

Warszawa, 30 czerwca 2004 r.

INFORMACJA PO POSIEDZENIU RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ w dniach 29-30 czerwca 2004 r.

W dniach 29-30 czerwca 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.

Roczna inflacja wzrosła z 2,2% w kwietniu br. do 3,4% w maju br. – do poziomu znacznie wyższego od oczekiwań, zbliżając się do górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego. Nastąpił dalszy znaczący wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu – do poziomu 9,6%. Silnie wzrosły także wszystkie miary inflacji bazowej z poziomu 1,2%-2,3% w kwietniu br. do 2,0%-3,7% w maju br. Prognozy inflacji ekspertów NBP sygnalizują ryzyko dalszego wzrostu inflacji.

Obserwowane przyspieszenie inflacji wynika w znacznym stopniu ze wzrostu cen paliw i żywności, ze wzrostu stawek podatków pośrednich i z innych czynników związanych z wejściem Polski do UE. Tego rodzaju wzrost cen nie musi prowadzić do trwale podwyższonej inflacji jeśli nie wzmacnia oczekiwań inflacyjnych i w efekcie – nie prowadzi do dalszego wzrostu płac i cen. Na tym tle jest znamieny wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, który nastąpił jeszcze przed opublikowaniem danych o inflacji za maj br. Od początku 2003 r. rosą też systematycznie oczekiwania podwyżek cen w handlu detalicznym.

Ryzyko wzrostu inflacji związane z rosnącymi oczekiwaniami inflacyjnymi jest zwiększone przez znaczący wzrost popytu krajowego. Przeprowadzone analizy wskazują, że obserwowane w maju br. spowolnienie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej wynikało głównie z ich wcześniejszego przyspieszenia w okresie marzec-kwiecień, związanego z akcesją Polski do UE. Oznacza to utrzymanie obserwowanego od wielu miesięcy silnego trendu wzrostowego tych wielkości.

Dążąc do tego aby podwyższona inflacja miała charakter przejściowy i aby, po wygaśnięciu czynników nadzwyczajnych, powróciła do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym RPP (2,5%), Rada postanowiła, podwyższyć stopy NBP o 0,5 pkt. proc. do poziomu:

- stopa referencyjna 5,75% w skali rocznej;
- stopa lombardowa 7,25% w skali rocznej;
- stopa depozytowa 4,25% w skali rocznej.

Rada utrzymuje restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Uchwały RPP wchodzi w życie 1 lipca 2004 r.

I. Czynniki sprzyjające niskiej inflacji:

- Obniżyła się dynamika kredytu dla przedsiębiorstw; jej roczne tempo wyniosło w maju br. $-2,3\%$ wobec $0,7\%$ w kwietniu 2004 r. Popyt przedsiębiorstw na kredyt może być ograniczany przez wysoki poziom własnych środków finansowych pozostających w ich dyspozycji.
- Utrzymuje się wysoki wzrost wydajności pracy; w przemyśle ogółem wzrosła ona w maju br. w ujęciu rocznym o $12,8\%$ (w kwietniu br. $22,4\%$) a w przetwórstwie przemysłowym o 14% (w kwietniu br. o $25,1\%$).
- Utrzymuje się wysokie bezrobocie, które powinno ograniczać presję na wzrost wynagrodzeń. W maju br. przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w porównaniu do maja 2003 r. o $4,4\%$ wobec wzrostu o $4,6\%$ w okresie kwiecień 2003 r. – kwiecień 2004 r.

II. Czynniki rodzące ryzyko wzrostu inflacji:

- Od początku roku wzrastają oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Oczekiwana przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12 -tu miesięcy wzrosła z $1,6\%$ w grudniu 2003 r. do $2,7\%$ w czerwcu br. Prognozy inflacji na koniec 2004 r. analityków bankowych nie zmieniły się ($3,0\%$), nieznacznie obniżyły się natomiast prognozy inflacji w horyzoncie 11-tu miesięcy ($2,7\%$) i prognoza średniorocznej inflacji w 2005 r. ($2,8\%$). Oba badania przeprowadzono w czasie gdy nie była jeszcze znana wielkości inflacji za maj br. Jednocześnie następuje dalszy wzrost oczekiwań podwyżek cen w handlu detalicznym. Handlowcy sygnalizują dalsze podwyżki cen towarów, głównie cen żywności. Wskaźnik koniunktury informujący o planowanych podwyżkach cen żywności wzrasta systematycznie od początku 2003 r.
- Znacząco rosną ceny produkcji sprzedanej przemysłu. W maju br. wzrosły one o $1,2\%$ w stosunku do kwietnia, natomiast w ujęciu rocznym inflacja cen producenta przyspieszyła z $7,5\%$ w kwietniu do $9,6\%$ w maju br. - poziomu najwyższego od grudnia 1997 r. Analizy NBP wskazują, że 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. W I kwartale 2004 r. tempo wzrostu PKB wyniosło $6,9\%$ wobec $4,7\%$ w IV kwartale 2003 r. O silnym przyspieszeniu dynamiki PKB zadecydował popyt krajowy, który przekroczył poziom sprzed roku aż o $5,7\%$, wobec $2,6\%$ w IV kw. 2003 r. W I kwartale 2004 r. odnotowano również wzrost nakładów inwestycyjnych brutto na środki trwałe, który wyniósł $3,5\%$, wobec $0,1\%$ w IV kwartale ub.r. Maj 2004 r. był kolejnym miesiącem wysokiej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu. Produkcja przemysłu ogółem była, w ujęciu rocznym, większa o $12,3\%$, w tym przemysłu przetwórczego o $14,3\%$. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wzrost produkcji ogółem wyniósł $14,9\%$, a w przemyśle przetwórczym $17,1\%$. Nie utrzymał się wprawdzie kwietniowy wzrost produkcji budowlano-montażowej, jednak w związku z zaobserwowanym zjawiskiem fakturowania części robót majowych w kwietniu szacuje się, że w okresie kwiecień-maj produkcja budowlano-

montażowa była wyższa niż przed rokiem o ok. 4,5%, co wskazuje na stopniowo odradzające się tendencje wzrostowe w tej branży.

Badanie koniunktury opublikowane przez GUS w dniu 22 czerwca br. wskazuje na dalszą poprawę klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Ocena klimatu koniunktury, uwzględniając wahania sezonowe, była najwyższa w całym badanym okresie tj. od 1992 roku. Poprawiły się również oceny klimatu koniunktury w budownictwie i w handlu.

- Polityka monetarna jest prowadzona przy luźnej polityce fiskalnej i braku jasnych perspektyw co do skali reform, które doprowadziłyby do uzdrowienia finansów publicznych.
- Czynniki podażowe mogą prowadzić do dalszego wzrostu presji inflacyjnej. Utrzymują się wysokie ceny ropy naftowej, a prognozowane ceny tego surowca zostały bardzo nieznacznie obniżone. Aktualne prognozy średniorocznej ceny ropy w 2004 r. zostały obniżone o 0,4 USD/b w porównaniu z prognozą z maja 2004 r. Od września 2003 r. do czerwca 2004 r. prognozowane ceny wzrosły z 26,0 USD/b do 34,3 USD/b.

Ceny żywności wzrosły w maju br. o 0,6%, a w ujęciu rocznym inflacja cen żywności wyniosła 5,2%. W I połowie czerwca br. ceny żywności wzrosły w porównaniu do I połowy maja br. o 2,4%.

Następne posiedzenie Rady odbędzie się w dn. 27-28 lipca 2004 r.

Uwarunkowania zewnętrzne

Znaczne nasilenie podwyżek cen ropy w kwietniu i maju br, którym towarzyszył wzrost cen innych nośników energii wpłynęło na pogorszenie wyników majowych ankiet w zakresie oczekiwań konsumentów w USA i strefie euro.

Oslabienie presji cenowej na rynku ropy w czerwcu przyczyniło się do powrotu optymistycznych nastrojów amerykańskich konsumentów. Oznaki wysokiej dynamiki popytu gospodarstw domowych w USA znalazły potwierdzenie w przyśpieszeniu tempa sprzedaży detalicznej, a także w wyraźnie wyższym niż oczekiwano wzroście liczby pozwoleń na budowę domów w maju br. W maju i czerwcu poprawiała się także sytuacja na amerykańskim rynku pracy. W maju wyraźnie powyżej oczekiwań rynku wzrosła produkcja przemysłowa w USA, co wpłynęło na wzrost wskaźnika wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle do 77,8% - poziomu najwyższego od maja 2001 r.

W maju br. poprawił się klimat koniunktury przedsiębiorstw strefy euro, szczególnie wyraźnie w Niemczech. Głównym czynnikiem dynamizującym koniunkturę w przemyśle niemieckim jest – podobnie jak w I kwartale br. – popyt zagraniczny. W kwietniu br. silnej dynamice eksportu towarzyszyło istotne przyśpieszenie produkcji przemysłowej. Znaczny przyrost zamówień eksportowych, obejmujących w głównej mierze dobra inwestycyjne, może wskazywać na kontynuację korzystnych tendencji w przemyśle niemieckim w II kwartale br.

Średnia cena ropy naftowej Brent wyniosła w maju 2004 r. 37,9 USD/b i była o 14% wyższa w porównaniu z kwietniem br. oraz o 47% w porównaniu z majem 2003 r. Był to najwyższy roczny wzrost cen od lutego 2003 r. Na wysoki poziom cen ropy oddziaływały przede wszystkim: wzrost ryzyka politycznego w krajach produkujących ropę (głównie w Iraku i Arabii Saudyjskiej), utrzymujący się niski poziom zapasów ropy i benzyny oraz wyższy niż oczekiwano wzrost popytu na ropę.

Poprawa klimatu koniunktury w strefie euro

Wysokie ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Na początku czerwca br. OPEC zdecydował o podwyższeniu limitów wydobycia. Wpływ tej decyzji na obniżenie cen ropy okazał się jednak krótkotrwały. Po pierwszych dwóch dekadach czerwca br. średnia ceny ropy wyniosła 35,8 USD/b. Po decyzji o podwyższeniu limitów produkcji przez OPEC Departament Stanu ds. Energii nieznacznie obniżył w czerwcu br. prognozę cen ropy na rok 2004 do 34,3 USD/b, a więc o 0,4 USD w porównaniu z prognozą z maja br.

Sytuacja gospodarcza w kraju

Według danych opublikowanych przez GUS tempo wzrostu PKB w I kwartale 2004 r. wyniosło 6,9%, wobec 4,7% w IV kwartale 2003 r. O silnym przyspieszeniu dynamiki PKB zdecydował popyt krajowy, który przekroczył poziom sprzed roku aż o 5,7%, wobec 2,6% w IV kw. 2003 r. Wzrost popytu krajowego wynikał z bardzo wysokiej dynamiki akumulacji (21,8% w porównaniu do 0,9% w IV kw. 2003 r.), która nastąpiła przy umiarkowanymżywieniu nakładów na środki trwałe (3,5%) oraz zaskakująco silnym przyroście zapasów.

Wyższy niż oczekiwano wzrost PKB w I kw. 2004

W I kwartale 2004 odnotowano wzrost nakładów inwestycyjnych brutto na środki trwałe o 3,5%, wobec 0,1% w IV kwartale ub.r. Dane GUS wskazują, że wzrost nakładów w dużych przedsiębiorstwach był głównie wynikiem zwiększonych zakupów środków transportu, na co niewątpliwym wpływ miała oczekiwana zmiana przepisów podatkowych od 1 maja 2004 r.

W I kwartale br. dynamika spożycia indywidualnego ukształtowała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w kwartale poprzednim (tempo wzrostu wyniosło 4%, wobec 3,9% w IV kw. 2003 r.). Możliwość silniejszego przyspieszenia spożycia indywidualnego sugerowały wyższe obroty handlu detalicznego, znaczna poprawa dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz niski punkt odniesienia sprzed roku.

Wg danych GUS spożycie zbiorowe wzrosło w I kwartale br. o ok. 0,7%. W rezultacie tempo wzrostu spożycia ogółem wyniosło 3,3%, czyli tyle samo co w IV kw. ub.r.

Brak jest jeszcze danych o dynamice eksportu i importu w I kwartale. Można jednak szacować, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB wyniósł ok. 1 pkt. proc., wobec ok. 2 pkt. proc. w IV kw. 2003 r. Wysoka dynamika produkcji w branżach nastawionych na sprzedaż za granicę wskazuje, że tempo wzrostu eksportu w I kwartale najprawdopodobniej uległo dalszemu przyspieszeniu. Należy spodziewać się, że spadek udziału eksportu netto we wzroście PKB został spowodowany przez silny wzrost importu, na co wskazują wstępne dane z bilansu płatniczego.

Silny wzrost importu

W kwietniu 2004 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 610 mln EUR. Po raz pierwszy w br. nastąpiło pogłębienie się ujemnego salda obrotów bieżących w porównaniu z rokiem poprzednim (o 260 mln EUR). Wpłynęło na to pogorszenie się ujemnego salda obrotów towarowych. W kwietniu br. deficyt handlu zagranicznego zwiększył się do 1,1 mld EUR (a więc był on najwyższy od grudnia 2000 r.). W porównaniu z kwietniem 2003 r. deficyt obrotów towarowych pogłębił się o 660 mln EUR. Przyczynił się do tego silny wzrost importu znacznie wyprzedzający wzrost eksportu. Wartość importu w porównaniu z kwietniem 2003 r. zwiększyła się o 36,3%, a więc najbardziej od marca 1998 r. Również wzrost wartości eksportu (o 25%) był wyższy niż średnio w okresie styczeń-kwiecień 2004 r. Natomiast pozostałe pozycje oddziaływały w kierunku poprawy salda obrotów bieżących. Zwiększeniu się dodatniego salda usług i transferów towarzyszyło obniżenie się deficytu dochodów.

Po czterech miesiącach 2004 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 950 mln EUR i był o 1 mld niższy w porównaniu z okresem styczeń-kwiecień ub.r. Wszystkie pozycje oddziaływały w kierunku poprawy bilansu obrotów bieżących. Najsilniej – wzrost dodatniego salda usług (o 650 mln EUR) i obniżenie się deficytu dochodów (o 270 mln EUR). W kolejnych miesiącach br. zmniejsza się natomiast wpływ poprawy salda obrotów towarowych na zmniejszenie się deficytu obrotów bieżących. W porównaniu z okresem styczeń-kwiecień 2003 r. ujemne saldo handlu zagranicznego zmniejszyło się zaledwie o 10 mln EUR (podczas gdy w okresie styczeń-marzec 2004 r. o 70 mln EUR). Wynika to z przyspieszenia importu, którego dynamika po czterech miesiącach 2004 r. zbliżyła się do dynamiki eksportu. W okresie styczeń-kwiecień br. wartość eksportu wzrosła o 21,8%, natomiast importu o 19,4% w porównaniu z odpowiednim okresem poprzedniego roku.

Wzrost
produkcji
przemysłowej w
maju

Wg wstępnych danych GUS, roczne tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu wyniosło w maju br. 12,3%, wobec 21,8% w kwietniu. Na obniżenie rocznego tempa wzrostu w przemyśle wpływ miała w dużej mierze mniejsza liczba dni roboczych. Czas pracy w maju br. był krótszy niż przed rokiem o 1 dzień. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych produkcja przemysłu wzrosła o ok. 15%. Obniżenie dynamiki przetwórstwa (z 25,2% w kwietniu do 14,3% w maju) wiąże się także z efektami obserwowanymi w miesiącach przedakcesyjnych. Zgodnie z oczekiwaniami, nie utrzymał się silny wzrost produkcji przemysłu mineralnego. Można oceniać, że zmniejszyło to dynamikę produkcji przemysłu ogółem o ponad 2 pkt. proc. Utrzymał się silny wzrost produkcji pojazdów mechanicznych. Po trwającej blisko rok stabilizacji poziomu produkcji sprzętu radiowo-telewizyjnego, drugi miesiąc z kolei odnotowano wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu w tym dziale. Silniej niż oczekiwano spadła natomiast dynamika produkcji innych przemysłów o dużym udziale sprzedaży na eksport.

Nie utrzymał się odnotowany w kwietniu skokowy wzrost produkcji budowlano-montażowej. W maju jej poziom był niższy niż przed rokiem o 13,4%. Dane te potwierdzają, że bardzo silny wzrost produkcji budowlano-montażowej odnotowany w kwietniu okazał się być w dużej mierze spowodowany oczekiwanym wzrostem podatku VAT na materiały budowlane z dniem 1 maja 2004 r. Najprawdopodobniej w związku z tym w kwietniu miało miejsce wystawienie faktur na część robót wykonywanych w maju, co zaniżyło poziom produkcji budowlanej w tym miesiącu. Można oceniać, że w okresie kwiecień-maj produkcja budowlano-montażowa była wyższa niż przed rokiem o ok. 4,5%, co wskazuje na stopniowo odradzające się tendencje wzrostowe w branży.

Poprawa
klimatu
koniunktury

Badanie koniunktury opublikowane przez GUS w dniu 22 czerwca br. wskazuje na dalszą poprawę klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Ocena klimatu koniunktury, uwzględniając wahania sezonowe, była najwyższa w całym badanym okresie tj. od 1992 r. Poprawiły się również oceny klimatu koniunktury w budownictwie i w handlu.

Wg danych GUS w maju br. w porównaniu z kwietniem br. przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw obniżyły się: nominalnie o 3,0%, a realnie o 4,0%. W porównaniu z majem 2003 r. płace wzrosły nominalnie o 4,4% (o 1,0% realnie). W rachunku narastającym styczeń-maj 2004 r. przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły nominalnie o 5,3% (o 3,1% realnie), podczas gdy w analogicznym okresie 2003 r. wzrost ten wynosił 1,8% (1,4%).

Sytuacja sektora finansów publicznych

Po 5 miesiącach br. łączne dochody budżetu państwa były wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego o 9,1%, co jest bardzo dobrym wynikiem wobec założonego w ustawie budżetowej rocznego wzrostu o 1,2%.

Na kształtowanie się dochodów budżetu państwa w okresie I-V br. wpływ miał przede wszystkim wysoki wzrost wpływów z podatków pośrednich (13,4% r/r), zarówno z akcyzy, jak i VAT. Wysokie wpływy z tego tytułu wiązały się ze wzrostem sprzedaży detalicznej wynikającej z rosnącego popytu krajowego. Pomimo niższej stawki podatku dochodowego od osób prawnych w 2004 r. oraz zwiększenia udziału jednostek samorządu terytorialnego w tym podatku, dochody z CIT po maju br. są znacząco wyższe od ubiegłorocznych (14,8% r/r) i stanowią aż 60% planu rocznego. Tak wysokie wpływy z CIT wynikają z korzystnego salda rozliczenia rocznego CIT za 2003 r. oraz świadczą o poprawie sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Istotnie wyższe od ubiegłorocznych były także dochody niepodatkowe (14,0%), głównie z tytułu wyższych dochodów państwowych jednostek budżetowych, zasilenia budżetu państwa ryczałtem z UE na poprawę płynności oraz wpłat gmin będących konsekwencją zmian zasad finansowania jednostek samorządu terytorialnego w 2004 r. .

Po pięciu miesiącach br. wydatki budżetu państwa były nadal nominalnie niższe od wydatków przed rokiem (o 3,5% r/r) wobec założonego ich całorocznego wzrostu na poziomie 5,6%. Na ograniczenie wydatków budżetowych wpływ miały niższe koszty obsługi długu krajowego – o 17,3% oraz dotacje dla FUS (14,6%) i FP (84,3%). Wyższe niż w ubiegłym roku były natomiast koszty obsługi długu zagranicznego (24,6% r/r) oraz dotacje dla FER (3,1%). W

Niższe niż w
2003 r.
zaawansowanie
wydatków i

efekcie stopień realizacji planu rocznego wydatków budżetowych, mimo zrealizowanych w maju br. wydatków na składkę członkowską do unijnego budżetu, wyniósł po 5 miesiącach br. 38,6%, czyli mniej niż w latach ubiegłych.

W rezultacie korzystnej sytuacji dochodowej i relatywnie niskiego poziomu wydatków, budżet państwa odnotował na koniec maja br. deficyt w kwocie 15,3 mld zł (33,8% planu rocznego), a więc znacząco poniżej ubiegłorocznej wielkości (59,9% planu).

W czerwcu i lipcu br. można spodziewać się pogorszenia sytuacji budżetu państwa ze względu na niższe dochody budżetowe spowodowane wprowadzeniem z dniem 1 maja br. w rozliczaniu podatków pośrednich.

Dobra sytuacja dochodowa utrzymuje się w funduszach: 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 planowano sytuacji finansowej tej grupy podmiotów sektora finansów publicznych.

W ocenie NBP deficyt kasowy sektora finansów publicznych ukształtuje się w 2004 r. na poziomie 6,5% PKB i będzie zbliżony do wielkości planowanej przez Ministerstwo Finansów.

Przyjęte przez rząd *Założenia do projektu ustawy budżetowej na 2005 r.* zakładają zmniejszenie deficytu budżetu państwa w 2005 r. do poziomu 38,8 mld zł, tj. 4,1 % PKB z 5,3% PKB planowanych na 2004 r. Poziom założonego na rok przyszły deficytu budżetowego oparty jest na założeniu uwzględnienia oszczędności z tytułu nieuchwalonych jeszcze przez Parlament ustaw zawartych w *Programie uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*, tzn. zmiany zasad waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych oraz opłacania składek w systemie ubezpieczeń społecznych. Wobec niskiego zaawansowania realizacji *Programu* stwarza to ryzyko wyższego niż założono deficytu budżetu państwa i w efekcie deficytu całego sektora finansów publicznych. Ponadto istnieje duże prawdopodobieństwo, że w 2004 r. państwowy dług publiczny przekroczy II próg ostrzegawczy (55% PKB). W świetle tego zagrożenia wskazane jest głębsze niż wynika z *Założeń*, zmniejszenie deficytu budżetu państwa w 2005 r. poprzez istotne ograniczenie wydatków. Brak dostatecznie głębokich dostosowań fiskalnych grozi zahamowaniem wzrostu gospodarczego i takimi reakcjami rynków finansowych, które miałyby charakter proinflacyjny.

Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe, kurs walutowy

Wg danych informacji przyspieszonej w maju 2004 r. w porównaniu do kwietnia br. szeroki agregat monetarny M3 zmniejszył się o 3,1 mld zł (-0,9%). Na wielkość tę istotny wpływ miało wzmocnienie kursu złotego. Po usunięciu wpływu wahań kursowych wielkość spadku M3 wyniosła 0,8 mld zł (-0,2%). Na spadek ten złożyły się spadki wszystkich najważniejszych komponentów M3: pieniądza gotówkowego w obiegu, depozytów gospodarstw domowych oraz depozytów przedsiębiorstw. Roczne tempo wzrostu agregatu M3 w maju br. wyniosło 6,5%.

Stan pieniądza gotówkowego w obiegu obniżył się w maju o 1,2 mld zł (0,9%). Spadek tej kategorii należy wiązać z wysokim punktem odniesienia w kwietniu, wynikającym z długiego weekendu majowego; z drugiej strony jednak porównanie z majowymi zmianami w poprzednich latach pozwala uznać tegoroczny spadek za stosunkowo silny. Malejące od sześciu miesięcy roczne tempo wzrostu gotówki w obiegu w maju br. ponownie obniżyło się, osiągając poziom 9,1%, notowany ostatnio w końcu 2001 r.

Depozyty gospodarstw domowych zmniejszyły się w maju br. o 2,5 mld (0,9%). Po eliminacji wpływu wahań kursowych spadek ten okazał się jednak znacznie mniejszy i wyniósł 0,3 mld zł (0,1%). Roczne tempo wzrostu tej kategorii spadło do -1,8%, co jednak było wyłącznie wynikiem zmian relacji kursowych. Wstępne dane wskazują również, że w maju nie odnotowano wzrostu oszczędności alternatywnych wobec depozytów bankowych.

Depozyty przedsiębiorstw uległy w maju obniżeniu o 0,9 mld zł (1,3%), a po usunięciu wpływu wahań kursowych spadek ten wyniósł 0,4 mld (0,5%). Roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw wyniosło w maju br. 30,3%.

Należności od gospodarstw domowych zwiększyły się o 0,7 mld zł (0,6%). Po usunięciu wpływu zmian kursowych wzrost ten wyniósł 1,9 mld zł (1,7%). Roczne tempo wzrostu tej

kategorii wyniosło w maju br. 16,5%. Nadal głównym czynnikiem wzrostu kredytów gospodarstw domowych były kredyty mieszkaniowe, choć informacje z indywidualnych banków wskazują także na ożywienie akcji kredytowej z przeznaczeniem na zakup dóbr trwałego użytku.

Należności od przedsiębiorstw zmniejszyły się w maju o 3,6 mld zł (-2,7%). Po usunięciu wpływu wahań kursowych spadek był znacznie mniejszy i wyniósł 2 mld zł (-1,5%). Roczne tempo wzrostu omawianej kategorii spadło do -2,3%. Banki, w których spadek należności od przedsiębiorstw był najsilniejszy, odnotowały spłaty całości lub części kredytów przez niektórych klientów; w jednym z banków dokonano odpisu ok. 0,5 mld zł nieściągalnych należności w ciężar utworzonych na nie rezerw. Równocześnie nie przybywało w nich nowych kredytów dla sektora przedsiębiorstw.

W okresie od 26 maja do 24 czerwca 2004 r. złoty zyskał na wartości wobec euro 2,0% oraz dolara 2,4% (od początku roku kurs złotego wobec euro wzrósł o 3%, a wobec dolara pozostał bez zmian). W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy złoty stracił na wartości wobec euro o ok. 1,5%, a wobec dolara wzrósł o ok. 4%.

Aprecjacja złotego wobec euro wynikała z poprawy percepcji ryzyka politycznego wśród uczestników rynku finansowego. Dodatkowo dla kursu walutowego korzystnym czynnikiem okazały się utrwalające oczekiwania na wzrost stóp procentowych banku centralnego. Ich wzrost, obserwowany po publikacji rocznego wskaźnika CPI oraz PPI za maj, wzmocnił trend aprecjacyjny kursu EUR/PLN.

Na rynku obligacji skarbowych trend zniżkowy cen został zahamowany. Od ostatniego posiedzenia RPP ceny obligacji benchmarkowych wzrosły. W rezultacie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich spadły w tym okresie odpowiednio o 22, 30 i 26 p.b. (od początku roku rentowności wzrosły odpowiednio o 96, 66 i 55 p.b.).

Poprawa percepcji ryzyka politycznego była głównym czynnikiem determinującym spadek rentowności obligacji. Świadczy o tym również spadek różnicy rentowności obligacji 2-, 5 i 10-letnich względem analogicznych obligacji strefy euro.

Ceny, oczekiwania inflacyjne

W maju 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 3,4% (w kwietniu 2,2%). W porównaniu z majem 2003 r. najbardziej wzrosły ceny w transporcie (8,7%), w tym ceny paliw (15,3%), ceny żywności i napojów bezalkoholowych (4,4%), ceny użytkowania mieszkań i nośników energii (5,0%). Niższe niż w kwietniu 2003 r. były natomiast ceny odzieży i obuwi.

W maju br. wzrosły również wskaźniki inflacji bazowej; w ujęciu rocznym wyniosły one od 2,0% (inflacja netto) do 3,7% (wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności).

Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrósł w maju 2004 r. o 9,6% w stosunku do analogicznego miesiąca ub.r. Indeks cen PPI ukształtował się na najwyższym poziomie od grudnia 1997 r. Wzrost cen producenta w kraju spowodowany był przede wszystkim utrzymaniem się bardzo wysokich cen ropy i benzyny na giełdach światowych. Ceny produktów rafinacji ropy w Polsce skorelowane są z cenami surowców i produktów naftowych na rynkach światowych. W maju br. cena benzyny na giełdzie w Amsterdamie oraz ropy BRENT osiągnęły najwyższy poziom od ponad 10 lat. Ceny benzyny na giełdach światowych w maju 2004 r. były o ponad 60% wyższe niż w maju 2003 r. Ponadto znaczący wpływ na wzrost indeksu rocznego miała niska baza z maja 2003 r. (spadek cen produkcji o 0,6% m/m, związany ze spadkiem cen ropy naftowej po zakończeniu wojny w Iraku). Nawet jeżeli ceny producentów w maju br. nie wzrosłyby w stosunku do kwietnia br. to wskaźnik roczny wzrósłby do ponad 8%.

Oczekiwana w czerwcu br. przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 2,7% (o 0,3 pkt. proc. więcej niż w miesiącu poprzednim). Poprawiła się jednak struktura odpowiedzi na pytania ankietowe. Analitycy bankowi prognozowali, że w grudniu 2004 r. stopa inflacji wyniesie 3,0% (bez zmian), w maju 2005 r. 2,7% (spadek o 0,2%), a średnioroczna stopa inflacji w 2005 r. 2,8% (spadek o 0,1 pkt. proc.). Oba badania

Bardzo niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw

Wzrost kursu złotego do euro oraz spadek rentowności obligacji skarbowych wzdłuż całej krzywej dochodowości

Wzrost CPI i wskaźników inflacji bazowej

Znaczący wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu

przeprowadzono w czasie gdy nie była jeszcze znana wielkość inflacji za maj br.

W czerwcowych badaniach koniunktury GUS przedsiębiorcy wszystkich sekcji przetwórstwo przemysłowe i budownictwo sygnalizują, choć nieco mniejszy niż w maju, wzrost cen w ciągu najbliższych trzech miesięcy. W przetwórstwie przemysłowym podwyżki cen sygnalizują przede wszystkim producenci dóbr zaopatrzeniowych, głównie produktów rafinacji ropy naftowej oraz metali, jak również producenci artykułów spożywczych, napojów i wyrobów tytoniowych. Handlowcy sygnalizują dalsze podwyżki cen towarów, głównie cen żywności. Wskaźnik koniunktury informujący o planowanych podwyżkach cen żywności wzrasta systematycznie od początku 2003 r. i jego poziom świadczy, że przewidywania dotyczące wzrostu cen artykułów żywnościowych zbliżone są do opinii formułowanych w styczniu 1998 r.