

## Gospodarka Polski

### Głębszy niż oczekiwano spadek produkcji

- Ze względu na efekt bazy i mniejszą liczbę dni roboczych oczekiwano, że w marcu produkcja przemysłowa zanotuje pierwszy od połowy 2002 r. spadek, ale jego skala był znacznie głębsza niż oczekiwane 0,5% r/r i wyniosła 3,7% r/r.
- Produkcja w budownictwie spadła o 3,8% r/r po wzroście o 13,3% r/r w lutym. Wynikało to z mniejszej liczby dni roboczych i wysokiej bazy (podobnie jak w przemyśle), a dodatkowo z faktu, że pogoda w marcu nie sprzyjała pracom budowlanym.
- Marcowe dane o produkcji zmniejszyły nieco nasz optymizm jeśli chodzi o tegoroczny wzrost PKB. Nadal uważamy, że II połowa 2005 r. będzie dużo lepsza, ale zanim to nastąpi, kiepskie wyniki przemysłu przełożą się na spadek tempa wzrostu PKB w I kw. 2005 r. do zaledwie 3%. Rośnie tym samym ryzyko dla prognozy wzrostu PKB w całym 2005 r. na poziomie bliskim 4,5%.

### ...ale sprzedaż detaliczna lepiej niż prognozy

- W przeciwieństwie do danych o produkcji, dynamika sprzedaży detalicznej w marcu była miłą niespodzianką. Zmniejszyła się ona o zaledwie 0,3% r/r, a oczekiwaliśmy spadku o 7%. Gdyby nie pojazdy mechaniczne, sprzedaż zanotowałaby zapewne spory wzrost. Mimo wysokiej bazy (gorączka zakupów przed wejściem do Unii Europejskiej), sprzedaż takich kategorii dóbr konsumpcyjnych jak farmaceutyki i leki czy meble, RTV i AGD rosła o odpowiednio 29% r/r i 15% r/r.
- Nawet jeżeli na marcową sprzedaż pozytywnie wpłynął termin świąt wielkanocnych, to jej poziom wskazuje, że spowolnienie konsumpcji w IV kw. 2004 r., kontynuowane w I kw. 2005 r., jest raczej przejściowe i można się spodziewać odbicia popytu konsumpcyjnego w II połowie 2005 r. Szczególnie biorąc pod uwagę coraz lepsze nastroje konsumentów.

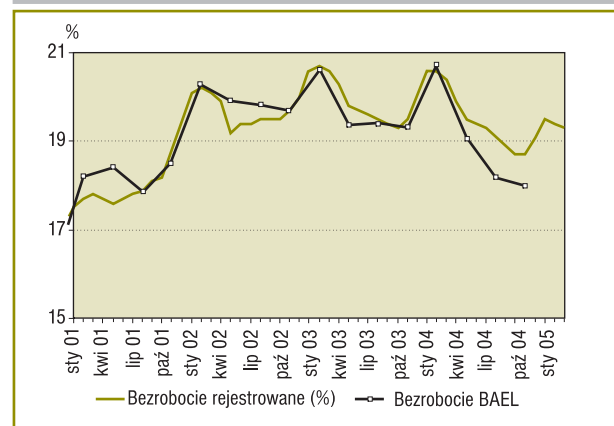
### Poprawy na rynku pracy ciąg dalszy

- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w marcu 2005 r. było o 0,1% mniejsze niż w lutym, ale wzrosło 1,6% r/r (nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy na poziomie 1,7% r/r), potwierdzając kontynuację pozytywnego trendu w zakresie popytu na pracę, który rozpoczął się kilka miesięcy temu.
- Przeciętna płaca wzrosła o 2,9% m/m oraz 2,2% r/r po wzroście o zaledwie 1,4% r/r miesiąc wcześniej. Wynik był lepszy od konsensusu rynkowego na po-

ziomie 1,5% r/r i naszej prognozy 1,8% r/r, ale oczywiście trudno go uznać za sygnał poważnego wzmocnienia presji płacowej. Spodziewamy się jednak stopniowego przyspieszania tempa wzrostu wynagrodzeń w kolejnych miesiącach, aż do poziomu powyżej 5% r/r pod koniec roku.

- W połączeniu ze sporym wzrostem zatrudnienia oraz spadkiem inflacji, fundusz płac w przedsiębiorstwach wzrósł w marcu o 3,8% r/r nominalnie i 0,5% r/r realnie. Jest to już pewna poprawa w porównaniu z kilkoma ostatnimi miesiącami, kiedy miał miejsce realny spadek funduszu płac (z wyjątkiem stycznia).
- Przewidujemy, że fundusz płac zacznie rosnąć dużo szybciej w kolejnych miesiącach w skali, która nie była obserwowana w polskiej gospodarce od kilku lat (z wyjątkiem krótkiego okresu pomiędzy lutym a kwietniem 2004 r.). W tej chwili sytuacja na rynku pracy jawi się jako bardzo korzystna dla perspektyw inflacyjnych, ale niewykluczone, że w niedługim czasie rynek pracy może się stać źródłem pewnych napięć inflacyjnych. Nie powinny jednak być one znaczące, ponieważ mimo systematycznego spadku nadal na bardzo wysokim poziomie znajduje się stopa bezrobocia. W marcu 2005 r. wyniosła 19,3% wobec 20,4% rok wcześniej. To ciągle na tyle dużo, że wniosek o deflacyjny wpływ bezrobocia nie zmienia się nawet wówczas, jeśli weźmiemy pod uwagę, że naturalna stopa bezrobocia w Polsce jest dość wysoka i wynosi nieco ponad 10%.

### Bezrobocie rejestrowane i według BAEL



### CPI po raz kolejny niższy niż oczekiwano

- Ceny konsumpcyjne wzrosły w marcu o 0,1% m/m, dokładnie zgodnie z naszą prognozą. Roczny wzrost CPI był jednak niższy niż oczekiwaliśmy i spowolnił do 3,4% z 3,6% w lutym.
- Inflacja w marcu po raz kolejny w tym roku była niższa niż oczekiwano – konsensus rynkowy wynosił 3,5% – powodując nieznaczną poprawę prognoz infla-

cji na dalszą część tego roku. Główną przyczyną spadku inflacji w marcu były roczne spadki cen żywności i paliw, gdyż miesięczne zmiany cen w tych kategoriach były mniejsze niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Ceny żywności wzrosły o 0,2% m/m oraz 5,3% r/r wobec wzrostu o 5,9% r/r miesiąc wcześniej. Ceny paliw wzrosły o 0,9% m/m oraz 9,1% r/r po wzroście o 10,2% w poprzednim miesiącu. Zmiany cen innych kategorii dóbr i usług konsumpcyjnych były mniej istotne dla zmiany tempa wzrostu cen.

● W sumie marcowe dane potwierdziły, że inflacja będzie w nadchodzących miesiącach spadać (głównie z powodu odwrócenia się niekorzystnych szoków podażowych na rynku żywności). Prognozujemy, że inflacja spadnie do ok. 1,5% r/r w czerwcu i pozostanie tam aż do końca roku.

### Wyraźne spowolnienie wzrostu cen produkcji

● PPI wzrósł w marcu 2005 r. o 0,5% m/m oraz 2,2% r/r. Miesięczny wzrost był dużo większy niż oczekiwano, ale roczny wzrost był dosyć bliski naszej prognozie oraz średniej rynkowej (2,1% r/r), ponieważ lutowe dane zostały zrewidowane w dół. Dane pokazały, że największy wzrost cen nastąpił w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (prawie 7% m/m) oraz tytoniu (1,1% m/m). Silny wzrost cen na tych rynkach może mieć wpływ na wzrost cen konsumpcyjnych w kolejnych miesiącach.

● Trend wzrostu cen produkcji powinien być jednak dosyć korzystny dla perspektyw inflacyjnych, gdyż przewidywany jest szybki spadek dynamiki PPI w ciągu najbliższych paru miesięcy (przy efekcie wysokiej bazy) – w maju i czerwcu dynamika PPI powinna spaść nieco poniżej zera.

### Inflacja bazowa prawie stabilna

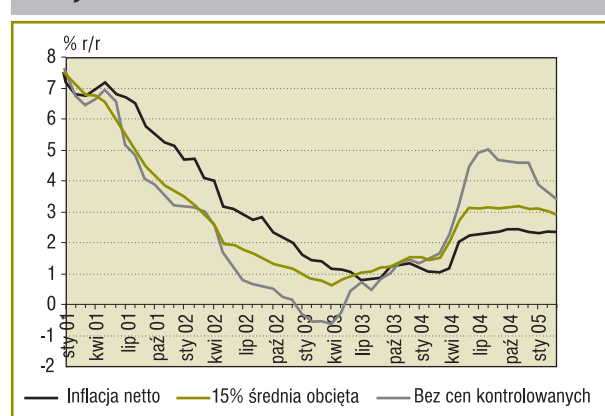
● Cztery z pięciu wskaźników inflacji bazowej spadły w marcu o 0,1–0,2 pp w porównaniu z lutym. Jedynie inflacja netto nieznacznie się podniosła do 2,4% r/r z 2,3% w poprzednim miesiącu (tak naprawdę była niemal stabilna, ponieważ zmiana dotyczyła drugiego miejsca po przecinku).

● Stabilizacja inflacji netto w przedziale 2,2%–2,4%, którą obserwujemy już od prawie roku, potwierdza, że znaczny wzrost dynamiki CPI, który nastąpił w II półroczu 2004 r. był spowodowany niemal wyłącznie odbiciem cen paliw i żywności, które ze wskaźnika inflacji netto są wyłączone.

● Teraz, kiedy szoki na tych dwóch rynkach tracą impet (szok paliwowy się osłabił, a na rynku żywno-

ści wręcz zmienił kierunek), można się spodziewać, że wzrost CPI spadnie na pewien czas poniżej inflacji netto.

### Inflacja bazowa



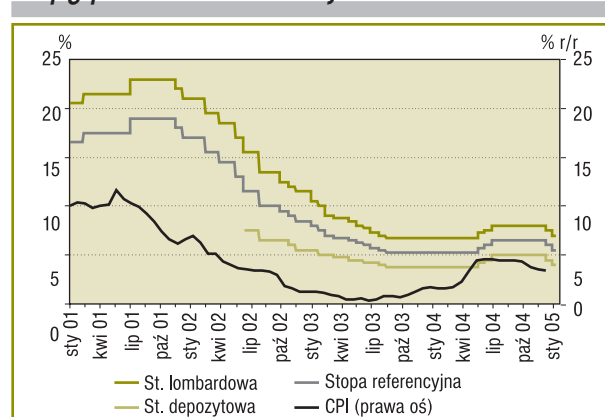
## Bank centralny

### Jastrzębia obniżka stóp

● RPP obniżyła stopy procentowe o 50 pkt. bazowych, podczas gdy większość analityków spodziewało się redukcji o 25 pb. W praktyce jednak decyzja była bardziej „jastrzębia” niż to wygląda na pierwszy rzut oka (patrzac tylko na skalę obniżki).

● Wrz z redukcją stóp RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne. W rezultacie reakcja rynku na decyzję była taka, jakiej można było oczekiwać w przypadku obniżki o 25 pb i utrzymania nastawienia łagodnego. Podczas gdy oczekiwaliśmy, że Rada obniży stopy procentowe w sumie o 50 pb, ale w dwóch ostrożnych ruchach po 25 pb w kwietniu i maju (po czym miałyby nastąpić zmiana nastawienia na neutralne), kwietniowa decyzja okazała się bardziej śmiała i wszystko, czego oczekiwaliśmy, stało się w ciągu jednego posiedzenia Rady.

### Stopy procentowe a inflacja



## Czy jest jeszcze miejsce na obniżki stóp w tym roku

- Przez wprowadzenie neutralnego nastawienia bankierzy centralni zasugerowali, że 100 pkt bazowych w ciągu dwóch miesięcy było wystarczające, przynajmniej na pewien czas. Potwierdziło to, że oczekiwania niektórych uczestników rynku na obniżki stóp w 2005 r. w skali 200–300 pb były przesadzone.
- Jeśli inflacja będzie zgodnie z oczekiwaniami niska, a utrzymają się postrzegane przez RPP ryzyka dla wzrostu gospodarczego, to można się spodziewać dostrajających ruchów w polityce pieniężnej (o 25 pb) w II połowie 2005 r.
- W podstawowym scenariuszu oczekujemy, że jedyna taka redukcja będzie miała miejsce przed wyborami (w lipcu). Należy pamiętać, że ryzyka polityczne, na które zwraca uwagę Rada, nie znikną do wyborów (a może nawet pozostaną po wyborach).

## Huśtawka złotego bez konsekwencji

- Według raportu NBP o koniunkturze, mimo znacznej aprecjacji złotego rzeczywisty kurs euro cały czas pozostaje powyżej deklarowanych przez firmy kursów granicznych dla opłacalności eksportu oraz kursu niekorzystnego z powodu większej konkurencyjności produkcji importowej.
- W przypadku dolara, istnieje pewien przedział wartości złotego, dla którego eksporterzy są konkurencyjni, natomiast towary importowane są tańsze od ich substytutów rodzimej produkcji.
- Należy pamiętać, że odpowiedzi przedsiębiorstw są formułowane w dużej mierze na podstawie rzeczywistego kursu, a kwietniowe osłabienie złotego pomogło eksporterom. Krótkoterminowe umocnienie złotego w najbliższym czasie (czerwiec–lipiec), którego oczekujemy, nie powinno mieć dużego znaczenia dla Rady, wobec potencjalnego osłabienia na jesieni.

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki kwartalne i roczne

		2002	2003	2004	2005	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mld zł	781,1	814,7	883,7	942,0	203,8	216,1	218,8	245,0	217,4	228,9	233,1	262,0
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,3	4,3	6,9	6,1	4,8	3,9	3,0	3,5	4,9	5,4
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,5	4,5	4,2	5,5	5,1	4,6	2,9	2,8	3,2	4,9	5,6
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	2,8	2,9	3,3	3,5	2,9	1,5	2,2	2,7	3,4	3,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,2	3,4	3,9	3,8	3,5	1,8	2,5	3,2	3,9	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	5,1	11,0	3,5	3,6	4,1	7,2	11,0	10,0	12,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	6,1	19,0	16,4	9,2	6,2	1,0	2,5	9,1	11,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,1	5,4	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,8	3,3	8,7	10,3
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	20,0	19,1	17,7	20,4	19,4	18,9	19,1	19,3	18,2	17,6	17,7
Płace realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	1,5	2,0	0,8	1,5	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,4	1,0	3,0	3,6
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	9,1	21,9	13,4	19,3	29,1	17,6	21,8	21,9	13,1	10,0	10,0
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,3	19,1	12,2	12,6	29,3	16,3	18,2	14,8	10,2	12,0	12,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mld euro	-7 701	-5 077	-4 510	-4 226	-909	-1 438	-1 148	-1 015	-14	-1 105	-1 616	-1 491
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mld euro	-5 404	-4 109	-2 959	-2 929	-654	-1 530	-868	93	37	-635	-1 212	-1 118
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-2,2	-1,5	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-1,5	-1,1	-0,6	-0,8	-1,3
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld zł	-39,4	-37,0	-41,5	-35,0	-11,8	-19,9	-29,0	-41,5	14,0	22,8	29,8	35,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,7	-3,7	-5,8	-3,7	-4,1	-5,1	6,4	3,8	3,0	2,0
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	2,2	1,6	3,3	4,5	4,4	3,6	2,3	1,5	1,5
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	4,4	1,6	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,6	1,6	1,6
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	1,2	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	-0,1	0,1	1,4
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	-2,0	5,6	8,7	-	5,7	7,2	6,5	8,7	10,8	-	-	-
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	-4,1	3,7	8,1	-	4,8	6,9	6,6	8,1	10,3	-	-	-
Należności <sup>a</sup>	% r/r	5,2	8,1	2,9	-	6,1	5,7	4,2	2,9	3,8	-	-	-
USD/PLN	zł	4,08	3,89	3,65	3,05	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,17	3,03	2,97
EUR/PLN	zł	3,85	4,40	4,53	4,03	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,12	4,04	3,97
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	6,50	5,25	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,50	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	5,64	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,62	5,25	5,25
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	8,00	6,75	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	7,00	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	5,50	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,40	5,40	5,30
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,89	5,43	6,28	6,86	7,66	6,75	5,83	5,30	5,30	5,30
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,02	5,55	6,67	7,10	7,59	6,70	5,89	5,40	5,50	5,40
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,59	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,50	5,60	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego według transakcji; <sup>c</sup> w sektorze przedsiębiorstw  
Dział „Wskaźniki – prognozy” został przygotowany na podstawie danych otrzymanych z Biura Głównego Ekonomisty Banku Zachodniego WBK S.A.