

Uwarunkowania zewnętrzne

W styczniu 2004 r. umacniały się sygnały ożywienia w gospodarce światowej. W gospodarce USA kontynuowany był szybki wzrost tzw. wskaźników wyprzedzających. Poprawił się klimat wśród przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, czego potwierdzeniem było rosnące tempo napływu zamówień do przemysłu przetwórczego oraz wysokie obroty w handlu detalicznym.

Wskaźniki bieżącej aktywności w strefie euro nadal wskazywały na słabość popytu konsumpcyjnego, brak było poprawy w głównych indeksach zaufania gospodarstw domowych, a w gospodarce Niemiec pogłębiał się spadek obrotów sprzedaży detalicznej. Wobec rozwijającego się ożywienia w otoczeniu strefy euro rósł natomiast optymizm biznesu europejskiego, co najwyraźniej sygnalizował główny wskaźnik oceny klimatu inwestycyjnego w Niemczech - wskaźnik instytutu IFO.

W styczniu 2004 r. pogłębiła się obserwowana od prawie dwóch lat deprecjacja dolara amerykańskiego na rynku światowym, co najwyraźniej widoczne było w stosunku do euro (w styczniu średniomiesięczny kurs EUR /USD ukształtował się na poziomie 1,26 wobec 1,23 w grudniu 2003 r.).

W styczniu 2004 r. nadal wzrastały ceny ropy naftowej na rynkach światowych. Średnia cena ropy naftowej Brent wyniosła w tym miesiącu 31,2 USD/b, tj. o 1,3 USD więcej niż w grudniu ub.r. Do podtrzymania tendencji wzrostowej cen przyczyniały się zapasy ropy w USA utrzymujące się na poziomie historycznego minimum, jak i wyraźnie niższe od normy temperatury notowane w styczniu br. na Północnym-Wschodzie USA.

Wzrost cen w styczniu br. sprawił, że Departament Stanu ds. Energii podwyższył w lutym br. swoją prognozę cen ropy na 2004 r. do 29,4 USD/b (wzrost o 1,1 USD/b w porównaniu z prognozą ze stycznia 2004 r.).

Sytuacja gospodarcza w kraju

W grudniu 2003 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 680 mln EUR, a więc był o 190 mln EUR wyższy niż w grudniu 2002 r. Pogłębienie się ujemnego salda obrotów bieżących było z jednej strony efektem powiększenia deficytu w pozycjach: dochody i usługi, z drugiej natomiast znacznie mniejszej, w porównaniu z poprzednimi miesiącami, poprawy salda płatności towarowych. Wartość wpływów z eksportu zwiększyła się o 25,2%, natomiast wartość wypłat za import wzrosła o 18,4% (był to najwyższy wzrost wypłat za import od stycznia 2001 r.).

W okresie styczeń-grudzień 2003 r. ujemne saldo obrotów bieżących obniżyło się do 3,5 mld EUR (wobec 7,2 mld EUR w 2002 r.). Poprawa salda obrotów bieżących, podobnie jak w poprzednich latach, wynikała głównie ze zmniejszenia się deficytu płatności towarowych (o 2,4 mld EUR) oraz ze wzrostu nadwyżki obrotów niesklasyfikowanych (o 1,9 mld EUR). Pozostałe pozycje rachunku obrotów bieżących oddziaływały natomiast w kierunku pogorszenia salda: pogłębiły się ujemne salda dochodów i usług, a dodatnie saldo transferów uległo obniżeniu.

Wg danych GUS tempo wzrostu PKB w IV kwartale 2003 r. wyniosło ok. 4,7%. Tak znaczące przyspieszenie było wynikiem silnie rosnącej wartości dodanej w przemyśle, której tempo wzrostu w IV kwartale wyniosło 9,7%. Struktura działowa przetwórstwa wskazuje, że nadal głównym czynnikiem wzrostu była produkcja skierowana na eksport. W całym 2003 r. najszybciej rosła sprzedaż przedsiębiorstw produkujących dobra inwestycyjne (o ok. 21%), kierowane w coraz większym stopniu do odbiorców zagranicznych. Rosnący poziom aktywności gospodarczej zaowocował również przyspieszeniem sprzedaży dóbr zaopatrzeniowych (z 9% po trzech kwartałach do 11% w całym 2003 r.). Relatywnie słabszy był wzrost produkcji w przedsiębiorstwach wytwarzających dobra konsumpcyjne (ok. 6%).

Głównymi czynnikami przyspieszenia tempa wzrostu PKB w IV kwartale 2003 r. od strony rozdysponowania była konsumpcja oraz dodatni wkład eksportu netto. Dynamika spożycia indywidualnego zwiększyła się do 3,9%. Można oceniać, że było to m.in. wynikiem wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Wbrew oczekiwaniom, w IV kwartale nie nastąpiło przyspieszenie popytu inwestycyjnego. Nakłady brutto na środki trwałe były wyższe niż przed rokiem zaledwie o 0,1%. Jednakże w

**Wzmocnienie
sygnałów
ożywienia w
gospodarce
światowej**

**Wysokie ceny
ropy naftowej
na rynkach
światowych**

**Poprawa salda
obrotów
bieżących
bilansu
płatniczego w
2003 r.**

**W IV kw.
2003 r.
wzrost PKB o
4,7%;
w całym 2003 r.
o 3,7%**

przemysle przetwórczym w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2003 r. nakłady inwestycyjne wzrosły w cenach bieżących o 19,6%.

Utrzymał się bardzo wysoki wzrost eksportu, głównie za sprawą rosnącej sprzedaży za granicę wyrobów przemysłu przetwórczego. Wobec braku wyraźnego ożywienia w popycie inwestycyjnym, słabszy był wzrost importu. W rezultacie wkład eksportu netto do wzrostu PKB w IV kwartale ukształtował się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w II kwartale (ok. 1,9 pkt. proc.).

Wzrost produkcji przemysłowej w styczniu 2004 r. ukształtował się powyżej oczekiwań rynku. Pomimo krótszego o jeden dzień roboczy czasu pracy w porównaniu ze styczniem ub. r., produkcja przemysłu ogółem wzrosła o 14,3%. Drugi miesiąc z kolei bardzo wysoką dynamikę odnotowano w przemyśle przetwórczym, w którym wolumen sprzedaży wzrósł o 17,9% (w grudniu o 18,7%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wzrost produkcji ogółem wyniósł 16,6%, a w przemyśle przetwórczym 20,7%. Nadal najwyższy wzrost odnotowano w działach o dużej i rosnącej sprzedaży na eksport.

**Wzrost
produkcji
przemysłowej w
styczniu br.
wyższy od
oczekiwań**

Po stosunkowo dobrych wynikach w grudniu ub. r., wynikających m.in. z korzystnych warunków atmosferycznych, w styczniu nastąpił powrót do tendencji spadkowej w budownictwie. W porównaniu ze styczniem ub. r. produkcja budowlano-montażowa była niższa o 9,5%. Spadek odnotowano we wszystkich działach budownictwa.

Lutowe badanie koniunktury GUS wskazuje na utrzymywanie się pozytywnej oceny ogólnego klimatu koniunktury w przemyśle przetwórczym. Poprawa ocen popytu ogółem w tej sekcji wynikała głównie z pozytywnych ocen popytu zagranicznego. Przedsiębiorcy przemysłowi przewidują, że w ciągu najbliższych miesięcy utrzyma się korzystna sytuacja w zakresie możliwości eksportowych oraz że wzrośnie popyt krajowy i produkcja sprzedana. Najlepsze oceny dotyczące popytu ogółem i produkcji sprzedanej sformułowali producenci dóbr inwestycyjnych, co łącznie z sygnalizowanym przez nich niedoborem zapasów wyrobów gotowych wydaje się wskazywać na możliwość ożywienia działalności inwestycyjnej w gospodarce.

**Pozytywne
oceny klimatu
koniunktury w
przemysle
przetwórczym**

Sytuacja sektora finansów publicznych

W styczniu br. dochody budżetu państwa były nominalnie wyższe niż w tym samym okresie ubiegłego roku (wzrost o 2,9%), dzięki wyższemu wpływom niepodatkowym (o 37,7%) głównie z tytułu dochodów państwowych jednostek budżetowych. Dochody podatkowe wykazały wzrost jedynie, o 0,4%, co było konsekwencją obowiązujących od 1 stycznia br. wyższych udziałów jednostek samorządu terytorialnego w podatku dochodowym od osób fizycznych i prawnych. Stopień realizacji planu dochodów ogółem wyniósł w styczniu br. 7,8% i był wyższy od odnotowanego w styczniu 2003 r.

Zrealizowane w styczniu br. wydatki budżetowe były wyższe o 3,3% niż w analogicznym miesiącu roku ubiegłego. Umiarkowany wzrost wydatków wynikał m.in. z niskiego poziomu kosztów obsługi długu publicznego oraz nieprzekazania dotacji dla Funduszu Pracy. Z drugiej strony budżet państwa przekazał FUS i FER więcej środków niż w tym samym okresie ubiegłego roku. Wydatki budżetu państwa po styczniu br. osiągnęły 8,1% wielkości zapisanej w ustawie budżetowej, tj. tyle samo, co w analogicznym okresie 2003 r.

Deficyt budżetowy wyniósł ok. 4,2 mld zł, co oznacza że wykorzystano ok. 9,3% limitu rocznego wobec 10,4% w ub.r.

Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w styczniu br. były środki zgromadzone na koniec 2003 r. oraz wpływy z emisji euroobligacji.

Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe, kurs walutowy

Wg danych informacji przyspieszonej, w styczniu 2004 r. podaż pieniądza M3 zmalała o 6,2 mld zł (-1,8%) w stosunku do grudnia 2003 r., osiągając na koniec miesiąca poziom 333,9 mld zł. Na zmiany podaży pieniądza znaczny wpływ miało osłabienie kursu złotego. Po usunięciu wpływu różnic kursowych spadek M3 wyniósł ok. 7,2 mld zł (-2,1%). Roczne tempo wzrostu agregatu M3 wyniosło 5,1%.

Stan pieniądza gotówkowego w obiegu zmniejszył się o 0,9 mld zł, (-1,8%), osiągając na koniec stycznia 2004 r. poziom 48,5 mld zł. Roczne tempo wzrostu gotówki w obiegu obniżyło

się z 17,1% w grudniu 2003 r. do 16,5% w styczniu 2004 r., jego wartość nadal należy uznać za wysoką.

W styczniu 2003 r. odnotowano głęboki spadek depozytów w systemie bankowym, który wynikał w głównej mierze ze zmniejszenia depozytów przedsiębiorstw. Depozyty ogółem wchodzące w skład M3 zmniejszyły się o 5,4 mld zł (-1,9%), zaś po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych ich spadek wyniósł ok. 6,4 mld zł (-2,2%). Stan depozytów przedsiębiorstw obniżył się o 4,8 mld zł (-7,0%), spadek ten wyniósł ok. 5,0 mld zł (-7,3%) po oczyszczeniu z wpływu różnic kursowych. Roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw nadal pozostaje na stosunkowo wysokim poziomie. Depozyty gospodarstw domowych zmniejszyły się w styczniu o 0,8 mld zł (-0,4%); po usunięciu wpływu wahań kursowych ich spadek był głębszy i wyniósł ok. 1,5 mld zł (-0,8%). Ciągłe ujemne roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych uległo zwiększeniu w styczniu do -1,7%. Styczniowy znaczny spadek depozytów bankowych nie znalazł odzwierciedlenia w przyroście aktywów funduszy inwestycyjnych, który wyniósł jedynie ok. 0,3 mld zł.

Należności ogółem zwiększyły się w styczniu 2004 r. o 1,6 mld zł (0,6%), jednakże ich nominalny wzrost był znacznie zawyżony w wyniku zmian kursowych. Po ich wyeliminowaniu styczniowy wzrost wyniósł ok. 0,6 mld zł (0,2%). Wzrost należności ogółem był przede wszystkim skutkiem wzrostu wartości kredytów dla przedsiębiorstw, które zwiększyły się o 2,6 mld zł (1,9%); wzrost ten po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych wyniósł ok. 2,0 mld zł (1,5%). Roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw zwiększyło się z 2,1% w grudniu ub. r. do 2,6% w styczniu 2004 r. Wartość kredytów dla gospodarstw domowych wzrosła w styczniu 2004 r. o 0,5 mld zł (0,5%), a po oczyszczeniu z wpływu wahań kursowych wzrost był niższy i wyniósł ok. 0,2 mld zł (0,2%). W dwóch poprzednich latach w warunkach porównywalnych w styczniu następował niewielki spadek zadłużenia gospodarstw domowych. Roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych zmniejszyło się nieznacznie z 14% w grudniu ub. r. do 13,8% w styczniu 2004 r.

W okresie od 21 stycznia do 23 lutego 2004 r. następowała dalsza, systematyczna deprecjacja złotego. Złoty osłabił się zarówno wobec euro, jak i dolara odpowiednio o: 3,2% i 3,8%. Od początku roku kursy EUR/PLN i USD/PLN wzrosły odpowiednio o: 4,0% i 4,2%. Czynnikiem, które powodowały deprecjację był wzrost ryzyka fiskalnego (możliwość niezyskania w Sejmie akceptacji dla rządowego programu uporządkowania i ograniczania wydatków publicznych) oraz zwiększenie się ryzyka politycznego (możliwość dymisji rządu i konieczność przeprowadzenia przedterminowych wyborów). W dalszym ciągu czynniki makroekonomiczne nie uzasadniają zaistniałej deprecjacji złotego.

W analizowanym okresie miała miejsce wysoka zmienność cen obligacji. Rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wzrosły odpowiednio o 14, 7 i 3 p.b. (od początku roku zmiana ta wyniosła odpowiednio: -4, 5 i 27 p.b.). Znajdują się one nadal na poziomach niższych niż odnotowano to w listopadzie 2003 r. Podstawowym czynnikiem wpływającym na zmienność cen obligacji był - podobnie jak w przypadku kursu walutowego - wzrost ryzyka fiskalnego i politycznego. Doprowadziło to do wyprzedzaży obligacji na całej długości krzywej dochodowości od 13 stycznia do 16 lutego. Nerwowa reakcja inwestorów na rynku obligacji była dodatkowo wzmocniona osłabieniem się złotego względem koszyka walut. Od 16 lutego czynnikiem, który wpłynął na ukształtowanie się krótkoterminowej tendencji spadkowej rentowności, była publikacja wskaźnika inflacji za styczeń b.r. (gra na obniżkę stóp procentowych) oraz powrót dobrego sentymentu na globalnym rynku obligacji skarbowych. Mimo wysokiej zmienności cen obligacji skarbowych i dalszego osłabiania się kursu złotego inwestorzy zagraniczni po wyprzedzaży w styczniu, w lutym odbudowali portfel obligacji skarbowych, głównie w okresie od 16 do 23 lutego.

Ceny, oczekiwania inflacyjne

W styczniu 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł, tak jak w grudniu 2003 r. 1,7%. W porównaniu ze styczniem 2003 r. najbardziej wzrosły ceny w transporcie (3,6%), ceny użytkowania mieszkań (2,6%), co wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen nośników energii (3, 0%), oraz ceny żywności i napojów bezalkoholowych (2,2%).

Niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw, umiarkowana dla gospodarstw domowych

Deprecjacja złotego i duża zmienność cen obligacji skarbowych

Niższe niż w styczniu 2003 r. były natomiast ceny odzieży i obuwia.

W styczniu 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen produkcji sprzedanej wyniósł 4,2% (w grudniu 2003 r. 3,7%), co oznacza, że osiągnął on najwyższy poziom od stycznia 2001 r. Jest to wynik wzrostów cen surowców przemysłowych (metale przemysłowe, ropa, węgiel) na rynkach światowych w ciągu ubiegłego roku i w styczniu br. oraz wzrostu cen uzyskiwanych w eksporcie, co wiąże się z osłabieniem złotego wobec euro.

Oczekiwana przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 2,2% (w styczniu br. wynosiła 2,1%), a analitycy bankowi prognozują, że w grudniu 2004 r. stopa inflacji wyniesie 2,7% (w styczniu br. oczekiwano 2,6%), a w styczniu 2005 r. 2,6% (bez zmian).