

Gospodarka Polski

Zmiana polityki przez RPP

W kwietniu RPP spełniła groźbę, którą zapowiadała na dwóch poprzednich posiedzeniach, i wprowadziła restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Zwiększa to prawdopodobieństwo wzrostu stóp procentowych w tym roku.

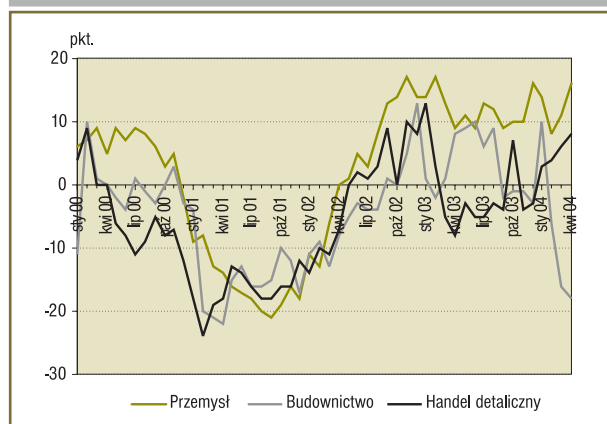
Cykl podwyżek stóp może się rozpocząć w III kwartale 2004 r., co jest skutkiem dalszego wzrostu bieżących wskaźników inflacji i oczekiwań inflacyjnych.

Oznacza to, że w najbliższych miesiącach nastąpić będzie spadek realnych stóp procentowych, co przy restrykcyjnym nastawieniu w polityce pieniężnej będzie wymagać od RPP odpowiedniej reakcji. Kolejne ostrożne podwyżki stóp procentowych (jedna lub dwie nie większe niż 25pb każda) mogą nastąpić w IV kwartale br.

Imponujące wyniki polskiego przemysłu

- Wzrost produkcji przemysłowej w marcu wyniósł prawie 24% r/r, znacznie powyżej oczekiwań. W przetwórstwie przemysłowym produkcja była wyższa aż o 28% r/r. To najlepsze miesięczne wyniki w przemyśle od początku lat 90.
- Wzrost produkcji przemysłu skorygowany sezonowo wyniósł 17,5% r/r wobec 17,8% w lutym.
- Rośnie liczba działów przemysłu objętych ożywieniem – w marcu 26 z 29 działów zanotowało wzrost produkcji.
- Nareszcie wzrost produkcji w budownictwie – w marcu o 6,3% r/r po spadku o 6,4% r/r w poprzednim miesiącu.

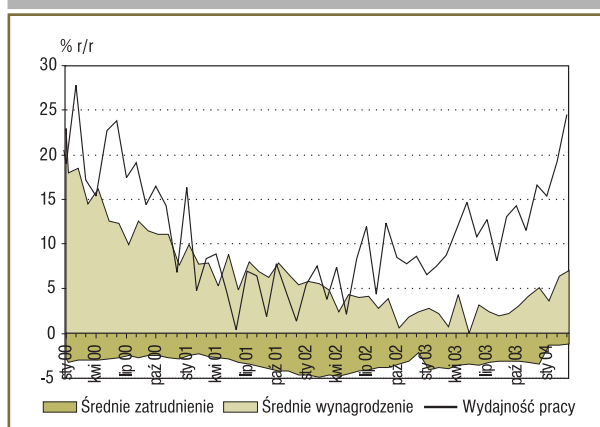
Wskaźniki koniunktury, zmiana r/r



Ożywienie gospodarcze nadal bez wzrostu zatrudnienia

- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal nie rośnie, w marcu było o 1,3% niższe niż przed rokiem (w lutym o 1,5%). Choć w konkurencyjnych gałęziach gospodarki widać pewną poprawę; od początku roku lekki wzrost występuje w handlu i naprawach oraz przetwórstwie przemysłowym.
- W efekcie, przy szybko rosnącej produkcji i sprzedaży wydajność pracy w polskich przedsiębiorstwach gwałtownie wzrasta.
- Zdaniem NBP sytuacja na rynku pracy jest lepsza niż pokazują oficjalne statystyki zatrudnienia z sektora przedsiębiorstw, ponieważ wzrosło znaczenie elastycznych form zatrudnienia.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu poszła minimalnie w dół, do 20,5%. Kolejne miesiące powinny przynieść mocniejszy, sezonowy, spadek, a na koniec roku oczekujemy ok. 19%.

Sytuacja w sektorze przedsiębiorstw



Inflacja rośnie, na razie umiarkowanie

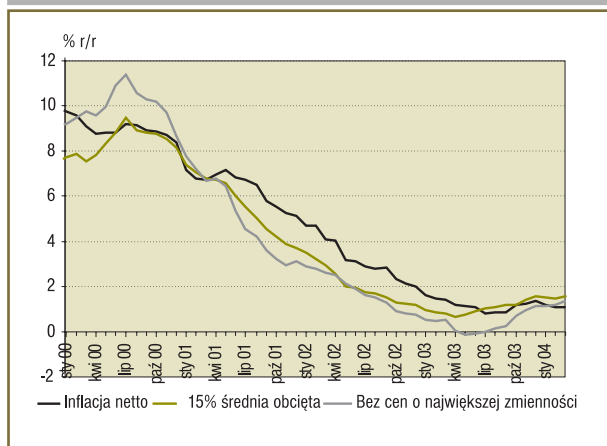
- W marcu ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 1,7% r/r, tylko nieznacznie więcej niż w styczniu i lutym (1,6%).
- Najszybszy wzrost zanotowały ceny paliw (1,9% m/m), żywności (0,8% m/m) oraz wyrobów farmaceutycznych (0,5% m/m). Ceny odzieży i obuwia kontynuowały spadek, obniżając się o 0,5% m/m. Pozostałe grupy towarów i usług wykazywały ceny raczej stabilne, co potwierdza hipotezę, że wzrost inflacji nadal powodowany jest niemal wyłącznie przez czynniki podażowe, podczas gdy presja popytowa praktycznie nie daje o sobie znać.
- Sytuacja ekonomiczna coraz mniej sprzyjająca dla utrzymania niskiej inflacji. Narastają niekorzystne tendencje na rynkach ropy naftowej i żywności, któ-

rych skutki mogą być wzmacniane przez umacniające się ożywienie popytu krajowego.

Wzrost CPI przyspieszy mocniej w najbliższych miesiącach

- Inflacja bazowa w I kwartale 2004 r. była jeszcze stosunkowo niska. W marcu tylko jeden wskaźnik – inflacja z wyłączeniem cen kontrolowanych – był równy CPI (1,7% r/r), a pozostałe cztery były niższe, w przedziale 1,1-1,5%. Potwierdza to brak silnej presji popytowej na wzrost cen detalicznych.
- Mimo to kolejne miesiące powinny być okresem szybszego wzrostu CPI, głównie w efekcie negatywnych tendencji na rynku żywności i paliw (patrz wyżej) oraz dostosowania cen po przystąpieniu do UE. Ożywienie gospodarcze może się przyczynić do wzmocnienia tych efektów.
- NBP obawia się przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego (3,5%) w ciągu kilkunastu miesięcy. Naszym zdaniem na koniec tego roku inflacja nie powinna przekraczać 3% r/r, chociaż wiele będzie zależało od dalszej tendencji na rynku paliw.

Inflacja bazowa

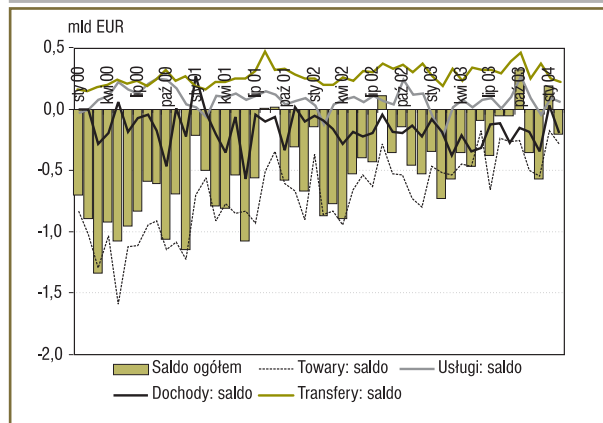


Deficyt obrotów bieżących niższy od oczekiwań

- Pozytywne wyniki bilansu płatniczego, wyraźnie lepsze od oczekiwań rynku – w lutym deficyt 210 mln euro, w styczniu (po rewizji) nadwyżka 191 mln euro, podczas gdy wcześniejsze dane wykazały deficyt 83 mln euro.
- Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących spadł w ciągu pierwszych dwóch miesięcy tego roku o ponad 0,5% PKB – po lutym wynosił 1,4% PKB wobec 2% na koniec 2003 r.
- Ożywienie popytu krajowego powinno powstrzymać dalszy spadek nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Jednak wciąż bardzo dobra kondycja polskiego

eksportu będzie raczej przeciwdziałać nadmiernie szybkiemu pogłębieniu deficytu w kolejnych miesiącach.

Obroty bieżące bilansu płatniczego

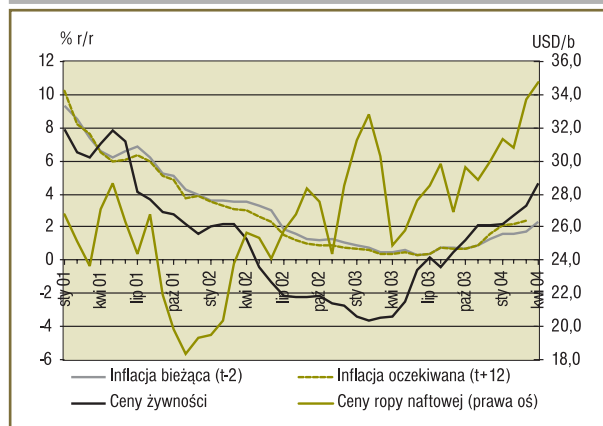


Bank centralny

Oczekiwania inflacyjne najważniejszym argumentem zmiany nastawienia Rady Polityki Pieniężnej

- Głównym powodem zmiany nastawienia RPP był „znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych”, który nastąpił ostatnio, a który był wynikiem szoków podaźowych, wzrostu presji popytowej oraz zmiany w strukturze cen wynikającej z wejścia do UE.
- Rada uznała, że nawet jeśli część z tych czynników ma charakter przejściowy, to oczekiwania inflacyjne mogą zostać utrwalone przez postępujące ożywienie gospodarcze, które stworzyłoby ryzyko przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego.
- Ryzyko po stronie czynników podaźowych jest wyższe niż przed miesiącem – bardzo wysoki wzrost

Czynniki podaźowe i oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



cen żywności i kolejne rekordy cen ropy na rynku światowym.

● Oczekiwania inflacyjne wg badań NBP wzrosły do 2,5% r/r w kwietniu z 2,4% r/r w marcu i z 0,4% r/r w kwietniu ub.r.

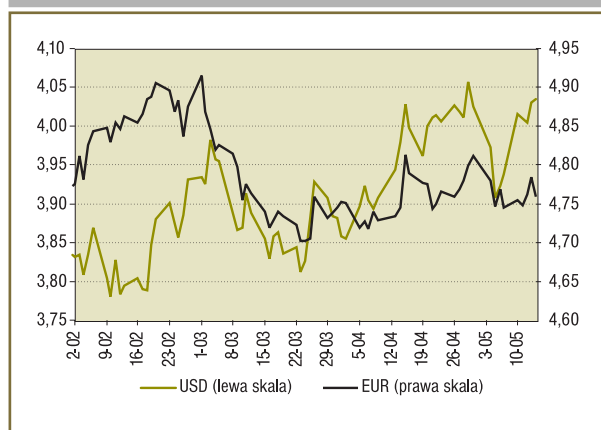
Monitor rynku

Złoty patrzy na politykę, pogorszenie na rynku długu

● Kwiecień był kolejnym miesiącem z rządu, w którym nastroje na polskim rynku były głównie pod wpływem rozwoju sytuacji na scenie politycznej, bowiem wpływa ona zasadniczo na szanse wdrożenia planu naprawy finansów publicznych. To przede wszystkim niepewność związana z tworzeniem nowego rządu spowodowała deprecjacje złotego oraz wzrost rentowności obligacji.

● Osłabianiu rynku na rynku obligacji sprzyjał wzrost rentowności na rynkach zagranicznych. Ponadto w ostatnim tygodniu decyzja RPP o zmianie nastawienia wpłynęła negatywnie na notowania na rynku papierów dłużnych.

Złoty w ostatnich 3 miesiącach



wienia wpłynęła negatywnie na notowania na rynku papierów dłużnych.

● Na koniec kwietnia złoty był słabszy niż w ostatnim dniu marca o około 2,3% wobec koszyka dolar-euro. Krzywa rentowności przesunęła się w ubiegłym miesiącu w górę o 80-100 pb w segmencie 2-5L oraz około 60 pb w dłuższych terminach, w wyniku czego nastąpiła inwersja krzywej powyżej terminu 4L.

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,8	19,4	10,4
Sprzedaż detaliczna c	% r/r	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	25,3	19,4
Stopa bezrobocia	%	20,3	19,8	19,7	19,6	19,5	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,5	20,0	19,5
Płace brutto b c	% r/r	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	6,5	7,7
Zatrudnienie b	% r/r	-3,7	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,2	-1,2
Eksport d	% r/r	4,1	8,4	4,0	8,9	4,4	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	13,4	11,0	9,6	8,8
Import d	% r/r	-6,1	3,1	-4,0	8,3	3,0	12,5	4,9	2,5	6,2	10,6	6,5	7,0	7,9	4,4
Bilans handlowy d	mln EUR	-443	-472	-179	-657	-232	-266	-254	-503	-545	-173	-288	-400	-400	-300
Rachunek bieżący d	mln EUR	-353	-470	-97	-375	-55	-57	314	-356	-566	191	-210	-400	-250	-250
Rachunek bieżący d	% PKB	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,3	-17,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	42,2	50,6	58,5	66,3	74,3	82,2	90,3	98,2	100,0	9,3	20,7	26,1	24,9	38,2
Inflacja (CPI)	% r/r	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,3	2,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,7	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,6	5,8	6,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	6,2	6,4
Zobowiązania	% r/r	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,8	3,4	3,5	4,9	6,4	6,5
Należności	% r/r	8,7	7,6	5,9	5,0	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,9	6,1	10,2	10,7
USD/PLN	zł	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,96
EUR/PLN	zł	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,75
Stopa interwencyjna a	%	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	6,00
Stopa lombardowa a	%	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,40
Rentowność obligacji 5L	%	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,70
Rentowność obligacji 10L	%	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,30

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^awartość na koniec okresu; ^bw sektorze przedsiębiorstw; ^cnominalnie; ^ddane nt. bilansu płatniczego wg transakcji