38,9	50,1	37,1
Ropa naftowa	5,7	10,8	3	35,2	10,6	32,7	43,9	29

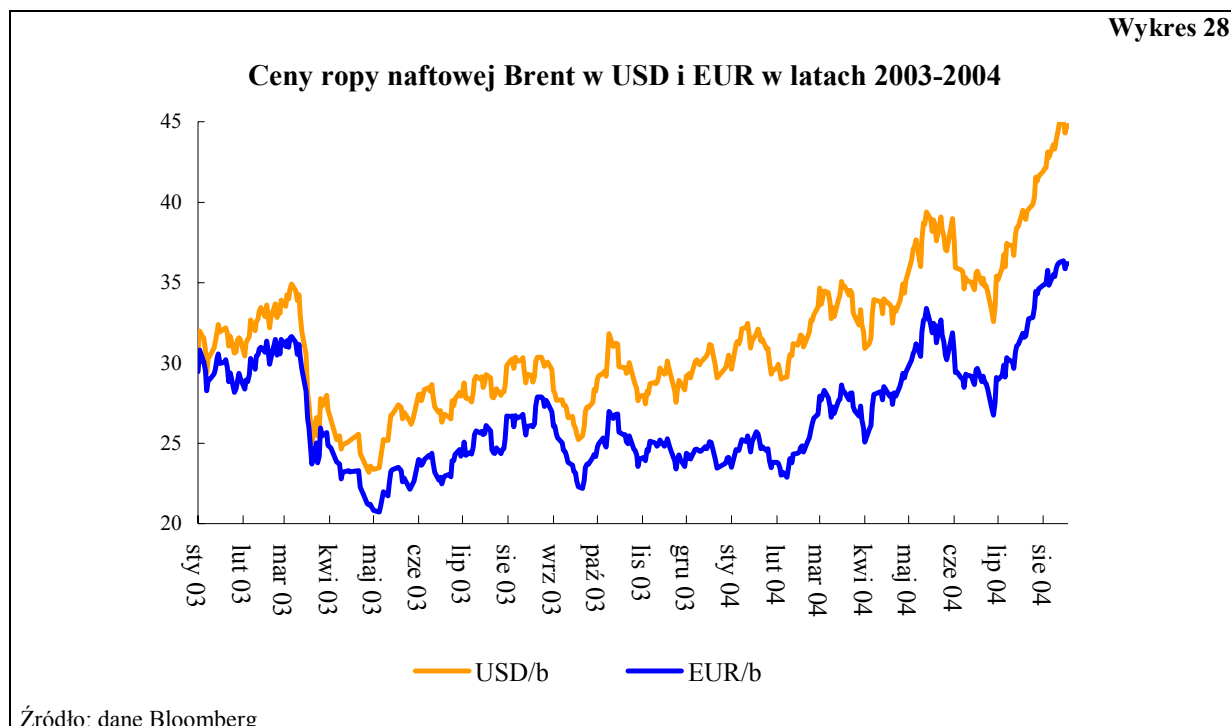
Źródło: HWWA – Hamburg Institute of International Economics

W II kwartale 2004 r. nastąpił również silny wzrost cen ropy naftowej. Wzrostowa tendencja cen tego surowca utrzymuje się od maja ub. r., jednak znaczący roczny wzrost cen ropy jest obserwowany dopiero od kwietnia br. (Wykres 28). Przyczyniło się to do przyspieszenia wzrostu cen producentów i cen konsumpcyjnych w największych gospodarkach świata.

Do presji na wzrost cen ropy naftowej przyczynia się rosnący popyt na ten surowiec, co jest związane z wyraźnym ożywieniem w gospodarce światowej, zwłaszcza w Chinach i USA. Według ocen

Międzynarodowej Agencji Energetyki (MAE), wzrost światowego popytu na ropę w 2004 r. będzie największym od 23 lat²⁶. Jednocześnie MAE oczekuje, że w br. ponad 1/3 wzrostu światowego popytu pochodzić będzie z Chin.

Wysoki popyt na ropę powoduje, że zapasy ropy i jej produktów zarówno w USA, jak i w pozostałych krajach uprzemysłowionych pozostają nadal poniżej wieloletniej średniej. Dodatkowo w okresie letnim istotną presję w kierunku wzrostu cen powodują obniżające się zapasy benzyny w USA.



Wśród czynników podażowych największy wpływ na wzrost cen ropy ma destabilizacja sytuacji w Iraku. Poważne trudności największego rosyjskiego koncernu naftowego Jukos wywołały obawy o ciągłość dostaw również z tego kraju, który dotychczas - poprzez systematyczny wzrost produkcji - oddziaływał stabilizująco na sytuację na rynkach ropy. Do podtrzymania wysokich cen tego surowca przyczynia się również wyraźne zmniejszenie się nadwyżki zdolności produkcyjnych OPEC, co oznacza praktycznie wyczerpanie możliwości łagodzenia przez tę organizację kolejnych nieprzewidzianych zakłóceń w dostawie ropy.

²⁶ Oil Market Report, International Energy Agency, 10 June 2004. Według przedstawionych szacunków popytu na ropę w I połowie br. i prognoz na II połowę, największy wzrost popytu nastąpił w II kwartale 2004 r. W okresie kwiecień-czerwiec 2004 r. światowy popyt na ropę wzrósł o 3,5 mln b/d (podczas gdy szacuje się, że w całym 2004 r. wzrośnie on średnio o 2,3 mld b/d). Na tak wysoki wzrost popytu wpłynęło zarówno ożywienie w gospodarce światowej, jak i efekt niskiej bazy spowodowany silnym obniżeniem się popytu w II połowie 2003 r., na co wpłynęła przede wszystkim epidemia SARS oraz wojna w Zatoce Perskiej.

Notowania rynku terminowego oraz prognozy głównych ośrodków analitycznych²⁷ zajmujących się rynkiem ropy wskazują, że ceny tego surowca w kolejnych miesiącach br. pozostaną na wysokim poziomie, pomimo że czynniki o charakterze popytowym (wzrost popytu w II połowie 2004 r. prawdopodobnie obniży się do niespełna 2 mln b/d) będą oddziaływały w kierunku obniżenia się cen.

Dotychczasowy wzrost cen ropy nie wpłynął istotnie na obniżenie aktywności gospodarki światowej. Wynika to przede wszystkim z faktu, że historycznie obecny wzrost cen w ujęciu realnym jest stosunkowo niewielki, a zależność gospodarki światowej od ropy od czasu I kryzysu naftowego wyraźnie się zmniejszyła. Także doświadczenia z poprzedniego silnego wzrostu cen w latach 1999-2000 wskazują, że gospodarka światowa może obecnie bardziej efektywnie absorbować wyższe ceny ropy niż w przeszłości. Niemniej, w przypadku utrzymania się wzrostowej tendencji cen tego surowca, ryzyko osłabienia tempa wzrostu w gospodarce światowej będzie się zwiększać. Dotychczasowy wzrost cen ropy przyczynił się do przyspieszenia inflacji w dwóch największych gospodarkach świata.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Od początku br. obserwowany jest dynamiczny wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu (mierzony indeksem PPI), który w maju br. osiągnął poziom najwyższy od 1997 r. (9,6% r/r - Tabela 10). W lipcu br. dynamika PPI obniżyła się do 8,6% r/r i - zdaniem NBP - w kolejnych miesiącach będzie nadal spadać.

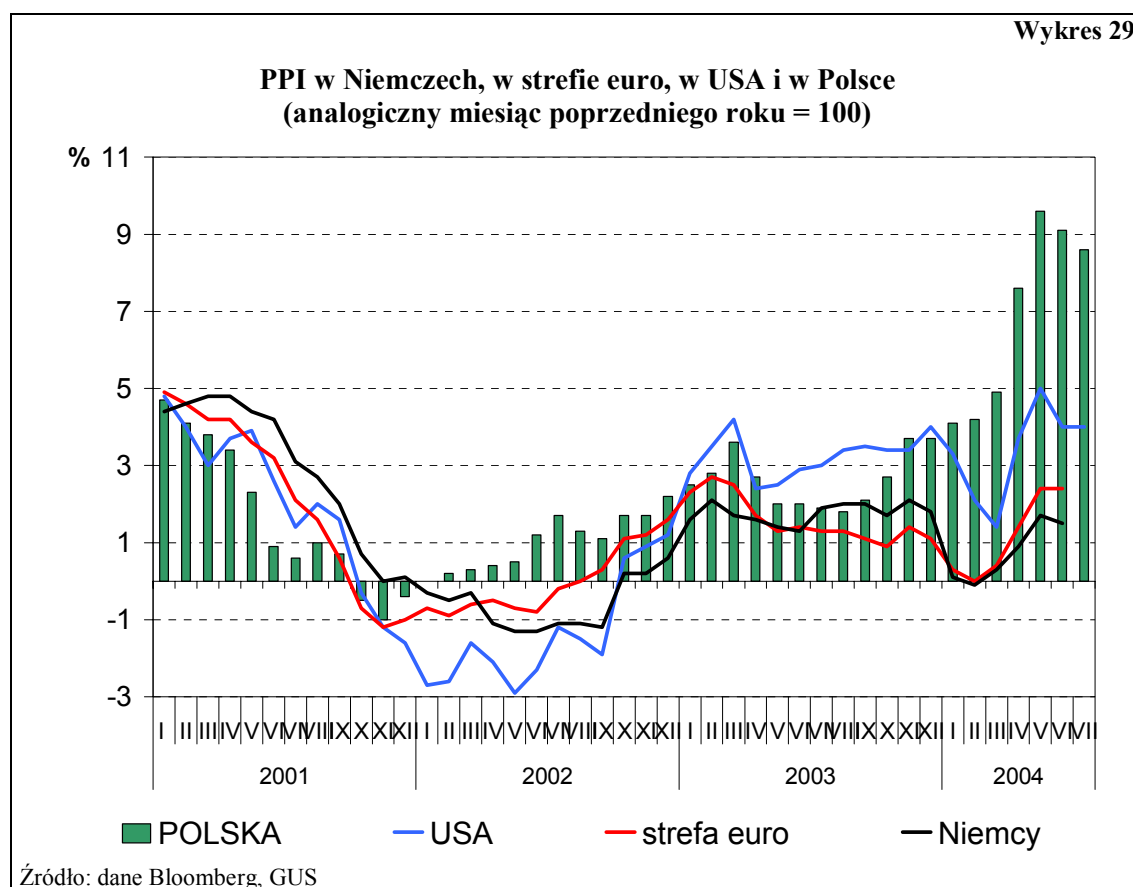
Wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu wynikał głównie z czynników kosztowych, spowodowanych wzrostem cen surowców przemysłowych, w tym metali kolorowych i ropy naftowej. W działach przemysłu w niewielkim stopniu uzależnionych od cen surowców wzrost cen był znacząco niższy. Sytuacja na światowych rynkach surowców i materiałów przyczyniła się do wzrostu cen producentów również w największych gospodarkach świata (Wykres 29). W krajach strefy euro dynamika PPI była jednak zdecydowanie niższa niż w Polsce i słabsza niż w Stanach Zjednoczonych.

²⁷ W lipcowym raporcie Departament Stanu ds. Energii ponownie podwyższył swoją prognozę cen ropy. Według niej średnia cena ropy naftowej w 2004 r. wyniesie 34,9 USD/b

Tabela 10

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle i w budownictwie

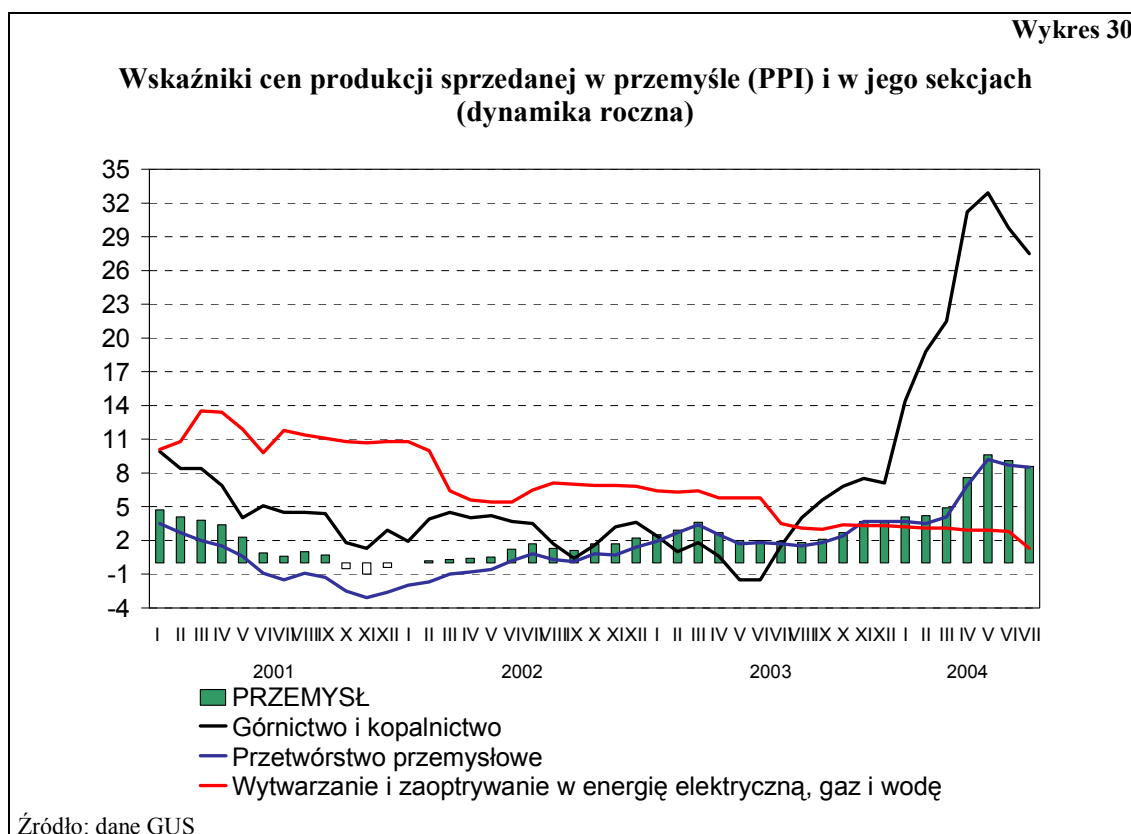
Wyszczególnienie	2004							2004						
	I	II	III	IV	V	VI	VII	I	II	III	IV	V	VI	VII
	analog. miesiąc poprzed.roku=100							poprzedni miesiąc =100						
PRZEMYSŁ PPI w tym:	104,1	104,2	104,9	107,6	109,6	109,1	108,6	100,8	100,7	101,5	102,1	101,2	99,8	100,2
-górnictwo i kopalnictwo	114,4	118,8	121,5	131,2	132,9	129,8	127,5	105,5	103,8	103,1	105,8	98,6	97,9	101,6
-przetwórstwo przemysłowe	103,7	103,5	104,1	106,9	109,2	108,7	108,5	100,6	100,7	101,6	102,1	101,6	99,8	100,1
-wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	103,2	103,1	103,1	102,9	102,9	102,8	101,3	100,0	100,0	100,1	100,1	100,1	100,1	100
BUDOWNICTWO	99,3	99,5	100,2	101,4	102,2	102,8	103,4	100,2	100,1	100,6	101,0	100,8	100,7	100,5
PPI PRZEMYSŁ - wyrównany sezonowo								100,7	100,6	100,8	100,8	100,8	100,6	100,6



Największy wpływ na dynamikę wskaźnika PPI w Polsce w analizowanym okresie miały zmiany cen w przetwórstwie przemysłowym – głównie ze względu na wagę tej sekcji we wskaźniku. Jednak od

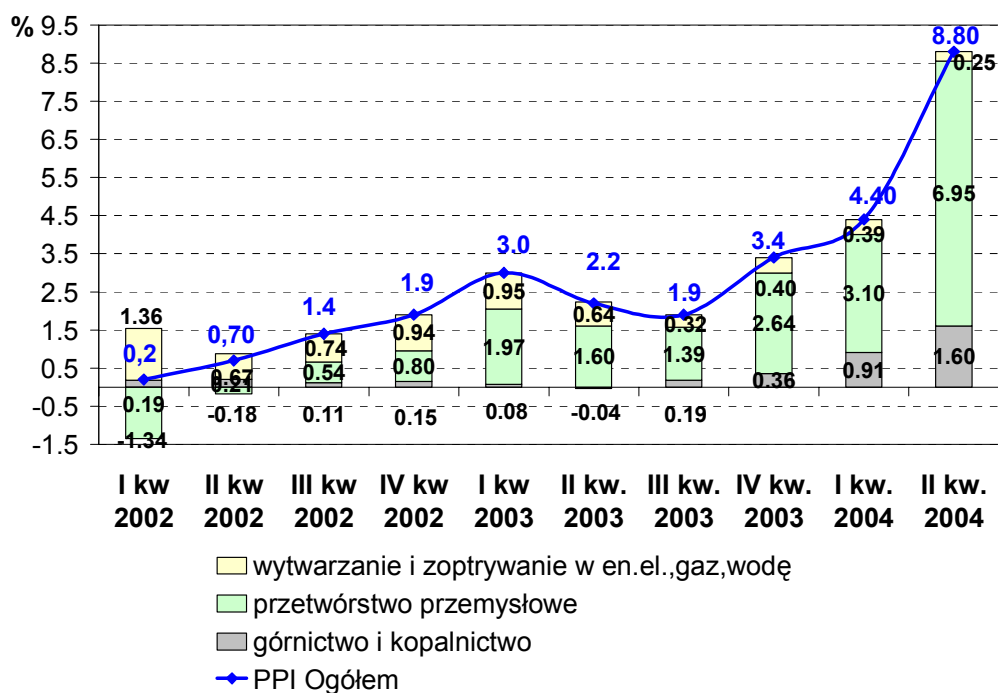
połowy ub. r. zwiększył się również udział wzrostu cen w górnictwie i kopalnictwie we wzroście PPI (Wykres 31).

Przyspieszenie wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym wynikało głównie ze wzrostu cen w działach *produkcja koksu i rafinacji ropy naftowej* (w maju aż o 63,2% r/r) oraz *produkcja metali* (w maju o 37% r/r). Od początku roku dynamicznie rósł także indeks cen producenta w dziale *produkcja artykułów spożywczych* (w czerwcu o 11,2% r/r), co było spowodowane wysokimi cenami zbóż po słabszych ubiegłorocznych niż rok wcześniej zbiorach, niską podażą żywca wieprzowego oraz wzrostem popytu zewnętrznego na polskie produkty spożywcze po rozszerzeniu UE. Z powyższych czynników w II połowie br. hamująco na wzrost cen powinny oddziaływać lepsze tegoroczne zbiory, na które wskazują najnowsze prognozy GUS.



Wykres 31

Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej w sekcjach przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna)



Źródło: dane GUS

Ceny producentów w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę* są w znacznej mierze kontrolowane (np. przez URE). Po ich zmianie w lipcu ub. r. indeks cen w kolejnych miesiącach pozostawał stabilny (dynamika roczna wynosiła około 3%). Brak podwyżki w lipcu br. spowodował spadek indeksu w ujęciu rocznym do 1,3%. Sytuacja taka powinna utrzymać się do czasu kolejnych zmian taryf, które są planowane na początku 2005 r.

Analiza struktury wzrostu indeksu PPI wskazuje, że umocnienie złotego od kwietnia br. oddziaływało hamująco na wzrost cen uzyskiwanych w eksporcie, a rosnące ceny producenta wynikały głównie ze wzrostu cen uzyskiwanych w kraju. W warunkach rosnących oczekiwań inflacyjnych i ożywienia popytu krajowego, zwiększa to ryzyko przenoszenia efektów kosztowych na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe

W czerwcu i lipcu Rada Polityki Pieniężnej podniosła podstawowe stopy procentowe NBP odpowiednio o 0,5 i 0,25 pkt. proc²⁸.

Oczekiwania inflacyjne uczestników rynku nasiliły się już przed majowym posiedzeniem RPP m. in. w wyniku opublikowania danych wskazujących na wyższe niż oczekiwano produkcję przemysłową i sprzedaż detaliczną w kwietniu oraz ceny żywności za I połowę maja br. Wysokie prawdopodobieństwo dalszego wzrostu inflacji sygnalizowała także w majowym komunikacie Rada Polityki Pieniężnej, która utrzymała restrykcyjne nastawienie przyjęte w kwietniu. Czerwcowe dane o wskaźniku CPI w maju i ceny żywności w I połowie czerwca br. wzmocniły sygnały o utrwalającym się zagrożeniu inflacyjnym. W rezultacie, decyzja RPP o podniesieniu stóp procentowych na posiedzeniu 30 czerwca br. nie była zaskoczeniem, jednak jej skala przewyższyła poziom już zdyskontowany przez uczestników rynku. Potwierdza to przesunięcie w górę krzywej trzymiesięcznych terminowych stóp procentowych, skonstruowanej na podstawie kontraktów FRA (Wykres 32).

Kolejnym czynnikiem powodującym wzrost stawek kontraktów FRA była publikacja w dniu 15 lipca wskaźnika inflacji za czerwiec br. (4,4% r/r), który znacznie przewyższył oczekiwania rynku (3,4%). Na przełomie lipca i sierpnia stawki kontraktów dyskontowały kolejne podwyżki stóp NBP (28 lipca - podwyżka o 25 pb, 31 sierpnia - oczekiwana podwyżka o 25 p.b.). Sierpniowe dane o wskaźniku inflacji za lipiec okazały się być zgodne z oczekiwaniami rynkowymi (4,6% r/r vs oczekiwane 4,7%).

W okresie od połowy maja do końca czerwca br. oprocentowanie kontraktów FRA charakteryzowało się podwyższoną zmiennością (Wykres 32). Do wzrostu stawek przyczyniały się nasilające się oczekiwania inflacyjne, natomiast spadkom sprzyjało malejące ryzyko polityczne. W lipcu dynamiczny wzrost oprocentowania kontraktów FRA był wynikiem wzmocnienia oczekiwań na podwyżki stóp NBP. Przyczyniły się do tego m.in. publikacja danych o inflacji w czerwcu oraz wypowiedzi przedstawicieli instytucji publicznych sygnalizujące wzrost inflacji w kolejnych miesiącach. Od drugiej połowy lipca utrzymuje się podwyższony poziom stawek kontraktów odzwierciedlający oczekiwania rynku na kolejne podwyżki stóp NBP.

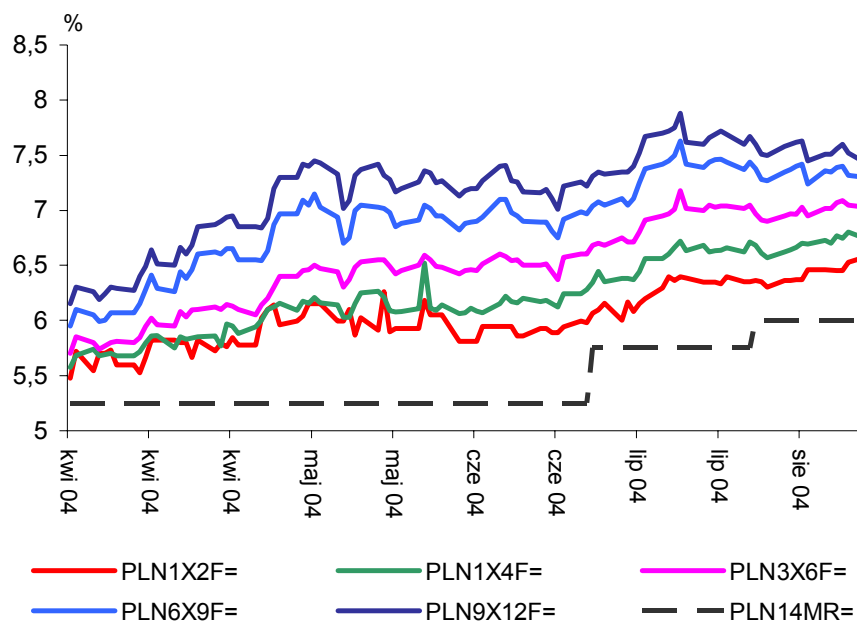
Na dzień 17 sierpnia 2004 r., w oparciu o analizę kontraktów terminowych na 3M WIBOR, oczekiwana do końca br. podwyżka stóp NBP wynosi ok. 50-75 punktów bazowych, natomiast w horyzoncie rocznym - ok. 100 punktów bazowych. Stopy procentowe odczytywane z krzywych

²⁸ Przedstawione w tym rozdziale dane obejmują okres od maja do 17 sierpnia br i nie uwzględniają decyzji RPP z dnia 25 sierpnia 2004.

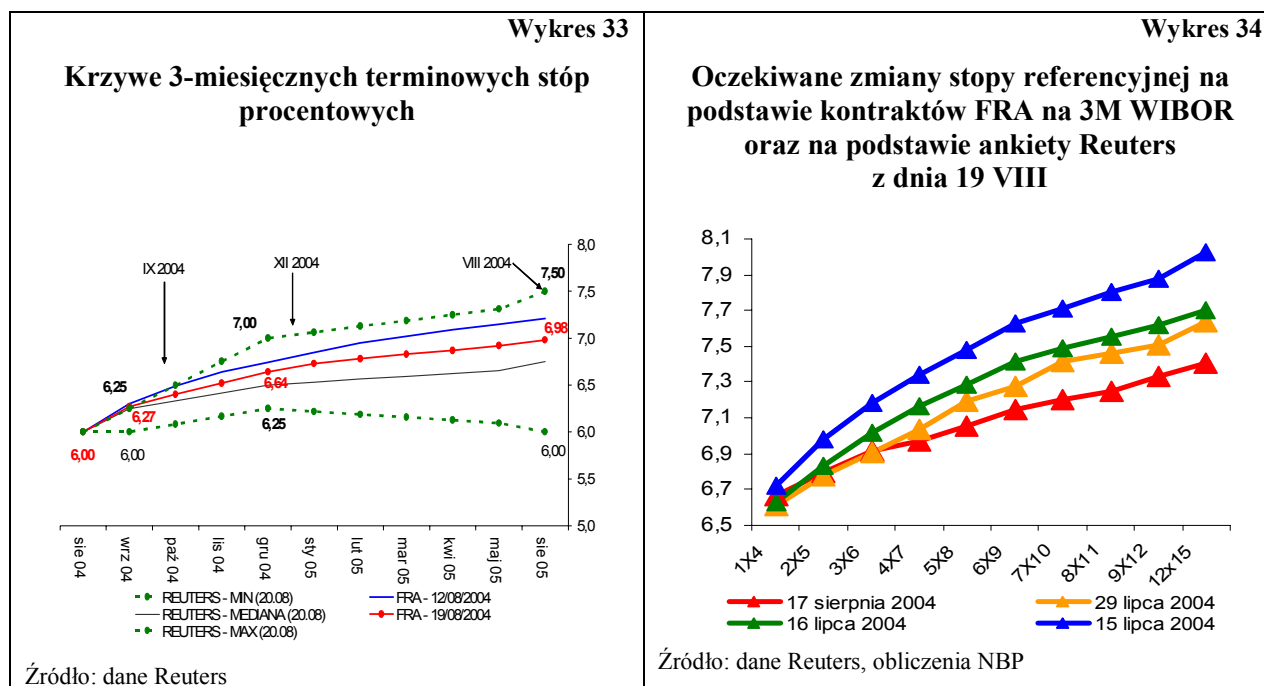
kontraktów terminowych odzwierciedlają jednak nie tylko oczekiwania uczestników rynków co do wysokości nominalnych stóp procentowych, lecz również wymaganą kompensatę z tytułu ponoszonego przez inwestorów ryzyka. Ten element premii za ryzyko nie powinien natomiast wpływać na oczekiwany poziom stóp obliczany na podstawie wyników badań ankietowych. Oczekiwany przez większość ankietowanych analityków wzrost stóp procentowych do końca 2004 r. wyniósł 50 punktów bazowych, podczas gdy w horyzoncie rocznym (sierpień 2005 r.) mediana prognoz wyniosła 75 punktów bazowych (Wykres 34). Rosnąca wraz z wydłużającym się horyzontem czasowym rozbieżność między wynikami badań ankietowych a odczytywanymi z kontraktów terminowych oczekiwaniami dot. poziomu stóp procentowych odzwierciedla zwiększającą się niepewność (premię za ryzyko), jaka towarzyszy decyzjom inwestycyjnym dotyczącym przyszłości.

Wykres 32

Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na 3M WIBOR



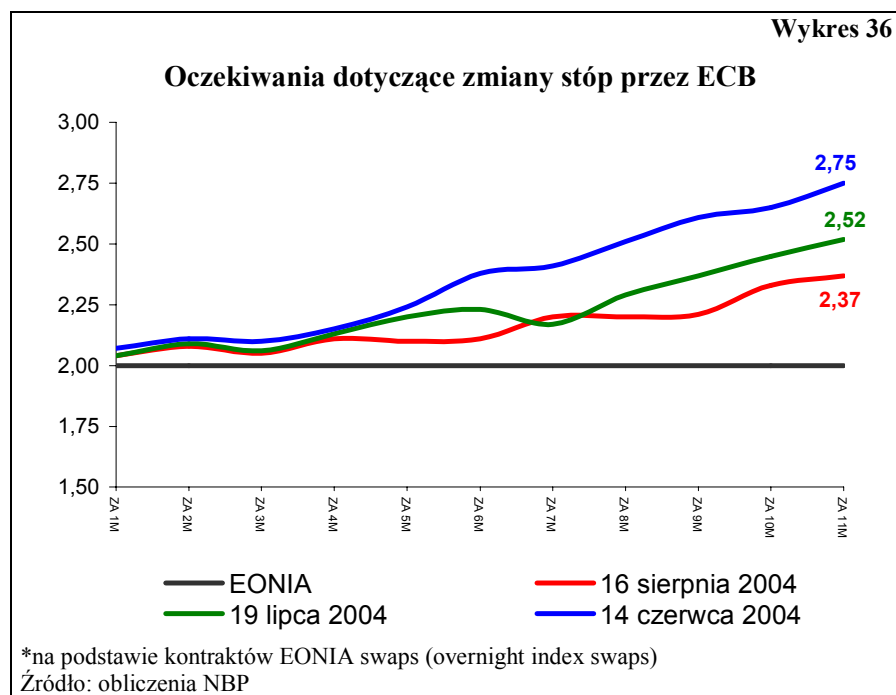
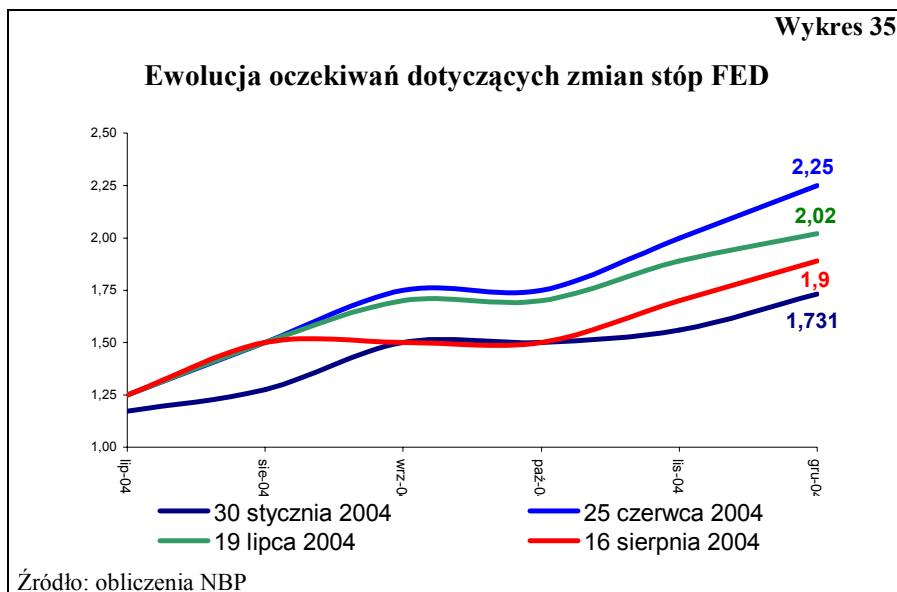
Źródło: dane Reuters



Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

W Stanach Zjednoczonych, po raz pierwszy od 2000 r., po czerwcowym posiedzeniu komisji FED, podniesiono stopy procentowe (o 0,25 pkt. proc. do poziomu 1,25%). Kolejna podwyżka (również 0,25 pkt. proc.) nastąpiła sierpniu. Analitycy oczekują dalszych podwyżek w 2004 i 2005 r. (Wykres 35), a oświadczenie Prezesa amerykańskiego banku centralnego sygnalizuje, że stopy procentowe będą najprawdopodobniej zmieniane stopniowo o 25 punktów bazowych. Niemniej, opublikowane w ostatnim okresie gorsze niż oczekiwano dane makroekonomiczne dotyczące wzrostu PKB i sytuacji na rynku pracy zwiększają obawy o trwałość wzrostu gospodarczego w USA i tym samym wpływają na zmiany oczekiwań rynku na kolejne podwyżki stóp procentowych.

Z powodu obaw o trwałość ożywienia w strefie euro EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie, mimo że czerwcowa inflacja (2,4% r/r) przewyższała poziom wyznaczonego przez EBC celu. Obecnie, większość analityków nie spodziewa się rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych jeszcze w bieżącym roku (Wykres 36).



Długoterminowe stopy procentowe

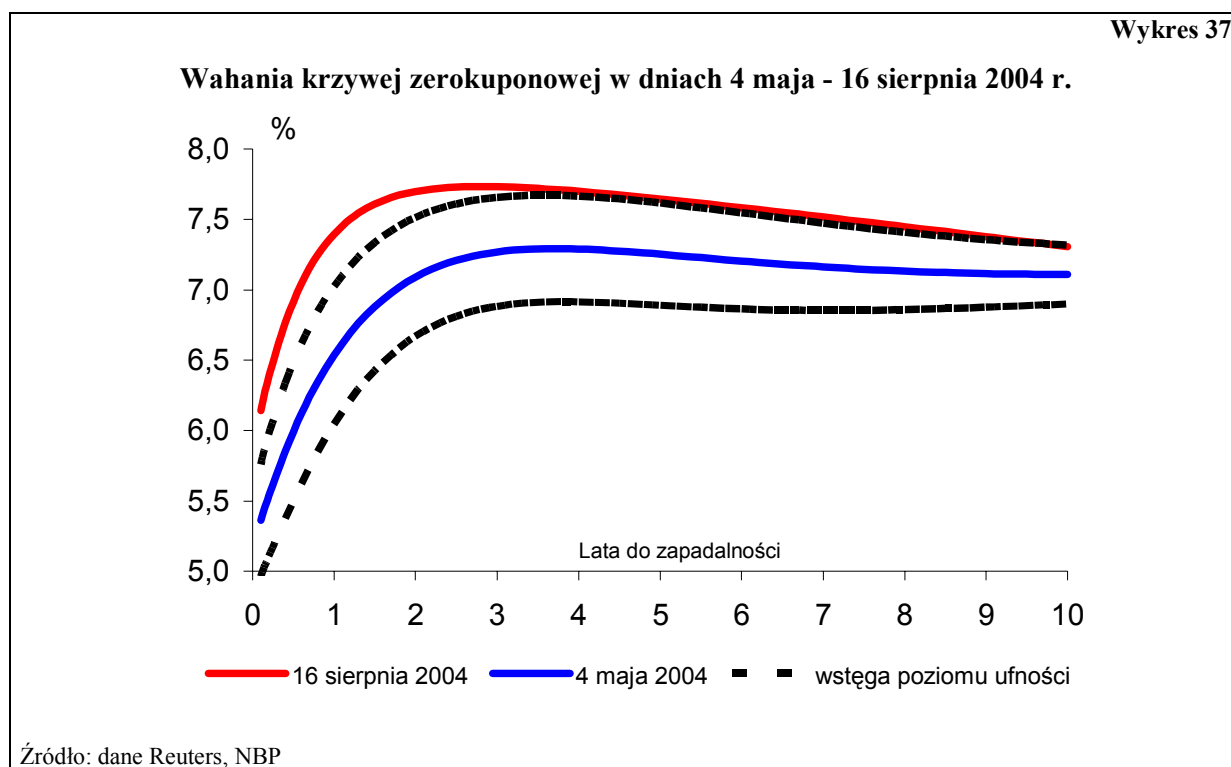
W wyniku uzyskania przez rząd wotum zaufania pod koniec czerwca br. zmniejszeniu uległo ryzyko polityczne, które w II kwartale 2004 r. było jednym z najważniejszych czynników kształtujących ceny obligacji. Stabilizacja w tym obszarze oddziaływała w kierunku obniżenia rentowności skarbowych papierów wartościowych.

Kolejnym istotnym czynnikiem pozytywnie oddziałującym na rynek obligacji był silny aprecjacyjny trend kursu walutowego, który z punktu widzenia inwestorów zagranicznych podtrzymywał atrakcyjność inwestowania w obligacje skarbowe, mimo spadku ich cen. W rezultacie, w połowie sierpnia 2004 r. zanotowano rekordowe zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku

skarbowych papierów wartościowych (mierzone nominalną wartością obligacji w portfelach nierezydentów).

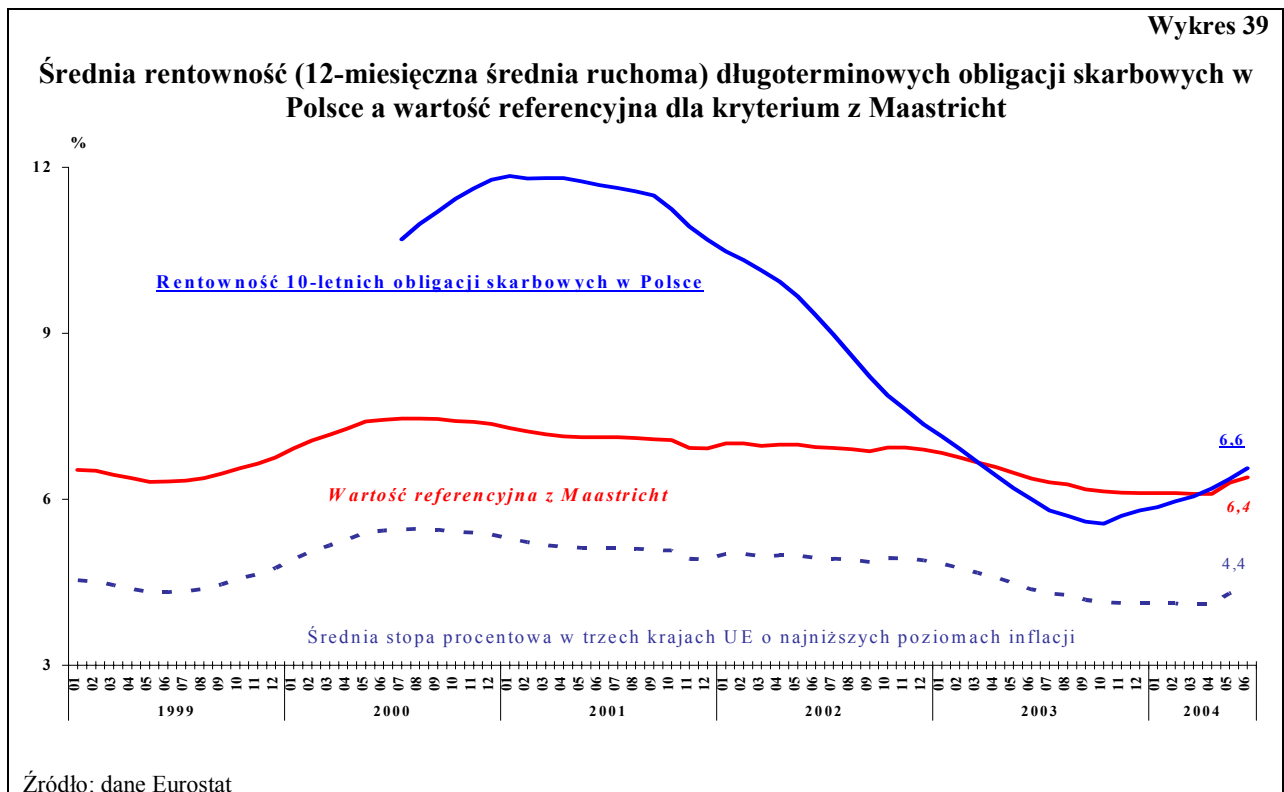
Zmiany oczekiwań inwestorów co do skali i tempa podwyżek stóp procentowych oraz wydarzenia na rynkach międzynarodowych (wypowiedzi Prezesa Fed, dane o rynku pracy w Stanach Zjednoczonych), wpływające na kształtowanie się krótkookresowych trendów na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych, były głównymi czynnikami oddziałującymi w analizowanym okresie na zmianę rentowności polskich obligacji.

W rezultacie, w okresie 4 maja – 16 sierpnia rentowność polskich obligacji skarbowych wzrosła średnio o 42 punkty bazowe, przy czym przesunięcie zerokuponowej krzywej dochodowości było nierównoległe. Stopy rentowności tworzące krótki i środkowy segment krzywej wzrosły w większym stopniu niż stopy rentowności z jej długiego końca (Wykres 37). Nierównoległy charakter przesunięcia krzywej zerokuponowej odzwierciedla przekonanie inwestorów, że wzrost inflacji ma charakter przejściowy i zasadniczo nie przyczyni się do wzrostu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Długoterminowe stopy procentowe kształtują się bowiem w znacznej mierze pod wpływem oczekiwań inflacyjnych.



W omawianym okresie nastąpił dalszy wzrost różnicy pomiędzy rentownością polskich a niemieckich obligacji 10-letnich (Wykres 38). Na początku lipca 2004 r. różnica ta osiągnęła poziom nie notowany od I kwartału 2002 r. (300-350 punktów bazowych). Zwiększenie różnicy rentowności jest wynikiem utrzymującego się w dłuższym horyzoncie dominującego znaczenia czynników lokalnych w

wycenie krajowych skarbowych papierów wartościowych. Powyższa niekorzystna tendencja znajduje odzwierciedlenie w kształtowaniu się od kwietnia br. średniorocznej rentowności polskich obligacji na poziomie przewyższającym wartość referencyjną dla kryterium stóp procentowych (Wykres 39), którego spełnienie jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro.

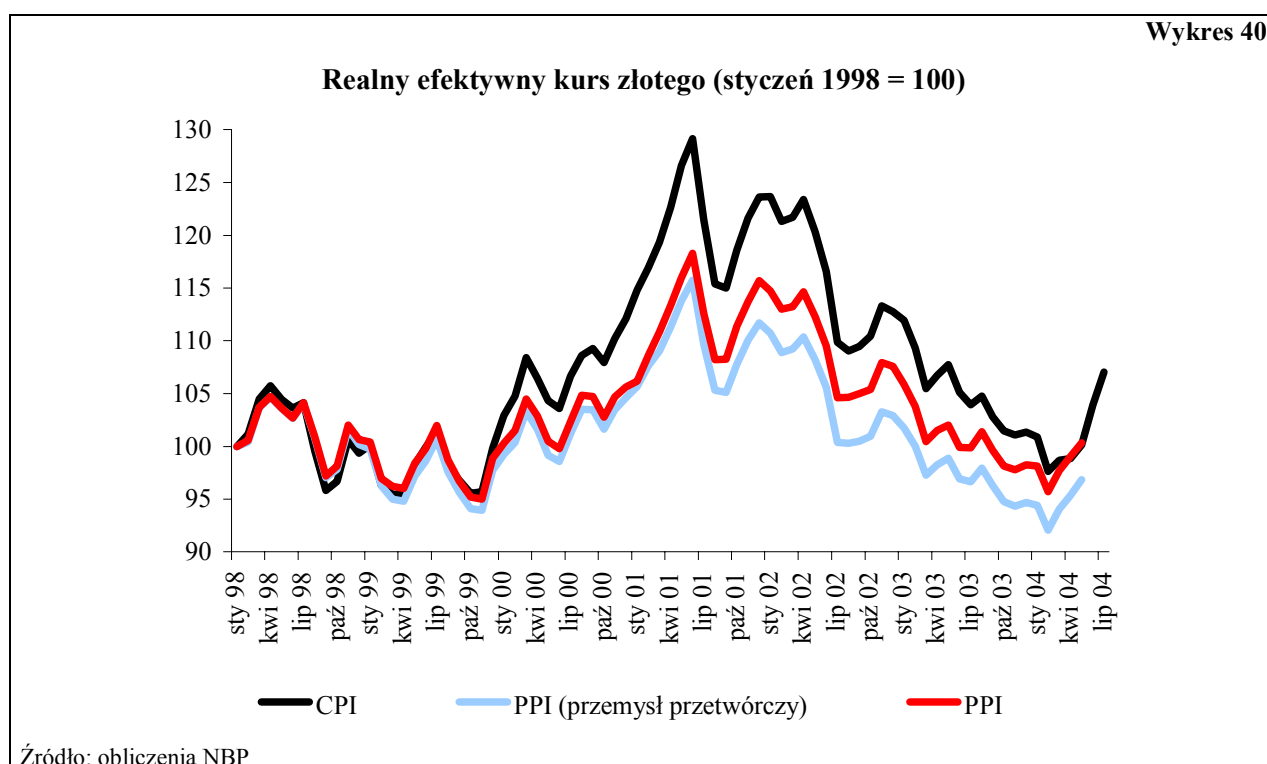


2.5.2 Kurs walutowy

Od I kwartału 2004 r. nastąpiło przełamanie trwającego od 2001 r. trendu spadkowego wartości polskiej waluty. W okresie luty-lipiec 2004 r. realny efektywny kurs złotego (deflowany indeksem cen konsumenta - REER CPI) umocnił się o 9,6%. Niemniej, w czerwcu 2004 r. był on wciąż o 11,9% słabszy niż w analogicznym miesiącu 2001 r. (Wykres 40).

W kierunku aprecjacji złotego oddziaływało kilka czynników, w tym przede wszystkim pozytywne tendencje w gospodarce jak: utrzymywanie się bezpiecznego salda na rachunku obrotów bieżących, niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz wysoki wzrost gospodarczy. Wzmocnieniu polskiej waluty sprzyjał także wzrost oczekiwań rynku na podwyżkę stóp procentowych i związana z tym większa atrakcyjność polskich aktywów. Ponadto, do aprecjacji złotego przyczynił się spadek ryzyka politycznego po uzyskaniu przez rząd wotum zaufania w czerwcu.

Wśród czynników, które w analizowanym okresie oddziaływały w kierunku osłabienia złotego należy wymienić obniżenie przez agencję Fitch ratingu długoterminowego dla polskiego długu w walucie krajowej. Zmiana ta była już jednak prawdopodobnie wcześniej zdyskontowana przez rynek.



W najbliższym czasie na wartość polskiej waluty powinny mieć wpływ głównie decyzje dotyczące realizacji reform finansów publicznych oraz zmiany w dysparytecie stóp procentowych pomiędzy Polską a jej partnerami handlowymi.

W średnim i długim horyzoncie czasowym w kierunku wzmocnienia polskiej waluty powinny natomiast oddziaływać oczekiwany wzrost napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz napływ

netto środków z funduszy Unii Europejskiej. Ponadto aprecjacji złotego powinny sprzyjać szybszy wzrost gospodarczy w Polsce niż u głównych partnerów handlowych oraz utrzymywanie się bezpiecznego salda na rachunku obrotów bieżących.

2.5.3 Kredyt i pieniądz²⁹

Kredyty a stopy procentowe w bankach

W okresie od kwietnia do lipca 2004 r. nastąpił spadek należności od pozostałych sektorów krajowych³⁰ (Tabela 11), który jednak w całości wynikał ze wzmocnienia kursu złotego. Po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych, banki komercyjne odnotowały nieznaczny wzrost akcji kredytowej. Zwiększeniu zadłużenia gospodarstw domowych towarzyszył spadek należności od przedsiębiorstw.

Tabela 11

Kredyty, pożyczki i inne należności

WYSZCZEGÓLNIENIE	Stan na	Zmiana VII.2004/IV.2004		Zmiana VII.2004/VII.2003	
	31.VII.2004 r.	mld zł	%	mld zł	%
KREDYTY, POŻYCZKI I INNE NALEŻNOŚCI	261,3	-5,7	-2,1	11,3	4,5
Gospodarstwa domowe	109,9	2,1	1,9	14,9	15,7
w tym osoby prywatne	80	1,7	2,2	12,6	18,8
Niemonetarne instytucje finansowe	10,7	0,0	-0,2	0,8	8,3
Przedsiębiorstwa	126,1	-6,2	-4,7	-4,9	-3,7
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	0,8	0,0	-3,8	-0,2	-15,9
Instytucje samorządowe	10,1	0,0	-0,2	0,5	5,6
Fundusze ubezpieczeń społecznych	3,7	-1,4	-27,9	0,0	1,2

Źródło: dane NBP

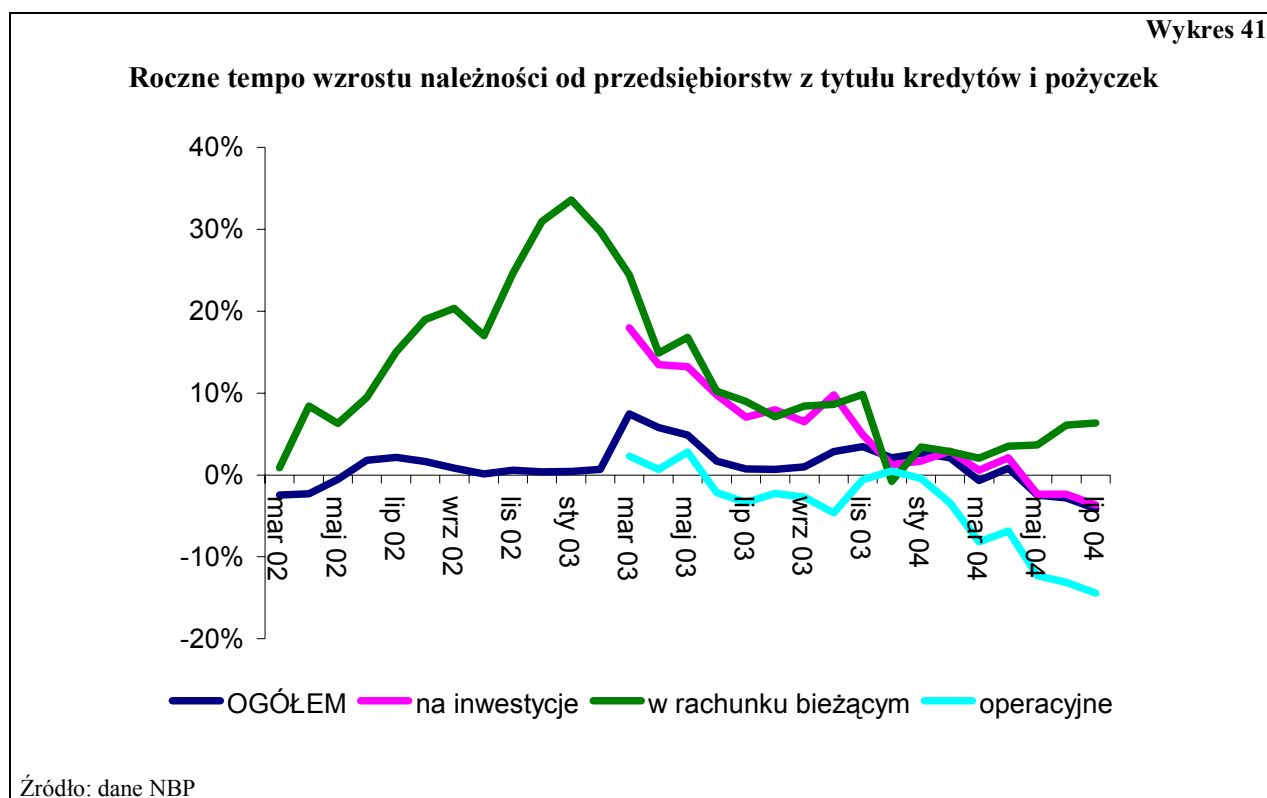
²⁹ Rozdział ten został napisany w oparciu o dane bilansowe za okres do lipca br. skorygowane o wpływ wahań kursowych.

³⁰ Pozostałe sektory krajowe obejmują: niemonetarne instytucje finansowe, podmioty sektora niefinansowego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych.

Kredyty i pożyczki przedsiębiorstw

Po niewielkim wzroście akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w pierwszych czterech miesiącach 2004 r., w okresie od kwietnia do lipca przedsiębiorstwa obniżyły swoje zobowiązania wobec banków o 6,2 mld zł (-4,7%). Ich roczne tempo wzrostu obniżyło się z -0,1% w kwietniu do -3,7% w lipcu br. Po uwzględnieniu wpływu wahań kursowych, spadek należności od przedsiębiorstw był znacznie mniejszy i wynosił -2,7 mld zł (-2,0%).

O wysokim spadku zadłużenia przedsiębiorstw zdecydowała przede wszystkim redukcja kredytów operacyjnych o 3,6 mld zł. (-9,4%). Ponadto w analizowanym okresie nie odnotowano jeszcze oczekiwanego wzrostu aktywności na rynku kredytów inwestycyjnych. Po spadku ich wartości w pierwszych czterech miesiącach 2004 r. o 0,2 mld zł, od kwietnia do lipca stan kredytów inwestycyjnych uległ zmniejszeniu (obniżył się o 2,0 mld zł, tj. o 4,8%).



Od połowy kwietnia br. wraz ze wzrostem krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym następuje wzrost oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. Średnie ważone oprocentowanie kredytów złotych ogółem w sektorze bankowym wyniosło na koniec lipca 7,8 % wobec 7,3% w kwietniu. Oprocentowanie kredytów powyżej 5 lat, wykorzystywanych do finansowania inwestycji wzrosło w tym okresie z 7,6% do 8,0% (Tabela 12).

Tabela 12

Oprocentowanie kredytów złotych dla przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	Marz 04	Kwi 04	Maj 04	Cze 04	Lip 04
w rachunku bieżącym	6.8	7.1	7.1	7.1	7.5
na okres 1 roku	6.8	7.1	7.2	7.3	7.6
na okres 2 lat	7.4	7.6	7.7	7.8	8.1
na okres 3 lat	7.9	8.0	8.2	8.2	8.6
na okres 5 lat	7.5	7.8	7.8	7.9	8.3
na okres powyżej 5 lat	7.4	7.6	7.7	7.7	8.0
Ogółem	7.1	7.3	7.4	7.4	7.8

Źródło: dane NBP

Badania ankietowe NBP w III kwartale wskazują, że koszt kredytu nie należy do głównych barier aktywności gospodarczej przedsiębiorstw. Ponadto, ocena dostępności kredytów bankowych w badanych przedsiębiorstwach ulega poprawie. W dostępie do kredytów zmniejszają się bariery zarówno zewnętrzne jak i wewnętrzne, wynikające ze słabej kondycji przedsiębiorstw i braku zdolności kredytowej. Niemniej jednak w II kwartale br. tylko 42% przedsiębiorstw odczuwających poprawę dostępu do kredytu i deklarujących rozpoczęcie nowych inwestycji, planowało sfinansować je przy pomocy kredytu bankowego. Głównym źródłem finansowania zarówno bieżącej działalności, jak też inwestycji pozostawały środki własne przedsiębiorstw. Sprzyjała temu systematycznie rosnąca poprawa płynności w niemal wszystkich grupach firm poddanych badaniu. Innym sposobem bieżącego finansowania były zobowiązania handlowe, czyli zobowiązania wobec innych przedsiębiorstw. Wśród badanych jednostek, tylko 15% zadeklarowało finansowanie potrzeb bieżących kredytem bankowym i tyle samo przedsiębiorstw korzystałoby z kredytu prowadząc działalność inwestycyjną.

Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw

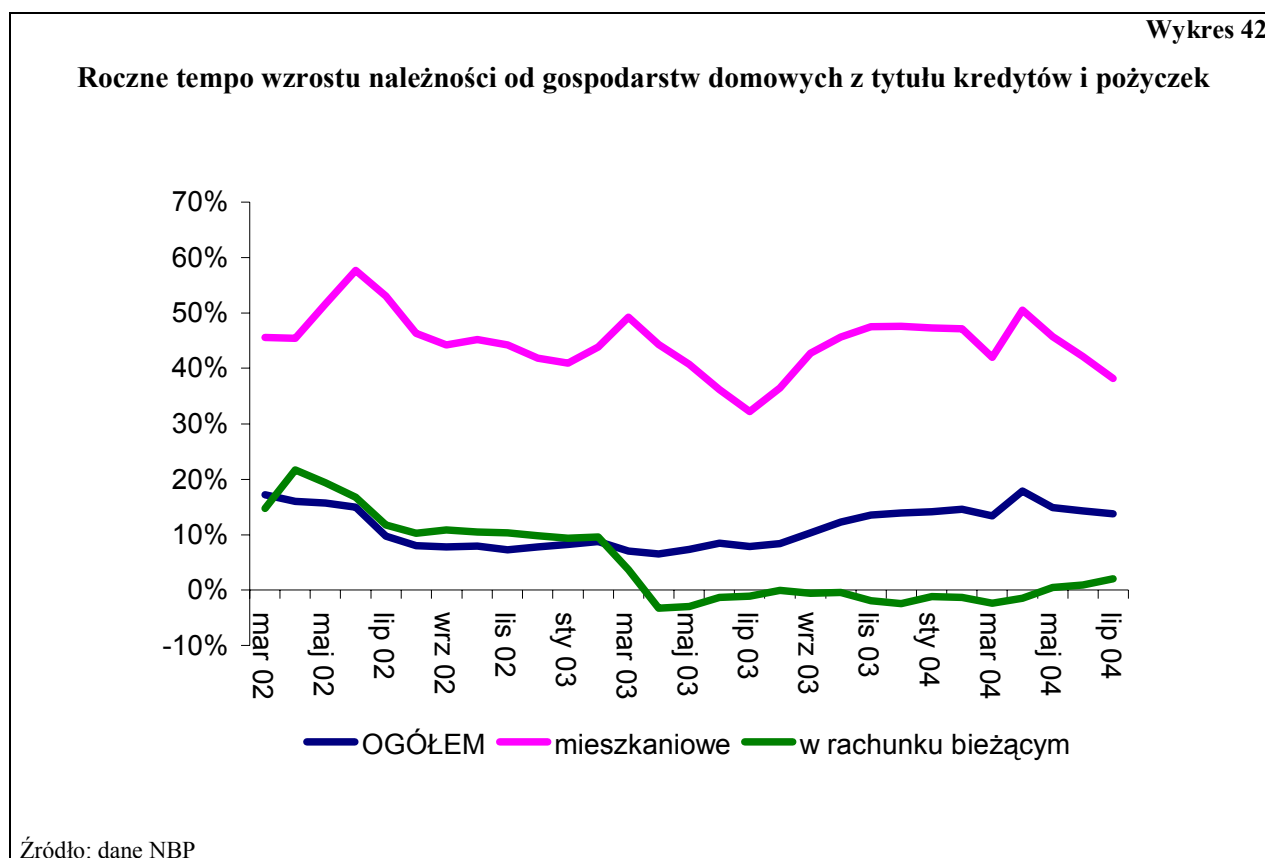
Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw wzrosło z 39.452 mln EUR na koniec 2003 r. do 40.412 mln EUR na koniec I kwartału br., głównie w wyniku zwiększenia zadłużenia z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych oraz z tytułu otrzymanych kredytów handlowych. Struktura terminowa zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw jest nadal w ok. 75% zdominowana przez zobowiązania długoterminowe³¹. Utrzymuje się również silna koncentracja zobowiązań - zobowiązania kredytowe 50 przedsiębiorstw stanowią ponad połowę zadłużenia zagranicznego tego sektora. Podobnie jak w 2003 r., do przedsiębiorstw korzystających w największym stopniu z tej formy finansowania należą

³¹ Przy włączeniu kredytów handlowych w całości do zadłużenia krótkoterminowego.

firmy z branży telekomunikacyjnej, paliwowej, transportowej i energetycznej. W strukturze walutowej zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw utrzymuje się dominujący udział zobowiązań w EUR (około 61%), przy nadal rosnącym udziale złotego (z 14% na koniec 2003 r. do 20%) i malejącym USD (z 20% do 15%). Największe zobowiązania przedsiębiorstwa posiadały wobec wierzycieli z Holandii, Niemiec, Luksemburga i Francji.

Kredyty i pożyczki gospodarstw domowych

Po znacznym wzroście kredytów dla gospodarstw domowych w kwietniu br., wynikającym prawdopodobnie ze wzmożonych zakupów przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, w okresie od kwietnia do lipca 2004 r. dynamika akcji kredytowej dla tego sektora uległa osłabieniu. Należności od gospodarstw domowych wzrosły w tym czasie o 2,1 mld zł (1,9%). Po uwzględnieniu wpływu wahań kursowych przyrost należności od gospodarstw domowych był jednak większy i wynosił 4,8 mld zł (4,5%).



Największy wzrost kredytów nastąpił w segmencie kredytów w rachunku bieżącym (o 0,4 mld zł, tj. 3,4%) oraz kredytów mieszkaniowych (o 0,4 mld zł., tj. 1,2%). W porównaniu do poprzednich miesięcy, w okresie od kwietnia do lipca br. popyt na kredyty mieszkaniowe uległ znacznemu obniżeniu. Roczne tempo wzrostu tej kategorii zmniejszyło się z 50,7% w kwietniu do 38,2% w lipcu br. (Wykres

42). W analizowanym okresie do zmniejszenia stanu kredytów mieszkaniowych przyczyniła się aprecjacja złotego. Utrzymujący się od dłuższego czasu brak stabilizacji na rynku walutowym sprzyja wzrostowi popytu na kredyty złote. Udział kredytów mieszkaniowych denominowanych w złotych w tym segmencie rynku wzrósł od początku roku z 36,9% do 42,6%.

Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego

W okresie od kwietnia do lipca 2004 r. nastąpił wzrost zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego o 3,1 mld zł. (5,4%) Natomiast w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku zadłużenie obniżyło się o 11,8%.

Depozyty i pieniądz gotówkowy

W okresie od kwietnia do lipca br. depozyty i inne zobowiązania³² zaliczane do pieniądza M3 zmniejszyły się o 1,1 mld zł (-0,4%). Podobnie jak w pierwszych czterech miesiącach br., wzrastał stan depozytów na rachunkach przedsiębiorstw, natomiast należności sektora bankowego wobec gospodarstw domowych uległy zmniejszeniu (Tabela 13). Na nominalne zmiany zobowiązań w sektorze bankowym znaczny wpływ miały wahania kursowe.

W analizowanym okresie stan depozytów przedsiębiorstw zwiększył się o 1,7 mld zł (2,3%). Po wysokim przyroście depozytów w kwietniu br., związanym z silnym wzrostem produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej w tym okresie, dynamika depozytów przedsiębiorstw obniżyła się. Roczne tempo zobowiązań sektora bankowego wobec przedsiębiorstw uległo zmniejszeniu z 39,2% w kwietniu do 30,1% w lipcu br. Po uwzględnieniu wpływu wahań kursowych przyrost depozytów przedsiębiorstw był jednak większy i wynosił 3.0 mld zł. (4,2%).

W okresie od kwietnia do lipca br. pogłębieniu uległa tendencja spadkowa depozytów gospodarstw domowych. Stan depozytów w tym sektorze zmniejszył się o 2,3 mld zł, tj. o 1,2%. Na koniec lipca 2004 r. roczne tempo wzrostu depozytów na rachunkach gospodarstw domowych wyniosło -1,7%. Spadek depozytów wynikał jednak w całości ze wzmocnienia kursu złotego. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych, stan zobowiązań sektora bankowego wobec gospodarstw domowych zwiększył się o 1 mld zł (0,5%).

W wyniku spadku stanu depozytów i wzrostu zadłużenia w analizowanym okresie oszczędności netto gospodarstw domowych w bankach po raz kolejny były ujemne. Ujemne oszczędności w bankach

³² Depozyty bieżące, z terminem pierwotnym do 2 lat (włącznie), zablokowane oraz depozyty z okresem wypowiedzenia do 3 miesięcy włącznie stanowią 99% zobowiązań wobec pozostałych sektorów krajowych zaliczanych do pieniądza M3.

nie zostały zrównoważone wzrostem pozabankowych aktywów finansowych. Zmniejszyły się aktywa gospodarstw domowych w funduszach inwestycyjnych, nie wzrosła również wartość będących w ich posiadaniu obligacji skarbowych. Ocenia się, że wzrosła wartość papierów przedstawiających prawo do kapitału na rachunkach osób prywatnych w biurach i domach maklerskich, co przyczyniło się do częściowego zrekompensowania spadku oszczędności finansowych netto gospodarstw domowych.

Po najwyższym w roku kwietniowym przyroście pieniądza gotówkowego w obiegu o 1,6 mld zł, w maju nastąpił spadek tej kategorii o 1,3 mld zł. W okresie od kwietnia do lipca br. stan gotówki w obiegu poza kasami zmniejszył się o 0,5 mld zł (-0,9%), natomiast roczne tempo wzrostu tego agregatu zmniejszyło się z 12,0% w kwietniu do 7,2% w lipcu. Obecne kształtowanie się pieniądza gotówkowego ma cechy „powrotu do normalności” po nietypowym okresie szybkiego spadku gotówki w latach 2000-2001 w reakcji na wysokie oprocentowanie depozytów w bankach komercyjnych oraz okresie szybkiego jej wzrostu w latach 2002 i 2003 w warunkach obniżek oprocentowania depozytów. Porównanie z innymi krajami regionu wskazuje, że udział gotówki w szerokim agregacie monetarnym jest obecnie w Polsce na przeciętnym poziomie i nie wykazuje żadnych nadzwyczajnych zmian.

Agregaty monetarne

W okresie od kwietnia do lipca podaż pieniądza M3 zwiększyła się o 1,9 mld zł (0,5%). Roczne tempo wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego po osiągnięciu w kwietniu wartości 8,5% - poziomu nienotowanego od grudnia 2001 r. - w lipcu br. obniżyło się do 7,0% (Tabela 13).

Tabela 13

Podaż pieniądza

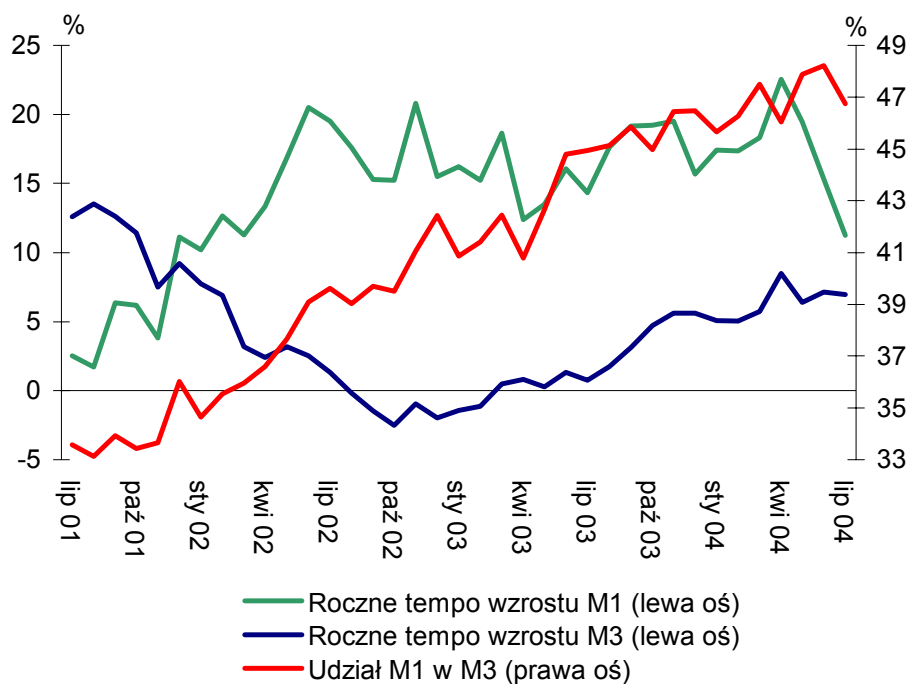
Tabela 2.1.1. Podaż pieniądza

WYSZCZEGÓLNIENIE	Stan na	Zmiana VII.2004/IV.2004		Zmiana VII.2004/VII.2003	
	30.07.2004 r.	mld zł	%	mld zł	%
I. Pieniądz M1	163,4	3,3	2	16,5	11,2
II. Pieniądz M3	349,6	1,8	0,5	22,7	7
1. Pieniądz gotówkowy w obiegu poza kasami banków	51,0	-0,5	-1,0	3,4	7,2
2. Depozyty i inne zobowiązania bieżące	293,1	-1,1	-0,4	17,6	6,4
2.1 Gospodarstwa domowe	188,1	-2,3	-1,2	-3,2	-1,7
2.2 Niemonetarne instytucje finansowe	7,8	-1,8	-18,7	-0,2	-2,9
2.3 Przedsiębiorstwa	74,0	1,7	2,3	17,1	30,1
2.4 Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowy	9,0	0,5	6,1	0,8	9,8
2.5 Instytucje samorządowe	12,3	0,7	6,0	2,6	27,2
2.6 Fundusze ubezpieczeń społecznych	1,9	0,1	5,3	0,5	32,1

Źródło: dane NBP

W analizowanym okresie nieznacznie wzrosła płynność pieniądza M3, na co wskazuje wzrost udziału komponentów agregatu M1 w pieniądzu M3 z 46,1% w kwietniu do 46,8% w lipcu br. (Wykres 43)

Udział M1 w M3 oraz roczne tempo wzrostu wąskiego i szerokiego pieniądza



Źródło: dane NBP

3 POLITYKA PIENIĘŻNA W OKRESIE CZERWIEC – SIERPIEŃ 2004 R.

W okresie czerwiec - sierpień 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie podwyższyła podstawowe stopy NBP - w czerwcu o 0,5 pkt. proc., w lipcu o 0,25 pkt. proc., a w sierpniu o 0,5 pkt. proc. W rezultacie na koniec tego okresu stopa referencyjna wynosiła 6,5%, stopa lombardowa 8,0%, stopa depozytowa 5,0%. Mimo podwyżek nominalnych stóp procentowych NBP, stopy realne³³ obniżyły się, w tym stopa referencyjna z 2,8% w maju br. do 1,9% w sierpniu. Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, wprowadzone w kwietniu br.

W analizowanym okresie przyspieszeniu inflacji, która w czerwcu przekroczyła górną granicę dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, towarzyszył znaczący wzrost oczekiwań inflacyjnych. Dotyczył on zarówno osób prywatnych, przedsiębiorców, jak i analityków bankowych. Za szczególnie niepokojący RPP uznała silny wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, który w czerwcu i lipcu nastąpił jeszcze przed opublikowaniem najnowszych danych wskazujących na znaczne przyspieszenie inflacji. Jak wynikało z badań GUS, nadal rosły też oczekiwania podwyżek cen w handlu detalicznym, w tym podwyżek cen żywności, chociaż w sierpniu dynamika tego wzrostu uległa pewnemu wyhamowaniu. Rada dostrzegała ryzyko, że wzrost oczekiwań inflacyjnych może przyczynić się do wysuwania wyższych żądań płacowych i prowadzić do utrwalenia się inflacji na poziomie znacznie przekraczającym cel inflacyjny ustalony przez Radę na poziomie 2,5%. Jednym z czynników branych pod uwagę przez Radę był również możliwy wpływ wstrząsów podażowych na popyt. Chociaż istniała duża niepewność co do siły wpływu wzrostu oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac, przy podejmowaniu decyzji o podniesieniu stóp procentowych intencją RPP było przekazanie uczestnikom rynku wyraźnego sygnału, że bank centralny jest zdeterminowany w dążeniu do realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, co oznacza, że obecny wzrost inflacji ma charakter przejściowy.

Rada uznała, że znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych w warunkach silnego ożywienia gospodarczego wymaga wyższego poziomu stóp procentowych, by zapewnić stabilność cen w średnim okresie. Jednak zarówno ocena skali docelowego wzrostu stóp procentowych, jak i pojedyncze decyzje Rady były wypadkową kilku czynników. **Po pierwsze**, chociaż ożywienie gospodarcze stanowi samoistny czynnik wzrostu presji inflacyjnej, to wzrost inflacji jest głównie efektem negatywnych wstrząsów podażowych – przede wszystkim wysokich cen ropy i słabych zbiorów w 2003 roku, oraz spodziewanych i niespodziewanych efektów cenowych wejścia Polski do Unii Europejskiej. Rada

³³ Deflowane oczekiwaniami inflacyjnymi osób prywatnych.

oceniła, że niektóre z tych efektów powinny mieć charakter przejściowy, chociaż fakt, iż na przykład prognozy cen ropy naftowej ulegały znacznej rewizji w ostatnich miesiącach wskazuje, że ocena trwałości wstrząsów podaźowych jest obarczona wysoką niepewnością. Natomiast wiele wskazuje na to, iż impuls dla wzrostu cen wywołany wejściem Polski do Unii Europejskiej stopniowo słabnie. **Po drugie**, kluczowe dla oceny perspektyw trwałości obserwowanego ożywienia gospodarczego są inwestycje w gospodarce. Dostępne dane ekonomiczne i badania koniunktury nie dają jednoznacznych sygnałów. W szczególności, bardzo wysokiemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych towarzyszy głęboki spadek produkcji budowlanej, natomiast rosnącym wskaźnikom wyprzedzającym inwestycji - spadek kredytu dla przedsiębiorstw. Jednak dane GUS o wzroście inwestycji i wynikach finansowych przedsiębiorstw w pierwszym półroczu 2004 r. istotnie zmniejszają skalę niepewności dotyczącej trwałości ożywienia inwestycji. **Po trzecie**, dynamika wzrostu płac nominalnych oraz funduszu płac osłabła w okresie czerwiec-lipiec, co w warunkach wysokiego wzrostu wydajności pracy powinno być czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną. **Po czwarte**, w ostatnich miesiącach nastąpiło odwrócenie trendu na rynku walutowym i złoty znacząco się umocnił, chociaż obecny poziom kursu nadal nie powinien wywierać istotnej presji na opłacalność polskiego eksportu. Gdyby jednak ten trend był kontynuowany, byłby to istotny czynnik ograniczający presję inflacyjną w przyszłości.

Biorąc pod uwagę te czynniki oraz związany z nimi znaczny wzrost niepewności, Rada uznała, że proces podnoszenia stóp procentowych powinien przebiegać stopniowo. Podwyżka w czerwcu, co do skali, była wyższa od oczekiwań rynkowych, a jej celem było przede wszystkim oddziaływanie na oczekiwania inflacyjne. Kolejna podwyżka była mniejsza i stanowiła wypadkową oceny zagrożeń inflacyjnych wynikających ze wzrostu oczekiwań inflacyjnych, oceny natury wstrząsów prowadzących do wzrostu inflacji i oceny trwałości perspektyw wzrostu gospodarczego. W sierpniu istotny wpływ na skalę podwyżki stóp procentowych miały wyniki przedstawionej w *Raporcie* projekcji inflacji oraz rosnące ryzyko pojawienia się presji płacowej wywołanej oczekiwaniami inflacyjnymi.

Podwyżki stóp procentowych nastąpiły w warunkach utrwalającego się ożywienia gospodarczego. Według wstępnych szacunków NBP wzrost PKB w II kwartale br. wyniósł ok. 6%. Zdaniem Rady, obserwowane ożywienie wskazuje na kształtowanie się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie wyższym niż wynikający z długookresowego trendu. Oznacza to, że oddziaływanie czynników o charakterze popytowym na inflację będzie odpowiednio silniejsze.

W czerwcu i lipcu br. utrzymała się wysoka dynamika produkcji sprzedanej przemysłu. W lipcu dynamika produkcji nieco osłabła, ale po uwzględnieniu czynników sezonowych nadal była wysoka. Kontynuację tendencji wzrostowych w gospodarce w przyszłości potwierdzają badania koniunktury. W sierpniowym badaniu GUS odnotowano dalszą poprawę ocen klimatu koniunktury zarówno w przetwórstwie przemysłowym (do poziomu najwyższego od 1992 r.), jak i w budownictwie. Nadal poprawiała się też sytuacja finansowa przedsiębiorstw przetwórczych. W warunkach rosnącego popytu

krajowego i zagranicznego oraz zwiększającego się stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych duże przedsiębiorstwa i eksporterzy sygnalizowali wzrost aktywności inwestycyjnej. Badania ankietowe NBP potwierdziły te pozytywne tendencje. Wskazały one ponadto, że po raz pierwszy od 1998 r. odsetek przedsiębiorstw planujących wzrost zatrudnienia przewyższył odsetek podmiotów zamierzających dokonać jego redukcji. Pojawiły się też sygnały świadczące o większych planowanych zagranicznych inwestycjach bezpośrednich w Polsce, co w połączeniu z uruchomieniem środków z unijnych funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności, powinno przyczynić się do utrzymania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego.

Istotnym źródłem niepewności co do przyszłego kształtowania się inflacji pozostawała nadal luźna polityka fiskalna oraz brak jasnych perspektyw co do skali reform, które doprowadziłyby do uzdrowienia finansów publicznych i zahamowania narastania relacji długu publicznego do PKB w przyszłości.

Obok przedstawionych wyżej czynników wskazujących na ryzyko przyspieszenia tempa wzrostu cen w najbliższych kwartałach, w okresie czerwiec-lipiec utrzymywały się też czynniki sprzyjające ograniczaniu presji inflacyjnej.

W kierunku zmniejszania presji inflacyjnej oddziaływał wciąż wysoki wzrost wydajności pracy, choć był on nieco słabszy niż w poprzednich miesiącach. Roczne tempo wzrostu płac w warunkach utrzymującego się wysokiego bezrobocia wciąż kształtowało się poniżej tempa wzrostu wydajności pracy. Pojawiły się już jednak pierwsze sygnały wskazujące na możliwość wzrostu żądań płacowych, co może prowadzić do szybszego wzrostu wynagrodzeń w przyszłości. W sferze monetarnej nie zaobserwowano jeszcze wyraźnych symptomów ożywienia gospodarczego, które rodziłyby ryzyko nasilenia presji inflacyjnej. Roczna dynamika zarówno podaży pieniądza, jak i kredytów dla gospodarstw domowych, po znaczącym wzroście w kwietniu br., w maju i czerwcu obniżyła się, a wielkość kredytów dla przedsiębiorstw spadała. Popyt przedsiębiorstw na kredyt mógł być jednak ograniczany przez wysoki poziom własnych środków finansowych pozostających w ich dyspozycji.

4 PROJEKCJA INFLACJI

Projekcja inflacji została opracowana z wykorzystaniem modeli makroekonomicznych 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 Wprowadzenie

W 2003 r. zanotowano pierwsze oznaki szybszego wzrostu gospodarczego. Przyspieszenie wzrostu uzyskano – głównie – dzięki szybkiemu wzrostowi eksportu, wspieranego przez deprecjację kursu efektywnego. W kierunku zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego oddziaływał również wzrost popytu wewnętrznego, stymulowany przez ekspansywną politykę fiskalną w warunkach ograniczania restrykcyjności polityki pieniężnej. Do końca I kwartału 2004 r. wzrost gospodarczy odbywał się przy braku silniejszych bodźców inflacyjnych płynących z rynku pracy, gdyż tempo wzrostu wydajności pracy w gospodarce przekraczało dynamikę płac. Wzrost dynamiki PKB wystąpił w sytuacji, gdy spadające zatrudnienie oraz ponad 3-letni spadek inwestycji ograniczył tempo wzrostu produktu potencjalnego. W rezultacie nastąpiło odwrócenie relacji między tempem wzrostu potencjalnego i rzeczywistego PKB. Hamujące wzrost cen działanie luki popytowej stawało się więc słabsze.

Ubiegłoroczna deprecjacja kursu złotego również przyczyniła się do wzrostu inflacji. Z jednej strony stymulowała ona wzrost PKB, z drugiej zaś była elementem wzrostu kosztów (ceny importu). W tym ostatnim przypadku, ze względu na rolę dolara na rynku paliw i na rynkach finansowych oraz dominację euro w handlu zagranicznym Polski, istotnym czynnikiem wpływającym na inflację są również zmiany kursu euro/dolar (wzmocnienie euro względem dolara – przy innych czynnikach niezmiennych – przyspiesza inflację).

Wyższe tempo wzrostu CPI od początku 2004 r. spowodowane było również wysoką dynamiką cen paliw (co można uznać za typowy wstrząs podażowy), jak i cen żywności. Wzrost tych ostatnich w części ma charakter typowego wstrząsu podażowego, a w części został spowodowany zwiększeniem się popytu „starych” krajów członkowskich Unii Europejskiej na polską żywność w wyniku zniesienia barier w handlu żywnością.

Można zatem przyjąć, że na ożywienie gospodarcze, któremu towarzyszy zwykle tendencja do wzrostu cen, nakładają się dwa silne proinflacyjne wstrząsy o charakterze podażowym: wzrost światowych cen ropy naftowej oraz wzrost cen żywności.

Projekcja inflacji została przygotowana przy wykorzystaniu dwóch makroekonomicznych modeli gospodarki polskiej³⁴ oraz wiedzy i doświadczeń 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 determinantów procesów inflacyjnych w Polsce (np. sytuacja na rynkach produktów rolnych, finansów publicznych), jak i w jakościowej analizie nowych procesów zachodzących w gospodarce polskiej.

Przedstawiona poniżej projekcja została sporządzona na podstawie informacji dostępnej do końca drugiej dekady lipca 2004 r. W projekcji **przyjęto założenie natury technicznej, że w okresie, dla którego sporządzana jest projekcja, stopa referencyjna NBP nie ulegnie zmianie**. Przyjęcie tego założenia pokazuje, jak kształtowałyby się inflacja i inne zmienne makroekonomiczne, gdyby stopa procentowa pozostała na poziomie z drugiej dekady lipca. 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.

4.2 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań zewnętrznych

Popyt zewnętrzny i inflacja w strefie euro

W założeniach do projekcji przyjęto, że ożywienie w strefie euro będzie następować powoli. Pojawiają się pozytywne sygnały i dane ekonomiczne dla strefy euro wskazujące na postępujące w tym regionie ożywienie koniunktury (m. in. silniejszy wzrost konsumpcji w wielu krajach strefy euro w I kwartale br. niż w roku ubiegłym, trzeci kwartał z rzędu odnotowano wzrost inwestycji). Z drugiej strony, oczekiwane zacieśnienie fiskalne w unii monetarnej będzie w horyzoncie projekcji oznaczać zmniejszenie wpływu wydatków sektora finansów publicznych na wzrost PKB. Sytuacja gospodarcza głównych

³⁴ Podstawy teoretyczne oraz opis poprzednich wersji tych modeli znaleźć można w B. Kłós, *Mały strukturalny model inflacji. Wersja 3.5.6.*, Materiały i Studia 154, NBP, Warszawa 2002 oraz R. Kokoszczyński, T. Łyziak, M. Pawłowska, J. Przystupa, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej - współczesne ramy teoretyczne, nowe wyniki empiryczne dla Polski*, Materiały i Studia 151, NBP, Warszawa 2002. Opis aktualnych wersji tych modeli zostanie opublikowany w Materiałach i Studiach NBP jeszcze w bieżącym roku.

partnerów handlowych strefy euro oraz aprecjacja kursu euro powodują, że trudno również oczekiwać utrzymania tendencji wzrostu eksportu netto strefy euro.

Niska dynamika popytu krajowego będzie sprzyjać ograniczaniu presji inflacyjnej w obszarze unii walutowej. Działania podejmowane w kierunku zwiększenia elastyczności rynku pracy w krajach strefy euro (wzmocnione przez wzrost presji konkurencyjnej ze strony nowych członków UE) powinny również – poprzez obniżenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy – hamować tempo wzrostu cen w tym obszarze. W konsekwencji w horyzoncie projekcji oczekuje się obniżenia, a następnie stabilizacji inflacji w strefie euro na poziomie spójnym z celem EBC.

Ożywienie gospodarcze w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski powinno przyczyniać się do zwiększenia popytu na polski eksport i tym samym, może nieznacznie zwiększać presję popytową w gospodarce. Jednak tempo wzrostu cen będzie w tych krajach zapewne nieco niższe niż w Polsce, co może powodować osłabienie konkurencyjności polskiej gospodarki.

Ceny ropy naftowej

Utrzymują się czynniki wywierające presję na wzrost cen ropy naftowej: rosnący popyt i przyczyny o charakterze podażowym. Niestabilna sytuacja w Iraku oraz trudności największego rosyjskiego koncernu naftowego zwiększają ryzyko ograniczenia dostaw ropy na rynki światowe, tym bardziej, że możliwości zwiększenia wydobycia przez kraje OPEC zostały niemal wyczerpane. Ograniczeniu wzrostu cen ropy nie sprzyjają także niskie zapasy tego surowca w największych gospodarkach świata.

W wyniku oddziaływania powyższych czynników, w projekcji założono, że wysoka cena ropy będzie się utrzymywać do końca 2004 r., po czym od II kwartału 2005 r. bardzo powoli się obniży z uwagi na oczekiwane nieznaczne osłabienie presji popytowej. Oznacza to, że wzrost ceny ropy naftowej będzie wywierał presję na wzrost inflacji do końca 2004 r., a w 2005 r. stanie się czynnikiem powodującym nieznaczny jej spadek.

Kurs dolar/euro i zagraniczne stopy procentowe

W projekcji przyjęto, że kurs dolar/euro oraz zagraniczne stopy procentowe będą kształtowały się zgodnie z oczekiwaniami rynków walutowych. O ile jednak oczekiwania inwestorów dotyczące stóp procentowych są obecnie stabilne, to oczekiwania dotyczące kursu dolar/euro są bardzo zmienne z uwagi na napływające sprzeczne sygnały dotyczące stanu i perspektyw koniunktury w Stanach Zjednoczonych.

Do sporządzenia projekcji przyjęto dane z drugiej dekady lipca br. – oznacza to, że w horyzoncie prognozy kurs ten będzie oscylował w granicach 1,23-1,25. W ocenie inwestorów, stopa LIBOR będzie stopniowo rosła z 1,2% w 2 kw. 2004 r. do 3,8% na koniec 2006 r.

4.3 Założenia projekcji dotyczące uwarunkowań krajowych

Wydatki budżetu państwa

W założeniach do projekcji przyjęto, że wydatki budżetowe w br. zostaną zrealizowane na poziomie przewidzianym w ustawie budżetowej na 2004 r. Dla 2005 r. uwzględniono założenia do ustawy budżetowej na 2005 r., wprowadzenie w życie jedynie tych ustaw z *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*, które uzyskały już akceptację Sejmu, oraz deklaracje ministra finansów o ograniczeniu deficytu budżetowego do poziomu 35 mld zł. Ponadto 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).

Ceny żywności

W momencie sporządzania projekcji tempo wzrostu cen żywności kształtowało się na poziomie 8,7% r/r. W kolejnych miesiącach 2004 r. oczekiwać można obniżenia cen produktów zbożopochodnych z powodu znacznie lepszych niż w 2003 r. zbiorów zbóż. Obniżeniu cen zbóż będzie także sprzyjać przyjęcie unijnych regulacji dotyczących systemu interwencji na tym rynku.

Jednak obecne wysokie tempo wzrostu cen żywności (ok. 9% r/r) utrzyma się do I kwartału 2005 r., a następnie zacznie dość szybko się obniżać do poziomu ok. 2% r/r w 2006 r. Wysokie tempo wzrostu cen żywności pod koniec 2004 r. i w I kwartale 2005 r. będzie w znacznym stopniu wynikiem wzrostu cen mięsa na skutek zwiększonego popytu zewnętrznego na mięso produkowane w Polsce w II kwartale 2004 r. oraz powolnego odbudowywania się produkcji zwierzęcej. Oznacza to, że ceny żywności będą zapewne powodowały utrzymywanie się inflacji na stosunkowo wysokim poziomie do 1 kw. 2005 r., potem zaś będą czynnikiem powodującym spadek tempa wzrostu CPI.

4.4 Projekcja inflacji

W horyzoncie projekcji zmieniać się będzie rola poszczególnych czynników wzrostu PKB. Oczekujemy, że już w 2005 r. eksport netto przestanie być czynnikiem zwiększającym tempo wzrostu. Rolę tę przejmie popyt wewnętrzny, a przede wszystkim inwestycyjny. Wysokie tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w latach 2005-2006 będzie zarówno konsekwencją niskiej bazy indeksu, domykania się luki popytowej, spadku realnej stopy procentowej (kosztu kapitału), jak też skutkiem oddziaływania inwestycji niezależnych od przebiegu koniunktury (w tym finansowanych z funduszy unijnych) z towarzyszącym im efektem mnożnikowym.

Domykanie się luki popytowej oznacza stosunkowo wysokie wykorzystanie istniejących mocy wytwórczych – żeby dalej zwiększać produkcję, konieczne są inwestycje. Spadek kosztu kapitału wynika z kilku przyczyn, a najważniejsze z nich to przyjęcie założenia stałej stopy procentowej w warunkach rosnącej inflacji oraz oczekiwana aprecjacja złotego, obniżająca koszty importu, w tym też importu inwestycyjnego. Hamująco na inwestycje może natomiast oddziaływać niepewność dotycząca perspektyw popytu w gospodarce: wysoka inflacja i jedynie nieznaczny wzrost zatrudnienia w 2005 roku (nieznacznie powyżej 1% średniorocznie). Oba te czynniki nie będą sprzyjały wzrostowi spożycia. Jednocześnie, oczekiwana realna aprecjacja złotego będzie hamowała popyt zewnętrzny na polskie produkty. Przy takim scenariuszu, tempo wzrostu PKB w latach 2005-2006 wyniesie 4,5-5,5%.

Przy relatywnie niskiej dynamice potencjalnego PKB, prognozowane tempo wzrostu gospodarczego przyczyniać się będzie do proinflacyjnych zmian luki popytowej. Pozostałymi czynnikami podnoszącymi dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych w okresie najbliższych trzech kwartałów będą: wstrząsy na rynku towarów żywnościowych, relacja dynamiki płac do dynamiki wydajności pracy w gospodarce oraz zakładany początkowy wzrost i następnie stabilizacja na wysokim poziomie cen ropy naftowej. Wzrost inflacji wynika więc z jednoczesnego oddziaływania negatywnych wstrząsów podażowych (ceny ropy naftowej, ceny żywności), jak i z trwającego ożywienia gospodarczego.

W 2005 r. – zgodnie z ocenami ekspertów - wstrząsy podażowe zaczną stopniowo wygasać, szczególnie silny będzie spadek dynamiki cen żywności. Spowoduje to, że rozpocznie się spadek inflacji. Obniżaniu inflacji będzie również sprzyjała realna aprecjacja złotego, m. in. dzięki swojemu wpływowi na lukę popytową. Inflacja w połowie okresu projekcji słabnie również dzięki zmianom luki spowodowanym wzrostem dynamiki potencjalnego PKB wynikającym ze wzrostu inwestycji. Spadek inflacji będzie jednak procesem powolnym i - przy założeniu stałych stóp procentowych - o zbliżaniu się

inflacji do górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego można mówić dopiero w 2006 roku.

Niepewność projekcji

Każda projekcja obarczona jest niepewnością. Jej podstawowe źródła to niepewność samych założeń oraz przybliżony charakter odwzorowywania rzeczywistości gospodarczej przez modele stosowane do jej sporządzenia. Ekspercka wiedza wykorzystana została nie tylko przy formułowaniu założeń projekcji, ale także i dla oceny możliwości ich odchylenia się od przyjętych wartości. Największą niepewnością w chwili obecnej obarczone są założenia dotyczące cen żywności, cen ropy i kursu krzyżowego. W celu jej zilustrowania, skonstruowano przedstawiony poniżej wykres wachlarzowy.

Istotnym źródłem niepewności jest wykorzystywany w procesie sporządzania projekcji mechanizm kształtowania się kursu walutowego. Sytuacja finansów publicznych oraz niestabilna sytuacja polityczna wpłynęły na wzrost ryzyka kursowego dla złotego, a członkostwo w Unii Europejskiej tylko w części to skompensowało. Oznacza to zmianę siły oddziaływania dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego, co w pewnej mierze zostało już uwzględnione w procedurze sporządzania obecnej projekcji, ale zależność ta może ulegać w przyszłości dalszym zmianom.

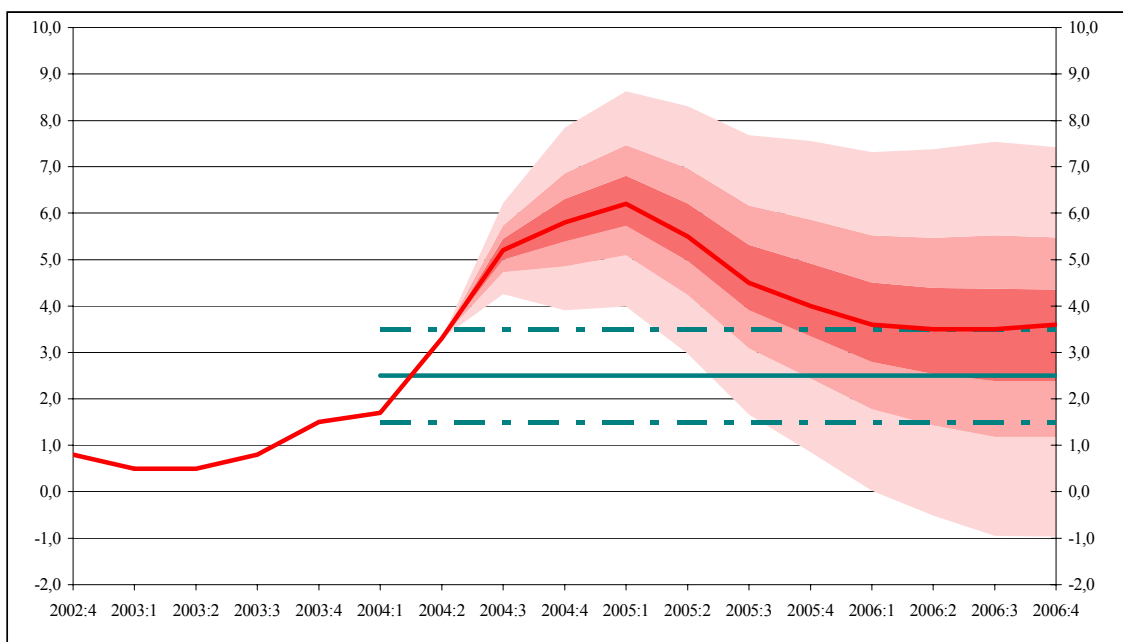
Wejście Polski do Unii Europejskiej może ponadto spowodować, że i inne, obserwowane w przeszłości relacje między zmiennymi makroekonomicznymi, mogą ulec zmianie. Przykładem takiej relacji może być wymiana międzynarodowa po akcesji. Arbitraż cen na rynku produktów spożywczych prowadzi do wzrostu obrotów towarowych – zjawisko to może wpłynąć na dynamikę eksportu netto w rachunku PKB, czego w obecnej projekcji nie uwzględniono.

Dodatkowym źródłem niepewności mogą być również zmiany procesu formułowania oczekiwań inflacyjnych. Do tej pory oczekiwania inflacyjne w Polsce miały charakter adaptacyjny, zatem przedstawiony w projekcji spadek inflacji w 2005 roku powinien spowodować również obniżenie się oczekiwań inflacyjnych. Istnieje jednak ryzyko, że w przypadku braku reakcji polityki pieniężnej, tożsamego z założeniem stałych stóp procentowych w horyzoncie projekcji, podwyższone oczekiwania inflacyjne mogłyby się utrzymać i poprzez wzrost żądań płacowych mogłyby prowadzić do utrwalenia się inflacji na poziomie znacznie powyżej celu inflacyjnego ustalonego na 2,5%.

Wykres wachlarzowy

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest ryzykiem i niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji inflacji banki centralne prezentują na tzw. wykresach wachlarzowych. Szerokość „wachlarza” pokazuje ogólny poziom niepewności, której źródłem jest niepewność ocen ekspertów co do rozwoju sytuacji ekonomicznej oraz niepewność związana ze stosowanymi modelami ekonometrycznymi zakładającymi określoną postać zależności między zmiennymi ekonomicznymi. Ze względu na to, że niepewność ocen przyszłości zwykle rośnie wraz z wydłużaniem się horyzontu czasowego, którego one dotyczą, szerokość wachlarza rośnie wraz z horyzontem projekcji. 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 korytarzu wyznaczonym przez cel inflacyjny, wynosi około 28%, prawdopodobieństwo wyższej inflacji wynosi około 49%, natomiast prawdopodobieństwo niższej jest bliskie 23%.

Projekcja inflacji przy założeniu stałych stóp procentowych oraz cel inflacyjny – sierpień 2004



Ciągła zielona linia: cel inflacyjny

Przerywana zielona linia: granica dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego

Czerwona linia: stopa inflacji CPI (kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku)

Źródło: Narodowy Bank Polski

**ZALĄCZNIK A. WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY POLITYKI
PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI I UCHWAŁAMI, PODJĘTYMI W II
KWARTALE 2004 R.**

Data	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
26.04.2004.	Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
27.04.2004.	Wniosek o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna Przeciw: S.Nieckarz M.Pietrewicz
18.05.2004.	Uchwała w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
18.05.2004.	Uchwała w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna

18.05.2004.	Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej w 2003 r.		Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak M.Pietrewicz A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
30.06.2004.	Wniosek o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: M.Pietrewicz Przeciw: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna
30.06.2004.	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Podwyżka wszystkich stóp procentowych o 0,5 pkt. proc.	Za: L.Balcerowicz J.Czekaj D.Filar S.Nieckarz M.Noga S.Owsiak A.Sławiński H.Wasilewska-Trenkner A.Wojtyna Przeciw: M.Pietrewicz