



## STRESZCZENIE

PKB w Polsce wzrósł o 7,1% r/r w pierwszym półroczu 2007 r. czyli powyżej tempa potencjalnego. Struktura wzrostu była zrównoważona: motorem stały się inwestycje w środki trwałe i eksport, a konsumpcja indywidualna pozostała w tyle.

Dynamika powyżej potencjalnej odzwierciedliła się w pogarszaniu się stopnia równowagi makroekonomicznej. Polska gospodarka jest nadal dobrze zrównoważona, ale pojawiły się pierwsze oznaki, że nierównowaga może stać się barierą dla wzrostu gospodarczego za 2-3 lata. Popyt krajowy jest obecnie jedynym czynnikiem wzrostu, natomiast eksport netto zaczyna go osłabiać coraz bardziej z powodu wysokiej dynamiki importu. W rezultacie szybko narasta deficyt na rachunku bieżącym, który jest ciągle niezbyt wysoki (3% PKB), ale prędkość jego wzrostu przypomina drugą połowę lat 1990. W którymś momencie rozmiar tego deficytu może wymusić dostosowanie poprzez twardą politykę makroekonomiczną.

Napięcia inflacyjne uległy wzmocnieniu w I połowie br., choć stopa inflacji netto wahała się wokół 1,6% r/r, a zatem w pobliżu dolnej granicy pasma, którego środkiem jest cel NBP: 2,5% r/r. Główne przyczyny wzrostu rocznej stopy inflacji CPI z 1,4% w grudniu 2006 r. do 2,3% w lipcu znajdowały się po stronie podażowej (rosnące ceny paliw i żywności), natomiast oznaki presji popytowej były słabe. Niemniej, wysoka dynamika płac powyżej tempa przyrostu wydajności pracy w całej gospodarce w połączeniu z dużym przyrostem zatrudnienia i ogromny wzrost kredytu dla gospodarki sugerują, że inflacja będzie stopniowo

pełzała w górę, choć nie można także wykluczyć jej niekontrolowanego wybuchu.

Te trendy skłoniły bank centralny do podniesienia kluczowej stopy procentowej do 4,75% w trzech ruchach po ćwierć punktu procentowego, gdyż ryzyko eskalacji napięć inflacyjnych przeważa nad ryzykiem ich osłabienia. Cykl zacieśniania polityki pieniężnej dopiero się rozpoczął i do końca roku nie można wykluczyć co najmniej jednej podwyżki stóp procentowych, a dalsze podwyżki w 2008 r. są nieuniknione.

Deficyt rządowy wykazał lekką nadwyżkę styczeń-lipcu 2007 r. dzięki dużo wyższej dynamice PKB niż przewidywana i opóźnieniom w realizacji części wydatków zwłaszcza związanych z projektami finansowanymi przez UE. W rezultacie deficyt budżetu państwa wyniesie w br. znacznie mniej niż 30 mld zł (2,4% PKB), a deficyt całego sektora finansów publicznych powinien ukształtować się nieco powyżej pułapu 3% PKB.

Nasze przewidywania wzrostu PKB w krótkim okresie cechuje optymizm. Co prawda szczyt cyklu koniunkturalnego gospodarka ma już raczej za sobą, więc należy oczekiwać wyraźnie niższej dynamiki w 2008 r. Najważniejszymi czynnikami ryzyka są: niepewność związana z kursem gospodarki światowej po globalnej zapaści kredytowej, wpływ podwyżek stóp procentowych, wąskie gardła na rynku pracy i niestabilność polityczna. Nie nastąpiły żadne reformy strukturalne, które podniosłyby potencjalną dynamikę PKB oraz poprawiłyby klimat inwestycyjny w kraju, i zwiększyły zaufanie biznesu.

Rząd prowadzi luźną politykę fiskalną w okresie bo-  
omu gospodarczego. Najlepszy okres dla dokonania  
dostosowania fiskalnego, kiedy rosto tempo PKB a  
stopa inflacji była niska i nie rosła, został już zmarno-  
wany. Tym bardziej paląca staje się potrzeba zacie-  
śnienia polityki fiskalnej, aby osiągnąć jej optymalną  
kombinację z polityką pieniężną. Jednak odchodzący  
rząd postanowił zwiększyć wydatki socjalne i odłożył  
mało ambitne plany konsolidacji budżetu państwa, li-  
cząc na spadek deficytu finansów publicznych zgod-

nie z literą Programu Konwergencji z grudnia 2006 r.  
dzięki wysokiej dynamice wzrostu wpływów podatko-  
wych. Ta luźna polityka, podsycająca boom, zwiększa  
ryzyko gwałtownych wahań koniunktury w przyszło-  
ści takich jakich doświadczyła Portugalia. Nie oznacza  
to jednak, że recesja jest blisko. Rząd może natrafić  
na trudności z realizacją zamierzonego deficytu bu-  
dżetu w 2008 r., gdyż założenia dochodów budżeto-  
wych są bardzo optymistyczne.

Tablę 1. Polska gospodarka – główne wskaźniki makroekonomiczne i prognozy CASE

Wskaźnik	Dane								Prognozy CASE					
	2004	2005	2006	2006		2007		2007		2008		2007	2008	
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			
(% zmiana, r/r)														
PKB	5.3	3.6	6.1	6.3	6.6	7.4	6.7	5.9	5.8	4.8	5.4	6.5	5.0	
Spożycie indywidualne	4.4	2.0	5.2	5.6	5.1	6.9	5.1	5.8	7.3	5.4	6.8	6.2	5.7	
Inwestycje brutto w środki trwałe	6.4	6.5	16.5	19.3	19.3	29.6	22.3	16.7	13.2	1.8	7.2	18.2	10.1	
(4 kwartały, % PKB)														
Bilans obrotów bieżących	-4.3	-1.7	-2.3	-1.9	-2.3	-2.5	-3.0	-3.5	-3.4	-3.9	-4.6	-3.3	-5.6	
(% zmiana, r/r)														
Eksport (EUR mld)	22.3	17.8	19.3	19.6	20.5	19.0	19.3	15.5	12.3	18.4	20.1	12.2	11.9	
Import (EUR mld)	19.5	13.3	16.1	18.1	20.7	20.6	16.1	19.9	14.2	22.6	22.5	15.0	11.5	
(% zmiana, r/r)														
Sprzedana produkcja przemysłowa	12.6	3.7	11.3	12.3	10.8	13.0	8.5	9.0	7.3	5.8	8.9	9.6	8.0	
Wartość dodana brutto	5.2	3.3	6.2	6.2	6.9	7.6	6.1	5.8	6.0	4.7	5.6	6.3	4.8	
CPI	3.5	2.1	1.0	1.4	1.3	2.0	2.4	2.2	2.8	3.1	2.7	2.3	2.9	
PPI	7.0	0.7	2.3	3.5	2.8	3.3	2.0	1.7	3.6	4.0	3.3	2.6	3.6	
Przeciętna płaca nominalna	4.0	3.8	4.9	5.0	5.3	7.1	8.9	9.1	9.0	7.5	7.9	8.6	7.5	
Zatrudnienie (% BAEL)	2.2	2.3	3.1	3.7	3.9	3.6	4.8	4.4	4.2	4.0	3.0	4.3	3.4	
Wskaźnik bezrobocia zarejestrowanego (%)	19.0	17.6	14.9	15.2	14.9	14.4	12.4	11.7	11.6	11.5	9.9	11.6	9.9	
PLN/EUR, koniec okresu	4.08	3.86	3.83	3.98	3.83	3.87	3.77	3.85	3.75	3.70	3.80	3.78	3.70	
WIBOR 3M, %, koniec okresu	6.64	4.60	4.20	4.19	4.20	4.40	4.71	5.10	5.35	5.60	5.85	5.30	6.40	
NBP, stopa procentowa	6.50	4.50	4.00	4.00	4.00	4.00	4.50	4.75	5.00	5.25	5.50	5.00	6.25	
(% zmiana, r/r, koniec okresu)														
Podaż pieniądza (M3)	9.4	13.1	16.0	13.4	16.0	18.0	14.7	15.9	16.6	15.9	14.9	16.9	15.3	
Kredyt dla gospodarstw domowych	13.3	26.0	33.4	31.1	33.4	37.7	37.7	35.0	33.0	29.0	25.0	33.0	20.0	
Kredyt dla przedsiębiorstw	-4.0	2.5	13.7	9.1	13.7	17.1	22.1	21.5	20.5	17.0	15.0	20.5	15.0	
(% PKB)														
Deficyt fiskalny	-5.7	-4.3	-3.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-3.2	-3.7	
Dług publiczny	45.7	47.1	47.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	47.0	48.5	

Źródło: GUS, Eurostat, NBP, CASE.

Kwartalnik PG TOP ukazuje się dzięki wsparciu Banku PEKAO SA oraz Fortis Banku Polska SA.