



STRESZCZENIE

Pozytywne niespodzianki naznaczyły pierwszy kwartał 2008 r. w gospodarce, która, jak dotąd, objawiła dużą odporność na trendy stagflacyjne i kryzys finansowy w świecie; polskie banki mają znikomą ekspozycję na rynku amerykańskim.

Wbrew naszym oczekiwaniom trend wzrostowy powyżej 6% r/r został utrzymany. Ekspansję zapewnił popyt krajowy, windowany w górę przez wysoką dynamikę inwestycji w środki trwałe brutto i konsumpcji. Oceniamy, że ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB r/r w I kw. 2008 był wyższy niż w IV kw. 2007, kiedy niespodziewanie okazał się bliski zera. To zresztą uratowało wysoką dynamikę PKB, kiedy wyraźnie spadła stopa wzrostu konsumpcji. Chociaż przyrost PKB w I kw. br. zaskoczył nas pozytywnie, podtrzymujemy prognozę, że w następnych kwartałach będzie obniżał się do 5% r/r. Niemniej, podwyższamy naszą prognozę wzrostu PKB w 2008 r. do 5,3%. W 2009 r. dynamika wzrostu będzie nieco wyższa niż w 2008 roku.

Wysokie tempo wzrostu gospodarczego znalazło odbicie w dalszym, szybkim przyroście zatrudnienia i spadku bezrobocia. Stopa rejestrowanego bezrobocia obniżyła się w I kw. br. aż o 3,3 punktu procentowego do 11,1%, a według Eurostatu wyniosła 7,7% siły roboczej po korekcie sezonowej; wyższe bezrobocie od Polski w UE notowały już cztery kraje. Prognozujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego obniży się do 9,2% pod koniec II kw. i 9,1% na koniec 2008 roku, a stopa bezrobocia wg BAEL znajdzie się w przedziale 6,5%-7%. W związku z brakami pracowników wysoki wzrost płac ponad dynamikę wydajności pracy będzie nadal potęgował napięcia inflacyjne.

W I kw. 2008 r. trwał trend wzrostowy stopy rocznej inflacji CPI, która podniosła się do 4,1% z 3,5% r/r w IV kw. 2007 r. Napięcia inflacyjne nie tylko wzmocniły się, ale obejmowały coraz większy zakres dóbr i usług. Tego drugiego dowodzi szybki wzrost wszystkich indeksów inflacji bazowej, a to świadczy także o wzmocnieniu presji popytowej. Prognozujemy, że w II kwartale br. stopa inflacji CPI utrzyma się na poziomie ok. 4% r/r i osiągnie szczyt latem po czym zacznie spadać do ok. 3,4% w IV kw. 2008. Korekta naszej poprzedniej prognozy w górę jest uzasadniona

silniejszą dynamiką cen ropy naftowej oraz lepszym scenariuszem przyrostu PKB. I tak zakłada ona wyższe niż przeciętne zbiory zbóż w świecie.

Wobec narastających napięć inflacyjnych, RPP podnosiła stopy procentowe o ćwierć punktu procentowego co miesiąc w I kwartale, a więc nieco szybciej niż zakładaliśmy. W tej sytuacji niewykluczona jest jeszcze jedna podwyżka stóp procentowych w II kwartale 2008. Nadal sądzimy jednak, że wtedy nastąpiłby koniec cyklu podwyżek z powodu przełamania się trendu zwykłego inflacji w III kw. i aprecjacji złotego. Po ewentualnej podwyżce, stopy zostaną niezmiennione co najmniej do I kw. 2009 włącznie, kiedy stopa rocznej inflacji powinna spaść poniżej 3%.

Podwyżki stóp procentowych doprowadziły do dalszego powiększenia się różnicy między oprocentowaniem instrumentów dłużnych w Polsce i na kluczowych rynkach finansowych, co wywołało gwałtowne wzmocnienie złotego. Ta różnica może nadal powiększać się, ale już niewiele, zatem tempo aprecjacji złotego powinno ulec spowolnieniu.

Wzmocnienie naszej waluty nie przełożyło się jeszcze w sposób widoczny na dynamiki eksportu i importu, ale w naszej ocenie bardziej podatne są one na kształtowanie się dynamik popytu w UE i Polsce. Wyrażona w euro, roczna dynamika wartości eksportu zaskoczyła pozytywnie w I kwartale 2008. Sprzyjał jej silny wzrost gospodarczy w Niemczech, Rosji, Ukrainie i w krajach rozwijających się. Niemniej, nie wydaje się do utrzymania wobec przyhamowania gospodarczego w UE, zwłaszcza w strefie euro. Według naszych szacunków deficyt na rachunku bieżącym osiągnął w I kw. br. 4% PKB i powinien to być jego szczyt; jest to jeden z najniższych deficytów w wśród nowych państw członkowskich UE. Oznacza to, że odchodzimy od scenariusza jego dalszego narastania w 2008 i 2009 roku na rzecz scenariusza jego powolnego spadku, gdyż według naszych prognoz wzrost nadwyżki usług i nadwyżki transferów powinien zrównoważyć pogłębianie się deficytu bilansu handlowego. Deficyt skorygowany o napływ środków unijnych, rejestrowanych na rachunku kapitałowym, wyniósł zaledwie 2,5% PKB.

Zaskakuje pozytywnie sytuacja w budżecie państwa. Deficyt sektora finansów publicznych wyniósł zaledwie 2% PKB w 2007 r. i procedura nadmiernego deficytu zostanie anulowana. W I kw. powtórzyła się sytuacja z 2007 r.: dochody z podatków były wyższe niż projekcja, a wydatki - niższe niż planowano. Mała nadwyżka z I kw. 2008 zapewne przekształci się w deficyt w następnych miesiącach, ale lepsze niż oczekiwane wyniki w I kwartale skłaniają nas do ostrożnej rewizji w dół naszej prognozy deficytu finansów publicznych w 2008 roku. Dalej pozostaje ona jednak po-

wyżej projekcji rządu. Nasza projekcja w 2009 r. jest uwarunkowana podjęciem reform wydatków przez rząd w tym wcześniejszych emerytur.

Spadek deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% sprawił, że Polska po raz pierwszy w historii spełnia wszystkie kryteria z Maastricht. Ostatnia aktualizacja Programu Konwergencji nie pozostawia jednak złudzeń, że Polska szybko przyjmie euro. Tekst specjalny jest krytyką tego programu.

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

Wskaźnik	Dane							Prognozy CASE					
	2005	2006	2007	2007				2008				2008	2009
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Nominalny PKB, mld zł (% zmiana, r/r)	983,3	1060,0	1167,8	267,67	281,2	288,2	329,7	296,0*	307,5	312,6	359,8	1275,8	1386,4
PKB	3,6	6,2	6,6	7,3	6,5	6,5	6,3	6,2*	5,2	4,9	5,2	5,3	5,5
Spożycie indywidualne	2,0	4,9	5,2	6,9	5,0	5,1	3,7	6,0*	6,0	6,1	6,8	6,5	5,8
Inwestycje brutto w środki trwałe (4kwartały, % PKB)	6,5	15,6	19,3	26,2	20,8	18,3	16,4	17,0*	11,7	11,2	13,1	13,4	14,0
Bilans obrotów bieżących (% zmiana, r/r)	-1,6	-3,2	-3,6	-3,2	-3,7	-3,6	-3,6	-4,0*	-3,9	-3,7	-3,4	-3,4	-3,0
Eksport (EUR mld)	17,8	20,4	12,8	19,0	19,3	13,1	12,0	23,2	17,3	18,7	18,3	19,4	13,5
Import (EUR mld)	13,4	24,0	17,9	20,6	16,1	16,7	16,2	23,7	20,1	19,6	18,1	20,4	9,9
Sprzedana produkcja przemysłowa	3,7	11,3	9,8	13,0	8,5	8,1	9,6	8,5	8,9	7,6	6,3	7,9	8,5
Wartość dodana brutto	3,3	6,0	6,7	7,8	6,5	6,3	6,3	6,1*	5,1	4,9	5,0	5,2	5,3
CPI	2,1	1,0	2,5	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	4,1	4,3	3,4	4,0	3,0
PPI	0,7	2,3	2,3	3,3	2,0	1,7	2,3	3,0	2,7	2,9	3,5	3,0	3,1
Przeciętna płaca nominalna	3,8	4,9	8,7	7,1	8,9	9,7	10,0*	11,5	9,6	11,0	9,8	10,5	7,5
Zatrudnienie (% BAEL)	2,3	3,1	3,1	3,6	4,8	3,5	4,2	4,5*	4,0	4,0	3,5	4,0	2,0
Wskaźnik bezrobocia zarejestrowanego (%)	17,6	14,8	11,4	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,2	8,8	9,1	9,1	8,0
PLN/EUR, koniec okresu	3,86	3,83	3,58	3,87	3,77	3,78	3,58	3,53	3,42	3,39	3,43	3,43	3,35
WIBOR 3M, %, koniec okresu	4,60	4,20	5,68	4,24	4,71	5,10	5,68	6,15	6,40	6,35	6,25	6,25	5,70
NBP, stopa procentowa	4,50	4,00	5,00	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	5,50
(% zmiana, r/r, koniec okresu)													
Podaż pieniądza (M3)	13,1	16,0	13,4	18,0	14,7	14,4	13,4	13,6	13,2	13,1	13,4	13,4	12,9
Kredyt dla gospodarstw domowych	26,0	33,4	33,4	37,7	37,7	39,6	37,9	37,4	35,0	32,4	29,9	29,9	25,0
Kredyt dla przedsiębiorstw	2,5	13,7	24,1	17,1	22,1	24,7	24,1	25,2	24,0	22,0	21,1	21,1	18,0
(% PKB)													
Deficyt fiskalny	-4,3	-3,8	-2,0	n.a.	n.a.	n.a.	2,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-2,8	-2,3
Dług publiczny	47,1	47,6	44,9	n.a.	n.a.	n.a.	44,9	n.a.	n.a.	n.a.	44,4	44,4	43,5

(*) oznacza prognozy i szacunki

Źródło: GUS, Eurostat, NBP oraz własne wyliczenia CASE.

Autorzy prognoz: Małgorzata Jakubiak, Maciej Krzak (Szef Zespołu Makroekonomicznego), Mateusz Walewski, Przemysław Woźniak

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