

Warszawa, 27 kwietnia 2004 r.

INFORMACJA PO POSIEDZENIU RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ w dniach 26-27 kwietnia 2004 r.

W dniach 26-27 kwietnia 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.

Analiza sytuacji w gospodarce wskazuje, że w ostatnim okresie miał miejsce istotny wzrost oczekiwań inflacyjnych. Jest on efektem wstrząsów podażowych, zwiększonej presji popytowej oraz zmian struktury cen, spowodowanej przez wejście Polski do Unii Europejskiej. Choć niektóre z tych czynników mają charakter przejściowy, to obserwowane ożywienie gospodarcze, które jest samoistnym czynnikiem ryzyka inflacyjnego rodzi obawy, że oczekiwania te mogą ulec utrwaleniu i w efekcie może wystąpić ryzyko przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego.

Biorąc te czynniki pod uwagę Rada postanowiła zmienić nastawienie w polityce pieniężnej na restrykcyjne i postanowiła nie zmieniać wysokości stóp procentowych, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 5,25%, oprocentowanie kredytu lombardowego na poziomie 6,75% i stopę depozytową NBP w wysokości 3,75%.

W marcu 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 1,7%. Wskaźniki inflacji bazowej w ujęciu rocznym wyniosły od 1,1% do 1,7%.

I. Czynniki sprzyjające niskiej inflacji:

- podaż pieniądza pozostaje na umiarkowanym poziomie; roczne tempo wzrostu agregatu M3 wyniosło w marcu 5,7% wobec 5,1% w lutym 2004 r.,
- nadal niska jest dynamika kredytu dla przedsiębiorstw; jej roczne tempo w marcu wyniosło -0,4% wobec 2,3% w lutym 2004 r. Roczna dynamika kredytu dla gospodarstw domowych wyniosła 13% wobec 14,2% w lutym br.,
- przyspiesza wzrost wydajności pracy; w przemyśle ogółem wzrosła ona w ujęciu rocznym o 24,5% (w lutym br. 19,4%) a w przetwórstwie przemysłowym o 28,0% (w lutym br. o 23,7%). Jednocześnie, analiza zatrudnienia na podstawie Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności może sygnalizować, że faktyczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw jest prawdopodobnie wyższa niż dynamika

obliczana na podstawie danych ze statystyki przedsiębiorstw. Może to oznaczać, że faktyczny wzrost wydajności pracy jest niższy.

II. Czynniki rodzące ryzyko wzrostu inflacji:

- kolejny miesiąc z rzędu trwa wzrost oczekiwań inflacyjnych. Oczekiwana przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12-tu miesięcy wzrosła z 1,6% w grudniu 2003 r. do 2,5% w kwietniu br. Prognozy inflacji w horyzoncie 11-tu miesięcy analityków bankowych wzrosły odpowiednio z 2,5% do 2,9%. Jednocześnie nastąpił silny wzrost wskaźnika koniunktury, ilustrującego oczekiwania cenowe w handlu detalicznym, który przyjął wartość najwyższą od listopada 1999 r.,
- polska gospodarka znajduje się w fazie silnego ożywienia, opartego na dynamicznie rosnącym eksporcie. Nasilają się sygnały świadczące o nadchodzącym ożywieniu w inwestycjach. Najszybszy od stycznia 2001 r. wzrost funduszu płac wskazuje, iż wzrost spożycia prywatnego w 2004 r. może być większy niż w ubiegłym roku. NBP ocenia, że tempo wzrostu PKB w I kwartale br. wyniesie 6,4%, a wzrost PKB w całym 2004 r. powinien wynieść powyżej 5%, co oznacza szybsze niż oczekiwano domykanie się luki popytowej,
- kwietniowe badania koniunktury GUS wskazują, że ocena klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym była najwyższa w całym badanym okresie – tj. od 1992 r. W budownictwie i w handlu klimat koniunktury był oceniany mniej pesymistycznie niż przed miesiącem,
- następuje wzrost produkcji budowlano-montażowej, znacząca poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw, wzrost inwestycji w przemyśle przetwórczym oraz obserwowany znaczny wzrost sprzedaży materiałów budowlanych. Wskazuje to na zwiększenie nakładów na inwestycje w gospodarce. Potwierdzają to badania NBP dot. kondycji przedsiębiorstw, wskazujące na wzrost odsetka przedsiębiorstw deklarujących rozpoczęcie nowych inwestycji. Wskaźnik ten przyjął najwyższą wartość od 1999 r.,
- spośród wstrząsów podażowych wpływających na wzrost inflacji największe zagrożenie niesie ze sobą wzrost cen żywności w 2004 r., który może być większy niż wskazują na to aktualnie dostępne prognozy. Wskazują na to m. in., sygnalizowany w badaniach koniunktury GUS, wzrost cen żywności w kwietniu br. oraz oczekiwania dalszego, znaczącego wzrostu tych cen w najbliższych miesiącach, formułowane przez przedsiębiorstwa sprzedające żywność. W I połowie kwietnia br., ceny żywności wzrosły o 2,3% w stosunku do I połowy marca br., tj. znacznie silniej niż oczekiwano,
- wzrósł wskaźnik cen produkcji sprzedanej w przemyśle (w marcu 2004 r. wzrósł on o 1,3% i wyniósł 4,6% w ujęciu rocznym), co jest najwyższą dynamiką od stycznia 2001 r. Wzrost tego wskaźnika wynika przede wszystkim ze wzrostu cen uzyskiwanych w eksporcie. Niemniej jednak szacunki NBP wskazują także na znaczący wzrost cen uzyskiwanych przez producentów w sprzedaży na rynku krajowym,
- wzrosły prognozowane ceny ropy naftowej. Aktualne prognozy średniorocznej ceny ropy w 2004 r. zostały podwyższone o 0,7 USD/b w porównaniu z prognozą z marca 2004 r. Od września 2003 r. do kwietnia 2004 r. prognozowane ceny wzrosły z 26,0 USD/b do 31,4 USD/b,

- wysoki deficyt budżetowy i rosące potrzeby pożyczkowe państwa oraz niestabilność polityczna są źródłem utrzymującej się niepewności na rynkach finansowych, której efektem jest znaczny wzrost rentowności skarbowych papierów wartościowych oraz osłabienie kursu złotego. W okresie ostatnich 12-tu miesięcy nastąpiło wyraźne osłabienie złotego; wobec euro złoty stracił na wartości 11%, a wobec dolara amerykańskiego 3,5%, co w warunkach domykającej się luki popytowej może prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej,
- rosąca niestabilność polityczna zmniejsza prawdopodobieństwo uchwalenia ustaw koniecznych do uzdrowienia finansów publicznych. Wg obecnych szacunków NBP, istnieje duże prawdopodobieństwo przekroczenia II progu ostrożnościowego, tj. 55% PKB już w 2004 r.

Następne posiedzenie Rady odbędzie się w dn. 18 maja 2004 r.

Uwarunkowania zewnętrzne

Dane wskazujące na silny przyrost nowych miejsc pracy w gospodarce USA w marcu br. wpłynęły pozytywnie na klimat rynkowy. Poprawiły się wskaźniki obrazujące zarówno zaufanie kół biznesu, jak i konsumentów amerykańskich. W marcu br. odnotowano także znaczne przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej.

Nie poprawiły się natomiast główne wskaźniki klimatu gospodarczego w strefie euro. Dane dotyczące aktywności handlu detalicznego oraz zaufania gospodarstw domowych potwierdzają utrzymującą się już od 2 lat słabość popytu konsumpcyjnego w tym regionie. Szczególnie niekorzystnie kształtują się wskaźniki koniunktury bieżącej w Niemczech. W marcu br. pogorszyły się oczekiwania konsumentów niemieckich, obniżył się wskaźnik instytutu IFO, nadal ujemna była dynamika sprzedaży detalicznej.

Wobec umacniających się oznak ożywienia w gospodarce USA zwiększyły się oczekiwania rynku na podwyżkę stóp procentowych przez FED - obecnie większość analityków przewiduje tę decyzję na III kwartał br.

W marcu 2004 r. średnia cena ropy naftowej Brent wyniosła 33,8 USD/b, i była najwyższa od października 1990 r. Wbrew oczekiwaniom rynku i pomimo utrzymywania się wysokich cen ropy, OPEC potwierdził swoją decyzję o obniżeniu limitów wydobycia o 1 mln b/d począwszy od kwietnia br. Jednocześnie w wyniku wzrostu ryzyka politycznego rynki obawiają się o ciągłość dostaw ropy z Iraku. Do wzrostu cen ropy przyczyniały się także informacje o spadku zapasów benzyny w USA.

W kwietniu br. Departament Stanu ds. Energii po raz piąty z kolei podwyższył swoją prognozę cen ropy na 2004 r. do 31,4 USD/b (wzrost o 0,7 USD/b w porównaniu z prognozą z marca 2004 r.).

Sytuacja gospodarcza w kraju

W lutym 2004 r. nastąpiło dalsze obniżenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących. W porównaniu z lutym ub.r. zmniejszył się on o 520 mln EUR i wyniósł 210 mln EUR. Na obniżenie się ujemnego salda obrotów bieżących wpłynął przede wszystkim wzrost dodatniego salda usług (wskutek wysokiego wzrostu ich eksportu – najwyższego, jaki odnotowano w bilansie na bazie transakcji) oraz zmniejszenie się deficytu w obrotach towarowych. Wyższe w porównaniu z ubiegłym rokiem było również dodatnie saldo transferów. Natomiast w kierunku pogłębienia się deficytu na rachunku obrotów bieżących oddziaływało zwiększenie się deficytu dochodów.

Ujemne saldo obrotów towarowych zmniejszyło się w lutym 2004 r. o 230 mln EUR, co było efektem utrzymywania się wyższej dynamiki eksportu (13,4% w porównaniu z lutym 2003 r.) niż importu (wzrost o 6,5%). Od początku br. deficyt obrotów bieżących zmniejszył się już o 1,1 mld EUR. W ciągu pierwszych dwóch miesięcy br. wszystkie pozycje oddziaływały na poprawę salda rachunku obrotów bieżących – najsilniej zmniejszenie się deficytu obrotów towarowych i wzrost nadwyżki wymiany usług. W okresie styczeń-luty 2004 r. wartość eksportu wzrosła o 16,5%, natomiast wartość importu zwiększyła się o 8,6%. Zarówno dynamika eksportu, jak i importu była przeszło dwukrotnie wyższa w porównaniu z pierwszymi dwoma miesiącami 2003 r. (wówczas wartość eksportu zwiększył się o 7,2%, a importu o 3,3%).

W marcu 2004 r. w porównaniu do marca 2003 r. produkcja przemysłowa wzrosła o 23,8%. O wysokiej dynamice przemysłu ogółem wciąż decyduje bardzo silnie rosnąca sprzedaż przemysłu przetwórczego, którego wolumen przekroczył poziom sprzed roku o 27,9%. Silne przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłu po części wynikało z różnic w czasie pracy – marzec br. liczył 23 dni robocze, wobec 21 dni w roku poprzednim. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wzrost produkcji ogółem wyniósł 18,3%, a w przemyśle przetwórczym 21,6%. W marcu br. po raz pierwszy od czerwca 2000 r. (z wyjątkiem jednorazowego wzrostu w lipcu 2003 r.) odnotowano wzrost produkcji budowlano-montażowej w ujęciu rocznym o 6,3%. W I kwartale 2004 r. produkcja budowlano-montażowa była niższa niż przed rokiem o 4,3%.

Poprawa nastrojów w gospodarce USA, brak poprawy w strefie euro

Wysokie ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Poprawa salda obrotów bieżących bilansu płatniczego

Wzrost produkcji przemysłowej w marcu br. wyższy od oczekiwań

**Wzrost
wynagrodzeń w
sektorze
przedsiębiorstw**

Wg danych GUS wzrost przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w marcu br. w porównaniu z lutym br. wyniósł nominalnie 2,1% (realnie 1,8%). W porównaniu z marcem 2003 r. wzrost ten wyniósł nominalnie 7% (4,9% realnie). W rachunku narastającym styczeń-marzec 2004 r. przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły nominalnie o 5,5% (o 3,5% realnie) podczas gdy w analogicznym okresie 2003 r. wzrost ten wynosił odpowiednio: 1,9% (1,4%).

Jednocześnie przyspiesza wzrost wydajności pracy; w przemyśle ogółem wzrosła ona w ujęciu rocznym o 24,5% (w lutym br. 19,4%) a w przetwórstwie przemysłowym o 28,0% (w lutym br. o 23,7%).

Wg danych GUS ze sprawozdawczości przedsiębiorstw liczba pracujących w 2003 r. spadła o 2,7%. Jednak analiza danych z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności wskazuje, że liczba pracujących w gospodarce (uwzględniając przedsiębiorstwa zatrudniające od 1 do 9 pracowników) mogła wzrosnąć w 2003 r. Wzrost zatrudnienia mógł dotyczyć bardziej elastycznych form, które nie znajdują odzwierciedlenia w danych raportowanych przez przedsiębiorstwa do GUS. Zatem szacunki wzrostu wydajności pracy na podstawie statystyki przedsiębiorstw mogą być wyższe niż faktyczny wzrost wydajności pracy.

Sytuacja sektora finansów publicznych

W I kwartale 2004 r. łączne dochody budżetu państwa były wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (7,8%), co jest dobrym wynikiem wobec planowanego ich rocznego wzrostu (1,2%). Wyższy od ubiegłorocznego poziomu był także stopień realizacji planu rocznego (23,3% wobec 21,4% w ub.r.).

Na kształtowanie się dochodów budżetu państwa w okresie I-III br. wpływ miał przede wszystkim wzrost podatków pośrednich (9,5% r/r), zwłaszcza VAT. Wysokie wpływy z tego tytułu w lutym i marcu br. są pochodną wzrostu sprzedaży detalicznej wynikającą prawdopodobnie z rosnącego popytu krajowego oraz wzrostu importu, w związku ze zmianami podatkowymi od 1 maja br. Wysokie wpływy (28,7% r/r) wykazał również podatek CIT, co jest przypuszczalnie efektem poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Wydatki budżetu państwa po marcu br. były nominalnie o 2,1% niższe od wydatków przed rokiem. Było to związane z brakiem potrzeby przekazania dotacji dla FP od początku br., niższymi kosztami obsługi długu publicznego oraz wolniejszą realizacją dotacji dla FUS. W efekcie stopień realizacji planu rocznego wydatków budżetowych wyniósł 23,9%, czyli znacząco mniej niż w latach ubiegłych.

W rezultacie korzystnej sytuacji dochodowej i ograniczania wydatków budżetowych, deficyt budżetu państwa ukształtował się po marcu br. na poziomie 11,8 mld zł (26,1% planu), a więc znacząco niższym niż w tym samym okresie ubiegłego roku (39,8%).

Mimo korzystnej sytuacji budżetu państwa po marcu br. 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.

Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe, kurs walutowy

Wg danych informacji przyspieszonej, w marcu 2004 r. podaż pieniądza M3 wzrosła o 2,1 mld zł. (0,6%) w stosunku do lutego br. Na podaż pieniądza w marcu br. znacząco wpłynęła aprecjacja złotego. Po uwzględnieniu różnic kursowych, miesięczny wzrost M3 wyniósł 2,9 mld zł. (0,9%). Roczne tempo wzrostu agregatu M3 wyniosło 5,7%.

Zmiana podaży M3 była w głównej mierze wynikiem wzrostu depozytów przedsiębiorstw. W marcu 2004 r. uległy one zwiększeniu o 3,0 mld zł. (4,8%). Po usunięciu wpływu wahań kursowych przyrost ten wyniósł 3,3 mld zł. (5,2%). Znaczący wzrost miał miejsce przede wszystkim w kategorii depozytów złotych, przy czym zwiększeniu uległy wyłącznie środki zdeponowane na rachunkach bieżących. Roczne tempo tego agregatu, utrzymujące się na poziomie przekraczającym 20% od września ub.r., w marcu wyniosło 28,5%.

W marcu br. depozyty gospodarstw domowych, po jednomiesięcznym okresie przyrostu w poprzednim miesiącu, zmniejszyły się o 2,1 mld zł (1,1%). Po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych ich spadek wyniósł 1,5 mld zł (0,8%). W marcu 2004 r. załamaniu uległa rosnąca

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

tendencja rocznego tempa wzrostu depozytów od gospodarstw domowych, które zmalało z -1,3% w lutym do -2,1% w marcu br. Jednym z głównych czynników wpływających na odpływ depozytów gospodarstw domowych był ponowny wzrost zainteresowania lokowaniem środków w fundusze inwestycyjne. Dodatkowo saldo wpłat i umorzeń jednostek i certyfikatów inwestycyjnych wyniosło ok. 0,5 mld zł i było najwyższe od sierpnia 2003 r.

Wielkość pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków w marcu br. wzrosła o 0,3 mld zł (0,6%). Roczne tempo wzrostu pieniądza gotówkowego wyniosło 13% (16,0% w lutym br.).

Kredyty gospodarstw domowych w marcu br. zwiększyły się nominalnie o 0,8 mld zł. (0,7%). Po uwzględnieniu różnic kursowych przyrost ten wyniósł 1,5 mld zł (1,4%). Roczne tempo wzrostu wyniosło 13,0% (14,2% w lutym), co jest związane z silną deprecjacją złotego przed rokiem. Zmniejszenie kredytów przedsiębiorstw w marcu br. o 0,9 mld zł (0,7%), było całkowicie efektem aprecjacji złotego. Po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych, poziom zadłużenia przedsiębiorstw w sektorze bankowym nie uległ zmianie. Po raz pierwszy od maja 2002 r. roczne tempo wzrostu należności od przedsiębiorstw przyjęło wartość ujemną równą -0,4%, co podobnie jak w przypadku sektora gospodarstw domowych było związane ze znaczną deprecjacją złotego przed rokiem.

W okresie od 18 marca do 22 kwietnia 2004 r. złoty stracił na wartości wobec euro 0,6% oraz dolara 3,5% (od początku roku kursy EUR/PLN i USD/PLN wzrosły odpowiednio o 1,1% i 7%). W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy złoty stracił na wartości wobec euro 11 %, a wobec dolara 3,5 %.

Niepewność wynikająca z ryzyka politycznego i istniejących zagrożeń dla kontynuacji niezbędnych reform finansów publicznych silnie oddziaływały na kształtowanie się sytuacji na rynku walutowym, przyczyniając się do kontynuacji trendu deprecjacji złotego w kwietniu br. , pomimo ciągłej poprawy równowagi zewnętrznej (deficyt na rachunku bieżącym) oraz napływu kapitału portfelowego na rynek obligacji i akcji.

Zmienność cen obligacji benchmarkowych wzrosła od ostatniego posiedzenia RPP. Rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wzrosły w tym okresie odpowiednio o 51, 52 i 44 p.b. (od początku roku zmiana ta wyniosła odpowiednio 80 , 52 i 54 p.b.).

Oprócz kursu walutowego, czynnikami, które w sposób decydujący wpływały na tę tendencję były zarówno czynniki o charakterze globalnym, jak i krajowym. W pierwszej połowie kwietnia rentowności polskich obligacji podążały za rentownościami obligacji na rynkach międzynarodowych. W drugiej połowie miesiąca spadek cen obligacji był efektem opublikowania lepszych niż oczekiwano danych o produkcji przemysłowej. Wzmocniło to oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Utrzymywanie się różnicy rentowności obligacji 5 i 10-letnich względem analogicznych obligacji strefy euro na wysokim poziomie świadczy o tym, że ryzyko inwestycji na rynku polskim oceniane jest jako wysokie.

Ceny, oczekiwania inflacyjne

W marcu 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 1,7% (w lutym 1,6%). W porównaniu z marcem 2003 r. najbardziej wzrosły ceny żywności i napojów bezalkoholowych (3,3%), ceny użytkowania mieszkań i nośników energii (2,9%), ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (2,3%). Niższe niż w marcu 2003 r. były natomiast ceny odzieży i obuwia.

Po większym od oczekiwań wzroście cen żywności w pierwszej połowie kwietnia można ocenić, że inflacja wzrośnie w kwietniu br. do poziomu 2,2% w ujęciu rocznym.

Inflacja netto w marcu 2004 r. w skali rocznej wyniosła - tak jak w lutym br. - 1,1%.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w marcu br. były wyższe o 4,6% w porównaniu do analogicznego okresu 2003 r. (w lutym o 4,2%). Roczny wskaźnik cen utrzymuje się na najwyższym poziomie od stycznia 2001r. Wzrost wartości indeksu cen producentów w marcu br. jest wynikiem kontynuacji dynamicznych wzrostów cen w sekcji górnictwo i kopalnictwo, a szczególnie w dziale kopalnictwo rud metali, co związane jest z rosnącymi cenami miedzi na rynkach światowych. Średnia miesięczna cena tony miedzi na giełdzie w Londynie w marcu br. wzrosła po raz kolejny osiągając najwyższą wartość od listopada 1995r. – 3009 USD/t (wzrost o

10,% w ciągu miesiąca i ponad 81% w stosunku do marca 2003r.).

Wzrosły oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Oczekiwana w kwietniu br. przez osoby prywatne stopa inflacji w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 2,5% (o 0,1 pkt. proc. więcej niż w miesiącu poprzednim). Analitycy bankowi prognozują, że w grudniu 2004 r. stopa inflacji wyniesie 2,6% (spadek o 0,1 pkt. proc.), w marcu 2005 r. 2,9% (wzrost o 0,1 pkt. proc.), a średnioroczna stopa inflacji w 2005 r. 2,8% (bez zmian).

**Wzrost
oczekiwań
inflacyjnych**