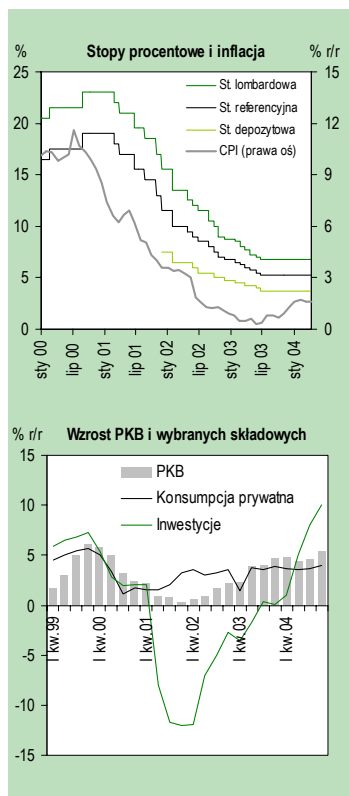


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Kwiecień 2004



## Wiosenne porządki

▪ **Pomimo trudnej sytuacji na rynku pracy, umiarkowanej dynamiki dochodów oraz fatalnych nastrojów społecznych, prywatna konsumpcja jest równie istotnym motorem napędowym wzrostu gospodarczego, co eksport netto.** W temacie miesiąca próbujemy przyjrzeć się bliżej temu zjawisku i odpowiedzieć, czy jest ono zgodne z intuicją i teorią ekonomii. Wśród najważniejszych czynników, które najprawdopodobniej leżą u źródeł wysokiej dynamiki konsumpcji należy wymienić: wysoką dynamikę tej części dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, która nie jest bezpośrednio obserwowalna, oraz wygładzanie konsumpcji pod wpływem oczekiwań na wzrost dochodów w przyszłości. Nawet jeśli nie nastąpi szybka istotna poprawa sytuacji na rynku pracy, po wejściu do UE możliwy jest dalszy dynamiczny wzrost popytu konsumpcyjnego związany z poprawą oczekiwań co do przyszłej sytuacji materialnej (dochodu permanentnego) gospodarstw domowych.

▪ **Opublikowane w ciągu ostatniego miesiąca dane makroekonomiczne potwierdziły, że polska gospodarka znajduje się na ścieżce silnego ożywienia.** Wciąż jednak nie widać zdecydowanej poprawy w zakresie aktywności inwestycyjnej, mimo że przedsiębiorstwa osiągnęły w minionym roku bardzo dobre wyniki finansowe. Utrzymuje się też bardzo trudna sytuacja na rynku pracy. Inflacja ustabilizowała się na niskim poziomie. Nie ma również powodów do obaw o równowagę zewnętrzną gospodarki ze względu na doskonałe wyniki eksportu.

▪ **W tej chwili najpoważniejszym zagrożeniem dla rozwoju sytuacji gospodarczej wydają się być zawirowania polityczne,** które zwiększają niepewność w zakresie możliwości przeprowadzenia reformy fiskalnej. Kulminacyjnym momentem wiosennych porządków na scenie politycznej będzie pierwsza połowa maja, kiedy to odbędzie się głosowanie nad wotum zaufania dla nowego premiera. Wciąż niepewne jest poparcie parlamentarne dla Marka Belki jako prezydenckiego kandydata, który mógłby ustabilizować sytuację na rynkach finansowych. Co więcej, proces wyłaniania nowego rządu może trwać miesiąc lub dwa, i może zakończyć się wcześniejszymi wyborami, co skutkowałoby zapewne zwiększoną presją na osłabienie złotego.

▪ **Na pierwszym wiosennym posiedzeniu Radzie Polityki Pieniężnej udało się w znacznym stopniu uporządkować przekaz wysyłany do rynków finansowych.** Uwagi członków RPP rzuciły zdecydowanie więcej światła na prowadzoną politykę pieniężną i wyjaśniły interpretację ostatnich decyzji, potwierdzając naszą opinie, że nie należy obawiać się przejścia do bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Wydaje się, że opinia RPP na temat bieżącej sytuacji gospodarczej jest podobna do naszego poglądu – ożywienie jest silne, ale wiąże się głównie z doskonałymi wynikami eksportu, co ogranicza jego ewentualny negatywny wpływ na równowagę wewnętrzną i zewnętrzną. Do zmiany nastawienia na restrykcyjne może skłonić RPP wyraźniejsze ożywienie popytu krajowego.

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<b>Zbawienna konsumpcja</b>	
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

Aleksander Krzyżaniak  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

### Na rynku finansowym 31 marca 2004 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,49	USDPLN	3,8813
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,90	EURPLN	4,7455
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,63	EURUSD	1,2227

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 13.04.2004 r.

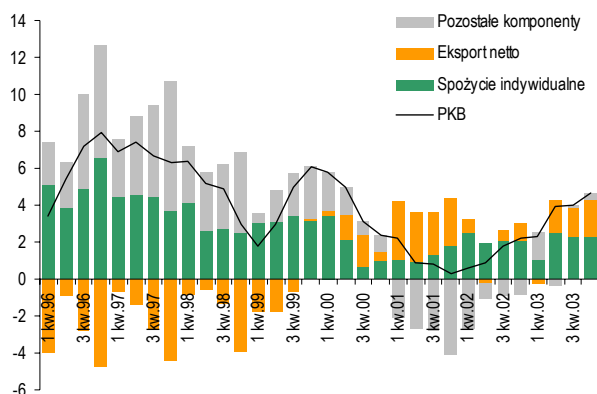


## Zbawienna konsumpcja

### Dwie lokomotywy?

Ożywienie gospodarcze w Polsce jest faktem. Informujemy o tym konsekwentnie przynajmniej od kilku kwartałów, wskazując jednocześnie na bardzo istotną rolę, jaką w procesie poprawy koniunktury odgrywa popyt zagraniczny na polskie towary i usługi, a konkretnie tzw. eksport netto (saldo wymiany z zagranicą). Wybitne wyniki eksportu, o których od dłuższego czasu głośno również w mediach, przyczyniły się, jak można sądzić, do utwierdzenia powszechnego przekonania, że jest on obecnie nie tylko istotnym, ale wręcz niemal jedynym motorem napędowym polskiej gospodarki. Nie umniejszając w niczym roli tego czynnika (która niewątpliwie jest bardzo znacząca), warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że co najmniej równie istotną składową zagregowanego popytu, przyczyniającą się do obserwowanego od pewnego czasu przyspieszenia wzrostu gospodarczego, jest konsumpcja prywatna.

### Dekompozycja tempa wzrostu PKB, % r/r



Źródło: GUS, szacunki BZ WBK

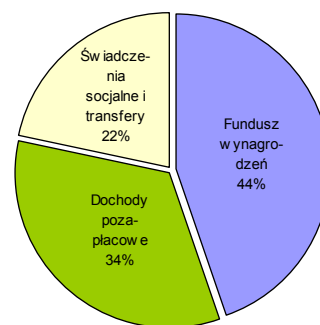
Powtarzane często opinie o utrzymującej się słabości, czy wręcz stagnacji popytu krajowego, są rzeczą jasną w pewnym stopniu uprawnioną, jednak w chwili obecnej odnoszą się w zasadzie wyłącznie do fatalnej kondycji nakładów inwestycyjnych w polskich przedsiębiorstwach. Za to w przypadku wydatków konsumpcyjnych nie tylko nie można mówić o zastoju, ale wręcz obserwujemy systematyczny wzrost dynamiki. Być może dla wielu osób zjawisko takie jest niezgodne z intuicją. Dynamiczny i przyspieszający wzrost konsumpcji prywatnej może budzić zdumienie, jeśli weźmiemy pod uwagę utrzymujące się od dłuższego czasu fatalne nastroje społeczne, wysoki poziom bezrobocia, trwający od pięciu lat głęboki spadek zatrudnienia oraz niewygórowaną jeszcze do niedawna dynamikę płac w sektorze przedsiębiorstw. Co zatem jest przyczyną zaskakująco dobrych wyników konsumpcji? Czy gospodarstwa domowe zachowują się nieracjonalnie?

### Czego nie widać

Na samym początku warto zwrócić uwagę na kilka problemów związanych z dostępnością wiarygodnych danych statystycznych, które mogą wpływać na sposób postrzegania i wnioski z analizy procesów ekonomicznych.

Na podstawie dostępnych na bieżąco statystyk GUS trudno tak naprawdę wnioskować o zmianach prywatnych dochodów do dyspozycji w polskiej gospodarce. Regularnie publikowane informacje statystyczne dotyczą zaledwie wycinka ogólnej sumy dochodów gospodarstw domowych, a mianowicie dochodów z tytułu wynagrodzeń i świadczeń społecznych (w dodatku brutto). Tymczasem poza obszarem obserwacji pozostają dochody pozapłacowe (z działalności gospodarczej, wolnych zawodów, przychody z rent, dywidend, nieruchomości itp.), stanowiące istotną część, bo ponad 1/3 łącznych rejestrowanych dochodów brutto. Tym bardziej nie są obserwowalne dochody do dyspozycji netto (pomniejszone o odprowadzane podatki i transfery), czyli te które faktycznie mają znaczenie dla decyzji ekonomicznych gospodarstw domowych. Do tego dochodzi jeszcze istnienie szarej strefy i dochodów ze źródeł oficjalnie nierejestrowanych (duża część dochodów z wynajmu, pracy „na czarno”, usług świadczonych osobiście). Intuicja wskazuje, że w polskich warunkach one również stanowią istotną część regularnych wpływów gospodarstw domowych.

### Dochody gospodarstw domowych brutto, 2000 r.



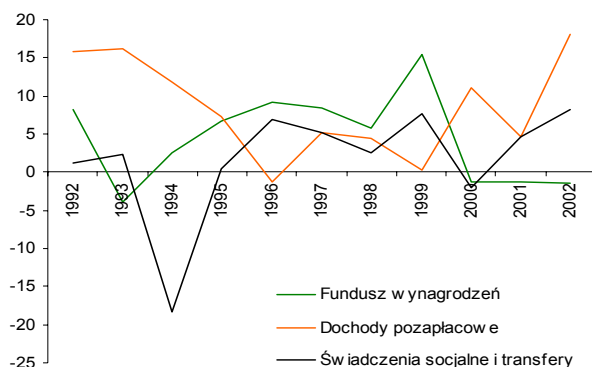
Źródło: AMECO Database, Komisja Europejska

Naturalnie nasuwa to przypuszczenie, że odmienne od oczekiwań (niezgodne z intuicją) zachowanie konsumpcji prywatnej może być wyjaśnione przez zmienność tej części dochodu do dyspozycji, która nie jest bezpośrednio obserwowalna, a w szczególności dochodów ze źródeł pozapłacowych. Ich dynamika może obecnie znacznie przekraczać dynamikę funduszu wynagrodzeń, (co można wnioskować na podstawie (a) dostępnych szacunków z kilku poprzednich lat, patrz wykres poniżej, oraz (b) niezwykle dynamicznej ostatnio poprawy wyników finansowych polskich przedsiębiorstw – częścią dochodów pozapłacowych są m.in. dochody z działalności wykonywanej osobiście). Oczywiście



brak odpowiednich danych statystycznych uniemożliwia zweryfikowanie tej hipotezy.

### Dochody gospodarstw domowych brutto, % r/r w cenach stałych



Źródło: AMECO Database, Komisja Europejska; szacunki własne

Podobny problem dotyczy braku odpowiednich szeregów czasowych, które mogłyby posłużyć jako miara zamożności (bogactwa) gospodarstw domowych, odzwierciedlająca zmianę wartości zarówno finansowych, jak i niefinansowych aktywów w ich posiadaniu. Ten czynnik wydaje się jednak nieco mniej istotny, biorąc pod uwagę ogólnie dość niski poziom zasobności polskiego społeczeństwa.

### Determinanty konsumpcji

Teoria ekonomii nie pozwala co prawda na jednoznaczne wyznaczenie kształtu funkcji konsumpcji, jednak umożliwia wskazanie kilku podstawowych czynników, które determinują jej zachowanie. Podstawowym parametrem, który wpływa (pozytywnie) na wysokość wydatków konsumpcyjnych w gospodarce jest łączny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych (po odliczeniu podatków i transferów na ubezpieczenia społeczne) oraz poziom ich „zamożności” (ang. *wealth*). Na rozmiar konsumpcji wpływ (negatywny) może mieć również stopa inflacji, czy bezrobocie – odzwierciedlając m.in. niepewność odnośnie przyszłych dochodów – oraz poziom realnych stóp procentowych (choć kierunek oddziaływania tej ostatniej zmiennej nie jest wg teorii jednoznaczny).

Analizując zachowanie konsumpcji prywatnej na przestrzeni ostatnich lat posłużyliśmy się prostym, jednorównaniowym modelem ekonometrycznym opartym na analizie kointegracji i mechanizmie korekty błędem (patrz str. 5). Niestety przy interpretacji wyników empirycznych należy mieć na uwadze, że dostępność i jakość odpowiednich szeregów czasowych, szczególnie w warunkach polskich, rodzi poważne ograniczenia dla ilościowej analizy zachowania wydatków konsumpcyjnych i ogranicza wiarygodność wnioskowania na podstawie

oszacowanych modeli. W szczególności ułomność dostępnych miar dochodu do dyspozycji (parz wyżej) prowadzić może do błędnych oszacowań parametrów modelu. Dodatkowym problemem jest oczywiście fakt stosunkowo krótkiej próby dostępnych obserwacji. W naszym przypadku analizowanym okresem były lata 1995-2003, co oznacza, że nie okres ten nie obejmował w całości ani jednego cyklu koniunkturalnego. Ten czynnik, jak się wydaje, stanowił dodatkową istotną przyczynę problemów z oszacowaniem stabilnej i zgodnej z teorią długookresowej relacji pomiędzy konsumpcją a dochodem.

Przeprowadzone szacunki wydają się mniej więcej potwierdzać opisane wcześniej prawidłowości – wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych w dużym stopniu zdeterminowane są poprzez strumień ich dochodów, które stanowią główny wyznacznik poziomu konsumpcji w długim okresie. Dodatkowo, wyniki potwierdziły, iż w długoterminowej relacji równowagi istotna okazała się również wartość kredytów zaciągniętych przez osoby prywatne w systemie bankowym (przy czym elastyczność konsumpcji względem tego drugiego czynnika jest znacznie mniejsza niż względem dochodów). Wprowadzenie tej zmiennej podyktowane było względami czysto praktycznymi – ułomność miary dochodu oraz niedostatecznie długi zakres próby uniemożliwiał weryfikację długookresowego związku wyłącznie pomiędzy konsumpcją a dochodem. Jeśli chodzi o krótkookresową dynamikę konsumpcji, wyniki estymacji potwierdzają zarówno dodatnią (choć znacznie słabszą niż w długim okresie) zależność od zmian dochodu do dyspozycji oraz dostępnego kredytu, jak również ujemny (i dosyć silny) wpływ na poziom konsumpcji ze strony realnej stopy procentowej i zmian w stopie inflacji. Ciekawym zjawiskiem wydaje się to, że suma oszacowanych współczynników ujemnych przy zmiennych opisujących zmiany inflacji oraz realną stopę procentową jest (co do wartości bezwzględnej) większa niż suma parametrów przy zmiennych dotyczących zmiany dochodu i kredytu.

Wyniki te, jak się wydaje, pozwalają przynajmniej w części wyjaśnić fenomen utrzymującej się wysokiej dynamiki konsumpcji w okresach spowolnienia koniunktury. Jeżeli równolegle ze spowolnieniem wzrostu dochodów występuje spadek stóp procentowych oraz przyspieszenie dezinflacji (pozytywny szok inflacyjny) – a z takim zjawiskiem mieliśmy do czynienia niedawno w Polsce – wówczas zmiana konsumpcji może być dodatnia, pomimo pogorszenia się sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.



## Dochód bieżący i dochód permanentny

Warto zauważyć, że konsumpcja prywatna wykazuje się stosunkowo dużą odpornością na wahania koniunktury nie tylko w Polsce. W zdecydowanej większości krajów o rozwiniętych gospodarkach rynkowych wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych są tradycyjnie największym komponentem produktu krajowego, odpowiadając za ok. 2/3 rocznej wartości PKB. Równocześnie charakteryzują się one zwykle umiarkowaną zmiennością w porównaniu z pozostałymi elementami zagregowanego popytu, będąc swego rodzaju stabilizatorem wzrostu PKB. Prawidłowość ta wynika tak naprawdę ze sposobu podejmowania decyzji ekonomicznych przez gospodarstwa domowe, który teoria ekonomii określa terminem „wygładzania konsumpcji”. Zachowanie to opisują m.in. dwa dobrze znane modele konsumpcji prywatnej – teoria dochodu permanentnego oraz teoria cyklu życia. Zgodnie z tymi modelami, gospodarstwa domowe optymalizują swój bieżący poziom konsumpcji, biorąc pod uwagę nie tylko bieżące dochody do dyspozycji, ale przede wszystkim uwzględniając poziom swoich oczekiwanych dochodów i swojej „zamożności” w znacznie dłuższym okresie.

Powyższe zjawisko ma dość istotne implikacje dla zachowania się dynamiki konsumpcji prywatnej w gospodarce rynkowej. Jego konsekwencją jest stosunkowo mała wrażliwość bieżącego spożycia na zmiany bieżącego dochodu, o ile są one postrzegane jako zmiany o charakterze przejściowym. Jeżeli zatem występujące w okresie dekoniunktury spowolnienie wzrostu dochodów jest traktowane jako zjawisko nietrwałe, nie musi ono spowodować redukcji dynamiki konsumpcji w analogicznej skali. Podobnie, wzrost dochodów traktowany jako tymczasowy bądź jednorazowy, nie powinien prowadzić do proporcjonalnego wzrostu wydatków konsumpcyjnych.

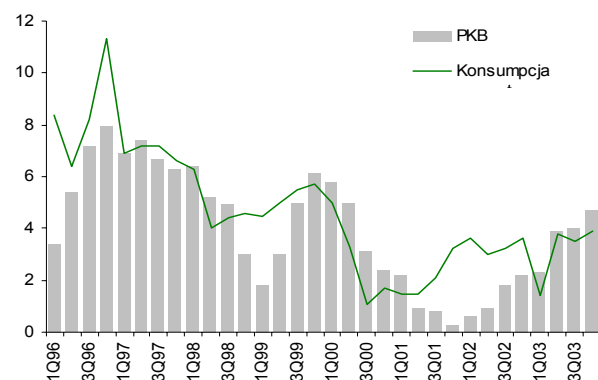
Oczekiwany „dochód permanentny” jest oczywiście zmienną bezpośrednio niemierzalną, co powoduje, że empiryczna weryfikacja hipotezy o wygładzaniu konsumpcji napotyka na liczne problemy. W szczególności, dotychczasowe badania wykazały, że testy na poziomie zagregowanych danych makroekonomicznych nie dają wiarygodnych rezultatów, a procedura testowa powinna wykorzystywać dane indywidualne dotyczące budżetów gospodarstw domowych.

Wydaje się jednak, że wyniki oszacowanego przez nas prostego równania konsumpcji są zgodne z duchem wspomnianej powyżej hipotezy – krótkookresowe zmiany konsumpcji w większym stopniu uzależnione są od zmiennych, determinujących wartość przyszłego (permanentnego) dochodu i przyszłego bogactwa, tj. od

realnej stopy procentowej oraz zmian inflacji, niż od bieżących wahań dochodów.

Co więcej, pobieżna analiza zachowania dynamiki konsumpcji prywatnej w Polsce na przestrzeni ostatnich lat wydaje się sugerować, że proces wygładzania konsumpcji może faktycznie odgrywać istotną rolę w kształtowaniu decyzji odnośnie wydatków polskich gospodarstw domowych. Najbardziej widocznymi przykładami tego typu zachowań są lata 1998-1999 (kryzys finansowy w Rosji) i 2001-2002 (ostatnie globalne spowolnienie gospodarcze), kiedy pomimo wyraźnego pogorszenia wskaźników bieżącej aktywności gospodarczej, wzrost wydatków konsumentów utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie, prawdopodobnie antycypując ustąpienie negatywnych tendencji w niedalekiej przyszłości.

## Konsumpcja prywatna i PKB, %/r w cenach stałych



Źródło: GUS

## Boom, boom, boom?

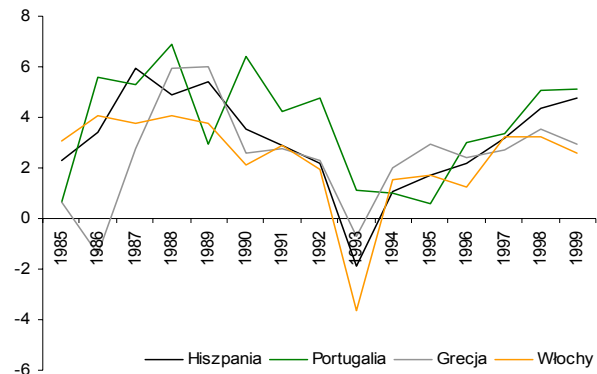
Konsekwencje kształtowania decyzji ekonomicznych gospodarstw domowych zgodnie z teorią dochodu permanentnego mogą stać się w Polsce jeszcze bardziej odczuwalne w okresie najbliższych kilku lat, po przystąpieniu do Unii Europejskiej. Doświadczenia krajów basenu Morza Śródziemnego, które przystępowały do UE w połowie lat 80. wskazują, że w okresie bezpośrednio poprzedzającym przystąpienie do wspólnej strefy walutowej kraje te doświadczyły silnego boomu kredytowego i konsumpcyjnego, u którego źródeł leżała najprawdopodobniej maksymalizacja użyteczności przez konsumentów antycypujących przyszłe zmiany w poziomie dochodu i poziomie dobrobytu.

Podobnie jak w krajach południa Europy, tak i w Polsce po włączeniu naszej gospodarki w struktury UE możemy się spodziewać poprawy oczekiwanych przez gospodarstwa domowe perspektyw gospodarczych. Sprzyjać temu będzie kilka jednoczesnych czynników: zmniejszenie międzyokresowych ograniczeń płynności gospodarstw domowych (wzrost dostępności kredytu na skutek liberalizacji rynku usług bankowych), wzrost oczekiwanego

dochodu (w miarę pojawiania się makroekonomicznych korzyści z akcesji), spadek niepewności, spadek oczekiwanych realnych stóp procentowych (niska inflacja bieżąca i stopy bieżące przy rosnących oczekiwaniach inflacyjnych).

W efekcie, najbliższe lata mogą być okresem istotnego przyspieszenia wzrostu prywatnego spożycia i wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych, nawet jeżeli kontynuacja wyjątkowo szybkiego wzrostu wydajności pracy w polskich przedsiębiorstwach ograniczy skalę poprawy sytuacji na rynku pracy i wzrostu dynamiki dochodów rozporządzalnych osób prywatnych.

**Konsumpcja prywatna, % r/r w cenach stałych**



Źródło: AMECO Database, Komisja Europejska; szacunki własne

### Aneks techniczny

Do analizy zachowania konsumpcji prywatnej w Polsce wykorzystano prosty, jednorównaniowy model regresji liniowej. Kwartalne dane statystyczne obejmowały okres I kw. 1995 – III kw. 2003. Wykorzystane zmienne zdefiniowane zostały następująco:

- C spożycie indywidualne *per capita* w cenach z 1995 r.
  - Y dochód do dyspozycji gospodarstw domowych (zdefiniowany jako fundusz wynagrodzeń plus fundusz rent i emerytur w gospodarce) *per capita* w cenach z 1995 r.
  - K należności gospodarstw domowych wobec systemu bankowego *per capita* w cenach z 1995 r.
  - P stopa inflacji, tj. średnia stopa wzrostu CPI rok-do-roku w %
  - R realna stopa procentowa, tj. średnia stopa WIBOR3M w %, skorygowana bieżącym poziomem inflacji P
- Analizowane równania wykorzystywały logarytmiczną postać C, Y i L (oznaczone dalej jako: *lc*, *ly*, *lk*).

Wyniki testów wykazały, że zmienne *lc*, *ly*, *lk* oraz *P* są niestacjonarne, zintegrowane rzędu 1; z kolei *R* można uznać za serię stacjonarną z 90% prawdopodobieństwem. Silna sezonowość zmiennych, w szczególności *lc* i *ly* była jedną z przyczyn problemów z diagnozowaniem długookresowej relacji kointegrującej. Jednak przy pomocy procedury Johansena uwzględniającej odpowiednią liczbę opóźnień (4) wyłoniono jedną, stabilną relację długookresową:

$$lc_t = -0,016701 + 0,96907 \cdot ly_t + 0,1038 \cdot lk_t$$

Równanie krótkookresowe uzyskano poprzez nakładanie kolejnych restrykcji na ogólny model oparty na różnicach zmiennych oraz ich opóźnieniach (tzw. model ADL):

$$\Delta_4 lc_t = \alpha + \sum_{i=1}^3 \beta_{1,i} \Delta_4 lc_{t-i} + \sum_{i=0}^3 \beta_{2,i} \Delta_4 ly_{t-i} + \sum_{i=0}^3 \beta_{3,i} \Delta_4 lk_{t-i} + \sum_{i=0}^3 \beta_{4,i} \Delta P_{t-i} + \sum_{i=0}^3 \beta_{5,i} R_{t-i} + \gamma ECM_{t-4} + \varepsilon_t$$

gdzie  $ECM_{t-4}$  oznaczało reszty z równania długookresowego, opóźnione o cztery obserwacje.

Procedura testowa pozwoliła na znaczne uproszczenie powyższego modelu i sprowadzenie go do następującej postaci:

$$\Delta_4 lc_t = 0,39226 + 0,55401 \cdot \Delta_4 ly_t + 0,04357 \cdot \Delta_4 lk_t - 0,40882 \cdot \Delta P_{t-1} - 0,27193 \cdot R_t - 0,018728 \cdot ECM_{t-4}$$

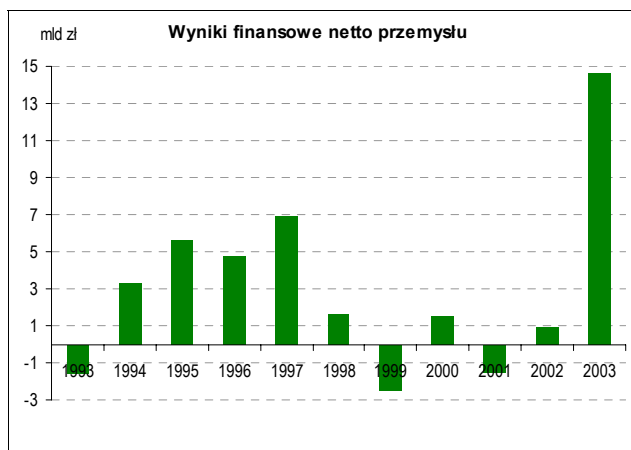
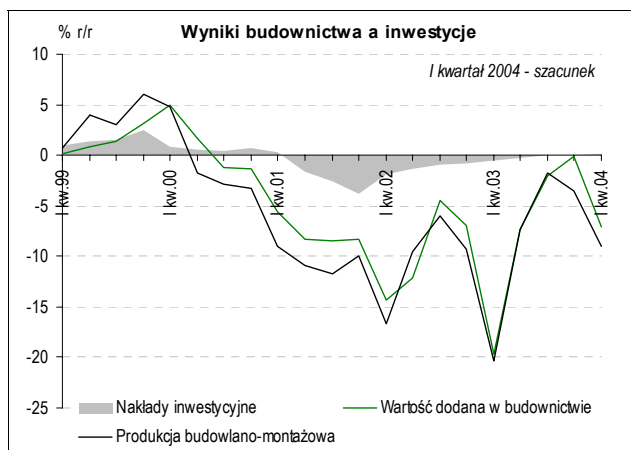
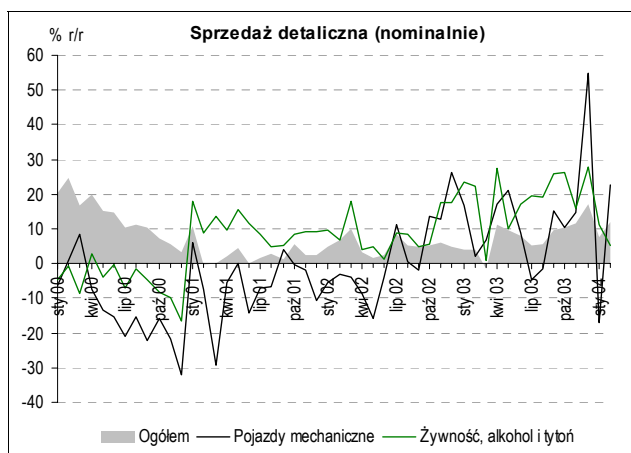
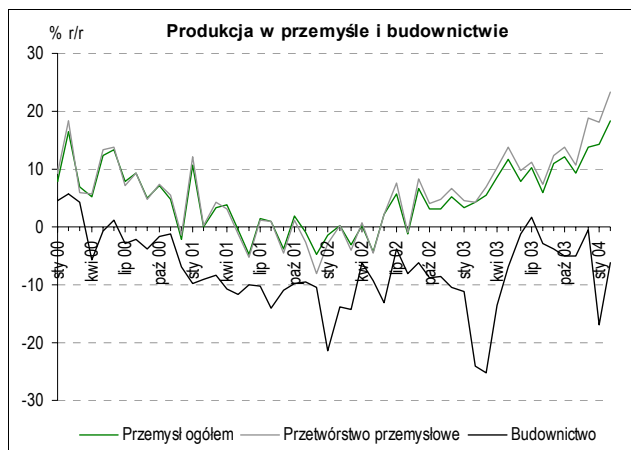
Wynik oszacowania modelu krótkookresowego zawiera poniższa tabela:

```

Ordinary Least Squares Estimation
*****
Dependent variable is D4LC
28 observations used for estimation from 1996Q4 to 2003Q3
*****
Regressor           Coefficient           Standard Error           T-Ratio[Prob]
D4LY                 .55401                .10088                   5.4919[.000]
D4LK                 .043570               .018024                  2.4174[.024]
DP(-1)              -.40882               .17386                   -2.3515[.028]
R                    -.27193               .095716                  -2.8410[.010]
ECM(-4)             -.018728              .0074149                 -2.5257[.019]
CONST               .039226               .0093847                 4.1798[.000]
*****
R-Squared            .73423                R-Bar-Squared            .67383
S.E. of Regression   .010031               F-stat. F( 5, 22)       12.1558[.000]
Mean of Dependent Variable .028722              S.D. of Dependent Variable .017564
Residual Sum of Squares .0022137              Equation Log-likelihood  92.5038
Akaike Info. Criterion 86.5038              Schwarz Bayesian Criterion 82.5072
DW-statistic         2.0376
*****

```

## Gospodarka Polski



### Rewelacyjny wzrost produkcji przemysłowej

- Dostosowany sezonowo wzrost produkcji przemysłowej w lutym wyniósł 17,8%, a bez korekty sezonowej aż 18,4% r/r, najwięcej od grudnia 1999 r., gdy produkcja przemysłowa zwiększyła się o 19,1% r/r.
- W przypadku przetwórstwa przemysłowego, produkcja wzrosła w lutym aż o 23,3% r/r. Wzrost był częściowo zawyżony przez przemysł stoczniowy, ale nawet biorąc to pod uwagę dane wyglądają bardzo solidnie.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach najszybszy wzrost produkcji zanotowany został w działach przemysłu o dużym udziale eksportu. Niemniej jednak, wzrost produkcji nastąpił w zdecydowanej większości branż przemysłu przetwórczego (w 23 z 29), co sugeruje, że ożywienie gospodarcze nie jest napędzane wyłącznie eksportem.

### ... i bardzo wysoka sprzedaż detaliczna

- Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym bardziej niż oczekiwano (0,4% m/m i 12,1% r/r, po wzroście o 7,6% r/r w styczniu), dołączając do danych o produkcji przemysłowej, wskazujących, że gospodarka rozwija się w coraz szybszym tempie.
- Wzrost był w dużym stopniu napędzany sprzedażą samochodów, odrywającą po styczniowym załamaniu, ale silny wzrost sprzedaży obserwowany był również w pozostałych kategoriach, z wyjątkiem kosmetyków i farmaceutyków, gdzie zanotowano spadek o 6,6% r/r.
- Imponujący wzrost sprzedaży detalicznej uzupełnił serię mocnych danych makroekonomicznych, po której zdecydowaliśmy się na rewizję w górę prognoz tegorocznego PKB. Obecnie przewidujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 5,2% w I kwartale br. oraz 4,9% w całym 2004 roku.

### ... ale nadal mizernie w budownictwie

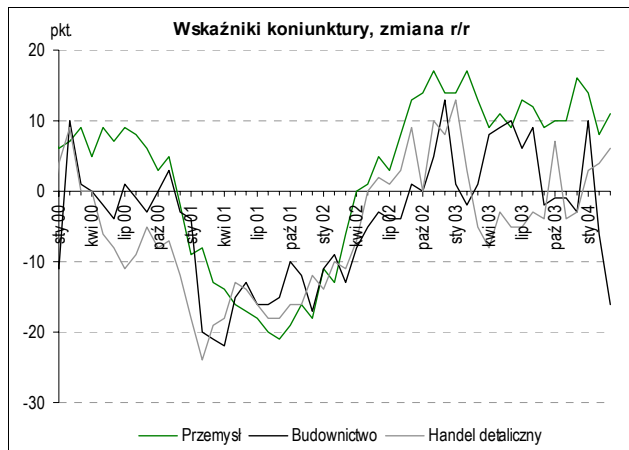
- Podczas gdy wzrosły produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w lutym były ponownie pozytywnym zaskoczeniem i wskazały, że gospodarka jest na ścieżce silnego ożywienia, po raz kolejny gorzkim rozczarowaniem okazały się wyniki produkcji budowlano-montażowej.
- Produkcja budowlano-montażowa w lutym wzrosła o 13,4% m/m, ale w porównaniu rocznym zmniejszyła się o 6,3% wobec spadku o 16,8% r/r w styczniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie o 2,8% niższym niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.
- Wskazuje to, że aktywność inwestycyjna poprawa się bardzo powoli, co może w przyszłości ograniczać wzrost popytu krajowego i PKB, a zatem również presję inflacyjną.

### Doskonale wyniki finansowe firm

- GUS poinformował o bardzo znaczącej poprawie wyników finansowych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 49 osób.
- Firmy utrzymywały koszty pod kontrolą, wciąż nastawiając się na poprawę efektywności swojej działalności. Wzrost przychodów przełożył się więc na wyraźną poprawę wyniku finansowego netto przedsiębiorstw, który w 2003 r. wyniósł 18 mld złotych, w porównaniu ze stratą 2 mld w 2002 roku.
- Najbardziej znaczącą poprawę wyników finansowych odnotowano w przypadku eksporterów, co potwierdziło, że sprzedaż zagraniczna była głównym motorem ożywienia.
- Duża poprawa rentowności działalności przedsiębiorstw niefinansowych powinna się w końcu przełożyć na zwiększenie aktywności inwestycyjnej – pod warunkiem, że znikną czynniki niepewności i ryzyka (np. rozchwiana sytuacja polityczna).

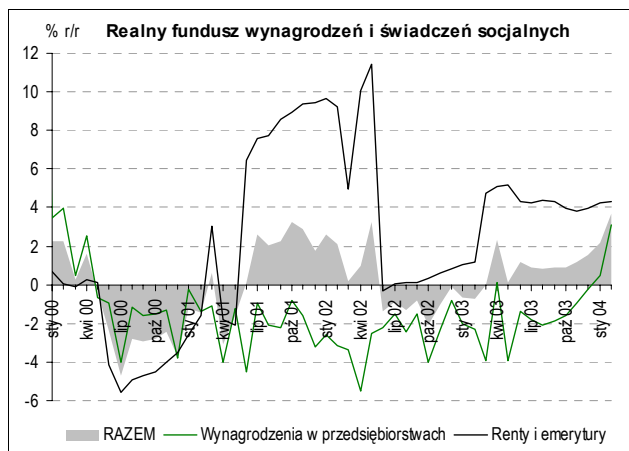
Źródło: GUS, szacunki własne

# Gospodarka Polski



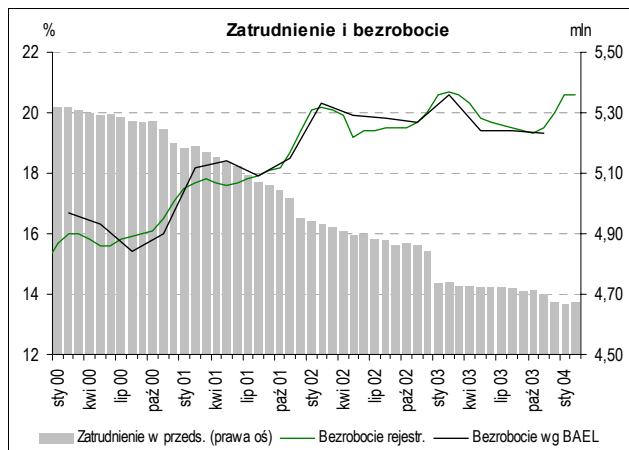
## Mieszane wyniki badań koniunktury i optymizmu konsumentów

- Marzec przyniósł dalsze polepszenie klimatu gospodarczego w przemyśle (11 pkt. r/r) i handlu detalicznym (6 pkt. r/r), oraz potwierdzenie wciąż bardzo złej sytuacji w sektorze budowlanym, gdzie indeks koniunktury spadł aż o 16 pkt. r/r.
- Spadek wskaźnika dla budownictwa był najsilniejszy od grudnia 2001 r. Według badanych firm perspektywa rozwoju sytuacji na rynku budowlanym była jednak nieco lepsza niż wcześniej.
- W marcu opinie konsumentów o bieżącej sytuacji gospodarczej znacznie się pogorszyły, osiągając najniższy poziom od 12 lat. Jednocześnie ocena własnej sytuacji gospodarstw domowych była dużo lepsza i pozytywne były oczekiwania na przyszłość. Nastąpił gwałtowny wzrost opinii, że obecnie jest dobry okres na zakup dóbr trwałego użytku. Liczba gospodarstw domowych planujących takie zakupy zanotowała mocny wzrost.



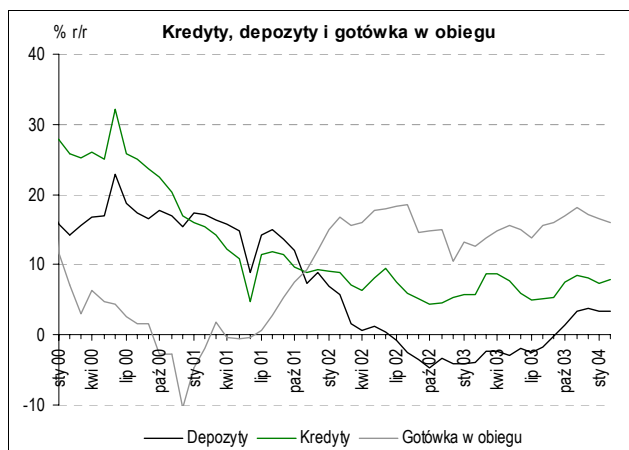
## Niski popyt na pracę, ale coraz wyższe płace

- Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się w lutym o 1,5% r/r, potwierdzając, że popyt na pracę pozostaje mizerny, a postępujące ożywienie nie przekłada się szybko na poprawę warunków na rynku pracy.
- Bardziej zaskakujące, i dlatego ważniejsze, były dane o wysokim wzroście płac w lutym (2,2% m/m i 6,3% r/r), który spowodował, że nawet mimo spadku zatrudnienia fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw odnotował mocne odbicie, wzrastając aż o 4,8% r/r nominalnie i 2,9% r/r realnie, najszybciej od początku 2000 r., czyli od początku okresu spowolnienia gospodarczego.
- Znaczna część wzrostu płac wynikała jednak z jednorazowych (prawdopodobnie) wypłat w górnictwie, gdzie zanotowano olbrzymi wzrost płac o 28% r/r. Przemawia to za tezą, że na razie nie widać istotnego zagrożenia dla inflacji ze strony rynku pracy.



## Ożywienie trwa, ale nadal z wysokim bezrobociem

- Stopa bezrobocia w lutym utrzymała się na poziomie 20,6%, bez zmian w stosunku do stycznia i była o 0,1 pkt. proc. poniżej rekordowego poziomu z lutego 2003. Liczba osób bez pracy wyniosła 3,295 mln, o 1,3 tys. więcej niż w styczniu, ale o 49,7 tys. mniej niż w lutym 2003.
- GUS zrewidował również dane o bezrobociu wg Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności za IV kw. ub.r. Okazało się, że stopa bezrobocia wg BAEL spadła z poziomu 19,4 w III kwartale nie do 18,7% (jak podawano przed miesiącem), lecz do zaledwie 19,3%.
- Rewizja jest dość znaczna i nowe dane prowadzą niestety do nowych wniosków. W przeciwieństwie do poprzedniej informacji, zmniejszają one nadzieje na wyraźniejszy spadek bezrobocia w najbliższym czasie.

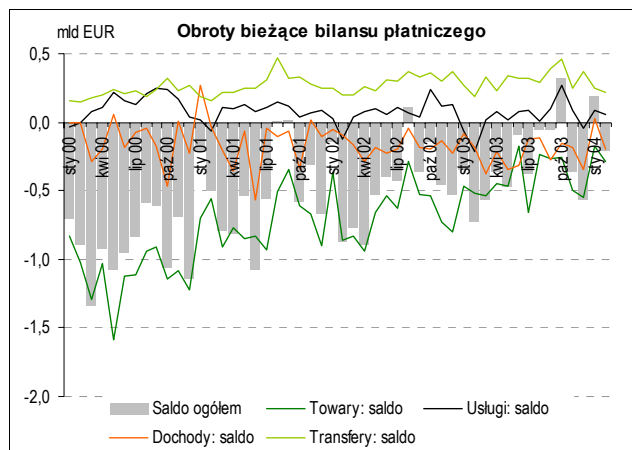


## Pieniądz i kredyty pod kontrolą

- Luty nie przyniósł dużych zmian w procesach monetarnych. Podaż pieniądza M3 wzrosła o 4,9% r/r wobec 5,1% r/r w styczniu. Gotówka w obiegu zwiększyła się przy tym o 16,1% (po wzroście o 16,6% w styczniu), a wzrost depozytów ogółem wyniósł 3,4% r/r, tyle samo, co w poprzednim miesiącu.
- Aktywa ogółem systemu bankowego wzrosły o 7,9% r/r wobec 7,4% r/r w styczniu. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych kontynuowała stopniowy wzrost obserwowany w roku 2003. Wzrosły one o 14,4% r/r. Tymczasem kredyty dla przedsiębiorstw nadal rosną w bardzo wolnym tempie (2,6% r/r).
- W sumie statystyki monetarne nie przyniosły żadnych nowych, istotnych informacji na temat sytuacji gospodarczej i potwierdziły, że ze strony zjawisk pieniężnych nie ma na razie zagrożeń dla procesów inflacyjnych.

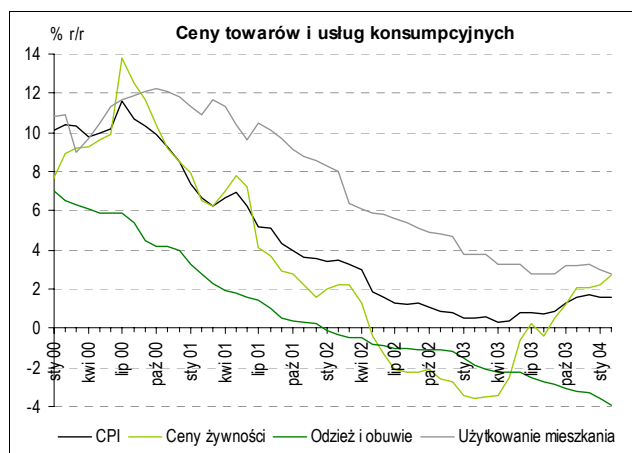
Źródło: GUS, NBP, MF, szacunki własne

## Gospodarka Polski



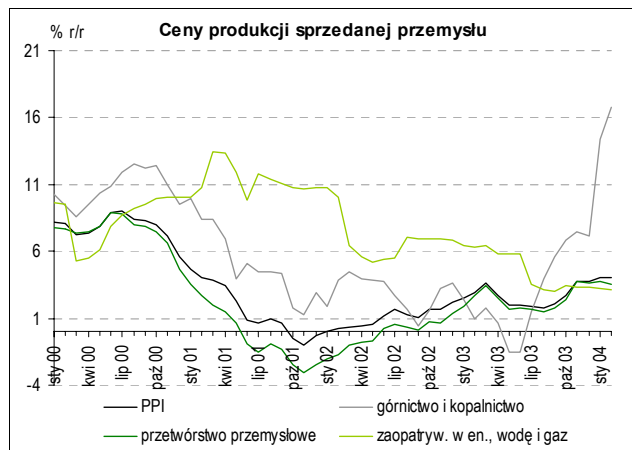
### Bez obaw o równowagę zewnętrzną gospodarki

- W pierwszych dwóch miesiącach roku nastąpił silny wzrost obrotów handlowych, a jednocześnie spadek ujemnego salda handlowego. Relacja deficytu obrotów bieżących po lutym spadła do 1,4% PKB wobec 2% na koniec 2003 roku.
- Zgodnie z oczekiwaniami, polski eksport kontynuował dynamiczny wzrost, zwiększając się (w euro) o 13,4% r/r w lutym i 19,6% r/r w styczniu. Równocześnie przyspieszył wzrost importu, wynosząc 6,5% r/r w lutym i 10,6% r/r w styczniu.
- Rosnąca dynamika importu może być potwierdzeniem, że popyt krajowy (inwestycje) zaczyna wreszcie odbijać się od dna. Możliwe jednak, że wzrost importu zawyżony jest do pewnego stopnia na skutek gromadzenia zapasów przez firmy przed wejściem do UE.
- Oprócz kurczącej się luki w handlu zagranicznym, do poprawy rachunku obrotów bieżących przyczyniło się lepsze saldo usług.



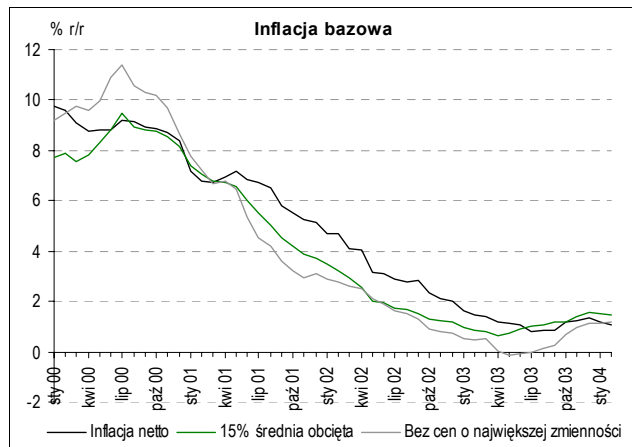
### CPI znów niższy od oczekiwań

- CPI w lutym wyniósł 0,1% m/m i 1,6% r/r. Ze względu na zmianę wag w koszyku konsumpcyjnym (głównie spadek udziału żywności), GUS zrewidował też dane za styczeń do 1,6% z 1,7% podawanych wcześniej.
- Mimo zmiany wag w koszyku konsumpcyjnym ceny żywności pozostały najważniejszym czynnikiem przyspieszenia inflacji. Ich wzrost w styczniu i lutym wyniósł odpowiednio 2,2% r/r i 2,7% r/r.
- Wzrost CPI był również napędzany przez zwiększenie się kosztów użytkowania mieszkania i nośników energii (2,5% r/r w styczniu i 2,4% r/r w lutym) oraz rosnące ceny w transporcie (3,4% r/r w styczniu i 2,4% r/r w lutym).
- Tymczasem ceny odzieży i obuwia zanotowały głębokie spadki o 3,6% r/r w styczniu i 3,9% r/r w lutym.



### Stabilna dynamika cen producentów

- PPI wzrósł w lutym o 0,6% m/m, utrzymując roczne tempo wzrostu na styczniowym poziomie 4,1% r/r.
- Najwyższy wzrost cen zanotowano w górnictwie (16,8% r/r), co potwierdziło, że stosunkowo wysoki wskaźnik PPI to w dużej mierze efekt mocnego wzrostu cen surowców i metali (11,8% m/m). Dotyczy to głównie miedzi i węgla, które odgrywają bardzo istotną rolę w polskim przemyśle.
- Drugim powodem wysokiego poziomu PPI są ceny produktów ropopochodnych (w lutym 2,1% m/m w górę), które przyczyniły się do wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym o 0,6% m/m i 3,5% r/r wobec 3,7% r/r w styczniu.
- W sumie, dane o PPI pokazały, że poza górnictwem i przemysłem wydobywczym, w pozostałych sektorach przemysłu dynamika cen lekko zmalała.



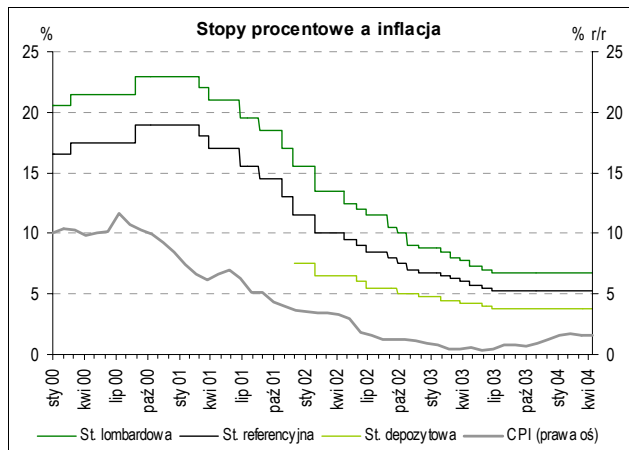
### Inflacja bazowa pozostaje niska

- Dane o inflacji bazowej wpasowały się w pozytywny obraz tendencji inflacyjnych, zarysowany przez dane nt. CPI i PPI.
- Po dwóch miesiącach tego roku 3 miary inflacji bazowej były mniej więcej na poziomie z grudnia 2003, a 2 pozostałe (najważniejszej śledzone przez RPP, tj. 15%-średnia obciąża i inflacja netto) zanotowały spadki (odpowiednio o 0,1 i 0,3 pkt. proc.) i wynoszą obecnie 1,45% r/r i 1,06% r/r. Dynamika wszystkich wskaźników inflacji bazowej utrzymała się poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego (1,5% r/r) i CPI (1,6% r/r).
- W sumie, dane inflacyjne za styczeń i luty potwierdziły, że przyczyny przyspieszenia inflacji leżą prawie wyłącznie po stronie podażowej, natomiast presja popytowa jest nadal prawie całkowicie stłumiona. Średnioterminowe perspektywy inflacji w Polsce pozostają więc dość korzystne.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne



## Pod lupą: Bank centralny



### Stopy i nastawienie bez zmian, ale komunikacja dużo lepsza

- W marcu stopy procentowe bez zmian, stopa referencyjna pozostaje na poziomie 5,25%; nastawienie wciąż neutralne.
- Tak jak oczekiwaliśmy, RPP ponownie nie wykluczyła zmiany nastawienia na restrykcyjne na następnym posiedzeniu.
- Stwierdzenie o możliwości zmiany nastawienia jest „sygnałem pośrednim”, który ma na celu kształtowanie oczekiwań.
- Do zmiany nastawienia w dalszej części roku może skłonić RPP nasilenie ożywienia popytu krajowego.
- Niemniej jednak, przynajmniej do końca tego roku nie należy oczekiwać podwyżek stóp procentowych.
- Nie zmieniamy naszych oczekiwań, ukształtowanych po lutym posiedzeniu RPP, że stopy procentowe pozostaną w tym roku bez zmian.

### Istotne fragmenty komunikatu RPP

Utrzymują się niektóre czynniki sprzyjające utrwalaniu niskiego poziomu inflacji: podaż pieniądza pozostaje na umiarkowanym poziomie, nadal niska jest dynamika kredytu dla przedsiębiorstw, przyspiesza wzrost wydajności pracy.

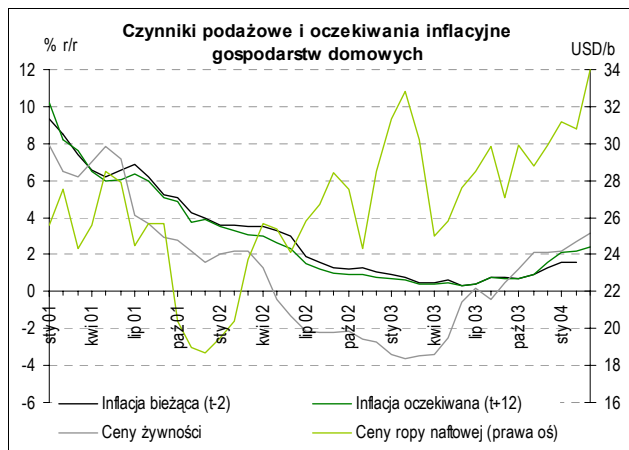
Wyraźnie umacniają się trendy wzrostowe w gospodarce. Polska gospodarka znajduje się obecnie w fazie ożywienia, opartego na szybko rosnącym eksporcie. Przy utrzymywaniu się tempa wzrostu wzrostu popytu na poziomie zbliżonym do 2003 r. można się spodziewać kontynuacji wzrostowych tendencji gospodarki. Będzie to stopniowo zwiększać presję inflacyjną.

Nie zmniejszyło się znaczenie czynników utrudniających stabilizację inflacji na niskim poziomie. Rada podtrzymuje opinię, że najważniejszym z nich jest sytuacja finansów publicznych. (...) Zmniejsza się prawdopodobieństwo zapowiadanego podjęcia działań mających na celu zmniejszenie deficytu budżetu państwa w 2004 r. o ok. 3 mld zł.

Wśród innych czynników możliwej presji inflacyjnej są: wzrost oczekiwań inflacyjnych, wzrost prognoz cen ropy naftowej, wzrost cen żywności w 2004 r. może być większy niż wskazują aktualnie dostępne prognozy, wzrost PPI, wysoka dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu, wzrost płac.

### Konferencja prasowa ważniejsza niż komunikat

- Wydaje się, że opinia RPP na temat bieżącej sytuacji gospodarczej jest podobna do naszego poglądu – ożywienie jest silne, ale wiąże się głównie z doskonałymi wynikami eksportu, co ogranicza jego ewentualny negatywny wpływ na równowagę wewnętrzną i zewnętrzną.
- Wśród czynników wspierających stabilizację inflacji na niskim poziomie są: umiarkowany wzrost podaży pieniądza, niska dynamika kredytów dla firm, szybszy wzrost wydajności pracy.
- Wśród czynników utrudniających stabilizację inflacji na niskim poziomie na pierwszym miejscu ponownie znalazła się sytuacja finansów publicznych.
- Komentarze członków RPP z konferencji prasowej (szczegóły na następnej stronie) wniosły dużo więcej niż komunikat.



### Czynniki podażowe ważnym elementem ryzyka

- RPP zwróciła również uwagę na ryzyko płynące ze strony czynników podażowych.
- Stwierdzono, że rosnące oczekiwania wzrostu cen w sklepach formułowane przez firmy z branży żywnościowej wskazują, że wzrost cen żywności może być większy niż przewidywany na podstawie aktualnie dostępnych prognoz.
- Nastąpił wzrost prognoz cen ropy naftowej w 2004 r. o 1,3 USD/b w ciągu miesiąca i o prawie 5 USD/ b w ciągu sześciu miesięcy.
- Pozostaje pytanie czy RPP powinna reagować na zmiany inflacji powodowane czynnikami podażowymi, jeśli nie będzie się to przekładać na większe oczekiwania inflacyjne.
- Oczekiwania inflacyjne rosną w ostatnich miesiącach, jednak ciekawe co stanie się po wejściu do UE.

### Wzrost inflacji w związku z akcesją z UE, pkt. proc.

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>CPI</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>
<i>Źródła przyspieszenia inflacji:</i>					
Zmiany w VAT i akcyzie	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1
Zmiany w cłach	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zmiany w monopolach	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiany kosztów produkcji	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1
Zmiany cen żywności (WPR)	0,3	0,5	0,3	0,1	0,1

### Niewielki wpływ akcesji do UE na ceny detaliczne

- Ze wspólnego raportu NBP i UOKiK nt. możliwego wpływu przystąpienia Polski do UE na wzrost cen konsumpcyjnych wynika, że nie należy się obawiać gwałtownego wzrostu cen, a zmiany będą raczej umiarkowane i rozłożone w czasie.
- Jedynie 15% towarów i usług zdrożeje po wejściu do UE, a 1/3 koszyka powinna zanotować spadek cen. Akcesja do UE może zwiększyć roczną stopę inflacji o ok. 0,9 pkt. proc. w 2004 i 2005.
- Ten efekt może być nawet słabszy, ponieważ szacunki banku centralnego nie uwzględniały efektu zwiększonej konkurencji po przystąpieniu do wspólnego rynku.
- Szacunki były zbliżone do wyników raportu przygotowanego przez instytut NOBE na zlecenie ministerstwa finansów.
- Choć ministerstwo utrzymało swoje prognozy inflacyjne.



## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

### Komentarz

#### Leszek Balcerowicz, prezes NBP

PAP, konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 31 marca  
Zastrzeżenie dodane do decyzji RPP odzwierciedla po prostu fakt, że wypadkowa czynników wpływających na perspektywy inflacji przesunęła się w stronę mniej korzystną, jednak w przyszłości wypadkowa ta może przesunąć się w dowolnym kierunku.

Uwagi członków Rady Polityki Pieniężnej, wyrażone podczas marcowej konferencji prasowej, rzuciły zdecydowanie więcej światła na prowadzoną politykę pieniężną i wyjaśniły w dużym stopniu interpretację ostatnich decyzji. Ostrzeżenia o zmianie nastawienia nie należy traktować jako groźby przed podwyżką stóp procentowych.

PAP, 19 marca

Krzysztof Rybiński będzie następcą Andrzeja Bratkowskiego, a Jerzy Pruski następcą Jerzego Stopyry. Dotychczasowi zastępcy złożyli rezygnację. Stopyra pozostanie członkiem zarządu NBP, jednak w nowym zakresie odpowiedzialności.

Prezydent mianował nowych wiceprezesów NBP. Mogą oni uczestniczyć w posiedzeniach RPP. Ponieważ zarówno Pruski, jak i Rybiński prezentują raczej „jastrzębie” poglądy na politykę pieniężną, można oczekiwać, że jednym z ich zadań będzie poparcie prezesa NBP w wysiłkach ukierunkowanych na przekonanie pozostałych członków RPP do jego opinii.

#### Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 31 marca

Formułując sygnał, że możliwe jest przejście do nastawienia restrykcyjnego, dajemy znać, że bierzemy pod uwagę pojawienie się czynników presji inflacyjnej, które skutkować będą z pewnymi przesunięciami czasowymi. Czekamy na wyraźniejsze się ich potwierdzenie. [...] Zachowujemy cierpliwość.

Wypowiedź Dariusza Filara stwierdzająca, że RPP – podobnie jak Fed – może sobie obecnie pozwolić na cierpliwość jeśli chodzi o zmianę nastawienia, potwierdza, że nie należy obawiać się przejścia do bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Rada Polityki Pieniężnej będzie z pewnością chciała poczekać na więcej sygnałów z realnej sfery gospodarki, aby bardziej precyzyjnie ocenić skalę ożywienia popytu wewnętrznego (inwestycji) i jego ewentualny wpływ na przyszłą inflację.

#### Mirosław Pietrewicz, członek RPP

PAP, 25 marca

To było pogrozenie. Jedno z drugiego bezpośrednio nie wynika. Tam było określenie, że dużo zależy od tego, co się będzie działo w sferze finansów publicznych, a w tej sferze nastąpiły pozytywne zmiany. Plan Hausnera w zasadniczym stopniu będzie prawdopodobnie realizowany, w każdym razie przechodzi kolejne etapy. W związku z tym rozumiem, że jedna z przesłanek zaostrzenia polityki pieniężnej przestaje istnieć.

Według jednego z bardziej „gołębich” członków RPP główna przesłanka, która mogła spowodować zaostrzenie polityki pieniężnej wygasła w związku z rozpoczęciem prac w parlamencie nad planem oszczędnościowym. Nawet jeśli Pietrewicz wyraził tylko swoją własną opinię, a nie punkt widzenia całej RPP, była to dość istotna wskazówka, sugerująca, że „gołębia” część Rady nie będzie skłonna do drastycznych zmian w polityce pieniężnej.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Gazeta Bankowa, 5 kwietnia

Budowanie modeli ekonomicznych nie jest łatwe – ale wiem, że nasz bank centralny stale doskonali warsztat prognostyczny. Jeśli więc kiedyś rada będzie opierała swoje działania na jakimś modelu, musi być on mało zawodny, tak by poprawnie oddawał kierunek i siłę zmian czynników wpływających na stopę inflacji. Widziałam wiele modeli w różnych krajach prognozujących inflację i wiem, że wszyscy mają ten sam problem – inflacja podlega czasami szybkim zmianom i bardzo trudno je przewidywać.

Władze monetarne reagują na pewne wydarzenia z wyprzedzeniem, na podstawie formułowanych prognoz. Jednak należy pamiętać, że polityka pieniężna oparta na myśleniu mocno wybiegającym w przyszłość, a jednocześnie przejrzysta, wymaga również bardzo dobrej komunikacji z odbiorcami płynącej z niej sygnałów.

W ostatnim czasie, oprócz zmian w Radzie Polityce Pieniężnej, nastąpiły również zmiany w zarządzie NBP. Miejmy nadzieję, że doprowadzi to do dalszego polepszania komunikacji banku centralnego z rynkiem finansowym i już wkrótce pojawią się pierwsze publikacje prognoz makroekonomicznych NBP.

#### Andrzej Wojtyła, członek RPP

PAP, 31 marca

Sytuacja związana z polityką jest czynnikiem brany pod uwagę. Natomiast decyzja o ewentualnym zaostrzeniu kursu wymagałaby jeszcze pojawienia się dodatkowych sygnałów przede wszystkim z gospodarki, które mogłyby sugerować, że aktywność gospodarcza osiągnęła tempo, które może na tyle zwiększyć presję inflacyjną, że byłoby uzasadnione dokonywanie zmiany.

Ten sygnał [że RPP nie wyklucza zmiany nastawienia] zdecydowaliśmy się utrzymać. Ma być sygnałem pośrednim, informującym o nastawieniu Rady, ponieważ wychodzimy z założenia, że sygnalizacja z otoczeniem gospodarczym i politycznym również jest czymś niezwykle istotnym.

Stwierdzenie profesora Wojtyły o wysłaniu „pośredniego sygnału” wydaje się potwierdzać, że RPP wprowadziła de facto dodatkowe, trzecie nastawienie w polityce pieniężnej. Biorąc pod uwagę, że poprzednia Rada używała jedynie dwóch stopni nastawienia polityki pieniężnej – „restrykcyjnego” i „neutralnego” – oraz że to ostatnie mocno się zdewaluowało, ponieważ było obecne przez cały okres redukcji stóp procentowych, RPP wprowadziła określenie stanu pośredniego, aby zaznaczyć, że poprzednia faza polityki pieniężnej jest już za nami. W praktyce, dzięki temu posunięciu udało się skutecznie wpłynąć na oczekiwania rynku. Jednak utrzymywanie tej (dość zawiłej) formuły retorycznej przez dłuższy czas może się wydawać nieco dziwaczne. Dlatego oczekivalibyśmy, że RPP zdecyduje się na zmianę (przedefiniowanie) wykorzystywanej terminologii (nie ma przecież potrzeby posługiwania się cały czas terminami „neutralnego” i „restrykcyjnego” nastawienia).

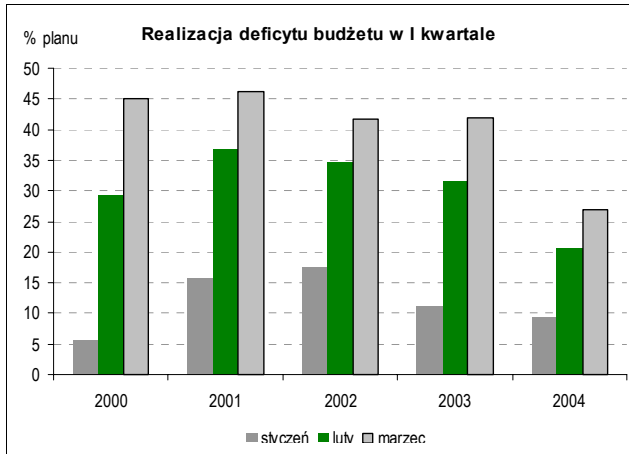
#### Wojciech Kwaśniak, Generalny Inspektor Nadzoru Bankowego

PAP, 11 marca

Nadzór bankowy rozważa możliwość wprowadzenia ograniczenia udziału kredytów hipotecznych w portfelach kredytowych banków uniwersalnych, do około 60 proc. Dzisiaj ostrzegamy, że taką regulację możemy wprowadzić. Robimy analizy. Jeśli na ich podstawie uznamy, że jest potrzeba naszej interwencji poprzez jakąś szczegółową regulację, to ona się pojawi

Według danych NBP kredyty mieszkaniowe stanowiły w 2003 r. ok. 20% całego portfela kredytowego banków w Polsce. W 2002 r. udział ten kształtował się na poziomie 15%. Oznacza to, że nawet jeśli nowa regulacja zostałaby wprowadzona, nadal istnieć będzie spora przestrzeń dla rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę, że obecnie prawie cały wzrost kredytów gospodarstw domowych wynika z przyrostu kredytów mieszkaniowych poziom 60% mógłby zostać osiągnięty dość szybko.

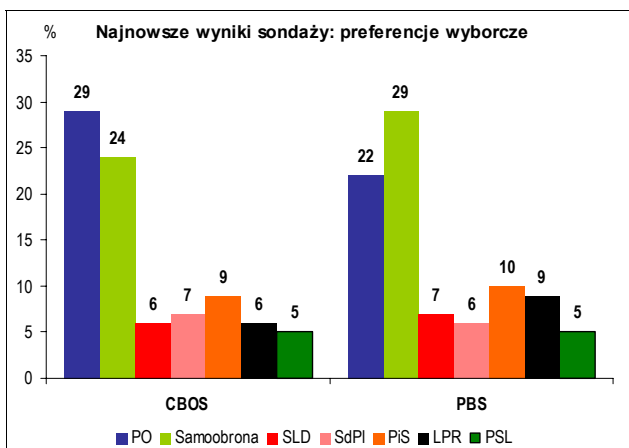
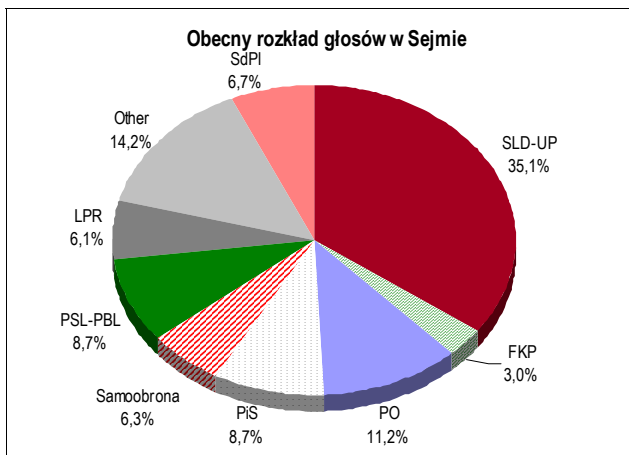
## Pod lupą: Rząd i polityka



### Trzystopniowa procedura zmiany rządu

Prezydent może nie zaakceptować rezygnacji premiera. Jeśli to zrobi powołanie nowej Rady Ministrów przebiega następująco:

1. Prezydent powołuje Prezesa Rady Ministrów wraz z pozostałymi członkami Rady Ministrów w ciągu 14 dni. W ciągu 14 dni premier przedstawia Sejmowi program działania Rady Ministrów z wnioskiem o udzielenie jej wotum zaufania. Wotum zaufania Sejm uchwala **bezwzględna większością głosów** w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów.
2. Jeśli powołanie Rady Ministrów w trybie pkt 1 kończy się niepowodzeniem, Sejm w ciągu 14 dni wybiera Prezesa Rady Ministrów oraz proponowanych przez niego członków Rady Ministrów **bezwzględna większością głosów** w obecności co najmniej połowy ustawowej.
3. Jeśli powołanie Rady Ministrów w trybie pkt 2 kończy się również niepowodzeniem, Prezydent w ciągu 14 dni powołuje Prezesa Rady Ministrów i na jego wniosek pozostałych członków Rady Ministrów. Sejm w ciągu 14 dni od dnia powołania Rady Ministrów przez Prezydenta Rzeczypospolitej udziela jej wotum zaufania **większością głosów** w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów.



Źródło: Ministerstwo Finansów, www.sejm.gov.pl, CBOS, PBS

### Budżet centralny pod kontrolą

- Deficyt budżetu po marcu wyniósł ok. 27% całorocznego planu dzięki wysokim wpływom z podatku CIT (wynika to m.in. z wyjątkowo dobrych wyników finansowych przedsiębiorstw w 2003 r. i ostatecznego rozliczenia przez nie podatku za ubiegły rok).
- Sytuacja budżetu jest dużo lepsza niż w odpowiednim okresie kilku poprzednich lat, choć trzeba pamiętać, że ścieżka realizacji dochodów i wydatków budżetu w trakcie 2004 r. nie jest w pełni porównywalna z poprzednimi latami.
- Jednak kluczowym okresem dla budżetu będzie II kwartał roku, gdy w życie wejdą nowe przepisy dotyczące VAT. Zmiany te spowodują przejściowe załamanie wielkości dochodów budżetu.
- Z punktu widzenia sytuacji fiskalnej, polityka będzie jednak w najbliższym czasie dużo ważniejsza od danych ekonomicznych.

### Marek Belka czy Józef Oleksy?

- 2 maja Leszek Miller zamierza ustąpić ze stanowiska premiera.
- Pozytywnym aspektem jest możliwość powołania nowego rządu bez konieczności posiadania absolutnej większości (50%+1).
- Proces wyłaniania nowego rządu może trwać miesiąc lub dwa, i może zakończyć się wcześniejszymi wyborami. Jednak ta ostatnia ewentualność wydaje się wciąż dość odległa.
- Wszystko się może zdarzyć podczas majowych głosowań. Wierzmy że Markowi Belce uda się uzyskać większość, co ustabilizowałoby rynki finansowe.
- W przeciwnym wypadku rośnie szansa dla rządu Józefa Oleksego popartego przez PSL. Mogłoby to oznaczać znaczące rozwodnienie planu Hausnera i powodować zwiększoną nerwowość na rynkach.

### Nowa partia lewicowa pojawiła się na scenie politycznej

- Grupa posłów SLD pod przewodnictwem Marka Borowskiego i Andrzeja Celińskiego opuściła macierzyste ugrupowanie i założyła nową partię – Socjaldemokracja Polska (SdPI)
- Nowa partia popiera Marka Belkę jako kandydata na premiera.
- Nie wiadomo jak zachowa się wciąż największa partia w Sejmie - członkowie SLD wysyłają sprzeczne sygnały. Dalsze przemieszczanie posłów pomiędzy klubami SLD, UP i SdPI), może zmienić bilans poparcia dla kandydatury Belki na premiera.
- Rozdrobnienie parlamentu zwiększa niepewność polityczną i nic wskazuje aby po wyborach miało być lepiej.
- Pierwsze przymiarki do budżetu na 2005 r. przypomną o nierozwiązanych problemach fiskalnych. Tak więc nerwowość na polskim rynku może utrzymać się przez dwa najbliższe kwartały.

### ...ale póki co w siłę rosną populisci

- Samoobrona coraz częściej pojawia się na pierwszym miejscu w sondażach popularności partii politycznych.
- W przypadku większości pozostałych partii politycznych poparcie spada (najbardziej PO w sondażu PBS - z 26% do 22%) lub jest stabilne.
- Według sondażu PBS partia Andrzeja Leppera byłaby w stanie zmontować większościową koalicję z PSL i LPR.
- Trudno przewidzieć ilu posłów przyłączy się do SdPI. Zwłaszcza, że wysokie poparcie społeczne z pierwszych sondaży nieco wyparowało i jest porównywalne z poparciem dla SLD.
- W kwietniu i maju mamy do czynienia z najgorętszym od wielu miesięcy okresem w polskiej polityce. Poczekajmy na kolejne badania.



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

### Komentarz

#### Aleksander Kwaśniewski, prezydent;

Polskie Radio PR1, 2 kwietnia

Gdyby misja profesora Belki się nie powiodła, są kolejne kroki, ale trudno sobie wyobrazić, że nagle urodzi się jakaś większościowa koalicja. Gdyby miała się urodzić, to ma czas do 2 maja, i wtedy rozmowy mogą toczyć się zupełnie inaczej. Gdyby Marek Belka miał powiedzieć, że nie wyobraża sobie objęcia tego urzędu, to oczywiście będę musiał podejmować dalsze decyzje. Ale nie wydaje mi się, żeby Marek Belka łatwo zrezygnował.

Trwają rozmowy polityczne w sprawie wyłonienia nowego rządu. Niestety, kandydat prezydenta nie odpowiada wszystkim ugrupowaniom politycznym. Pojawiają się nawet głosy, że Marek Belka może zrezygnować przed głosowaniem nad wotum zaufania dla jego gabinetu. Wypowiedzi prezydenta, oraz poniższa samego zainteresowanego wskazują jednoznacznie, że takie rozwiązanie jest mało prawdopodobne.

#### Marek Belka, kandydat na premiera;

PAP, Reuters, 6 kwietnia

Jestem przekonany, że wygłoszę exposé. Albo uzyska ono poparcie, albo nie. [...] Powiem: dajcie mi rok, aby wykonać konieczną robotę albo po prostu przerwijcie tę męczarnię [...] i ogłosimy wcześniejsze wybory.

Głosowanie nad wotum zaufania dla rządu Marka Belki odbędzie się w pierwszej połowie maja. Kandydat na premiera może liczyć na poparcie (części) SLD, nowopowstałej SdPI, Unii Pracy (warunkowo), FKP oraz zapewne posłów niezależnych. Utworzenie rządu Marka Belki będzie zależało od wewnątrzpartyjnych podziałów. Jego gabinetu nie poprą z pewnością wszystkie partie opozycyjne.

#### Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy;

PAP, Reuters, 31 marca

Ja sens [obecności w nowym rządzie] widzę w kontynuacji misji, którą rozpocząłem. [...] Nie potrafię sobie wyobrazić realizacji innego programu gospodarczego. Nie jestem do tego przydatny. Jest to ambitne zadanie, ale mam nadzieję, że Sejm do końca kwietnia uchwali ustawy przyjęte wczoraj przez rząd.

Większość wypowiedzi Marka Belki wskazuje, że jako szef nowego rządu byłby z pewnością zdeterminowany w kontynuacji reform fiskalnych (wspominał nawet o pogłębieniu planu Hausnera) i dokończeniu przygotowań kraju do korzystnej integracji z UE. Również pozycja ministerialna Jerzego Hausnera w rządzie Belki byłaby niezagrożona, gdyż byłby on, obok Włodzimierza Cimoszewicza i Jerzego Szmajdzińskiego, jednym z trzech ministrów, którzy najprawdopodobniej zostaliby w rządzie.

#### Marek Pol, wicepremier, minister infrastruktury, przewodniczący UP;

PAP, 30 marca

Unia Pracy gotowa jest poprzeć rząd, ale nie za wszelką cenę. Jeżeli nowy premier nie zaakceptuje naszych warunków, to wychodzimy z układu koalicyjnego..

Unia Pracy określiła dwa warunki poparcia dla nowego gabinetu - włączenie do planu Hausnera spraw socjalnych oraz ustalenie daty wycofania polskich wojsk z Iraku. Cóż, nie sądzimy aby te warunki mogły być spełnione, ale nie zakładamy również aby Unia Pracy mogła zdecydowanie sprzeciwić się utworzeniu nowego rządu, szczególnie, że poparcie dla UP jest bardzo niskie, a kilku posłów UP zapewne zdecyduje się przejść do Socjaldemokracji Polskiej.

#### Krzysztof Janik, przewodniczący SLD;

PAP, 7 kwietnia

Po tym spotkaniu [M. Belki z zarządem SLD] rośnie w nas determinacja, żeby budować koalicję, która wystarczyłaby do powołania rządu i po tym spotkaniu poziom poparcia dla Belki, jako kandydata na premiera, wzrósł. [...] Belka przedstawił dziś program działania, w dominującej części zyskał on pełne poparcie kierownictwa partii. Wierzę, że w Sejmie uda się osiągnąć większość. Myślę, że w SLD większość jest za tą kandydaturą.

Wbrew wypowiedzi przewodniczącego największej partii w Sejmie, i pomimo tego, że SLD była jedną z dwóch partii od początku popierających kandydaturę Marka Belki, poparcie tej partii nie jest pewne. Co prawda prezydent Kwaśniewski ostrzega, że alternatywą dla rządu Belki są przyspieszone wybory, jednak w praktyce możliwe jest np. powołanie koalicji SLD-PSL. Taki rząd prawdopodobnie nie mógłby liczyć na poparcie Socjaldemokracji Polskiej, jednak w połączeniu z posłami Unii Pracy i FKP mógłby mimo to mieć nieznaczną większość w parlamencie do uzyskania wotum zaufania.

#### Marek Dyduch, sekretarz generalny SLD;

PAP, 7 kwietnia

Jeżeli Belce nie uda się przekonać PSL, to większe szanse będzie miał Józef Oleksy, ponieważ jako sekretarz generalny SLD nie zgodzę się na to, żeby ten rząd miał poparcie doraźne, tylko stabilne. Na razie Belka i Oleksy są na równi kandydatami SLD. Na razie preferencje w aktywie SLD ma Józef Oleksy. Chcielibyśmy, aby Belka rozmawiał z aktywnym SLD. Jeśli Belce uda się przekonać PSL, to będzie to nowa jakość, jeśli nie, to będziemy szukać innych rozwiązań.

Wypowiedź sekretarza generalnego wskazuje, że SLD może coraz bardziej skłaniać się w kierunku wyboru Józefa Oleksego na premiera. Nie jest to pozytywny scenariusz z punktu widzenia kontynuacji reform fiskalnych, ponieważ może oznaczać złagodzenie cięć socjalnych (tym bardziej jeśli powstałaby koalicja z PSL). Rozbieżne wypowiedzi Janika i Dyducha pokazują, że poparcie dla Belki nie jest pewne nawet w samym SLD, co potwierdza, że uzyskanie wotum zaufania dla rządu Belki będzie niepewne aż do momentu ogłoszenia wyników głosowania.

#### Janusz Wojciechowski, prezes PSL;

PAP, 29 lutego

Z mojego punktu widzenia [Marek Belka] jest to kandydatura trudna do zaakceptowania; wręcz niemożliwe jest poparcie PSL dla takiej kandydatury. [...] Polska potrzebuje premiera, który byłby dobry nie tylko dla rynków finansowych, ale przede wszystkim dla ludzi.

PSL nie wyklucza poparcia dla innego rządu wyłonionego z SLD, ale z bardziej „spółecznym programem”. Wojciechowski zasugerował nawet, że PSL mógłby współtworzyć taki rząd i prowadzi rozmowy na ten temat. Jeśli tak się stanie, rynki finansowe mogą rzeczywiście zareagować z dużą nerwowością, a prezes PSL może się wówczas przekonać, że „bardziej społeczne” reformowanie gospodarki, bez poparcia rynków finansowych, skazane jest wcześniej czy później na porażkę.

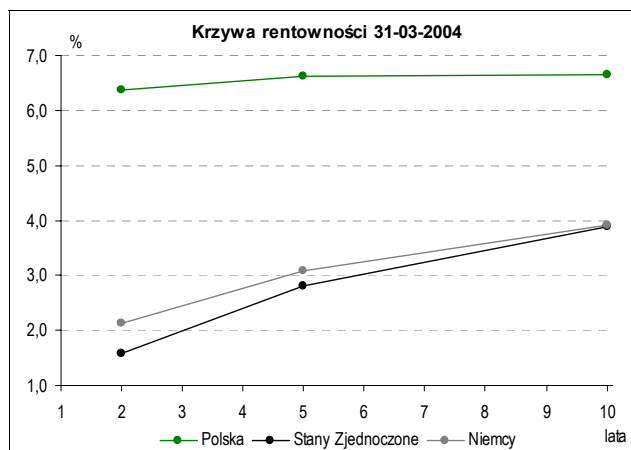
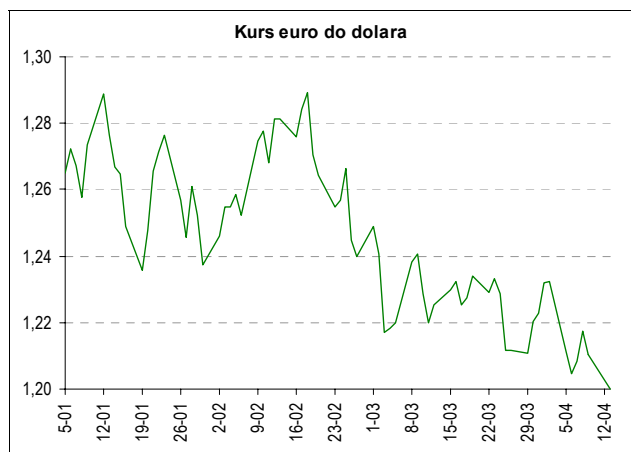
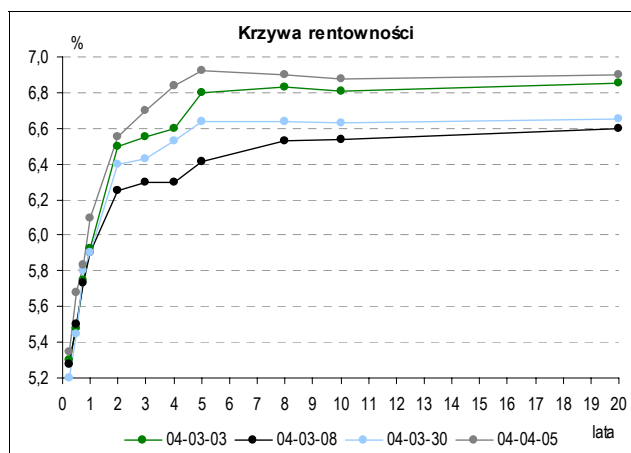
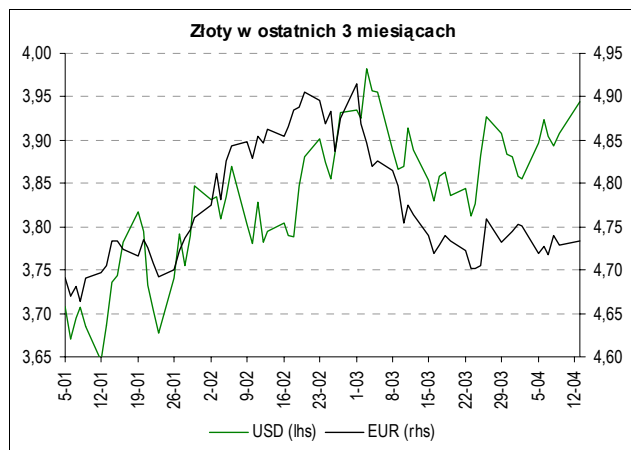
#### Roman Jagieliński, przewodniczący FKP;

PAP, 29 marca

Jeśli będą nasze głosy ważyć, to jestem przekonany, że powinniśmy się porozumieć i poprzeć pana profesora Belkę jako kandydata na premiera.

Trudno wyobrazić sobie aby piętnastoosobowy klub parlamentarny, który mógłby mieć problem z dostaniem się do następnego parlamentu, dążył do przedterminowych wyborów parlamentarnych. Dlatego też, partia Jagielińskiego poprze prawdopodobnie rząd Marka Belki, a jeśli ten nie uzyska bezwzględnej większości, to opowie się za gabinetem Józefa Oleksego.

## Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

### W marcu na rynku mocniej, w kwietniu znów osłabienie

- W marcu nastroje na rynku finansowym nadal były głównie kształtowane przez wydarzenia na scenie politycznej, ale tym razem uspokojenie sytuacji przełożyło się na aprecjację złotego i umiarkowany spadek rentowności obligacji skarbowych.
- Początek marca to rekordowo słabe notowania złotego, ale przez kilka następnych dni wzmościł się on wyraźnie, a krzywa rentowności przesunęła się w dół dzięki przyjęciu ustaw z planu Hausnera, rozszerzeniu koalicji rządowej i zmianie lidera SLD. Następnie utrzymywał się trend aprecjacji złotego zakłócany na krótko wzrostem niepewności politycznej. Wzmocnieniu sprzyjała sprzedaż walut przez ministerstwo finansów, ale spadek kursów był ograniczany popytem importerów, a niejasne wypowiedzi wiceministra finansów zachwiały na krótko złotym. Jednocześnie notowania obligacji odnotowały lekkie osłabienie, bo obok niepewności politycznej wystąpiła relatywnie wysoka podaż na rynku pierwotnym. Pod koniec marca rynek był stosunkowo spokojny i stabilny mimo zapowiedzi dymisji premiera.
- Na koniec marca złoty był mocniejszy niż w lutym o około 2,2% wobec koszyka dolar-euro, a w najsilniejszym punkcie zyskał nawet 2,7%. Krzywa rentowności była na koniec marca około 10 pb niżej niż w lutym, choć w pierwszej dekadzie spadła aż o 20-30 pb.
- W pierwszych dniach kwietnia niepewność w polityce spowodowała jednak pogorszenie nastrojów na polskim rynku, a dodatkowo wahania na rynkach światowych osłabiły notowania obligacji. Potem, w okresie przedświątecznym aktywność rynku była umiarkowana, a zmiany cen nieco przypadkowe.
- Perspektywy polskiego rynku są w znacznym stopniu związane ze zmianą premiera i rządu. Nowy gabinet będzie oceniany przez jego zdolność do wprowadzenia planu naprawy finansów i dlatego pozytywnie przyjąłby wotum zaufania dla rządu Marka Belki.

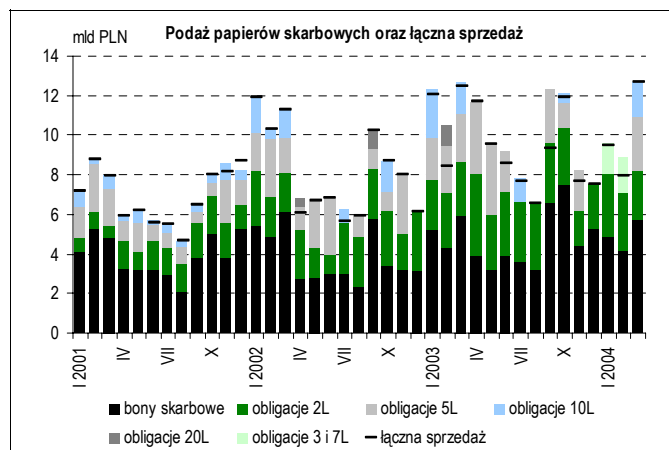
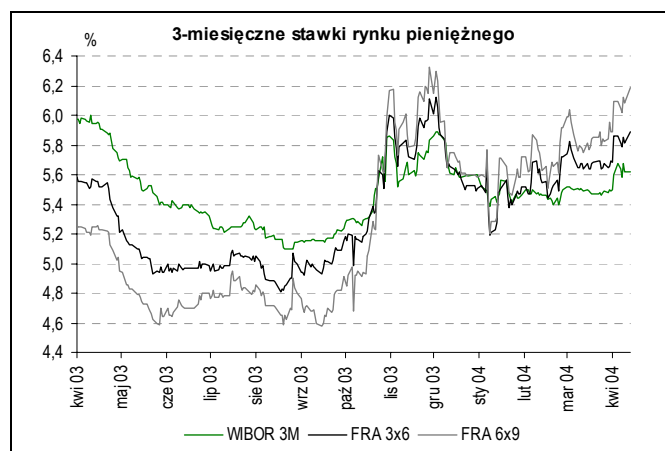
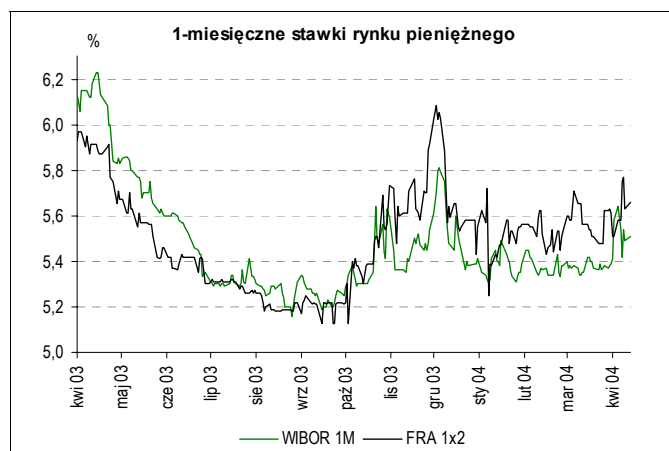
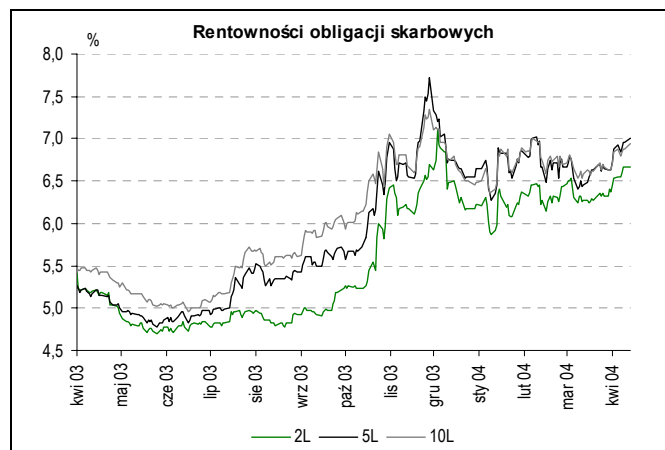
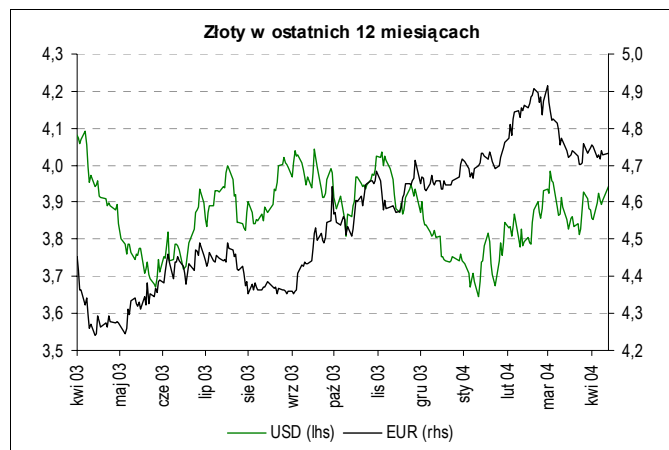
### W marcu wyraźna stabilizacja na rynkach walutowych

- Kursy głównych walut nadal są niestabilne, ale w marcu skala wahań uległa zmniejszeniu. Po znacznych zmianach na początku miesiąca związanych z publikacją lutowych danych o zatrudnieniu w USA kurs EURUSD ustabilizował się około poziomu 1,23, mimo niepokojów po zamachu w Madrycie.
- Na przełomie miesięcy EURUSD znowu ulegał silnym wahaniom po wypowiedziach bankierów centralnych nt. zmian stóp w USA i EMU oraz ponownie przed i po publikacji danych z rynku pracy. Bardzo mocne dane wzmocniły dolara do poniżej 1,20, najsilniejszego poziomu od czterech miesięcy.
- Naszym zdaniem, notowania walut pozostaną niestabilne i w najbliższych miesiącach, do pierwszej decyzji o podniesieniu stóp w USA, prawdopodobnie są wahania kursu EURUSD w szerokim zakresie bez ukształtowania się wyraźnego trendu.

### Prognozy wyższych stóp w USA osłabiają rynki obligacji

- W marcu premia za ryzyko dla polskich obligacji mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat wahała się od 140 pb (8 III – uspokojenie w polityce) do 171 pb (23 III – wysoka podaż obligacji 5L), a na koniec miesiąca była blisko poziomu z lutego (153 pb).
- Na głównych rynkach obligacji kontynuowany był stopniowy spadek rentowności, ale na początku kwietnia trend został przerwany po publikacji bardzo mocnych danych o zatrudnieniu w USA za marzec, które wsparły oczekiwania podwyżek stóp w Stanach Zjednoczonych w II połowie bieżącego roku.
- Do końca roku spodziewamy się wzrostu rentowności, dzięki dalszej poprawie na amerykańskim rynku pracy, która będzie podtrzymywać oczekiwania na podwyżki stóp. Presja na wzrost rentowności wynika także z wysokiego deficytu budżetu w USA.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
01.03.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
08.03.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
15.03.2004	-	1 200 / 1 200	1 200 / 1 200
22.03.2004	-	1 200 / 1 200	1 200 / 1 200
29.03.2004	100 / 100	1 200 / 1 200	1 300 / 1 300
<b>razem marzec</b>	<b>100 / 100</b>	<b>5 600 / 5 600</b>	<b>5 700 / 5 700</b>
05.04.2004	100	1 000	1 100
08.04.2004	100	1 000	1 100
19.04.2004	100	1 000	1 100
26.04.2004	-	800	800
29.04.2004	-	500	500
<b>razem kwiecień</b>	<b>300</b>	<b>4 300</b>	<b>4 600</b>
<b>maj i czerwiec *</b>	<b>100</b>	<b>8 000 - 8 600</b>	

\* szacunki na podstawie wstępnej informacji na cały II kwartał

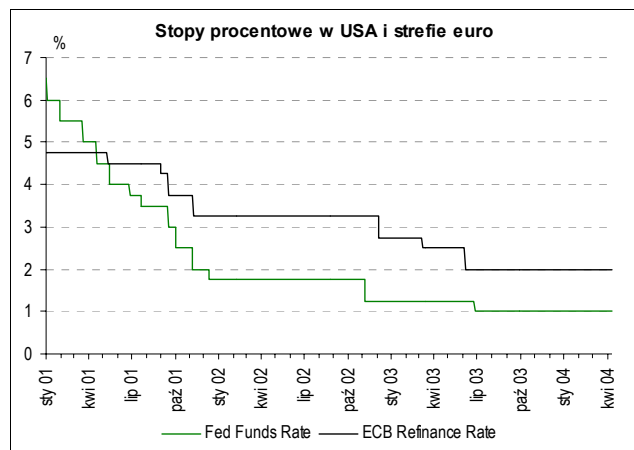
**Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg			II przetarg			III przetarg					
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	07.01*	OK0406	3 200	3 200	14.01	WZ0307/0911	1 500	1 407	-	-	-	-
luty	04.02*	OK0406	2 900	2 600	11.02	WZ0307/0911	1 800	1 110,8	-	-	-	-
marzec	03.03	OK0406	2 500	2 500	10.03	DS1013	1 700	1 700	17.03*	DS0509	2 760	2 760
kwiecień	07.04	OK0806	2 200	2 200	14.04	DS1013	1 400	-	21.04	DS0509	1 700 - 2 700	-
maj	05.05	OK0806	2 200 - 2 800	-	12.05	WZ0307/0911	1 000 - 1 500	-	19.05	5L	1 700 - 2 700	-
czerwiec	02.06	OK0806	2 200 - 2 800	-	9.06	WZ0307/0911	1 000 - 1 500	-	16.06	5L	1 700 - 2 700	-
lipiec	07.07	OK0806	-	-	14.07	DS1013	-	-	-	-	-	-
sierpień	04.08	OK0806	-	-	11.08	WZ0307/0911	-	-	-	-	-	-
wrzesień	01.09	OK0806	-	-	8.09	WS0922	-	-	15.09	5L	-	-
październik	06.10	OK1206	-	-	13.10	10L	-	-	20.10	5L	-	-
listopad	03.11	OK1206	-	-	10.11	WZ0307/0911	-	-	17.11	5L	-	-
grudzień	01.12	OK1206	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

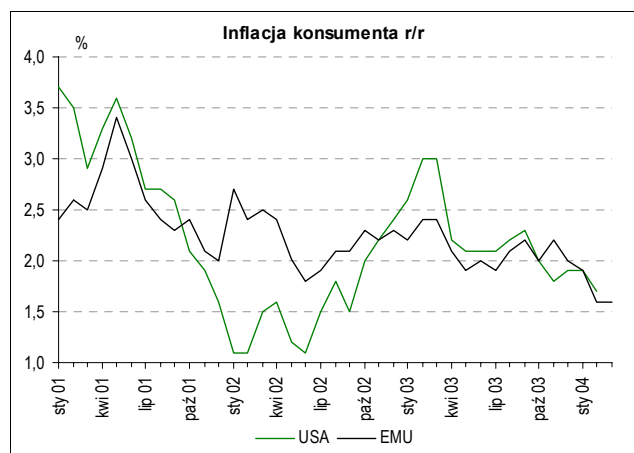
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy

**W oczekiwaniu na spadek stóp w EMU i wzrost w USA**

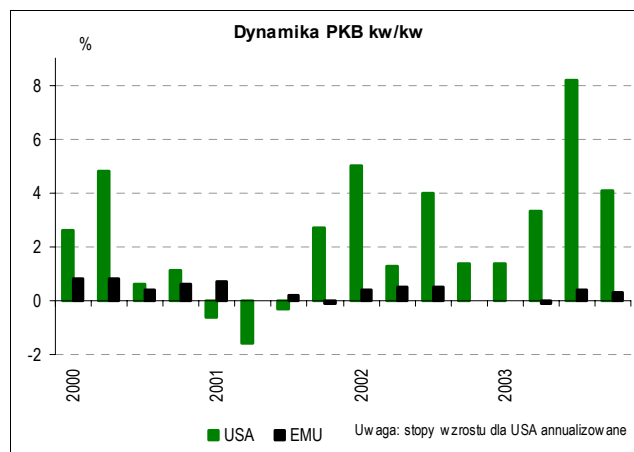
▪ 1 kwietnia, zgodnie z oczekiwaniami, Rada EBC dziesiąty miesiąc z rzędu pozostawiła stopę refinansową na poziomie 2,0%. Prezes banku ocenił, że inflacja w strefie euro może wzrosnąć w najbliższych miesiącach, a obecny poziom stóp zapewnia stabilność cen. Potwierdził on prognozę stopniowego ożywienia gospodarczego. Analitycy oczekiwali, że Trichet da sygnał, że cięcie stóp jest bliskie, ale tym razem osłabił on te oczekiwania.

▪ Jak prognozowano, 16 marca Fed nie zmienił poziomu stóp. Stopa funduszy federalnych wynosi 1% i jest najniższa od 1958 r. W komunikacie Fed sugerował, że nie podniesie wkrótce stóp, bo zatrudnienie nie wzrasta dość szybko, a inflacja pozostaje niska. Jednak najnowsze, bardzo dobre dane z rynku pracy znowu wzmocniły oczekiwania na podwyżkę stóp. Kolejne posiedzenie Fed'u odbędzie się 4 maja.

**W strefie euro inflacja wyraźnie poniżej celu EBC**

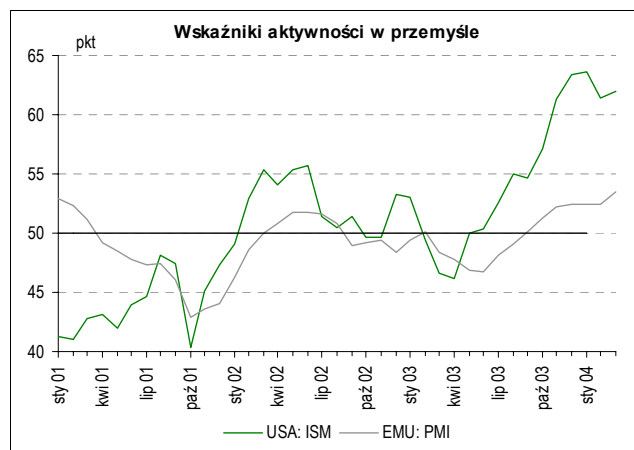
▪ W finalnej publikacji potwierdzone zostały wstępne szacunki inflacji w strefie euro w lutym, co było zgodne z prognozą rynku. Ceny konsumenta wzrosły o 0,2% m/m, a roczna stopa inflacji zmniejszyła się do 1,6% z 1,9% w styczniu. Według wstępnych szacunków za marzec inflacja pozostała na poziomie 1,6% r/r – najniższym od listopada 1999 r. Wynik był zgodny z prognozą rynku, a inflacja w strefie euro nie przekracza górnej granicy celu inflacyjnego EBC na poziomie 2,0%.

▪ W Stanach Zjednoczonych dane o inflacji były zgodne z prognozą rynku. W lutym ceny konsumenta wzrosły o 0,3% m/m, dokładnie na poziomie oczekiwań analityków. Wynik ten przełożył się na spadek rocznej dynamiki cen do 1,7% z 1,9% w styczniu. Inflacja bazowa wzrosła do 1,2% r/r z 1,1%, który był najniższym poziomem od stycznia 1966 r.

**Słaby wzrost w strefie euro, mocny w Stanach Zjednoczonych**

▪ Komisja Europejska obniżyła prognozy wzrostu gospodarczego dla strefy euro w br. do 1,7% z 1,8% szacowanych poprzednio i prognozuje wzrost w 2005 r. na 2,3%. Oceniono, że dalsza silna aprecjacja euro mogłaby zaszkodzić ożywieniu gospodarczemu. W połowie kwietnia zaplanowano drugą publikację danych o PKB strefy euro w IV kw. ub.r. (poprzedni szacunek 0,3% kw/kw oraz 0,6% r/r), a Komisja przedstawi najnowsze prognozy na I i II kw.

▪ Według finalnych danych, PKB USA wzrósł w IV kwartale ub.r. o 4,1% kw/kw wobec wzrostu o 8,2% w III kw. Wynik był zgodny z oczekiwaniami rynku oraz z danymi wstępnymi, chociaż nastąpiły rewizje niektórych komponentów wzrostu. Podwyższony został wzrost konsumpcji indywidualnej do 3,2% z 2,7% oraz inwestycji z 9,6% do 10,9%. W dół zrewidowano natomiast dynamikę spożycia zbiorowego z +0,8% na -0,1%.

**IFO spada jeszcze głębiej**

▪ W marcu aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro przyspieszała wyraźnie szybciej niż w lutym, podczas gdy spodziewano się lekkiego spadku dynamiki wzrostu. Wskaźnik Reuters PMI wzrósł w marcu do 53,5 pkt z 52,5 pkt w poprzednim miesiącu, choć prognozowano 52,3 pkt. Podobnie w USA aktywność w przemyśle odnotowała w marcu wzrost szybszy niż miesiąc wcześniej i przeciwny do oczekiwań. Nadal pozostaje on znacznie szybszy niż w strefie euro. Indeks ISM wzrósł do 62,5 pkt wobec 61,4 pkt w lutym oraz prognozowanych 60,0 pkt.

▪ Indeks IFO, główny wskaźnik koniunktury dla Niemiec, spadł w marcu drugi miesiąc z rzędu do 95,4 pkt z 96,4 pkt w lutym, gdy prognozy wskazywały na 95,7 pkt. Nastąpiło pogorszenie zarówno oceny sytuacji bieżącej jak i oczekiwań na przyszłość. Szef instytutu wezwał EBC do obniżki stóp procentowych.

Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>5 kwietnia</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Sprzedaż detaliczna (II)	<b>6</b> GER: Bezrobocie (III)	<b>7</b> POL: Przetarg obligacji 0K0406	<b>8</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>9</b> FRA: Produkcja przemysłu (II)
<b>12</b> Poniedziałek Wielkanocny	<b>13</b> POL: Bilans płatniczy (II) ITA: Produkcja przemysłu (II) USA: Sprzedaż detaliczna (III)	<b>14</b> POL: Inflacja (III) POL: Podaż pieniądza (III) POL: Przetarg obligacji DS1013 FRA: Inflacja wstępna (III) ITA: Inflacja finalna (III) USA: Inflacja (III) USA: Handel zagraniczny (II)	<b>15</b> POL: Płace i zatrudnienie (III)	<b>16</b> EMU: Inflacja finalna (III) EMU: PKB (IV kw.) USA: Produkcja przemysłu (III)
<b>19</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Produkcja przemysłu (II)	<b>20</b> POL: Produkcja przemysłu (III) POL: Ceny producenta (III) POL: Koniunktura (IV) EMU: Handel zagraniczny (II)	<b>21</b> POL: Przetarg obligacji DS0509	<b>22</b> POL: Sprzedaż detaliczna (III) POL: Bezrobocie (III)	<b>23</b> POL: Inflacja bazowa (III) POL: Ceny żywności (I poł. IV) FRA: Inflacja finalna (III)
<b>26</b> POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Posiedzenie RPP (I dzień) GER: IFO (IV)	<b>27</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EMU: Bilans płatniczy (II)	<b>28</b>	<b>29</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Podaż pieniądza (III) USA: PKB (I kw.)	<b>30</b> EMU: Inflacja wstępna (IV) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (IV)
<b>3 maja</b> Święto Konstytucji EMU: PMI (IV) USA: ISM (IV)	<b>4</b> EMU: Ceny producenta (III) EMU: Bezrobocie (III) USA: Posiedzenie Fed USA: Zamówienia w przemyśle (III)	<b>5</b> POL: Przetarg obligacji 0K0806 EMU: Sprzedaż detaliczna (III)	<b>6</b> GER: Bezrobocie (IV) EMU: Posiedzenie EBC	<b>7</b> USA: Bezrobocie (IV)
<b>10</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>11</b>	<b>12</b> POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911 USA: Handel zagraniczny (III)	<b>13</b> GER: PKB (I kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (IV)	<b>14</b> POL: Inflacja (IV) POL: Podaż pieniądza (IV) POL: Bilans płatniczy (III) EMU: PKB (I kw.) USA: Inflacja (IV) USA: Produkcja przemysłu (IV)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

### Kalendarz publikacji danych w 2004 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	20-21	24-25	30-31	26-27	-	-	-	-	-	-	-	-
PKB*	-	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja	15	16 <sup>a</sup>	15 <sup>b</sup>	14	14	14	14	16	14	14	15	14
Inflacja bazowa	23	-	23 <sup>b</sup>	23	24	22	23	24	22	22	23	22
Ceny producenta	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	23	20	19	22	24	23	21	20	21	21	24	21
Płace brutto, zatrudnienie	16	13	12	15	17	16	14	13	14	14	17	14
Bezrobocie	23	20	19	22	24	23	21	20	21	21	24	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	30	-	12 <sup>c</sup>	13	14	16	13	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	14	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	7	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	19	22	21	22	21	20	21	21	22	21
Ceny żywności, 1-15	-	9 <sup>c</sup> i 25 <sup>d</sup>	25	23	25	25	23	25	24	25	25	23

\* dane kwartalne

<sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za styczeń, <sup>d</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP





## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,5	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,4	19,3	13,1
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	-1,7	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	13,5	15,8
Stopa bezrobocia	%	20,6	20,3	19,8	19,7	19,6	19,5	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,4	20,0
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	0,7	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	5,9	4,5
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-4,0	-3,7	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	10,1	4,1	8,4	4,0	8,9	4,4	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	13,4	11,0	9,6
Import <sup>d</sup>	% r/r	2,4	-6,1	3,1	-4,0	8,3	3,0	12,5	4,9	2,5	6,2	10,6	6,5	7,0	7,9
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-541	-443	-472	-179	-657	-232	-266	-254	-503	-545	-173	-288	-400	-400
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-566	-353	-470	-97	-375	-55	-57	314	-356	-566	191	-210	-400	-250
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,7	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-15,5	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-12,2	-15,9
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	34,6	42,2	50,6	58,5	66,3	74,3	82,2	90,3	98,2	100,0	9,3	20,7	27,0	35,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,6	2,7	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,1	3,6	4,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	0,5	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	4,9	5,3	6,2
Zobowiązania	% r/r	-2,3	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,8	3,4	3,4	4,7	6,4
Należności	% r/r	8,7	8,7	7,6	5,9	5,0	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,9	8,7	10,2
USD/PLN	PLN	4,01	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,89
EUR/PLN	PLN	4,33	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,75
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	6,17	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,67	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,00
Rentowność obligacji 2L	%	5,52	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,50
Rentowność obligacji 5L	%	5,36	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	6,85
Rentowność obligacji 10L	%	5,52	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	6,85

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2002	2003	2004	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	mld PLN	780,4	815,0	872,8	187,1	200,2	201,3	226,4	199,2	213,2	215,9	244,5
PKB	% r/r	1,4	3,7	4,9	2,3	3,9	4,0	4,7	5,2	4,4	4,6	5,4
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,0	1,1	2,8	2,9	3,3	3,0	2,8	3,0	3,2
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,7	1,4	3,8	3,5	3,9	3,7	3,5	3,7	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	7,0	-3,6	-1,7	0,4	0,1	1,0	5,0	8,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	11,1	4,4	9,1	8,9	12,2	17,3	10,8	7,9	8,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	6,5	1,2	9,8	6,4	12,4	10,0	6,0	5,0	5,0
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,4	19,4	19,0	19,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	1,9	1,4	1,7	1,7	3,2	3,6	1,4	1,0	1,6
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	7,6	0,0	7,7	5,1	9,0	7,9	15,1	9,0	7,0	5,0
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	2,4	0,0	3,0	-2,5	7,2	2,5	7,9	8,0	7,0	6,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mIn EUR	-7 701	-5 345	0	-1 600	-1 118	-1 325	-1 302	-861	-1 077	-1 418	-1 526
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mIn EUR	-5 404	-3 550	-2 839	-1 584	-895	-463	-608	-419	-754	-567	-610
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-1,9	-1,5	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-39,4	-37,0	-45,3	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-12,2	-28,7	-36,3	-45,3
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-5,2	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-6,1	-7,7	-3,5	-3,7
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	2,1	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	2,1	2,5	2,3
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	2,4	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	2,3	2,5	2,4
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	4,2	3,0	2,2	1,9	3,4	3,9	4,9	4,5	3,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	5,6	9,1	0,5	1,3	3,1	5,6	5,3	6,2	7,0	5,8
Zobowiązania	% r/r	-4,2	3,8	8,1	-2,3	-1,9	-0,2	3,8	4,7	6,7	7,9	5,9
Należności	% r/r	5,3	8,1	11,9	8,7	5,9	5,4	8,1	8,7	11,1	11,6	12,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,77	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,80	3,76	3,69
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,70	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,71	4,70	4,62
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	5,25	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	5,51	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,45	5,45	5,65
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	6,75	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	5,84	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	5,80	6,00	5,80
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,37	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,50	6,50	6,20
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	6,79	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	6,70	7,00	6,80
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,83	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	6,80	7,00	6,80

*Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK*
<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> 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 13.04.2004 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](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** (22) 586 83 33

**Piotr Bujak** (22) 586 83 41

**Aleksander Krzyżaniak** (22) 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### 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.