



## Ocena sytuacji gospodarczej w III kwartale 2004 r. oraz prognoza na lata 2005–2006

**opracował zespół:**

*Rafał Antczak, Małgorzata Jakubiak, Małgorzata Markiewicz,  
Katarzyna Piętka, Grzegorz Ogonek, Mateusz Walewski i Przemysław Woźniak*

### III kwartał 2004 r.

#### **Wzrost gospodarczy i rynek pracy**

W III kwartale b.r. nastąpiło spowolnienie wzrostu gospodarczego do 4,8% (z 6,1% w II kwartale). Wpłynęło na to relatywnie duże przyspieszenie realnej dynamiki importu (19%) i spowolnienie tempa konsumpcji. Po rekordowych wzrostach w dwóch poprzednich kwartałach zapasy rosły nieco wolniej, nadal jednak ich dynamika jest wysoka. Wzrost inwestycji (4,1%) był niewiele wyższy niż w I połowie roku.

Podsumowując pierwsze miesiące obecności w UE należy stwierdzić, iż z punktu widzenia pesymistycznych opinii o możliwym kryzysie w sferze realnej, wywołanej pełnym otwarciem polskiej gospodarki, bezpośredni okres po akcesji można uznać za sukces. Z drugiej strony nie można uznać okresu bezpośrednio przed i po akcesji za moment przełomowy dla polskiej gospodarki. Wysoki wzrost gospodarczy w I i II kwartale (6,9 i 6,1%) nie wynikał ani z rekordowych realnych wzrostów eksportu, ani z wyjątkowego ożywienia konsumpcji czy inwestycji (w tym ostatnim przypadku entuzjazm członkostwa wydaje się nie mieć żadnego znaczenia). Natomiast silnym motorem tego wzrostu PKB był przyrost zapasów wynikający prawdopodobnie z przeszacowania przez producentów i handlowców popytu krajowego i zagranicznego – kontrybucja do wzrostu PKB wyniosła aż 2,4 pkt. proc. w I kwartale i 1,7 pkt. proc. w II kwartale, a w III 1,5 pkt. proc. Ponadto, wysokie nominalne wzrosty eksportu w I połowie roku w ujęciu bilansu płatniczego nie wynikały z przyspieszenia dynamiki wolumenu, ale w znacznej mierze z podnoszenia cen przez eksporterów. Efekt wyższych obrotów w handlu zagranicznym dla PKB zaczyna być widoczny dopiero w III kwartale. Przy obecnym tempie popytu krajowego dynamika importu

jest jednak na tyle ograniczona, że obserwujemy spadek deficytu w handlu zagranicznym i w efekcie dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB.

Struktura wzrostu gospodarczego po stronie podaży pozostaje od wielu kwartałów taka sama: najsilniej rośnie wartość dodana w przemyśle, a następnie w usługach rynkowych oraz maleje w budownictwie.

W wyniku niższej dynamiki popytu konsumpcyjnego, jak też nieco mniejszego przyrostu zapasów wolniej rosła wartość dodana w przemyśle (średnio o 9,2%). Z analizy produkcji sprzedanej wynika, iż spowolnienie nastąpiło niemal we wszystkich branżach przemysłu przetwórczego i raczej trudno doszukać się związku z dużym nagromadzeniem zapasów w I połowie b.r. To oznacza, iż silniejszą rolę odgrywało antycypowane spowolnienie sprzedaży w III kwartale.

Powoli stabilizuje się sytuacja w budownictwie. W III kwartale b.r. po raz pierwszy od ponad czterech lat odnotowano wzrost produkcji sprzedanej na poziomie danych kwartalnych (+0,4%), szacujemy jednak, iż wartość dodana nadal malała. Dane za październik potwierdzają początki stabilizacji – produkcja sprzedana wzrosła o 4,1% (zwłaszcza w branży wznoszenia obiektów budowlanych, inżynierii wodnej i lądowej), przy czym nawet po uwzględnieniu różnej liczby dni roboczych.

Poprawa sytuacji finansowej firm i sam fakt wzrostu potencjału gospodarczego z tytułu wejścia do UE nie wpłynęły na popyt na siłę roboczą – zatrudnienie nie rośnie (spadek w ujęciu rocznym w październiku o 0,4%), a stopa bezrobocia (18,7% w październiku) spada w dużej mierze w wyniku przechodzenia bezrobotnych do stanu ekonomicznej bierności (przynajmniej oficjalnej). Rezultatem trudnej sytuacji na rynku pracy jest umiarkowany wzrost płac, w dodatku wolniejszy w III kwartale i w październiku niż inflacja (realny spadek o 0,4% w ujęciu rocznym). Zjawisko to jest pozytywne z punktu widzenia inflacji (brak presji popytowej), przełożyło się jednak na spowolnienie konsumpcji (do 3,5% w III kwartale). Wzrost płac realnych jest znacznie wolniejszy od dynamiki produktywności pracy.

### **Kurs walutowy, ceny i polityka monetarna**

Średniookresowym problemem związanym z wejściem do UE okazał się wzrost inflacji (najwyższy do tej pory poziom to 4,6% w lipcu–sierpniu) o charakterze wyłącznie podażowym (wysokie wzrosty cen żywności i paliw). Dynamika cen żywności rosła do sierpnia, kiedy osiągnęła 9,3% (najwięcej od 4 lat). W przypadku głównie mięsa przyczyną był znaczny arbitraż cenowy pomiędzy Polską i UE, ale także inne efekty („świński dołek” czy spekulacyjne podwyżki cen cukru jeszcze przed akcesją). Ponadto, w III kwartale proinflacyjny efekt wywierały cały czas wysokie ceny paliw. Ich roczna dynamika wahała się w bardzo wysokim przedziale 15–18% w okresie od maja do września, co wpływało na inflację zarówno bezpośrednio (waga paliw w koszyku konsumpcyjnym to 3,8%), jak i pośrednio – podwyższając koszty transportu i produkcji, mające istotny udział w całości kosztów wytworzenia i dystrybucji większości dóbr i usług. Presja popytowa natomiast nie występowała – dobra o dużej elastyczności cenowej popytu nadal taniały lub ich ceny były stabilne.

Stabilizacja inflacji (po trzech miesiącach akcesji) była dość szybka, jednakże wywołująca silne adaptacyjne oczekiwania inflacyjne ludności (4,5% w sierpniu). Czynnikiem ten m.in. skłaniał NBP w III kwartale do dalszych podwyżek stóp procentowych, które wzrosły o 75 pkt. bazowych (w lipcu o 25 pkt. bazowych i w sierpniu o 50 pkt. bazowych), a łącznie od maja o 125 pkt. bazowych. Wzrost inflacji w stosunku rocznym na koniec III kwartału wyniósł 3,5 pkt. proc., co spowodowało spadek realnej stopy procentowej o 2,25 pkt. proc. do poziomu 2,1%. Natomiast wzrost rynkowych stóp procentowych był znacznie wyższy, co odzwierciedlało powszechne oczekiwania kontynuacji podwyżek w kolejnych kwartałach.

W III kwartale b.r. zrealizowała się nasza prognoza stopniowej deprecjacji dolara wobec euro i aprecjacji złotego wobec obu walut. W kolejnych miesiącach IV kwartału miała miejsce kontynuacja tych trendów. Na listopadzie kurs dolara przekroczył psychologiczny poziom 1,30 za euro. Kurs złotego wobec euro umocnił się od maja do października o blisko 9%, a wobec dolara – o przeszło 12%. W ujęciu rocznym oznacza to aprecjację odpowiednio o 6 i 12%. Złoty jest jednak nadal znacząco słabszy w porównaniu z początkiem 2002 r. (notowana do I kwartału b.r. deprecjacja złotego zaczęła się w II połowie 2002 r.). W tym czasie wydajność przemysłu przetwórczego wzrosła o ponad 30%, tak więc zagrożenie dla konkurencyjności polskich towarów wydaje się obecnie dalekie.

Aprecjacja złotego powodowana była znaczącą poprawą w bilansie płatniczym w rezultacie spadku deficytu obrotów bieżących (z 4,8 mld euro w sierpniu 2003 r. w ujęciu 12-miesięcznym do 2,5 mld euro w sierpniu 2004 r.) i utrzymania się na prawie niezmiennym poziomie nadwyżki na rachunku kapitałowym i finansowym (6,7 i 6,8 mld euro w ujęciu 12-miesięcznym w sierpniu 2003 r. i 2004 r.). W głównej mierze był to napływ kapitału portfelowego (zachęcanego rosnącymi rentownościami SPW): aż 8,8 mld euro w sierpniu b.r. w ujęciu 12-miesięcznym; napływ FDI od początku b.r. do września (2,2 mld EUR) był niższy niż w analogicznym okresie 2003 r.

## **Finanse publiczne i rynki finansowe**

Wyższy wzrost gospodarczy, a zwłaszcza wyższa inflacja sprzyjają wyższym od planowanych dochodom budżetowym, co zniwelowało obawy o wykonanie budżetu w b.r. W efekcie wraz z oczekiwanymi przychodami z prywatyzacji pod koniec b.r. potrzeby pożyczkowe państwa były niższe niż planowano.

## **Prognoza sytuacji gospodarczej na lata 2005–2006**

### **Wzrost gospodarczy i rynek pracy**

Warunki makroekonomiczne na 2005 i 2006 r. są raczej pomyślne: widoczne są zadatki na wysoką absorpcję środków unijnych, stopniowe ożywienie popytu w UE, raczej stabilizacja cen ropy naftowej i

wygasanie innych czynników podażowych inflacji, umiarkowane żądania płacowe wynikające z bardzo powolnej poprawy na rynku pracy, stabilizacja, a może i powolny spadek stóp procentowych, i w końcu stopniowa aprecjacja złotego. Utrzymujemy prognozę wzrostu dynamiki inwestycji w 2005 r. do ponad 8%, wynikającego w znacznej mierze z realizacji projektów unijnych przy utrzymaniu tempa wzrostu inwestycji niezwiązanych ze środkami unijnymi na obecnym poziomie. W 2006 r. będzie to blisko 7-proc. wzrost. W 2005 r. spowolnieniu ulegnie natomiast konsumpcja gospodarstw domowych, co wiąże się ze zmianą struktury dochodów – brak indeksacji świadczeń społecznych oraz spadek wydatków na niektóre świadczenia (zapoczątkowany w b.r.) przy prognozie powolnego wzrostu zatrudnienia i umiarkowanej dynamice płac. Utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki pozostałych dochodów będzie sprzyjało raczej stopniowej odbudowie stopy oszczędności (zakup mieszkań), niż zwiększeniu dynamiki konsumpcji. Z kolei skumulowana indeksacja świadczeń społecznych w 2006 r. oraz dalsza odbudowa funduszu płac będą sprzyjały wyższemu wzrostowi spożycia w tym roku. W efekcie łączna kontrybucja konsumpcji i inwestycji do wzrostu PKB będzie rosła (w latach 2004-06 odpowiednio 3,1, 3,3 i 3,9 pkt. proc.). W 2005 r. spodziewamy się niewielkiego spowolnienia wzrostu eksportu – na poprawę koniunktury w UE nałoży się brak kolejnego bodźca w postaci otwarcia rynku unijnego oraz aprecjacja złotego. W 2006 r. czynnik dalszego przyspieszenia wzrostu w UE oraz dalszej ekspansji na rynki unijne pozwoli na powrót tempa eksportu powyżej 9%. Jednocześnie prognozujemy, iż wzrost importu, będący wypadkową tendencji w eksporcie i popycie krajowym, pozostanie nadal poniżej dynamiki eksportu, dzięki czemu nadal będzie malał deficyt w handlu zagranicznym i pozytywnie wpływał na wzrost PKB (choć w stopniu o połowę niższym niż w 2004 r.). Prognozowane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2005 r. do 4,0% wynika przede wszystkim ze znacznie mniejszej akumulacji zapasów niż w b.r. (kontrybucja niższa o 1,1 pkt. proc.). Ponowne przyspieszenie dynamiki PKB w 2006 r. (4,5%) to efekt poprawy tempa konsumpcji prywatnej.

Przyspieszenie inwestycji w 2005 r., ale z drugiej strony spowolnienie eksportu i konsumpcji gospodarstw domowych oraz akumulacji zapasów wpłyną na spadek dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu do około 7%. Wzrost tempa konsumpcji w 2006 r. przełoży się częściowo na przyspieszenie wzrostu w usługach rynkowych, co przy nieco wolniej rosnących nakładach inwestycyjnych będzie powodowało utrzymanie się wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu na poziomie zbliżonym do 2005 r.

Jesteśmy dość ostrożni w ocenie możliwości dynamicznego wzrostu produkcji sprzedanej w branży budowlanej. Z jednej strony oczekujemy ożywienia nakładów na inwestycje infrastrukturalne współfinansowane ze środków unijnych. Z drugiej zaś relatywnie intensywne nakłady średnich i dużych firm na inwestycje budowlane w b.r. (realny wzrost w ciągu pierwszych trzech kwartałów o 11%) mogą być zastąpione zakupami maszyn, urządzeń i środków transportu w kolejnych latach. Ponadto, w roku 2005 i 2006 oczekujemy natężenia inwestycji mieszkaniowych (zgodnie z obecnym wzrostem wydawanych pozwoleń na budowę: o 34% w ciągu pierwszych trzech kwartałów), co objawi się wzrostem liczby mieszkań oddanych do użytku od końca 2005 r. Jednakże udział przychodów branży budowlanej z tytułu budowy mieszkań nie jest duży (około 20%).

Oceniamy, iż do końca b.r. stopa bezrobocia wzrośnie do 19,3%, a liczba bezrobotnych ponownie przekroczy 3 miliony. Wzrost ten będzie miał przede wszystkim charakter sezonowy i w ujęciu rocznym

bezrobocie będzie jednak nadal spadało, do około 18% na koniec 2005 r. i nieznacznie poniżej 17% na koniec 2006 r., co będzie wynikało ze stopniowej odbudowy zatrudnienia oraz nieco wolniejszego wzrostu liczby pracujących na własny rachunek.

### **Kurs walutowy, ceny i polityka monetarna**

Perspektywy kursu złotego wyglądają na zdecydowanie lepsze niż kursu dolara wobec euro i wynikają z kilku przyczyn krótkoterminowych oraz prognozowanej stabilizacji wskaźników makroekonomicznych. Do najważniejszych należy wysoki oczekiwany napływ kapitału krótkoterminowego na rynek SPW. Ponadto, szacowany poziom wykorzystywania środków unijnych wskazuje, iż Polska nie stanie się płatnikiem netto do budżetu UE w 2005 r. Niski poziom inwestycji krajowych przedsiębiorstw nie będzie pogłębiał deficytu obrotów bieżących, a bezpośrednie inwestycje zagraniczne mogą zacząć powoli wzrastać od połowy 2005 r. (po bardzo słabym 2004 r.). W rezultacie nawet prognozowane przez nas spowolnienie wzrostu PKB w 2005 r. znacznie poniżej obecnego rynkowego *consensusu* nie będzie miało krytycznego znaczenia dla oceny pozostałych wskaźników wiarygodności ekonomicznej Polski. Na koniec 2005 r. prognozujemy kurs złotego na poziomie 4,1 za euro, a wobec dolara – na poziomie 2,7 PLN/USD.

Największe znaczenie dla rozwoju inflacji będą miały procesy na rynkach żywnościowych. Prognozujemy powolne częściowe wygasanie presji podażowej (wzrosty na niektórych rynkach, np. mleka i jego przetworów, czy wołowiny będą kompensowane przez spadki inflacji na innych rynkach). Nadal w średnim okresie nie wystąpi presja popytowa na rynkach pozostałych dóbr. Dodatkowym czynnikiem hamującym procesy inflacyjne na rynku dóbr jest silny złoty. Dużym czynnikiem ryzyka są ceny ropy naftowej, jednak obserwowana ostatnio i prognozowana na najbliższe dwa lata aprecjacja złotego wobec dolara będzie amortyzować nieco wpływ wzrostu cen światowych na ceny paliw w hurcie, a przez to i na stacjach benzynowych. Wszystkie te czynniki wpływają na względnie optymistyczną prognozę inflacji zakładającą stabilizację rocznej dynamiki inflacji rejestrowanej na poziomie 4,4–4,5% w IV kwartale b.r., lekki wzrost na początku przyszłego roku (do 4,6% w lutym) i stopniowy spadek od marca 2005 r. do 2,9% na koniec 2005 r. i 2,5% na koniec 2006 r.

Realne umacnianie się złotego będzie zwiększało *implicitnie* restrykcyjność polityki monetarnej. Stąd jesteśmy obecnie znacznie mniej przekonani o możliwości podwyżki stóp procentowych NBP na początku 2005 r. i początku obniżek pod koniec 2005 r. Do tego ostatniego nie będzie skłaniało także prognozowane przez nas ożywienie inwestycji w przyszłym roku w związku z wykorzystywaniem środków unijnych. Dlatego oczekujemy raczej utrzymania stóp przez RPP na niezmiennym poziomie przez cały 2005 r. Obniżki stóp procentowych przez RPP będą zależęły od kształtu polityki fiskalnej nowego rządu realizowanej w budżecie na 2006 r.

### **Finanse publiczne**

Oceniamy, że dochody budżetowe w planie budżetu na 2005 r. są przeszacowane głównie za sprawą zawyżonych wpływów z podatku VAT. Skalę niedoboru środków w 2005 r. szacujemy na około 5 mld

PLN. Niedobór ten może być większy, jeśli nie zostaną przyjęte zakładane zmiany w ustawach o ubezpieczeniach rolniczych. Odrzucenie przez Parlament projektu zmian w ubezpieczeniach pracowniczych oznacza powstanie dodatkowej luki po stronie wydatków w wysokości 1,9 mld zł., co prawdopodobnie znajdzie odzwierciedlenie w rosnącym zadłużeniu FUS. Zakładamy, że wydatki zostaną zredukowane i ustawa budżetowa nie będzie nowelizowana. W prognozie na 2006 r. zakładamy brak zmian systemowych dotyczących podatków. Przyjmujemy, że wydatki będą rosły zgodnie z dotychczasowym trendem powiększonym o wzrost składki unijnej oraz o waloryzację rent i emerytur (efekt skumulowanego wskaźnika inflacji za lata 2004–2005 – koszt tej operacji to ponad 6 mld PLN). W rezultacie po spadku do –3,7% PKB w 2005 r. deficyt budżetu państwa w 2006 r. ponownie wzrośnie (do –4,0% PKB), pomimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

**Tabela. Prognozy CASE, 2005–2006**

	2003	2004	2005p	2006p
PKB (zmiana w %)	3,8	5,5	4,0	4,5
Popyt krajowy	2,4	4,6	3,5	4,0
Spożycie indywidualne	3,1	3,4	2,8	4,1
Inwestycje	-0,9	5,0	8,4	6,9
Stopa bezrobocia (koniec roku, %)	20,0	19,3	18,0	16,8
Inflacja rejestrowana (średnia, %)	0,8	3,5	3,4	2,6
Bilans na rachunku obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-1,3	-0,9	-0,2
Bilans budżetu państwa (% PKB)	-4,5	-5,1	-3,7	-4,0
Kurs walutowy (koniec roku)				
PLN/USD	3,79	3,20	2,70	2,60
PLN/EUR	4,65	4,20	4,10	3,90
Podaż M3 (zmiana w %)	5,6	6,3	4,5	3,6
Stopa procentowa NBP (14-dniowe operacje OR, %, koniec roku)	5,25	6,50	6,50	6,25
WIBOR 3M (koniec roku, %)	5,7	7,0	7,0	6,7

Źródło: PG TOP 4/2004 (23)

Warszawa, 16 grudnia 2004 r.

[prognozy przygotowano w połowie listopada 2004 r.]