

Raport o inflacji Styczeń 2007

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Styczeń 2007

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

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	11
1.1 Wskaźniki inflacji	11
1.2 Oczekiwania inflacyjne	18
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht	19
Determinanty inflacji	21
2.1 Popyt	21
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	23
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	24
2.1.3 Popyt inwestycyjny	26
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	29
2.2 Produkcja	32
2.3 Rynek pracy	34
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	34
2.3.2 Płace i wydajność	37
2.4 Inne koszty i ceny	40
2.4.1 Ceny zewnętrzne	40
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	42
2.5 Rynki finansowe	44
2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe	44
2.5.2 Kurs walutowy	52
2.5.3 Kredyt i pieniądz	53
Polityka pieniężna w okresie październik 2006 r. - styczeń 2007 r.	61

Projekcja inflacji i PKB	71
4.1 Wstęp	71
4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB	72
4.3 Projekcja inflacji i PKB	80
4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej	88
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od września 2006 r. do listopada 2006 r.	95

Synteza

W IV kw. 2006 r. inflacja CPI była nieznacznie niższa niż w III kw. 2006 r. (1,3% r/r wobec 1,4% r/r). Tym samym roczny wskaźnik cen kształtował się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (2,5% +/-1 pkt proc.) oraz wyraźnie poniżej wartości z październikowej projekcji inflacji. Na obniżenie rocznej dynamiki cen w tym okresie w stosunku do września 2006 r. wpłynęło przede wszystkim obniżenie tempa wzrostu cen kontrolowanych związane ze spadkiem cen paliw. Nieznacznie obniżyła się również roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, wzrosła natomiast dynamika cen pozostałych towarów i usług.

W analizowanym okresie, pomimo obniżenia się (w stosunku do września) rocznej inflacji CPI, nastąpił nieznaczny wzrost czterech spośród pięciu miar inflacji bazowej. Nadal jednak wskaźniki inflacji bazowej utrzymywały się na niskim poziomie (w grudniu zawierały się w przedziale 1,1-1,6% r/r), co wskazuje na ograniczoną presję inflacyjną.

W okresie listopad 2006 r. – styczeń 2007 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych obniżyły się (z 1,6% w październiku 2006 r. do 1,5% w styczniu 2007 r.). Z kolei prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja w horyzoncie 11 miesięcy wzrosła (z 2,2% w październiku 2006 r. do 2,4% w styczniu 2007 r.).

W III kw. 2006 r. utrzymał się zapoczątkowany w II kw. 2006 r. wzrost cen importu wyrażonych w złotych (4,2% r/r według danych GUS). Na nieco niższy wzrost tych cen w porównaniu z II kw. 2006 r. złożył się głównie wolniejszy wzrost cen paliw, choć dynamika cen paliw w ujęciu rocznym nadal utrzymała się na wysokim poziomie.

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w grudniu 2006 r. obniżyła się do 2,8% (wobec 3,6% we wrześniu). Na spadek dynamiki PPI złożyły się przede wszystkim spadek cen surowców na rynkach światowych (głównie miedzi i ropy naftowej) oraz umocnienie kursu złotego.

W III kw. 2006 r. odnotowano dalsze przyspieszenie wzrostu realnego PKB (do 5,8% r/r). Silnie zwiększyły się nakłady brutto na środki trwałe (19,8% r/r). Od początku 2006 r. utrzymuje się znaczny wzrost spożycia indywidualnego (5,5% r/r w III kw.), w coraz słabszym tempie rośnie natomiast spożycie publiczne (1,1% r/r w III kw.). Silnie wzrósł eksport (o 14,8% r/r), jednak wraz z ożywieniem popytu krajowego przyspieszył import (do 15,3% r/r). W efekcie, eksport netto przestał być czynnikiem zwiększającym wzrost PKB (jego wkład do wzrostu PKB wyniósł był ujemny i wyniósł -0,3 pkt. proc.).

Wzrost spożycia indywidualnego w III kw. 2006 r. był większy niż oczekiwano w październikowym *Raporcie*. Utrzymanie wysokiej dynamiki konsumpcji wynikało z dalszego wzrostu dynamiki realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, który nastąpił mimo wyższej niż w poprzednim kwartale inflacji. Zwiększeniu dynamiki spożycia sprzyjał także utrzymujący się szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych.

W III kw. 2006 r. nadal przyspieszała dynamika nakładów na środki trwałe w gospodarce (do 19,8% r/r). Coraz szybciej wzrastały inwestycje w sektorze przedsiębiorstw. Badania koniunktury NBP sygnalizują, że w 2007 r. nastąpi dalsze zwiększenie aktywności inwestycyjnej badanych przedsiębiorstw. Wzrostowi inwestycji w najbliższych kwartałach sprzyjać będzie bardzo dobra sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw. Finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw będzie sprzyjać również systematycznie rosnące wykorzystanie funduszy unijnych.

Dla wzrostu inwestycji w dłuższej perspektywie będzie ważna poprawa prawno-instytucjonalnych warunków gospodarowania przedsiębiorstw. Szczególnie istotna będzie nowelizacja ustawy o swobodzie działalności gospodarczej, a także wprowadzenie jednoznacznych interpretacji przepisów prawnych. Dla zwiększenia absorpcji funduszy z UE nadal ważna jest poprawa systemu administracyjno-prawnego związanego z dostępem do tych funduszy. Z kolei rozwój budownictwa mieszkaniowego będzie w znacznej mierze uwarunkowany uchwaleniem planów zagospodarowania przestrzennego oraz rozwiązaniem problemu dostępności uzbrojonych terenów budowlanych.

Na podstawie wstępnych miesięcznych danych za październik-grudzień 2006 r. dotyczących produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz innych wskaźników można oceniać, że w IV kw. 2006 r. dynamika PKB wyraźnie przekroczyła 6,0% r/r, co oznacza wzrost o ok. 1,5% kw/kw (po wyeliminowaniu wahań sezonowych). Według szacunków NBP, w IV kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost nakładów na środki trwałe i spożycia indywidualnego, dalszemu obniżeniu uległ natomiast wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Aktualny szacunek tempa wzrostu PKB w IV kw. 2006 r. jest istotnie wyższy od oczekiwań przedstawionych w październikowym *Raporcie*. Według wstępnego szacunku GUS, w całym 2006 r. wzrost realnego PKB wyniósł 5,8%.

Według danych BAEL, w III kw. 2006 r. nadal przyspieszał wzrost liczby pracujących (do 3,9% r/r). Największy wkład do wzrostu liczby pracujących miał sektor usług, nieco mniejszy – przemysł. Obserwuje się także systematyczne przyspieszenie wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach (4,1% w grudniu 2006 r.). Wzrostowi dynamiki zatrudnienia towarzyszy przyspieszenie spadku stopy bezrobocia. W grudniu 2006 r. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 14,9% (spadek o 2,7 pkt. proc. w ujęciu rocznym). Z kolei, według danych BAEL, w III kw. 2006 r. stopa bezrobocia wyniosła 13,0% (spadek o 4,4 pkt. proc. w ujęciu rocznym). Badania koniunktury NBP i GUS wskazują, że w I kw. 2007 r. powinno utrzymać się wysokie tempo wzrostu zatrudnienia.

W III kw. 2006 r. przyspieszył wzrost nominalnych wynagrodzeń, zarówno w gospodarce (do 5,0% r/r), jak i sektorze przedsiębiorstw (do 5,3% r/r). W IV kw. 2006 r. w przedsiębiorstwach odnotowano dalszy wzrost rocznej dynamiki płac (do 5,7% r/r). Utrzymanie

dynamiki wydajności pracy w gospodarce, przy wzroście dynamiki wynagrodzeń spowodowało wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (do 3,2% r/r, a poza rolnictwem indywidualnym - do 6,2% r/r). W przemyśle utrzymał się natomiast spadek jednostkowych kosztów pracy (o 3,5% r/r w III kw. 2006 r. oraz o 2,0% r/r w IV kw. 2006 r.).

W okresie od października 2006 r. do stycznia 2007 r. na sytuację na polskim rynku finansowym wpływały czynniki o charakterze globalnym i regionalnym. Kurs złotego wobec euro umocnił się, jednak skala aprecjacji była niższa niż w innych krajach regionu.

W całym analizowanym okresie rentowności obligacji skarbowych malały, obniżała się także różnica (*spread*) pomiędzy oprocentowaniem polskich obligacji i niemieckich papierów skarbowych. Ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżania rentowności polskich obligacji skarbowych był spadek premii za ryzyko, potwierdzony m.in. podwyższeniem długoterminowego *ratingu* Polski w walutach zagranicznych przez agencję Fitch w styczniu 2007 r. Dodatkowym wsparciem na rynku polskiego długu były napływające dane na temat sytuacji polskiej gospodarki, w szczególności dotyczące utrzymywania się niskiej inflacji oraz niższego niż założono w ustawie budżetowej wykonania deficytu budżetowego w 2006 r.

Napływające informacje o polskiej gospodarce potwierdzające utrzymywanie się niskiej inflacji (w tym m.in. niższe od oczekiwań rynkowych dane o inflacji), a także uwarunkowania międzynarodowe stabilizujące sytuację na rynku długu i walutowym, spowodowały obniżenie oczekiwanej przez rynek ścieżki przyszłych stóp procentowych NBP w porównaniu z październikiem 2006 r.

W grudniu 2006 r. zadłużenie sektora niefinansowego w sektorze bankowym wzrosło w tempie 23,8% r/r. Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w bankach w dalszym ciągu przyspiesza. W grudniu kredyty gospodarstw domowych wzrastały w tempie 35,2% r/r. Głównym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla tego sektora pozostają kredyty mieszkaniowe. Do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych w znacznym stopniu przyczyniają się również kredyty konsumpcyjne. Dynamicznemu wzrostowi akcji kredytowej w sektorze gospodarstw domowych towarzyszy przyspieszenie wzrostu depozytów bankowych oraz pozabankowych form oszczędności finansowych tego sektora. Od II poł. 2006 r. utrzymuje się ożywienie na rynku kredytów dla przedsiębiorstw. Tempo wzrostu zadłużenia tego sektora w bankach komercyjnych wzrosło w grudniu do 14,5% r/r. Wyraźnemu wzrostowi akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw towarzyszy dalszy wzrost depozytów tego sektora.

Na posiedzeniach w październiku, listopadzie i grudniu 2006 r. oraz styczniu 2007 r. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,0%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Począwszy od niniejszego *Raportu* Rada przedstawia zmodyfikowaną formułę rozdziału *Polityka pieniężna*. Zawarty w niej opis dyskusji i zagadnień rozpatrywanych na posiedzeniach decyzyjnych jest bardziej szczegółowy niż dotychczas. W rozdziale *Polityka*

pieniężna przedstawiono chronologicznie (miesiąc po miesiącu) przebieg dyskusji nad najważniejszymi problemami poruszonymi na posiedzeniach decyzyjnych Rady.

W trakcie posiedzeń Rada dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście minionej, bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej. Na posiedzeniach rozważano przede wszystkim, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: kształtowanie się kursu złotego, tendencje na rynku pracy, perspektywy i struktura wzrostu gospodarczego, dynamika agregatów monetarnych i sytuacja finansowa przedsiębiorstw. W tym kontekście Rada oceniała, czy obecny poziom stóp procentowych sprzyja trwałemu powrotowi inflacji w okolice celu inflacyjnego (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Opracowana przez analityków NBP październikowa projekcja inflacji przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w I kw. 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%). Projekcja wskazywała, że w 2008 r. inflacja będzie nadal stopniowo wzrastać i w II połowie 2008 r. jej poziom będzie zbliżony do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. W trakcie posiedzeń członkowie Rady wyrażali zróżnicowane poglądy na temat perspektyw inflacji przedstawionych w październikowej projekcji. Poglądy te znalazły odbicie w przebiegu dyskusji na kolejnych posiedzeniach. Dane opublikowane w listopadzie i grudniu 2006 r. wskazywały, że w krótkim okresie inflacja może ukształtować się na poziomie niższym od przewidywanego w projekcji październikowej, jednak utrzymanie inflacji blisko celu inflacyjnego w średnim okresie może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez analityków NBP styczniową projekcją inflacji i PKB. Zgodnie z tą projekcją roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,9-6,7% w 2007 r. (wobec 4,1-6,2% w projekcji październikowej), 3,6-6,4% w 2008 r. (wobec 4,5-7,0%) oraz 3,5-6,5% w 2009 r.

Styczniowa projekcja inflacji wskazuje, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie w krótkim horyzoncie projekcji niższe, natomiast w dłuższym horyzoncie zbliżone do oczekiwanego w październikowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,1-3,8% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,9-3,8% w projekcji październikowej), 2,2-4,5% w IV kw. 2008 r. (wobec 2,2-4,6%) oraz 2,4-5,2% w IV kw. 2009 r.

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

W ocenie Rady w krótkim okresie inflacja CPI będzie wyraźnie niższa niż wskazuje projekcja styczniowa, co jest związane z najprawdopodobniej niższymi niż przewiduje projekcja cenami ropy i żywności. Również inflacja bazowa netto może ukształtować się na poziomie wyraźnie niższym niż przewiduje projekcja.

W średnim okresie, mimo oczekiwanego pewnego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego może wystąpić stopniowe zwiększenie dynamiki płac prowadzące do wzrostu inflacji. Rada ocenia, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych,

związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada uznała, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej. Przyszłe decyzje Rady będą zależęć od nowych informacji dotyczących procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

W październiku, listopadzie i grudniu 2006 r.¹ roczne tempo wzrostu cen mierzone wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI²) wyniosło odpowiednio 1,2%, 1,4% i 1,4% (wobec 1,6% we wrześniu 2006 r.). W rezultacie inflacja w IV kw. 2006 r. była nieznacznie niższa niż w III kw. 2006 r. (1,3% r/r wobec 1,4% r/r)³. Tym samym roczny wskaźnik cen kształtował się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (2,5% +/-1 pkt proc.) oraz wyraźnie poniżej wartości z październikowej projekcji inflacji. W okresie październik–grudzień 2006 r. inflacja była także nieznacznie niższa od oczekiwań analityków bankowych. Na obniżenie rocznej dynamiki cen w tym okresie w stosunku do września 2006 r. wpłynęło przede wszystkim obniżenie tempa wzrostu cen kontrolowanych w związku ze spadkiem cen paliw. Nieznacznie obniżyła się również roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, wzrosła natomiast dynamika cen pozostałych towarów i usług (Wykres 1.1).

W okresie październik–grudzień 2006 r. nastąpiło obniżenie rocznego tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych. (waga cen żywności i napojów bezalkoholowych w koszyku CPI wynosi 27,2%) do 1,8% (wobec 2,4% we wrześniu 2006 r.). Na spowolnienie rocznej dynamiki cen żywności złożyło się wyraźne obniżenie się tempa wzrostu cen warzyw oraz owoców⁴. W kierunku wzrostu rocznego wskaźnika cen żywności oddziaływał natomiast wzrost dynamiki cen pieczywa oraz mięsa (pomimo spadku cen mięsa w ujęciu miesięcznym)⁵.

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

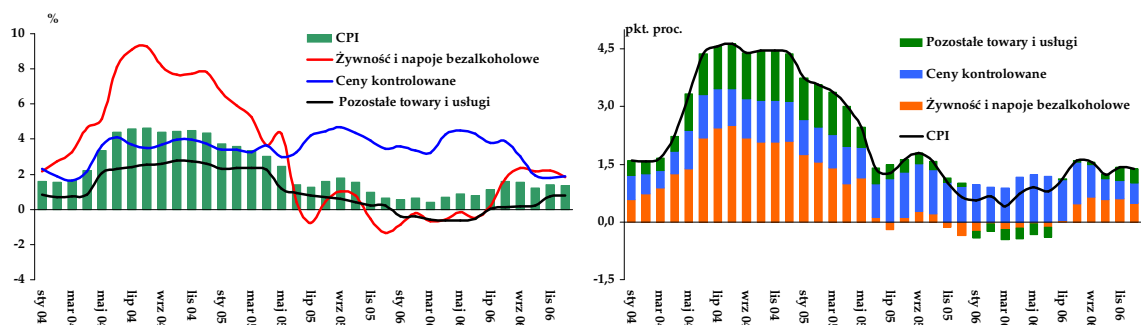
²CPI – ang. *Consumer Price Index*.

³W dalszej części *Raportu o inflacji* 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.

⁴Korzystne warunki pogodowe we wrześniu i w październiku częściowo skompensowały straty wywołane niekorzystnymi warunkami agrometeorologicznymi w miesiącach letnich.

⁵Wzrost cen pieczywa wynikał ze wzrostu cen zbóż. Natomiast w przypadku mięsa (pomimo spadku cen w ujęciu miesięcznym wywołanego wysoką podażą na tym rynku) roczna dynamika cen wzrosła ze względu na efekt bazy związany z silnymi obniżkami cen mięsa w 2005 r.

Przebieg procesów inflacyjnych



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W okresie październik–grudzień 2006 r. roczne tempo wzrostu cen kontrolowanych (waga cen kontrolowanych w koszyku CPI wynosi 27,5%) obniżyło się do 1,9% (wobec 3,0% we wrześniu 2006 r.). Na kształtowanie się rocznego wskaźnika cen kontrolowanych w analizowanym okresie złożyło się przede wszystkim dalsze obniżenie dynamiki cen paliw (roczna dynamika cen paliw obniżyła się do -6,3% w grudniu, wobec -1,1% we wrześniu) wynikające ze spadku cen paliw na rynkach światowych oraz umocnienia kursu złotego. Na skutek ustąpienia statystycznego efektu bazy⁶ obniżyło się także roczne tempo wzrostu cen gazu.

W okresie październik–grudzień 2006 r. roczna dynamika cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych⁷ (waga cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych w koszyku CPI wynosi 45,3%) wzrosła do 0,8% (wobec 0,2% we wrześniu). Na przyspieszenie wzrostu cen w tej grupie złożył się przede wszystkim silny wzrost cen usług. W analizowanym okresie roczna dynamika cen usług wzrosła do 3,6% w grudniu 2006 r. (wobec 2,5% we wrześniu 2006 r.), głównie na skutek wzrostu rocznej dynamiki cen usług internetowych⁸ oraz cen usług restauracji i hoteli. Jednak wzrost cen w grupie pozostałych towarów i usług był nadal ograniczany przez spadek cen towarów nieżywnościowych –choć spadek ten był mniejszy niż w poprzednim okresie (-1,1% r/r w grudniu wobec -1,5% r/r we wrześniu). Na obniżenie się cen towarów nieżywnościowych w ujęciu rocznym złożyły się przede wszystkim utrzymujące się spadki cen odzieży i obuwia oraz sprzętu elektronicznego, czyli towarów w znacznej części importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Jednocześnie, spadek cen towarów nieżywnościowych

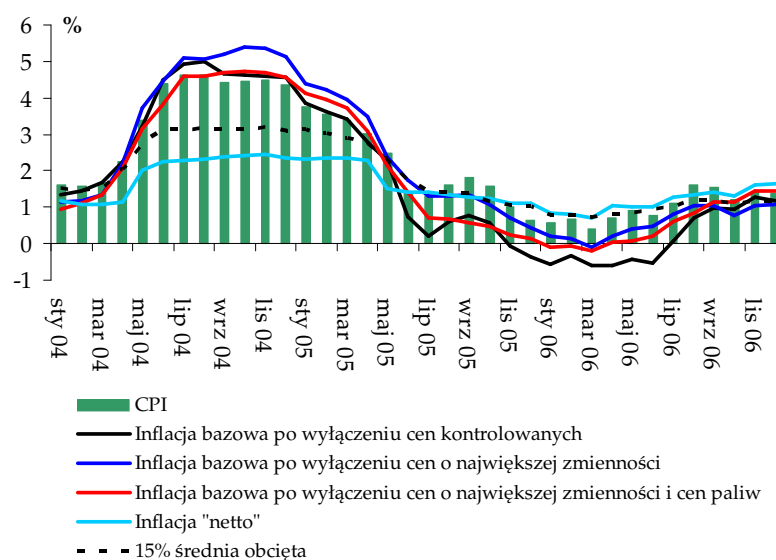
⁶Statystyczny efekt bazy spowodowany był podwyżką cen gazu wynikającą ze zmiany taryf, która nastąpiła w październiku 2005 r.

⁷Do grupy pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych zaliczane są towary i usługi, których ceny są kształtowane przede wszystkim przez mechanizmy rynkowe (z wyłączeniem żywności), tj. nie obejmuje ona towarów o cenach kontrolowanych.

⁸Na roczną dynamikę cen usług internetowych (wzrost z 3,0% r/r we wrześniu 2006 r. do 55,3% r/r w grudniu 2006 r.) oddziaływały silne efekty statystyczne związane z rozpoczęciem w listopadzie 2005 r. i zakończeniem w lipcu 2006 r. promocji u jednego z ich dostawców. Wygaśnięcie wspomnianych efektów w lipcu 2007 r. będzie oddziaływało w kierunku obniżenia rocznej dynamiki cen usług internetowych, a tym samym cen konsumpcyjnych oraz inflacji bazowej w tym okresie.

był ograniczony przez wzrost cen opału oraz materiałów do konserwacji mieszkania.

Od momentu wygaśnięcia w III kw. 2005 r. wstrząsu cenowego związanego z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej dynamika cen usług (w grupie pozostałych towarów i usług) jest wyższa niż cen towarów. Ceny towarów, które są pod silnym wpływem globalizacji⁹ obniżają się od ponad 5 lat, a w grudniu 2006 r. ich roczna dynamika wyniosła -7,3%. Natomiast ceny usług (po wyłączeniu cen usług internetowych) rosną, a w grudniu 2006 r. ich roczna dynamika wyniosła 2,5%. Może to świadczyć o tym, że niska inflacja w Polsce w ostatnich latach była w części związana z procesami globalizacyjnymi¹⁰, w tym z wpływem tych procesów na kształtowanie się marż (patrz ramka *Konkurencja i cykl koniunkturalny a marże cenowe w gospodarce polskiej w latach 1997-2004*).



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

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W okresie październik–grudzień 2006 r. w stosunku do września, pomimo obniżenia się rocznej inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI, nastąpił nieznaczny wzrost czterech spośród pięciu miar inflacji bazowej (15% średnia obcięta pozostała na niezmiennym poziomie) (Wykres 1.2). Nadal jednak wskaźniki inflacji bazowej utrzymywały się na niskim poziomie, co wskazuje na ograniczoną presję inflacyjną. W analizowanym okresie, wskaźnik CPI ukształtował się poniżej inflacji "netto", co było spowodowane silnymi spadkami cen paliw, częściowo tylko kompensowanymi szybszym od CPI wzrostem cen żywności i napojów bezalkoholowych. Oznacza to, że – z jednej strony łączne zmiany

⁹Do grupy towarów, których ceny są pod silnym wpływem globalizacji zalicza się: odzież; obuwie; sprzęt telekomunikacyjny; sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny; instrumenty muzyczne, gry, zabawki, hobby, sprzęt sportowy do rekreacji na wolnym powietrzu; urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

¹⁰Zob. też Allard, C., 2006, *Inflation in Poland: How Much Can Globalization Explain?*, artykuł zaprezentowany na konferencji CEPR/ESI we wrześniu 2006 r. w NBP.

Przebieg procesów inflacyjnych

cen żywności i paliw ograniczały wzrost inflacji, a z drugiej – że ceny innych towarów i usług (poza żywnością i paliwami) rosły szybciej niż wskaźnik CPI.

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

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Konkurencja i cykl koniunkturalny a marże cenowe w gospodarce polskiej w latach 1997-2004

Istotny wpływ na proces kształtowania cen ma siła monopolistyczna firm. Miernikiem tej siły jest, między innymi, wielkość marży monopolistycznej (ang. *mark-up*), zdefiniowanej jako stosunek ceny do kosztu krańcowego (kosztu wytworzenia dodatkowej jednostki produktu). Siła monopolistyczna może być rezultatem występowania

barier wejścia na rynek, które mogą wynikać, między innymi, z korzyści skali, związanych często z wysokimi kosztami stałymi produkcji. Analiza czynników wpływających na wahania marż w czasie pozwala na szersze spojrzenie na procesy inflacyjne w gospodarce.

Podstawowym czynnikiem wpływającym na wielkość marż jest poziom konkurencji wewnętrznej (liczba konkurujących firm) i zewnętrznej (import dóbr konkurencyjnych do produktów danego sektora). Znaczenie konkurencji wewnętrznej dla poziomu marż podkreślane jest np. przez Rottemberga, Woodforda (1999). Zależność wielkości marż od poziomu konkurencji potwierdzona została także w wielu badaniach empirycznych (por. np. Abraham, Konings i Vanormelingen 2006 – badanie dla Belgii). Czynnikiem, który wpływa na zmiany marż w czasie jest cykl koniunkturalny. Zarówno literatura teoretyczna jak i empiryczna nie przesądzają jednak o kierunku wpływu cyklu koniunkturalnego na marże. Zgodnie z niektórymi modelami teoretycznymi, (np. Green, Porter, 1984) i badaniami empirycznymi (np. Small, 1997 – badanie dla Wielkiej Brytanii) marże zmieniają się procyklicznie (tj. w tym samym kierunku, co aktywność gospodarcza – rosną, gdy wzrost gospodarczy przyspiesza, a spadają, gdy wzrost spowalnia). Istnieją jednak prace teoretyczne (np. Rotemberg, Saloner, 1984) i empiryczne (np. Martins i Scarpetta, 1999 – badanie dla krajów OECD) wskazujące na antycykliczność marż.

Badania przeprowadzone w NBP (Gradzewicz, Hagemeyer, 2006a) na podstawie indywidualnych danych z przedsiębiorstw o ich kosztach i przychodach (skorygowanych o wartość zapłaconych podatków), wskazują na występowanie znacznych marż (pow. 10%) w wielu branżach polskiej gospodarki, co sugeruje istotne odchylenie struktury rynku w tych branżach od konkurencji doskonałej. Jest tak np. w: produkcji artykułów spożywczych, wyrobów tytoniowych, wyrobów z drewna oraz papieru, przemyśle mineralnym, transporcie oraz obsłudze nieruchomości i firm. W wielu gałęziach istotne jest znaczenie korzyści skali produkcji, np. w włókiennictwie, przemyśle poligraficznym i papierniczym, przemyśle chemicznym, mineralnym i metalowym, co może wskazywać na istnienie barier wejścia w tych przemysłach. Szacunki średnich marż w latach 1997-2004 (wyrażone jako procentowy narzut na koszty krańcowe), wraz z ich zmiennością w czasie mierzoną odchyleniem standardowym znajdują się w Tabeli R.1.

Badanie Gradzewicza, Hagemeyera (2006b) potwierdza istotny i ujemny wpływ konkurencji krajowej na poziom marż (im większa konkurencja tym niższe marże). Zależność między liczbą konkurujących firm a marżami ma charakter nieliniowy – zwiększenie liczby firm w gałęzi z 2 do 3 obniża marże przeciętnie o około 11 pkt. proc., a dla gałęzi gdzie konkuruje 10 firm, wejście kolejnej powoduje spadek marż o przeciętnie 0,6 pkt. proc. W gałęziach bardzo konkurencyjnych, efekt wejścia nowych firm na poziom marż jest nieznaczny. Wpływ konkurencji zagranicznej na poziom marż jest również istotny statystycznie – zwiększenie penetracji importu² o 1 pkt. proc. powoduje spadek marż o 0,4 pkt. proc. Z kolei wyższa o 1 pkt. proc. intensywność eksportu³ zwiększa marże o 0,17 pkt. proc. Efektem netto równomiernego wzrostu importu i eksportu jest więc stopniowy spadek marż oraz cen. Może to sugerować, że procesy globalizacyjne (polegające na zwiększeniu integracji handlowej) zmniejszają presję inflacyjną.

Ze względu na występowanie wstrząsów sektorowych (np. zmiany kosztów produkcji w jednym sektorze, zmiany popytu na produkty sektora), zachowanie się produkcji w

poszczególnych sektorach w ramach cyklu koniunkturalnego jest często odmienne od przebiegu cyklu na poziomie gospodarki narodowej w Polsce. Odmierna jest również reakcja marż na przebieg sektorowego i makroekonomicznego cyklu koniunkturalnego. Odchylenie poziomu wartości dodanej w sektorze o 1% od trendu powoduje wzrost marż o 0,13 pkt. proc, co wskazuje na procykliczność marż względem cyklu sektorowego. Z kolei odchylenie PKB od trendu o 1% skutkuje spadkiem marż o 1,3 pkt. proc. – występuje zatem antycykliczność marż względem cyklu makroekonomicznego⁴.

Rodzaj działalności	EKD	Marża (proc.)	
		średnia	odch. std.
Przetwórstwo przemysłowe	D	9.1	7.5
artykuły spożywcze i napoje	15	22.4	12.5
wyroby tytoniowe	16	15.8	9.2
włókiennictwo	17	10.8	2.3
odzież i wyroby futrzarskie	18	5.4	8.3
skóry wyprawione i wyroby z nich	19	7.1	5.8
drewno i wyroby z drewna	20	18.5	4.7
masa włóknista oraz papier	21	18.2	8.3
działalność wydawnicza	22	21.3	4.2
koks i produkty rafinacji	23	6.2	10.4
wyroby chemiczne	24	13.0	1.9
wyroby gumowe i z tw. sztucznych	25	16.5	2.0
wyroby z surowców niemetal. pozost.	26	24.4	3.6
produkcja metali	27	5.4	6.0
produkcja wyrobów z metali	28	16.7	3.0
produkcja maszyn i urządzeń	29	7.3	7.9
produkcja maszyn biurowych i komp.	30	0.9	11.9
maszyny i aparatura elektryczna	31	14.6	5.7
sprzęt i urządzenia radiowe i tele.	32	4.6	5.7
instrumenty medyczne	33	26.8	13.2
pojazdy mechaniczne, przyczepy	34	6.0	3.0
pozostały sprzęt transportowy	35	-9.2	23.7
meble; pozostała działalność	36	8.6	4.2
zagospodarowanie odpadów	37	11.2	11.0
Handel i naprawy	G	3.3	1.5
Hotele i restauracje	H	8.9	12.3
Transport, gosp. mag. i łączność	I	32.2	10.8
Obsługa nieruchomości i firm	K	22.3	17.5

Tabela R.1: Przeciętne marże i ich zmienność w gospodarce polskiej w latach 1997-2004

Źródło: Gradzewicz, M., Hagemeyer, J., 2006a.

EKD – Europejska Klasyfikacja Działalności.

Zakładając istnienie sztywności nominalnych w procesie kształtowania cen oraz ograniczone zasoby czynników produkcji w krótkim okresie, antycykliczność marż względem cyklu makroekonomicznego jest konsekwencją występowania zaburzeń o charakterze popytowym. W celu zaspokojenia rosnącego popytu przedsiębiorstwa inten-

sywniej wykorzystują dostępne czynniki produkcji, co prowadzi do wzrostu kosztów krańcowych i, przy powolnym dostosowaniu cen sprzedaży, spadku marż.

Procykliczność sektorową marż można wytłumaczyć występowaniem zaburzeń sektorowych, nie wpływających na makroekonomiczne warunki prowadzenia działalności gospodarczej. Wzrost popytu na produkcję danego sektora zmienia ceny relatywne, a nie wpływa na ogólny poziom płac i kosztu kapitału (ze względu na możliwość międzysektorowej realokacji i ograniczony wpływ zaburzeń sektorowych na poziom stóp procentowych), co ogranicza wzrost kosztów krańcowych i prowadzi do wzrostu marż. Z kolei, pozytywne wstrząsy podażowe (wzrost wydajności w danym sektorze) obniżają krańcowe koszty produkcji i przy niezmiennych relacjach cenowych również prowadzą do wzrostu marż.

Literatura

Abraham, F., Konings, J., Vanormelingen, S., 2006, *Price and wage setting in an integrating Europe: firm level evidence*, National Bank of Belgium Working Paper no. 93.

Gradzewicz, M., Hagemeyer, J., 2006a, *Marże monopolistyczne i przychody skali w gospodarce polskiej – Analiza mikroekonomiczna*, złożone do druku w "Ekonomiście"

Gradzewicz, M., Hagemeyer, J., 2006b, *Wpływ konkurencji oraz cyklu koniunkturalnego na zachowanie się marż monopolistycznych w gospodarce polskiej*, planowana publikacja w "Banku i Kredycie" w 2007 r.

Green, E.J., Porter, R.H., 1984, *Noncooperative Collusion under Imperfect Price Information*, *Econometrica*, Vol. 52, No. 1.

Martins J. O., Scarpetta, S., 1999, *The Levels and Cyclical Behaviour of Mark-ups Across Countries and Market Structures*, OECD Economic Department Working Papers, No. 213.

Rotemberg, J. J., Saloner, G., 1984, *A Supergame-Theoretic Model of Business Cycles and Price Wars During Booms*, NBER Working Paper, no. 1412

Rotemberg, J. J., Woodford, M., 1999. *The Cyclical Behavior of Prices and Costs*. w: *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1B, John B. Taylor i Michael Woodford (red.). Amsterdam, Elsevier Science

Small, I., 1997, *The Cyclicity of Mark-Ups and Profit Margins: Some Evidence for Manufacturing and Services*, Bank of England Working Paper No. 72.

¹ Omówienie literatury teoretycznej i empirycznej znajduje się w pracach Gradzewicz, M., Hagemeyer, J. (2006a), Gradzewicz, M., Hagemeyer, J. (2006b).

² Penetracja importu zdefiniowana jest jako wartość importu w relacji do łącznej podaży dóbr na rynek krajowy.

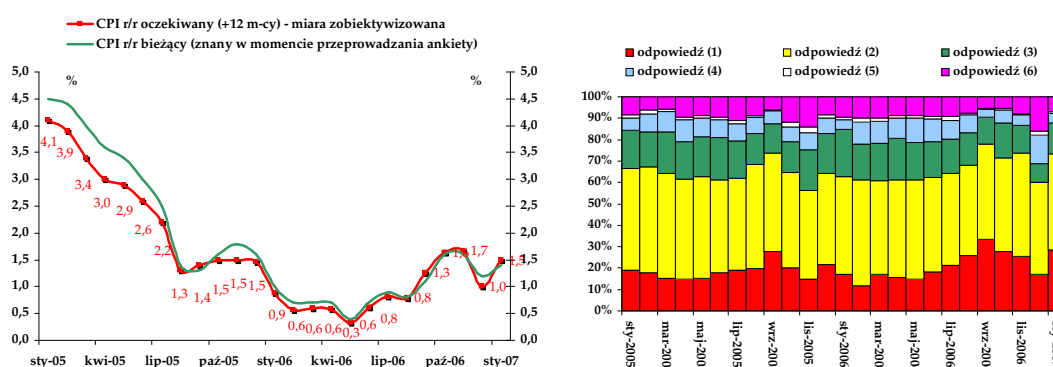
³ Intensywność eksportu jest mierzona wartością eksportu w relacji do wielkości produkcji.

⁴ Amplituda wahań odchylenia PKB od trendu w próbie wynosi około 2,2%, w przypadku cykli sektorowych jest ona kilkukrotnie wyższa, co tłumaczy niższą elastyczność.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w Polsce mają charakter silnie adaptacyjny, tzn. zmiany oczekiwań inflacyjnych podążają w ślad za zmianami bieżącej inflacji. W okresie listopad 2006 r. – styczeń 2007 r. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych¹¹ obniżyły się do 1,5% w styczniu (z 1,6% w październiku 2006 r.) Nadal kształtują się one poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) (Wykres 1.3).



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

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

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

Wyniki dodatkowego badania ankietowego przeprowadzonego w grudniu 2006 r.¹² wskazują, że w opinii respondentów głównymi (najczęściej wskazywanymi) czynnikami prowadzącymi do wzrostu cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy mogą być (w kolejności zgodnej z częstością odpowiedzi): rosnące ceny paliw, energii, gazu, opału; wyrównywanie się poziomu cen między Polską a krajami UE oraz deficyt budżetowy. Dość istotnymi

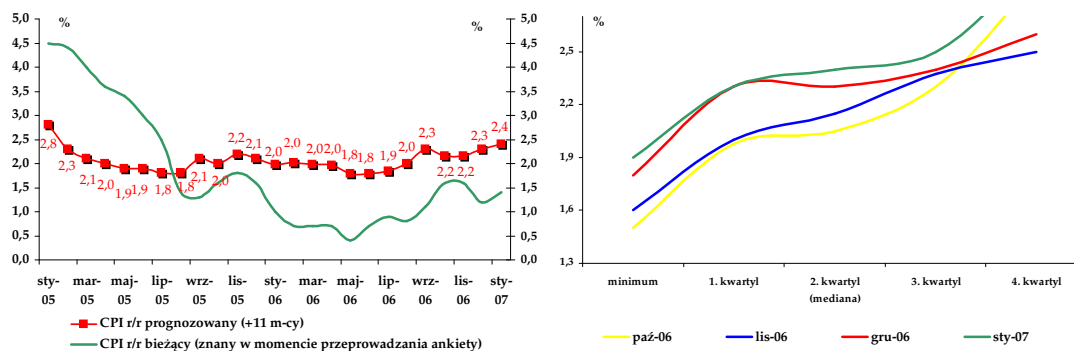
¹¹Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych zależy od struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe oraz bieżącej stopy inflacji stanowiącej dla respondentów punkt odniesienia przy deklarowaniu swoich przewidywań. Bieżąca stopa inflacji jest tu zdefiniowana jako stopa inflacji znana respondentom w momencie przeprowadzania badania, która jest opóźniona o dwa okresy w stosunku do miesiąca, w którym ankietowani są respondenci.

¹²W badaniu tym respondentom twierdzącym, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły (szybciej niż dotychczas, w tym samym tempie, wolniej) zadano dwa pytania o przyczyny oczekiwanego przez nich wzrostu cen. Pierwsze pytanie miało charakter otwarty, natomiast drugie - zamknięte. Drugie pytanie brzmiało: „Jak Pan(i) sądzi, które z następujących czynników mogą spowodować wzrost ogólnego poziomu cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy? Proszę wskazać trzy najważniejsze przyczyny spodziewanego wzrostu cen. (1) Deficyt budżetowy; (2) Wyrównywanie się poziomu cen między Polską i krajami UE; (3) Spodziewane zmiany kursu złotego; (4) Rosnące płace, popyt; (5) Warunki pogodowe; (6) Ceny paliw; (7) Ceny mieszkań (kupna/wynajmu); (8) Inne (jakie?)”.

przyczynami wzrostu ogólnego poziomu cen w opinii respondentów mogą być również: wzrost cen mieszkań (kupna, wynajmu) oraz rosnące płace i popyt.

Prognozy inflacyjne analityków bankowych

W okresie listopad 2006–styczeń 2007 r. prognozowana przez analityków bankowych roczna inflacja w horyzoncie 11 miesięcy wzrosła z 2,2% do 2,4% (Wykres 1.4, prawy panel). Jednocześnie zmniejszyło się zróżnicowanie prognoz przyszłej dynamiki cen, co znalazło odzwierciedlenie w spadku rozpiętości przedziału pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem inflacji prognozowanej w horyzoncie 11 miesięcy (Wykres 1.4, prawy panel).



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

Źródło: Dane GUS, Reuters, obliczenia NBP.

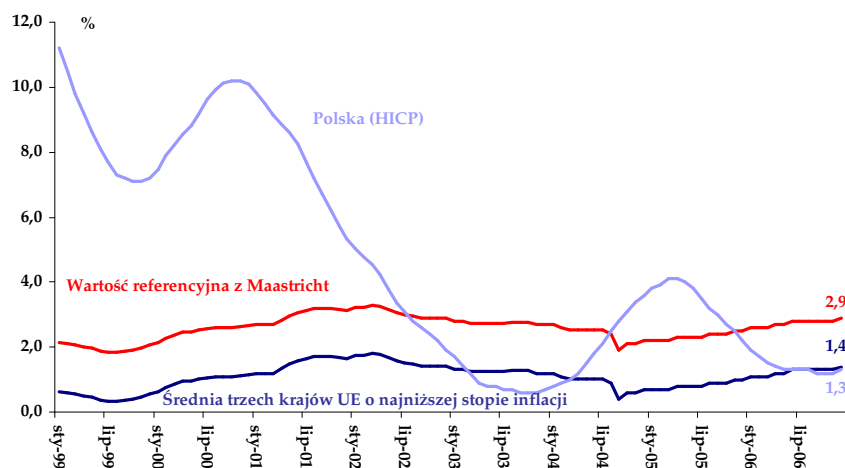
1.3 Kryterium inflacyjne z Maastricht

W kraju zamierzającym przystąpić do strefy euro, w okresie referencyjnym średnioroczna inflacja¹³ mierzona publikowanym przez Eurostat indeksem cen konsumpcyjnych HICP¹⁴ (patrz ramka *Przyczyny różnic pomiędzy roczną inflacją mierzoną za pomocą wskaźników HICP i CPI w Raporcie o inflacji z lipca 2006 r.*) nie może przewyższać wartości referencyjnej, która jest wyznaczana na podstawie średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym średniorocznym (a nie liczonym w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku) tempie wzrostu cen, powiększonej o 1,5 pkt. proc (patrz ramka *Wartość referencyjna z Maastricht*). W wyniku wzrostu inflacji w Polsce po przystąpieniu do UE, od sierpnia 2004 r. do października 2005 r. Polska nie

¹³Średni poziom inflacji z ostatnich 12 miesięcy.

¹⁴Zharmonizowany Indeks Cen Towarów i Usług Konsumpcyjnych (ang. *Harmonised Index of Consumer Prices*).

spełniała kryterium inflacyjnego z Maastricht (Wykres 1.5). Począwszy od maja 2005 r. średnioroczny wskaźnik HICP zaczął się obniżać i od listopada 2005 r. Polska ponownie spełnia kryterium inflacyjne. Ponadto, od marca 2006 r. Polska znajduje się w grupie trzech krajów o najniższym poziomie średniorocznej inflacji w UE. Tym samym inflacja w Polsce jest uwzględniana przy obliczaniu wartości referencyjnej.



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

W grudniu 2006 r. wartość referencyjna dla inflacji została obliczona na podstawie średniej inflacji w Finlandii, Polsce i Szwecji, gdzie średnioroczne tempo wzrostu cen wyniosło odpowiednio 1,3%, 1,3% oraz 1,5%.

Wartość referencyjna z Maastricht

Ocena, czy dany kraj może być włączony do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach, jest dokonywana w poszczególnych przypadkach indywidualnie przez Komisję Europejską oraz Europejski Bank Centralny (EBC). Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym przez Komisję, przedstawionym w *Raporcie o konwergencji za 2004 r.*, z grupy krajów referencyjnych wyłączone są kraje, w których wystąpiła deflacja. Z kolei EBC nie uzależnia wyłączenia danego kraju z grupy krajów referencyjnych od tego, czy wystąpiła w nim deflacja, lecz od tego, czy jego średnioroczna inflacja różni się w sposób znaczący od tempa wzrostu cen odnotowanego w innych krajach. Na wykresie 1.5 przedstawiono szacunki wartości referencyjnej przy założeniu, że kraje o zerowej oraz bardzo niskiej średniorocznej inflacji można zaliczyć do grupy krajów o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

Determinanty inflacji

Od II kw. 2005 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce systematycznie rośnie, osiągając w III kw. 2006 r. 5,8% r/r. Dane GUS o PKB w III kw. potwierdziły, że polska gospodarka znajduje się w fazie silnego i utrwalającego się ożywienia, które obejmuje wszystkie sektory gospodarki (tj. usługi, przemysł, budownictwo). Zgodnie z oczekiwaniami z październikowego *Raportu o inflacji*, dominującą rolę we wzroście PKB odgrywa dynamiczny wzrost konsumpcji oraz inwestycji. Utrzymanie wysokiego tempa inwestowania będzie zależeć od czynników koniunkturalnych oraz strukturalnych oraz instytucjonalnych, które określają klimat inwestycyjny. Klimat ten zależy głównie od perspektyw finansów publicznych, w tym skali łącznych obciążeń fiskalnych, skuteczności ochrony praw własności, poziomu egzekwowania umów i przepisów ograniczających wolność gospodarczą, jakości i zasięgu infrastruktury gospodarczej, w tym szczególnie infrastruktury komunikacyjnej, a także kosztu i jakości kapitału ludzkiego. Nadal obserwuje się silny wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, eksport netto przestał być czynnikiem zwiększającym dynamikę PKB. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Wysoki wzrost wydajności pracy w przemyśle, przy relatywnie wolniejszym wzroście wynagrodzeń, obniża jednostkowe koszty pracy w tym sektorze. W całej gospodarce natomiast wynagrodzenia rosną szybciej niż wydajność pracy, czego efektem jest wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wzrostowi dynamiki PKB nadal towarzyszy niska inflacja oraz niski deficyt na rachunku obrotów bieżących.

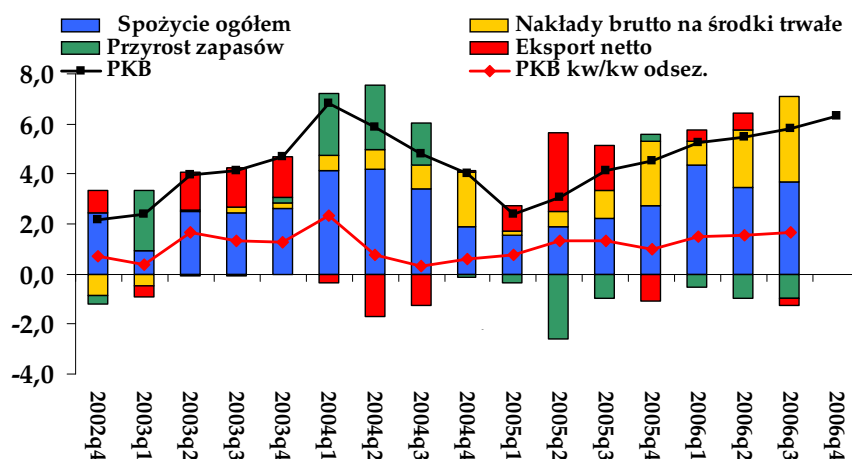
2.1 Popyt

W III kw. 2006 r. odnotowano dalsze przyspieszenie wzrostu realnego PKB (5,8% r/r wobec 5,5% r/r w II kw. 2006 r.). Zwiększyło się także tempo wzrostu PKB w ujęciu kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych (do 1,7%) (Tabela 2.2)¹⁵. Tempo

¹⁵W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średniorocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może się różnić od prezentowanej przez GUS.

wzrostu gospodarczego w III kw. 2006 r. było wyższe od oczekiwań przedstawionych w październikowym *Raporcie*.

W III kw. 2006 r. silnie zwiększyły się nakłady brutto na środki trwałe (19,8% r/r wobec 14,8% r/r w II kw. 2006 r.), osiągając najwyższą dynamikę od 1997 r. Od początku roku utrzymuje się znaczny wzrost spożycia indywidualnego (5,5% r/r w III kw. wobec 4,9% r/r w II kw.), w coraz słabszym tempie rośnie natomiast spożycie publiczne (o 1,1% r/r wobec 1,5% r/r w II kw.). Popyt krajowy zwiększył się w III kw. 2006 r. o 6,1% r/r (wobec 4,8% r/r w II kw.), a na jego dynamikę – podobnie jak w poprzednim kwartale – ujemny wpływ miała zmiana zapasów. Silnie wzrósł eksport (o 14,8% r/r), jednak wraz z ożywieniem popytu krajowego przyspieszył import (do 15,3% r/r). W efekcie, eksport netto przestał być czynnikiem zwiększającym wzrost PKB (jego wkład do wzrostu PKB stał się ujemny i wyniósł -0,3 pkt. proc. wobec 0,6 pkt. proc. w II kw.).



Wykres 2.6: Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB

Źródło: Dane GUS, IV kw. 2006 r. – szacunki NBP.

Wyrównane sezonowo (procent)	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3
PKB	0.8	0.3	0.6	0.8	1.3	1.3	1.0	1.5	1.6	1.7
Popyt krajowy	1.3	0.2	-0.1	0.6	0.5	1.2	1.8	1.1	1.4	1.7
Spżycie ogółem	0.8	0.6	0.4	0.4	1.1	0.8	1.1	1.3	0.8	1.2
Spżycie indywidualne	1.0	0.3	0.3	-0.2	1.0	0.9	1.0	1.9	1.0	1.4
Akumulacja	3.4	-1.5	-1.6	1.9	-2.3	2.9	4.1	0.9	3.6	2.9
Nakłady na środki trwałe brutto	0.6	1.2	1.6	0.8	1.8	2.4	4.0	3.8	5.3	5.0

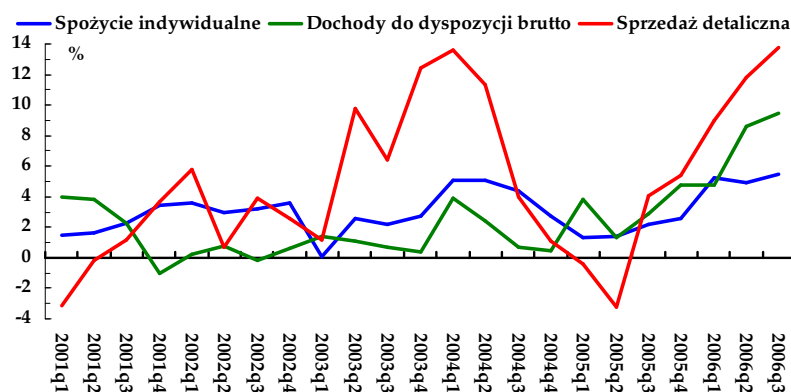
Tabela 2.2: Tempo wzrostu PKB i składników popytu w stosunku do poprzedniego kwartału w proc. (wyrównane sezonowo)

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Na podstawie wstępnych miesięcznych danych za październik-grudzień 2006 r. dotyczących produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz innych wskaźników można oceniać, że w IV kw. 2006 r. dynamika PKB wyraźnie przekroczyła 6,0% r/r, co oznacza wzrost o ok. 1,5% kw/kw (po wyeliminowaniu wahań sezonowych). Według szacunków NBP, w IV kw. 2006 r. utrzymał się wysoki wzrost nakładów na środki trwałe i spożycia indywidualnego, dalszemu obniżeniu uległ natomiast wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Aktualny szacunek tempa wzrostu PKB w IV kw. 2006 r. jest istotnie wyższy od oczekiwań przedstawionych w październikowym *Raporcie* (zob. rozdz. 4.3 Projekcja inflacji i PKB). Według wstępnego szacunku GUS, w całym 2006 r. wzrost realnego PKB wyniósł 5,8%¹⁶.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

W III kw. 2006 r. utrzymało się obserwowane od początku 2006 r. wysokie tempo wzrostu spożycia indywidualnego (5,5% r/r wobec 4,9% r/r w II kw. i 5,2% r/r w I kw.). Wzrost spożycia indywidualnego był większy niż oczekiwano w październikowym *Raporcie*. Utrzymanie wysokiej dynamiki konsumpcji wynikało z dalszego wzrostu dynamiki realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, który nastąpił mimo wyższej niż w poprzednim kwartale inflacji (1,4% r/r wobec 0,8% r/r w II kw. 2006 r.). Zwiększeniu dynamiki spożycia sprzyjał także utrzymujący się szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych (zob. rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądź*). W III kw. 2006 r. stopa oszczędności gospodarstw domowych (tj. udział oszczędności w dochodach indywidualnych) nie zmieniła się od poprzedniego kwartału i była nadal wyższa niż rok wcześniej.



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

Źródło: Dane GUS, Dochody do dyspozycji brutto – szacunki NBP.

Według szacunków NBP, w III kw. 2006 r. realny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wyniósł 9,5% r/r (wobec 8,6% w II kw. i 5,0% r/r w I kw.). Na zwiększe-

¹⁶Pozostałe dane dotyczące rachunków narodowych przedstawione w *Raporcie* nie uwzględniają wstępnego szacunku PKB w 2006 r. opublikowanego 29 stycznia 2007 r. przez GUS.

nie dynamiki dochodów do dyspozycji złożyło się przyspieszenie dynamiki dochodów z pracy najemnej, dochodów z własności, a także znaczny wzrost dopłat unijnych dla rolników oraz prywatnych transferów Polaków pracujących za granicą. Zwiększenie dynamiki nominalnych dochodów z pracy najemnej w III kw. 2006 r. (według szacunków NBP 7,6% wobec 7,1% r/r w II kw. 2006 r.) wynikało z kontynuacji ożywienia aktywności gospodarczej, której efektem jest silne ożywienie na rynku pracy (przyspieszenie wzrostu zatrudnienia, utrzymanie stosunkowo wysokiego wzrostu płac nominalnych – patrz rozdz. 2.3 *Rynek pracy*) obejmujące – według szacunków NBP – także małe firmy.

Silny wzrost popytu konsumpcyjnego znalazł odzwierciedlenie w dalszym przyspieszeniu sprzedaży detalicznej (13,8% r/r w III kw. 2006 r. wobec 11,8% r/r w II kw. i 9,0% r/r w I kw.). Największy wzrost sprzedaży (powyżej 20% r/r) dotyczył mebli, sprzętu RTV i AGD oraz samochodów i motocykli, a więc towarów o niskiej dynamice cen.

W III kw. 2006 r. wzrost spożycia publicznego wyniósł 1,1% r/r (wobec 1,5% r/r w II kw. 2006 r.). Na niską dynamikę spożycia publicznego w ujęciu rocznym wpłynął znaczny wzrost tej kategorii przed rokiem (o 4,6% r/r).

Według badania koniunktury konsumenckiej GUS, w IV kw. 2006 r. oceny sytuacji bieżącej nie zmieniły się znacząco w porównaniu z poprzednim kwartałem i nadal są bardzo optymistyczne. Jednocześnie poprawiły się oceny dotyczące przyszłej sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych. Do poprawy tych ocen przyczyniło się głównie dalsze zmniejszenie obaw przed bezrobociem. Większość wskaźników nastrojów konsumenckich kształtuje się na wysokim poziomie. Miesięczne dane za październik-grudzień 2006 r. wskazują, że w IV kw. 2006 r. nadal przyspieszał wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. W połączeniu z utrzymaniem silnego wzrostu sprzedaży detalicznej wskazuje to na utrzymanie się dynamiki spożycia indywidualnego w IV kw. 2006 r. na podobnie wysokim poziomie jak w poprzednich kwartałach.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Według wstępnych informacji Ministerstwa Finansów, w IV kw. 2006 r. deficyt budżetu państwa był zbliżony do poziomu przed rokiem (10,5 mld zł wobec 10,6 mld zł w IV kw. 2005 r.). W całym 2006 r. wyniósł on 25,1 mld zł i był najniższy od 2001 r. Na stosunkowo niski poziom deficytu wpłynęła korzystna sytuacja dochodowa budżetu państwa, związana z szybkim wzrostem gospodarczym, jak również brak realizacji niektórych wydatków (głównie w ramach rezerw celowych).

W IV kw. 2006 r. dochody budżetowe wzrosły nominalnie o 14,5% r/r (w całym roku - o 10,0% r/r), na co złożył się wysoki wzrost wpływów ze wszystkich rodzajów podatków. Wzrost dochodów z podatku dochodowego od osób fizycznych wynikał ze wzrostu bazy podatkowej związanego z szybkim wzrostem zatrudnienia i płac. Wzrost dochodów z podatku dochodowego od osób prawnych wynikał z kolei z bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Znacznie wyższe niż przed rokiem były również dochody z podatków pośrednich, do czego przyczyniła się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

W IV kw. 2006 r. wydatki budżetu państwa wzrosły nominalnie o 11,6% r/r (wobec 6,3% r/r w III kw. 2006 r.). Przyspieszenie wzrostu wydatków było efektem m.in. wzrostu dynamiki wydatków majątkowych (głównie na cele inwestycyjne) oraz większej niż planowano dotacji dla ZUS (na spłnienie części zadłużenia w systemie bankowym). W całym 2006 r. wydatki budżetu państwa były o 7,0% r/r wyższe niż w 2005 r.

W ocenie NBP, w IV kw. 2006 r. utrzymała się dobra sytuacja dochodowa w pozostałych jednostkach sektora finansów publicznych (tj. poza budżetem państwa). Wysoka dynamika płac oraz wzrost zatrudnienia przyczyniały się do znacznego wzrostu wpływów ze składek ubezpieczeniowych, głównie do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, Funduszu Pracy oraz Narodowego Funduszu Zdrowia, co przy utrzymaniu umiarkowanego wzrostu wydatków skutkowało prawdopodobnie nadwyżką tych funduszy. Natomiast jednostki samorządu terytorialnego mogły mieć w IV kw. 2006 r. – analogicznie jak w latach ubiegłych – wysoki deficyt, mimo wysokich dochodów własnych (związanych m.in. z dobrymi wpływami z podatków bezpośrednich)¹⁷. Jego poziom zależał w dużej mierze od wykonania wydatków m.in. na realizację projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej oraz wielkości wypłat zwiększonych ustawowo (w okresie wrzesień-październik 2006 r.) świadczeń rodzinnych i świadczeń z pomocy społecznej.

W efekcie dobrej sytuacji dochodowej sektora finansów publicznych i prawdopodobnie niższych niż zakładano wydatków publicznych deficyt kasowy sektora w 2006 r. był mniejszy niż w 2005 r. (według szacunków NBP wyniósł on prawdopodobnie ok. 2,4% PKB, tj. o 0,2 pkt. proc. mniej niż w 2005 r.). Według prognoz NBP deficyt kasowy sektora finansów publicznych w 2007 r. wyniesie 2,3% PKB. Obniżenie relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB w latach 2006 i 2007 jest przede wszystkim związane z szybkim wzrostem gospodarczym. Wskazują na to szacunki NBP dotyczące wielkości deficytu cyklicznie skorygowanego, tj. oczyszczonego z wpływu cyklu gospodarczego¹⁸. Według tych szacunków, w 2006 r. relacja deficytu cyklicznie skorygowanego do PKB zwiększyła się o 0,7 pkt. proc. (z 1,6% PKB w 2005 r. do 2,3% PKB), natomiast w 2007 r. może wzrosnąć o kolejne 0,4 pkt. proc. (do 2,7% PKB).

Obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform powodujących trwałe ograniczenie nierównowagi

¹⁷Obecnie brak jest danych na temat sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego w IV kw. 2006 r. W III kw. 2006 r. nadwyżka jednostek samorządu terytorialnego zmniejszyła się do 0,07 mld zł (z 6,1 mld zł w I poł. 2006 r.), co wynikało z przyspieszenia wzrostu wydatków (w III kw. wyniósł on 18,8% r/r wobec 13,4% r/r w II kw. i 10,7% r/r w I kw. 2006 r.).

¹⁸W odniesieniu do tej kategorii używane bywa również pojęcie deficytu strukturalnego, jednak w literaturze przyjmuje się, że deficyt strukturalny obejmuje dodatkowo korektę wyniku budżetowego o wpływ czynników nadzwyczajnych i jednorazowych. Przedstawione powyżej wielkości deficytu cyklicznie skorygowanego oszacowane zostały poprzez odjęcie od deficytu kasowego sektora finansów publicznych składnika cyklicznego obliczonego przy wykorzystaniu tzw. metody zdezagregowanej. Metoda ta stosowana jest w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych i została opisana w Bouthevillain i in., *"Cyclically Adjusted Budget Balances: an alternative approach"*, ECB Working Paper 2001. Polega ona na oszacowaniu osobnych luk dla poszczególnych wielkości makroekonomicznych związanych z odpowiadającymi im kategoriami dochodów i wydatków publicznych. Pozwala ona zatem na uwzględnienie struktury wzrostu PKB w ocenie wpływu cyklu gospodarczego na finanse publiczne.

finansów publicznych. Ograniczenie nierównowagi finansów publicznych umożliwiłoby trwałe spełnienie kryteriów konwergencji oraz przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

W III kw. 2006 r. nadal przyspieszała dynamika nakładów na środki trwałe w gospodarce. Realny wzrost nakładów wyniósł 19,8% r/r, wobec 14,8% w II kw. i 7,7% r/r w I kw. i był najwyższy od 1997 r.

Coraz szybciej wzrastały inwestycje w sektorze przedsiębiorstw¹⁹, a ich realny wzrost wyniósł w III kw. 2006 r. 26,0% r/r wobec 15,6% r/r w I poł. 2006 r. Podobnie jak w poprzednim kwartale, istotny wpływ na przyspieszenie inwestycji w przedsiębiorstwach miał wzrost inwestycji w pośrednictwie finansowym (o 85,4% r/r nominalnie). Według struktury rodzajowej, na wzrost dynamiki inwestycji w przedsiębiorstwach złożyły się głównie zwiększone zakupy środków transportu, które wzrosły o 89,9% r/r. W szybkim tempie rosły także nakłady na maszyny i urządzenia oraz budynki i budowle (odpowiednio 21,9% r/r i 14,0% r/r).

Zmiany w strukturze inwestycji a wzrost produktu potencjalnego

W ostatnich kwartałach, w gospodarce obserwowane są zmiany, które mogą wpływać na strukturę majątku trwałego i dynamikę produktu potencjalnego. Należą do nich: coraz większy napływ funduszy unijnych oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych, jak również silne ożywienie na rynku mieszkaniowym.

Napływ funduszy z UE oraz bardzo dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym oddziałuje w kierunku zmiany struktury nakładów na środki trwałe. Można oczekiwać, że w najbliższych latach udział inwestycji infrastrukturalnych¹ i mieszkaniowych w całości inwestycji będzie systematycznie rósł². Taka zmiana struktury nakładów może wpłynąć na tempo wzrostu produktu potencjalnego. Efekty inwestycji infrastrukturalnych w postaci zwiększonej produkcji oraz usprawnienia procesów gospodarczych w skali makro ujawniają się z reguły ze znacznym opóźnieniem. Szybciej natomiast widoczne są zwykle podażowe efekty nakładów na maszyny i urządzenia lub środki transportu. Ponadto, powyższe zmiany struktury inwestycji mogą obniżyć przeciętny koszt użytkowania kapitału. Po pierwsze, infrastruktura charakteryzuje się mniejszą stopą deprecjacji. Po drugie, koszt finansowania inwestycji infrastrukturalnych z funduszy unijnych jest niższy niż finansowania ich kredytem bankowym. Zgodnie z teorią kapitału³, obniżenie kosztu kapitału zwiększy jego zasób, przez co zwiększy się strumień generowanych przez niego usług. Jednak przyrost tego strumienia będzie mniejszy niż przyrost zasobu kapitału (zmniejszy się przeciętny strumień usług generowany przez jednostkę kapitału). Wreszcie, niektóre wydatki, klasyfikowane jako inwestycyjne (np. o charakterze mieszkaniowym), nie przyczyniają się do zwiększenia majątku

¹⁹Sektor przedsiębiorstw obejmuje podmioty gospodarcze prowadzące księgi rachunkowe i zatrudniające powyżej 49 pracowników.

produkcyjnego, a więc nie zwiększają potencjału gospodarczego. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, przełożenie inwestycji na produkt potencjalny w najbliższych latach może być słabsze niż w przeszłości.

Z drugiej strony, o wzroście produktu potencjalnego w coraz większym stopniu decydują nie tylko tradycyjne nakłady na majątek rzeczowy, lecz także inwestycje w wiedzę (innowacje, kapitał ludzki), które nie są zazwyczaj ujmowane w statystykach inwestycji. Oczekuje się, że część funduszy unijnych będzie przeznaczona właśnie na tego rodzaju inwestycje. Zgodnie z ostatnimi badaniami GUS, prawie we wszystkich dziedzinach życia gospodarczego można zauważyć systematyczny wzrost wykorzystania nowoczesnych technologii informacyjno-telekomunikacyjnych (ICT)⁴, stanowiących – w świetle najnowszych badań – ważne źródło wzrostu produktywności. Intensywny napływ nowych technologii dokonuje się również za pośrednictwem bezpośrednich inwestycji zagranicznych, których wielkość nie tylko rośnie, lecz również poprawia się ich struktura (wzrost udziału projektów wymagających wysokich kwalifikacji pracowników, jak np. usługi finansowe, centra badawczo-rozwojowe). Ponadto, bezpośrednie inwestycje zagraniczne mogą wywoływać pozytywne efekty zewnętrzne zwiększające efektywność wykorzystania czynników produkcji w całej gospodarce. Efekty te polegają na poprawie jakości produktów i usług świadczonych przez przedsiębiorstwa kooperujące z firmami, do których napływa zagraniczny kapitał lub "wymuszonej" poprawie jakości lub efektywności wytwarzania produktów oferowanych przez konkurentów tych firm⁵. Dynamiczny wzrost eksportu obserwowany w ostatnich latach wskazuje, że napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych przyczyniał się do zwiększenia produktu potencjalnego w Polsce. Można oczekiwać, że w najbliższych latach napływ ten będzie – w połączeniu z wyżej wymienionymi czynnikami – nadal oddziaływał w kierunku wyższego produktu potencjalnego.

Obecnie trudno ocenić jaki będzie efekt netto wspomnianych wyżej zmian w strukturze i rodzaju inwestycji dla tempa wzrostu produktu potencjalnego.

¹ W tym inwestycji w ochronę środowiska, do realizacji których Polska zobowiązała się, a które warunkują dalsze korzystanie z niektórych środków unijnych.

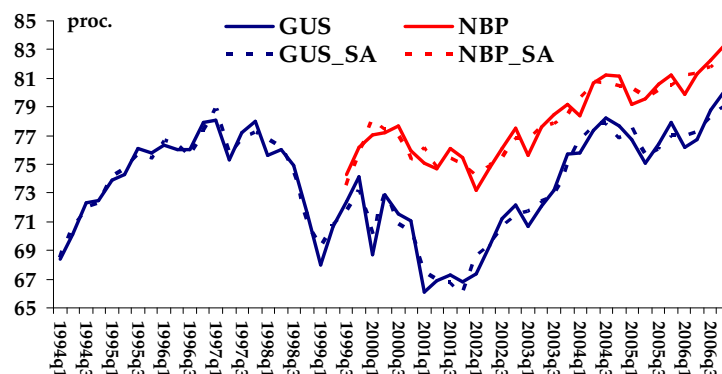
² Jak dotąd proces nie jest jeszcze odzwierciedlony w danych statystycznych ze względu na wzrostową fazę cyklu koniunkturalnego, w której wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych skłania przedsiębiorstwa do nakładów na środki trwałe umożliwiające szybkie podniesienie zdolności wytwórczych (a więc w maszyny i urządzenia oraz środki transportu).

³ Por. Jorgenson, D.W. Griliches, Z., "The explanation of productivity change", *Review of Economic Studies*, Vol. 34 (1967).

⁴ Por. "Wykorzystanie technologii informacyjno-telekomunikacyjnych w 2006 r.", GUS, 2006 r.

⁵ Por. opracowania dotyczące gospodarki polskiej: Gradzewicz, M., Kolasa, M., "Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych a wzrost gospodarczy w Polsce", *Ekonomista* nr 4/2005 oraz Kolasa M. "How does FDI inflow affect productivity of domestic firms? The role of horizontal and vertical spillovers, absorptive capacity and competition", *Materiały i Studia NBP*, nr 42 (2007, złożony do druku).

W III kw. 2006 r. wzrosła dynamika wartości kosztorysowej rozpoczętych zadań inwestycyjnych przedsiębiorstw (nominalnie o 45,0% r/r wobec 19,4% r/r w I poł. 2006 r.), co



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

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych z badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba GUS liczy ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów. Natomiast próba NBP liczyła w grudniu 2006 r. 824 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna, co do wielkości przedsiębiorstw.

Źródło: Dane GUS, Badania Koniunktury NBP.

sygnalizuje prawdopodobną kontynuację ożywienia inwestycyjnego w kolejnych kwartałach. Jednocześnie odnotowano spadek liczby tych zadań (o 29,1% r/r wobec wzrostu o 27,3% r/r w I poł. 2006 r.), co wskazuje, że przedsiębiorstwa rozpoczynają coraz większe projekty inwestycyjne.

W III kw. 2006 r. nakłady inwestycyjne w sektorze rządowym i samorządowym wzrosły nominalnie o 55,0% r/r (wobec wzrostu o 34,1% r/r w II kw. br.). Na wysoką dynamikę nakładów złożył się znaczący wzrost wydatków jednostek samorządu terytorialnego (o 60,0% r/r) i nieco wolniejszy wzrost nakładów inwestycyjnych finansowanych z budżetu państwa (wzrost o 34,1% r/r).

W ślad za utrzymującym się wysokim popytem następuje ożywienie w budownictwie mieszkaniowym. W IV kw. 2006 r. liczba pozwoleń na budowę wzrosła o 46,3% r/r, a liczba mieszkań w budowie wzrosła o 3,9% r/r na koniec tego okresu. Liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła o 6,3% r/r, a powierzchnia mieszkań – o 5,5% r/r.

Badania koniunktury NBP²⁰ sygnalizują, że w 2007 r. nastąpi dalsze zwiększenie aktywności inwestycyjnej badanych przedsiębiorstw. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost inwestycji jest wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.8), przy utrzymującym się jednocześnie wysokim popycie na produkty przedsiębiorstw²¹.

²⁰Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2007 r.*, NBP.

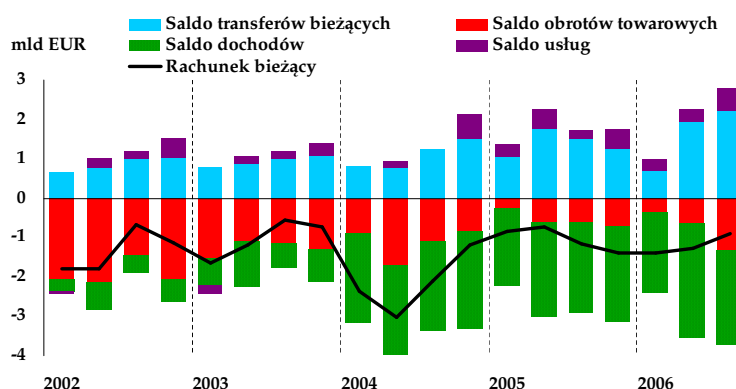
²¹Według badań koniunktury NBP rozbudowa potencjału produkcyjnego będzie w 2007 r. głównym celem inwestycyjnym przedsiębiorstw, w tym szczególnie eksporterów.

Wzrostowi inwestycji w najbliższych kwartałach sprzyjać będzie bardzo dobra sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw. W III kw. 2006 r. dynamicznie rosły przychody przedsiębiorstw oraz poprawiały się wyniki finansowe (rentowność i płynność finansowa). Te uwarunkowania poprawiają zarówno możliwości finansowania inwestycji ze środków własnych, jak i poszerzają dostępność finansowania zewnętrznego. Póki co jednak zadłużenie kredytowe przedsiębiorstw wciąż rośnie wolniej niż środki finansowe przedsiębiorstw na rachunkach bankowych (zob. rozdz. 2.5.3 *Kredyt i pieniądz*). Finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw będzie sprzyjać również systematycznie rosnące wykorzystanie funduszy unijnych.

Dla wzrostu inwestycji w dłuższej perspektywie będzie ważna poprawa prawno-instytucjonalnych warunków gospodarowania przedsiębiorstw. Szczególnie istotna będzie nowelizacja ustawy o swobodzie działalności gospodarczej, a także wprowadzenie jednoznacznych interpretacji przepisów prawnych. Dla zwiększenia absorpcji funduszy z UE nadal ważna jest poprawa systemu administracyjno-prawnego związanego z dostępem do tych funduszy. Z kolei rozwój budownictwa mieszkaniowego będzie w znacznej mierze uwarunkowany uchwaleniem planów zagospodarowania przestrzennego oraz rozwiązaniem problemu dostępności uzbrojonych terenów budowlanych.

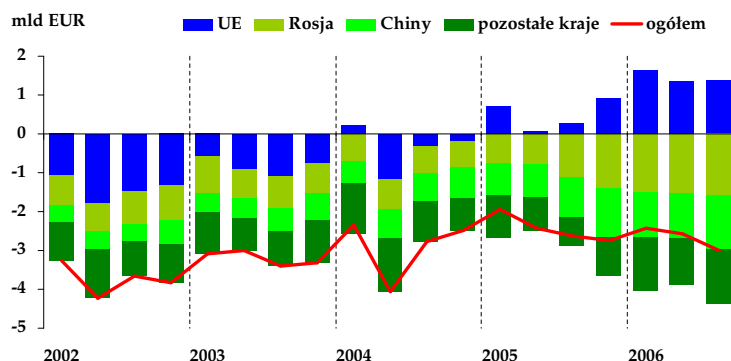
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących

Według danych NBP, w III kw. 2006 r. deficyt obrotów bieżących nieznacznie się obniżył (do 0,9 mld EUR, co – w ujęciu czterech kwartałów, tj. IV kw. 2005 r. - III kw. 2006 r. – stanowiło 1,9% PKB). Wobec okresu przed rokiem deficyt zmniejszył się o 0,3 mld EUR i był to pierwszy spadek w ujęciu rocznym po trzech kolejnych kwartałach wzrostu (Wykres 2.9). Na obniżenie deficytu w ujęciu rocznym złożył się przede wszystkim wzrost nadwyżki transferów oraz usług. W kierunku pogłębienia deficytu oddziaływało natomiast pogłębienie deficytu handlowego oraz ujemnego salda dochodów.



Wykres 2.9: Bilans obrotów bieżących i jego główne składowe (w mld EUR)

Źródło: Dane NBP.



Wykres 2.10: Saldo polskiego handlu zagranicznego
Źródło: Dane GUS.

Pogłębienie się deficytu obrotów towarowych nastąpiło w warunkach utrzymywania się szybkiego wzrostu eksportu i importu. Według danych GUS, wartość eksportu (w EUR) zwiększyła się w III kw. 2006 r. o 22,1% r/r (wobec 23,9% r/r w II kw. 2006 r.), natomiast importu – o 21,2% r/r (wobec 21,7% r/r w II kw. 2006 r.). Na wzrost wartości obrotów w III kw. 2006 r. złożył się głównie wzrost ich wolumenu²², a w mniejszym stopniu wzrost cen²³.

W III kw. 2006 r. deficyt w polskim handlu zagranicznym wyniósł 3,0 mld EUR (co oznacza pogłębienie o 0,4 mld EUR r/r). Na pogłębienie się deficytu w ujęciu rocznym wpłynęło przede wszystkim dalsze zwiększenie deficytu handlu z krajami trzecimi (w tym Rosją i Chinami) (Wykres 2.10) – do 4,4 mld EUR (wzrost o 1,5 mld EUR r/r). Natomiast w handlu z krajami UE utrzymał się wzrost nadwyżki (1,4 mld EUR, tj. wzrost o 1,1 mld EUR r/r). Na poprawę salda w wymianie z krajami UE złożyło się przede wszystkim znaczące zmniejszenie deficytu w handlu z krajami strefy euro oraz dalszy wzrost nadwyżki w obrotach z krajami Europy Środkowej i Wschodniej.

Poprawie salda w handlu ze strefą euro sprzyjała kontynuacja relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego w tym regionie (wzrost PKB strefy euro w III kw. 2006 r. o 2,7% r/r wobec 2,8% r/r w II kw. 2006 r.). Pomimo, że wartość całkowitego importu strefy euro rosła wolniej niż w poprzednim kwartale (10,1% r/r wobec 14,1% r/r w II kw. 2006 r.), to dynamika importu z Polski wzrosła (29,0% r/r wobec 23,9% r/r w II kw. 2006 r.). Nadal szybko rósł eksport Polski do nowych krajów UE (wzrost o 30,8% r/r w III kw. 2006 r.), czemu sprzyjała zarówno kontynuacja szybkiego wzrostu gospodarczego w tych krajach²⁴, jak i dalszy wzrost powiązań korporacyjnych między Polską a tymi krajami związany z inwestycjami zagranicznymi w Europie Środkowej.

²²W III kw. 2006 r. wolumen eksportu wzrósł o 14,8% r/r (wobec 15,0% r/r w II kw.), natomiast wolumen importu zwiększył o 14,3% r/r (8,9% r/r).

²³Ceny eksportu (w EUR) wzrosły w III kw. 2006 r. o 6,4% r/r (wobec 7,8% r/r w II kw. 2006 r.), natomiast ceny importu wzrosły o 6,0% r/r (11,7% r/r).

²⁴Wzrost gospodarczy w krajach, które przystąpiły do UE w 2004 r. ważony strukturą polskiego eksportu wyniósł w III kw. 2006 r. 6,6% r/r

	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*										
r/r	32,6	12,8	7,7	-8,2	-16,8	-6,9	-6,3	-0,4	5,0	7,1
kw./kw.	15,6	-10,5	2,0	-13,0	4,8	0,1	2,7	-7,5	10,4	2,2
Ceny importu / ceny krajowe producentów										
r/r	1,7	-8,2	-10,5	-11,8	-13,7	-3,2	-2,2	-2,0	3,4	0,7
kw./kw.	-2,0	-9,4	-2,5	1,8	-4,1	1,6	-1,5	2,0	1,2	-1,0
REER ULC*										
r/r	-15,5	-1,0	11,1	26,8	21,1	13,1	6,5	0,6	1,0	-1,0
kw./kw.	-3,9	9,6	3,4	16,4	-8,2	2,3	-2,5	9,9	-7,9	0,4

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

*Dynamikę jednostkowych kosztów pracy obliczono jako relację dynamiki nominalnych wynagrodzeń w przetwórstwie przemysłowym do dynamiki wydajności pracy w tym sektorze (wydajność pracy: produkcja sprzedana w przetwórstwie przemysłowym (wolumen) na jednego pracującego w tym sektorze).

REER ULC (realny efektywny kurs walutowy): nominalny efektywny kurs walutowy skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym. Minus oznacza deprecjację.

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

W III kw. 2006 r. pozycja konkurencyjna krajowych eksporterów, mierzona relacją cen transakcyjnych eksportu i jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym poprawiła się wobec poprzedniego kwartału (Tabela 2.3). Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu cen transakcyjnych eksportu w stosunku do II kw. 2006 r. przy braku zmian jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze. Wobec poprzedniego kwartału nie zmienił się realny efektywny kurs walutowy (deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym). Badania koniunktury NBP²⁵ wskazują, że kurs walutowy i jego wahania były nadal jedną z głównych barier niekorzystnie wpływających na sytuację ekonomiczną firm w perspektywie 6 miesięcy (w IV kw. 2006 r. zaznaczyło go 15,2% ankietowanych przedsiębiorstw jako główną barierę rozwoju wobec 11,2% w III kw. 2006 r.).

W III kw. 2006 r. nieznacznie pogorszyła się pozycja konkurencyjna krajowych producentów, na co wskazuje obniżenie relacji indeksu cen transakcyjnych importu do indeksu krajowych cen producentów w przemyśle przetwórczym o 1,0% kw/kw.

W III kw. 2006 r. napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich był nadal większy niż deficyt na rachunku obrotów bieżących, czego efektem było utrzymanie nadwyżki w bilansie płatniczym. Dodatkowo nadwyżkę tę powiększał napływ środków z UE.

W III kw. 2006 r. wszystkie wskaźniki ostrzegawcze służące do oceny nierównowagi zewnętrznej utrzymały się na bezpiecznym poziomie (Tabela 2.4).

²⁵Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2007 r.*, NBP.

Determinanty inflacji

Wskaźnik ostrzegawczy	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3
<u>Saldo obrotów bieżących*</u> PKB w skali roku	-4.2%	-3.3%	-2.2%	-1.7%	-1.7%	-1.9%	-2.0%	-1.9%
<u>Saldo obrotów bieżących* i kapitałowych</u> PKB w skali roku	-3.8%	-2.7%	-1.6%	-1.3%	-1.4%	-1.6%	-1.7%	-1.4%
<u>Saldo obrotów towarowych</u> PKB w skali roku	-2.2%	-1.8%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-1.2%
<u>Inwestycje bezpośrednie*</u> Deficyt obrotów bieżących*	111.4%	123.2%	149.7%	210.4%	126.2%	134.7%	139.2%	149.4%
(Saldo obrotów bieżących* + kapitałowych + inwestycje bezpośrednie*)/PKB	0.9%	1.4%	1.6%	2.2%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%
<u>Obsługa zadłużenia zagranicznego</u> Przychody z eksportu towarów w skali roku	35.4%	40.2%	40.4%	38.6%	32.3%	29.3%	28.0%	27.8%
Oficjalne aktywa rezerwowe** (w miesiącach importu towarów i usług)	4.0	4.2	4.8	4.7	4.7	4.5	4.4	4.3

Tabela 2.4: Główne wskaźniki ostrzegawcze (w skali 4 kwartałów)

Oznaczenia:

* Saldo obrotów bieżących i inwestycje bezpośrednie w 2006 r. zawierają szacunki reinwestowanych zysków w polskich przedsiębiorstwach bezpośredniego inwestowania.

** Oficjalne aktywa rezerwowe z końca okresu.

Źródło: Dane GUS, Dane NBP, Obliczenia NBP.

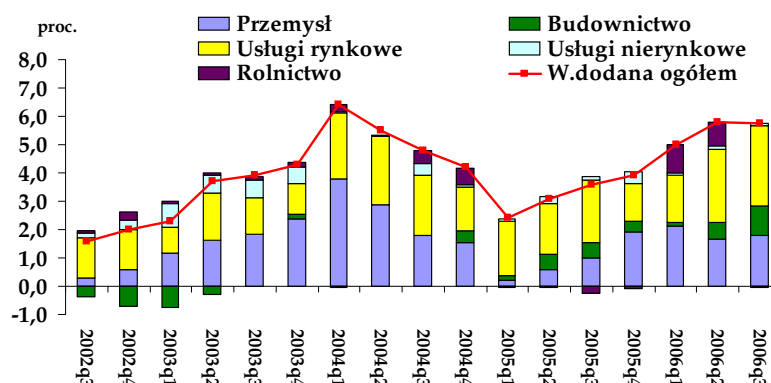
2.2 Produkcja

W III kw. 2006 r. wartość dodana brutto zwiększyła się o 5,7% r/r wobec 5,8% r/r w II kw 2006 r. Na wzrost wartości dodanej złożył się głównie silny wzrost produkcji w usługach rynkowych oraz – w mniejszym stopniu – w przemyśle i budownictwie.

Na podstawie wstępnych danych za październik-grudzień 2006 r. można oceniać, że w IV kw. roczna dynamika wartości dodanej przekroczyła 6,0% r/r i po wyeliminowaniu wahań sezonowych wyniosła ok. 1,5% kw/kw (Tabela 2.5).

W III kw. 2006 r. utrzymał się wysoki kwartalny wzrost w usługach rynkowych (Tabela 2.5), a roczna dynamika wartości dodanej tej sekcji wyniosła 5,7%. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, na wzrost produkcji złożyła się głównie kontynuacja ożywienia w handlu i naprawach, przy coraz lepszych wynikach pozostałych sekcji usług. Wstępne dane za październik-grudzień sygnalizują, że korzystne tendencje w usługach rynkowych utrzymały się w IV kw. 2006 r. Świadczy o tym wysoka dynamika sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz sprzedaży usług transportu. Dobra koniunktura utrzymuje się także w pozostałych sekcjach usług rynkowych, szczególnie w obsłudze nieruchomości i usługach związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej oraz pośrednictwie finansowym. Wobec pozytywnych ocen formułowanych przez przedsiębiorstwa ankietowane w ramach badań koniunktury, w kolejnych miesiącach można oczekiwać kontynuacji korzystnych tendencji w usługach rynkowych.

W III kw. 2006 r. wzrost wartości dodanej brutto w przemyśle był w ujęciu rocznym



Wykres 2.11: Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wyrównane sezonowo (procent)	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3
Wartość dodana ogółem	0.6	0.6	0.6	0.6	1.3	1.0	0.9	1.7	2.1	1.0
Przemysł	0.7	-0.9	0.6	0.4	2.3	0.9	3.8	1.0	1.5	1.0
Budownictwo	-0.2	1.1	3.2	1.7	1.5	0.9	2.4	1.8	4.3	4.2
Usługi rynkowe	1.0	0.7	1.0	0.9	0.6	1.0	0.8	1.3	1.5	1.4

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

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

(7,4% r/r) zbliżony do odnotowanego w poprzednim kwartale, natomiast w ujęciu kwartalnym nieco niższy. Wstępne dane za październik-grudzień 2006 r. sygnalizują, że w IV kw. 2006 r. kwartalne tempo wzrostu wartości dodanej w przemyśle przyspieszyło, jednak ze względu na wysoki punkt odniesienia przed rokiem (tzw. efekt bazy), jej dynamika roczna obniżyła się.

Korzystnie kształtuje się produkcja w branżach o dużym udziale sprzedaży na eksport: utrzymują się silne tendencje wzrostowe w przemyśle gumowym, chemicznym, produkcji wyrobów z metali oraz maszyn i urządzeń, a także w przemyśle motoryzacyjnym i produkcji sprzętu RTV i urządzeń telekomunikacyjnych; po okresie wysokiego wzrostu stabilizuje się poziom produkcji mebli oraz maszyn i aparatury elektrycznej. Wraz z obserwowanym ożywieniem w budownictwie, dynamicznie przyrasta produkcja wyrobów z surowców niemetalicznych. Utrzymuje się trend wzrostowy w przemyśle spożywczym, wyhamował wzrost w hutnictwie metali i przemyśle koksowniczo-rafineryjnym. Trwa stabilizacja poziomu produkcji w przemyśle odzieżowym. Badania koniunktury sygnalizują kontynuację korzystnych tendencji w przemyśle. Wzrostowi produkcji sprzyjać będzie stopniowe zwiększanie mocy produkcyjnych, związane z systematycznie rosnącymi inwestycjami przedsiębiorstw przemysłowych. Pewnym zagrożeniem dla dynamiki pro-

dukcji może być natomiast większe niż przewidywane obecnie przez ośrodki analityczne spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej.

W III kw. utrzymał się wysoki kwartalny wzrost produkcji w budownictwie, a roczna dynamika wartości dodanej w tej branży (14,8%) osiągnęła najwyższy poziom od 1996 r. Wstępne dane o produkcji budowlano-montażowej za październik-grudzień 2006 r. wskazują, że w IV kw. 2006 r. tempo wzrostu wartości dodanej w budownictwie mogło być jeszcze wyższe. Silnemu ożywieniu w branży sprzyjało przyspieszenie realizacji projektów finansowanych przez UE (głównie w sektorze rządowym i samorządowym), a także korzystne warunki atmosferyczne pod koniec 2006 r. Perspektywy wzrostu produkcji w budownictwie w kolejnych kwartałach wciąż kształtują się korzystnie, na co wskazują optymistyczne sygnały z badań koniunktury, poprawiająca się absorpcja funduszy unijnych finansujących projekty infrastrukturalne oraz wciąż wysoka dynamika robót w przedsiębiorstwach zajmujących się przygotowaniem terenu pod budowę.

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

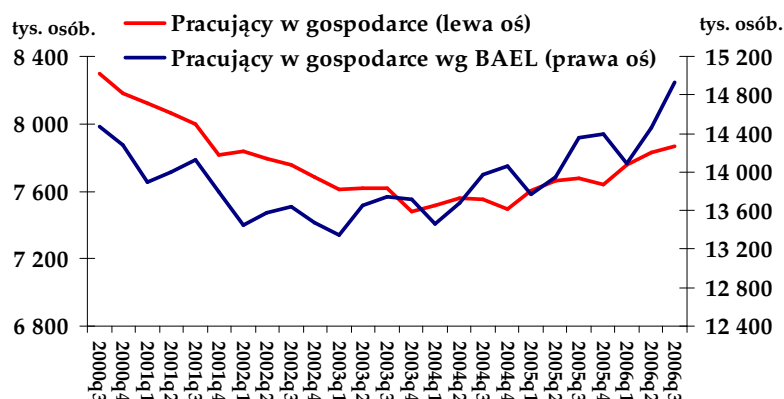
Według danych BAEL, w III kw. 2006 r. nadal przyspieszał wzrost liczby pracujących (3,9% r/r wobec 3,7% r/r w II kw. 2006 r.). Pracujących było o 567 tys. więcej niż przed rokiem, co oznacza największy wzrost w historii tego badania²⁶ (tj. od 1992 r.) (Wykres 2.12). Po wyeliminowaniu wahań sezonowych liczba pracujących w III kw. 2006 r. wzrosła o 1,0% kw/kw.

Na wzrost dynamiki liczby pracujących w III kw. 2006 r. złożyło się przede wszystkim przyspieszenie wzrostu liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (6,7% r/r wobec 5,3% r/r w II kw. 2006 r.)²⁷ – wzrosła dynamika liczby pracujących w usługach i przemyśle, przy jednoczesnym znacznym spadku liczby pracujących w rolnictwie (Tabela 2.6). Największy wkład do wzrostu liczby pracujących miał sektor usług (wzrost o 460 tys. r/r, tj. o 6,1% r/r), nieco mniejszy – przemysł (wzrost o 347 tys. osób r/r, tj. o 8,3% r/r).

Wciąż szybko rośnie liczba pracujących na czas określony (16,0% r/r w III kw. 2006 r. wobec 11,8% r/r w II kw. 2006 r.), choć jednocześnie następuje wzrost dynamiki liczby pracujących na czas nieokreślony (3,6% r/r w III kw. 2006 r. wobec 2,4% r/r w II kw. 2006 r.). Powyższa tendencja może wynikać z wygasania dotychczas zawartych umów na czas

²⁶W I kw. 2006 r. GUS zmodyfikował w BAEL definicję osób pracujących. Według nowej definicji, osoby będące pracownikami najemnymi, które nie świadczyły pracy przez okres dłuższy niż 3 miesiące i w tym czasie otrzymywały wynagrodzenie nieprzekraczające 50% dotychczasowej płacy, zostały zaliczone do biernych zawodowo. Według szacunków NBP, w warunkach porównywalnych, tj. stosując definicję osoby pracującej wykorzystywaną do IV kw. 2005 r., roczny wzrost liczby pracujących BAEL w III kw. 2006 r. był jeszcze wyższy i wyniósł 4,4% r/r.

²⁷Wzrost liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym w ujęciu rocznym był także największy w historii BAEL.

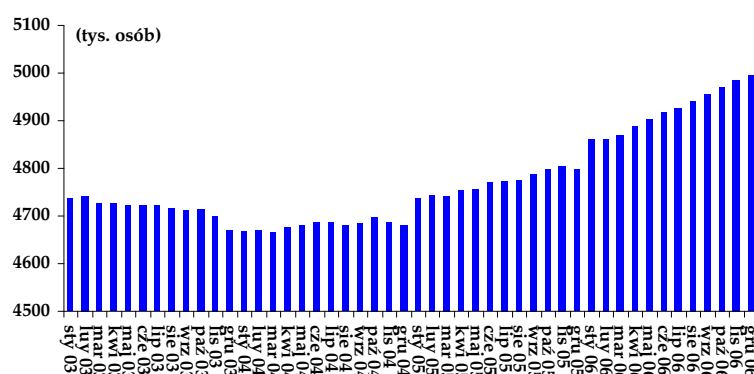


Wykres 2.12: Pracujący w gospodarce według BAEL i pracujący w gospodarce wg sprawozdań jednostek zatrudniających powyżej 9 osób

Źródło: Dane GUS.

określony i obligatoryjnego zastępowania ich umowami na czas nieokreślony. Wzrost stałych umów o pracę może wynikać również z chęci zatrudnienia bądź utrzymania przez pracodawców wykwalifikowanych pracowników w sytuacji narastających trudności z ich pozyskaniem. Według badań koniunktury GUS, w budownictwie niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało w grudniu 2006 r. 51,7% pracodawców (wobec 20,8% przed rokiem), natomiast w przemyśle w IV kw. 2006 r. 22,7% (wobec 13,6% przed rokiem). Źródłem narastania trudności jest prawdopodobnie wzmożona emigracja polskich pracowników do krajów europejskich po przystąpieniu Polski do UE, przy jednocześnie rosnącym popycie na pracę.

Obserwuje się także systematyczne przyspieszenie wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach (Wykres 2.13). W grudniu 2006 r. roczny wzrost przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze wyniósł 4,1% r/r wobec 3,8% r/r w listopadzie 2006 r. i był najwyższy od początku lat 90.



Wykres 2.13: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (w tys. osób)

Źródło: Dane GUS.

Determinanty inflacji

	Pracujący w 2006q3		Wzrost w 2006q2		Wzrost w 2006q3		Wzrost w 2006q2	Wzrost w 2006q3
	tys. osób	struktura	r/r tys. osób	r/r	r/r tys. osób	r/r	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	14 926	100%	512	3.7%	567	3.9%	1.1%	1.0%
Poza rolnictwem indywidualnym	12 677	84.9%	620	5.3%	796	6.7%	2.0%	1.8%
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 080	60.8%	388	4.6%	407	4.7%	1.5%	1.3%
wieś	5 847	39.2%	124	2.3%	161	2.8%	0.9%	1.1%
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 434	16.3%	-95	-4.0%	-240	-9.0%	-2.2%	-3.0%
przemysłowy	4 513	30.2%	196	4.7%	347	8.3%	2.1%	2.7%
usługowy	7 974	53.4%	412	5.6%	460	6.1%	1.8%	1.5%
Sektor własności								
publiczny	4 298	28.8%	61	1.4%	117	2.8%	1.0%	1.3%
prywatny	10 628	71.2%	450	4.6%	450	4.4%	1.4%	1.3%
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	11 274	75.5%	497	4.8%	723	6.9%	1.8%	2.0%
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 905	19.5%	54	1.9%	-60	-2.0%	-1.7%	-2.7%
pomagający członkowie rodzin	748	5.0%	-40	-5.6%	-94	-11.2%	0.0%	-3.2%
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 231	28.7%	313	11.8%	446	16.0%	6.5%	7.0%
na czas nieokreślony	8 043	71.3%	185	2.4%	277	3.6%	0.4%	1.2%

Tabela 2.6: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach

Dane BAEL odsezonowane na próbie I kw. 1995 r. – III kw. 2006 r. metodą TRAMO/SEATS, za wyjątkiem liczby pracujących w sektorze publicznym, które odsezonowano na próbie I kw. 2000 r. – III kw. 2006 r.

Źródło: Dane BAEL, obliczenia NBP.

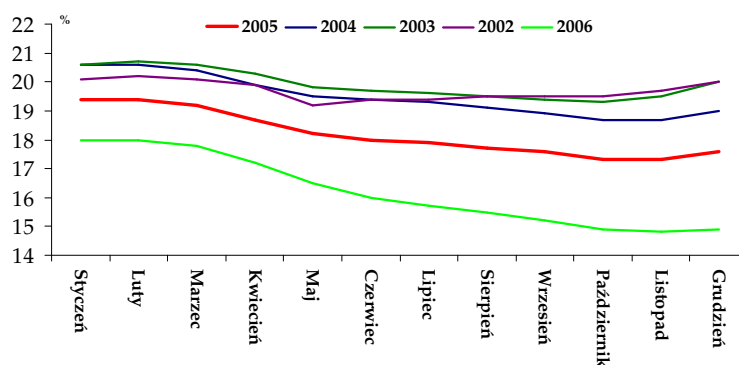
Kolejnym potwierdzeniem rosnącego popytu na pracę jest wzrost liczby ofert zatrudnienia zgłaszanych do Urzędów Pracy. W IV kw. 2006 r. przeciętna miesięczna liczba ofert pracy zgłoszonych przez pracodawców wzrosła o 25,3% r/r.

Przyspieszył także spadek stopy bezrobocia. W grudniu 2006 r. stopa bezrobocia rejestrowanego przez Urzędy Pracy wyniosła 14,9%, co oznacza spadek o 2,7 pkt. proc. w ujęciu rocznym (Wykres 2.14). Z kolei, według danych BAEL, w III kw. 2006 r. stopa bezrobocia wyniosła 13,0%, czyli aż o 4,4 pkt. proc. mniej niż przed rokiem.

Od początku 2006 r. zwiększającej się liczbie pracujących i obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszy spadek liczby aktywnych zawodowo. W II i III kw. 2006 r. liczba aktywnych zawodowo zmniejszyła się odpowiednio o 1,1% i 1,2% r/r. W efekcie odnotowano spadek współczynnika aktywności zawodowej o 0,9 pkt. proc. r/r w II kw. 2006 r. i 1,2 pkt. proc. r/r w III kw. 2006 r. Znaczące obniżenie aktywności zawodowej częściowo

wynika ze zmian metodologicznych wprowadzonych w BAEL od I kw. 2006 r.²⁸.

Badania koniunktury GUS wskazują, że w kolejnych miesiącach I kw. 2007 r. powinno utrzymać się wysokie tempo wzrostu zatrudnienia. Na dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wskazują także Badania Koniunktury NBP²⁹, według których w I kw. 2007 r. dodatnie saldo prognoz zatrudnienia³⁰ – po usunięciu wahań sezonowych – było najwyższe od początku prowadzenia tych badań (tj. od 2001 r.).



Wykres 2.14: Stopa bezrobocia rejestrowanego wg danych z urzędów pracy (w proc.)
Źródło: Dane GUS.

2.3.2 Płace i wydajność

W III kw. 2006 r. przyspieszył wzrost nominalnych wynagrodzeń, zarówno w gospodarce (do 5,0% r/r z 4,7% r/r w II kw. 2006 r.), jak i sektorze przedsiębiorstw (do 5,3% r/r z 4,5% r/r w II kw. 2006 r.). W połączeniu z przyspieszeniem wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach doprowadziło to do zwiększenia dynamiki nominalnego funduszu płac w tym sektorze (do 9,0% r/r wobec 7,7% r/r w II kw. 2006 r.) (Tabela 2.7). W IV kw. 2006 r. w sektorze przedsiębiorstw odnotowano dalszy wzrost rocznej dynamiki przeciętnego wynagrodzenia (5,7% r/r) oraz funduszu płac (9,5% r/r). Duża zmienność rocznego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw w poszczególnych miesiącach IV kw. 2006 r. wynikała z innego niż rok wcześniej rozkładu w czasie wypłat dodatkowych składników wynagrodzeń w niektórych sekcjach.

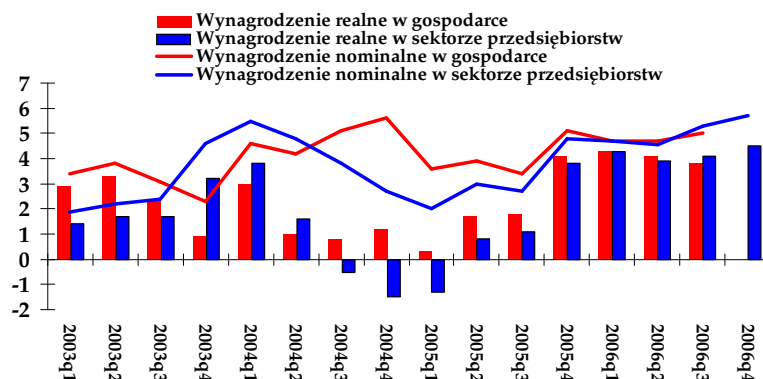
W III kw. 2006 r. tempo wzrostu wydajności pracy w gospodarce³¹ utrzymało się na zbl-

²⁸Według szacunków NBP, w warunkach porównywalnych - tj. biorąc pod uwagę dotychczasową definicję osób pracujących - roczny spadek liczby aktywnych zawodowo w II kw. 2006 r. wyniósł 0,7 pkt. proc., a w III kw. 2006 r. 0,8 pkt. proc. Ocenę wyników Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności istotnie utrudniają również procesy migracyjne.

²⁹Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2007 r.*, NBP.

³⁰Saldo prognoz zatrudnienia: różnica między odsetkiem firm deklarujących zwiększenie zatrudnienia a odsetkiem deklarujących jego zmniejszenie.

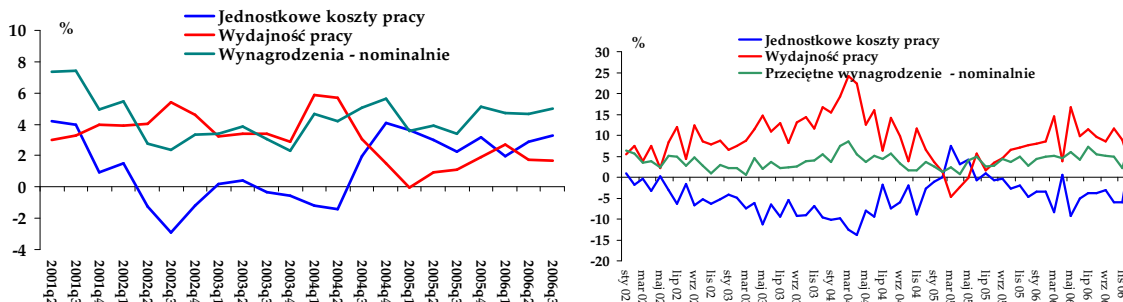
³¹Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.



Wykres 2.15: Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

żonym poziomie do poprzedniego kwartału (1,7% r/r wobec 1,8% r/r w II kw. 2006 r.). Utrzymanie dynamiki wydajności pracy, przy wzroście dynamiki wynagrodzeń spowodowało wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce (do 3,2% r/r z 2,9% r/r w II kw. 2006 r. - Wykres 2.16, lewy panel, a poza rolnictwem indywidualnym - do 6,2% r/r wobec 4,5% r/r w II kw. 2006 r.)³².



Wykres 2.16: Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy. Lewy panel: W gospodarce. Prawy panel: W przemyśle.

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W przedsiębiorstwach przemysłowych, w III kw. 2006 r. wydajność pracy wzrosła o 9,8% r/r przy wzroście płac o 6,0% r/r, czego efektem był spadek jednostkowych kosztów pracy o 3,5% r/r. Natomiast w IV kw. 2006 r. jednostkowe koszty pracy spadły w tym sektorze o 2,0% r/r, na co złożył się wzrost wydajności o 7,7% r/r i wzrost płac o 5,5% r/r – Wykres 2.16, prawy panel)³³.

³²Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych).

³³Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach

Roczne tempo wzrostu (sektor przedsiębiorstw)	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06
Przeciętne wynagrodzenie nominalne	4,8%	5,4%	4,0%	5,2%	4,5%	5,6%	5,3%	5,1%	4,7%	3,1%	8,5%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	4,8%	5,4%	4,0%	5,2%	4,9%	5,6%	5,3%	5,1%	5,6%	5,7%	6,2%
Przeciętne wynagrodzenie realne	4,1%	4,9%	3,3%	4,3%	3,6%	4,5%	3,6%	3,5%	3,6%	1,6%	7,0%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	4,1%	4,9%	3,3%	4,3%	4,0%	4,5%	3,6%	3,5%	4,2%	4,3%	4,8%
Fundusz wynagrodzeń nominalny	7,3%	8,2%	6,9%	8,4%	7,7%	9,1%	9,0%	8,8%	8,5%	7,0%	13,0%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	7,3%	8,2%	6,9%	8,4%	8,1%	9,1%	9,0%	8,8%	9,4%	9,7%	10,6%
Fundusz wynagrodzeń realny	6,6%	7,8%	6,2%	7,4%	6,9%	7,9%	7,3%	7,1%	7,2%	5,5%	11,4%
<i>po wyeliminowaniu czynników jednorazowych</i>	6,6%	7,8%	6,2%	7,4%	7,3%	7,9%	7,3%	7,1%	8,1%	8,2%	9,0%

Tabela 2.7: Dynamika przeciętnego wynagrodzenia i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Według badań koniunktury NBP³⁴, w IV kw. 2006 r. wzrósł odsetek przedsiębiorców, którzy informują o nasileniu się presji płacowej (18,0% wobec 6,7% rok wcześniej). Zwiększył się również odsetek przedsiębiorców deklarujących wzrost wynagrodzeń w I kw. 2007 r. (do 35,4% z 23,0% rok wcześniej).

Roczne tempo wzrostu	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4	06q1	06q2	06q3
Jednostkowe koszty pracy	-1,4%	2,0%	4,1%	3,6%	3,0%	2,3%	3,2%	2,0%	2,9%	3,2%
Wydajność pracy	5,7%	3,1%	1,5%	0,0%	0,9%	1,1%	1,9%	2,7%	1,8%	1,7%
Wynagrodzenia nominalne	4,2%	5,1%	5,6%	3,6%	3,9%	3,4%	5,1%	4,7%	4,7%	5,0%

Tabela 2.8: Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W IV kw. 2006 r. utrzymały się sygnały narastania żądań płacowych w części sektora publicznego. Ponadto, przedsiębiorcy ankietowani zarówno przez GUS jak i NBP sygnalizują narastające problemy firm ze znalezieniem pracowników, co może być jednym z

stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze.)

³⁴Patrz: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2007 r.*, NBP.

czynników sprzyjających podwyższaniu płac³⁵.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W III kw. 2006 r. utrzymał się zapoczątkowany w II kw. 2006 r. wzrost cen importu wyrażonych w złotych (4,2% r/r wobec 5,3% r/r w II kw. 2006 r. według danych GUS). Na nieco niższy wzrost tych cen w porównaniu z II kw. 2006 r. złożył się głównie wolniejszy wzrost cen paliw, choć dynamika cen paliw w ujęciu rocznym nadal utrzymała się na wysokim poziomie³⁶.

Wzrost cen odnotowano także w przypadku cen importowych pozostałych towarów (po wyłączeniu cen paliw). Ceny importu tych towarów w III kw. wzrosły o 2,6% r/r wobec wzrostu o 3,5% r/r w II kw. 2006 r., jednak zmiany cen w poszczególnych kategoriach importu były zróżnicowane. Największy wpływ na wzrost cen importu pozostałych towarów (ze względu na duży udział w imporcie – blisko 40%) miały towary zaopatrzeniowe dla przemysłu. W imporcie tej kategorii w III kw. 2006 r. ceny wzrosły o 5,9% r/r (wobec 2,3% r/r w II kw. 2006). Złożył się na to głównie dalszy wzrost cen metali na rynkach światowych.

Największe przyspieszenie wzrostu cen importu w porównaniu z II kw. 2006 r. nastąpiło w imporcie żywności i napojów (wzrost o 6,6% r/r wobec 1,0% r/r w II kw. 2006). W ramach tej grupy towarów najsilniejszy wzrost cen wystąpił w imporcie żywności nieprzetworzonej (o 11,7% r/r).

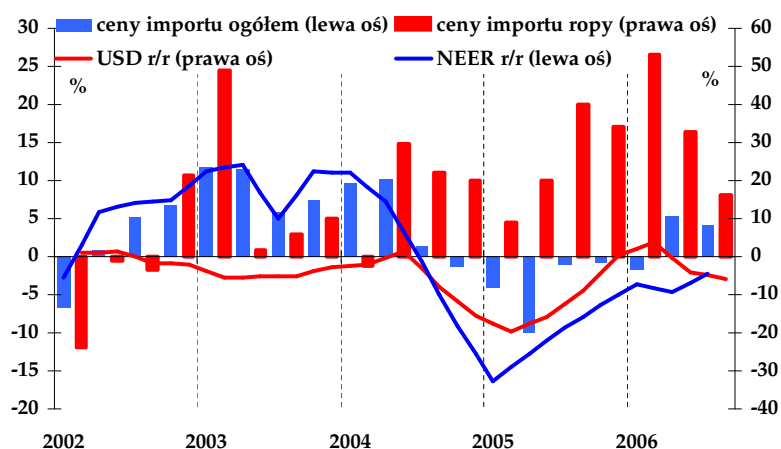
W przypadku towarów konsumpcyjnych kontynuowany był spadek cen importu, choć wolniejszy niż w poprzednich dwóch kwartałach 2006 r. (spadek o 1,6% r/r wobec spadku o 7,0% r/r w II kw. 2006 r.). Na osłabienie tendencji spadkowej w tej grupie złożył się przede wszystkim znaczący wzrost cen towarów trwałego użytku (o 18,4% r/r), natomiast nadal obniżały się ceny pozostałych towarów konsumpcyjnych.

W IV kw. 2006 r. mogło nastąpić obniżenie cen w imporcie, do którego mógł przyczynić się spadek cen ropy naftowej w ujęciu rocznym. W IV kw. 2006 r. średnia cena ropy naftowej Urals wyniosła 167 PLN/b, a więc była o 5,1% niższa niż w IV kw. 2005 r. Do spadku cen ropy wyrażonych w złotych przyczyniło się umocnienie kursu złotego względem dolara amerykańskiego oraz obniżenie rocznej dynamiki cen ropy na rynkach światowych.

Natomiast na podobnym poziomie jak w III kw. 2006 r. utrzymała się roczna dynamika cen surowców nieenergetycznych (wyrażonych w USD). Osłabieniu tempa wzrostu cen

³⁵Z Badań Koniunktury NBP wynika, że podmioty, które informują o problemach ze znalezieniem pracowników, ponad dwukrotnie częściej deklarują zamierzenia zwiększenia płac niż pozostałe firmy.

³⁶W III kw. 2006 r. ceny importowanych paliw wzrosły o 17,0% r/r (wobec 25,3% r/r w II kw. 2006 r.). Do osłabienia wzrostowej tendencji cen paliw przyczynił się wolniejszy wzrost cen ropy naftowej wyrażonych w złotych.



Wykres 2.17: Zmiany cen importu ogółem i cen importu ropy naftowej wyrażonych w złotych (dynamika roczna). NEER r/r, USD r/r – dodatnia dynamika oznacza deprecjację kursu w ujęciu rocznym.
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

metali (z 73,5% r/r w III kw. do 63,3% r/r w IV kw.) towarzyszyło przyspieszenie wzrostu cen żywności (z 7,8% r/r do 20,7% r/r)³⁷. Był to jednocześnie najwyższy wzrost cen żywności na rynkach międzynarodowych od III kw. 2004 r.

W IV kw. 2006 r. światowe ceny ropy naftowej³⁸ były o 9,8 USD/b (tj. ok. 14,2%), niższe niż w III kw. 2006 r. Po osiągnięciu na początku sierpnia 2006 r. kolejnego historycznego maksimum, nastąpiła silna przecena kontraktów na ropę. Spadek, choć znacznie słabszy niż w okresie sierpień–wrzesień, utrzymał się także w październiku. W listopadzie spadek cen ropy został zahamowany. Wynikało to przede wszystkim z deklarowanego przez OPEC obniżenia produkcji³⁹. Natomiast silniejszym wzrostom cen przeciwdziałał przede wszystkim ciepły początek sezonu grzewczego oraz utrzymujące się relatywnie wysokie zapasy ropy naftowej i jej produktów w krajach rozwiniętych. W IV kw. 2006 r. nie nastąpiły też poważniejsze zakłócenia w podaży ropy.

Spadek cen ropy naftowej w IV kw. 2006 r. sprawił, że od publikacji październikowego *Raportu o inflacji* większość ośrodków analitycznych obniżyła swoje prognozy tych cen na 2007 r. Skala rewizji większości prognoz była jednak mniejsza niż spadek bieżących cen ropy.

Zgodnie z oczekiwaniami ośrodków zewnętrznych analizujących rynek paliw⁴⁰, popyt na ropę w 2007 r. będzie rósł szybciej niż w 2006 r. Ocenia się, że spodziewane osłabie-

³⁷Dane *Hamburg Institute of International Economics*.

³⁸Średnia cena gatunków Brent, Dubai i WTI.

³⁹W IV kw. 2006 r. kartel dwukrotnie deklarował zmniejszenie wydobycia ropy, by przeciwdziałać dalszemu obniżaniu się cen tego surowca. W październiku zdecydowano o zmniejszeniu podaży o 1,2 mln b/d, a w grudniu o dodatkowe 0,5 mln b/d. Były to pierwsze decyzje o obniżeniu kwot produkcyjnych od kwietnia 2004 r.

⁴⁰Chodzi o prognozy Departamentu Energii Stanów Zjednoczonych, Międzynarodowej Agencji Energetyki oraz OPEC.

nie tempa wzrostu gospodarki amerykańskiej nie wpłynie znacząco na wielkość popytu na paliwa w tym kraju⁴¹. Równocześnie wzrost popytu na ropę będzie związany z przewidywanym wysokim wzrostem gospodarczym w krajach rozwijających się (zgodnie z prognozami kraje te będą kreować największą część wzrostu światowego popytu na ropę w 2007 r.).

Na utrzymanie się cen ropy na stosunkowo wysokim poziomie może również wskazywać obniżanie poziomu wydobycia krajów OPEC. W tej sytuacji kluczowe znaczenie dla równowagi na światowym rynku ropy będzie miał wzrost podaży w krajach spoza OPEC. W kwestii skali wzrostu wydobycia w tych krajach opinie analityków są podzielone. Jeśli jednak, jak zakłada część prognoz, wzrost produkcji w tych krajach będzie co najmniej tak duży jak wzrost światowego zapotrzebowania na ropę, można spodziewać się dalszego umiarkowanego obniżania się cen tego surowca.

Wpływ niższych cen ropy naftowej na ceny detaliczne benzyny przyczynił się w dużej mierze do obniżenia wskaźników inflacji w dwóch największych gospodarkach świata – w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. W Stanach Zjednoczonych inflacja (CPI) obniżyła się z 3,3% r/r średnio w III kw. 2006 r. do 1,9% r/r w IV kw. 2006 r., a w strefie euro inflacja (HICP) zmalała odpowiednio z 2,1% r/r do 1,8% r/r⁴². Spadkowi inflacji bieżącej nie towarzyszyło znaczące obniżenie inflacji bazowej. W USA wskaźnik inflacji bazowej (wskaźnik powstały po wyłączeniu cen energii i żywności) obniżył się z 2,8% r/r w III kw. 2006 r. do 2,6% r/r w IV kw. 2006 r., a w strefie euro pozostał na niezmiennym poziomie 1,5% r/r.

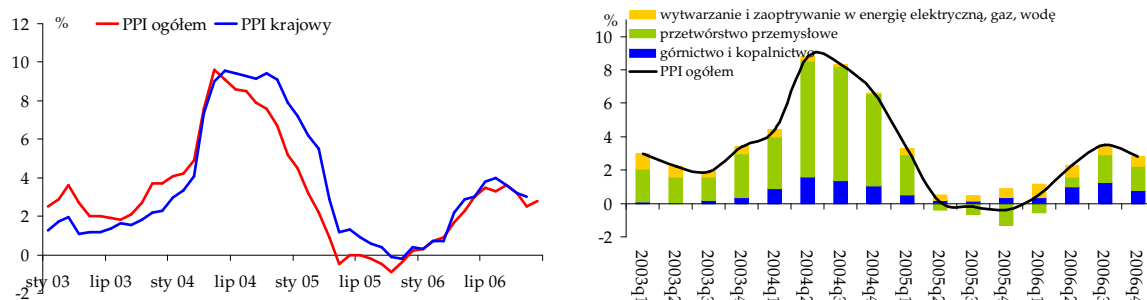
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w grudniu 2006 r. obniżyła się do 2,8% (wobec 3,6% we wrześniu). Na spadek dynamiki wskaźnika PPI złożyły się przede wszystkim spadki cen surowców na rynkach światowych (głównie miedzi i ropy naftowej) oraz umocnienie kursu złotego. Wskaźnik cen producentów na rynku krajowym⁴³ w ujęciu rocznym we wrześniu i październiku nie odbiegał od wskaźnika cen ogółem. W przypadku cen eksportowych, w omawianym okresie, roczna dynamika nie ulegała istotnym zmianom.

⁴¹Prognozy dla Stanów Zjednoczonych wskazują na utrzymanie się dynamiki popytu na benzynę na podobnym poziomie jak w 2006 r., co związane jest ze względnie stałymi w krótkim okresie przyzwyczajeniami konsumentów. Powinno temu również sprzyjać stabilizacja cen detalicznych paliw na rynku amerykańskim.

⁴²Silniejszy wpływ zmian cen ropy na detaliczne ceny paliw i w efekcie na wskaźnik inflacji w Stanach Zjednoczonych w porównaniu ze strefą euro wynika z mniejszego udziału podatków w cenie detalicznej benzyny w tym kraju (w listopadzie 2006 r. podatki stanowiły 20% ceny benzyny w Stanach Zjednoczonych i 64% w krajach strefy euro).

⁴³Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo, przetwórstwo przemysłowe oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*) odnoszące się do określonego miesiąca publikowane są w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach *przetwórstwa przemysłowego* oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym). Z tego powodu zakres czasowy analizy nie jest taki sam dla wszystkich omawianych kategorii.



Wykres 2.18: Wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (PPI). Lewy panel: Zmiany PPI i cen producentów na rynku krajowym (dynamika roczna). Prawy panel: Udział dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu we wzroście PPI (dynamika roczna).

Źródło: Dane GUS.

W stosunku do poprzedniego *Raportu* dekompozycja wzrostu cen w przemyśle nie uległa istotnej zmianie. W okresie październik–grudzień nadal największy wkład we wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu, ze względu na wagę tego komponentu, miał wzrost cen w sekcji *przetwórstwo przemysłowe* (wzrost o 1,7% r/r w grudniu). Znaczny wpływ na dynamikę PPI miało również kształtowanie się cen w *górnictwie i kopalnictwie* (Wykres 2.18, prawy panel). W *przetwórstwie przemysłowym* największy wzrost cen w ujęciu rocznym zanotowano w dziale produkcja metali (wzrost o 23,3%). W kolejnych miesiącach IV kw. 2006 r. wzrost dynamiki cen został jednak zahamowany. W *górnictwie i kopalnictwie* w IV kw. 2006 r. ceny w ujęciu miesięcznym obniżyły się. Ceny spadały w kopalnictwie rud metali, co było związane ze spadkami notowań miedzi na rynkach światowych. W kierunku obniżenia cen producentów w IV kw. 2006 r. oddziaływały również spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych. We wrześniu 2006 r. po raz pierwszy od połowy 2002 r. zanotowano deflację cen producentów w dziale produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (w ujęciu rocznym) a w grudniu 2006 r. ceny były o 2,0% niższe niż w poprzednim roku.

Badania koniunktury gospodarczej GUS w przetwórstwie przemysłowym, wskazują, że przedsiębiorcy z tej sekcji oczekują przyspieszenia wzrostu cen w kolejnych miesiącach. Jednakże spadek cen niektórych surowców (ropa, miedź) na rynkach światowych w ostatnim okresie i oczekiwana stabilizacja ich cen w kolejnych miesiącach oraz mocny kurs złotego pozwalają oczekiwać, że ceny producentów w I kw. 2007 r. mogą pozostać stabilne i w kolejnych miesiącach br. dynamika roczna PPI nie powinna odbiegać od aktualnie obserwowanej.

2.5 Rynki finansowe

2.5.1 Ceny aktywów / Stopy procentowe⁴⁴

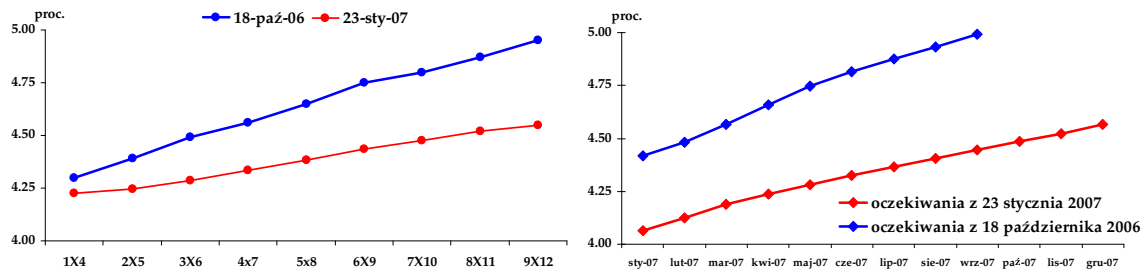
W okresie od października 2006 r. do stycznia 2007 r. na sytuację na polskim rynku finansowym wpływały czynniki o charakterze globalnym i regionalnym. Kurs złotego wobec euro umocnił się, jednak skala aprecjacji była niższa niż w innych krajach regionu (tj. w Czechach, na Słowacji, na Węgrzech). W całym analizowanym okresie rentowności obligacji skarbowych malały, obniżała się także różnica (*spread*) pomiędzy oprocentowaniem polskich obligacji i niemieckich papierów skarbowych. Aprecjacja walut krajów Europy Środkowej w znacznej mierze wynikała z globalnego spadku awersji do ryzyka, choć istotne było również oddziaływanie czynników specyficznych dla poszczególnych krajów. Ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżania rentowności polskich obligacji skarbowych był spadek premii za ryzyko, potwierdzony m.in. podwyższeniem długoterminowego *ratingu* Polski w walutach zagranicznych przez agencję Fitch w styczniu 2007 r. Dodatkowym wsparciem na rynku polskiego długu były napływające dane na temat sytuacji polskiej gospodarki, w szczególności dotyczące utrzymywania się niskiej inflacji oraz niższego niż założono w ustawie budżetowej wykonania deficytu budżetowego w 2006 r. Niższe od oczekiwań rynkowych dane o inflacji oraz uwarunkowania międzynarodowe stabilizujące sytuację na rynku długu i walutowym spowodowały obniżenie oczekiwanej przez rynek ścieżki przyszłych stóp procentowych NBP w porównaniu z październikiem 2006 r. Znalazło to odbicie w obniżeniu stóp na rynku pieniężnym oraz rynku długu.

Krótkoterminowe stopy procentowe

W omawianym okresie (tj. od 19 października) stopa referencyjna NBP pozostała – zgodnie z prognozami analityków – na niezmiennym poziomie 4,0%. W tym okresie zmniejszyły się oczekiwania rynku odnośnie do skali i tempa wzrostu stóp NBP w 2007 r., co miało głównie związek z opublikowanymi krajowymi danymi o inflacji, która w ostatnich trzech miesiącach 2006 r. okazała się niższa od oczekiwań uczestników rynku. Dodatkowo korzystne uwarunkowania międzynarodowe, przyczyniające się m.in. do aprecjacji kursu złotego w IV kw. 2006 roku, wzmacniały oczekiwania na mniejsze podwyżki stóp procentowych przez RPP w 2007 r. Niższe oczekiwania co do wzrostu stóp procentowych w 2007 r. znalazły odzwierciedlenie w spłaszczeniu się krzywej dochodowości rynku pieniężnego (Wykres 2.19). Krótkoterminowe stopy procentowe (WIBOR1M i WIBOR3M) kształtowały się stosunkowo stabilnie, podczas gdy roczna stopa procentowa obniżyła się o 27 punktów bazowych (Wykres 2.20).

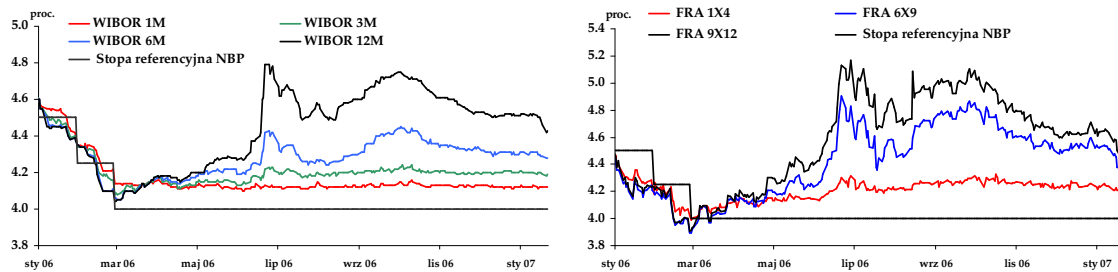
Wyniki styczniowej (z dn. 9 stycznia 2007 r.) ankiety agencji Reutersa wskazały, że większość analityków bankowych zakładało podwyżki stóp NBP w 2007 r., z czego 44% respondentów spodziewało się zmiany o 0,5 pkt. proc., a 33% o 0,25 pkt. proc. W stosunku do ankiety opisanej w poprzednim *Raporcie* nastąpił spadek prawdopodobieństwa

⁴⁴Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 23 stycznia 2007 r.



Wykres 2.19: Krzywe 3-miesięcznych terminowych stóp procentowych na podstawie kontraktów FRA (lewy panel) oraz oczekiwane poziomy stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA (prawy panel)

Źródło: Dane Reutersa.



Wykres 2.20: Stopa referencyjna NBP i oprocentowanie depozytów międzybankowych (lewy panel) oraz stopa referencyjna NBP i oprocentowanie kontraktów FRA na WIBOR 3M (prawy panel)

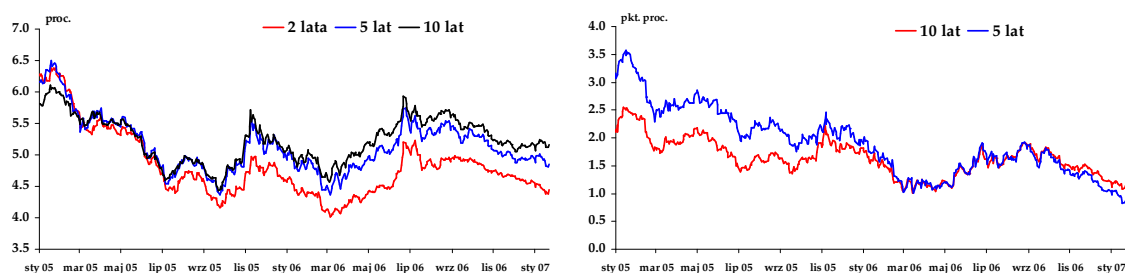
Źródło: Dane Reutersa.

podwyżki o 0,5 pkt. proc. w 2007 r. przy jednoczesnym wzroście prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych w 2007 r. o 0,25 pkt. proc. Oczekiwania uczestników rynku dotyczące przyszłych stóp procentowych, odzwierciedlone w stawkach kontraktów FRA (Wykres 2.19), po raz pierwszy od I poł. 2006 r. pokryły się z prognozami analityków ankietowanych przez agencję Reuters. Może to świadczyć o zmniejszeniu się niepewności uczestników rynku co do skali zacieśnienia polityki pieniężnej w 2007 r.

Długoterminowe stopy procentowe

Na rynku polskich obligacji skarbowych obserwowany był trend spadkowy rentowności (Wykres 2.21). W kierunku wzrostu cen krajowych obligacji skarbowych oddziaływały zarówno czynniki globalne, przejawiające się w pozytywnym nastawieniu inwestorów zagranicznych do rynków wschodzących (*emerging markets* – EM), jak i czynniki krajowe związane z korzystnym kształtowaniem się wskaźników ekonomicznych.

Pozytywne nastawienie inwestorów zagranicznych do krajów regionu Europy Środkowej (CEE-4) nie zmieniło się pomimo zmieniających się w tym okresie rynkowych oczekiwań co do perspektyw gospodarki amerykańskiej w 2007 r. Jednym z wyjaśnień



Wykres 2.21: Zmiany rentowności obligacji benchmarkowych (lewy panel) oraz różnice między rentownością polskich i niemieckich obligacji skarbowych (prawy panel)

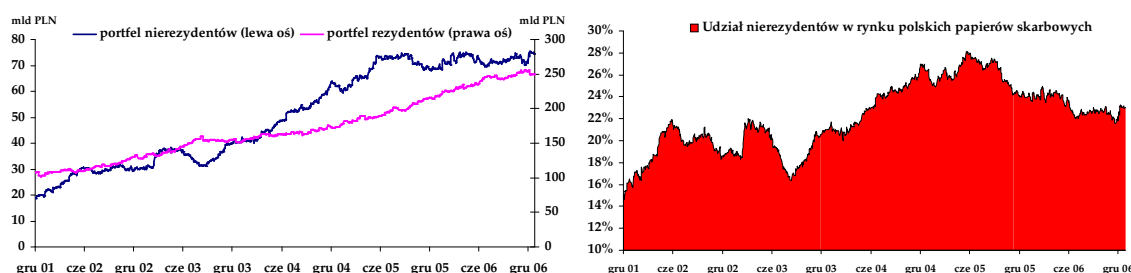
Źródło: Dane Reutersa.

stabilności sytuacji na rynkach EM było przekonanie inwestorów, że pozytywne tendencje gospodarcze obserwowane w strefie euro i Japonii w IV kw. 2006 r. powinny przeciwdziałać negatywnym globalnym skutkom spodziewanego spowolnienia gospodarczego USA. W efekcie w analizowanym okresie w regionie CEE-4 zmniejszyły się *spready* względem 10-letnich niemieckich obligacji rządowych. Przykładowo spadki na Węgrzech i w Czechach wyniosły odpowiednio 43 i 19 punktów bazowych. Świadczy to o obniżeniu premii za ryzyko inwestycji w krajach regionu Europy Środkowej w analizowanym okresie.

W okresie objętym analizą *spread* polskich 10-letnich obligacji skarbowych względem 10-letnich niemieckich obligacji rządowych zmniejszył się o 39 punktów bazowych, osiągając poziom 114 punktów bazowych, po raz ostatni obserwowany w maju 2006 r. Z czynników krajowych istotnie wpływających na wzrost cen obligacji skarbowych należy wymienić niższą inflację w stosunku do oczekiwań rynkowych oraz podwyższenie długoterminowego *ratingu* Polski w walutach zagranicznych przez agencję Fitch z poziomu *BBB+* do *A-*. Dane o inflacji za październik, listopad i grudzień, które pozytywnie zaskoczyły uczestników rynku, wpłynęły na zmniejszenie się skali i tempa oczekiwanych przez rynek podwyżek stóp procentowych NBP, natomiast podwyższenie *ratingu* Polski przez agencję Fitch stanowiło potwierdzenie dobrej sytuacji makroekonomicznej Polski. Obydwa te czynniki przyczyniły się do umocnienia trendu wzrostu cen obligacji. Dodatkowym wsparciem dla rynku długu były napływające informacje o wykonaniu budżetu państwa poniżej zaplanowanego deficytu 30,5 mld zł. Szacunki Ministerstwa Finansów z początku stycznia 2007 r. wskazujące, iż deficyt mógł wynieść 25-26 mld zł, przyczyniły się do dalszego spadku rentowności obligacji skarbowych.

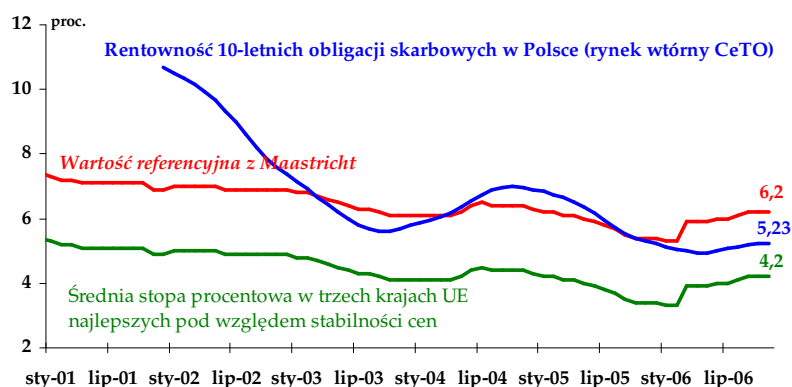
Zaangażowanie nierezydentów na rynku obligacji skarbowych w IV kw. 2006 r. wzrosło o około 2,3 mld, do czego mogła się przyczynić wysoka podaż obligacji na przetargach w październiku i listopadzie oraz sukcesywnie malejące oczekiwania co do skali podwyżek stóp procentowych NBP w 2007 r. (Wykres 2.22). W połowie grudnia 2006 r. wartość portfela nierezydentów osiągnęła historyczne maksimum przekraczając poziom 75 mld PLN. W wartościach względnych zaangażowanie nierezydentów wyniosło około 23%.

Rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzy-



Wykres 2.22: Udział nierezydentów w rynku polskich papierów skarbowych wg. wartości nominalnej obligacji, w mld PLN (lewy panel) i procentowy (prawy panel);

Źródło: Dane KDPW.



Wykres 2.23: Średnia rentowność (12-miesięczna średnia ruchoma) długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium z Maastricht

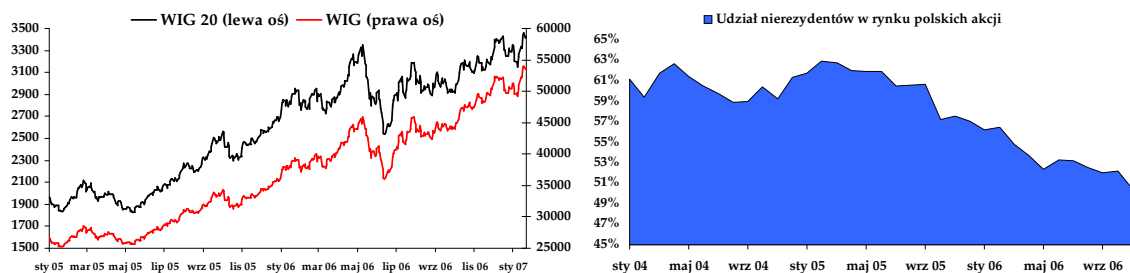
Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

stywana do weryfikacji spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, wzrosła od października 2006 r. Stało się tak pomimo spadkowej tendencji rentowności bieżącej odnotowanej w tym okresie (Wykres 2.21). Jednakże mimo wzrostu rentowności w ujęciu średniorocznym Polska nadal spełnia kryterium stóp procentowych (Wykres 2.23), co jest jednym z warunków uzyskania członkostwa w strefie euro⁴⁵. Włączenie Polski od marca 2006 r. do grupy krajów referencyjnych (ze względu na niski poziom krajowej inflacji – zobacz podrozdział 1.3 *Kryterium inflacyjne z Maastricht*) spowodowało wzrost wartości referencyjnej dla tego kryterium.

⁴⁵Dany kraj spełnia to kryterium, gdy średnia rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w okresie ostatnich 12-tu miesięcy (wyznaczona na podstawie średnich rentowności w tych miesiącach) nie przekracza o więcej niż 2 pkt. proc. średniej arytmetycznej z tak wyznaczonych rentowności obligacji trzech krajów członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach. Więcej na temat kryteriów z Maastricht zobacz: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, 2004.

Rynek akcji

Indeksy warszawskiej giełdy przez większą część IV kw. 2006 r. pozostawały w trendzie wzrostowym (Wykres 2.24). 19 stycznia roku WIG 20 osiągnął historyczne maksimum 3458 pkt. W okresie od 18 grudnia 2006 do 10 stycznia 2007 miała miejsce przejściowa korekta, kiedy to na skutek przeceny na rynkach surowcowych WIG 20 spadł o około 8,2%. W całym analizowanym okresie tj. od 19 października WIG 20 zyskał 6,7% co na tle innych giełd regionu CEE-4 okazało się trzecim wynikiem – węgierski BUX i czeski PX odnotowały 8% wzrosty. Wśród komponentów warszawskiej giełdy najwięcej zyskały spółki budowlane, banki oraz spółki telekomunikacyjne i komputerowe. Najmniejsze zyski zanotowały natomiast akcje spółek paliwowych. Jedną z głównych przyczyn wzrostu indeksów giełd regionu były wzrosty na giełdach krajów rozwiniętych. Amerykański DJI od 19 października 2006 r. zyskał 4,5%, niemiecki DAX 8,6% a japoński NIKKEI 5,8%.



Wykres 2.24: Wartości indeksów WIG i WIG 20 (lewy panel) oraz udział nierezydentów w polskim rynku akcji – ustalony wg. wartości rynkowej akcji (prawy panel)

Źródło: Reuters.

Udział nierezydentów w rynku polskich akcji⁴⁶ zmniejszył się z 52,55% na koniec sierpnia⁴⁷ do 50,40% na koniec listopada⁴⁸ (Wykres 2.24). W portfelach nierezydentów przeważały akcje wchodzące w skład indeksu największych spółek (WIG20) – 67,3% na koniec listopada.

⁴⁶Udział ten jest wyznaczany w oparciu o dane o wartości polskich papierów udziałowych będących w obrocie na rynku regulowanym, znajdujących się w posiadaniu nierezydentów, które zbierane są z częstotliwością miesięczną od wszystkich uczestników rynku, tj. banków-powierników oraz podmiotów prowadzących działalność maklerską. Dotyczą one wyłącznie akcji, certyfikatów inwestycyjnych oraz praw do akcji wyemitowanych przez rezydentów, zarejestrowanych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Podobnie dane o kapitalizacji rynku regulowanego obejmują wyłącznie papiery udziałowe wyemitowane przez rezydentów.

⁴⁷W porównaniu z październikowym *Raportem o inflacji* zmieniona została metodologia obliczania wartości papierów wartościowych znajdujących się w portfelu nierezydentów; dotychczas wartość papierów nienotowanych z powodu braku ceny rynkowej liczona była według ich wartości nominalnej. Obecnie wartość papierów nieznajdujących się w obrocie liczona jest według tej samej ceny, co dla papierów notowanych na giełdzie wyemitowanych przez daną spółkę.

⁴⁸Dane o portfelu nierezydentów są zbierane w cyklu miesięcznym od banków prowadzących rachunki papierów wartościowych oraz podmiotów prowadzących działalność maklerską. Dane te, na skutek określonych prawem terminów ich dostarczania do NBP oraz ze względu na potrzebę ich weryfikacji, są dostępne z 1,5-miesięcznym opóźnieniem.

Ceny mieszkań

Okres	XII. 2003	XII. 2004	XII. 2005	VI. 2006	IX. 2006	IX. 2006
przyrost procentowy względem	XII poprzedniego roku			VI. 2005	IX. 2005	Średnia cena (zł/m ²)
Rynek pierwotny						
Polska ogółem	16.28	9.07	7.91	16.64	41.81	5 539.28
Wybrane najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce* (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Łódź)	17.04	8.91	12.62	20.33	48.97	6 035.23
Miasta wojewódzkie**	17.95	9.06	14.97	17.15	42.07	5 748.32
Małe i średnie miasta**	-5.32	10.62	6.97	6.16	14.16	3 246.26
Warszawa	1.55	12.84	12.94	30.86	45.09	6 556.22
Kraków	9.75	13.07	22.34	36.22	76.19	6 787.12
Wrocław	6.91	4.83	17.95	42.58	62.22	5 180.54
Gdańsk	-2.43	12.00	15.71	31.13	41.98	4 715.42
Gdynia	25.64	6.59	8.51	21.37	38.64	5 148.20
Poznań	-12.39	8.92	3.05	9.52	20.37	4 023.22
Łódź	9.36	4.67	-5.26	8.02	18.83	2 916.92
Rynek wtórny						
Polska ogółem	9.37	0.92	8.68	18.53	45.39	3 803.63
Wybrane najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce* (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Łódź)	7.64	7.23	-1.61	21.14	59.58	5 478.21
Miasta wojewódzkie**	9.58	2.24	4.53	18.05	51.17	4 442.46
Małe i średnie miasta**	6.99	7.35	9.56	15.69	29.05	2 666.47
Warszawa	13.94	6.95	15.12	36.25	51.19	7 306.01
Kraków	7.50	12.49	31.29	47.86	72.00	7 077.34
Wrocław	9.93	16.57	13.84	35.31	66.98	5 596.24
Gdańsk	7.93	6.45	18.88	42.37	50.21	4 433.27
Gdynia	8.21	10.51	17.66	47.72	67.96	5 035.51
Poznań	16.52	14.78	4.47	20.91	26.20	3 702.79
Łódź	6.31	4.90	3.90	17.30	34.76	2 570.92

Tabela 2.9: Zmiana średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych. Rynek pierwotny i wtórny w latach 2003-2006.

* Wyboru dokonano biorąc pod uwagę m.in. liczbę zawieranych transakcji, wielkość budownictwa mieszkaniowego, potencjał rozwojowy miasta.

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

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

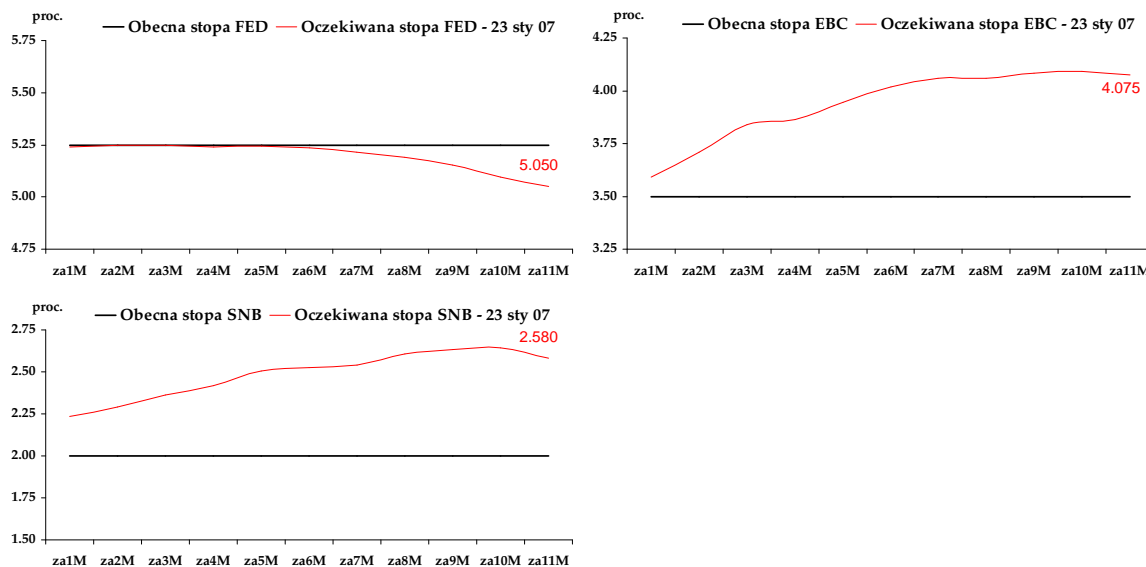
Analiza ofertowych cen mieszkań wskazuje, że w III kw. 2006 r. wzrost cen mieszkań w miastach uległ dalszemu istotnemu przyspieszeniu, zarówno na rynku pierwotnym (we wrześniu ceny na tym rynku rosły w tempie 41,81% r/r, wobec 16,64% r/r w czerwcu 2006 r.), jak i wtórnym (wzrost cen o 45,39% r/r we wrześniu, wobec 18,53% r/r w czerwcu 2006 r.). Największe przyrosty ponownie odnotowano w największych miastach Polski (Tabela 2.9). Osiągany w tych miastach poziom cen znacząco przekracza koszty budowy i jest wyrazem ograniczeń podaży.

Tendencje na międzynarodowych rynkach finansowych

Od początku października 2006 r. poziom stopy funduszy federalnych Fed nie został zmieniony. Stopa procentowa Fed, po ostatniej podwyżce o 25 punktów bazowych w czerwcu 2006 r., znajduje się obecnie na poziomie 5,25%. Decyzje Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC), dotyczące utrzymania niezmiennego poziomu stóp, były zgodne z oczekiwaniami rynku. W okresie od początku października 2006 r. do II połowy stycznia 2007 r. rentowności amerykańskich obligacji skarbowych poruszały się w trendzie horyzontalnym, który cechowały okresy wyraźnych wzrostów i spadków rentowności. W pierwszej połowie października 2006 r., jak również w okresie od początku grudnia 2006 r. do II połowy stycznia 2007 r. rentowności wykazywały tendencję do wzrostów, podczas gdy w okresie od połowy października do końca listopada 2006 r. dominowały spadki rentowności. W efekcie rentowność obligacji 2-letnich wzrosła w okresie od początku października 2006 r. do II połowy stycznia 2007 r. o około 30 punktów bazowych, rentowność obligacji 5-letnich podwyższyła się o około 26 punktów bazowych, natomiast rentowność obligacji o 10-letnim terminie zapadalności wzrosła o około 20 punktów bazowych. Obserwowane wzrosty w okresie od początku grudnia 2006 r. do II połowy stycznia 2007 r. stanowiły korektę po okresie wyraźnych spadków rentowności amerykańskich obligacji skarbowych z okresu od połowy października do końca listopada 2006 r. W II połowie stycznia 2007 r. rentowność obligacji 2-letnich ukształtowała się na poziomie około 4,95%, z kolei rentowności obligacji 5- i 10-letnich wynosiły w II połowie stycznia 2007 r. około 4,81%. W całym 2006 r. rentowności amerykańskich obligacji skarbowych wzrosły o około 48, 39 i 33 punkty bazowe w przypadku odpowiednio papierów 2-letnich, 5-letnich i 10-letnich.

Zgodnie z ankietą Bloomburga z początku stycznia 2007 r. większość ośrodków analitycznych nie oczekuje zmian w polityce pieniężnej FED do końca I kw. 2007 r. Mediana oczekiwań ośrodków analitycznych wskazuje na utrzymanie stopy funduszy federalnych na poziomie 5,25% do I kw. 2007 r. włącznie, a następnie oczekuje się obniżenia stopy procentowej FED do poziomu 5,00% na koniec II kw. 2007 r. oraz o kolejne 25 punktów bazowych do poziomu 4,75% na koniec IV kw. 2007 r. Oczekiwania rynku na zmiany stóp Fed, zawarte w notowaniach kontraktów *futures* na stopę funduszy federalnych, wskazują na odmienny przebieg przyszłych działań FOMC. Notowania terminowe z II połowy stycznia 2007 r. wskazują na utrzymanie poziomu 5,25% do końca lipca 2007 r., a następnie na stopniowe obniżanie poziomu stopy funduszy federalnych do 5,00% w grudniu 2007 r. (Wykres 2.25). Tym samym rynek terminowy wycenia jedną obniżkę

stopy funduszy federalnych Fed o 25 punktów bazowych w 2007 r.



Wykres 2.25: Oczekiwania zmian stóp procentowych. Lewy górny panel: FED, na podstawie kontraktów Fed Funds Futures; prawy górny panel: EBC, na podstawie kontraktów EONIA swaps (overnight index swaps); lewy dolny panel: Narodowy Bank Szwajcarii, na podstawie forwardowej krzywej dochodowości dla CHF 3M LIBOR

Źródło: Bloomberg.

Europejski Bank Centralny zdecydował 5 października i 7 grudnia 2006 r. o podwyższeniu stopy refinansowej (*minimum bid rate*) odpowiednio po 25 punktów bazowych na każdym z posiedzeń. Z kolei podczas posiedzeń z 2 listopada 2006 r. i 11 stycznia 2007 r. zdecydowano o utrzymaniu stopy procentowej na niezmiennym poziomie. Od początku 2006 r. stopa refinansowa EBC została podwyższona łącznie o 125 punktów bazowych i obecnie znajduje się na poziomie 3,50%. Decyzje EBC były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. W pierwszej połowie października 2006 r. utrzymywał się wzrostowy trend rentowności europejskich obligacji skarbowych. W okresie od połowy października do końca listopada 2006 r. rentowności powróciły do poziomów z początku października 2006 r., a następnie od początku grudnia 2006 r. do II połowy stycznia 2007 r. obserwowano ich wyraźny wzrost, do około 3,94%, 3,99% i 4,02% odpowiednio w przypadku obligacji 2-letnich, 5-letnich i 10-letnich. Tym samym w okresie od początku października 2006 r. do II połowy stycznia 2007 r. rentowność obligacji 2-letnich uległa zwiększeniu o około 38 punktów bazowych, rentowność obligacji 5-letnich zwiększyła się o około 39 punktów bazowych, natomiast rentowność obligacji o 10-letnim terminie zapadalności wzrosła o około 34 punkty bazowe. W całym 2006 r. rentowność podwyższyła się o 103, 82 oraz 62 punkty bazowe odpowiednio w przypadku europejskich obligacji 2-letnich, 5-letnich oraz 10-letnich.

Zgodnie z ankietą Bloomberg z II połowy stycznia 2007 r. większość ośrodków analitycznych oczekuje, że EBC podniesie stopę procentową (*minimum bid rate*) na koniec

I kw. 2007 r. o 25 punktów bazowych do poziomu 3,75%, a następnie o kolejne 25 punktów bazowych do poziomu 4,00% na koniec III kw. 2007 r. Mediana prognoz ośrodków analitycznych wskazuje na utrzymanie poziomu 4,00% do końca 2007 r. Podobnie oczekiwania rynku na zmiany stóp EBC, zawarte w notowaniach kontraktów swap na stopę procentową EONIA z II połowy stycznia 2007 r., wskazują na podwyższenie stopy procentowej EBC w marcu 2007 r. do poziomu 3,75%, a następnie do poziomu 4,00% w lipcu 2007 r. i utrzymaniu tego poziomu do końca 2007 r. (Wykres 2.25).

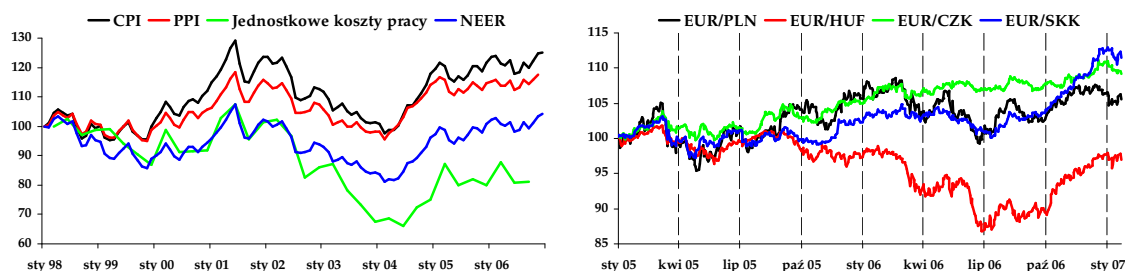
Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) zdecydował 13 grudnia 2006 r. o podwyższeniu stopy procentowej (CHF 3M LIBOR *mid-point target*) o 25 punktów bazowych do poziomu 2,00%. Decyzja SNB była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi. Zgodnie z ankietą Reutersa z końca grudnia 2006 r. większość ośrodków analitycznych oczekuje kolejnej podwyżki stopy procentowej SNB o 25 punktów bazowych do poziomu 2,25% na koniec I kw. 2007 r. i utrzymania tego poziomu do końca 2007 r. (mediana oczekiwań). Zgodnie z wynikami ankiety prawdopodobieństwo podwyżki w marcu 2007 r. o 25 punktów bazowych jest szacowane na 80%. Na nieco odmienny obraz przyszłych decyzji SNB wskazuje forwardowa krzywa dochodowości dla CHF 3M LIBOR z II połowy stycznia 2007 r., zgodnie z którą rynek wycenia podwyżkę o 25 punktów bazowych do 2,25% w marcu 2007 r. oraz o kolejne 25 punktów bazowych do 2,50% w czerwcu 2007 r. i utrzymanie stopy procentowej SNB na tym poziomie do końca 2007 roku (Wykres 2.25).

2.5.2 Kurs walutowy

W okresie październik–grudzień 2006 r. średniomiesięczny nominalny efektywny kurs złotego umocnił się o 4,9% wobec poziomu z września 2006 r. (Wykres 2.26, lewy panel). W okresie 18 października – 15 grudnia utrzymywała się rozpoczęta pod koniec czerwca tendencja aprecjacyjna kursu EUR/PLN: w tym czasie złoty umocnił się względem euro o 3,0% (z poziomu 3,90 do 3,79). Następnie, w okresie 15 grudnia – 23 stycznia, kurs EUR/PLN osłabił się o 1,9% (z poziomu 3,79 do 3,86). W przypadku kursu złotego wobec dolara amerykańskiego, deprecjacja waluty amerykańskiej na rynkach światowych sprawiła, że w okresie 18 października – 23 stycznia kurs USD/PLN umocnił się o 4,6% (z poziomu 3,11 do 2,97).

W październiku i listopadzie korelacja wahań kursu EUR/PLN z kursem euro wobec walut pozostałych głównych gospodarek regionu Europy Środkowej (CEEC) pozostawała na wysokim poziomie. W okresie 18 października – 1 grudnia kursy forinta, złotego, korony słowackiej oraz czeskiej wobec euro umocniły się odpowiednio o 4,2%, 2,8%, 3,3% oraz 1,4% (Wykres 2.26, prawy panel). Aprecjacja ta w dużej mierze wynikała z globalnego spadku awersji do ryzyka. W okresie 1 grudnia – 23 stycznia korelacja zmian wartości złotego ze zmianami wartości walut regionu Europy Środkowej obniżyła się. W tym czasie złoty osłabił się względem euro o 1,7%, podczas gdy forint, korona słowacka i czeska umocniły się względem wspólnej waluty odpowiednio o 1,0%, 2,2% i 0,1%.

Oprócz czynników o charakterze globalnym oraz regionalnym na zmiany wartości polskiej waluty w ostatnich miesiącach wpływały także czynniki krajowe. Za aprecjacją



Wykres 2.26: Realny efektywny kurs złotego (lewy panel) oraz nominalne kursy walut krajów Europy Środkowej względem euro (prawy panel). Wzrost oznacza aprecjację.

Źródło: Dane NBP, Komisji Europejskiej oraz EcoWin.

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

złotego przemawiały dane makroekonomiczne wskazujące na przyspieszenie wzrostu gospodarczego, w tym bardzo wysoka dynamika popytu inwestycyjnego, spadek bezrobocia oraz utrzymujący się stabilny i niski deficyt na rachunku obrotów bieżących. W kierunku deprecjacji złotego prawdopodobnie oddziaływał natomiast spadek dysparytetu nominalnych stóp procentowych względem strefy euro: w analizowanym okresie stopy procentowe NBP utrzymały się na niezmiennym poziomie, podczas gdy stopy EBC wzrosły o 50 punktów bazowych. W rezultacie 23 stycznia br. stopy procentowe EBC były o 0,5 pkt. proc. niższe, zaś stopy FED – o 1,25 pkt. proc. wyższe niż stopy NBP. Ponadto, w omawianym okresie, wydarzenia na scenie politycznej, w szczególności niepewność dotycząca wyboru prezesa NBP, mogły wywierać ujemny wpływ na wycenę polskiej waluty.

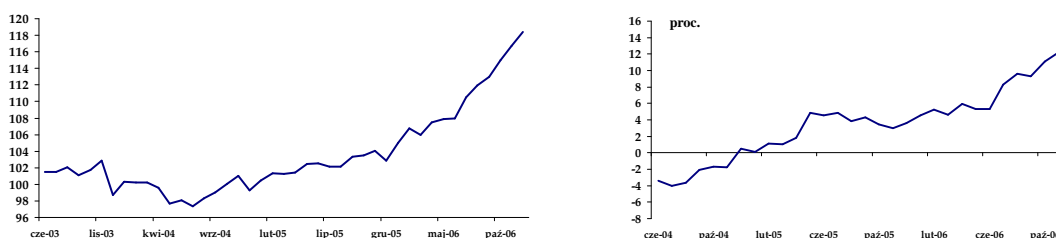
Dostępne dane za okres do grudnia 2006 r. pokazują, że zmianom kursu nominalnego towarzyszyły podobne tendencje w kształtowaniu się realnego kursu efektywnego deflowanego indeksem cen konsumenta (REER CPI – Wykres 2.26, lewy panel). W najbliższym czasie wartość złotego może być kształtowana głównie przez czynniki globalne, mające wpływ na wycenę walut na rynkach wschodzących. Ważne będą także wydarzenia na polskiej scenie politycznej oraz zmiany stóp procentowych w kraju i zagranicą. W perspektywie najbliższych lat w kierunku ustabilizowania kursu realnego na bieżącym poziomie lub jego umiarkowanego umocnienia powinny oddziaływać bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących, napływ środków unijnych, transfery od Polaków pracujących za granicą a także dobre perspektywy wzrostu gospodarczego, sprzyjającego napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

2.5.3 Kredyt i pieniądz

Wzrost akcji kredytowej przyspiesza. W grudniu 2006 r. zadłużenie sektora niefinansowego w sektorze bankowym wzrastało w tempie 23,8% r/r. Głównym pożyczkobiorcą są gospodarstwa domowe, które zaciągają kredyty przede wszystkim na zakup mieszkań. Dynamicznie wzrastają również kredyty dla przedsiębiorstw.

Sektor przedsiębiorstw

Od II poł. 2006 r. utrzymuje się ożywienie na rynku kredytów dla przedsiębiorstw. Tempo wzrostu zadłużenia tego sektora w bankach komercyjnych wzrosło z 8,7% r/r w sierpniu do 14,5% r/r w grudniu 2006 r.⁴⁹ Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych, dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła 15,1% r/r w grudniu, wobec 9,6% r/r w sierpniu (Wykres 2.27, prawy panel).⁵⁰



Wykres 2.27: Kredyty dla przedsiębiorstw, dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego. Lewy panel – wolumen udzielonych kredytów, stan w grudniu 2002 = 100. Prawy panel – roczne tempo wzrostu.

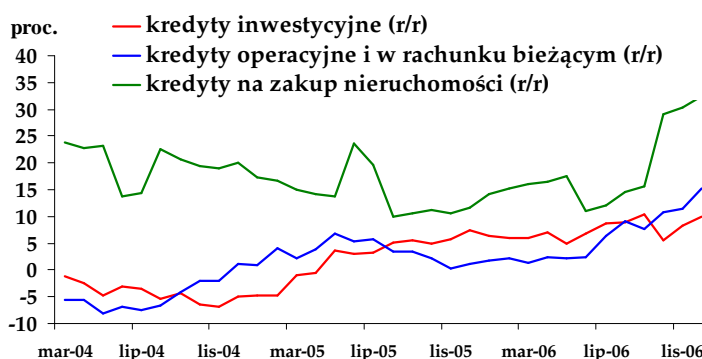
Źródło: Dane NBP.

Dynamika zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów na cele inwestycyjne wzrosła z 9,0% r/r w sierpniu do 9,9% r/r w grudniu 2006 r. (Wykres 2.28). Odnotowany w październiku istotny spadek wartości kredytów inwestycyjnych wynikał z faktu, że w tym czasie jeden z banków dokonał przeklasyfikowania części kredytów inwestycyjnych na kredyty na zakup nieruchomości. Znajduje to odzwierciedlenie w silnym wzroście tego rodzaju kredytów - ich tempo wzrostu osiągnęło w grudniu wartość 32,4% r/r, wobec 14,6% r/r w sierpniu 2006 r. (Wykres 2.28). W związku z faktem, że zakup nieruchomości niemieszkańciovych przyczynia się do zwiększenia majątku produkcyjnego przedsiębiorstw, w analizie kształtowania się kredytów dla tego sektora warto wyodrębnić dodatkową kategorię będącą sumą kredytów na cele inwestycyjne oraz na zakup nieruchomości niemieszkańciovych. W grudniu kredyty te rosły w tempie 16,5% r/r, wobec 10,5% r/r w sierpniu 2006 r. Nadal rosnącym zainteresowaniem przedsiębiorstw cieszą się kredyty operacyjne i w rachunku bieżącym, których tempo wzrostu wyniosło w grudniu 15,3% r/r, wobec 9,2% r/r w sierpniu 2006 r. Czynniki sprzyjającymi wzrostowi akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw były m.in. wysoki wzrost gospodarczy, dynamiczny wzrost inwestycji oraz łagodzenie przez banki polityki kredytowej dla tego sektora.

Badania NBP nie prowadzą do jednoznacznych wniosków co do kształtowania się kredytów przedsiębiorstw na początku 2007 r. Z jednej strony, wyniki badań ankietowych

⁴⁹Analizowanym okresem w *Raporcie* jest sierpień – grudzień 2006 r.

⁵⁰W dalszej części niniejszego podrozdziału wszelkie wartości liczbowe dotyczące zmian kredytów i depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych odnoszą się do danych skorygowanych o wpływ wahań kursu złotego, chyba, że zaznaczono inaczej.



Wykres 2.28: Roczne tempo wzrostu kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych, kredytów inwestycyjnych oraz kredytów na zakup nieruchomości dla przedsiębiorstw (dane po usunięciu wpływu wahań kursu złotego).

Źródło: Dane NBP.

dotyczących sytuacji na rynku kredytowym⁵¹ wskazują, że w I kw. 2007 r. banki spodziewają się dalszego łagodzenia warunków i kryteriów przyznawania kredytów w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrostu popytu na kredyt w tym sektorze. Stwarzałoby to warunki do dalszego przyspieszenia tempa wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw w bankach komercyjnych. Z drugiej strony, wyniki badań ankietowych NBP dotyczących stanu koniunktury w I kw. 2007 r.⁵² wskazują, że w kolejnych miesiącach można się spodziewać jedynie nieznacznego wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Na wzrost akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw w I kw. 2007 r. może wskazywać dodatnie saldo prognoz zadłużenia kredytowego ważonych wielkością zatrudnienia badanych przedsiębiorstw. Znaczny spadek tego wskaźnika w porównaniu do ostatnich trzech kwartałów 2006 r. sugeruje jednak, że tempo wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw w sektorze bankowym może się obniżyć.

Dane dotyczące bilansu płatniczego za III kw. 2006 r. wskazują, że szybkiemu wzrostowi akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw towarzyszył znaczny wzrost zadłużenia zagranicznego tego sektora. Dynamika kredytów niehandlowych przyspieszyła z 11,7% r/r w II kw. do 17,5% r/r w III kw. 2006 r., głównie za sprawą wzrostu kredytów od inwestorów bezpośrednich. Tempo wzrostu kredytów na cele handlowe obniżyło się natomiast z 23,6% r/r w II kw. 2006 r. do 16,7% r/r w III kw. 2006 r.

W okresie od sierpnia do listopada 2006 r. przeciętne oprocentowanie złotych kredytów i depozytów przedsiębiorstw praktycznie nie zmieniło się (Tabela 2.10), co wynika z faktu, że 1-miesięczny i 3-miesięczny WIBOR, stanowiący stopę referencyjną dla bankowych stóp procentowych, pozostawał na stabilnym poziomie.

⁵¹Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2007 - ankieta została przeprowadzona wśród 24 banków, których łączny udział należności od przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w portfelu sektora bankowego wynosi 76,6%, analiza dostępna na stronie: www.nbp.pl.

⁵²Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury

Determinanty inflacji

Okres	kwi-06	maj-06	cze-06	lip-06	sie-06	wrz-06	paź-06	lis-06
Kredyty ogółem	5.9%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Depozyty ogółem	3.6%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%	3.5%	3.6%	3.5%

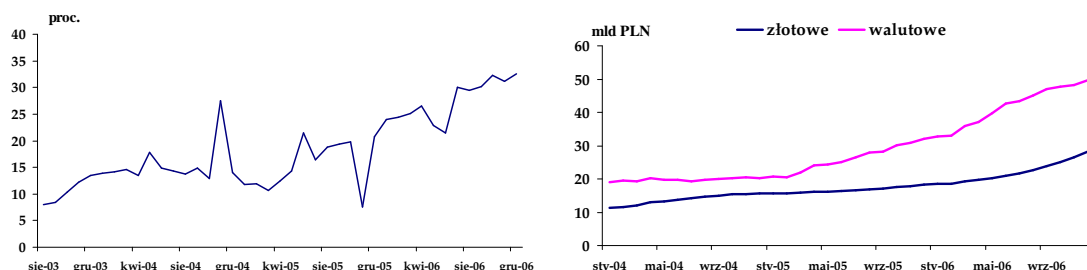
Tabela 2.10: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w sektorze przedsiębiorstw.

Źródło: Dane NBP.

Wyraźnemu wzrostowi akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw towarzyszy dalszy wzrost depozytów tego sektora. W grudniu tempo wzrostu środków utrzymywanych przez przedsiębiorstwa na rachunkach bankowych wyniosło 26,5% r/r, wobec 23,5% r/r w sierpniu 2006 r. Dane te wskazują na dobrą sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw oraz ich znaczne możliwości finansowania inwestycji ze środków własnych.

Sektor gospodarstw domowych

Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w sektorze bankowym w dalszym ciągu przyspiesza. Tempo wzrostu nominalnej wartości kredytów i pożyczek udzielonych gospodarstwom domowym przez banki wzrosło z 30,2% r/r w sierpniu do 34,5% r/r w grudniu 2006 r. (Wykres 2.29, lewy panel). Po usunięciu wpływu zmian kursu złotego, kredyty gospodarstw domowych wzrastały w tempie 35,2% r/r w grudniu, wobec 31,0% r/r w sierpniu 2006 r.



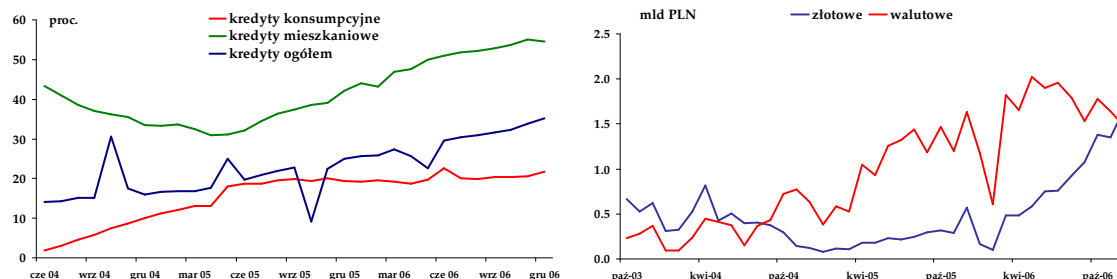
Wykres 2.29: Kredyty dla gospodarstw domowych w ujęciu nominalnym, bez korekty o wpływ wahań kursowych. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem. Prawy panel: wartość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w rozbiciu na kredyty złote i walutowe. **Źródło:** Dane NBP.

Głównym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych pozostają kredyty mieszkaniowe. W okresie od sierpnia do grudnia 2006 r., kredyty na ten cel zwiększyły się o 16,9%, a ich tempo wzrostu wzrosło z 52,2% r/r do 54,6% r/r. (Wykres 2.30, lewy panel). Badania ankietowe NBP⁵³ wskazują, że zdaniem banków, do głównych

w I kwartale 2007 r., www.nbp.pl.

⁵³Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2007.

przyczyn wzrostu zainteresowania gospodarstw domowych kredytami na cele mieszkaniowe należały oczekiwania na dalszy wzrost cen na rynku mieszkaniowym oraz poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych.



Wykres 2.30: Kredyty dla gospodarstw domowych po usunięciu wpływu wahań kursu złotego. Lewy panel: roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Prawy panel: miesięczne przyrosty mieszkaniowych kredytów złotych i walutowych.

Źródło: Dane NBP.

W ostatnich miesiącach coraz większą część nowoudzielonych kredytów na cele mieszkaniowe stanowiły kredyty złotowe. W konsekwencji, od lipca 2006 r. maleje udział kredytów walutowych w strukturze kredytów mieszkaniowych - w grudniu 2006 r. wynosił on 63,8%, wobec 66,5% w sierpniu 2006 r. Do spadku znaczenia kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych mogło się przyczynić zaostrzenie przez banki warunków udzielania tych kredytów po wejściu w życie *Rekomendacji S*⁵⁴. Może o tym świadczyć fakt, że w II połowie 2006 r. wzrósł średni dochód do dyspozycji klientów banków, którym udzielono kredytów walutowych. Wzrost ten był większy niż w przypadku kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyty denominowane w złotych. Ważnym czynnikiem, który mógł się przyczynić do zmniejszenia wartości nowoudzielonych kredytów walutowych był obserwowany w ostatnich miesiącach stopniowy wzrost stawek LIBOR CHF, prowadzący do spadku dysparytetu stóp procentowych od kredytów zawieranych w złotych i frankach szwajcarskich, w których zaciągana jest większość kredytów walutowych.

Obok kredytów mieszkaniowych, ważnym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych pozostają kredyty na cele konsumpcyjne. Ich roczna dynamika wzrosła z 19,9% r/r w sierpniu do 21,8% r/r w grudniu 2006 r.

Wyniki badań NBP dotyczących sytuacji na rynku kredytowym⁵⁵ wskazują, że w I kw. 2007 r. banki przewidują złagodzenie polityki kredytowej w odniesieniu do kredytów konsumpcyjnych oraz wzrost popytu gospodarstw domowych na tego rodzaju kredyty.

⁵⁴ *Rekomendacja S* jest dokumentem stanowiącym zbiór zasad dobrych praktyk dotyczących ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, który został przygotowany przez Komisję Nadzoru Bankowego. Zobowiązuje ona banki m.in. do tego, by przy udzielaniu kredytów w walutach obcych analizowały one zdolność kredytową klienta przy założeniu, że stopa procentowa dla kredytu walutowego jest równa co najmniej stopie procentowej dla kredytu złotowego, a kapitał kredytu jest większy o 20%.

⁵⁵ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2007.*

W segmencie kredytów na cele mieszkaniowe oczekiwane jest nieznaczne zaostrzenie warunków i kryteriów ich przyznawania. Ponadto, banki spodziewają się zmniejszenia popytu gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe, co może się wiązać z gwałtownym wzrostem cen mieszkań, prowadzącym do ograniczenia możliwości finansowania ich zakupu kredytem bankowym.

W okresie od sierpnia do listopada 2006 r. oprocentowanie depozytów oraz kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych i instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych utrzymywało się na stabilnym poziomie (Tabela 2.11).

Okres	kwi-06	maj-06	cze-06	lip-06	sie-06	wrz-06	paź-06	lis-06
Kredyty								
Mieszkaniowe	5.7%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
Konsumpcyjne	14.5%	14.4%	14.4%	14.2%	14.1%	14.1%	14.2%	14.2%
Ogółem	11.8%	11.6%	11.2%	10.9%	11.1%	10.8%	9.6%	10.4%
Depozyty								
Ogółem	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%

Tabela 2.11: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w sektorze gospodarstw domowych i instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

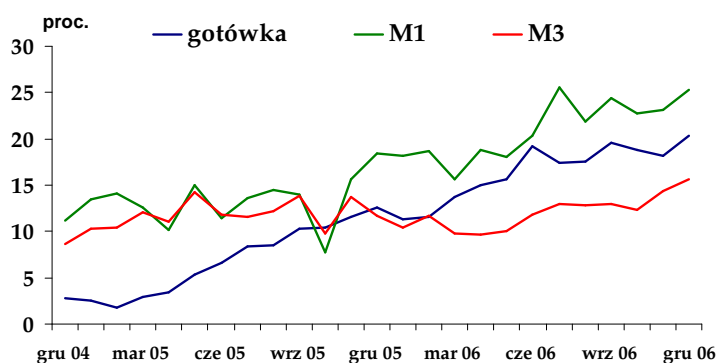
Źródło: Dane NBP.

Dynamicznemu wzrostowi akcji kredytowej w sektorze gospodarstw domowych towarzyszyło przyspieszenie wzrostu depozytów bankowych oraz pozabankowych form oszczędności finansowych tego sektora, czemu sprzyjała poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych. W grudniu aktywa finansowe gospodarstw domowych⁵⁶ rosły w tempie 18,5% r/r, wobec 15,2% w sierpniu 2006 r. Szybko wzrastają środki gospodarstw domowych na rachunkach bankowych. Ich dynamika zwiększyła się z 6,1% r/r w sierpniu do 9,0% r/r w grudniu. Zdecydowanie najszybciej rośnie jednak wartość jednostek funduszy inwestycyjnych w posiadaniu gospodarstw domowych. W okresie od sierpnia do grudnia 2006 r. wzrosła ona o 20,6%, a jej roczna dynamika wyniosła w grudniu 62,5% r/r, do czego przyczyniła się hossa na giełdzie papierów wartościowych. W wyniku rosnącego zainteresowania tą formą oszczędności finansowych, w grudniu 2006 r. jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w posiadaniu gospodarstw domowych stanowiły 19,7% ich aktywów finansowych, wobec 14,3% rok wcześniej.

⁵⁶Wartość tych aktywów obliczana jest jako suma depozytów bankowych gospodarstw domowych, pieniądza gotówkowego w obiegu, wartości jednostek funduszy inwestycyjnych oraz obligacji i bonów skarbowych w posiadaniu gospodarstw domowych oraz ich aktywów zgromadzonych w zakładach ubezpieczeń na życie.

Agregaty monetarne

Procesy obserwowane na rynku kredytów znajdują odzwierciedlenie w kształtowaniu się podstawowych agregatów monetarnych. Wraz z przyspieszeniem akcji kredytowej nastąpił dynamiczny wzrost szerokiego pieniądza M3, którego dynamika osiągnęła w grudniu 15,6% r/r wobec 12,9% r/r w sierpniu 2006 r. (Wykres 2.31). W dalszym ciągu najszybszym wzrostem charakteryzują się składniki M3 o stosunkowo dużej płynności. W grudniu agregat M1 wzrastał w tempie 25,3% r/r. Na wysokim poziomie utrzymuje się roczna dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu, która w grudniu wyniosła 20,3% r/r, wobec 17,6% w sierpniu 2006 r.



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

Źródło: Dane NBP.

Polityka pieniężna w okresie październik 2006 r. - styczeń 2007 r.

Ważnym elementem polityki pieniężnej prowadzonej w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest komunikacja banku centralnego z otoczeniem. Komunikacja ta polega na przedstawianiu ocen aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Najważniejszymi instrumentami komunikacji Rady z otoczeniem są *Raporty o inflacji*, komunikaty i konferencje prasowe po jej posiedzeniach. Dążąc do dalszego zwiększenia przejrzystości polityki pieniężnej, w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2007* Rada zapowiedziała, że będzie się starała szerzej przedstawiać argumenty podnoszone w trakcie dyskusji na jej posiedzeniach. Realizując tę zapowiedź poczynawszy od niniejszego *Raportu* Rada przedstawia zmodyfikowaną formułę rozdziału *Polityka pieniężna*. Zawarty w niej opis dyskusji i zagadnień rozpatrywanych na posiedzeniach decyzyjnych jest bardziej szczegółowy niż dotychczas. Bardziej przejrzysta polityka pieniężna powinna sprzyjać poprawie jej przewidywalności, a tym samym zwiększeniu jej efektywności. Rada będzie zmierzać do dalszego ulepszenia komunikacji z otoczeniem.

W rozdziale o polityce pieniężnej przedstawiono chronologicznie (miesiąc po miesiącu) przebieg dyskusji nad najważniejszymi problemami poruszonymi na posiedzeniach decyzyjnych Rady. Takie ujęcie umożliwia przedstawienie ocen formułowanych w trakcie posiedzeń Rady na tle zmieniających się procesów gospodarczych. Powinno to pozwolić na lepsze zrozumienie reakcji polityki pieniężnej na zmiany zachodzące w gospodarce. Nowa formuła rozdziału *Polityka pieniężna* jest bliska protokołom z posiedzeń ciał decyzyjnych (ang. *minutes*), publikowanym przez wiele banków centralnych.

W trakcie posiedzeń Rada dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się przyszłej inflacji w kontekście minionej, bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej. Na posiedzeniach rozważano przede wszystkim, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: kształtowanie się kursu złotego, tendencje na rynku pracy, perspektywy i struktura wzrostu gospodarczego, dynamika agregatów monetarnych i sytuacja finansowa przedsiębiorstw. W tym kontekście Rada oceniała, czy obecny poziom stóp procentowych sprzyja trwałemu powrotowi inflacji w okolice celu inflacyjnego (2,5%) w

horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Październikowa projekcja inflacji (sporządzona z wykorzystaniem danych dostępnych do 28 września 2006 r.) przewidywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w I kw. 2007 r. powróci do celu inflacyjnego (2,5%). Projekcja wskazywała, że w 2008 r. inflacja będzie nadal stopniowo wzrastać i w II połowie 2008 r. jej poziom będzie zbliżony do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. W trakcie posiedzeń członkowie Rady wyrażali zróżnicowane poglądy na temat perspektyw inflacji przedstawionych w październikowej projekcji. Poglądy te znalazły odbicie w przebiegu dyskusji na kolejnych posiedzeniach.

Dane opublikowane w listopadzie i grudniu 2006 r. wskazywały, że w krótkim okresie inflacja może ukształtować się na poziomie niższym od przewidywanego w projekcji październikowej, jednak utrzymanie inflacji blisko celu inflacyjnego w średnim okresie może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej.

Na posiedzeniach w październiku, listopadzie i grudniu 2006 r. oraz styczniu 2007 r. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Październik

W trakcie dyskusji na październikowym posiedzeniu członkowie Rady poświęcili wiele uwagi perspektywom kształtowania się kursu złotego. Październikowa projekcja przewidywała, że w horyzoncie projekcji nastąpi stopniowa deprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego, przyczyniająca się do wzrostu inflacji. Prognozowane w projekcji osłabienie złotego było w pewnym stopniu wynikiem powrotu kursu bieżącego do poziomu zgodnego ze średniookresową ścieżką realnego kursu złotego uwzględnianą w projekcji, w części zaś było ono rezultatem przewidywanego w projekcji spadku realnego dysparytetu stóp procentowych.

Część członków uznała, że przedstawionego w projekcji inflacji scenariusza deprecjacji kursu złotego nie można uznać za najbardziej prawdopodobny. Oceniali oni, że w średniookresowej perspektywie kurs złotego będzie mocniejszy niż przewidywała projekcja październikowa. Członkowie ci wskazywali, że w horyzoncie projekcji czynnikami oddziałującymi w kierunku umocnienia złotego będą: niski deficyt obrotów bieżących, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, napływ środków w ramach funduszy unijnych, transfery związane z emigracją zarobkową Polaków oraz notowany dotychczas szybki wzrost rezerw walutowych. Jeśli mocniejszemu niż przewidywała projekcja kursowi złotego nie towarzyszyłoby umocnienie kursu średniookresowej równowagi, można by oczekiwać, że inflacja w horyzoncie projekcji ukształtowałaby się na poziomie niższym niż przewidywała projekcja. Na poparcie tej tezy członkowie ci powoływali się na wyniki przeprowadzonej analizy wrażliwości projekcji inflacji na impuls kursowy polegający na założeniu silniejszego niż w projekcji nominalnego efektywnego kursu

złotego przy niezmienionej średniookresowej ścieżce realnego kursu złotego. Członkowie Ci podkreślali, że ze względu na trudności w szacowaniu kursu równowagi trudno ocenić, w jakim stopniu umocnienie nominalnego efektywnego kursu złotego w stosunku do ścieżki przewidywanej w projekcji może być skompensowane przez mocniejszy niż w projekcji średniookresowy poziom kursu złotego.

Inni członkowie wskazywali, że ewentualne umocnienie kursu złotego w stosunku do ścieżki przewidywanej w projekcji będzie najprawdopodobniej odbiciem zmian strukturalnych zachodzących w gospodarce, przyczyniających się do wzmocnienia kursu równowagi średniookresowej. Możliwe byłoby oczekiwanie, że silniejszy niż przewidywała projekcja październikowa kurs złotego nie będzie oddziaływał w kierunku ukształtowania się inflacji poniżej poziomu przewidywanego w projekcji. Na poparcie tej tezy członkowie ci powoływali się na wyniki analizy wrażliwości projekcji na impuls kursowy polegający na założeniu silniejszego niż w projekcji nominalnego efektywnego kursu złotego przy jednoczesnym wzroście średniookresowego poziomu kursu w stosunku do przewidywań projekcji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że ewentualne umocnienie złotego w stosunku do przewidywań projekcji, któremu nie towarzyszyłaby zmiana kursu średniookresowej równowagi, nie będzie stało w sprzeczności z realizacją celu inflacyjnego, gdyż zgodnie z projekcją w średnim horyzoncie przewidywana w projekcji inflacja kształtuje się powyżej celu inflacyjnego.

Rada dyskutowała również na temat wpływu sytuacji na rynku pracy na dynamikę wynagrodzeń, jednostkowych kosztów pracy i inflację. Zdaniem niektórych członków w dłuższej perspektywie można się spodziewać szybkiego i wyższego niż przewidywała projekcja tempa wzrostu płac i jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Wskazywali oni, że w kierunku szybszego niż w projekcji wzrostu płac będzie oddziaływał utrzymujący się szybki wzrost liczby pracujących w gospodarce przy jednoczesnym spadku, w stosunku do wcześniejszych przewidywań, liczby aktywnych zawodowo. Członkowie ci oczekiwali, że ze względu na relatywnie niski, w porównaniu z wieloma krajami UE, poziom płac w Polsce, w średniookresowej perspektywie migracje zarobkowe będą nadal przyczyniać się do obniżenia wskaźnika aktywności ekonomicznej ludności, co przy wzroście popytu na pracę będzie prowadzić do narastania presji płacowej. Ich zdaniem na ryzyko szybszego niż w projekcji wzrostu płac wskazywały również wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NBP, sygnalizujące narastającą presję płacową w przedsiębiorstwach, duża płynność finansowa przedsiębiorstw, umożliwiająca zaspokojenie żądań płacowych, oraz prawdopodobny spadek stopy bezrobocia poniżej stopy nieprzyspieszającej wzrostu wynagrodzeń (NAWRU).

Zdaniem innych członków Rady, ocena bieżącej i przyszłej sytuacji na rynku pracy nie dawała podstaw do twierdzenia, że wzrost płac w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie wyższy niż przewidywała październikowa projekcja. Członkowie ci wskazywali, że wyniki badań empirycznych przyniosły zróżnicowane odpowiedzi na pytanie, jaki jest poziom stopy NAWRU dla Polski i, w związku z czym, wysokie bezrobocie w Polsce może jeszcze przez jakiś czas przyczyniać się do ograniczenia nacisków na wzrost płac. Oceniali oni równocześnie, że w średnim okresie spadek naturalnej stopy bezrobocia może być głębszy niż spadek stopy bezrobocia rejestrowanego, do czego

może przyczynić się wzrost udziału osób młodszych wśród wszystkich bezrobotnych, w przypadku których prawdopodobieństwo znalezienia pracy jest relatywnie wysokie. Zdaniem tych członków w średnim okresie w kierunku ograniczenia dynamiki wynagrodzeń będzie również oddziaływać możliwość przenoszenia produkcji z Polski do krajów o niskich kosztach wytwarzania, w których płace są niższe niż w Polsce a wkład kapitału ludzkiego do produkcji i oferta produktowa zbliżone. Jak twierdzono, w długim okresie znaczenie tych krajów dla światowego rynku pracy będzie stopniowo wzrastać, co będzie sprzyjać utrzymywaniu niskiej presji na wzrost wynagrodzeń w krajach rozwiniętych i w Polsce. Członkowie ci argumentowali, że o sile oddziaływania tego czynnika może świadczyć utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu płac i niskiej inflacji w krajach o różnym poziomie rozwoju mimo silnego wzrostu cen energii. Podkreślano również, że w przedsiębiorstwach eksportujących oraz małych i średnich, mających ograniczone możliwości przenoszenia kosztów produkcji na ceny, wzrost płac będzie najprawdopodobniej zgodny ze wzrostem wydajności ze względu na silną konkurencję cenową.

W informacji po październikowym posiedzeniu Rada podkreśliła, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtowały się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znalazła się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyłeń od celu inflacyjnego. W ocenie Rady nowe dane oraz październikowa projekcja inflacji sygnalizowały, że inflacja w średnim okresie może ukształtować się na wyższym poziomie niż oceniano na wrześniowym posiedzeniu.

Listopad

Po zapoznaniu się z przygotowaną przez analityków NBP oceną sytuacji gospodarczej, Rada dyskutowała na temat ewentualnych zmian w bilansie czynników kształtujących przyszłą inflację w relacji do październikowej projekcji inflacji i PKB.

Członkowie Rady dyskutowali na temat perspektyw wzrostu gospodarczego oraz wpływu struktury tego wzrostu na przyszłą inflację. Zdaniem niektórych członków Rady najprawdopodobniej wyższe od założonego w projekcji październikowej tempo wzrostu PKB w III kw. wskazywało, że domknięcie luki popytowej nastąpi szybciej niż przewidywano w projekcji. Wskazywano ponadto na zmianę struktury PKB w kierunku stopniowego zwiększenia wkładu inwestycji do wzrostu. Członkowie ci oceniali, że taka struktura PKB może mieć charakter bardziej proinflacyjny, niż struktura charakteryzująca się relatywnie wysokim wkładem eksportu netto do wzrostu. Ich zdaniem w średnim okresie przyspieszenie inwestycji wywołuje głównie efekty popytowe, natomiast efekty podażowe występują z opóźnieniem. Wskazywano ponadto, że dla oceny perspektyw inflacji istotne znaczenie ma struktura inwestycji. Podkreślano, że w przypadku inwestycji w infrastrukturę, które przeważają w strukturze inwestycji w Polsce, opóźnienie pomiędzy efektami popytowymi i podażowymi tych inwestycji jest stosunkowo duże.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę na korzystne efekty podażowe, które wystąpią w wyniku obserwowanego przyspieszenia inwestycji. Podkreślali oni, że napływowi zagranicznych inwestycji bezpośrednich towarzyszy zwykle napływ nowych technologii i

nowoczesnych metod zarządzania, co sprzyja wzrostowi wydajności pracy i utrzymywaniu inflacji na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego. Ich zdaniem wnioski te potwierdzają wyniki badań przeprowadzonych w krajach rozwiniętych, zgodnie z którymi wydajność rośnie w okresach ożywienia koniunktury. W ocenie tych członków procykliczny charakter wydajności pracy pozwala uznać, że opóźnienia pomiędzy wzrostem nakładów inwestycyjnych i zwiększeniem wydajności nie są znaczące. Na tej podstawie argumentowano, że już w średnim okresie zmiana struktury PKB powinna przyczynić się do przyspieszenia wzrostu potencjalnego PKB i zmniejszenia presji inflacyjnej.

Rada poświęciła również wiele uwagi wpływowi obniżającego się bezrobocia na presję płacową. Uczestnicy dyskusji wskazywali na wyniki badań empirycznych, według których stopa NAWRU w Polsce kształtuje się na stosunkowo wysokim, dwucyfrowym poziomie. Ich zdaniem można przyjąć, że wraz ze spadkiem bieżącej stopy bezrobocia nie następuje obniżenie się stopy NAWRU w takim samym stopniu. Argumentowali oni, że przy założeniu stałości stopy NAWRU w horyzoncie projekcji można oczekiwać spadku stopy bieżącego bezrobocia poniżej stopy NAWRU i związanego z tym narastania presji na wzrost wynagrodzeń. W ocenie niektórych członków jest bardzo prawdopodobne, że już w 2006 r. stopa bezrobocia ukształtowała się na poziomie niższym od stopy NAWRU, co przyczyniło się do zwiększenia dynamiki wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.

Odnosząc się do problemu naturalnej stopy bezrobocia inni członkowie wskazywali, że procesy strukturalne zachodzące w polskiej gospodarce utrudniają szacowanie stopy NAWRU w Polsce. Uznali oni, że dostępna wiedza na temat relacji pomiędzy rzeczywistością i naturalną stopą bezrobocia nie pozwala ocenić, z jaką siłą oczekiwany w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej spadek bezrobocia będzie przyczyniał się do wzrostu presji na wzrost płac. Członkowie ci wskazywali, że w krajach regionu o zbliżonym poziomie rozwoju stopa bezrobocia jest wyraźnie niższa niż w Polsce. Fakt ten, jak twierdzono, może świadczyć o tym, że jeszcze przez jakiś czas naturalna stopa bezrobocia w Polsce może kształtować się na poziomie niższym od bieżącej stopy bezrobocia.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również ocena ryzyka inflacyjnego związanego ze stopniowym przyspieszeniem dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Zgodnie ze wstępnymi danymi BAEL w III kw. i szacunkami PKB w III kw. tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem wyraźnie wzrosło i ukształtowało się na poziomie istotnie wyższym od założonego w październikowej projekcji. Część członków Rady uznała, że ryzyko inflacyjne związane z przyspieszeniem wzrostu jednostkowych kosztów pracy oceniać trzeba na tle sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Ich zdaniem dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw umożliwia skompensowanie wzrostu jednostkowych kosztów pracy poprzez zmniejszenie marż i zysków przedsiębiorstw. Zwracano ponadto uwagę, że w przemyśle jednostkowe koszty pracy spadają, co sprzyja stabilizacji cen w gospodarce. Zdaniem tych członków dotychczas obserwowane tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy nie stanowiło czynnika znaczącego ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego. Oceniali oni, że ryzyko takie mogłoby wystąpić w przypadku gwałtownego zwiększenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Inni członkowie zwracali uwagę, że w okresie ożywienia koniunktury zwykle następu-

je wzrost inflacji. Ich zdaniem może to wskazywać, że ewentualne obniżki marż nie w pełni kompensują wzrost jednostkowych kosztów pracy. Uczestniczący w dyskusji wskazywali, że w wyniku szybkiego wzrostu gospodarczego, przewyższającego tempo wzrostu potencjalnego PKB, oraz domykającej się luki popytowej, wzrasta prawdopodobieństwo, że wzrostowi presji płacowej towarzyszyć będzie wzrost cen a nie spadek marż w przedsiębiorstwach.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wysokie tempo wzrostu agregatów monetarnych i związane z tym ryzyko wzrostu inflacji. Inni członkowie argumentowali, że wzrost agregatów monetarnych dokonuje się z niskich poziomów i nie musi prowadzić do wzrostu inflacji.

W ocenie Rady najnowsze dane sygnalizowały, że inflacja (CPI r/r) w IV kw. może być niższa niż wskazywała projekcja październikowa, natomiast inflacja bazowa netto będzie zgodna z tą projekcją. Mimo najprawdopodobniej niższej niż oczekiwano inflacji CPI w IV kw. br. Rada uznała, że perspektywy inflacji w średnim okresie nie uległy zasadniczej zmianie w stosunku do oceny sformułowanej w październiku.

Grudzień

Po zapoznaniu się z przygotowaną przez analityków NBP oceną sytuacji gospodarczej, Rada dyskutowała na temat ewentualnych zmian w bilansie czynników kształtujących przyszłą inflację w relacji do październikowej projekcji inflacji i PKB oraz w relacji do oceny tego bilansu dokonanej na posiedzeniu RPP w listopadzie.

Na grudniowym posiedzeniu Rada ponownie dyskutowała na temat wpływu na inflację ewentualnego umocnienia nominalnego efektywnego kursu złotego w stosunku do ścieżki przewidywanej w październikowej projekcji. Część członków podtrzymała argument podnoszony na poprzednich posiedzeniach, że ze względu na oddziaływanie czynników sprzyjających aprecjacji złotego nominalny kurs złotego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie najprawdopodobniej mocniejszy, niż przewidywała projekcja październikowa. Członkowie ci za prawdopodobne uznali również umocnienie się średniookresowej ścieżki realnego kursu złotego w stosunku do ścieżki przewidywanej w projekcji, co może w pewnym stopniu kompensować antyinflacyjny wpływ mocniejszego niż w projekcji nominalnego kursu złotego. Wskazywali oni jednak, że ewentualnemu umocnieniu średniookresowego poziomu kursu towarzyszyć będą korzystne zmiany strukturalne, przyczyniające się do szybszego wzrostu wydajności pracy i zwiększenia dynamiki potencjalnego PKB, co z kolei umożliwiłoby zwiększenie tempa wzrostu PKB bez wzrostu presji inflacyjnej. Jak twierdzono, notowane w Polsce jedno z najwyższych temp wzrostu wydajności pracy w regionie może potwierdzać, że umocnieniu kursu równowagi złotego towarzyszą korzystne efekty podażowe.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że spodziewany w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej wzrost presji popytowej może się okazać na tyle silny, że zdominuje on korzystne efekty podażowe, towarzyszące aprecjacji kursu równowagi. Argumentowano, że na rosnące prawdopodobieństwo tego scenariusza wskazywały stopniowy

wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy, obniżenie się, w stosunku do wcześniejszych oczekiwań, tempa wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji w 2006 r., silny wzrost dynamiki popytu krajowego oraz szybki wzrost agregatów pieniężnych. Ponadto uczestniczący w dyskusji podkreślali, że obserwowana ekspansja agregatów monetarnych najprawdopodobniej utrzyma się w dłuższym okresie, co stanowi znaczący czynnik ryzyka inflacyjnego mimo braku krótkookresowego związku pomiędzy zmianami agregatów monetarnych a inflacją.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu Rady były również doświadczenia krajów nadbałtyckich, w których inflacja wyraźnie wzrosła i kształtuje się na poziomie wyższym niż w Polsce i niektórych krajach regionu. Niektórzy członkowie wskazywali, że wzrost inflacji w tych krajach był spowodowany przez łączny wpływ czynników, które, choć z mniejszym natężeniem, występują również w Polsce: spadek podaży pracy związany z migracjami zarobkowymi, szybki wzrost agregatów kredytowych i płac oraz napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Ich zdaniem silny wzrost presji inflacyjnej w tych krajach może wskazywać, że w krótkim okresie wzrost inwestycji wywołuje głównie efekty popytowe, zaś efekty podażowe, oddziałujące w kierunku obniżenia inflacji, pojawiają się z opóźnieniem.

Inni członkowie podkreślali, iż ze względu na stosowany przez kraje nadbałtyckie system sztywnego kursu walutowego lub izby walutowej znaczenie doświadczeń tych krajów dla oceny perspektyw inflacji w Polsce jest znacznie ograniczone. Argumentowali oni, że w tych krajach ze względu na brak możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej ożywienie gospodarcze prowadzi do wzrostu inflacji i spadku realnych stóp procentowych do ujemnego poziomu, co uniemożliwia zahamowanie narastającej presji inflacyjnej. Wskazywali oni także, że w krajach nadbałtyckich utrzymuje się znacznie wyższe niż w Polsce tempo wzrostu PKB i agregatów kredytowych.

Rada poświęciła wiele uwagi średniookresowym perspektywom inflacji. Członkowie Rady byli zgodni, że ze względu na opóźnienia, jakie występują pomiędzy zmianą stóp procentowych, a jej najsilniejszym wpływem na inflację, w ocenie bilansu czynników ryzyka dla przyszłej inflacji stosunkowo niewielką wagę należy przywiązywać do faktu, iż w krótkim okresie inflacja ukształtuje się najprawdopodobniej na poziomie niższym niż przewidywano w październikowej projekcji. Część członków Rady podkreślała, iż szybszy niż przewidywano w projekcji wzrost PKB w III kw. i najprawdopodobniej również w IV kw., stopniowy wzrost jednostkowych kosztów pracy w warunkach wzrostu popytu na pracę przy jednoczesnym spadku jej podaży oraz utrzymująca się wysoka dynamika agregatów monetarnych wzmacniają ocenę przedstawioną w projekcji, zgodnie z którą pod koniec horyzontu projekcji inflacja ukształtuje się na poziomie wyraźnie wyższym od celu inflacyjnego. Ich zdaniem za taką oceną przemawiało również kształtowanie się inflacji bazowej netto na poziomie zgodnym z projekcją.

Zdaniem innych członków Rady ocena czynników kształtujących inflację w średnim okresie nie pozwalała uznać, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja ukształtuje się na poziomie istotnie wyższym od celu. Zgadzała się oni, że wysokie tempo wzrostu gospodarczego, relacja popytu i podaży na rynku pracy oraz wzrost akcji kredytowej stwarzają ryzyko stopniowego wzrostu inflacji, co może oznaczać konieczność

dostosowania w polityce pieniężnej. Zwracali oni jednak uwagę na czynniki strukturalne, które w średnim okresie mogą łagodzić wpływ presji popytowej na ceny. W ocenie tych członków procesy globalizacyjne zmniejszają możliwość swobodnego kształtowania cen przez przedsiębiorstwa, co może potwierdzać ograniczony wpływ wyższych cen surowców na ceny dóbr konsumpcyjnych w krajach o różnym poziomie rozwoju. Członkowie ci podkreślali, że w wyniku procesów globalizacyjnych następuje zmniejszenie znaczenia krajowej luki popytowej w porównaniu z luką w gospodarce światowej, co znajduje odbicie w spadku nachylenia krzywej Phillipsa. Ich zdaniem wnioski te znajdują potwierdzenie w wynikach badań empirycznych, wskazujących na odnotowany w ostatnich latach w niektórych krajach rozwiniętych wzrost korelacji pomiędzy inflacją globalną i krajową.

W ocenie Rady najnowsze dane sygnalizowały, że inflacja CPI (r/r) w IV kw. br. będzie niższa niż wskazywała projekcja październikowa, natomiast inflacja bazowa netto będzie się kształtować na poziomie zbliżonym do przewidywanego w projekcji. Rada uznała, że w 2007 r. możliwe jest wystąpienie czynników, które mogą przejściowo obniżać inflację (CPI) w pewnych okresach. Analiza perspektyw inflacji wskazywała, że utrzymanie inflacji blisko celu inflacyjnego 2,5% w średnim okresie może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej.

Podobnie jak w październiku i listopadzie Rada oceniała, że obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego stwarza dogodne warunki dla przeprowadzenia reform powodujących trwałe ograniczenie nierównowagi finansów publicznych. Rada podtrzymała przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie. Ograniczenie nierównowagi finansów publicznych samo w sobie, a także przez stworzenie warunków umożliwiających wprowadzenie euro, przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego.

Styczeń

Po zapoznaniu się z przygotowaną przez analityków NBP oceną sytuacji gospodarczej Rada dyskutowała na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez analityków NBP styczniową projekcją inflacji i PKB. Zgodnie z tą projekcją, roczne tempo wzrostu PKB utrzyma się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,9-6,7% w 2007 r. (wobec 4,1-6,2% w projekcji październikowej), 3,6-6,4% w 2008 r. (wobec 4,5-7,0%) oraz 3,5-6,5% w 2009 r.

Styczniowa projekcja inflacji wskazuje, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie w krótkim horyzoncie projekcji niższe, natomiast w dłuższym horyzoncie zbliżone do oczekiwanego w październikowym *Raporcie*. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 2,1-3,8% w IV kw. 2007 r. (wobec 1,9-3,8% w projekcji październikowej), 2,2-4,5% w IV kw. 2008 r. (wobec 2,2-4,6%) oraz 2,4-5,2% w IV kw. 2009 r.

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

W ocenie Rady w krótkim okresie inflacja CPI będzie wyraźnie niższa niż wskazuje projekcja styczniowa, co jest związane z najprawdopodobniej niższymi niż przewiduje projekcja cenami ropy i żywności. Również inflacja bazowa netto może ukształtować się na poziomie wyraźnie niższym niż przewiduje projekcja.

W średnim okresie, mimo oczekiwanego pewnego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego może wystąpić stopniowe zwiększenie dynamiki płac prowadzące do wzrostu inflacji. Rada ocenia, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych, związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada uznała, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej. Przyszłe decyzje Rady będą zależeć od nowych informacji dotyczących procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana z wykorzystaniem modelu makroekonomicznego ECMOD przez zespół ekonomistów NBP pod kierunkiem Dyrektora Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP Adama B. Czyżewskiego. Projekcja powstaje jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane są przebiegi niektórych zmiennych modelu, jeśli odbiegają one od intuicji ekonomicznej ekspertów NBP, uwzględniającej ogólny stan wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje odnośnie stóp procentowych NBP. Datą zamknięcia założeń do projekcji był 8 stycznia 2007 r., tak więc została ona oparta na szacunkach NBP kształtowania się kategorii makroekonomicznych w IV kw. 2006 r. (punkt startowy projekcji).

4.1 Wstęp

Przed styczniową rundą prognostyczną model ECMOD uległ kilku modyfikacjom. Miały one na celu poprawę funkcjonowania modelu w obszarach, na które zwracano uwagę w poprzednich *Raportach*, a które dotyczyły głównie sektora zewnętrznego i rynku pracy.

Po pierwsze, opierając się na dokonanych poza modelem szacunkach kursu równowagi, przesunięto jego średniookresową ścieżkę w kierunku aprecjacji. Jednocześnie równania cen importu i eksportu skorygowano w taki sposób, aby (zgodnie z koncepcją kursu równowagi) dokonana korekta kursu nie miała wpływu na poziom obrotów handlu zagranicznego. Po drugie, na podstawie obserwowanej w ostatnim okresie tendencji, odzwierciedlającej wyższy od oczekiwań efekt kreacji handlu zagranicznego w związku z przystąpieniem Polski do UE, podniesiono długookresowy poziom wolumenów eksportu i importu. Po trzecie, w odpowiedzi na wątpliwości co do generowanych przez model ścieżek zmiennych związanych z rynkiem pracy, skorygowano równania opisujące liczbę pracujących, płace i deflator PKB. Zmiany równania pracujących dokonano poprzez przeszacowanie na nowych danych poziomu łącznej produktywności czynników wytwórczych (TFP), co doprowadziło do podwyższenia pracochłonności i kapitałochłonności produkcji (czyli obecnie wytworzenie danego produktu wymaga *ceteris paribus* większych nakładów pracy i kapitału). Modyfikacja równania płac i równania

deflatora PKB polegała natomiast na zmianie poziomu równowagi wiążącej te zmienne (w oparciu o aktualne dane), przy czym w przypadku równania deflatora zmianie uległa także dynamika krótkookresowa.

W ocenie autorów modelu i ekspertów, po modyfikacji model lepiej odzwierciedla obserwowane obecnie procesy na rynku pracy i w sektorze zewnętrznym. W szczególności, dzięki dokonany zmianom model nie generuje tak silnej deprecjacji kursu, istotnego obniżenia dynamiki eksportu i importu, silnego spadku liczby pracujących oraz dynamicznego wzrostu płac, jak to miało miejsce w poprzedniej jego wersji. W konsekwencji, wprowadzone zmiany pozwoliły zmniejszyć liczbę i skalę korekt eksperckich nanoszonych na surowe rozwiązanie modelu.

W prezentowanej projekcji głównymi obszarami, w których surowa prognoza z modelu uzupełniona została wiedzą ekspertów odnośnie przyszłości był rynek pracy, handel zagraniczny oraz inwestycje. Łączny efekt wprowadzenia korekt dla inflacji jest niewielki, bardziej znaczący jest natomiast w przypadku wzrostu PKB.

Najistotniejsze korekty związane były z rynkiem pracy. Od pewnego czasu dane BAEL o liczbie pracujących różnią się istotnie od informacji pochodzących z innych źródeł (sprawozdawczość przedsiębiorstw, rachunki narodowe). Dotyczy to szczególnie liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym. W modelu zmienna ta służy do wyliczenia jednostkowych kosztów pracy, których dynamika jest z kolei główną determinantą inflacji netto. W ocenie ekspertów, dane BAEL dotyczące liczby pracujących w gospodarce i w rolnictwie oraz sporządzone na ich podstawie szacunki są obarczone dużą niepewnością, prowadzącą do prawdopodobnego przeszacowania jednostkowych kosztów pracy w punkcie startowym projekcji. W związku z tym dokonano korekty tej wielkości w II poł. 2006 r. o nieco ponad 1 pkt. proc. w dół, pozostawiając jej kształtowanie w kolejnych kwartałach projekcji zgodnie z mechanizmami modelu. Nie skorygowano natomiast samych danych BAEL o liczbie pracujących w III kw. 2006 r. oraz dokonanych na tej podstawie szacunków liczby pracujących w IV kw. 2006 r.

Pomimo dokonanych w modelu zmian, zdaniem ekspertów generuje on w dłuższym horyzoncie projekcji wciąż zbyt niskie dynamiki liczby pracujących (a w konsekwencji, przy silnym wzroście gospodarczym, nadmiernie wysoką dynamikę wydajności pracy). W związku z tym podwyższono dynamikę liczby pracujących w latach 2008-2009 w stosunku do surowego rozwiązania modelu. Korekty ścieżek eksportu i inwestycji miały charakter wygładzający i wpłynęły głównie na kształt ścieżki wzrostu PKB, bez istotnych konsekwencji dla projekcji inflacji.

4.2 Założenia do projekcji inflacji i PKB

W okresie od października 2006 r. do pierwszej dekady stycznia 2007 r. (*cut-off date* dla tej rundy progностycznej był 8 stycznia 2007 r.) napłynęły nowe informacje, na podstawie których zmodyfikowane zostały prognozy zmiennych zewnętrznych wobec modelu.

Popyt zewnętrzny i inflacja

Roczna dynamika PKB w strefie euro w III kwartale 2006 r. nieznacznie obniżyła się do poziomu 2,7% wobec 2,8% w II kwartale 2006 r., na co złożyło się głównie obniżenie dynamiki popytu inwestycyjnego – z 5,3% r/r do poziomu 4,7%. Roczna dynamika spożycia indywidualnego ukształtowała się na poziomie z poprzedniego kwartału, tj. 1,8%. Biorąc pod uwagę krótkookresowe tendencje, w tym m.in. bardzo dobre nastroje konsumentów oraz poprawę sytuacji na rynku pracy podniesiono jednak zakładane tempo wzrostu PKB w strefie euro w 2006 r. do 2,7% r/r (z 2,6% r/r). Obserwowana poprawa na rynku pracy i wysokie zyski przedsiębiorstw wskazują na duże prawdopodobieństwo utrzymania się dynamiki PKB w strefie euro na poziomie przekraczającym 2% w horyzoncie projekcji. Dla lat 2007-2009 przyjęto, że gospodarka strefy euro będzie się rozwijać w tempie 2,1%.

Najważniejszym czynnikiem ryzyka niższego wzrostu w strefie euro w latach 2007-2009 pozostaje możliwość korekty wysokiego deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych; zwłaszcza, jeżeli prowadziłyby to do istotnej aprecjacji kursu euro. Wśród innych zdarzeń stwarzających ryzyko niższego wzrostu, należy wymienić załamanie na rynkach nieruchomości w różnych regionach świata oraz wzrost cen surowców. Natomiast szybszy od zakładanego wzrost PKB w strefie euro mógłby być spowodowany silniejszym przyspieszeniem popytu wewnętrznego, wynikającym z dalszej poprawy na rynku pracy oraz utrzymywania się wysokiej dynamiki produktywności, związanej m.in. z postępowaniem we wprowadzaniu reform strukturalnych. Wyższy od zakładanego wzrost w strefie euro może wystąpić także w przypadku pobudzenia popytu wewnętrznego w gospodarkach azjatyckich, gdyż prowadziłyby to do wzrostu eksportu krajów strefy euro.

Na podstawie analizy powyższych czynników przyjęto dla lat 2008-2009, że prawdopodobieństwo ukształtowania się wzrostu gospodarczego poniżej prognozowanej ścieżki jest większe niż powyżej, nie zdecydowano się jednak na obniżenie tej ścieżki. Obniżenie się wzrostu gospodarczego w krajach strefy euro pozostaje pozamodelowym czynnikiem ryzyka projekcji.

W III kwartale 2006 r. roczna dynamika deflatora PKB w strefie euro ukształtowała się na poziomie z poprzedniego kwartału, tj. 1,8%. W listopadzie ur. w strefie euro inflacja bazowa utrzymała się na poziomie z lipca ub.r., tj. 1,5% r/r. Inflacja HICP w grudniu 2006 r. obniżyła się z 2,4% r/r w lipcu ub.r. do poziomu 1,9% r/r. Obserwowany spadek inflacji HICP wynikał głównie z obniżenia się cen ropy naftowej na rynkach światowych. Poprawa sytuacji na rynku pracy wskazuje na możliwość pojawiania się presji na wzrost płac w najbliższych latach, jednak rosnąca dynamika wydajności pracy powinna prowadzić do utrzymywania się dynamiki jednostkowych kosztów pracy poniżej 2% r/r. W efekcie zakłada się, że inflacja deflatora PKB w strefie euro wyniesie 1,7% w 2006 r. i 2,1% w latach 2007-2009.

Do ryzyk wyższej inflacji deflatora PKB należy zaliczyć możliwość wyższej od zakładanej dynamiki wynagrodzeń, wzrost cen surowców, nasilenie się protekcjonizmu oraz wzrost cen produktów wytwarzanych w krajach azjatyckich. Wśród ryzyk niższej inflacji deflatora PKB można wymienić dalszą aprecjację euro, wzrost konkurencji na rynku usług

oraz otwieranie się rynków pracy. W efekcie dla ostatnich dwóch lat projekcji przyjęto, że prawdopodobieństwo ukształtowania się deflatora PKB powyżej prognozowanej ścieżki jest wyższe niż poniżej.

Zagraniczne stopy procentowe

Prognozowane stopy procentowe za granicą kształtują się na wyższym poziomie dla strefy Euro i Wielkiej Brytanii (od III kw. 2007 r. – o ok. 0,1-0,2 pkt. proc.) oraz niższym w USA (od IV kw. 2007 r. – o 0,1-0,15 pkt. proc.) niż w poprzedniej rundzie progностycznej.

Ceny ropy naftowej, paliw i gazu

Ceny ropy naftowej

Podstawą prognozy cen ropy naftowej do projekcji styczniowej, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych, są dostępne w terminie do 8 stycznia 2007 *cut-off date* prognozy Departamentu Energii USA⁵⁷. Jednocześnie uwzględniane są prognozy innych znaczących instytucji analitycznych (m.in. Międzynarodowej Agencji Energetyki, OPEC).

Średnia cena ropy w IV kw. 2006 r. okazała się istotnie niższa od założeń przyjętych do projekcji październikowej (średnia cena ropy Brent w okresie październik-grudzień 2006 r. wyniosła 59,6 USD/b wobec oczekiwanych 69 USD/b), a od czasu publikacji projekcji październikowej większość instytucji progностujących ceny ropy obniżyła swoje prognozy. Również obecna prognoza przewiduje, że średnia cena ropy będzie niższa niż w projekcji październikowej i wyniesie 65 USD/b w 2007 r. (wobec 67,8 USD/b w poprzedniej rundzie progностycznej), 62,5 USD/b w 2008 r. (67 USD/b) oraz 60 USD/b w 2009 r.

Zdaniem ekspertów największy wpływ na poziom cen ropy naftowej w całym horyzoncie prognozy będzie miała dynamika światowego popytu na paliwa. Prognoza Departamentu Energii USA z grudnia 2006 r. wskazuje, że wzrost zapotrzebowania na ropę w 2007 r. może być najwyższy od trzech lat. Jeśli chodzi o stronę podaży, trudne do oceny są faktyczne skutki deklaracji OPEC, który dwukrotnie potwierdził w IV kw. 2006 r. prowadzenie polityki ograniczenia wydobycia (łącznie o 1,7 mln b/d) i przez to – zmniejszenia zapasów w krajach importerach ropy naftowej. Z drugiej strony przewiduje się, że nastąpić może widoczny wzrost wydobycia w krajach spoza OPEC; m.in. jako efekt uruchomienia nowych projektów w tych krajach. Nie ma jednak zgody co do

⁵⁷Prognoza na lata 2006-2007 opiera się na prognozie opublikowanej w *Short-Term Energy Outlook*, Energy Information Agency, December 2006 (z 12 grudnia 2006 r.). Poziom przewidywanych cen na lata 2008 i 2009 został przyjęty na podstawie średniorocznych zmian cen z prognozy długoterminowej opublikowanej w *Annual Energy Outlook 2007* w grudniu 2006 r. 9 stycznia 2007 r., a więc już po *cut-off date*, Departament Energii opublikował nową prognozę cen ropy naftowej. DE przewiduje, że średnia cena ropy w 2007 r. wyniesie 64,4 USD/b, a w 2008 r. – 64,6 USD/b.

tego, czy wzrost produkcji poza OPEC będzie nadążał za wzrostem światowego popytu (odmienne poglądy zawiera m.in. prognoza OPEC i DE USA).

W krótkim horyzoncie kształtowanie się cen ropy może silnie zależeć od wysoce nietypowych warunków atmosferycznych.

Ceny paliw

Od momentu sporządzenia założeń do projekcji październikowej nastąpił znaczny spadek cen detalicznych benzyny⁵⁸ oraz innych paliw silnikowych, co związane było z głębokimi spadkami cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz umocnieniem się kursu złotego. W rezultacie wskaźnik cen paliw zarówno w III, jak i w IV kwartale 2006 r. ukształtował się poniżej wartości przyjętych do październikowej projekcji.

Zmiana ścieżki cen paliw w projekcji styczniowej, w porównaniu do projekcji październikowej, nastąpiła przede wszystkim na skutek obniżenia zarówno bieżących, jak i prognozowanych cen ropy na rynkach światowych, mocniejszego kursu złotego oraz wyłączeniu z założeń podniesienia stawki podatku akcyzowego na paliwo gazowe LPG⁵⁹. W bieżącej projekcji, tak jak w poprzedniej, uwzględniono natomiast podwyższoną stawkę podatku akcyzowego na benzynę, obowiązującą od 1 stycznia br⁶⁰.

Głównym źródłem ryzyka prognozy cen paliw jest kształtowanie się cen ropy naftowej⁶¹ i kursu walutowego w przyszłości. W krótkim horyzoncie prognozy znaczący wpływ mogą mieć bardzo nietypowe warunki atmosferyczne (ciepła zima), istotnie zmniejszające zużycie niektórych rodzajów paliw. Ważnym źródłem ryzyka pozostaje także przyszły rozwój rynku biopaliw, jednak kierunek i skala wpływu rozwoju tego czynnika na ceny paliw mineralnych jest w tej chwili trudna do oszacowania; również ze względu na oddziaływanie cen ropy naftowej na opłacalność produkcji biopaliw.

Ocenia się, że w krótkim okresie większe jest prawdopodobieństwo ukształtowania się prognozy poniżej ścieżki centralnej, a w długim okresie powyżej.

Absorpcja funduszy unijnych

W prognozie styczniowej uaktualniono kwoty wykorzystania funduszy w III i IV kw. 2006 r. Zgodnie z danymi NBP, do 11 grudnia 2006 wypłaty w IV kw. ukształtowały się znacznie poniżej ścieżki centralnej prognozy październikowej (540 mln EUR wobec 700

⁵⁸Wg danych *Nafty Polskiej S.A.* nastąpił spadek średniej ceny detalicznej etyliny Pb95 z 4,2 PLN/l we wrześniu do 3,6 PLN/l w grudniu, tj. o 14,2%.

⁵⁹W projekcji październikowej zakładano wzrost stawek akcyzy na LPG. Obecnie założono brak zmian stawek akcyzy na to paliwo.

⁶⁰Zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 21 grudnia 2006 r. zmieniającym rozporządzenie w sprawie obniżenia stawek podatku akcyzowego, stawka akcyzy na benzynę została podniesiona o 250 zł/1000 l, tj. o 19%. Oznacza to powrót do stawki akcyzy obowiązującej przez wrześniem 2005 r.

⁶¹Prognoza cen ropy opublikowana przez Departament Energii USA dnia 9 stycznia (po *cut-off date* projekcji) zawiera obniżoną, w stosunku do prognozy grudniowej, ścieżkę cen ropy w horyzoncie projekcji.

mln EUR). Dopiero w drugiej połowie grudnia 2006 r. nastąpiło zwiększenie wypłat dla beneficjentów i w rezultacie w IV kw. 2006 r. kwota wypłat wyniosła blisko 900 mln EUR tj. poniżej maksimum prognozowanego w październiku.

Ścieżka wykorzystania funduszy w latach 2007-08 nie została zmieniona w stosunku do prognozy październikowej. Od 2007 r., oprócz alokacji z lat 2004-06, wykorzystywane zaczną być środki z alokacji 2007-13. Prognoza styczniowa, podobnie jak poprzednie, zakłada stały wzrost skali wykorzystania funduszy UE dla Polski (funduszy strukturalnych i spójności). Przewidywany poziom rocznego wykorzystania (ścieżka centralna) wynosi: 3,5 mld EUR w 2007, 4,4 mld EUR w 2008 oraz 5 mld EUR w 2009.

Faktyczne roczne wykorzystanie środków w ramach Wspólnej Polityki Rolnej w 2006 r. było bardzo zbliżone do zakładanego w prognozie październikowej i wyniosło na koniec grudnia 2006 r. ok. 1 940 mln EUR (wobec prognozowanych w paźdz. 1 950 mln EUR). W obecnej prognozie utrzymano więc ścieżkę centralną transferów w ramach Wspólnej Polityki Rocznej (w ujęciu rocznym) w latach 2007-2008. Przewidywany poziom wypłat rocznych wynosi: 2,05 mld EUR w 2007 r., 2,45 mld EUR w 2008 r. i 2,58 mld EUR w 2009 r.

Ryzyko związane ze stopniem wykorzystywania wszystkich funduszy unijnych będzie zależęć głównie od sprawności funkcjonowania administracji rządowej i regionalnej w tym obszarze. Dla 2009 r. ocena ryzyka Wspólnej Polityki Rolnej musi uwzględniać konieczność wprowadzenia pełnego instrumentu *cross-compliance*, warunkującego możliwość uzyskiwania płatności bezpośrednich. Obecnie rolnicy muszą spełniać dwa warunki tj. utrzymanie gospodarstw w dobrej kulturze rolnej oraz utrzymanie powierzchni trwałych użytków zielonych. Od 2009 r. będą musieli spełnić trzeci warunek, dotyczący tzw. ustawowych warunków gospodarowania (m.in. z zakresu ochrony środowiska).

Sytuacja sektora finansów publicznych

W projekcji styczniowej założenia dotyczące wydatków sektora finansów publicznych na 2007 r. zostały przyjęte na podstawie projektu *Ustawy budżetowej na 2007 rok*, opublikowanego przez Ministerstwo Finansów we wrześniu 2006 r. Natomiast sytuacja sektora w dwóch kolejnych latach projekcji wynika z deklarowanej przez rząd "kotwicy" w postaci deficytu budżetu państwa na stałym poziomie 30 mld zł, jako zasadniczym wyznaczniku polityki fiskalnej na najbliższe lata⁶².

W projekcji uwzględniono skutki zmian systemowych, które wejdą w życie w latach 2008-2009 i w istotny sposób wpłyną na kształtowanie się dochodów podatkowych sektora, takie jak podwyżka stawek VAT w 2008 r. oraz wprowadzenie dwóch stawek PIT w 2009 r.

⁶²Dodatkowo przyjęto założenie, że saldo pozostałych jednostek sektora finansów publicznych będzie w latach 2008-2009 bliskie zeru. W konsekwencji, również deficyt całego sektora przyjęty został w tych latach na poziomie 30 mld zł. W poprzedniej projekcji, zakładano, że wynik pozostałych jednostek sektora w latach 2007-2008 roku będzie się kształtował na poziomie -2,5 mld zł. Zmiana powyższa wynika z korzystniejszej niż prognozowano wcześniej sytuacji tych segmentów w 2006 r. (wg aktualnych prognoz, saldo pozostałych jednostek będzie w 2006 roku bliskie zeru).

Projekcja fiskalna obarczona jest ryzykiem. Przyjęto, że zgodnie z programem Rządu, głównym stabilizatorem polityki fiskalnej w najbliższych latach będzie "kotwica" ustalająca na stałym poziomie nominalnym wielkość deficytu budżetu państwa. Szczególnym źródłem zagrożeń dla jej utrzymania w nadchodzących latach mogą być planowane zmiany podatkowe. W listopadzie ub.r. Parlament uchwalił zmiany w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych, które wpłyną na istotne zmniejszenie dochodów z tego tytułu w 2009 r. Ponadto, w aktualizacji Programu Konwergencji z grudnia ub.r. Rząd zapowiedział, nie uwzględnioną w projekcji, obniżkę składek na ubezpieczenie rentowe w latach 2008-2009, która może spowodować ubytek dochodów sektora finansów publicznych w wysokości ponad 1% PKB. Należy również zwrócić uwagę na istotne czynniki wpływające na prawdopodobne kształtowanie się wydatków publicznych w horyzoncie projekcji, utrudniające ograniczenie ich w sposób pozwalający na sfinansowanie obniżki podatków i składek. Trzeba tu wskazać głównie na konieczność zapewnienia coraz większych środków na współfinansowanie rosnącego napływu środków z funduszy strukturalnych oraz Funduszu Spójności, a także pojawiające się żądania płacowe pracowników sektora publicznego.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

W porównaniu do projekcji październikowej, prognoza wskaźnika cen żywności i napojów bezalkoholowych została zmodyfikowana w oparciu o realizację tego wskaźnika w okresie wrzesień-listopad 2006 r. oraz takie nowe informacje, jak szacunek produkcji roślinnej GUS, analizy Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej oraz prognozę cen surowców rolnych ARR. Nowe informacje wskazują na niższą niż zakładano poprzednio produkcję krajową zbóż oraz mleka i wyższą niż prognozowano produkcję owoców, warzyw, mięsa i jaj.

W III kwartale 2006 r. wskaźnik cen żywności i napojów bezalkoholowych okazał się nieznacznie niższy od przyjętego w projekcji październikowej. Aktualny szacunek dla IV kwartału 2006 r. jest również niższy niż w poprzedniej projekcji; głównie ze względu na niską realizację wskaźnika w październiku 2006 r., spowodowaną głębszym niż prognozowano spadkiem cen mięsa (przede wszystkim drobiowego) i niższą niż przewidywano w założeniach do projekcji październikowej dynamiką cen warzyw i owoców.

Uwzględniając powyższe informacje obecnie przewiduje się, że tempo wzrostu cen żywności w I półroczu br. będzie nieznacznie wyższe niż w prognozie październikowej. Jednak ze względu na niższy od prognozowanego wzrost cen w IV kw. 2006 r., roczny wskaźnik cen w pierwszym półroczu 2007 r. będzie niższy niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. W III kwartale 2007 r. prognozowany wskaźnik cen żywności będzie natomiast zbliżony do założonego w poprzedniej projekcji.

Jednym z głównych czynników ryzyka dla ścieżki cen żywności i napojów bezalkoholowych w horyzoncie prognozy pozostaje kształtowanie się cen surowców rolnych; zwłaszcza zboża i mięsa⁶³. Istotnym czynnikiem ryzyka będą warunki agrometeorolo-

⁶³W krótkim horyzoncie możliwy jest szybszy, od zakładanego, wzrost cen mąki i innych produktów

giczne; w tym nietypowa zima.

Sytuacja demograficzna

Liczba aktywnych zawodowo⁶⁴

Dane BAEL za III kw. 2006 r. wskazują na większy spadek liczby aktywnych zawodowo niż założono w prognozie październikowej. Spowodowało to niewielkie obniżenie ścieżki centralnej, ograniczone jednak, ze względu na problemy metodologiczne związane z tym badaniem⁶⁵, do okresu IV kw. 2006 r. – I kw. 2007 r., przy czym kierunek oraz skala tej zmiany są zgodne z październikowym bilansem ryzyk.

W styczniowej prognozie liczby aktywnych zawodowo, którą opracowano w warunkach porównywalnych z wcześniejszymi danymi BAEL, założono dalszy spadek współczynnika aktywności zawodowej w IV kw. 2006 r. (o 0,5 pp. r/r). Prognoza zakłada, że począwszy od I kw. 2007 r. tempo obniżania się współczynnika aktywności zawodowej będzie stopniowo wygasać, do czego przyczynią się takie zjawiska demograficzne, jak większa aktywizacja zawodowa ludności oraz malejąca skala migracji zarobkowych. Do zmniejszenia odpływów migracyjnych osób w wieku produkcyjnym przyczynią się: dalszy wzrost popytu na pracę związany z prognozowanym utrzymaniem wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz szybszy niż w poprzednich latach wzrost wynagrodzeń realnych (także z powodu spodziewanego przyspieszenia procesu konwergencji płac). Spadek współczynnika aktywności zawodowej będzie kontynuowany do III kw. 2007 r., w kolejnych kwartałach nastąpi jego stabilizacja (0,0 pp. r/r) a następnie niewielki wzrost. Począwszy od III kw. 2008 r. współczynnik aktywności zawodowej będzie wzrastał o ok. 0,1 pp. r/r., a od III kw. 2009r. o ok. 0,2 pp. r/r.

W styczniowej prognozie liczby aktywnych zawodowo przyjęto symetryczny przedział niepewności, przy czym analogicznie, jak w poprzedniej rundzie prognostycznej, założenia te obarczone są stosunkowo dużą niepewnością już w początkowym okresie prognozy. Większa liczba osób aktywnych zawodowo może zrealizować się w przypadku większego niż obecnie założono wzrostu współczynnika aktywności zawodowej, związanego z poprawiającą się sytuacją na rynku pracy; w szczególności z większym prawdopodobieństwem znalezienia zatrudnienia. Liczba osób aktywnych zawodowo może jednak okazać się niższa w przypadku większego niż założono nasilenia migracji zarobkowych. Dodatkowym czynnikiem ryzyka niższej realizacji liczby aktywnych zawodowo jest opóźnienie we wprowadzeniu ograniczenia możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury

zbożowych, a niższy – wzrost cen mięsa. Natomiast w dłuższym – spadająca opłacalność produkcji mięsa (m.in. ze względu na rosnące ceny zbóż) może spowodować szybsze wygasanie cyklicznego wzrostu produkcji.

⁶⁴Tak jak w poprzednich rundach prognostycznych, styczniową prognozę liczby aktywnych zawodowo przygotowano w oparciu o prognozę demograficzną Eurostatu z 2004 r.

⁶⁵Por. *Raport o inflacji październik 2006 r.* Znaczącym źródłem niepewności jest także sposób uwzględniania przez dane BAEL obserwowanych procesów migracyjnych.

lub rozszerzenie katalogu zawodów uprawniających do wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej⁶⁶.

Pracujący w rolnictwie indywidualnym

Dane BAEL za III kw. 2006 r. wskazują na znacznie większy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym niż w poprzednich kwartałach ub.r., jak również w stosunku do tego, co założono w październikowej prognozie tej zmiennej (spadek o 9,2% r/r, wobec założonego spadku o 2,3%). Według danych BAEL tak duże zmniejszenie się liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym wynikało z rosnącego popytu na pracę w sektorach pozarolniczych oraz zwiększonej dezaktywizacji zawodowej. W efekcie, w prognozie znacznie obniżono ścieżkę centralną.

Ze względu na wątpliwości odnośnie jakości danych, także prognoza liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym obarczona jest stosunkowo dużą niepewnością już w początkowym okresie prognozy, wynikającą głównie z trudności oszacowania rzeczywistego tempa spadku liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym. Wolniejszy spadek liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym może być bowiem efektem napływu środków z UE, zwiększających opłacalność pracy w rolnictwie. Z kolei, część środków z UE sprzyja restrukturyzacji tego sektora, co w połączeniu z oczekiwanym w horyzoncie prognozy wzrostem zatrudnienia w sektorach pozarolniczych może powodować szybszy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym. W całym horyzoncie projekcji przyjęto asymetryczny przedział ufności, z większym prawdopodobieństwem wyższej realizacji zmiennej.

Liczba emerytów i rencistów⁶⁷

W prognozie styczniowej nie zmieniono założeń odnośnie dynamiki zmian liczby emerytów i rencistów przyjętych w prognozie październikowej. Ze względu na dłuższy okres prognozy przyjęto, że dynamika spadku tej zmiennej w 2009r. utrzyma się na poziomie założonym dla 2008 r. (tj. spadek o 0,25% r/r). Po uwzględnieniu najnowszych danych (za III kw. 2006 r.), liczba emerytów i rencistów na koniec horyzontu projekcji zmniejsza się, według prognozy styczniowej, do 9,05 mln osób.

Identycznie jak w prognozie październikowej założono symetryczny przedział niepewności. Należy zaznaczyć, że w okresie prognozy rzeczywista liczba emerytów i rencistów w największym stopniu będzie zależeć od zmian instytucjonalnych w zakresie warunków prawnych, dotyczących wcześniejszej dezaktywizacji zawodowej.

⁶⁶Do czynników ryzyka związanych z danymi należą zapowiadane na 2007 r. i 2008 r. kolejne zmiany metodologiczne w badaniu BAEL.

⁶⁷Dotychczasową prognozę liczby emerytów i rencistów opracowywano w oparciu o wyniki prognozy polskiej części modelu AWG (Ageing Working Group). Model AWG opracowany jest przez państwa EU pod kierunkiem KE. Emerytury i renty w polskiej części tego modelu prognozowane są przy współdziałaniu specjalistów z ZUS, MPIPS oraz IBnGR.

NAWRU⁶⁸

W porównaniu do październikowej prognozy NAWRU na lata 2007-2008, styczniowa prognoza NAWRU nie uległa zmianie i zakłada stopniowe jego obniżanie się w tej perspektywie. Nie zmieniła się bowiem prognoza liczby aktywnych zawodowo, jak również brak jest przesłanek do zmiany oceny wkładu czynnika pracy do wzrostu produktu potencjalnego⁶⁹. Obok konieczności zapewnienia spójności pomiędzy zmianami liczby aktywnych zawodowo i oceną zmian wkładu czynnika pracy do produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji, spadek ścieżki NAWRU jest dodatkowo uzasadniony narastaniem pozytywnych tendencji obserwowanych na rynku pracy, które prowadzą do poprawy struktury bezrobocia i zwiększają prawdopodobieństwo znalezienia pracy przez osoby bezrobotne. Prognozę styczniową NAWRU na 2009 r. opracowano przy założeniu kontynuacji pozytywnych zmian na rynku pracy, zarysowanych w ostatniej projekcji inflacji, oraz braku zmian w dynamice produktu potencjalnego w 2009 r., w porównaniu do lat 2007-2008. Ze względu na założony powolny wzrost współczynnika aktywności zawodowej w ostatnim roku prognozy przyjęto jednak, że tempo spadku NAWRU w 2009 r. będzie o ok. 1/3 niższe niż w 2008 r. (spadek o 0,5 pp. r/r). Wyższy wzrost liczby aktywnych zawodowo przyczyni się bowiem do ograniczenia dynamiki obniżania się stopy NAWRU.

W styczniowej prognozie NAWRU przyjęto symetryczny przedział niepewności. Wyższa stopa NAWRU może zrealizować się w przypadku większego niż obecnie założono odpływu migracyjnego, który będzie miał negatywny wpływ na jakość dostępnych w kraju zasobów pracy (pod względem wieku i kwalifikacji). Mniejsze tempo spadku stopy NAWRU może także mieć miejsce w sytuacji, gdy nastąpi większy niż założono wzrost współczynnika aktywności zawodowej. Niższa stopa NAWRU może z kolei wynikać z szybszego dopasowywania się kwalifikacji osób aktywnych zawodowo do potrzeb pracodawców oraz upowszechniania elastycznych form zatrudnienia (np. praca w niepełnym wymiarze godzin, praca na umowę zlecenie, umowę o dzieło). W porównaniu do ostatniej rundy prognostycznej, w prognozie styczniowej nie zmieniono zakresu niepewności prognozy NAWRU w latach 2007-2008. W przypadku 2009r. zakres niepewności prognozy jest identyczny jak w IV kw. 2008 r.

4.3 Projekcja inflacji i PKB

Prognozy otoczenia polskiej gospodarki nie uległy istotnej zmianie w porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną. Projekcja styczniowa została sporządzona przy założeniu umiarkowanej ścieżki wzrostu PKB za granicą i niskiej inflacji zewnętrznej

⁶⁸NAWRU jest zmienną specyficzną dla modelu ECMOD co oznacza, że nie ma charakteru ściśle obiektywnego (choć jest powiązana z rzeczywistymi procesami zachodzącymi na rynku pracy).

⁶⁹Przy prognozie stopy NAWRU założono, że wzrostowi produktu potencjalnego związanego z szybszą akumulacją kapitału, nie towarzyszy większy popyt na pracę w równowadze, co skutkuje niezmiennym wkładem czynnika pracy do wzrostu produktu potencjalnego.

(mierzonej deflatorem PKB), co obecnie uważa się za scenariusz najbardziej prawdopodobny. Oczekiwane ceny ropy kształtują się nieco poniżej ścieżki założonej w projekcji październikowej, jednak bez widocznego wpływu na zmianę aktywności gospodarczej. Także oczekiwane nieco wyższe ścieżki stóp procentowych za granicą nie są istotnym czynnikiem wpływającym na różnice w ocenie aktywności gospodarczej pomiędzy projekcjami.

Gospodarka w II połowie 2006 r.

Przy niezmiennym wpływie czynników zewnętrznych, w II poł. 2006 r. gospodarka polska rozwija się istotnie szybciej niż to oceniano w październiku. Zgodnie z oczekiwaniami sformułowanymi w poprzednich projekcjach, głównym czynnikiem wzrostu stał się popyt krajowy. Wciąż szybko, w tempie zgodnym z oczekiwaniami, rośnie spożycie indywidualne. Wyraźnie silniej niż oczekiwano przyspieszyły natomiast nakłady na środki trwałe. Utrzymuje się wysoki wzrost eksportu, aczkolwiek ze względu na systematycznie przyspieszający import saldo handlowe z zagranicą przestało być czynnikiem zwiększającym tempo wzrostu PKB.

Szybki wzrost gospodarczy przyniósł dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Zgodnie z oczekiwaniami, wobec wysokiego popytu, dobrych wyników finansowych i wciąż relatywnie niskiego poziomu przeciętnych wynagrodzeń, przedsiębiorstwa silnie zwiększają zatrudnienie. Rosnącemu popytowi na pracę towarzyszyło jednak zmniejszenie aktywności ekonomicznej ludności w kraju, co częściowo można tłumaczyć podejmowaniem przez Polaków pracy w starych krajach UE. Skutkiem m.in. tej sytuacji był silny spadek stopy bezrobocia, a w konsekwencji systematyczny wzrost przeciętnych wynagrodzeń, który na koniec 2006 r. okazał się wyższy od oczekiwań z października.

Efektom ożywienia na rynku pracy jest istotna poprawa dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Dodatkowymi czynnikami zwiększającymi ich dynamikę jest przyrost dochodów ze świadczeń społecznych⁷⁰, poprawa dochodów prywatnych właścicieli z prowadzonej działalności gospodarczej oraz transfery z zagranicy związane z emigracją zarobkową. Obok rosnących dochodów do dyspozycji, źródłem wzrostu spożycia indywidualnego w coraz większym stopniu staje się kredyt konsumpcyjny.

Ożywienie gospodarcze sprawia, że wyczerpują się możliwości zaspokojenia rosnącego popytu przy istniejących mocach wytwórczych, co przy braku istotnych barier finansowych (bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz tani, łatwo dostępny kredyt) prowadzi do wzrostu inwestycji. Istotnym czynnikiem wpływającym na dynamikę nakładów jest także napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które dodatkowo wzmacniają stronę popytową gospodarki poprzez transfer nowoczesnych technologii, a także rosnąca absorpcja funduszy strukturalnych z UE, których wpływ szczególnie widoczny jest w poprawie aktywności inwestycyjnej sektora rządowego i samorządowego. Trwa silne ożywienie na rynku mieszkaniowym, którego skutkiem są głównie rosnące

⁷⁰Znaczący wzrost świadczeń społecznych to efekt marcowej waloryzacji emerytur i rent.

ceny i zadłużenie gospodarstw domowych, aczkolwiek stopniowo wzrasta także liczba mieszkań budowanych i oddawanych do użytku.

Odbiegający od oczekiwań z projekcji październikowej stan gospodarki w punkcie startowym projekcji jest zasadniczą przyczyną różnic w przewidywanym przebiegu procesów gospodarczych pomiędzy projekcją styczniową i październikową. Za najważniejszą przyczynę należy uznać wyższą od wcześniejszych prognoz dynamikę inwestycji. Dodatkowym źródłem istotnych różnic pomiędzy projekcjami jest obniżenie się ścieżki TFP w stosunku do szacunków wykorzystanych w projekcji październikowej (co prowadzi do wyższej pracochłonności i kapitałochłonności wzrostu gospodarczego) oraz, w krótkim horyzoncie, niższe prognozowane ceny żywności i paliw.

Projekcja na lata 2007-2009

Zgodnie z prezentowaną projekcją, tempo wzrostu PKB w całym 2006 r. wyniosło 5,7%. Podobna dynamika przewidywana jest na 2007 r., natomiast w latach 2008-2009 oczekuje się jej stabilizacji na poziomie ok. 5% r/r. Prognozowane obecnie tempo wzrostu gospodarczego w 2007 r. jest więc wyższe niż w projekcji październikowej, a w 2008 r. niższe – przy czym aktualna projekcja przewiduje poziom aktywności gospodarczej na koniec 2008 r. zbliżony do prognozowanego w październiku. Ścieżka dojścia do niego jest jednak odmienna: ze względu na silniejszy popyt na pracę i popyt inwestycyjny ożywienie następuje szybciej, po czym tempo wzrostu PKB ulega stabilizacji.

Głównym czynnikiem odpowiadającym za odmienny kształt ścieżki wzrostu gospodarczego jest silniejsze niż prognozowano w październiku ożywienie inwestycyjne. Zgodnie z aktualną projekcją dynamika inwestycji w latach 2007-2008 utrzyma się na poziomie dwucyfrowym. W kolejnym roku tempo wzrostu nakładów na środki trwałe spadnie nieco poniżej 10% r/r, wciąż jednak będzie istotnie wyższe od dynamiki PKB. W rezultacie udział inwestycji w PKB zbliży się do 25%, a więc przekroczy rekordowy poziom z 1999 r.

Konsekwencją silniejszego niż oczekiwano w październiku ożywienia na rynku pracy będzie szybszy wzrost spożycia indywidualnego, którego dynamika w 2007 r. przyspieszy do 5,7%, stabilizując się w kolejnych latach na poziomie 5,3-5,5% r/r. Obok dochodów z pracy najemnej, podstawą wzrostu konsumpcji będzie wzrost dochodów z tytułu działalności gospodarczej prowadzonej na własny rachunek. Rola transferów publicznych będzie stopniowo malała, pozytywnym impulsem fiskalnym w 2009 r. będzie natomiast planowane obniżenie stawek PIT. Prognozowany wzrost konsumpcji przewyższa wzrost dochodów do dyspozycji, w związku z czym w horyzoncie projekcji stopa oszczędności gospodarstw domowych będzie się stopniowo obniżać.

Prognozuje się kontynuację pozytywnych tendencji na rynku pracy. Zgodnie z aktualną projekcją dynamika liczby pracujących wg BAEL wyniesie 3,4% w 2007 r., natomiast w kolejnych latach nie spadnie poniżej 1% r/r. Głównym czynnikiem prowadzącym do wzrostu liczby miejsc pracy będzie ożywienie gospodarcze. Silny wzrost popytu na pracę będzie miał miejsce w warunkach stabilizacji, a następnie niewielkiego wzrostu

aktywności zawodowej populacji. W rezultacie przewiduje się silne obniżenie stopy bezrobocia, które na koniec 2009 r. spadnie do 10%. W całym horyzoncie projekcji stopa bezrobocia będzie istotnie poniżej swojego poziomu równowagi (średnio o blisko 3 pkt. proc.), co przełoży się na wzrost presji płacowej, szczególnie w końcowym odcinku projekcji. Do końca 2007 r. tempo wzrostu przeciętnych wynagrodzeń będzie nieznacznie niższe od 6% r/r, po czym zacznie systematycznie przyspieszać, osiągając 8% r/r na koniec 2009 r. W całym horyzoncie projekcji dynamika płac realnych wyraźnie będzie przekraczać wzrost wydajności pracy (w przeliczeniu na pracującego poza rolnictwem indywidualnym).

Podobnie jak przy projekcji październikowej przyjęto, że zasadniczym wyznacznikiem polityki fiskalnej w latach 2007-2009 będzie utrzymanie stałej kotwicy nominalnej w postaci deficytu budżetu państwa i sektora finansów publicznych na poziomie 30 mld zł. W konsekwencji, wynikający z korzystnej sytuacji makroekonomicznej wzrost wpływów podatkowych nie doprowadzi do spadku deficytu, lecz wykorzystany zostanie do zwiększenia wydatków w takiej samej skali. Niewielki spadek relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB w latach 2007-2009, w warunkach stosunkowo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, będzie prowadził do zwiększenia cyklicznie skorygowanego deficytu sektora finansów publicznych.

Wzrost inwestycji i spożycia oznacza wzrost popytu krajowego w latach 2007-2009 odpowiednio o 7,7%, 6,5% i 5,9%. Dynamika popytu krajowego w 2007 r. jest wyższa niż w projekcji październikowej, natomiast w 2008 r. zbliżona.

Poziom kursu walutowego w punkcie startowym projekcji jest wyraźnie mocniejszy niż to przewidywano w październiku i nieznacznie (o 1%) mocniejszy od swojej średniookresowej ścieżki. Zgodnie z projekcją w kolejnych kwartałach kurs nominalny złotego będzie się stopniowo osłabiał, aczkolwiek skala deprecjacji będzie zdecydowanie mniejsza niż miało to miejsce w projekcji październikowej ze względu na wspomniane umocnienie średniookresowej ścieżki kursu⁷¹. Podobnie jak w poprzedniej projekcji, głównymi czynnikami wpływającymi na deprecjację kursu będzie niski i malejący dysparytet stóp procentowych oraz rosnąca dynamika cen w kraju. W całym horyzoncie projekcji dynamika cen importu będzie niższa niż w projekcji październikowej.

W latach 2007-2009 oczekuje się utrzymania wysokiej dynamiki eksportu (średnio ok. 8% r/r), na który korzystnie wpływać będzie dobra koniunktura u głównych partnerów handlowych. Ożywieniu gospodarczemu w kraju towarzyszyć będzie szybki wzrost importu (średnio o blisko 11% rocznie). Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w całym horyzoncie projekcji będzie ujemny.

Tempo wzrostu produktu potencjalnego w latach 2007-2009 wyniesie odpowiednio 4,4%, 4,8% i 4,9% i będzie wyższe niż w projekcji październikowej – głównie ze względu na szybszy przyrost kapitału, związany z silniejszym ożywieniem inwestycyjnym. Jednak, ze względu na szybki wzrost PKB, luka popytowa domknie się szybciej niż w projekcji

⁷¹Umocnienie średniookresowej ścieżki kursu nie ma wpływu na kształtowanie się cen handlu zagranicznego

październikowej (już na początku 2007 r.) i będzie dodatnia w całym horyzoncie projekcji.

Najistotniejszym czynnikiem determinującym inflację netto w projekcji są jednostkowe koszty pracy. Oczekuje się, że dynamika tej kategorii (w przeliczeniu na pracujących poza rolnictwem indywidualnym) wyniesie 4,2% w 2007 r., 4,0% w 2008 r. i 4,6% w 2009 r., kształtując się powyżej ścieżki prognozowanej w październiku.

Mimo zarysowanych różnic w przebiegu wielu kategorii ekonomicznych, ścieżka inflacji netto nie uległa istotnej zmianie w porównaniu z projekcją październikową. Wpływ wyższych jednostkowych kosztów pracy i luki popytowej kompensowany jest bowiem przez niższe ceny importu. Inflacja netto jest w 2007 r. o ok. 0,2 pkt. proc. wyższa niż w projekcji październikowej, w drugiej połowie 2008 r. ścieżki w obu projekcjach są niemal identyczne. W kolejnym roku inflacja netto nadal rośnie, osiągając 4% r/r w IV kw. 2009 r.

Projekcja inflacji CPI jest wynikiem złożenia inflacji netto, inflacji cen paliw i inflacji cen żywności, przy czym waga tej ostatniej maleje do zera po czterech kwartałach. W porównaniu z projekcją październikową, istotnej korekcie w dół uległa roczna dynamika cen żywności w I poł. 2007 r., co obniżyło inflację CPI w tym okresie średnio o ok. 0,2 pkt. proc. W projekcji styczniowej założono także istotnie wolniejszy niż prognozowano w październiku wzrost cen paliw w pierwszych trzech kwartałach 2007 r., co obniżyło inflację CPI średnio o ok. 0,3 pkt. proc. W pozostałych kwartałach wpływ zmiany założeń odnośnie cen żywności i paliw jest niewielki.

Zgodnie z aktualną projekcją, inflacja CPI ukształtuje się na poziomie zbliżonym do celu (2,5%) w II kw. 2007 r. Począwszy od IV kw. 2007 r. inflacja będzie systematycznie rosła i w II połowie 2009 r. znajdzie się powyżej górnej granicy pasma odchyleń.

Projekcja inflacji oraz wzrostu PKB, jak każda prognoza, obarczona jest niepewnością, która wynika z wielu źródeł. Kwantyfikowalne źródła niepewności, takie jak niedokładność statystycznego odwzorowania w modelu ekonometrycznym związków między zmiennymi makroekonomicznymi oraz niepewność związana z założeniami zewnętrznymi wobec modelu, zostały uwzględnione i zobrazowane na wykresach wachlarzowych. Wykresy te sporządzone są przy założeniu, że w procesie projekcji nie popełnia się systematycznych błędów, co uzależnione jest m.in. od poprawnego odwzorowania procesów gospodarczych przez model. Źródła niepewności trudno kwantyfikowalnej, tj. takiej, która nie może być uwzględniona na wykresach wachlarzowych, zostały omówione w następnym podrozdziale.

W przypadku projekcji wzrostu PKB i inflacji, główne kwantyfikowalne źródła niepewności, czyli uwzględnione na wykresie wachlarzowym, są inne dla krótkiego (poniżej 1 roku) i średniego horyzontu projekcji (2-3 lata).

W krótkim okresie najważniejszym źródłem niepewności dla projekcji inflacji jest niepewność związana z cenami żywności. Kolejnymi według ważności czynnikami są niepewność składnika losowego⁷² w równaniu inflacji netto, niepewność kształtowania się

⁷²Niepewność składnika losowego w równaniu opisującym daną zmienną to niepewność wynikająca z

ścieżki cen ropy naftowej oraz niepewność związana z rynkiem pracy (niepewność składników losowych w równaniach płac i pracujących).

W średnim okresie największy wpływ na niepewność inflacji ma nadal niepewność związana z cenami żywności (skala niepewności odpowiada średniej z popełnionych w przeszłości błędów projekcji eksperckiej). Jednocześnie wraz z horyzontem prognozy zwiększa się rola czynników związanych z rynkiem pracy. Innym ważnym źródłem niepewności jest niepewność składników losowych w równaniach importu i eksportu, inflacji netto i deflatora PKB.

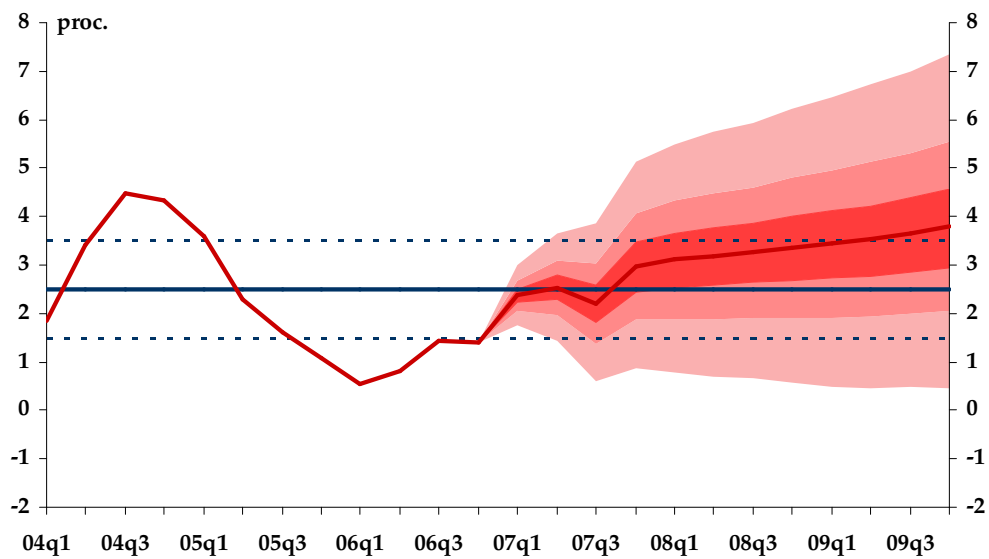
Podobnie jak w przypadku inflacji, w krótkim okresie dla niepewności projekcji PKB prezentowanej na wykresie wachlarzowym najistotniejsza jest niepewność zmiennych bezpośrednio determinujących wzrost gospodarczy. Największy wpływ ma zatem niepewność kształtowania się składników PKB, w tym zwłaszcza importu i eksportu (błąd składników losowych w tych równaniach). Wśród innych zmiennych, największe znaczenie dla niepewności projekcji PKB ma niepewność związana z kształtowaniem się zewnętrznego PKB.

W średnim, tak jak i w krótkim okresie, niepewność projekcji wzrostu PKB determinowana jest przez niepewność związaną z kształtowaniem się handlu zagranicznego, choć jej względne znaczenie jest mniejsze. Wzrasta natomiast rola niepewności związanej z czynnikami, które z pewnym opóźnieniem kształtują PKB, takimi jak inwestycje i PKB zewnętrzny.

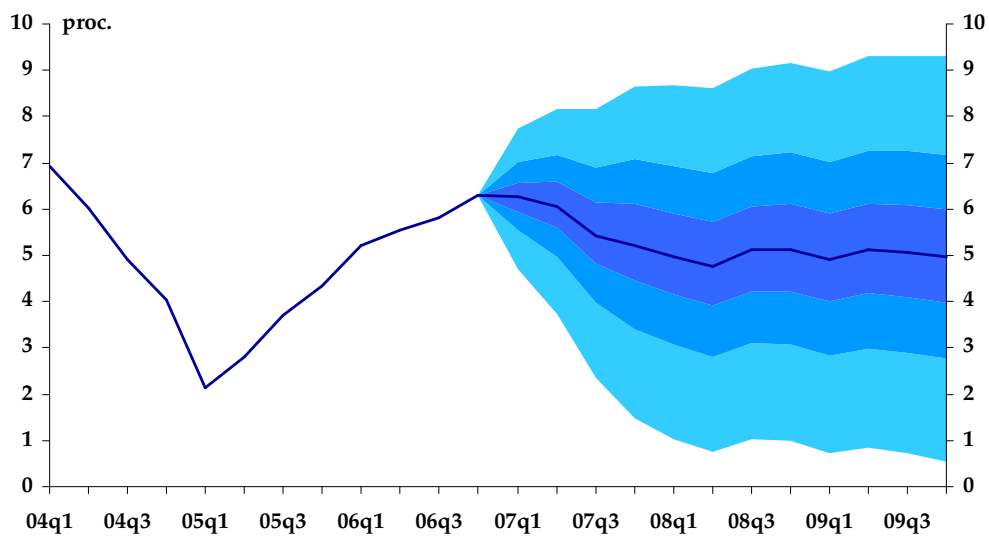
Kompleksowy obraz omówionych źródeł niepewności projekcji inflacji i PKB jest przedstawiony na wykresach wachlarzowych.

nieprzewidywalności tych czynników, które wpływają na opisywaną zmienną a nie występują w równaniu w postaci zmiennych objaśniających.

Projekcja inflacji i PKB



Wykres 4.32: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP.
Źródło: NBP.



Wykres 4.33: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.
Źródło: NBP.

Jak czytać wykresy wachlarzowe?

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

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

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

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2007q1	0.016	0.639	0.998	0.502	0.983
2007q2	0.059	0.480	0.923	0.503	0.864
2007q3	0.235	0.617	0.903	0.504	0.668
2007q4	0.127	0.366	0.661	0.506	0.534
2008q1	0.131	0.342	0.611	0.505	0.480
2008q2	0.136	0.333	0.581	0.503	0.445
2008q3	0.135	0.320	0.562	0.505	0.427
2008q4	0.140	0.312	0.539	0.507	0.399
2009q1	0.143	0.305	0.521	0.507	0.377
2009q2	0.142	0.299	0.501	0.507	0.359
2009q3	0.135	0.281	0.478	0.511	0.342
2009q4	0.134	0.270	0.452	0.510	0.318

4.4 Ryzyko zmiany projekcji centralnej

Każda projekcja obarczona jest niepewnością, która *ex post* ujawnia się w postaci błędów projekcji. W analizie niepewności *ex ante* można wyróżnić dwie sytuacje. W pierwszej zakładamy, że w procesie prognozowania mylimy się wyłącznie w sposób losowy. Takie założenie pozwala zbudować wykres wachlarzowy i ująć na nim źródła niepewności projekcji przy założeniu, że sam model jest adekwatny. W drugiej sytuacji nie mamy pewności co do stopnia adekwatności samego modelu i liczymy się z możliwością popełnienia systematycznego błędu, polegającego na zaniżeniu lub zawyżeniu prognozowanej ścieżki inflacji. Źródłem tego typu błędów mogą być problemy z poprawnym odwzorowaniem w przyszłości procesów ekonomicznych ujmowanych w modelu (np. ze względu na zmiany w strukturze gospodarki, rewizje danych) oraz zmienne i zjawiska nie ujęte w modelu. Poniżej analizujemy źródła niepewności, które mogą prowadzić do obciążenia ścieżki centralnej projekcji.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji z powodu zmian na rynku pracy

Nadal występuje, sygnalizowana już w poprzednich projekcjach, niepewność związana z danymi BAEL. Przyczyną wątpliwości są m.in. dokonane w 2006 r. zmiany definicyjne w tym badaniu, utrudniające porównywalność ostatnich danych z obserwacjami z lat wcześniejszych, oraz istotne rozbieżności z innymi źródłami. W szczególności, inne źródła danych statystycznych (liczba emerytów i rencistów wg ZUS i KRUS) nie potwierdzają zwiększonej dezaktywizacji zawodowej osób w najstarszych grupach wiekowych. Za zjawiskiem tym nie przemawia także analiza zmian w strukturze instytucjonalnej rynku pracy. Znaczącym źródłem niepewności jest także sposób uwzględniania przez dane BAEL obserwowanych procesów migracyjnych.

Ponadto, liczba pracujących według BAEL może być niedoskonałym miernikiem nakładu pracy w warunkach zmian intensywności pracy, związanych ze zwiększeniem udziału zatrudnienia na niepełny etat. Biorąc to pod uwagę można oceniać, że dynamika liczby pracujących w początkowych latach projekcji jest zbyt wysoka, a tempo wzrostu wydajności pracy zbyt niskie, co wskazuje na ryzyko przeszacowania inflacji w krótkim horyzoncie projekcji.

W dłuższym horyzoncie projekcji podstawowym źródłem niepewności co do sytuacji na rynku pracy jest kształtowanie się aktywności zawodowej. Dużą niepewnością jest obciążona skala emigracji zarobkowych w przyszłości i jej przełożenie się na procesy inflacyjne. Z jednej strony, może ona się zwiększyć i, redukując liczbę aktywnych zawodowo, wymusić szybszy niż w projekcji wzrost płac (w tym także poprzez zwiększone możliwości arbitrażu płacowego, czynnika przyspieszającego konwergencję płac) oraz obniżyć tempo wzrostu produktu potencjalnego. Scenariusz taki prowadziłby do wyższej inflacji w całym horyzoncie projekcji. Z drugiej strony, nie można wykluczyć, że szybszy, niż w projekcji wzrost płac w kraju spowodowałby zmniejszenie skali emigracji, wzrost imigracji oraz reaktywację części biernych zawodowo, a w konsekwencji

wzrost podaży pracy w stosunku do przyjętych założeń, który w dłuższym horyzoncie złagodziłby presję płacową. Taki scenariusz oznaczałby podwyższenie presji inflacyjnej w stosunku do projekcji w początkowym okresie i następnie jej obniżenie w końcu horyzontu projekcji.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane ze spowolnieniem gospodarki światowej

Najważniejszym czynnikiem stanowiącym ryzyko niższego kształtowania się wzrostu na świecie w latach 2006-2009 pozostaje możliwość niekontrolowanego zanikania globalnych nierównowag, objawiających się m.in. wysokim deficytem na rachunku obrotów bieżących w USA. Zdaniem większości ekonomistów, fundamenty obecnego rozwoju gospodarki światowej nie są stabilne: utrzymywanie się wysokiego amerykańskiego deficytu w obrotach bieżących będzie prowadzić do gwałtownego wzrostu amerykańskiego zadłużenia zagranicznego netto ponad poziom akceptowalny przez rynki finansowe.

Nie można wykluczyć, że eliminacja globalnych nierównowag będzie przebiegać w warunkach "twardego lądowania", które oznaczałoby znaczące napięcia na rynkach finansowych, wyraźną deprecjację dolara, istotny wzrost długoterminowych stop procentowych i w rezultacie znaczące obniżenie globalnego wzrostu gospodarczego. Dla Polski konsekwencją realizacji takiego scenariusza byłby słabszy wzrost PKB i niższa inflacja niż przedstawiono w projekcji. Taka ocena wpływu spowolnienia w gospodarce światowej na inflację w kraju nie uwzględnia trudnych do określenia efektów wzrostu ryzyka makroekonomicznego związanego z pogorszeniem sytuacji fiskalnej i podejmowanych w tym zakresie działań dostosowawczych.

Wydaje się jednak, że prawdopodobieństwo "twardego lądowania" jest aktualnie niższe niż to oceniano w poprzedniej projekcji. Proces zmniejszenia amerykańskiego deficytu obrotów bieżących, a tym samym powrót gospodarki światowej na stabilną ścieżkę rozwoju, prawdopodobnie będzie miał łagodniejszy przebieg i będzie odbywał się w ramach skoordynowanej polityki makroekonomicznej. Odpowiednie dostosowania wymagają podjęcia kroków mających na celu m.in. zmniejszenie deficytu budżetowego w USA, ożywienie popytu krajowego w Japonii i krajach strefy euro, uelastycznienie systemu kursowego w Chinach i innych krajach azjatyckich oraz odejście tych krajów od modelu wzrostu stymulowanego eksportem do modelu wzrostu bardziej zrównoważonego, opartego w większym stopniu o wzrost krajowego popytu. Tego typu procesy można było zaobserwować już w 2006 r.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z nieadekwatnością odwzorowania determinant inflacji

Stosunkowo szybki wzrost inflacji netto w krótkim horyzoncie projekcji wynika głównie ze zrealizowanych w przeszłości (tj. w latach 2005-2006) wysokich wzrostów jednost-

kowych kosztów pracy. Także w dłuższym horyzoncie projekcji głównym czynnikiem wpływającym na wzrost inflacji jest systematyczny wzrost tej kategorii.

Z punktu widzenia modelu, poziom cen odnotowany w punkcie startowym projekcji jest istotnie niższy od poziomu cen odpowiadającego czynnikom kosztowym, co prowadzi do wzrostu inflacji. Istnieje ryzyko, że faktyczna presja kosztowa w gospodarce jest obecnie mniejsza niż sugeruje to model. Przemawiałoby za tym utrzymujący się od pewnego czasu wysoki poziom zysków przedsiębiorstw. Gdyby tak było, uzyskana z modelu ścieżka inflacji byłaby, przynajmniej w krótkim horyzoncie projekcji, zawyżona.

Wysokie zyski przedsiębiorstw stały się zjawiskiem powszechnym w gospodarce światowej. Źródłem tego zjawiska upatruje się często, obok czynników cyklicznych, w procesie globalizacji, którego przejawem jest wzrost efektywności gospodarowania, osiągany m.in. poprzez obniżenie kosztów zużycia pośredniego. Na liście czynników wyjaśniających wysokie zyski przedsiębiorstw w krajach o wysokich kosztach pracy wymienia się także spadek siły przetargowej pracowników, będący rezultatem globalizacji rynku pracy i przyspieszonej konwergencji płac (w krajach o niskich kosztach pracy, do których należy Polska, proces konwergencji płac jest czynnikiem wzrostu presji płacowej, a nie jej spadku). Dzięki niskim stopom procentowym, spadkowi uległy także koszty finansowania działalności gospodarczej.

Wpływ zarysowanych procesów na ścieżkę inflacji w dłuższym horyzoncie projekcji uzależniony jest od ich trwałości i nasilenia w przyszłości. Jeśli obserwowany wysoki poziom zysków ma charakter nadzwyczajny, wówczas wzrostowi jednostkowych kosztów pracy może nie towarzyszyć wzrost cen, lecz spadek zysków.

Istnieją jednak argumenty wskazujące, że wysoki poziom zysków ma charakter trwały i wynika ze wzrostu ryzyka działalności gospodarczej, mającego z kolei swoje źródło w globalizacji i towarzyszących jej niskich stopach procentowych. W takiej sytuacji wzrost jednostkowych kosztów pracy, związany także z procesem konwergencji płac a nie wyłącznie ze wzrostem popytu na pracę, może skłonić przedsiębiorstwa do podwyżek cen wytwarzanych wyrobów, co doprowadzi do wzrostu inflacji, tak jak to ma miejsce w projekcji. Nie można jednak wykluczyć sytuacji, w której rosnąca globalna konkurencja uniemożliwi firmom podniesienie cen i wówczas rosnąca presja płacowa może prowadzić do ograniczenia wzrostu produkcji i obniżenia popytu na pracę, czego nie przewiduje projekcja.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z oszacowaniem produktu potencjalnego

W aktualnej projekcji produkt potencjalny rośnie istotnie szybciej niż miało to miejsce w projekcji październikowej, co wynika z szybszego przyrostu kapitału, będącego skutkiem silniejszego ożywienia inwestycyjnego. Istnieje ryzyko, że faktyczne przełożenie się nakładów inwestycyjnych na przyrost majątku produkcyjnego może być inne niż w projekcji.

Dzieje się tak dlatego, że kapitał w modelu występuje w ujęciu netto. W rzeczywistości jednak część w pełni zamortyzowanych składników majątku wciąż jest wykorzystywana w procesie produkcji. W warunkach silnego wzrostu inwestycji procentowy przyrost faktycznego majątku produkcyjnego może być więc niższy niż wskazywałyby na to wyliczenia bazujące na kapitale netto, co (przy zadanych parametrach funkcji produkcji) oddziaływałoby w kierunku wyższej niż w projekcji inflacji.

Ponadto, przełożenie się inwestycji na potencjał gospodarczy może być inne niż w projekcji ze względu na oczekiwaną zmianę struktury nakładów inwestycyjnych. Zagadnieniu temu poświęcono ramkę w rozdziale 2 niniejszego *Raportu (Zmiany w strukturze inwestycji a wzrost produktu potencjalnego)*. Wypadkowa różnokierunkowego oddziaływania omówionych tam procesów jest obecnie trudna do określenia.

Ryzyko popełnienia błędu projekcji związane z niespełnieniem założenia o braku zmian w polityce gospodarczej w horyzoncie projekcji

Przedstawiona w projekcji ścieżka centralna inflacji i PKB odpowiada kontrfaktycznemu założeniu, że na pogarszanie się nierównowagi fiskalnej (mierzonej deficytem cyklicznie skorygowanym) i rosnącą w horyzoncie projekcji inflację nie reaguje ani polityka fiskalna, ani polityka pieniężna (projekcja sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych). Na najbardziej prawdopodobne konsekwencje uchylenia tego założenia zwracano uwagę w poprzednim *Raporcie*.

W porównaniu z projekcją październikową, dodatkowym istotnym źródłem możliwych zmian w polityce gospodarczej w horyzoncie projekcji jest zapowiadana obniżka składek na ubezpieczenie społeczne, która nie została uwzględniona w projekcji, a która spowodowałaby spadek dochodów sektora finansów publicznych o ok. 1 pkt. proc. PKB. Skutki wprowadzenia tego rozwiązania dla projekcji zależą w dużej mierze od tego czy zostaną jednocześnie podjęte działania ograniczające wydatki lub też zwiększające dochody z innych źródeł. W przypadku nie podjęcia takich działań, należy liczyć się z poważnym ryzykiem przekroczenia przez deficyt budżetu państwa w 2009 r. deklarowanego poziomu 30 mld zł.

Symulacje przeprowadzone w NBP przy wykorzystaniu modelu równowagi ogólnej CGE, dostosowanego do opisu procesów zachodzących w gospodarce polskiej⁷³, pokazują, że obniżenie klina podatkowego, niezależnie od sposobu jego sfinansowania, powoduje wzrost aktywności gospodarczej i zatrudnienia. Wzrost ten jest najbardziej trwały w sytuacji, kiedy zmniejszenie obciążeń podatkowych jest zrekompensowane ograniczeniem wydatków publicznych. Skutki dla inflacji są trudne do określenia i zależą od sposobu sfinansowania omawianego obniżenia składek na ubezpieczenie społeczne.

Przy założeniu braku działań rekompensujących negatywne skutki budżetowe obniżki składek na ubezpieczenie społeczne oraz następującego w konsekwencji wzrostu deficytu sektora finansów publicznych, w krótkim okresie można liczyć się z silniejszym

⁷³Por. Gradzewicz, M., Griffin, P., Żółkiewski, Z., 2006, "An empirical Recursive-Dynamic General Equilibrium Model of Poland's Economy", wspólna publikacja NBP i Banku Światowego

wzrostem spożycia oraz PKB. Konsekwencją wzrostu nierównowagi sektora finansów publicznych byłby jednak spadek inwestycji krajowych i zagranicznych, a przez to perspektyw wzrostu gospodarczego w długim okresie.

Omówienie danych, które napłynęły po 8 stycznia 2007 r.

Projekcja została przygotowana w oparciu o informacje dostępne do 8 stycznia 2007 r. W chwili sporządzania projekcji nie był znany wskaźnik cen żywności i napojów bezalkoholowych w grudniu 2006 r., który okazał się niższy od prognozowanego. W rezultacie, wartość tego wskaźnika w IV kw. 2006 r. okazała się o 0,2 pkt. proc. niższa od zakładanej. Po dacie zamknięcia założeń do projekcji napłynęły też informacje GUS nt. stanu pogłowia trzody chlewnej, z których wynika, że w pierwszym półroczu 2007 r. możliwy jest szybszy, od zakładanego w projekcji wzrost podaży, powodujący głębsze osłabienie dynamiki cen mięsa. W świetle tych danych w drugim półroczu br. należy natomiast spodziewać się mniejszej podaży i wyższych cen mięsa.

Cena ropy naftowej w pierwszych dwóch dekadach stycznia spadała w stosunku do grudnia 2006 r. i przeciętnie kształtowała się wyraźnie (o 16%) poniżej poziomu przyjętego w projekcji. Sprzyjało temu przede wszystkim utrzymywanie się wysokich temperatur; zwłaszcza na północnym-wschodzie USA, w którym to regionie pierwsza połowa stycznia br. okazała się najcieplejsza od czasu, kiedy rozpoczęto pomiary temperatury. Dodatkowo obniżaniu się ceny ropy naftowej sprzyjało mniejsze, niż wynikało to z wcześniejszych deklaracji, obniżenie produkcji w krajach OPEC (produkcja ropy w dziesięciu krajach kartelu była w grudniu 2006 r. o 640 tys. b/d niższa niż w październiku ub.r., podczas gdy zapowiadano zmniejszenie wydobycia w tym czasie o 1200 tys. b/d.). W trzeciej dekadzie stycznia br. nastąpiło powstrzymanie spadkowej tendencji cen ropy naftowej, spowodowane ogłoszeniem przez Departament Energii USA zamiaru dwukrotnego zwiększenia, do roku 2027 r., jej strategicznych rezerw.

Ze względu na niższe od prognozowanych, w pierwszych trzech tygodniach stycznia br., ceny ropy na rynkach światowych niższa okazała się też dynamika cen paliw (w przypadku benzyny Pb 95 o około 5 pkt. proc.).

Układ ryzyk ujętych na wykresie wachlarzowym w styczniowej projekcji inflacji jest niemal symetryczny. W krótkim okresie, czynniki nie uwzględniane na tym wykresie powodują jednak, że bardziej prawdopodobna jest niższa, niż wynikająca ze ścieżki centralnej, dynamika cen. Przemawiają za tym głównie: możliwość ukształtowania się cen ropy, paliw i żywności poniżej ścieżki założonej w projekcji, prawdopodobne przeszacowanie presji kosztowej w punkcie startowym projekcji (a w konsekwencji słabsze przeniesienie wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację) oraz możliwość zawyżenia przez wykorzystywane dane faktycznego wzrostu nakładu pracy w gospodarce.

W średnim okresie kierunek odchylenia inflacji od ścieżki centralnej jest trudniejszy do określenia. Z jednej strony, za wyższą inflacją przemawia prawdopodobne nasilenie

presji płacowej związanej z emigracją i przyspieszeniem procesu konwergencji płac, słabsze niż w projekcji przełożenie ożywienia inwestycyjnego na przyrost potencjału oraz zagrożenie pogłębienia nierównowagi finansów publicznych. Z drugiej strony, w kierunku niższej inflacji wciąż oddziaływać mogą efekty globalizacji oraz ewentualne spowolnienie w gospodarce światowej związane z gwałtowną eliminacją nierównowag.

W całym horyzoncie projekcji za bardziej prawdopodobne należy uznać ukształtowanie się kursu walutowego na poziomie mocniejszym niż w projekcji. Wpływ takiego scenariusza na ścieżkę inflacji uzależniony byłby od tego, w jakim stopniu mocniejsza ścieżka kursu byłaby odzwierciedleniem aprecjacji kursu równowagi, a na ile byłaby związana z rosnącym zainteresowaniem inwestorów finansowych inwestycjami w regionie.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od września 2006 r. do listopada 2006 r.

- **Data:** 27 września 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 27 września 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie ustalenia *Założeń Polityki Pieniężnej* na rok 2007

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 25 października 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek w sprawie podwyższenia wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 29 listopada 2006

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek w sprawie podwyższenia wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów

Wyniki głosowania członków RPP:

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