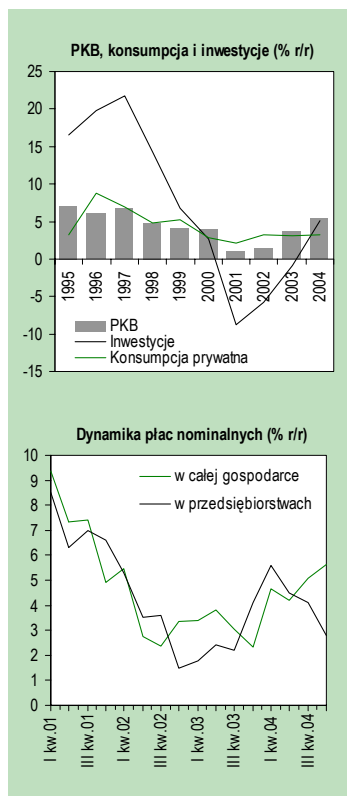


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Luty 2005



Wzrost na kredyt

▪ **Polska gospodarka rozwija się dynamicznie, jednak pomimo ekspansji w sferze realnej, dane z sektora bankowego nie wskazują na wzrost popytu na kredyt.** Czy tendencje obserwowane w sferze monetarnej świadczą o nietrwałości tendencji wzrostowych i zapowiadają rychłe spowolnienie tempa rozwoju polskiej gospodarki? Temat ten nie jest dostatecznie zgłębniony, w związku z czym w tym miesiącu postanowiliśmy przyjrzeć się bliżej sytuacji na rynku kredytów oraz postarać się zrozumieć i zidentyfikować przyczyny i naturę osłabienia dynamiki należności sektora bankowego. Bliższe spojrzenie na dane sugeruje, że obserwowane zmiany agregatów kredytów są wynikiową szeregu nakładających się na siebie zjawisk, które nieco zaciemniają fakt, że popyt na kredyt znalazł się w ostatnich kwartałach na ostrej ścieżce wzrostowej, uzasadnionej w dużym stopniu nasilającym się bohem inwestycyjnym.

▪ **Ostatnio opublikowane dane gospodarcze były rozczarowujące.** Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna odnotowały wyraźne spowolnienie, a dane o PKB za 2004 rok zasugerowały wzrost w IV kwartale o zaledwie 4,1%. Z pewnością bardzo wysoki wzrost PKB w I poł. 2004 był nieco na kredyt (w związku z akcesją) i odbije się na spowolnieniu w tym roku (efekt bazy). Trudno jednak ocenić na ile ostatnie dane były wypadkiem przy pracy, a na ile początkiem wyraźniejszego spowolnienia i istotnym czynnikiem ryzyka dla wykonania budżetowej (i naszej) prognozy wzrostu PKB o 5% w tym roku. W ostatnim kwartale ubiegłego roku bardzo wolno (o zaledwie 1,6%) rosło spożycie indywidualne, jednak optymistycznie nastrajają dane o inwestycjach pokazujące dalsze przyspieszenie (do powyżej 7%). Oczekujemy, że inwestycje wzrosną w roku bieżącym w tempie dwucyfrowym, co sugeruje m.in. wysoki wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych przedstawiony w badaniach koniunktury NBP. Niski wzrost konsumpcji prywatnej w IV kw. postrzegamy jako zjawisko jednorazowe. Warto zauważyć, że wbrew temu co pokazują miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw, płace w całej gospodarce rosły w IV kwartale (podobnie jak kwartał wcześniej) powyżej stopy inflacji.

▪ **Podtrzymujemy nasze prognozy zmiany nastawienia w polityce pieniężnej w lutym oraz utrzymania stóp procentowych bez zmian w roku bieżącym.** Zmiana nastawienia na neutralne, którą zasugerowali zresztą członkowie RPP, nie powinna być interpretowana jako krok w kierunku szybkich obniżek stóp procentowych, a odzwierciedlać będzie po prostu korzystną zmianę w bilansie ryzyk dla przyszłej inflacji (co pokaże prawdopodobnie lutowa projekcja inflacji). Taki punkt widzenia potwierdzają wypowiedzi członków RPP sugerujące, że nie ma miejsca na rozluźnienie polityki pieniężnej tak długo, jak istnieje ryzyko deprecjacji złotego z powodu znacznej niepewności politycznej (szczegóły w sekcji *Pod lupą: Bank centralny*). Innymi słowy, wzrost wartości złotego mógł być nieco na kredyt i ta tendencja może się odwrócić przed wyborami, których wynik (i termin) jest wciąż niewiadomą.

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Kredyty – fakty i mity	2
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	17

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
(22) 586 8363

Piotr Bielski
(22) 586 8333
Piotr Bujak
(22) 586 8341
Tomasz Terelak
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 31 stycznia 2005 r.:

Stopa depozytowa NBP	5,00	WIBOR 3M	6,61	USDPLN	3,1200
Stopa referencyjna NBP	6,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,23	EURPLN	4,0503
Stopa lombardowa NBP	8,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,20	EURUSD	1,2982

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.02.2005 r.

Temat miesiąca

Kredyty – fakty i mity

Wszędzie dobrze, ale nie w kredycie

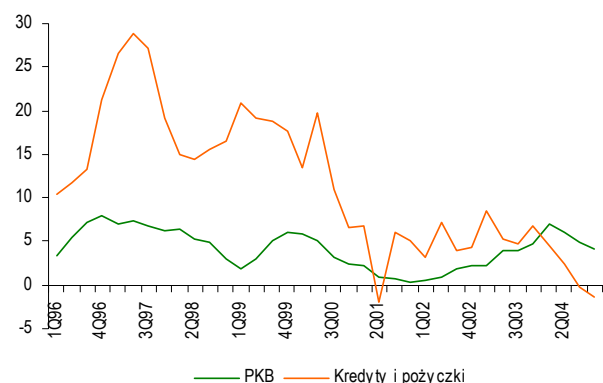
Od wielu miesięcy informujemy Państwa, że polska gospodarka radzi sobie bardzo dobrze. Rok 2004 zakończył się wzrostem PKB o 5,4%, a w roku bieżącym oczekiwane jest tempo wzrostu o ok. 5%. Wprawdzie wskaźniki statystyczne za grudzień oraz wstępne dane o PKB za 2004 r. ujawniły pewne osłabienie wzrostu gospodarczego w ostatnim kwartale ubiegłego roku, które może być kontynuowane również na początku roku bieżącego, jednak ogólnie sytuacja ekonomiczna Polski nadal jest stosunkowo dobra, a gospodarka niewątpliwie znajduje się we wzrostowej fazie cyklu koniunkturalnego. Potwierdzeniem tego są chociażby wzmacniające się z każdym miesiącem sygnały o wyraźnym przyspieszeniu wzrostu inwestycji, które już od początku 2005 roku powinny zwiększać się w tempie dwucyfrowym.

Ciekawe jednak jest to, że ekspansji większości sektorów realnej gospodarki nie towarzyszy jak na razie wzrost aktywności w sferze monetarnej, a w szczególności na rynku kredytowym. A przynajmniej tak właśnie się wydaje na pierwszy rzut oka. Zjawisku temu nie poświęcano jak do tej pory zbyt wiele uwagi w analizach sytuacji makroekonomicznej; nawet Rada Polityki Pieniężnej wydaje się przechodzić nad tym do porządku dziennego. Tymczasem nie jest to do końca uzasadnione. Często bowiem to właśnie zmiany na rynku kredytowym pozwalają z wyprzedzeniem przewidzieć przyspieszenie bądź osłabienie tempa wzrostu gospodarczego. A tendencje obserwowane obecnie w obszarze kredytów wydają się wyraźnie nie przystawać do raportowanej z innych obszarów gospodarki postępującej ekspansji aktywności ekonomicznej, w szczególności w zakresie działalności inwestycyjnej. Czy obecne zjawiska w sferze monetarnej zapowiadają rychłe spowolnienie tempa rozwoju polskiej gospodarki? Ponieważ temat nie jest dostatecznie zgłębiony, w tym miesiącu postanowiliśmy przyjrzeć się bliżej sytuacji na rynku kredytowym oraz postarać się zrozumieć i zidentyfikować przyczyny i naturę osłabienia dynamiki kredytu, aby móc odpowiedzieć na ile zjawiska te mogą mieć charakter trwały i zagrozić kontynuacji wzrostowych tendencji w całej gospodarce. Poniższy tekst jest zarazem wstępem do bardziej pogłębionej analizy popytu na kredyt polskiego sektora niefinansowego, którą postaramy się zaprezentować na początku II kwartału br.

Spowolnienie mimo ożywienia

Na początek przyjrzyjmy się podstawowym tendencjom, jakie zachodzą na rynku kredytów bankowych w Polsce. Przez większą część okresu transformacji gospodarczej należności systemu bankowego z tytułu kredytów i pożyczek zwiększały się w realnym tempie znacznie przekraczającym tempo wzrostu PKB (patrz wykres). Tendencja ta została wyraźnie wyhamowana w okresie stagnacji gospodarczej w latach 2001-2002, jednak nawet wówczas tempo rozwoju rynku kredytowego (po korekcie o stopę inflacji) pozostawało znacznie powyżej tempa rozwoju gospodarki.

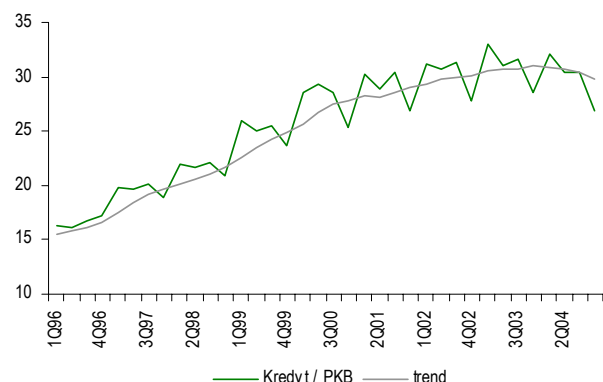
Roczna dynamika PKB i kredytów ogółem w systemie bankowym (realnie, % r/r)



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Konsekwencją tego był systematyczny wzrost relacji kredytu ogółem do PKB przez większą część okresu transformacji gospodarczej. Wskaźnik ten zwiększył się niemal dwukrotnie na przestrzeni ostatniej dekady – z ok. 15% w połowie lat 90. do ponad 30% w szczytowym punkcie w roku 2003¹.

Kredyty i pożyczki ogółem w relacji do PKB (%)



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Wyraźna zmiana sytuacji na rynku kredytowym nastąpiła – co ciekawe – równoległe z mocnym przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego na

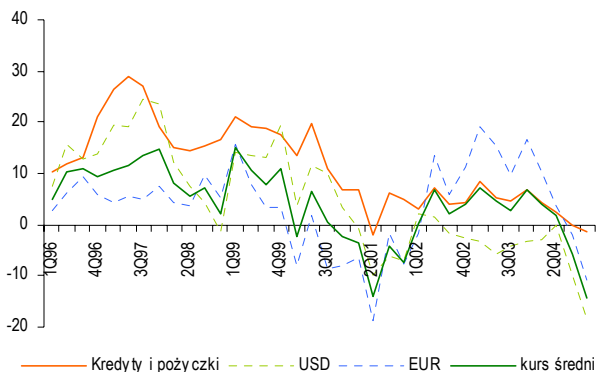
¹ Warto jednak zaznaczyć, że pomimo wzrostu relacji kredytu do PKB, współczynnik ten jest w Polsce nadal o wiele niższy niż w rozwiniętych gospodarkach rynkowych. Średnia relacja dla krajów unijnej piętnastki (sprzed rozszerzenia w 2004 r.) wynosi ok. 120%.

początku 2004 roku. Realna dynamika kredytów wkroczyła w tendencję spadkową, aby w II połowie ub.r. spaść poniżej zera, pomimo utrzymania tempa rozwoju gospodarczego na przyzwoitym poziomie i umocnieniu tendencji wzrostowych w zakresie wzrostu inwestycji. Poniżej spróbujemy zastanowić się, co takiego mogło się wydarzyć, że nastąpiło nagle i stosunkowo trwałe (utrzymujące się już ponad rok) odwrócenie relacji pomiędzy wzrostem aktywności gospodarczej a kredytem.

Po pierwsze: kurs

Pierwszym podejrzanym o zaniżanie dynamiki kredytów w polskim systemie bankowym jest kurs walutowy, który od maja ub.r. podlega niemal nieprzerwanej aprecjacji, w efekcie czego złoty umocnił się w ciągu II półrocza 2004 o ok. 20% wobec dolara i 10% wobec euro. Nawet pobieżne spojrzenie na realną dynamikę kredytu i nominalne zmiany kursu złotego sugeruje, że zmienne te pozostają w ścisłej relacji (patrz wykres poniżej).

Realna dynamika kredytów i kursu walutowego (% r/r)



Źródło: NBP, szacunki własne

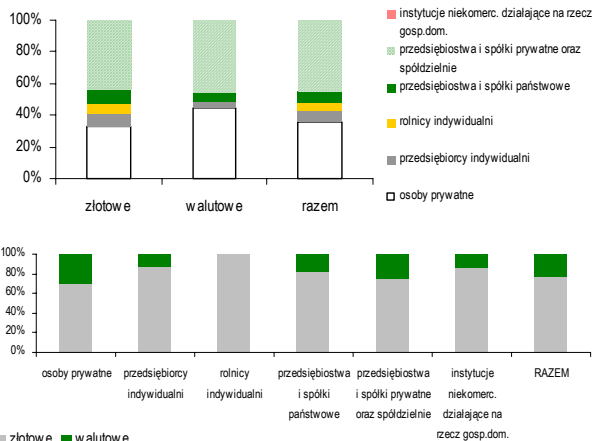
Nie dzieje się tak bez powodu, ponieważ szczegółowe dane NBP dotyczące należności monetarnych instytucji finansowych² (MIF) od sektora niefinansowego³ (wg stanu na koniec grudnia 2004) wskazują, że należności walutowe stanowią dość pokaźny odsetek, bo aż prawie 25% ogólnej kwoty należności. Największa koncentracja należności walutowych występuje przy tym w przypadku należności od osób prywatnych (30%) oraz od przedsiębiorstw i spółek prywatnych (25%). Przy okazji zauważmy, że należności od osób prywatnych oraz od przedsiębiorstw i spółek

² Od marca 2002 roku Narodowy Bank Polski stopniowo wprowadza standardy Europejskiego Banku Centralnego w statystyce monetarnej. Wg tej metodologii do końca 2004 r. termin „pozostałe monetarne instytucje finansowe” oznaczał banki, a „monetarne instytucje finansowe” (MIF) obejmowały banki + NBP. Od stycznia br. „pozostałe MIF” obejmują również kasy SKOK.

³ Należności wobec sektora niefinansowego stanowią zdecydowaną większość (90% w grudniu 2004) łącznych należności MIF. Pozostałe należności wobec: niemonetarnych instytucji finansowych (4%), instytucji samorządowych (4%), funduszy ubezpieczeń społecznych (2%).

prywatnych wyraźnie dominują w strukturze sektorowej należności MIF od sektora niefinansowego (ich udział to odpowiednio 36% i 44%, czyli łącznie 80% sumy należności, wg stanu z grudnia 2004).

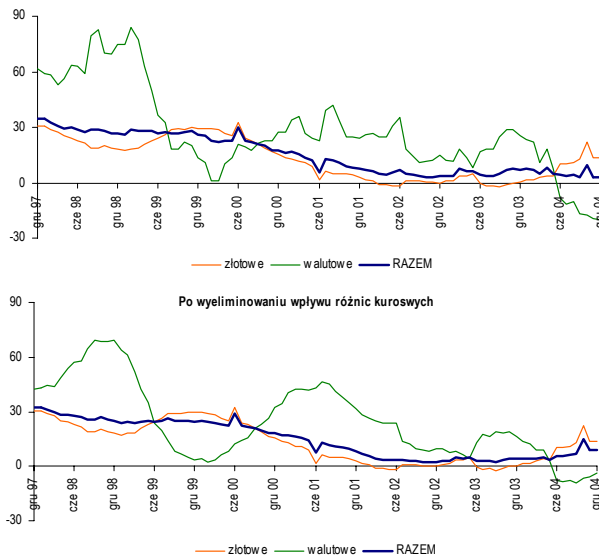
Struktura należności monetarnych instytucji finansowych od sektora niefinansowego



Źródło: NBP, szacunki własne

Wpływ różnic kursowych można zresztą w prosty sposób wyeliminować, oczywiście tylko w przybliżeniu⁴. Z naszych szacunków wynika, że po dokonaniu takiej korekty roczne tempo wzrostu kredytów ogółem dla sektora niefinansowego na koniec 2004 r. wyniosło nieco ponad 9% r/r zamiast 3,2% r/r (patrz poniżej).

Nominalna dynamika kredytów przed i po wyeliminowaniu wahań kursu walutowego (% r/r)



Źródło: NBP, szacunki własne

Po drugie: coś więcej niż kurs

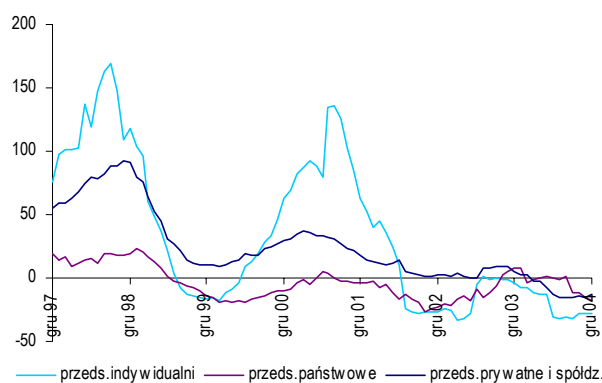
Jednak same zmiany kursów walutowych nie są z pewnością wystarczającym wytłumaczeniem zagadki, związanej z rozczarującym wzrostem wolumenu

⁴ Możliwy jest tylko szacunek orientacyjny, ponieważ NBP nie podaje, jaki jest udział poszczególnych walut w należnościach walutowych. Dla naszych obliczeń przyjęliśmy strukturę: 50% USD i 50% EUR.



kredytów w ostatnich kwartałach. A przynajmniej nie tylko poprzez bezpośredni efekt kursowy. Statystyki NBP pokazują bowiem ciekawe zjawisko – spadek zadłużenia z tytułu kredytów walutowych w stopniu znacznie przekraczającym tempo zmian kursów na rynku walutowym, w dodatku występujący dość powszechnie od kilku miesięcy w większości kategorii kredytów dotyczących podmiotów gospodarczych, niezależnie od wybranego przekroju danych (wg podziału sektorowego, wg przeznaczenia kredytu, czy wg terminów pierwotnych). Skala tego spadku sięga często kilkudziesięciu procent w skali rocznej. Tendencja ta występuje w przypadku wszystkich grup przedsiębiorstw, niezależnie od ich rozmiaru i rodzaju własności. Teoretycznie, może to oznaczać – przynajmniej w części przypadków – zmianę preferencji firm odnośnie walutowej struktury długu i przewalutowanie kredytów dewizowych na złotowe. Tym bardziej, że najczęściej – poza sektorem firm państwowych – pozbywaniu się długu w walucie towarzyszy wzrost zadłużenia w złotych. Zachowanie takie trudno jednak uzasadnić ekonomicznie, biorąc pod uwagę występujące w połowie 2004 uwarunkowania rynkowe – wzrostową tendencję stóp procentowych w Polsce i silny trend do aprecjacji złotego, zwiększające opłacalność zadłużania w walutach obcych.

Dynamika kredytów i pożyczek walutowych dla firm, po wyeliminowaniu wahań kursu (% r/r)



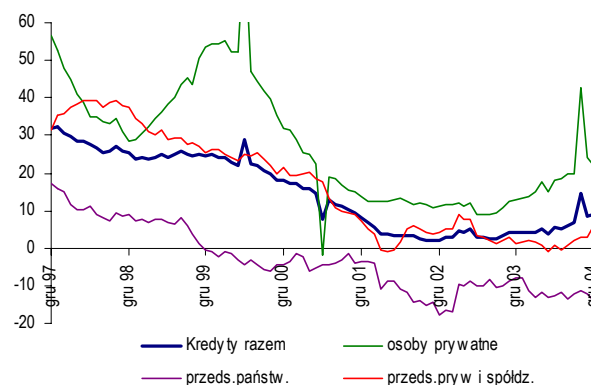
Źródło: NBP, szacunki własne

Po trzecie: spłata (a może egzekucja?) długów

Jeżeli spojrzymy na dynamikę kredytów i pożyczek w podziale na poszczególne sektory i wyeliminujemy efekty wahań kursowych, wyłania się z nich następujący obraz sytuacji. Kredyt dla osób prywatnych wykazuje od dłuższego czasu najwyższą dynamiką wzrostu, podczas gdy „najsłabszym ogniwem” są niewątpliwie kredyty udzielane przedsiębiorcom. Dokładnie rzecz biorąc, największy spadek ma miejsce w przypadku przedsiębiorstw państwowych, które

konsekwentnie od ponad pięciu lat redukują saldo swojego zadłużenia w bankach. To akurat wynikać może w dużej części z systematycznie malejącej liczby firm państwowych (likwidacja, prywatyzacja), a być może również z kurczenia się rozmiarów działalności firm jeszcze istniejących. Jednak niezbyt imponujące wydają się też przyrosty zadłużenia w firmach prywatnych, czy też u przedsiębiorców indywidualnych (zatrudniających do 9 osób). A przynajmniej nie zadowalające, biorąc pod uwagę długo oczekiwany, a ostatnio coraz mocniej sygnalizowany przyspieszony wzrost nakładów inwestycyjnych na przełomie 2004 i 2005 r.

Dynamika kredytów i pożyczek w najważniejszych sektorach, po wyeliminowaniu wahań kursu (% r/r)



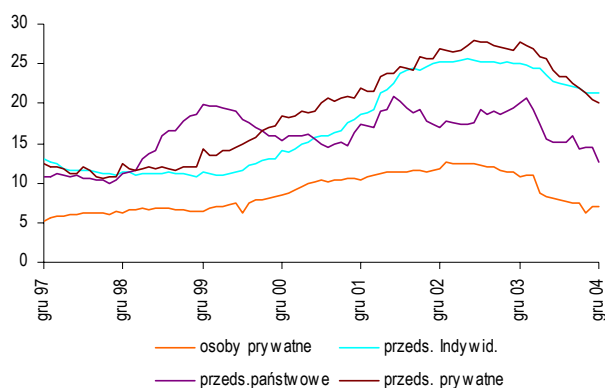
Źródło: NBP, szacunki własne

Wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NBP, dotyczących sytuacji na rynku kredytowym oraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw wskazują, że w sektorze przedsiębiorstw można od pewnego czasu obserwować dwa równoległe zjawiska. Z jednej strony, obserwowany jest wyraźny wzrost popytu firm na kredyt, w szczególności dotyczy to kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw, na finansowanie inwestycji, zapasów i kapitału obrotowego, oraz – co jest nowym zjawiskiem w I kwartale 2005 – kredytów na finansowanie inwestycji objętych dotacjami z funduszy UE. Z drugiej strony, utrzymuje się duża, stabilna grupa przedsiębiorstw, która od dłuższego czasu redukuje swoje zadłużenie wobec banków. Wygląda więc na to, że obserwowane zmiany salda zadłużenia firm są wypadkową równoczesnego działania dwóch silnych procesów: wzrostu portfela nowych kredytów na inwestycje i rozwoju przedsiębiorstw bardziej aktywnych oraz spłaty długów zaciągniętych wcześniej przez te przedsiębiorstwa, które nie wykazują obecnie aktywności inwestycyjnej (nie musi to zresztą być koniecznością spłata dobrowolna, ale np. egzekucja starego nieobsługiwane zadłużenia, która stała się możliwa po poprawie sytuacji finansowej firmy).



Tezę o masowej skali spłat starych długów wydają się potwierdzać dane NBP nt. kredytów nieregularnych – od końca 2003 r. występuje systematyczny spadek udziału należności zagrożonych we wszystkich najważniejszych kategoriach, a w szczególności w przypadku należności od przedsiębiorstw i spółek państwowych. Wyraźna tendencja spadkowa odsetka złych kredytów w przypadku niewielkiej, lub wręcz ujemnej dynamiki kredytu ogółem (gdy nie rośnie szybko mianownik tej relacji) wydaje się świadczyć o tym, że suma długów nieobsługiwanych systematycznie się zmniejsza, a zatem narosłe zaległości są spłacane.

Udział należności zagrożonych (%)

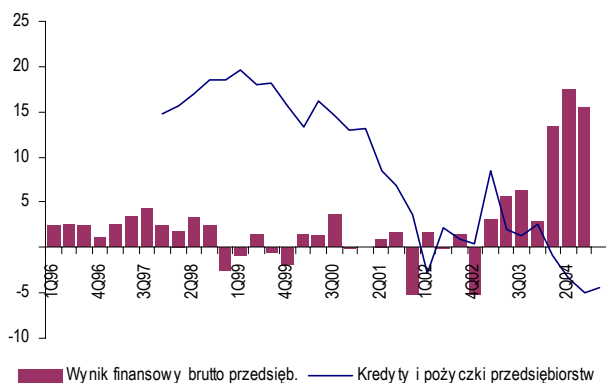


Źródło: NBP

Po czwarte: wysokie zyski przedsiębiorstw

Czynnikiem, który umożliwił firmom swobodę w spłacaniu zadłużenia zaciągniętego wcześniej w systemie bankowym była oczywiście szybka, nie notowana w takiej skali chyba od początku lat 90. poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw (patrz wykres poniżej), będąca następstwem mocnego ożywienia koniunktury gospodarczej w I poł. 2004 roku.

Przyrost kredytów i pożyczek (r/r, mld zł), a wynik finansowy przedsiębiorstw brutto (mld zł)



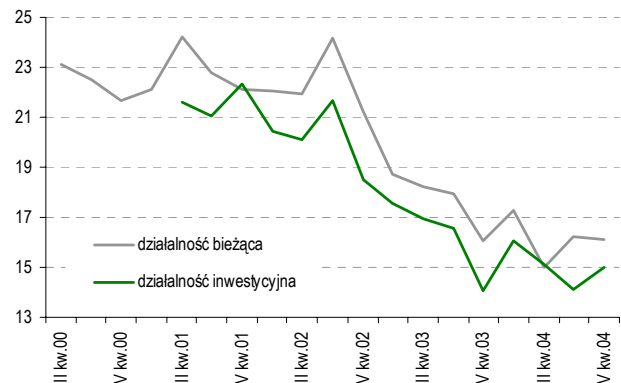
Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

W konsekwencji, od początku 2004 roku szybko zaczął się zwiększać strumień płynnych środków finansowych, którymi dysponowały przedsiębiorstwa (nadwyżka

odłożyła się m.in. na rachunkach przedsiębiorstw w bankach). Nie tylko umożliwiło to spłatę części „starych” długów przez niektóre firmy, ale też w pewnym stopniu było naturalnym hamulcem dla wzrostu potrzeb pożyczkowych firm podejmujących nowe inwestycje.

Warto pamiętać, że wykorzystanie przez polskie przedsiębiorstwa kredytu bankowego do finansowania działalności inwestycyjnej jest tradycyjnie stosunkowo niskie i wg badań NBP pod koniec 2004 r. kształtowało się na poziomie ok. 15%. Z kolei równocześnie wzrastało wykorzystanie środków własnych do finansowania działalności inwestycyjnej, osiągając jeden z najwyższych w historii badania NBP (od 2001 r.) poziom, ok. 75%. Wydaje się to być spójne z wysuniętą tezą o osłabieniu zainteresowania firm kredytem bankowym w sytuacji obfitości środków własnych.

Średni udział kredytów w finansowaniu działalności bieżącej i inwestycyjnej przedsiębiorstw (%)



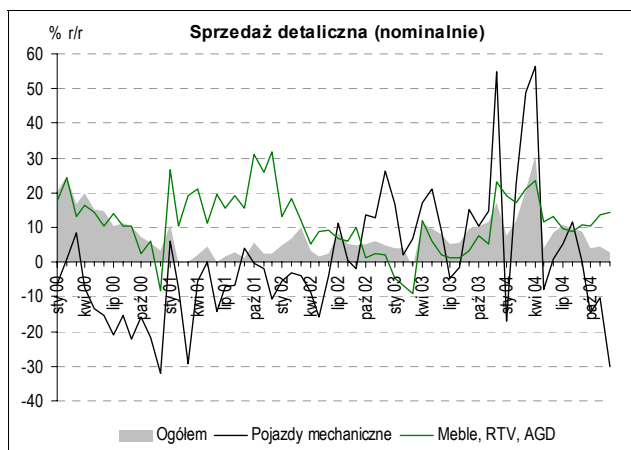
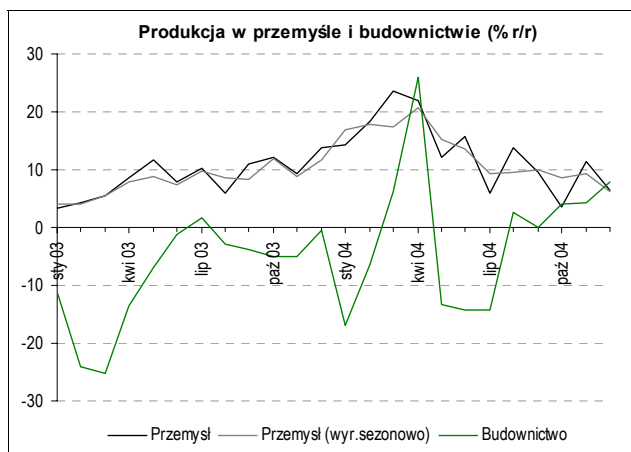
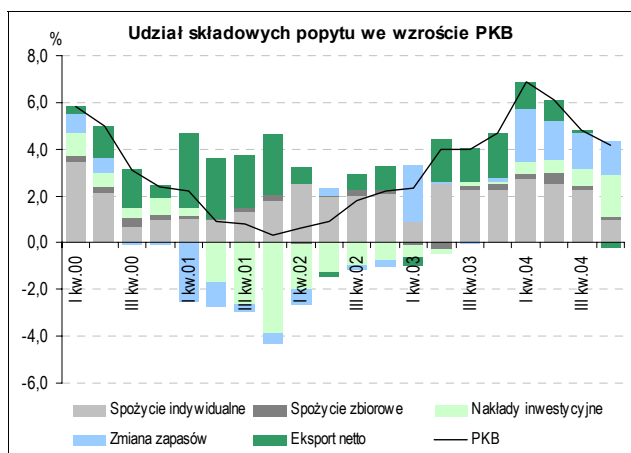
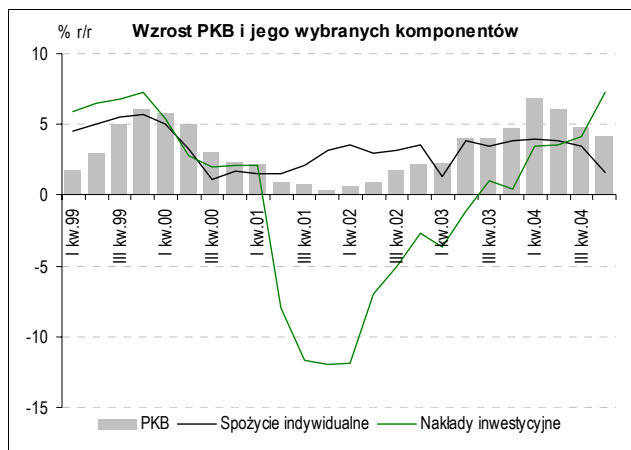
Źródło: NBP

Wniosek: nie dajcie się zwieść niskim wskaźnikom

Wydaje się, że na podstawie poczynionych powyżej obserwacji można nieco złagodzić obawy związane z zaskakująco niską dynamiką kredytu (szczególnie dla przedsiębiorstw). Okazuje się bowiem, że obserwowane zmiany agregatów są wynikową szeregu nakładających się na siebie zjawisk, które nieco zaciemniają fakt, że popyt na kredyt znalazł się w ostatnich kwartałach na ostrej ścieżce wzrostowej, uzasadnionej w dużym stopniu nasilającym się boomem inwestycyjnym.

Proszę zwrócić uwagę na fakt, że powyższa analiza opierała się jedynie na prostym zestawieniu obserwacji, dokonanych w oparciu o ogólnie dostępne dane NBP o należnościach monetarnych instytucji finansowych. Przeprowadzenie znacznie bardziej pogłębionej analizy popytu na kredyt w polskiej gospodarce pozostawiamy sobie na jeden z kolejnych miesięcy.

Gospodarka Polski



Wzrost PKB w 2004 r. wyniósł 5,4%

- Według wstępnych danych wzrost PKB w 2004 r. wyniósł 5,4% przy wzroście konsumpcji indywidualnej o 3,2% i inwestycji o 5,1%.
- Oparte na danych za cały rok szacunki dla IV kwartału pokazują, że PKB wzrósł o 4,1%, inwestycje o 7,3%, a konsumpcja prywatna tylko o 1,6%. Choć bardzo niski wzrost konsumpcji sugeruje osłabienie popytu w gospodarce, to wg nas jest to zjawisko przejściowe, związane z wysoką inflacją i efektem bazy. W II połowie roku spodziewamy się powrotu tempa wzrostu konsumpcji do ponad 4% dzięki spadkowi inflacji i poprawie na rynku pracy.
- Z punktu widzenia przyszłego wzrostu oraz implikacji dla polityki pieniężnej ważniejsze jest przyspieszenie wzrostu inwestycji. Sądymy, że w kolejnych kwartałach przybierze ono na sile, co oprócz widocznych do tej pory przesłanek (wysokie zyski, niezłe perspektywy popytu, rekordowo wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych) sygnalizują najnowsze wyniki badań ankietowych NBP odnośnie planów inwestycyjnych firm.
- Wraz z silnym wzrostem inwestycji, nastąpi zmiana w roli motoru wzrostu z eksportu netto na popyt krajowy. Nastąpiło to już w IV kw. 2004, gdyż kontrybucja eksportu netto we wzroście PKB była ujemna po raz pierwszy od I kw. 2003. Przewidujemy, że wkład eksportu netto może być w całym 2005 roku dodatni, ale na mniejszą skalę niż w dwóch poprzednich latach.
- Wzrost PKB w 2004 roku był nieco niższy niż ostatnio oczekiwano (liczono na 5,6%), ale nie zmienia to faktu, że 2004 był dobrym rokiem dla polskiej gospodarki. Warto pamiętać, że wzrost o 5,4% jest wyższy niż oczekiwany 12 miesięcy temu.
- Przewidujemy, że wzrost PKB będzie nieco poniżej 4% w I kw. 2005, nieco powyżej 4% w II kw. 2005, ale w II połowie roku wzrośnie do ponad 5%. Wzrost w całym 2005 r. powinien wynieść ok. 5%. Obniżyliśmy również nieco prognozę wzrostu konsumpcji.

Słabszy wzrost w produkcji, silniejszy w budownictwie

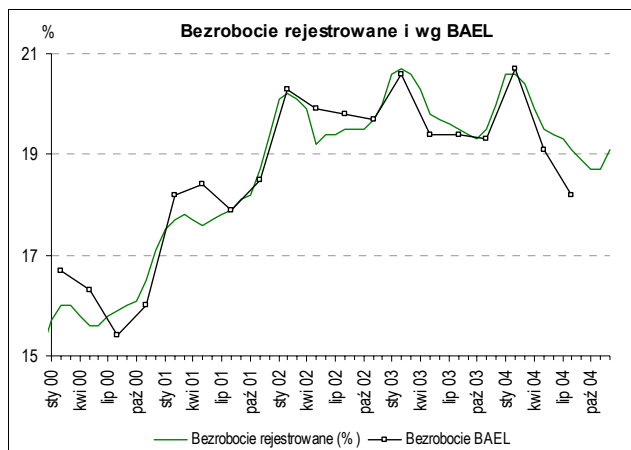
- Wzrost produkcji przemysłowej w grudniu był rozczarowujący. Wyniósł zaledwie 6,4% r/r, połowę mniej niż oczekiwał rynek.
- Sezonowo dostosowany wzrost wyniósł 6,2% r/r, czyli sporo mniej niż 9,2% r/r w listopadzie i średnio 13,5% r/r w okresie styczeń-listopad 2004 r.
- Powodem spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej był głównie efekt wysokiej bazy statystycznej - będzie on jeszcze bardziej widoczny w kolejnych miesiącach. W tym kontekście wzrost produkcji w skali obserwowanej w grudniu powinien być uznany za solidne tempo ekspansji przemysłu.
- Nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu produkcji budowlanej (do 7,9% r/r), co potwierdza, że sektor ten definitywnie wydobyl się już z zapaści. Możliwy boom w budownictwie do pewnego stopnia zrekompensuje „statystyczne” osłabienie w przemyśle.

Krach na rynku nowych aut zaniża wzrost sprzedaży detalicznej

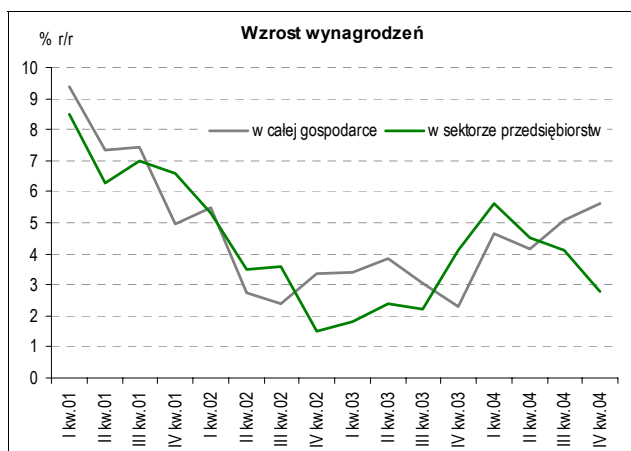
- Sprzedaż detaliczna wzrosła w grudniu nominalnie o 2,8% r/r. Realnie wolumen sprzedaży zmniejszył się w ujęciu rocznym już trzeci miesiąc z rzędu, tym razem o 1,8% r/r.
- Głównym powodem słabszego wzrostu sprzedaży było krach na rynku nowych aut - z jednej strony w grudniu 2003 r. miał miejsce znacznie silniejszy niż normalnie wzrost sprzedaży nowych aut (w oczekiwaniu na zmiany w przepisach podatkowych), a z drugiej strony po 1 maja 2004 r. nastąpiło załamanie sprzedaży nowych aut (zastąpionej importem używanych samochodów z UE).
- Tymczasem sprzedaż wszystkich pozostałych kategorii dóbr konsumpcyjnych nadal rosła w szybkim, w niektórych przypadkach dwucyfrowym tempie, co raczej nie świadczy o poważnym osłabieniu popytu konsumpcyjnego.

Źródło: GUS, szacunki własne

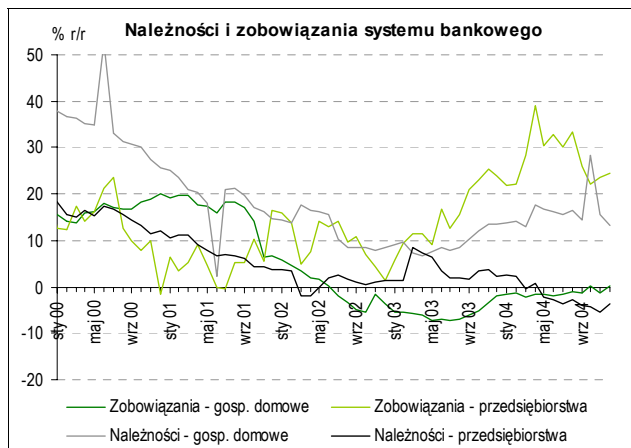
Gospodarka Polski

**Coraz bardziej wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy**

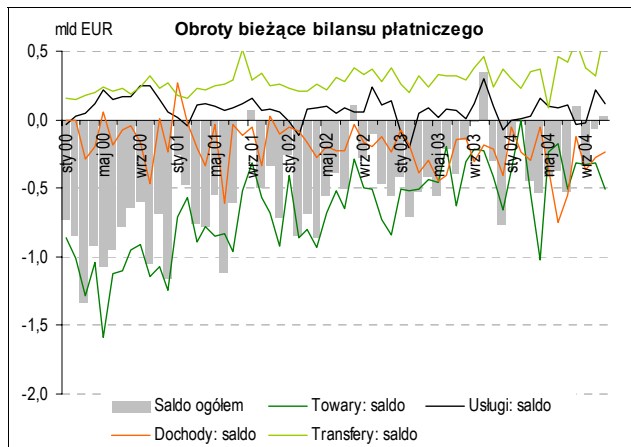
- Stopa zarejestrowanego bezrobocia w grudniu wzrosła do 19,1% z 18,7% w listopadzie.
- Miesięczny wzrost wynika z efektu sezonowego, podczas gdy w porównaniu z odpowiednim miesiącem poprzedniego roku stopa bezrobocia spadła o 0,9 pp, nieco silniej niż w listopadzie.
- Dane o bezrobociu rejestrowanym potwierdziły, że sytuacja na rynku pracy ulega powolnej, ale systematycznej poprawie. Wyraźniejszy spadek bezrobocia będzie możliwy w drugiej połowie roku, kiedy to stopa bezrobocia może spaść poniżej 18%.
- Będzie to możliwe dzięki obserwowanemu już obecnie wzrostowi popytu na pracę. Sezonowy spadek zatrudnienia w grudniu wyniósł tylko 0,2% m/m, a w ujęciu rocznym popyt na pracę wzrósł o 0,2% r/r - pierwszy wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym przynajmniej od 2001 r., kiedy zaczynają się porównywalne szeregi czasowe. Rosnący popyt na pracę może wkrótce przełożyć się na szybszy wzrost wynagrodzeń.
- Na razie nie ma śladów presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw, gdzie średnia płaca wzrosła w grudniu tylko o 3,2% r/r, a fundusz płac spadł realnie o 1,0% r/r. Warto jednak zwrócić uwagę, że dane za IV kw. dla całej gospodarki pokazały po raz kolejny szybszy wzrost płac niż w sektorze przedsiębiorstw. Wyniósł on 5,6% r/r, czyli ponad 1 pp powyżej inflacji, co stanowiło przyspieszenie wobec wzrostu o 5,1% r/r w III kwartale ub.r. Fakt ten zostanie z pewnością odnotowany przez RPP przed podjęciem decyzji o ewentualnej zmianie nastawienia na neutralne.
- Ponieważ bank centralny pilnie śledzi każdy sygnał ewentualnej presji płacowej, dane z rynku pracy pozostaną w najbliższym czasie w centrum uwagi. Dane miesięczne za pierwsze miesiące br. będą istotne, ponieważ wg członków RPP I kwartał roku jest tradycyjnym okresem negocjacji płacowych.

**Szybszy wzrost podaży pieniądza**

- W grudniu 2004 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza do 8,7% r/r z 6,4% w listopadzie i wobec 6,9% średnio w okresie styczeń-listopad 2004 r.
- Wzrost depozytów ogółem w 2004 r. wynikał głównie w przyrostu depozytów przedsiębiorstw, które na działalność inwestycyjną wydały tylko część wolnych środków, podczas gdy depozyty ludności były w stagnacji (choć należy w tym przypadku odnotować poprawę wobec spadków obserwowanych w 2003 r.).
- Po stronie kreacji pieniądza silnie zwiększyły się kredyty dla ludności (głównie kredyty mieszkaniowe), podczas gdy akcja kredytowa dla firm nadal kurczyła się.
- Oczekujemy, że wzrost podaży pieniądza przyspieszy w 2005 r., co będzie się wiązać z kontynuacją ekspansji gospodarczej (prognozujemy nominalny wzrost PKB o 8,8%).

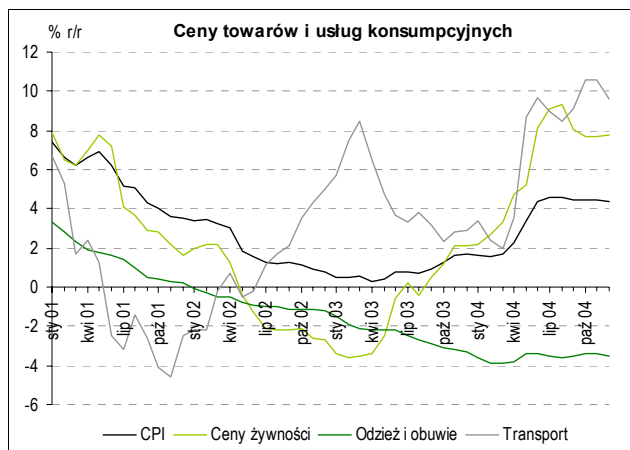
**Silny wzrost obrotów handlowych, nadwyżka obrotów bież.**

- Saldo obrotów bieżących w listopadzie było dodatnie i wyniosło 31 mln €, podczas gdy rynek oczekiwał deficytu 160 mln €.
- Wynikało to z wysokiej nadwyżki na rachunku transferów (666 mln €), która była rezultatem napływu środków unijnych.
- Zrekompensowało to wysoki deficyt handlowy, który wyniósł 512 mln €, co było zgodne z naszą prognozą (534 mln €), ale znacznie przekroczyło oczekiwania rynkowe (350 mln €).
- Eksport wzrósł o 25,7% r/r, a import o 25,4% r/r. Potwierdza to zarysowane wcześniej tendencje, wskazujące na silny wzrost popytu zagranicznego i krajowego.
- Relacja deficytu w obrotach bieżących do PKB wyniosła po listopadzie 1,9% PKB, co oznacza, że skala nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki pozostaje relatywnie niewielka.



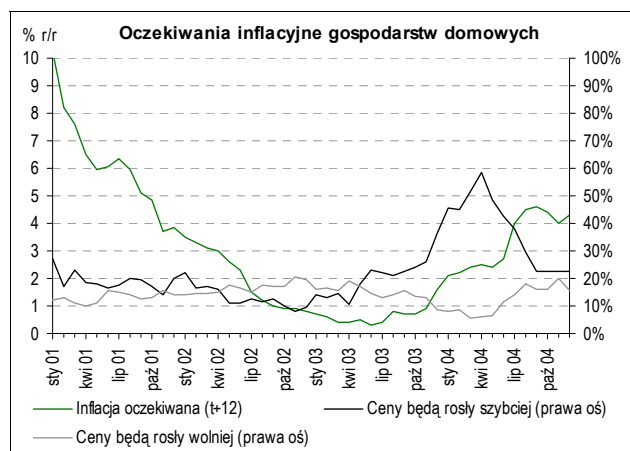
Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Gospodarka Polski



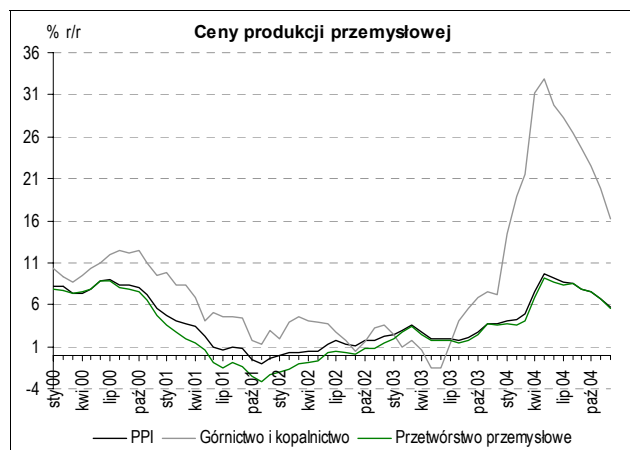
CPI na koniec 2004 r. niższy niż oczekiwano

- Ceny konsumpcyjne w grudniu były niższe niż oczekiwano i wzrosły o 0,1% m/m i 4,4% r/r wobec powszechnie oczekiwanego na rynku wzrostu o 4,5% r/r.
- Kluczowym czynnikiem dla spadku rocznego wskaźnika CPI był słabszy niż można się było spodziewać wzrost cen żywności.
- Ponadto, ceny paliw zmniejszyły się o 2,2% m/m, a ich roczny wzrost spowolnił do 17% z ponad 19% miesiąc wcześniej, co pokazuje, że spadek cen ropy naftowej i silny złoty w końcu przełożyły się na obniżenie cen paliw na krajowym rynku.
- Trendy cenowe w zakresie pozostałych komponentów koszyka konsumpcyjnego nie zmieniły się istotnie w grudniu, z wyjątkiem cen w rekreacji i kulturze, które nieoczekiwanie wzrosły aż o 0,8% m/m i 1,6% r/r.



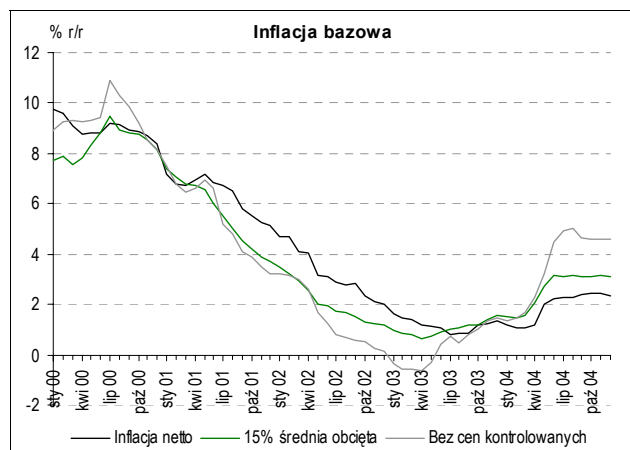
...co skłania nas do rewizji prognoz inflacji na 2005 r.

- Niższa niż oczekiwano inflacja CPI na koniec 2004 r. spowodowała rewizję naszych prognoz inflacji na 2005 r.
- Obecnie prognozujemy, że inflacja w I kwartale wzrośnie do 4,7-4,8% r/r, ale nie sięgnie 5% r/r, jak przewidywaliśmy wcześniej.
- W połowie 2005 r. wzrost cen konsumpcyjnych powinien spowolnić do 2,5% r/r (wcześniej prognozowaliśmy 2,8% r/r) i ustabilizować się na tym poziomie do końca roku.
- Należy jednak pamiętać, że rewizja prognoz następuje pod wpływem działania tak zmiennych czynników jak ceny żywności i paliw (oraz kurs złotego) i dlatego perspektywy inflacji mogą łatwo ulec ponownej zmianie w przyszłości (w górę lub w dół), np. w reakcji na możliwe nasilenie presji płacowej.
- Mimo poprawy prognoz rynkowych, oczekiwania inflacyjne ludności pozostają wysokie (patrz wykres).



Słabnie presja ze strony cen producenta

- Dane o PPI również zaskoczyły pozytywnie. Roczny wzrost cen producenta zmniejszył się do 5,6% z 6,7% miesiąc wcześniej.
- Wynikało to ze stopniowego wygasania szoku cenowego na rynku ropy naftowej i innych surowców. Efekt ten został zapewne dodatkowo wzmocniony przez aprecjację złotego.
- Jeśli surowce nie zdrożeją, a złoty pozostanie mocny, PPI powinien spaść do poniżej 1% r/r w maju i osiągnie przeciętnie około 2,5% w całym 2005 r.
- Uspokaja to obawy o potencjalny negatywny wpływ wyższych cen producenta na ceny konsumpcyjne. Dlatego też niższy niż oczekiwano PPI będzie wspierał oczekiwania zmiany nastawienia w polityce monetarnej z restrykcyjnego na neutralne w najbliższym czasie.

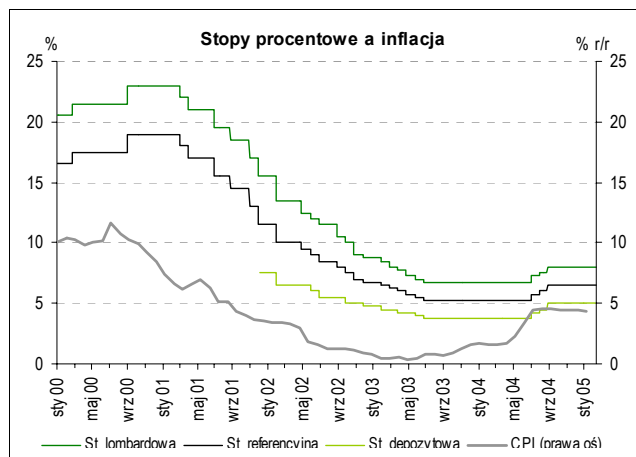


Inflacja bazowa w trendzie horyzontalnym

- Wszystkie miary inflacji bazowej nieznacznie spadły w grudniu, podobnie jak wskaźnik CPI.
- W przypadku trzech miar (inflacji netto, 15% średniej obciąża oraz CPI bez cen kontrolowanych) skala spadku nie przekroczyła 0,1 pkt proc., podczas gdy dwa pozostałe indeksy były niższe o 0,14 pkt proc. oraz 0,24 pkt proc.
- Tym samym większość miar inflacji bazowej pozostała w grudniu w trendzie horyzontalnym.
- Można oczekiwać, że po wzroście inflacji w pierwszych miesiącach roku, miary inflacji bazowej również odnotują umiarkowany wzrost. W drugiej połowie roku zapewne spadną, jednak w wolniejszym tempie niż CPI, co będzie jednym z czynników powstrzymujących RPP przed zbyt szybkim poluzowaniem monetarnym.

Źródło: GUS, NBP

Pod lupą: Bank centralny



Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 26 stycznia 2005

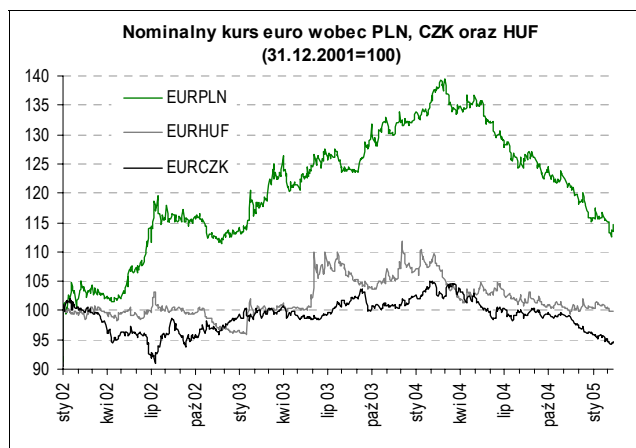
W ocenie Rady bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie uległ istotnej zmianie od poprzedniego posiedzenia.

Od ostatniego posiedzenia Rady na rynku walutowym wystąpiły wahania kursu złotego i zahamowany został obserwowany w poprzednich miesiącach trend aprecjacji złotego.

W świetle dostępnych danych trudno ocenić, czy w najbliższych dwóch latach może dojść do niewielkiego spadku tempa wzrostu gospodarczego w stosunku do oczekiwań z listopadowego Raportu o inflacji. Nadal oczekuje się, że w 2005 r. rola eksportu netto we wzroście gospodarczym zmaleje – a wzrośnie rola inwestycji jako czynnika wzrostu.

Nadal nie obserwuje się wpływu podwyższonych od lipca 2004 r. oczekiwań inflacyjnych na dynamikę płac (efektów drugiej rundy). Przy tym ankietowane przez NBP przedsiębiorstwa informują o umiarkowanych planach podwyżek płac w 2005 r.

Ankietowane przez NBP przedsiębiorstwa sygnalizują spadek nowych zamówień oraz możliwość obniżenia dynamiki produkcji. Te informacje nie są jednak zbieżne z optymistycznymi planami ankietowanych przedsiębiorstw dotyczącymi nowych inwestycji oraz utrzymującym się wysokim wykorzystaniem mocy wytwórczych. Tym samym trudno jest wnioskować na ile krótkookresowe sygnały pogorszenia koniunktury znajdują odzwierciedlenie w sytuacji gospodarczej w długim okresie.



Źródło: NBP, GUS, Reuters, szacunki własne

Stopy bez zmian, nastawienie nadal restrykcyjne

▪ Od października ub.r. decyzje RPP stały się przewidywalne. W styczniu, podobnie jak w czterech ostatnich miesiącach, wszystkie parametry polityki pieniężnej zostały pozostawione przez Radę bez zmian.

▪ Decyzja RPP i wydany po niej komunikat (szczegóły poniżej) potwierdziły, że RPP nadal stoi w obliczu olbrzymiej niepewności odnośnie dalszego rozwoju sytuacji w polskiej gospodarce.

▪ RPP uznała, że dostępne dane gospodarcze dają sprzeczne sygnały odnośnie zarówno aktywności gospodarczej oraz wzrostu cen.

...ponieważ bilans ryzyk dla inflacji nie uległ zmianie

▪ O ile decyzja RPP o braku zmian stóp i nastawienia była zgodna z oczekiwaniami, to ton oficjalnego komunikatu Rady był nieco zaskakujący.

▪ RPP stwierdziła bowiem, że w ciągu miesiąca od jej poprzedniego posiedzenia bilans ryzyk dla inflacji nie uległ istotnej zmianie.

▪ Stało się tak wbrew oczekiwaniom rynku, formułowanych na podstawie danych statystycznych za grudzień, które wskazywały na nieco słabszą aktywność oraz nieznacznie niższą od przewidywanej inflację na koniec 2004 roku.

▪ Być może istotniejsze dla Rady było zatrzymanie aprecjacji złotego, a ponadto rosnące ryzyko jego deprecjacji w przyszłości.

▪ Warto jednak zwrócić uwagę, że nawet bez zmiany bilansu ryzyk dla inflacji w styczniu, biorąc pod uwagę oceny dokonywane w listopadzie i grudniu, perspektywy inflacji są obecnie zdaniem RPP bardziej korzystne niż przedstawiono w listopadowej projekcji inflacji. Lutowa projekcja będzie zapewne bardziej optymistyczna, więc nadal oczekujemy zmiany nastawienia na neutralne w lutym.

Firmy chcą inwestować mimo obaw o wpływ siły złotego

▪ Wyniki badań koniunktury NBP pokazały, że w I kwartale br. zwiększyły się obawy firm o wpływ umacniającego się złotego na ich konkurencyjność. Niemniej, eksporterzy wskazali próg opłacalności kursu złotego wobec euro w granicach 3,8-4,2 wobec 4,1 średnio w IV kw. ub.r. i 4,2 w III kw. ub.r., co pokazuje, że w pewnym stopniu dostosowują się oni do aprecjacji złotego.

▪ Wyniki badań pokazały też, że silny złoty nie powstrzymuje długo oczekiwanego ożywienia aktywności inwestycyjnej. Wskaźnik aktywności inwestycyjnej osiągnął najwyższy poziom od początku 1999 r.

▪ Jednym z powodów rozpoczęcia inwestycji jest wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, który według NBP znajduje się powyżej poziomu nie powodującego przyspieszenia inflacji.

Kurs złotego ciągle w centrum uwagi banku centralnego

▪ Kurs złotego to ciągle jedno z najważniejszych zagadnień w dyskusji o pożądanym stopniu restrykcyjności polityki pieniężnej.

▪ RPP podkreśla od pewnego czasu, że silna aprecjacja złotego w 2004 r. będzie wpływać na obniżenie inflacji w 2005 r.

▪ Coraz częściej jednak bankierzy centralni ostrzegają przed możliwością gwałtownego osłabienia złotego w przyszłości ze względu na niepewność polityczną związaną z wyborami i tworzeniem nowego rządu (porównaj wypowiedzi bankierów centralnych w sekcji poniżej).

▪ Scenariusz deprecjacji złotego jest możliwy ze względu na charakter kapitału, który obecnie napływa do Polski oraz innych krajów regionu, umacniając ich waluty.

▪ Jest to w dużej mierze krótkoterminowy kapitał spekulacyjny, który może odpłynąć równie szybko, jak obecnie napływa.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

Reuters, 4 lutego

Kurs złotego wykazywał w przeszłości duże wahania, a nie zanikły przecież strukturalne problemy finansów publicznych, które były ważnym źródłem tej zmienności. Byłoby więc ryzykowne przyjmować zapewnienie, że aprecjacja złotego będzie ciągłą tendencją.

Dariusz Filar, członek RPP

Radio TOK FM, 8 lutego

Fakt, że złoty jest mocny dzisiaj nie stanowi żadnej gwarancji, że będzie mocny za kilka miesięcy. Nie wiemy jak oceniają inwestorzy ryzyko, które będzie towarzyszyło okresowi wyborczemu. Biorąc pod uwagę możliwe fluktuacje złotego musimy wyciągać wnioski dla polityki pieniężnej.

[pyt: Czy dobrze wnioskuję, że w najbliższym czasie zmiany nastawienia ani żadnych decyzji radykalnych ze strony RPP raczej się nie należy spodziewać?] Ja bym tak nie powiedział, to będzie zależało od tego jak wyglądać będzie przyszła ścieżka inflacji (...) Jeśli ta ścieżka będzie z naszego punktu widzenia wyglądała korzystnie, to zmiana nastawienia na neutralne, jest niewykluczona.

Radio PiN, 27 stycznia

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2005* Rada bardzo wyraźnie sformułowała, że chciałaby się posługiwać wszystkimi trzema nastawieniami, (...). W związku z tym zanim dojdziemy do obniżania stóp procentowych musimy dokonać zmiany nastawień. Ja uważam, że rozsądnym podejściem jest patrzeć na ten możliwy moment zmiany nastawienia jako położony w pewnych ramach czasowych (...) Czyli ustalmy, od lutego do maja, czerwca.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

PAP, 31 stycznia

Zmiana nastawienia na neutralne, przy obecnym rozpoznaniu czynników, możliwa będzie nawet w I kw. Kolejna zmiana nastawienia na łagodne może nastąpić, gdy będzie pewność, że inflacja będzie spadała w następnych miesiącach i w grudniu zostanie osiągnięty cel inflacyjny 2,5%, a zmiana nastawienia na łagodne oznaczać może większe prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych.

[zapytany o możliwość obniżek stóp w tym roku odpowiedział] Być może. Nie wszystko jest uwarunkowane tylko czynnikami wewnętrznymi.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP

Rzeczpospolita, 17 stycznia

Jeżeli inflacja spadnie, a tempo wzrostu produkcji będzie wyraźnie maleć, to w Radzie wzrosnie znaczenie argumentów przemawiających za luzowaniem polityki pieniężnej. Z obniżkami stóp nie należy czekać dłużej, niż to jest konieczne. To powinno sprzyjać także osłabieniu złotego i dynamice inwestycji. Gdyby miało dojść do dalszego umocnienia złotego, to trzeba zastanowić się nie tylko nad słowną interwencją banku centralnego, ale nad bardziej konkretnym działaniem.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Bloomberg, PAP, 13 stycznia

Obniżki stóp w 2005 roku nie wyglądają prawdopodobnie. (...) Obniżki mogą nastąpić tylko jako reakcja na światową recesję. Jak długo nie mamy pewności, że inflacja osiągnęła trwale niski poziom, polityka monetarna nie powinna spieszyć się z obniżkami.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

Reuters, 11 lutego

Uważam, że zmiany stóp powinny się dokonywać przy nastawieniu łagodnym lub restrykcyjnym. Bilans ryzyk zmierza teraz w moim przekonaniu w takim kierunku, że stwarza pole do zmiany nastawienia na neutralne. Ale jeśli będzie narastać ryzyko polityczne i niepewność przed wyborami (...) jeśli bilans ryzyk pogorszyłby się, to konieczny byłby powrót do nastawienia restrykcyjnego.

Jeśli byśmy próbowali wpływać korygująco i każdą zmianę w kursie walutowym kompensować zmianami stóp procentowych, to gdyby za dwa-trzy miesiące ze względu na czynniki polityczne tendencja odwróciła się w kierunku deprecjacji, znów musielibyśmy stopy podnosić.

Komentarz

Wypowiedź Balcerowicza nastąpiła po apelu wicepremiera Hausnera o zmianę linii polityki pieniężnej w celu osłabienia złotego. Reakcja prezesa NBP na wołania o pomoc ministra gospodarki pokazuje, że jest on przeciwny podejmowaniu jakichkolwiek działań mających na celu doraźny wpływ na kurs złotego, w tym obniżaniu stóp procentowych.

Wypowiedzi Filara sugerują, że pomimo oczekiwanego antyinflacyjnego wpływu umocnienia złotego, RPP nie będzie chętna szybkim obniżkom stóp procentowych. Podobnie jak prezes NBP, Filar wyraził obawy przed możliwym, silnym osłabieniem złotego w obliczu wzrostu niepewności politycznej. Zdaniem Filara powody umocnienia złotego leżą w dużym stopniu za granicą i są związane z dużymi przepływami kapitału portfelowego (w tym kontekście Filar zaznaczył, że ostatnie obniżki stóp w Czechach nie osłabiły czeskiej korony), bank centralny może się stać w polityce pieniężnej bardziej ostrożny, gdyż obecne wzmocnienie złotego, napędzane w dużym stopniu przez napływ krótkoterminowego kapitału, może doprowadzić do szybkiego osłabienia złotego w przyszłości. Filar stwierdził natomiast, iż istnieje możliwość szybkiej zmiany nastawienia przez RPP z restrykcyjnego na neutralne. Zasugerował, że nastąpi to między lutym a czerwcem w zależności od wskazań kolejnych projekcji inflacji oraz siły presji płacowej w gospodarce w I kw. 2005 roku.

Filar dał wyraźnie do zrozumienia, że przy neutralnym nastawieniu nie powinno dochodzić do zmian stóp. Wielu uczestników rynku chyba nie ma takiej świadomości i oczekiwania rynku finansowego dotyczące skali obniżek w najbliższych miesiącach są zbyt optymistyczne.

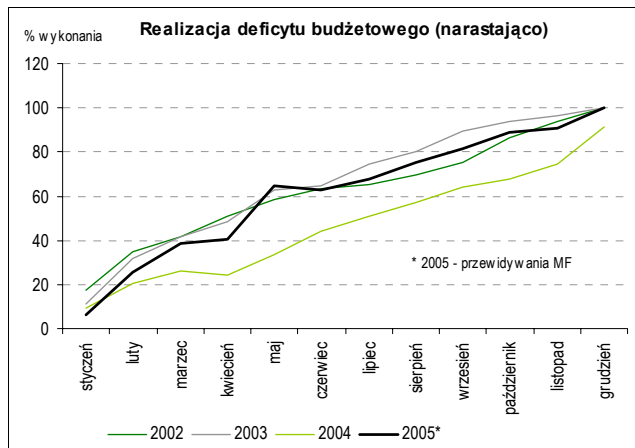
Jeden z najbardziej gołych członków RPP zasugerował, że zmiana nastawienia na neutralne może nastąpić już w I kwartale br. Pośrednio zasugerował jednak, że obniżki stóp procentowych będą bardziej prawdopodobne dopiero przy łagodnym nastawieniu. Nieckarz nie wykluczył jego przyjęcia pod pewnymi warunkami, ale jednocześnie był dosyć ostrożny jeśli chodzi o szanse na obniżki stóp w tym roku. Podkreślił, że RPP musi brać pod uwagę nieprzewidywalne w tej chwili czynniki egzogeniczne. Obniżki stóp procentowych w 2005 roku nie są wcale pewne zdaniem Nieckarza, co wydaje się być dość jastrzębim stanowiskiem jak na członka RPP o najbardziej gołych poglądach.

Obok Nieckarza, Pietrewicz jest najbardziej gołym członkiem RPP. Nie budzą więc zdziwienia jego opinie, że do złagodzenia polityki pieniężnej powinno dojść tak szybko, jak to będzie możliwe. Na taką możliwość wskazywałoby, jego zdaniem, osłabienie aktywności ekonomicznej w dalszej części roku. Pietrewicz uważa, że obniżka stóp sprzyjałaby osłabieniu złotego i nasileniu aktywności ekonomicznej. Aprecjacja złotego niepokoi Nieckarza do tego stopnia, iż zasugerował możliwość podjęcia przez bank centralny działań wykraczających poza słowne interwencje. Naszym zdaniem, poglądy Pietrewicza nie są reprezentatywne dla większości w RPP.

Wypowiedź członkini RPP miała bardzo duży wpływ na rynek, powodując mocne schłodzenie oczekiwań na szybkie obniżki stóp procentowych. Komentarz Wasilewskiej-Trenkner wpisnął się w ton jej poprzedniej wypowiedzi, w której zwróciła uwagę na konieczność zachowania przez bank centralny dużej ostrożności, ponieważ spełnienie inflacyjnego kryterium wejścia do strefy euro może być bardziej wymagające niż realizacja obecnego celu inflacyjnego.

O ile Nieckarz i Pietrewicz z jednej strony, a Balcerowicz i Filar z drugiej strony, mogą być uznani za reprezentantów dwóch skrajnie różnych poglądów na perspektywę polityki pieniężnej, to Andrzej Wojtyna obok Wasilewskiej-Trenkner i Andrzeja Sławińskiego należy do grona tych członków RPP, których głosy mogą rozstrzygać o decyzjach Rady. Stąd wypowiedzi Wojtyny są bardzo istotne dla formułowania oczekiwań rynkowych. Naszym zdaniem, wypowiedzi Wojtyny sugerują, że nie widzi on miejsca na rozluźnienie polityki pieniężnej tak długo, jak istnieje ryzyko deprecjacji złotego z powodu znacznej niepewności politycznej. Poprawa perspektyw inflacyjnych uzasadnia wg Wojtyny zmianę nastawienia polityki pieniężnej na neutralne, ale nie powinno to być traktowane jako zapowiedź obniżki stóp. Pomijając sytuacje nadzwyczajne, np. kryzys walutowy, obniżki stóp mogą wg Wojtyny nastąpić dopiero przy nastawieniu łagodnym.

Pod lupą: Rząd i polityka



Budżet bez problemów w 2004 r. W 2005 zobaczymy...

- Deficyt w 2004 r. był niższy od założonego w ustawie poziomu 45,3 mld zł i wyniósł 41,5 mld zł (91,6% planu).
- W całym roku suma dochodów była o 1,1% (1,74 mld zł) wyższa niż zaplanowano (na skutek lepszego od planu wykonania wpływów z CIT o 3,3 mld zł oraz wpływów jednostek budżetowych o 3,5 mld zł), a wydatki okazały się o 1% niższe.
- Płynność budżetu mocno się obniżyła do 3,3 mld zł na koniec roku z 21,5 mld zł w listopadzie.
- Większa przejrzystość polityki budżetowej w 2005 roku – Ministerstwo Finansów opublikowało prognozy deficytu budżetowego na każdy miesiąc. W porównaniu z naszymi przewidywaniami zaprezentowanymi w grudniowym wydaniu MAKROskopu, prognozy ministerstwa zakładają wyższą realizację budżetu w pierwszej połowie 2005 r.

Fragmety komunikatu po spotkaniu przedstawicieli rządu z RPP

Dla spełnienia tych kryteriów [z Maastricht] jest niezbędna pełna realizacja Programu Konwergencji [PK], którego aktualizacja została przyjęta przez Radę Ministrów w dniu 30 listopada 2004 r. Osiągnięciu tego celu będzie sprzyjać odpowiednia koordynacja polityki fiskalnej i pieniężnej.

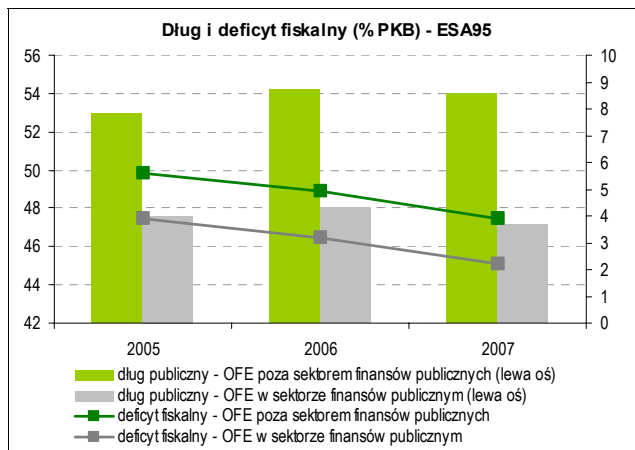
Kluczowym elementem w realizacji PK jest doprowadzenie do obniżenia deficytu fiskalnego do poziomu poniżej 3% PKB i utrzymanie go na tym poziomie. (...) Trwałe, wysokie tempo wzrostu niekolidujące z przyjętym celem inflacyjnym sprzyjałoby realizacji PK. Byłoby również pożądane, aby przy ocenie spełnienia kryteriów zbieżności w odpowiedni sposób uwzględniono krótkoterminowe koszty wynikające z wprowadzenia reformy emerytalnej, która w dłuższym okresie ogranicza dług publiczny.

Uczestnictwo Polski w systemie ERM II, poprzedzające wejście do strefy euro, nie powinno trwać dłużej niż wymagane minimum. Decyzja o przystąpieniu do tego systemu powinna być podjęta wtedy, gdy z wysokim prawdopodobieństwem można będzie stwierdzić, że przeprowadzane reformy i rozwój sytuacji makroekonomicznej pozwolą na spełnienie w tym okresie pozostałych kryteriów zbieżności.

Rząd i RPP są zgodne co do tego, że pożądana byłaby - ze strony instytucji UE - taka interpretacja kryterium stabilności kursu, która eliminowałaby niepotrzebne ryzyko makroekonomiczne.

Spotkanie rząd-RPP: z dużej chmury mały deszcz

- Dla uczestników rynku oczekujących decyzji zmierzających do osłabienia złotego, spotkanie było zapewne rozczarowujące.
- Jednak ogólne stwierdzenia zawarte w komunikacie (ramka obok) musiały być na zasadzie bardzo dużej ogólności.
- Jeśli przewidywane są jakiegokolwiek działania krótkoterminowe w przypadku kontynuacji umocnienia złotego (zakup walut na rynku przez rząd bądź interwencje NBP), to z zasady takie rozważania powinny być poufne, aby działania były skuteczne.
- Jeśli chodzi o dalszą perspektywę, to trudno oczekiwać aby decyzje podejmował odchodzący rząd. Redukcji deficytu budżetowego będzie musiał dokonać nowy rząd wyłoniony po wyborach. Dlatego też do opublikowanego komunikatu rynek nie powinien przywiązywać zbyt dużej wagi.



Minister finansów szykuje plan B. Co na to UE?

- 16 lutego zostanie zaprezentowany plan B na wypadek niekorzystnej dla Polski decyzji o klasyfikacji OFE w sektorze publicznym (oczekiwanej w marcu).
- Jeśli plan B zakłada cięcia wydatków to parlament przed wyborami tego nie zaakceptuje, jeśli podwyżki podatków pośrednich to NBP nie przyjmie tego zbyt entuzjastycznie.
- Niezależnie od tego, plany ograniczenia deficytu będą należały do nowego rządu, to problem leży nie tylko w klasyfikacji OFE, ale w innych elementach programu konwergencji (PK).
- Komisja skrytykowała PK przede wszystkim za zmniejszenie skali redukcji deficytu fiskalnego (z 1,5% do 2,2% PKB) pomimo utrzymania bardzo szybkiego (zbyt szybkiego) tempa wzrostu gospodarczego (5,6%), a dodatkowo nie weszła w życie znaczna część (obiecana) planu Hausnera.

Poparcie dla głównych partii politycznych

	OBOP poparcie (%)	OBOP liczba mandatów	PBS poparcie (%)	PBS liczba mandatów
PO	20 (28)	108	27 (25)	162
PiS	16 (14)	94	14 (14)	81
LPR	14 (13)	79	10 (12)	57
Samoobrona	11 (13)	60	16 (14)	88
SLD	9 (6)	49	8 (8)	48
SdPI	7 (7)	41	4	0
PSL	6 (4)	27	6	24

Uwaga: Sondaż OBOP przeprowadzono 6-10 stycznia, a sondaż PBS 5-6 lutego; w nawiasach wartości z poprzednich sondaży.

Średnioterminowa strategia zadaniem dla nowego rządu

- Rada EcoFin odniesie się do PK jeszcze w tym miesiącu. Następny PK musi pokazać wiarygodne plany obniżenia deficytu poniżej 3% PKB w 2007 r. A plany te będą musiały być wykonane gdyż w przeciwnym wypadku grozić nam będzie obcięcie funduszy spójności w rezultacie procedury nadmiernego deficytu.
- Dlatego też, dla rynku (i dla KE) dużo ważniejsze są plany gospodarcze partii, które mogą utworzyć nowy rząd, niż plany obecnego gabinetu. Program PO ma być znany w czerwcu.
- Ostatnie badania opinii publicznej nadal nie dają jasnej odpowiedzi w sprawie szans utworzenia stabilnej koalicji rządzącej po wyborach parlamentarnych. Poparcie dla PO-PiS może być zbyt niskie aby zapewnić ponad połowę z 460 głosów w Sejmie.
- ... a ponadto dla PiS wejście do strefy euro nie jest priorytetem.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Włodzimierz Cimoszewicz, marszałek Sejmu

Reuters, 10 lutego

Jest taka możliwość, ponieważ sytuacja polityczna jest wciąż dynamiczna. Poddam to [wniosek o samorozwiązanie Sejmu] pod głosowanie 5 maja. Wielu posłów SLD może zagłosować za samorozwiązaniem Sejmu.

Zakończenie kadencji parlamentu wymaga poparcia 307 posłów. Choć w dalszym ciągu uważamy, że wybory są bardziej prawdopodobne na jesieni, trzeba być świadomym, że majowe głosowanie będzie dużą niewiadomą. Dlatego, jak utrzymywaliśmy wcześniej, gracze rynkowi mogą stać się nerwowi przed głosowaniem nad rozwiązaniem Sejmu szczególnie, że istnieje wysoka niepewność co do wyniku wyborów.

Jerzy Hausner, wicepremier i minister gospodarki i pracy

Radio TOK FM, 7 lutego

Co do SLD, to moje drogi z SLD się rozchodzą, rozchodzą, aż się ostatecznie rozeszły. Tamten rozdział uważam za zamknięty. Już nie jestem członkiem SLD. W zeszłym tygodniu poinformowałem o tym swoich kolegów. Mnie interesuje możliwość pojawienia się czegoś nowego.

Ta wypowiedź osłabiła złotego, choć naszym zdaniem jej znaczenie dla rynku jest niskie. Raczej był to pretekst do realizacji zysków po okresie wzrostów. Co więcej, nawet ewentualne odejście Hausnera z rządu powinno być neutralne, choć premier Belka nie nosi się takim zamiarem odwołania wicepremiera. Ciekawe jest jednak, którym partiom politycznym nowa formacja centrowa, którą wraz z politykami Unii Wolności i Partii Centrum zakłada Hausner, zabierze głosy w wyborach. Czy utworzenie rządu będzie łatwiejsze czy trudniejsze?

Jerzy Hausner, wicepremier i minister gospodarki i pracy

PAP, 3 lutego

[Należy] zwrócić się do RPP, żeby dostrzegła, co się dzieje i jakie mogą być dla gospodarki dalsze konsekwencje prowadzenia polityki umacniającej złotego w takim stopniu. (Oczekuję) zrozumienia sytuacji, która z punktu widzenia finansów publicznych jest bardzo sytuacyjna doraźnie, ale z punktu widzenia wzrostu gospodarczego staje się coraz bardziej niekorzystna. Moje zmartwienia są większe niż były.

Radio TOK FM, 7 lutego

Nie widzę powodów do alarmu. To jest dobra wiadomość, nawet bardzo dobra wiadomość, ale są skutki uboczne tej sytuacji i ja muszę o tym mówić jako minister gospodarki

Osiągnięcie przez kurs złotego najwyższego poziomu od ponad dwóch lat wywołało u ministra gospodarki silne zaniepokojenie. Nie wiadomo jednak, czy znalazło to odzwierciedlenie podczas rozmów z NBP, gdyż wszystkie oficjalne wypowiedzi sugerują, że kwestie bieżące nie były dyskutowane. Nawet jednak jeśli rząd stwarzał presję na NBP (na pewno była ona obecna w mediach), aby zmienił kierunek polityki pieniężnej, to NBP pozostał raczej na swoim stanowisku polityki całkowicie płynnego kursu walutowego (chyba, że NBP chce bardzo zaskoczyć rynek interwencją, aby zwiększyć szansę na jej skuteczność). Co ciekawe, tuż przed spotkaniem, w porannym wywiadzie radiowym Jerzy Hausner zlagodził swoje stanowisko mówiąc, że złoty wobec euro na poziomie poniżej 4 nie jest powodem do alarmu.

Jerzy Hausner, wicepremier i minister gospodarki i pracy

PAP, 3 lutego

Rząd podtrzymuje swój plan konwergencji. Nie znam żadnej zmiany stanowiska rządowego, w związku z tym odpowiedź dla Komisji Europejskiej będzie brzmiała: słusznie się troskacie, ale my robimy swoje, przestańcie się martwić ponad miarę.

Mirosław Gronicki, minister finansów

Reuters, 2 lutego

Upadek, powiedzmy, ograniczony sukces reform Hausnera, pokazuje jak klasa polityczna myśli o tej sprawie. Nie sądzę, abyśmy mieli być świadkami znaczących zmian fiskalnych w najbliższych latach. Ciągle uważamy, że jest większe prawdopodobieństwo, że nasza propozycja [włączenia OFE do sektora finansów publicznych] zostanie przyjęta. Mamy także plan zastępczy, jeżeli Unia Europejska nie ustąpi w kwestii funduszy emerytalnych.

Optymistyczny pogląd na temat perspektyw finansów publicznych przedstawiony w Programie Konwergencji jest coraz silniej kwestionowany, co w pewnym momencie może doprowadzić do pogorszenia nastrojów na rynku finansowym (pomimo braku reakcji w krótkim okresie). Naszym zdaniem, Komisja Europejska nie tyle martwi się ponad miarę, co wypełnia swoje zadania związane z procedurą nadmiernego deficytu, która rozpoczęła się wobec Polski w połowie maja ubiegłego roku. Następnym krokiem będzie ustosunkowanie się do tego Rady EcoFin, a później oczekiwanie na Program Konwergencji nowego rządu. Nie bardzo wiemy więc, co wicepremier Hausner ma na myśli mówiąc „robimy swoje”, biorąc pod uwagę, że przyznał niedawno, że z planu nazwanego jego imieniem nie da się więcej wycisnąć w obecnym parlamencie. Przede wszystkim jednak, przedstawienie rewizji planów średnioterminowych będzie należało do nowego rządu. I dotyczy to zarówno planów podstawowych, jak i planów zastępczych (o którym mówi minister Gronicki).

Józef Oleksy, przewodniczący SLD

Reuters, 31 stycznia

Moim zdaniem, pierwszy możliwy termin wyborów parlamentarnych to 25 września

Rada Krajowa SLD opowiedziała się za przeprowadzeniem wyborów parlamentarnych na jesieni, w konstytucyjnym terminie. Jak jednak zaznaczyliśmy powyżej, biorąc pod uwagę wypowiedzi innych polityków, wciąż nie jest to takie pewne, stwarzając ryzyko dla rynku.

Zbigniew Chlebowski, PO

Reuters, 9 lutego

Będziemy rozmawiać z bankiem centralnym jak ostatecznie poprawić "policy mix" i ustanowić polską strategię oraz ramy czasowe dotyczące ERM-2 i wejścia do strefy euro. Nasza koalicja rządowa, na spotkaniu z bankiem centralnym, nie będzie skupiała swojej uwagi na aktualnych sprawach, takich jak poziom kursu złotego. Jest to domena banku centralnego, który wie co robi.

Do końca kadencji chcemy rozwiązać Ministerstwo Skarbu Państwa, po tym jak dokończymy prywatyzację.

Reuters, 1 lutego

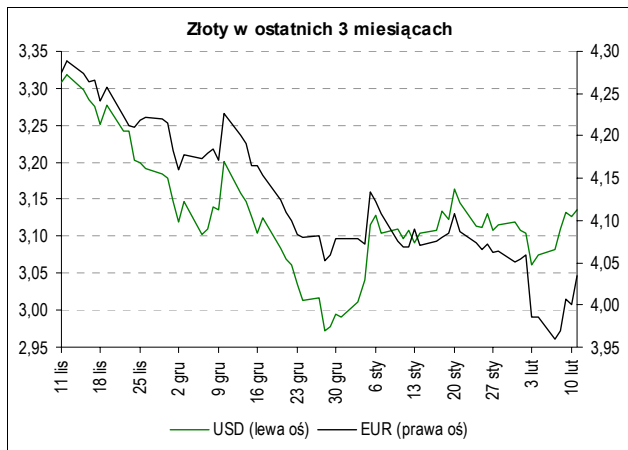
Wszystko na to wskazuje, że ze względu na termin wyborów, najważniejsze reformy, jak reforma podatków i finansów publicznych uda się rozpocząć dopiero od stycznia 2007 roku, a nie od 2006 roku jak wcześniej planowaliśmy. Strategicznym celem PO pozostaje przyjęcie euro w 2008 lub 2009 roku. Naszym zdaniem, program konwergencji przyjęty przez Polskę jest realny i bardzo chcielibyśmy te założenia podtrzymać, ale nie wydaje się, żeby większe cięcie deficytu było możliwe, szczególnie w 2006 roku.

Chlebowski zadeklarował, że PO będzie szukać wspólnych rozwiązań z NBP. Problemem może być jednak znalezienie wspólnej linii programu gospodarczego z potencjalnym koalicyjnym partnerem PO – PiS-em. Liderzy PiS powiedzieli, że wejście do strefy euro nie powinno być priorytetem Polski i powinno być odroczone nawet poza rok 2010. O ile przyspieszenie procesu prywatyzacji jest pożądane, może to być inny kontrowersyjny punkt wspólnego programu.

Co więcej, same wypowiedzi Chlebowskiego nie wydają się być spójne. Po pierwsze, jeśli Polska miałaby zostać przyjęta do strefy euro w 2008 roku, deficyt budżetu należałoby obniżyć poniżej 3% PKB już w 2006 r. Tymczasem Chlebowski przyznał, że jest to raczej niemożliwe. Po drugie, jeśli euro mamy wprowadzić w 2009, to deficyt budżetu poniżej 3% PKB należy osiągnąć w 2007 r., a warto zauważyć, że wprowadzenie w tym samym momencie reformy podatkowej raczej niekoniecznie przyniesie natychmiastowy wzrost dochodów. Chociaż uważamy, że obniżenie podatków (podatek liniowy) byłoby pozytywne dla sytuacji gospodarczej w Polsce w długim okresie, to pierwszy rok po jego wprowadzeniu może być dość ryzykowny dla dochodów budżetu, a zatem i dla deficytu.

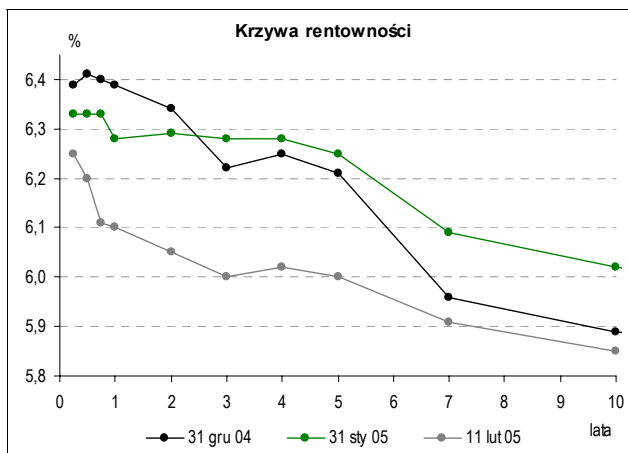
Platforma Obywatelska ma zaprezentować swój program w czerwcu.

Monitor rynku



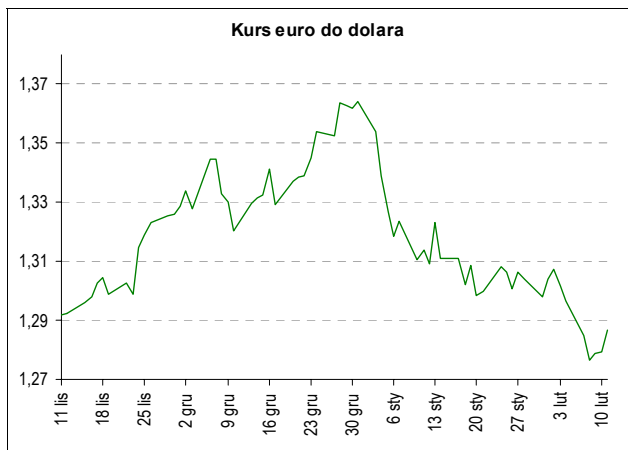
Zmienność złotego może się utrzymać

- W styczniu złoty umocnił się do euro o 0,97%, natomiast osłabił się do dolara o 0,87%. Oznacza to, że wobec koszyka walut zachował swoją względną wartość, natomiast poszczególne kursy odzwierciedlają zmianę notowań EURUSD.
- Jednak nastąpiło to przy podwyższonej zmienności wywołanej najpierw przez znaczne osłabienie kursu euro, później na skutek napływu kapitału zagranicznego na rynek obligacji po słabszych danych, aż w końcu z powodu ponownego zamieszania politycznego wokół terminu wyborów do parlamentu.
- Poziom złotego w dużej mierze zależeć będzie od rozwiązania problemów politycznych. Jeśli okaże się, że prawdopodobieństwo rozwiązania Sejmu na wiosnę wzrosło, należy liczyć się ze spadkiem wartości złotego. Po ostatnim wzroście złotego przy osłabieniu euro do dolara, relacja ta nie jest już jednoznaczna.



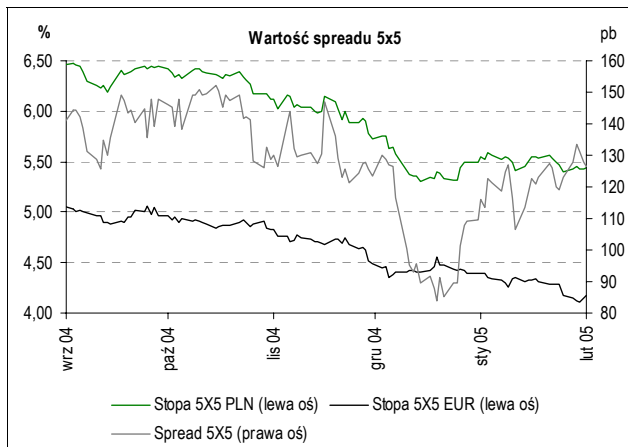
Nowe minima rentowności

- Krzywa dochodowości przesunęła się mocno w dół, zwłaszcza w sektorze 5 lat, gdzie rentowność spadła w ciągu ostatniego miesiąca o 44 pb. Nachylenie krzywej w sektorze 2/5 z normalnego (+19 pb) przeszło na negatywne (-10 pb). FRA 6x9 obniżyły się o 23 pb, co dyskontuje obniżkę o 75 pb w III kw.
- Trend wzrostu rentowności w wyniku nieudanych aukcji długich papierów szybko się odwrócił z powodu słabych danych z realnej gospodarki. Rynek przebił grudniowe minima rentowności przy sporych obrotach, co oznacza technicznie istotne poziomy.
- Przyjęcie przetargu obligacji 5-letnich zależeć będzie od wskaźnika inflacji. Uważamy, że zarówno inflacja jak i rentowności wzrosną. Zmiana nastawienia na neutralne na posiedzeniu Rady powinna być neutralna dla rynku. Ryzyka polityczne z rynku walutowego mogą wpływać na rynek długu.



Greenspan i Bush wzmacniają dolara

- Kurs euro do dolara stracił w ciągu minionego miesiąca 1,82% (najniżej 1,2730). Nastąpiło to w wyniku znacznych ruchów na początku i na końcu miesiąca, a w trakcie jego trwania wahał się w stosunkowo wąskim przedziale 1,2960 – 1,31.
- Ponieważ rekordowo wysoki deficyt handlowy znajduje wciąż pokrycie w napływie kapitału do USA, kurs reagował na pozytywne (dla dolara) zapowiedzi szefa Fed oraz administracji Busha o zmniejszeniu deficytów. Spotkanie G7 nie zmieniło polityk kursowych krajów azjatyckich, więc przez jakiś czas ten czynnik ryzyka będzie miał ograniczony wpływ na rynek.
- Fundamentalnie wciąż istotne pozostaną dane o bilansie płatniczym USA, natomiast technicznie na skutek nagromadzenia krótkich pozycji rynek ma potencjał do wzrostu. Uważamy, że na razie trend wzrostowy dolara został zatrzymany.

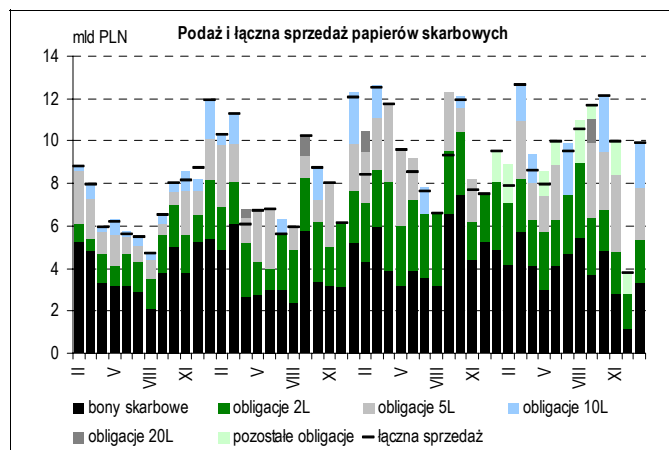
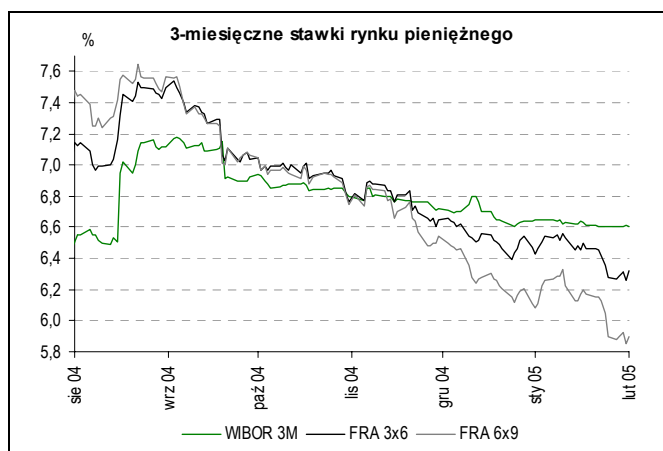
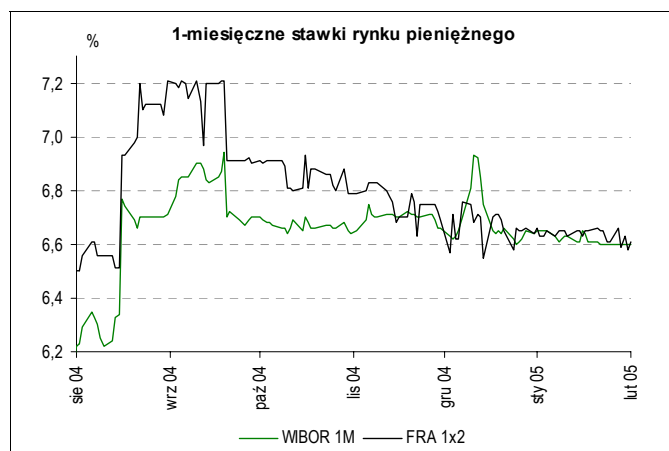
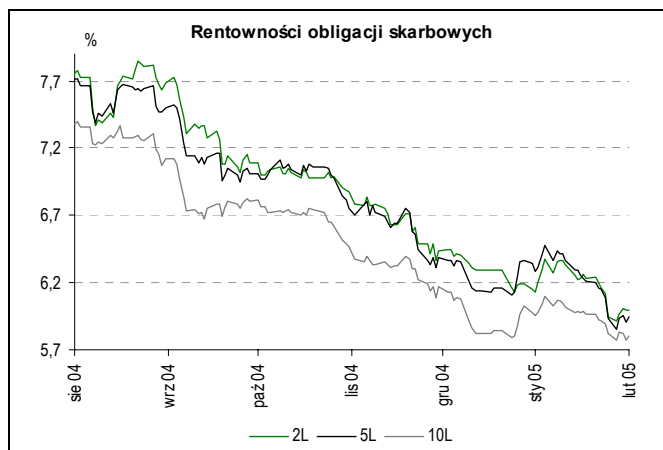
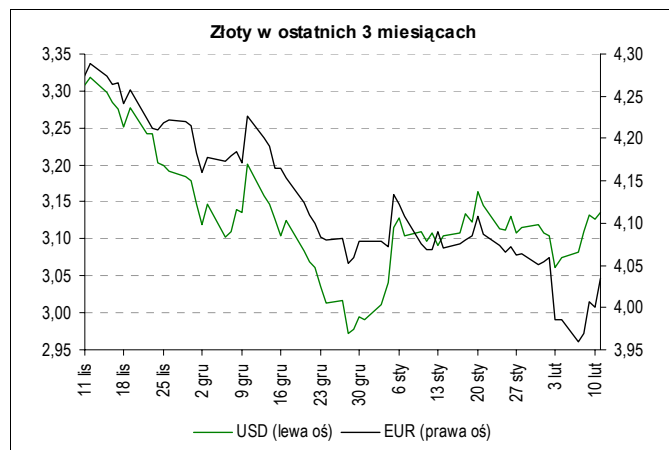


Mocniej za granicą

- Spread 5/5l przez większość poprzedniego miesiąca wahał się w przedziale 110-120 pb przy znacznych ruchach krzywych. Dopiero ostatnie zamieszania polityczne podbiły go do 130 pb. Mimo, że ten poziom wycenienia już duża część ryzyk, wybory przed terminem mogą pociągnąć go do nawet 150 pb.
- Obligacje w Niemczech i USA zanotowały spadek rentowności do 3,45% i 4,08% z powodu zmiany retoryki prezesa EBC, słabszych realnych danych w USA oraz dobrze przyjętych aukcji obligacji w styczniu. Wskutek zapowiedzi redukcji bliźniaczych deficytów w USA spread między nimi zawęził się do 62 pb.
- W miarę wzrostu krótkich stóp procentowych w USA maleć będzie opłacalność obligacji w USA. Zatem, przy jednoczesnym utrzymywaniu się w najbliższym czasie stóp ECB bez zmian, spread między Bundami a US Treasuries może się rozszerzać.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
03.01.2005	100 / 100	700 / 700	800 / 800
10.01.2005	100 / 64	600 / 600	700 / 664
17.01.2005	100 / 63	600 / 600	700 / 663
24.01.2005	-	600 / 600	600 / 600
31.01.2005	-	600 / 600	600 / 600
razem styczeń	300 / 227	3 100 / 3 100	3 400 / 3 327
07.02.2005	-	900 / 900	900 / 900
14.02.2005	-	900	900
21.02.2005	-	600 - 1 000	600 - 1 000
28.02.2005	-	600 - 1 000	600 - 1 000
razem luty*	-	3 000-3 800/ 900	3 000-3 800/ 900

* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

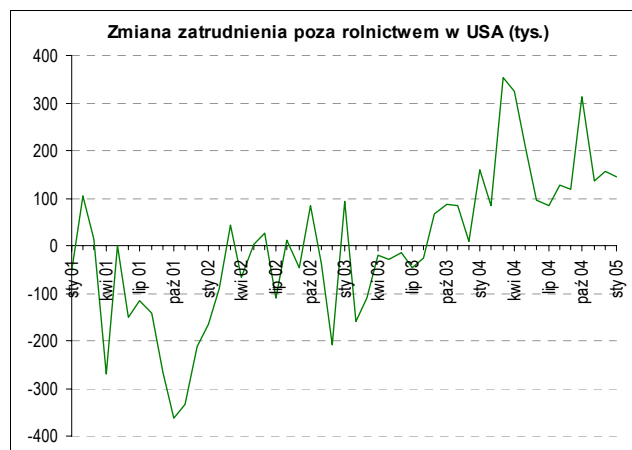
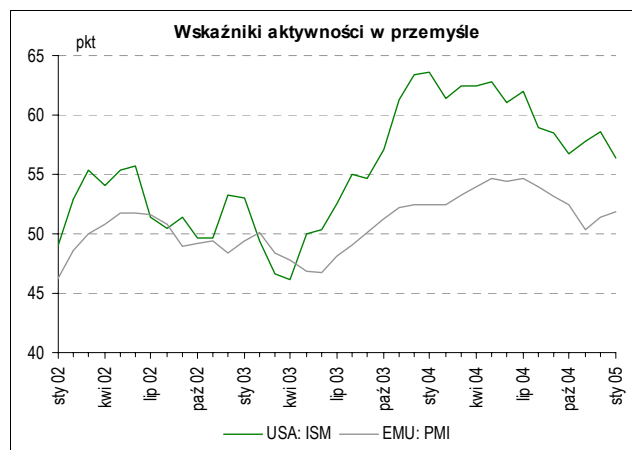
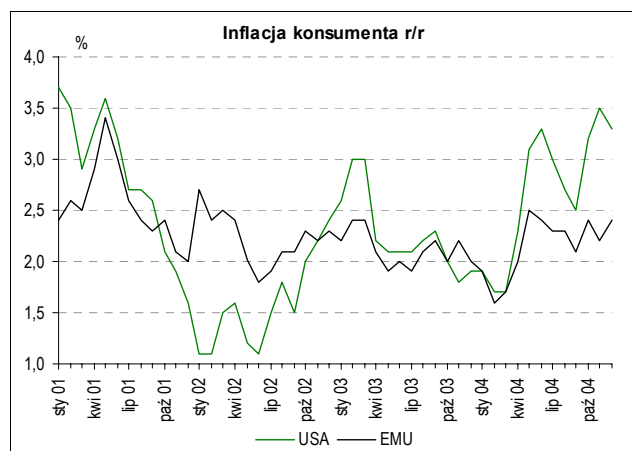
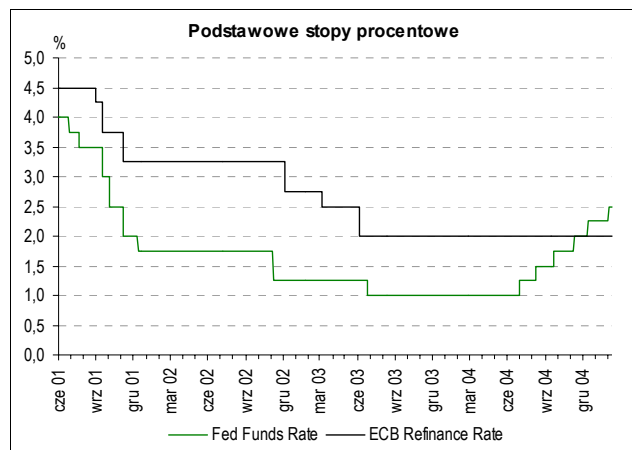
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			III przetarg					
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	05.01	OK0407	2 000	2 000	12.01	DS1015	2 600	2 130	19.01	PS0310	2 500	2 500
luty	02.02*	OK0407	2 760	2 760	09.02*	IZ0816	960	960	16.02	PS0310	2 500-3 500	-
marzec	02.03	OK0407	-	-	09.03	WS0922	1 000-2 000	-	16.03	PS0310	-	-
kwiecień	06.04	2L	-	-	13.04	10L	-	-	20.04	5L	-	-
maj	04.05	2L	-	-	11.05	12L CPI	-	-	18.05	5L	-	-
czerwiec	01.06	2L	-	-	08.06	3&7L WIBOR	-	-	15.06	5L	-	-
lipiec	06.07	2L	-	-	13.07	10L	-	-	20.07	5L	-	-
sierpień	03.08	2L	-	-	10.08	12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	07.09	2L	-	-	14.09	20L	-	-	21.09	5L	-	-
październik	05.10	2L	-	-	12.10	10L	-	-	19.10	5L	-	-
listopad	02.11	2L	-	-	09.11	12L CPI	-	-	16.11	5L	-	-
grudzień	07.12	3&7L WIBOR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Stopy w USA będą rosły. Pytanie tylko w jakim tempie

- EBC utrzymał stopy na ostatnim posiedzeniu 3 lutego na poziomie 2,00%. Jednak wypowiedzi prezesa Tricheta z 13 stycznia o braku dowodów na narastanie się presji cenowej odebrane zostały jako gołębnie, zwłaszcza na tle jego poprzednich komunikatów. Prezes EBC wypowiedział się o potrzebie większej elastyczności w polityce kursowej ze strony krajów azjatyckich.
- Zgodnie z oczekiwaniami Fed podniósł 2 lutego stopy o 25 pb. Była to szósta z rzędu podwyżka stóp, po której stopa funduszy federalnych wynosi 2,5%. W komunikacie po posiedzeniu Fed podtrzymał opinię, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji jest zrównoważony, a dalsze podwyżki stóp powinny następować w umiarkowanym tempie. Przedstawiciele amerykańskiego banku centralnego zasugerowali jednak niedawno, że sformułowanie „w umiarkowanym tempie” może zniknąć z komunikatu.

Ropa obniża inflację w USA

- Indeks CPI w USA spadł w grudniu o 0,1% m/m z powodu dalszych silnych spadków cen ropy naftowej. Inflacja bazowa, która wyłącza zmienne ceny żywności i energii wciąż rosła w stałym tempie 0,2% m/m. W ujęciu rocznym inflacja netto utrzymała poziom z poprzedniego miesiąca i zanotowała przyrost o 2,2%. W całym roku 2004 CPI wzrósł o 3,3%.
- Grudniowy indeks HICP dla strefy euro został zrewidowany w górę do 2,4% r/r z początkowych 2,3% r/r z powodu wyższych cen usług medycznych, wyrobów tytoniowych oraz niektórych produktów żywnościowych. W ujęciu miesięcznym inflacja wzrosła o 0,4%. Inflacja w strefie euro kolejny miesiąc z rzędu utrzymuje się powyżej celu EBC na poziomie 2,0%. Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i paliw wynosi 1,9% r/r, ale nie jest referencyjnym wskaźnikiem dla EBC.

Optymizm się nie potwierdza

- Gospodarka USA rozwijała się wolniej niż oczekiwano 3,1% kw/kw w ostatnim kwartale minionego roku, najslabiej od początku 2003 roku, ponieważ zanotowano pogorszenie w handlu zagranicznym oraz wzrost inflacji. Pomimo słabszego IV kw., PKB w 2004 roku powiększył się o 4,4%, wobec 3% w całym 2003.
- Styczniowa aktywność w przemyśle w strefie euro wzrosła, gdyż globalny popyt i krajowe zamówienia podniosły się. PMI dla strefy euro wzrósł drugi miesiąc z rzędu do 51,9 z 51,4 w grudniu. Silniejsza światowa gospodarka wsparła zamówienia eksportowe, podczas gdy wyższe wydatki krajowe zwiększyły produkcję.
- Wzrost w sektorze przetwórczym w USA zwolnił w styczniu, ponieważ osłabł popyt na nowe produkty, chociaż firmy zadeklarowały ponowną chęć zatrudniania nowych pracowników. Indeks ISM spadł do 56,4 w styczniu z 57,3 w grudniu.

Dane z rynku pracy wciąż zawodzą

- Niemiecki wskaźnik nastrojów w gospodarce IFO wzrósł w styczniu do 96,4 wobec poprzedniego wyniku 96,2, ponieważ silniejszy popyt wewnętrzny wzmocnił oczekiwania firm na przyszłość. Wskaźnik ten odnotował polepszenie, pomimo, że składnik bieżących warunków spadł nieco, ponieważ niemiecka gospodarka nie poradziła sobie jeszcze z wszystkimi problemami. Wcześniej zyskał indeks zaufania inwestorów ZEW, który osiągnął 26,9 wobec oczekiwanych 20,0. Rynek postrzega ten indeks jako wskaźnik wyprzedzający dla głównej wartości IFO.
- Liczba zatrudnionych poza rolnictwem wzrosła w styczniu w Stanach Zjednoczonych o 146 tysięcy, wobec oczekiwań rynku na poziomie 190 tysięcy. Dane za poprzednie miesiące zostały zrewidowane w dół. Stopa bezrobocia spadła do 5,2% w związku ze zmniejszeniem się liczebnym siły roboczej.



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
31 stycznia POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Saldo na rachunku bieżącym (XI) POL: PKB (2004) USA: Chicago PMI (I)	1 lutego EMU: PMI (I) USA: ISM w przemyśle (I) USA: Wydatki konsumentów (XII)	2 POL: Aukcja obligacji dwuletnich (OK0407) USA: Decyzja FOMC	3 EMU: Decyzja ECB USA: ISM poza przemysłem (I) USA: Zamówienia w przemyśle (XII) USA: Zamówienia na dobra trwałe (XII)	4 USA: Zatrudnienie(I) USA: Stopa bezrobocia (I) USA: Finałny Michigan (I)
7 POL: Przetarg bonów skarbowych USA: Kredyty konsumpcyjne (XII)	8 GER: Produkcja przemysłowa (XII)	9 POL: Aukcja obligacji 12-letnich indeksowanych (IZ0816) USA: Zapasy hurtowe (XII)	10 UK: Decyzja Banku Anglii USA: Bilans handlowy (XII) USA: Wykonanie budżetu(I)	11 FRA: Wstępny PKB (IV kw.)
14 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Podaż pieniądza (I)	15 POL: Zatrudnienie (I) POL: Place brutto (I) POL: Ceny konsumenta (I) EMU: Wstępny PKB (iV kw.) GER: Indeks ZEW (II) USA: Napływ kapitału (XII)	16 POL: Aukcja obligacji pięcioletnich (PS0310) USA: Produkcja przemysłowa (I) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (I) USA: Wystąpienie Greenspana	17 POL: Ceny producenta (I) POL: Produkcja przemysłowa (I) USA: Ceny importowe (I)	18 USA: Ceny producenta (I) USA: Wstępny Michigan (II)
21 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Koniunktura (II)	22 GER: PKB (IV kw.) EMU: Saldo na rachunku obrotów bieżących ECB (XII) USA: Zaufanie konsumentów (II)	23 POL: Sprzedaż detaliczna (I) POL: Bezrobocie (I) GER: Indeks IFO (II) USA: Ceny konsumenta (I) USA: Sprawozdanie z posiedzenia Fed	24 POL: Aukcja zamiany USA: Zamówienia na dobra trwałe (I)	25 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EMU: Podaż pieniądza (I) USA: Sprzedaż domów (I)
28 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Saldo na rachunku bieżącym (XII) EMU: Ceny konsumenta (I) EMU: Koniunktura (II) USA: Chicago PMI (II)	1 marca GER: Bezrobocie (II) EMU: PMI (II) EMU: Bezrobocie (I) USA: ISM w przemyśle (II)	2 POL: Aukcja obligacji dwuletnich (OK0407) EMU: Ceny producenta (I) EMU: PKB (IV kw.)	3 EMU: Decyzja ECB USA: Produktywność (IV kw.) USA: ISM poza przemysłem (II)	4 EMU: Sprzedaż detaliczna (I) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) USA: Finałny Michigan (II) USA: Zamówienia w przemyśle (I)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2005 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	25-26	24-25	29-30	26-27	24-25	28-29	26-27	30-31	27-28	25-26	29-30	20-21
PKB*	-	-	21	-	-	21	-	-	21	-	-	21
Inflacja	17	15 ^a	14 ^b	14	16	14	14	16	14	14	14	14
Inflacja bazowa	25	-	22 ^b	22	24	22	22	24	22	24	22	22
Ceny producenta	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Produkcja przemysłowa	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Sprzedaż detaliczna	21	23	21	21	23	21	21	22	21	21	23	21
Place brutto, zatrudnienie	17	15	15	15	18	15	15	16	15	17	17	15
Bezrobocie	21	23	21	21	23	21	21	22	21	21	23	21
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	31 ^c	28	31	29	31	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	6	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	19	22	21	22	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2004 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP



Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04	maj 04	cze 04	lip 04	sie 04	wrz 04	paź 04	lis 04	gru 04	sty 05	lut 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	14,4	18,3	23,5	21,8	12,2	15,8	6,0	13,7	9,5	3,5	11,4	6,4	5,6	3,4
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	8,6	10,9	9,6	8,8	4,0	4,4	2,8	7,4	4,8
Stopa bezrobocia	%	20,6	20,6	20,4	19,9	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,7	18,7	19,1	19,6	19,6
Place brutto ^{b c}	% r/r	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,5	3,6	5,1	3,7	2,4	2,7	3,2	4,8	5,1
Zatrudnienie ^b	% r/r	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	0,2	0,4
Eksport ^d	% r/r	10,6	18,3	28,2	27,9	24,9	34,5	14,6	21,5	17,7	13,0	25,7	19,1	16,3	14,8
Import ^d	% r/r	6,1	4,6	25,8	37,4	17,8	32,4	10,5	20,2	19,0	14,2	25,4	17,5	17,9	20,0
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-369	-9	-535	-1 021	-232	-172	-509	-312	-326	-320	-512	-700	-500	-250
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-130	-14	-447	-541	-416	-379	-532	97	-334	-66	31	-570	-300	-150
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7	-1,8	-2,0	-1,8	-1,7	-1,8	-1,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,0	-30,8	-33,8	-41,5	-6,3	-45,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	43,9	51,3	57,1	63,9	67,9	74,6	91,6	0,0	0,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	4,7	4,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,1	8,6	8,5	7,9	7,6	6,7	5,6	5,2	4,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,1	5,1	5,7	8,5	6,4	7,2	6,8	7,4	6,5	10,5	6,4	8,0	7,8	6,7
Zobowiązania	% r/r	3,4	3,5	4,8	8,4	6,2	6,9	6,4	7,6	6,6	11,5	6,5	8,0	7,8	6,8
Należności	% r/r	7,4	7,7	6,1	8,5	6,1	5,7	4,6	5,2	4,2	9,5	4,0	2,9	3,4	3,3
USD/PLN	PLN	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,46	3,28	3,09	3,11	3,11
EUR/PLN	PLN	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,32	4,26	4,14	4,08	4,04
Stopa interwencyjna ^a	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,58	7,12	6,89	6,81	6,72	6,44	6,60
Stopa lombardowa ^a	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,00	6,81	6,44	6,28	6,10
Rentowność obligacji 2L	%	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,04	6,81	6,39	6,24	6,05
Rentowność obligacji 5L	%	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,65	7,33	7,03	6,78	6,29	6,31	6,05
Rentowność obligacji 10L	%	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,75	6,43	6,02	5,98	5,95

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji


Wskaźniki kwartalne i roczne

		2002	2003	2004	2005	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mld PLN	781,1	814,7	884,2	958,6	203,8	216,1	218,8	245,6	221,8	233,4	236,7	266,2
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,4	5,0	6,9	6,1	4,8	4,1	3,9	4,4	5,5	5,8
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,5	4,9	4,7	5,5	5,1	4,6	4,3	4,0	4,3	5,0	5,3
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	2,8	3,1	3,3	3,5	2,9	1,4	2,7	2,8	3,4	3,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,2	3,6	3,9	3,8	3,5	1,6	3,0	3,2	3,9	4,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	5,1	10,7	3,5	3,6	4,1	7,3	12,0	11,0	12,0	9,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	7,1	19,0	16,4	9,2	6,1	3,2	6,4	9,1	9,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,9	1,8	13,6	11,3	4,0	-1,0	-2,5	-2,7	5,9	6,3
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,1	17,7	20,4	19,4	18,9	19,1	19,4	18,3	17,8	17,7
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	0,8	1,7	3,8	1,6	-0,5	-1,5	0,3	1,9	2,9	3,3
Eksport ^b	% r/r	6,0	9,1	21,2	11,0	19,3	29,1	17,6	19,0	14,0	11,0	10,0	10,0
Import ^b	% r/r	3,5	3,3	19,3	13,0	12,6	29,3	16,3	18,9	17,0	10,0	12,0	12,0
Bilans handlowy ^b	mld EUR	-7 701	-5 077	-5 027	-6 588	-909	-1 438	-1 148	-1 532	-1497	-1413	-1616	-2 062
Rachunek bieżący ^b	mld EUR	-5 404	-4 109	-3 302	-4 282	-592	-1 338	-767	-605	-973	-989	-1212	-1 547
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-2,2	-1,7	-1,8	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7	-1,8	-1,5	-1,7	-2,0
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-39,4	-37,0	-41,5	-35,0	-11,8	-19,9	-29,0	-41,5	14,0	22,8	29,8	35,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,7	-3,7	-5,8	-3,7	-4,1	-5,1	6,3	3,7	3,0	2,0
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	3,3	1,6	3,3	4,5	4,4	4,8	3,4	2,5	2,4
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,4	2,5	1,7	4,4	4,4	4,4	4,7	2,6	2,5	2,5
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	2,6	4,4	8,8	8,3	6,6	4,6	1,4	1,7	2,8
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	-2,0	5,6	8,0	8,9	5,7	7,2	6,5	8,0	6,5	6,6	9,9	8,9
Zobowiązania ^a	% r/r	-4,1	3,7	8,0	8,3	4,8	6,9	6,6	8,0	6,2	6,9	10,2	8,3
Należności ^a	% r/r	5,2	8,1	2,9	10,1	6,1	5,7	4,2	2,9	4,0	4,4	6,7	10,1
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,07	3,82	3,89	3,62	3,27	3,09	3,02	3,12	3,03
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	4,13	4,78	4,69	4,43	4,24	4,06	4,14	4,22	4,10
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,50	6,50	5,25	5,25	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	6,55	5,47	5,87	6,68	6,81	6,60	6,60	6,50	6,50
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	8,00	8,00	6,75	6,75	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	6,19	5,75	6,24	7,26	6,75	6,18	6,20	6,30	6,10
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,89	6,21	6,28	6,86	7,66	6,75	6,13	6,20	6,40	6,10
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,02	6,26	6,67	7,10	7,59	6,70	6,15	6,40	6,50	6,00
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,97	6,70	7,00	7,25	6,40	5,98	6,00	6,10	5,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU

plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań
sekretariat tel. (61) 856 58 35, fax (61) 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.02.2005 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax (22) 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. (22) 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski (22) 586 83 33

Piotr Bujak (22) 586 83 41

Tomasz Terelak (22) 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. (58) 326 26 40
fax (58) 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. (12) 424 95 01
fax (12) 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. (61) 856 58 14
fax (61) 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. (22) 586 83 20
fax (22) 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. (71) 370 25 87
fax (71) 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.