

Warszawa, 26 maja 2004 r.

## **INFORMACJA PO POSIEDZENIU RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ w dniach 25-26 maja 2004 r.**

W dniach 25-26 maja 2004 r. odbyło się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Rada zapoznała się z materiałami przygotowanymi przez Zarząd i departamenty NBP oraz materiałami informacyjnymi i analitycznymi Ministerstwa Finansów, banków i instytutów badawczych. Rada omówiła sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, tendencje w sferze realnej, w zakresie płac i świadczeń społecznych, w sektorze finansów publicznych, w zakresie podaży pieniądza, kredytu i stóp procentowych, kształtowania się oczekiwań inflacyjnych i cen oraz perspektyw inflacji.

**Rosnące od początku roku oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych ustabilizowały się w maju br. na podwyższonym poziomie. Niektóre miary oczekiwań inflacyjnych ponownie wzrosły w maju, zaś oczekiwania podwyżek cen w handlu detalicznym osiągnęły najwyższy poziom od 1997 roku. W kwietniu nastąpił znaczący wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu, zaś niektórzy producenci planują dalsze znaczne podwyżki cen w najbliższych miesiącach. Wzrosły, choć w różnym stopniu, wszystkie miary inflacji bazowej. Te czynniki w połączeniu ze wzrostem aktywności gospodarczej, którego skala znacząco przewyższa oczekiwania, wskazują na wysokie prawdopodobieństwo dalszego wzrostu inflacji.**

**Jednakże, przeprowadzone analizy wskazują, że niektóre z czynników wpływające na wzrost oczekiwań inflacyjnych mogą być związane z wejściem Polski do Unii Europejskiej, a zatem prawdopodobnie mają charakter tymczasowy. Można zakładać, że dane dostępne w najbliższym czasie pozwolą lepiej ocenić siłę oddziaływania efektów przejściowych.**

**Biorąc to pod uwagę, Rada postanowiła:**

**nie zmieniać parametrów polityki pieniężnej oraz utrzymać restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.**

W kwietniu 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,2%.

Wskaźniki inflacji bazowej w ujęciu rocznym wyniosły od 1,2% do 2,3%.

## I. Czynniki sprzyjające niskiej inflacji:

- nadal niska jest dynamika kredytu dla przedsiębiorstw; jej roczne tempo wyniosło w kwietniu 0,8% wobec -0,4% w marcu 2004 r. Jednak popyt przedsiębiorstw na kredyt może być ograniczany przez znaczny przyrost własnych środków finansowych pozostających w ich dyspozycji,
- utrzymuje się wysoki wzrost wydajności pracy; w przemyśle ogółem wzrosła ona w kwietniu br. w ujęciu rocznym o 22,4% (w marcu br. 24,5%) a w przetwórstwie przemysłowym o 25,1 % (w marcu br. o 28,0%);
- wciąż utrzymuje się wysokie bezrobocie, co w pewnym stopniu może ograniczać presję na wzrost wynagrodzeń.

## II. Czynniki rodzące ryzyko wzrostu inflacji:

- rosnące od początku roku oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych ustabilizowały się w maju br. na podwyższonym poziomie. Oczekiwana przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12-tu miesięcy wzrosła z 1,6% w grudniu 2003 r. do 2,4% w maju br. Prognozy inflacji w horyzoncie 11-tu miesięcy analityków bankowych nie zmieniły się (2,9%), wzrosły natomiast prognozy na koniec 2004 r. (3,0% wobec 2,6% przed miesiącem). Jednocześnie nastąpił dalszy bardzo silny wzrost oczekiwań podwyżek cen w handlu detalicznym, które przyjęły wartość najwyższą od grudnia 1997 r.;
- znacząco wzrosły ceny produkcji sprzedanej przemysłu w kwietniu br. Wzrost ten wyniósł 2% w stosunku do marca, natomiast w ujęciu rocznym inflacja cen producenta przyspieszyła z 4,9% w marcu do 7,5% w kwietniu, do poziomu najwyższego od października 2000 roku. Przeprowadzone analizy wskazują, że przy względnej stałości nominalnego efektywnego kursu walutowego przyspieszenie inflacji cen producenta wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen producenta w sprzedaży w kraju, co było między innymi skutkiem zmian cen surowców na rynkach światowych;
- polska gospodarka znajduje się w fazie silnego ożywienia, którego tempo przekracza wcześniejsze oczekiwania, opartego na dynamicznie rosnącym eksporcie. Jednak coraz wyraźniejsze są również sygnały znaczącego ożywienia popytu krajowego. W kwietniu 2004 r. w porównaniu z kwietniem 2003 r. produkcja przemysłu ogółem była większa o 21,9%, w tym przemysłu przetwórczego o 25,2%. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wzrost produkcji ogółem wyniósł 21,5%, a w przemyśle przetwórczym 24,9%. Umocnił się wzrostowy trend produkcji zarówno w przemyśle przetwórczym (dynamika roczna trendu wyniosła 22,6%), jak i w przemyśle ogółem (19,1%);
- od kilku miesięcy znacząco rośnie sprzedaż detaliczna (w marcu jej wartość w cenach bieżących wzrosła w ujęciu rocznym o 20,7%, a w kwietniu br. o 30,6%). Tak wysoki wzrost sprzedaży detalicznej w części wynikał z oczekiwań wzrostu cen po wejściu do UE. Jednak wysoka dynamika sprzedaży tych produktów, co do których nie były formułowane oczekiwania wzrostu cen po wejściu Polski do UE wskazuje, iż trend wzrostowy sprzedaży detalicznej może mieć trwałe podstawy;

- majowe badania koniunktury GUS wskazują, że sezonowo wyrównana ocena klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym utrzymała się na poziomie zbliżonym do najwyższego w całym badanym okresie – tj. od 1992 r. W budownictwie i w handlu klimat koniunktury był oceniany mniej pesymistycznie niż przed miesiącem;
- nasilają się sygnały świadczące o nadchodzącym ożywieniu w inwestycjach. Kolejny miesiąc ma miejsce wzrost produkcji budowlano-montażowej (w marcu o 6,2%, w kwietniu o 25,7%). Produkcja w największym dziale budownictwa, zajmującym się wznoszeniem obiektów budowlanych, inżynierią lądową i wodną wzrosła o 29,8%, w przedsiębiorstwach wykonujących roboty budowlane wykończeniowe o 40,8%. Utrzymuje się wysoki poziom sprzedaży cementu i innych materiałów budowlanych. Bardzo wysoka dynamika produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży materiałów budowlanych jest również wynikiem wprowadzenia znaczącej podwyżki podatku VAT na materiały i usługi budowlane od maja b.r. W I kwartale br. odnotowano dalszą znaczącą poprawę wyników finansowych przedsiębiorstw, co w połączeniu z rosnącym i wysokim wykorzystaniem mocy wytwórczych pozwala oczekiwać ożywienia inwestycyjnego;
- czynniki podażowe stanowią coraz większe zagrożenie dla dalszego wzrostu presji inflacyjnej. Utrzymują się wysokie ceny ropy naftowej i po raz kolejny wzrosły prognozowane ceny tego surowca. Aktualne prognozy średniorocznej ceny ropy w 2004 r. zostały podwyższone o 3,3 USD/b w porównaniu z prognozą z kwietnia 2004 r. Od września 2003 r. do kwietnia 2004 r. prognozowane ceny wzrosły z 26,0 USD/b do 34,7 USD/b. Ponadto w kwietniu znacząco wzrosły ceny żywności, o 2,1%, a w ujęciu rocznym inflacja cen żywności wyniosła 4,6%;
- brak naprawy finansów publicznych oraz niestabilność polityczna są źródłem utrzymującej się niepewności na rynkach finansowych, której efektem jest znaczny wzrost rentowności skarbowych papierów wartościowych oraz osłabienie kursu złotego. Wg NBP, rośnie prawdopodobieństwo przekroczenia II progu ostrożnościowego, tj. 55% PKB już w 2004 r.

Następne posiedzenie Rady odbędzie się w dn. 29-30 czerwca 2004 r.

## Uwarunkowania zewnętrzne

Wskaźniki aktywności gospodarczej z kwietnia br. nie zmieniły generalnie obrazu koniunktury międzynarodowej, jaki kształtuje się od początku bieżącego roku.

W gospodarce USA rośnie dynamika popytu inwestycyjnego, co potwierdziły dane o wzroście gospodarczym w I kwartale br. (inwestycje wzrosły wobec I kwartału 2003 r. o 9,2% i były najbardziej dynamicznym składnikiem popytu krajowego). Utrzymujące się na wysokim poziomie wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw, rosące tempo napływu zamówień do przemysłu przetwórczego oraz silny wzrost produkcji przemysłowej w kwietniu br. pozwalają oczekiwać kontynuacji ożywienia w gospodarce amerykańskiej w II kwartale br.

Brak jest natomiast nadal wyraźnych sygnałów o trwałej poprawie koniunktury w strefie euro. Źródłem przyspieszenia wzrostu w I kwartale br. w większości gospodarek tego regionu był popyt zewnętrzny. Nie widać natomiast oznak poprawy popytu krajowego, w tym konsumpcyjnego. Dane za I kwartał br. dotyczące aktywności handlu detalicznego oraz zaufania gospodarstw domowych w głównych krajach strefy euro potwierdzają utrzymującą się już od 2 lat słabość popytu konsumpcyjnego w tym regionie.

W kwietniu br. uwidoczniły się już efekty inflacyjne silnego wzrostu cen ropy naftowej, czego potwierdzeniem jest wyraźne przyspieszenie cen produkcji w większości gospodarek. Wobec umacniających się oznak ożywienia w gospodarce USA zwiększyły się oczekiwania rynku na podwyżkę stóp procentowych przez FED.

Średnia cena ropy naftowej Brent wyniosła w kwietniu 2004 r. 33,4 USD/b. W miesiącu tym następował systematyczny wzrost cen (o 4,2 USD, tj o 14%). Tendencja ta utrzymała się również w I połowie maja br., kiedy to cena ropy osiągnęła poziom blisko 40 USD/b, a więc najwyższy do 1990 roku. Silna presja na wzrost cen ropy związana była ze zwiększeniem napięcia na Bliskim Wschodzie. Rozszerzenie działań wojennych w Iraku i nasilenie ataków na infrastrukturę naftową stanowi zagrożenie dla ciągłości dostaw.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w wielu częściach świata sprawiło, że Międzynarodowa Agencja Energetyki ponownie podniosła prognozę wzrostu światowego popytu na ropę. Zgodnie z tymi przewidywaniami popyt na ropę w bieżącym roku zwiększy się o 2 mln b/d, a więc najwięcej od 1988 r. Dodatkowo do wzrostu ceny ropy przyczyniło się obniżenie się na początku maja br. zapasów benzyny.

W maju br. Departament Stanu ds. Energii podwyższył prognozę cen ropy na 2004 r. do 34,7 USD/b, a więc aż o 3,3 USD w porównaniu z prognozą z kwietnia br. Od początku roku prognoza cen została podwyższona przez tę instytucję o 6,4 USD.

## Sytuacja gospodarcza w kraju

Według wstępnych szacunków NBP, tempo wzrostu PKB w I kwartale 2004 r. było znacznie wyższe niż w IV kwartale 2003 r. i wyniosło ok. 6,4%. O dynamizacji tempa wzrostu PKB zadecydował szybszy wzrost konsumpcji i eksportu przy relatywnie niskim imporcie.

Szacuje się, że w I kwartale br. spożycie indywidualne było wyższe niż przed rokiem o ok. 4,6%. Na podobnym poziomie ukształtował się wzrost siły nabywczej dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, o czym zadecydowało najwyższe od początku 2002 r. tempo wzrostu dochodów z pracy najemnej oraz dochodów z działalności gospodarczej na własny rachunek w pozarolniczych sekcjach gospodarki. Szacuje się, że w I kwartale br. eksport był wyższy niż przed rokiem o 18,8%, szczególnie za sprawą rosnącej sprzedaży za granicę wyrobów przemysłu przetwórczego i usług.

Sytuacja finansowa przedsiębiorstw w I kwartale 2004 r. ukształtowała się zdecydowanie korzystniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Świadczy o tym znaczna poprawa wszystkich wskaźników efektywności i wzrost odsetka przedsiębiorstw wykazujących zysk netto (o ok. 10 pkt. proc.). Wynik na działalności operacyjnej w sektorze przedsiębiorstw w I kwartale 2004 r. wzrósł w porównaniu z I kwartałem 2003 r. o 75,6%, a wynik finansowy netto – ponad 4-krotnie, osiągając poziom 13,4 mld. zł. W porównaniu z I kwartałem 2003 r. o ponad 50% zmalały straty na działalności finansowej, przy równoczesnym wzroście zysku na sprzedaży produktów, towarów i materiałów (o prawie 70%).

Poprawa nastrojów  
w gospodarce USA,  
brak poprawy w  
strefie euro

Wysokie ceny ropy  
naftowej na rynkach  
światowych

Wyższy niż  
oczekiwano wzrost  
PKB w I kw. 2004

Poprawa sytuacji  
finansowej  
przedsiębiorstw

Poprawiły się w porównaniu z I kwartałem poprzedniego roku wskaźniki obrazujące efektywność sektora przedsiębiorstw. Wskaźnik poziomu kosztów z całokształtu działalności zmniejszył się o 3,1 pkt. proc. dzięki szybszemu wzrostowi przychodów z całokształtu działalności gospodarczej (wzrost o 19,6%) niż kosztów z tej działalności (wzrost o 15,8%). Wskaźnik płynności I stopnia wzrósł o 6 pkt. proc, przekraczając poziom 20% uznawany za bezpieczny z punktu widzenia płynności gotówkowej. Wskaźnik płynności powyżej 20% uzyskało 35,7% przedsiębiorstw.

Poprawę wskaźników poziomu kosztów oraz wskaźników rentowności obrotu brutto i netto odnotowano we wszystkich sekcjach. Poprawiła się też, w porównaniu z obserwowaną przed rokiem, sytuacja ekonomiczno-finansowa eksporterów, podstawowe relacje efektywnościowe były w tej grupie przedsiębiorstw korzystniejsze niż w przedsiębiorstwach ogółem (z wyjątkiem wskaźnika płynności I stopnia).

W marcu 2004 r. ponownie zmniejszył się deficyt na rachunku obrotów bieżących. Jednak jego obniżenie było wyraźnie słabsze niż w dwóch poprzednich miesiącach br. W porównaniu z marcem 2003 r. deficyt obrotów bieżących zmniejszył się o 50 mln EUR i wyniósł 520 mln EUR. Na obniżenie się ujemnego salda obrotów bieżących wpłynął wzrost dodatniego salda usług (spowodowany podobnie, jak w poprzednim miesiącu wysokim wzrostem eksportu – najwyższym, jaki odnotowano w bilansie na bazie transakcji - i jednoczesnym obniżeniem się importu) oraz zmniejszenie się ujemnego salda dochodów. Negatywny wpływ na zmianę salda rachunku obrotów bieżących miał wzrost deficytu w obrotach towarowych. Pogłębienie się ujemnego salda obrotów towarowych w marcu 2004 r. (o 200 mln EUR) było największe, jakie nastąpiło w ciągu ostatnich dwóch lat. Wynikało to z wyższej dynamiki importu (11,7% w porównaniu z marcem 2003 r.) niż eksportu (wzrost o 8,5%). W kierunku pogłębienia się deficytu na rachunku obrotów bieżących oddziaływało także obniżenie się dodatniego salda transferów.

**Poprawa salda obrotów bieżących bilansu płatniczego**

Od początku br. deficyt obrotów bieżących zmniejszył się o 1,2 mld EUR. W ciągu pierwszych trzech miesięcy br. na poprawę salda rachunku obrotów bieżących wpłynął przede wszystkim wzrost nadwyżki wymiany usług, a także obniżenie się deficytu obrotów towarowych i dochodów. Niższa niż w I kwartale ub.r. była natomiast nadwyżka transferów bieżących. W okresie styczeń-marzec 2004 r. wartość eksportu wzrosła o 12,8%, natomiast wartość importu zwiększyła się o 8,5%. O ile w porównaniu z poprzednimi miesiącami nastąpiło obniżenie się dynamiki eksportu, to po stronie importu – obserwowane jest przyspieszenie tempa wzrostu. W porównaniu z okresem styczeń-marzec 2003 r. dynamika importu w br. była prawie trzykrotnie wyższa (wówczas wartość importu zwiększyła się o 3,3%). Wyższym wzrostem niż w roku poprzednim odznaczał się także eksport (w okresie pierwszych miesięcy ub. r. zwiększył się on o 8,3%).

Opublikowane przez GUS wstępne dane o wzroście produkcji przemysłowej po raz kolejny były wyższe od oczekiwań rynku. W kwietniu produkcja sprzedana przemysłu przekroczyła poziom sprzed roku o 21,9%. Utrzymał się bardzo wysoki wzrost produkcji przetwórstwa przemysłowego, której wolumen przekroczył poziom sprzed roku o 25,2%.

**Wzrost produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej**

Produkcja budowlano-montażowa, po pierwszym od czterech lat znaczącym wzroście odnotowanym w marcu (o 6,2% po korekcie), w kwietniu br. przekroczyła poziom sprzed roku aż o 25,8%. Tak wysoki wzrost jest, w naszej ocenie, po części wynikiem nadrabiania dużych strat ze stycznia i lutego, niemniej jednak skala wzrostu jest zaskakująca i świadczy o faktycznym ożywieniu w branży.

Majowe badania koniunktury GUS wskazują, że sezonowo wyrównana ocena klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym utrzymała się na poziomie zbliżonym do najwyższego w całym badanym okresie – tj. od 1992 r. W budownictwie i w handlu klimat koniunktury był oceniany mniej pesymistycznie niż przed miesiącem.

Wg danych GUS w kwietniu br. w porównaniu z marcem br. przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw nominalnie nie wzrosły, a realnie obniżyły się o 0,8%. W porównaniu z kwietniem 2003 r. wzrost ten wyniósł nominalnie 4,6% (2,3% realnie). W rachunku narastającym styczeń-kwiecień 2004 r. przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły nominalnie o 5,4% (o 3,5% realnie), podczas gdy w analogicznym okresie 2003 r. wzrost ten wyniósł 2,4% (1,9%).

Utrzymuje się wysoki wzrost wydajności pracy; w przemyśle ogółem wzrosła ona w kwietniu br. w ujęciu rocznym o 22,4% (w marcu br. 24,5%) a w przetwórstwie przemysłowym o 25,1 % (w marcu br. o 28,0%).

Od kilku miesięcy dynamicznie rośnie sprzedaż detaliczna (w marcu jej wartość w cenach bieżących wzrosła w ujęciu rocznym o 20,7%, a w kwietniu br. o 30,6%). Pewien udział we wzroście dynamiki sprzedaży detalicznej miały zakupy wynikające z oczekiwań wzrostu cen po wejściu do UE. Jednak wysoka dynamika sprzedaży tych produktów, co do których nie były formułowane oczekiwania wzrostu cen po wejściu Polski do UE wskazuje, iż trend wzrostowy sprzedaży detalicznej może mieć trwałe podstawy.

## **Sytuacja sektora finansów publicznych**

Po 4 miesiącach br. łączne dochody budżetu państwa były wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (9,4%), co jest bardzo dobrym wynikiem wobec założonego ich rocznego wzrostu (1,2%). Wyższy od ubiegłorocznego poziomu był także stopień realizacji planu rocznego (32,9% wobec 29,8% w ub.r).

Na kształtowanie się dochodów budżetu państwa w okresie I-IV br. wpływ miał przede wszystkim wysoki wzrost podatków pośrednich (13,2% r/r), zwłaszcza VAT. Wysokie wpływy z tego tytułu należy wiązać ze wzrostem sprzedaży detalicznej wynikającej prawdopodobnie z rosnącego popytu krajowego oraz wzrostem importu. Wysokie wpływy (6,2% r/r) wykazał również podatek CIT, co jest przypuszczalnie efektem poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Istotnie wyższe od ubiegłorocznych były także dochody niepodatkowe (34,5%), głównie z tytułu wysokich wpływów z ceł oraz dochodów państwowych jednostek budżetowych.

Na koniec kwietnia br., podobnie jak w miesiącu poprzednim, wydatki budżetu państwa były nominalnie niższe od wydatków przed rokiem (o 4% r/r) wobec założonego ich całorocznego wzrostu na poziomie 5,6%. Na ograniczenie wydatków budżetowych wpływ miały znacząco niższe koszty obsługi długu publicznego (o 13,3%), w tym długu krajowego – o 25,7% oraz dotacje dla FUS (12%) i FP, który pierwszy raz zasilony został środkami z budżetu państwa w marcu br. Ponadto niskim tempem wzrostu charakteryzowały się wydatki na subwencje ogólne oraz dotacje dla FER. W efekcie stopień realizacji planu rocznego wydatków budżetowych wyniósł po 4 miesiącach br. 30,9%, czyli mniej niż w latach ubiegłych.

W rezultacie korzystnej sytuacji dochodowej i niskiego poziomu wydatków budżet państwa odnotował na koniec kwietnia br. nadwyżkę (0,8 mld zł). Na koniec kwietnia br. poziom deficytu budżetowego wyniósł 10,99 mld zł (24,3% planu rocznego), a więc znacząco poniżej ubiegłorocznej wielkości (46,4% planu).

Wyniki po 4 miesiącach zmniejszają zagrożenie niższych niż planowano dochodów budżetowych w 2004 r. Jednak kluczowym okresem dla realizacji planu finansowego państwa będą miesiące maj-lipiec br., ze względu na przewidywany ubytek dochodów i wzrost wydatków związany z wprowadzeniem od 1 maja br. rozliczeń z budżetem UE.

Nadal utrzymuje się dobra sytuacja dochodowa funduszy: FUS, FP, NFZ. Jest to w dużym stopniu efekt wzrostu wynagrodzeń, i w konsekwencji wysokiej dynamiki wpłat składek. Kontynuacja tej tendencji może przyczynić się do lepszej niż przewidywano na etapie planowania sytuacji finansowej powyższej grupy podmiotów sektora finansów publicznych.

**Niższe niż w 2003 r. zaawansowanie wydatków i deficytu budżetu państwa po czterech miesiącach 2004 r.**

## Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe, kurs walutowy

W kwietniu 2004 r. w porównaniu do marca br. odnotowano wyjątkowo silny wzrost podaży szerokiego pieniądza. Agregat M3 wzrósł w kwietniu o 8,2 mld zł. (2,4%). Na wielkość tę istotny wpływ miały różnice kursowe. Po usunięciu ich wpływu wzrost M3 wyniósł 7,0 mld zł. (2,1%), co nadal stanowi najwyższy miesięczny przyrost od ponad dwóch lat. Roczne nominalne tempo wzrostu M3 wyniosło 8,4%, osiągając wartość najwyższą od grudnia 2001 r. Obserwowany wzrost M3 wynikał głównie z silnego zwiększenia stanu depozytów i innych zobowiązań wobec przedsiębiorstw oraz sektora niemonetarnych instytucji finansowych. Depozyty oraz inne zobowiązania wobec przedsiębiorstw pozostały w kwietniu w obserwowanym od końca ub. r. silnym trendzie wzrostowym. W stosunku do marca br. ich wartość wzrosła o 6,1 mld zł (9,3%). Po usunięciu wpływu wahań kursowych przyrost wyniósł 5,9 mld. Roczne tempo wzrostu depozytów od przedsiębiorstw w kwietniu było równe 20,9% – najwięcej od lipca 2000 r. Tak silny wzrost depozytów przedsiębiorstw w kwietniu należy wiązać z przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego a także z szybko rosnącą sprzedażą wynikającą z obaw przed podwyżkami cen po akcesji Polski do UE.

W kwietniu br. depozyty bankowe gospodarstw domowych uległy zmniejszeniu o 1,4 mld zł (0,7%). Po uwzględnieniu różnic kursowych spadek był jeszcze głębszy i wyniósł 2,4 mld zł (1,2%). Ujemne roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych nieznacznie się podwyższyło: do -1,6%, co jednak było wyłącznie wynikiem zmian kursowych (silnej aprecjacji złotego przed rokiem w połączeniu z silną deprecjacją w kwietniu br.). Stan oszczędności gospodarstw domowych alternatywnych wobec depozytów bankowych nie uległ w kwietniu br. istotnym zmianom w porównaniu do marca.

Wielkość pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków wzrosła w kwietniu br. o 1,6 mld zł (3,1%). Wysoki przyrost gotówki w obiegu w ostatnich dniach kwietnia, przed długim weekendem majowym, jest zjawiskiem typowym. Roczne tempo wzrostu gotówki w obiegu spadło do 12,0%, co stanowi wartość najniższą od grudnia 2002 r.

Po stronie czynników kreacji podaży pieniądza, należności ogółem wzrosły nominalnie o 5,9 mld zł. (2,2%). Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych przyrost ten wyniósł 4,5 mld zł (1,7%). Zmiany stanu należności ogółem były przede wszystkim wynikiem znacznego przyrostu zadłużenia gospodarstw domowych.

W kwietniu br. odnotowano istotny wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w bankach. Należności od gospodarstw domowych wzrosły o 4,3 mld zł (4,1%). Po usunięciu wpływu zmian kursowych, faktyczne zmiany zadłużenia wyniosły 3,7 mld zł. (3,6%). Roczne nominalne tempo wzrostu należności od gospodarstw domowych zwiększyło się z 13,1% w marcu do 18,2% w kwietniu br. Wysoka dynamika należności od gospodarstw domowych utrzymująca się od jesieni 2003 r. jest niemal w całości wynikiem wzrostu kredytów mieszkaniowych. Dane uzyskane z banków za kwiecień br. świadczą również o wzroście wolumenu kredytów na zakup samochodów oraz mebli, sprzętu AGD i RTV. Zwiększenie zadłużenia na wymienione cele wynikało prawdopodobnie z obaw o wzrost cen po wejściu Polski do UE; dlatego też może mieć charakter jednorazowy.

Dane kwietniowe świadczą o nadal utrzymującej się stagnacji zadłużenia przedsiębiorstw w bankach. W kwietniu należności banków od przedsiębiorstw wzrosły nominalnie o 0,3 mld zł. (0,2%), co jednak było wyłącznie efektem osłabienia złotego. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych, zadłużenie przedsiębiorstw w sektorze bankowym zmniejszyło się o 0,4 mld zł (0,3%). Roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw w ujęciu nominalnym wzrosło z -0,5% w marcu do 0,8% w kwietniu br.; wzrost ten w całości był wynikiem zmian kursowych. Popyt przedsiębiorstw na kredyt może być ograniczany przez znaczny przyrost własnych środków finansowych pozostających w ich dyspozycji.

W okresie od 22 kwietnia do 21maja 2004 r. złoty zyskał na wartości wobec euro 2,0% oraz dolara 3,9% (od początku roku kurs EUR/PLN nieznacznie się umocnił, zaś kurs USD/PLN wzrósł o 4,2%). W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy złoty stracił na wartości wobec euro 7,5 %, a wobec dolara 5,9 %.

Niska dynamika  
kredytu dla  
przedsiębiorstw

Niepewność wynikająca z ryzyka politycznego i istniejących zagrożeń dla kontynuacji niezbędnych reform finansów publicznych jest przyczyną pozostawania złotego w długoterminowym trendzie spadkowym. W maju wahania złotego wynikały ze zmieniającej się oceny rynku co do szans powołania rządu Premiera M. Belki oraz z publikacji danych makroekonomicznych za kwiecień.

Spadek cen obligacji, najsilniejszy w przypadku obligacji 2-letnich

Na rynku obligacji skarbowych kontynuowany był trend zniżkowy. Od ostatniego posiedzenia RPP ceny obligacji benchmarkowych spadły. W rezultacie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wzrosły w tym okresie odpowiednio o 53, 26 i 28 p.b. (od początku roku zmiana ta wyniosła odpowiednio 128, 107 i 86 p.b.).

Czynniki o charakterze krajowym wpływały w największym stopniu na tę tendencję, o czym świadczy wzrost różnicy rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich względem analogicznych obligacji strefy euro. Potwierdzeniem utrzymywania się wysokiego ryzyka inwestycyjnego jest obniżenie długoterminowego ratingu Polski w walucie lokalnej przez agencję ratingową Fitch.

Podobnie jak w kwietniu wysoka dynamika produkcji przemysłowej wzmocniła oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Dlatego też obligacje 2-letnie, najbardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych banku centralnego, straciły najwięcej na wartości.

## Ceny, oczekiwania inflacyjne

W kwietniu 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,2% (w marcu 1,7%). W porównaniu z kwietniem 2003 r. najbardziej wzrosły ceny żywności i napojów bezalkoholowych (4,6%), ceny użytkowania mieszkań i nośników energii (3,0%), ceny w transporcie (3,5%), w tym ceny paliw (4,7%). Niższe niż w kwietniu 2003 r. były natomiast ceny odzieży i obuwia.

W kwietniu br. wzrosły wskaźniki inflacji bazowej, w ujęciu rocznym wyniosły one od 1,2% (inflacja netto) do 2,3% (wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych).

Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrósł w kwietniu 2004 r. znacznie powyżej oczekiwań rynkowych i wyniósł w ujęciu rocznym 7,5%, a tym samym ukształtował się na najwyższym poziomie od października 2000 r.

Z analiz NBP wynika, iż do lutego 2004 r. wzrost cen producentów był wynikiem głównie wzrostów cen uzyskiwanych w eksporcie. Indeks cen krajowych pozostawał stabilny i wynosił w ujęciu rocznym ok. 2%. W marcu i kwietniu 2004 r. nastąpiła zmiana i ceny producentów w sekcji przetwórstwo przemysłowe napędzane są cenami krajowymi. Jest to głównie związane ze wzrostem cen w działach: produkcja koksu i rafinacji ropy naftowej – w dziale tym przychody ze sprzedaży eksportowej wyniosły w 2003 r. 6,3% - oraz produkcja metali. Po wyłączeniu tych dwóch działów z sekcji przetwórstwo przemysłowe ceny w kwietniu wzrosłyby o około 0,6% w stosunku do marca, czyli na poziomie stycznia i lutego. Wzrosty cen produkcji sprzedanej przemysłu w sekcji przetwórstwo przemysłowe mają w znacznej części podażowy charakter, wynikają ze wzrostów cen ropy i metali na rynkach światowych. W działach przemysłu mniej uzależnionych od cen surowców notuje się znacznie mniejsze wzrosty cen.

Znaczący wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu

Oczekiwana w maju br. przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 2,4% (o 0,1 pkt. proc. mniej niż w miesiącu poprzednim). Analitycy bankowi prognozują, że w grudniu 2004 r. stopa inflacji wyniesie 3,0% (wzrost o 0,4 pkt. proc.), w kwietniu 2005 r. 2,9% (bez zmian), a średnioroczna stopa inflacji w 2005 r. 2,9% (wzrost o 0,1 pkt. proc.).