

Uwarunkowania zewnętrzne

W lutym i marcu br. nastąpiło pogorszenie klimatu gospodarczego w głównych regionach gospodarki światowej. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w obniżeniu wskaźników obrazujących zaufanie kół biznesu (w USA i strefie euro) i konsumentów (w USA), które jednak w większości pozostają na wysokich poziomach. Sytuacja ta wynikała głównie z gorszych, niż przewidywano, danych dotyczących sytuacji na rynku pracy w USA, a w strefie euro z mniej optymistycznych ocen perspektyw zbytu w przedsiębiorstwach – na co coraz silniej oddziałuje aprecjacja wspólnej waluty europejskiej. Analitycy nie oczekują poprawy nastrojów w najbliższych miesiącach również wobec zaostrzenia ryzyka geopolitycznego po zamachu w Hiszpanii.

Pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej

W marcu br. na rynkach finansowych odnotowano zwiększony popyt na mało ryzykowne aktywa, czego przejawem było nasilenie spadku rentowności obligacji rządowych, obniżenie indeksów giełdowych. Istotnie wzrosła zmienność kursów głównych walut światowych.

Wobec powyższych zjawisk wyraźnie obniżyły się oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA i strefie euro.

Wysokie ceny ropy naftowej na rynkach światowych

W lutym 2004 r. średnia cena ropy naftowej Brent wyniosła 30,9 USD/b i była nieznacznie niższa w porównaniu ze styczniem br. Jednak od początku drugiej dekady lutego obserwowany był wyraźny wzrost cen, wynikający z zapowiedzi OPEC o obniżeniu limitów produkcji. W pierwszej połowie marca 2004 r. ceny ropy ustabilizowały się na wysokim poziomie (ok. 34 USD/b). Jednocześnie Departament Stanu ds. Energii podwyższył w marcu br. swoją prognozę cen ropy na 2004 r. do 30,7 USD/b (wzrost o 1,3 USD/b w porównaniu z prognozą z lutego 2004 r.).

Sytuacja gospodarcza w kraju

Sytuacja finansowa przedsiębiorstw w 2003 r. ukształtowała się znacznie korzystniej niż w 2002 r. Świadczy o tym poprawa wszystkich wskaźników efektywności i wzrost odsetka przedsiębiorstw wykazujących zysk netto (o ponad 7 pkt. proc.).

Bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw w 2003 r.

Wynik na działalności operacyjnej w sektorze przedsiębiorstw w 2003 r. wzrósł w porównaniu z 2002 r. o 86%, a wynik finansowy brutto – ponad 4-krotnie. Wynik finansowy netto w 2003 r. ukształtował się na poziomie 18 mld zł wobec straty poniesionej przez sektor przedsiębiorstw w 2002 r. w kwocie 2 mld zł. W porównaniu z 2002 r. zmalały straty na działalności finansowej (o ok. 5%), przy równoczesnym wzroście zysku na sprzedaży produktów, towarów i materiałów (o 53%).

Poprawę wskaźników poziomu kosztów oraz wskaźników rentowności obrotu brutto i netto odnotowano we wszystkich sekcjach z wyjątkiem sekcji ochrona zdrowia i opieka społeczna. Poprawiła się też sytuacja ekonomiczno-finansowa eksporterów, podstawowe relacje efektywnościowe były w tej grupie przedsiębiorstw korzystniejsze niż w przedsiębiorstwach ogółem (z wyjątkiem wskaźników płynności).

Poprawa salda obrotów bieżących bilansu płatniczego

W styczniu 2004 r. obniżył się deficyt na rachunku obrotów bieżących. W porównaniu ze styczniem ub.r. zmniejszył się on o 260 mln EUR i wyniósł 80 mln EUR. Na obniżenie się ujemnego salda obrotów bieżących wpłynęło głównie zmniejszenie się deficytu w obrotach towarowych oraz pojawienie się dodatniego salda w pozycji dochody, co związane było ze wzrostem przychodów z tytułu posiadanych przez bank centralny aktywów rezerwowych. Dodatkowo korzystny wpływ na saldo dochodów miało sezonowe obniżenie rozchodów.

Ujemne saldo obrotów towarowych zmniejszyło się w styczniu 2004 r. o 130 mln EUR, co było efektem utrzymywania się wyższej dynamiki eksportu (11,6% w porównaniu ze styczniem 2003 r.) niż importu (wzrost o 7,3%). Dynamika obrotów towarowych (zarówno eksportu, jak i w większym stopniu importu) w styczniu br. była wyraźnie wyższa w porównaniu ze średnią w 2003 r. Silny wzrost wartości importu sprawił, że poprawa salda obrotów towarowych była w styczniu br. słabsza niż średnio w 2003 roku.

W lutym produkcja przemysłowa wzrosła o 18,4%. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, o wysokiej dynamice produkcji przemysłu zdecydowała silnie rosnąca sprzedaż

przetwórstwa, która przekroczyła poziom sprzed roku o 23,3%. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wzrost produkcji ogółem wyniósł 17,0 %, a w przemyśle przetwórczym 21,4%. Stopniowo można zaobserwować zmiany w strukturze działowej wzrostu w przetwórstwie. W dalszym ciągu wysoki wzrost odnotowuje się w działach nastawionych na sprzedaż eksportową, z dużym udziałem kapitału zagranicznego. Rekordowy wzrost sprzedaży, częściowo wynikający z niskiej sprzedaży samochodów osobowych w lutym ub. r., miał miejsce w przemyśle motoryzacyjnym (80%). Do grupy dynamicznie rosnących działów dołączają jednak również te z przewagą kapitału krajowego (produkcja metali i wyrobów z metali), korzystające z rosnących cen światowych oraz niskiego kursu złotego. Blisko dwukrotny wzrost sprzedaży odnotowano w przemyśle stoczniowym. Można ocenić, że wzrost produkcji w tym dziale zwiększył dynamikę przemysłu ogółem o ok. 1 pkt. proc.

Pomimo znacznie lepszych warunków pogodowych w porównaniu z rokiem poprzednim, produkcja budowlano-montażowa spadła w lutym w ujęciu rocznym o 6,3% (wobec spadku o 24,2% w lutym ub. r.). Ponadto skorygowano dane za styczeń; wg aktualnych szacunków GUS, w styczniu br. sprzedaż budownictwa była niższa niż przed rokiem o 16,8%.

Badanie koniunktury opublikowane przez GUS w dniu 19 marca 2004 r., wskazuje na dalszą poprawę klimatu koniunktury w przemyśle przetwórczym. Ocena klimatu koniunktury w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzednich lat osiągnęła rekordowy poziom i była jedną z najwyższych w całym badanym okresie. W budownictwie natomiast zanotowano dalsze pogorszenie negatywnej oceny klimatu zarówno w stosunku do lutego br., jak również w porównaniu z ocenami formułowanymi w marcu w całym badanym okresie. W dalszym ciągu negatywnie oceniany jest klimat koniunktury w handlu detalicznym - jednak lepiej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Przedsiębiorcy przemysłowi (zwłaszcza producenci dóbr zaopatrzeniowych) i handlowcy (głównie z branży meblowej i artykułów żywnościowych) przewidują wzrost cen sprzedaży w ciągu najbliższych trzech miesięcy, natomiast w przedsiębiorstwach budowlanych utrzymuje się opinia o braku takich możliwości.

Roczna dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosła z 5,1% w grudniu ub. r. i 3,5% w styczniu br. do 6,3% w lutym br. - było to m.in. efektem bardzo wysokich wypłat w górnictwie i kopalnictwie, gdzie na skutek wypłat tzw. 14 pensji przeciętne płace wzrosły nominalnie o 28%. Fundusz wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nominalnie rośnie od czterech miesięcy, realnie zaś od stycznia br. W lutym br. w porównaniu do lutego 2003 r. był wyższy o 4,8% nominalnie, a o 3,1% realnie.

W lutym br. odnotowano wzrost wydajności pracy; w przemyśle ogółem wzrosła ona w ujęciu rocznym o 19,4%, a w przetwórstwie przemysłowym o 23,7%.

Sytuacja sektora finansów publicznych

Dochody budżetu państwa były wyższe o 3% w stosunku do analogicznego okresu sprzed roku, co można uznać za dobry wynik wobec prognozowanego ich rocznego wzrostu o 1,2%. Wyższy od ubiegłorocznego poziomu był również stopień realizacji planu rocznego (14,8%).

Na kształtowanie się dochodów budżetu państwa w okresie I-II br. wpływ miał przede wszystkim wysoki wzrost podatków pośrednich (7,1% r/r), szczególnie silny w lutym (ok. 15% r/r). Prawdopodobnie wynikał on z osłabienia kursu złotego względem dolara i euro, które powoduje wzrost wpływów z podatków od importu oraz ze wzrostu popytu krajowego, m.in. na towary, które objęte będą wyższą stawką VAT od 1 maja br. Dodatkowo na wielkość podatków pośrednich oddziaływały również wyższe wpływy z akcyzy z tytułu wzrostu stawki podatkowej na paliwa silnikowe i wyroby tytoniowe.

Wydatki budżetu państwa po lutym br. były nominalnie o 4,7% niższe od wydatków przed rokiem. Było to związane z brakiem dotacji dla FP od początku br. oraz ograniczenia dotacji dla FUS w lutym br. Poniżej ubiegłorocznego poziomu ukształtowały się wydatki na koszty obsługi długu publicznego (o 15,2%), głównie z powodu niższych kosztów od długu krajowego (o 33,4%). W efekcie stopień realizacji planu rocznego wydatków budżetowych wyniósł 16,2%, czyli znacząco mniej niż w latach ubiegłych.

Deficyt budżetu państwa na koniec lutego br. ukształtował się na poziomie 9,4 mld zł, co

Wzrost produkcji przemysłowej w lutym br. wyższy od oczekiwań

Poprawa klimatu koniunktury w przemyśle przetwórczym

Niskie zaawansowanie wydatków i deficytu budżetu państwa po dwóch miesiącach 2004 r.

oznacza, że wykorzystano 20,7%, limitu rocznego wobec 30% w ub.r.

Mimo dobrych wyników budżetu państwa po lutym br. o sytuacji budżetu państwa w roku 2004 przesądzą dopiero najbliższe miesiące po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej, i związane z tym wprowadzenie nowych rozwiązań systemowych po stronie dochodów (zmiany przepisów podatkowych), jak i wydatków budżetowych (składka członkowska do budżetu UE). Z dniem 1 maja br. szczególnie istotne zmiany dotyczyć będą podatków pośrednich. Zmiana terminów rozliczania podatku VAT (podatek od importu może być nawet rozliczany z dwumiesięcznym opóźnieniem) oraz wprowadzenie systemu składów akcyzowych, powodować będą ubytek dochodów w maju i czerwcu br. Częściowo wpływ tych zmian zrekompensują środki otrzymane z UE, tzw. kompensaty budżetowe i transfery na dostosowanie granicy zewnętrznej, jednakże zasilenie z tego tytułu (ok. 0,3 mld zł) nie wpłynie znacząco na zmniejszenie problemów płynnościowych budżetu. Z drugiej strony po 1 maja br. budżet państwa będzie zobowiązany do odprowadzania składki do budżetu UE, co oznacza wzrost miesięcznych wydatków o ok. 0,7 mld zł.

Jednocześnie istnieje dodatkowe zagrożenie niewykonania w pełni wpływów z podatków pośrednich ze względu na negatywne skutki budżetowe prac parlamentarnych nad ustawą regulującą stawki VAT (o ok. 0,8 mld zł). Ponadto wyższe będą od planowanych koszty waloryzacji emerytur i rent (o ok. 0,5 mld zł) oraz składki do UE w przypadku utrzymywania się niekorzystnych relacji kursu złotego do euro. W świetle powyższych czynników zmniejsza się prawdopodobieństwo zapowiadanego podjęcia działań mających na celu zmniejszenie deficytu budżetu państwa w 2004 r. o ok. 3 mld zł.

Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe, kurs walutowy

Wg danych informacji przyspieszonej, w lutym br. podaż pieniądza M3 wzrosła o 3,1 mld zł (0,9%). Duży wpływ na kształtowanie się agregatu M3 miało znaczne osłabienie złotego obserwowane w tym miesiącu. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych wzrost M3 w lutym wyniósł ok. 2,1 mld zł (0,6%). Roczne tempo wzrostu M3 wyniosło w lutym 2004 r. 4,9% wobec 5,1% w styczniu br.

Pieniądz gotówkowy w obiegu, po styczniowym spadku o 0,9 mld zł, w lutym br. zwiększył się o 1,1 mld zł (2,2%). Wzrost stanu gotówki w obiegu w lutym po styczniowych spadkach jest zjawiskiem obserwowanym corocznie; wielkość tegorocznego wzrostu odpowiadała średniemu przyrostowi obserwowanemu w ubiegłych latach. Roczne tempo wzrostu gotówki pozostało nadal wysokie i wyniosło 16,1%.

Depozyty gospodarstw domowych zwiększyły się w lutym br. o 1,6 mld zł (0,8%), a po usunięciu wpływu wahań kursowych o ok. 0,8 mld zł (0,4%). Roczne tempo wzrostu tej kategorii wyniosło -1,3%. Przyrost aktywów finansowych gospodarstw domowych alternatywnych wobec depozytów bankowych (aktywa funduszy inwestycyjnych, depozyty w SKOK, obligacje i bony skarbowe) pozostawał w lutym br. umiarkowany. Wg aktualnie posiadanych danych saldo wpłat i umorzeń jednostek funduszy inwestycyjnych wyniosło w lutym br. ok. 0,3 mld zł.

Co roku luty charakteryzuje się spadkiem depozytów przedsiębiorstw. W bieżącym roku ich stan zmniejszył się o 0,6 mld zł (1%), a po usunięciu wahań kursowych o ok. 0,9 mld zł. Roczne tempo wzrostu tej kategorii, od sześciu miesięcy utrzymujące się na poziomie powyżej 20%, w lutym br. wyniosło 22%.

W lutym wzrosły również o 1,2 mld zł (11,6%) depozyty instytucji samorządowych, co jest typowe dla tego miesiąca i wynika z terminarza przekazywania dotacji z instytucji rządowych szczebla centralnego.

Należności sektora bankowego od podmiotów niebankowych zwiększyły się w lutym br. o 1,8 mld zł (0,7%), jednakże wzrost ten był w całości wynikiem osłabienia złotego. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych stan należności w porównaniu ze styczniem nie zmienił się. Zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych zwiększyło się w lutym o 0,6 mld zł (0,6%), a po usunięciu wpływu wahań kursowych jego stan się zmniejszył o 0,1 mld zł. Spadek ten w warunkach porównywalnych był identyczny jak przed rokiem. Roczna dynamika wzrostu należności od gospodarstw domowych wyniosła w lutym 14,1%, chociaż na wzrost

Niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw, umiarkowana dla gospodarstw domowych

ten, podobnie jak przed miesiącem, składał się głównie przyrost kredytów mieszkaniowych.

Nominalny wzrost należności od przedsiębiorstw wyniósł w lutym br. 0,8 mld zł (0,6%), zaś po usunięciu wpływu zmian kursowych kategoria ta zmniejszyła się 0,2 mld zł. Roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw nadal utrzymuje się na niskim poziomie; w lutym br. wyniosło 2,3%.

W okresie od 25 lutego do 26 marca 2004 r. złoty umocnił się wobec euro o 1,96% oraz osłabił się względem dolara o 0,64% (od początku roku kursy EUR/PLN i USD/PLN wzrosły odpowiednio o 0,55% i 4,21%). W rezultacie kurs złotego wyrażony w kategoriach koszyka umocnił się z poziomu 3,3 do 2,4%.

Do odwrócenia obserwowanej w lutym tendencji spadkowej kursu złotego przyczyniły się pozytywne dane makroekonomiczne (zwłaszcza wynik na rachunku obrotów bieżących będący poniżej oczekiwań rynkowych) oraz przyjęcie przez Sejm w pierwszym czytaniu ustaw związanych z *Programem uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*.

Zmienność cen obligacji benchmarkowych zmalała od ostatniego posiedzenia RPP. Rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich spadły w tym okresie odpowiednio o 4, 11 i 14 p.b. (od początku roku zmiana ta wyniosła odpowiednio 15, -1 i 14 p.b.).

Stabilizacja rentowności obligacji dwuletnich wynikała z utrzymywania się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP po zapowiedzi przez RPP możliwości zaostrzenia polityki pieniężnej. Na długi koniec krzywej dochodowości pozytywnie wpłynęły spadki rentowności rządowych obligacji na rynkach globalnych oraz informacje wskazujące, że program uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych może uzyskać poparcie polityczne w Parlamencie.

Po raz pierwszy od października 2003 r. w marcu odbył się przetarg obligacji 10-letniej. Pomimo niewielkiej przewagi kupujących ceny przetargowe obligacji nie odbiegały od rynkowych, a przetarg wpłynął stabilizująco na rynek wtórny.

Ceny, oczekiwania inflacyjne

W lutym 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł, tak jak w styczniu br., 1,6%. W porównaniu z lutym 2003 r. najbardziej wzrosły ceny żywności i napojów bezalkoholowych (2,7%), ceny w transporcie (2,4%), ceny użytkowania mieszkań (2,8%), co wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen nośników energii (3,1%). Niższe niż w lutym 2003 r. były natomiast ceny odzieży i obuwi.

Inflacja netto w lutym 2004 r. w skali rocznej wyniosła 1,1%, natomiast w styczniu wskaźnik ten wyniósł 1,2%. Wśród 5 miar inflacji bazowej trzy wskaźniki w ujęciu rocznym wzrosły, jeden obniżył się, a jeden pozostał bez zmian.

Po wzroście indeksu cen PPI o 0,6% w stosunku do stycznia br. roczna dynamika PPI utrzymała się na niezmiennym poziomie i wyniosła w lutym br. 4,1%. Wskaźnik ten pozostał na najwyższym poziomie od stycznia 2001 r. Największy wpływ na wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym 2004 r. miał wzrost cen surowców przemysłowych (metale przemysłowe, ropa, węgiel) na rynkach światowych oraz wzrost cen uzyskiwanych w eksporcie, co wiąże się z osłabieniem złotego w stosunku do euro i koszyka walut.

Wzrosły oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i analityków bankowych. Oczekiwana w marcu br. przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 2,4% (o 0,2 pkt. proc. więcej niż w miesiącu poprzednim). Analitycy bankowi prognozują, że w grudniu 2004 r. stopa inflacji wyniesie 2,7% (bez zmian), w lutym 2005 r. 2,8% (wzrost o 0,2 pkt. proc.), a średnioroczna stopa inflacji w 2005 r. 2,8% (wzrost o 0,2 pkt. proc.).

**Stabilizacja na
ryнку obligacji
skarbowych**

**Wzrost
oczekiwań
inflacyjnych**