

Gospodarka Polski

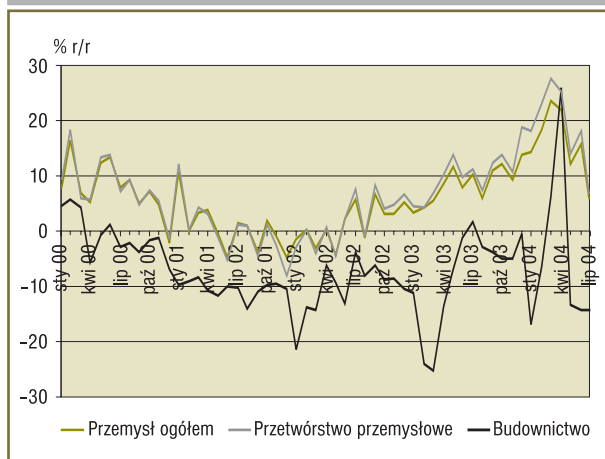
PKB zgodny z oczekiwaniami, rozczarowanie w inwestycjach

- Tempo wzrostu PKB w II kwartale wyniosło 6,1% i było zgodne z wcześniejszymi prognozami.
- Popyt krajowy zwiększył się o 5,1% r/r, z czego można wnioskować, że eksport netto pozostał ważną siłą składową wzrostu gospodarczego. Jego kontrybucja do wzrostu PKB w II kwartale wyniosła prawie 1 punkt procentowy, podobnie jak w I kwartale br.
- Spożycie ogółem wzrosło o 3,4% r/r, w tym spożycie indywidualne zwiększyło się o 3,8% r/r. Z jednej strony wzrostowi konsumpcji sprzyjał przedakcesyjny szal zakupów, a z drugiej czynnikiem ograniczającym konsumpcję było przyspieszenie inflacji (średni dwunastomiesięczny CPI wzrósł z 1,6% w I kwartale do 3,3% w II kwartale).
- Wzrost PKB w III kwartale będzie prawdopodobnie słabszy, sięgając 5,1% r/r. Jednak oczekujemy, że przyniesie on pozytywny sygnał o zwiększeniu dynamiki inwestycji. Wzrost gospodarczy w całym 2004 r. powinien oscylować w okolicy 6% r/r.

Produkcja w przemyśle poniżej oczekiwań

- Prognozy słabszego wzrostu PKB w III kwartale br. potwierdziły dane o produkcji sprzedanej przemysłu, która w sierpniu ponownie była niższa niż oczekiwano. Roczny wzrost wyniósł 13,5% wobec prognoz na poziomie 16%.
- Produkcja w budownictwie zwiększyła się w sierpniu o 2,6% r/r, co jednak wynikało głównie z korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po uwzględnieniu tych czynników, dynamika produk-

Produkcja w przemyśle i budownictwie

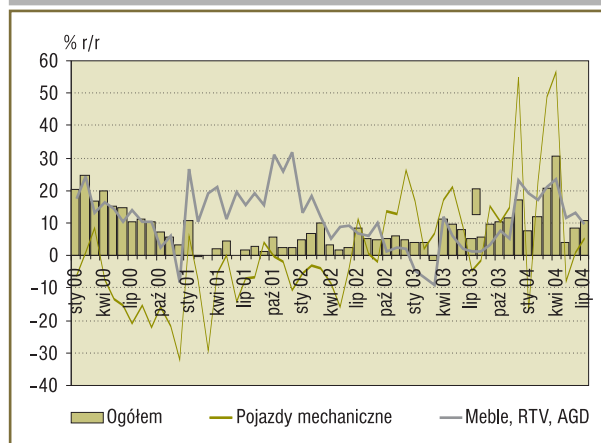


cji budowlano-montażowej była nadal na minusie, osiągając -6,2% r/r.

...podobnie jak sprzedaż detaliczna

- Sprzedaż detaliczna w sierpniu również była niższa od prognoz, wzrastając nominalnie o 9,5% r/r wobec wzrostu o 10,9% w lipcu.
- Jednak należy to uznać za wynik dość przyzwoity. Wzrost sprzedaży w niemal wszystkich działach wyniósł ok. 10% r/r, co sugeruje, że popyt konsumpcyjny rośnie równomiernie w dość wysokim tempie.
- Odbudowuje się sprzedaż samochodów, która po okresie boomu przed akcesją do UE, załamała się gwałtownie po 1 maja. Według naszych szacunków sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów wzrosła w sierpniu do 9,4% r/r wobec 11,5% w lipcu.
- Z drugiej strony, trudno w tych danych doszukać się oznak nadmiernego boomu konsumpcyjnego, co zmniejsza obawy o wystąpienie silnej presji popytowej na ceny.

Sprzedaż detaliczna (nominalnie)

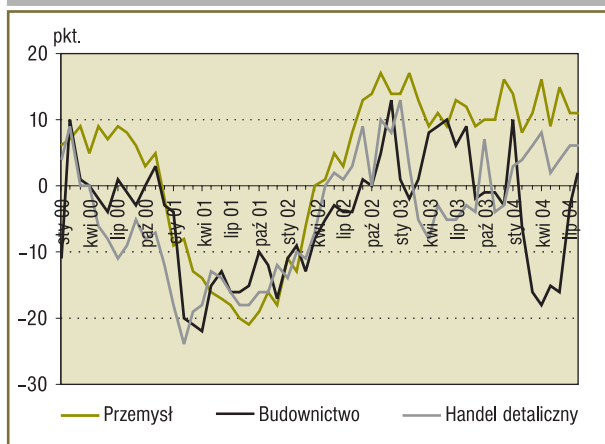


Koniunktura i nastroje konsumentów w górę

- Mimo słabszych danych makroekonomicznych, wyniki badań koniunktury są coraz bardziej optymistyczne. We wrześniu klimat gospodarczy poprawił się w przemyśle, handlu i po raz pierwszy od dawna – w budownictwie.
- Przedsiębiorstwa wskazują na wzrost portfela zamówień, mocniejszy w przypadku zamówień krajowych niż zagranicznych, co świadczy o stopniowym wzroście roli popytu krajowego we współtworzeniu wzrostu gospodarczego.
- Wrzesień przyniósł też kolejną znaczną poprawę nastrojów konsumentów. Wskaźnik WOK instytutu Ipsos osiągnął najwyższy poziom w ciągu ostatnich pięciu lat. Może to być początek silnego trendu w po-

prawie nastrojów. Jednak boom konsumpcyjny będzie w najbliższym czasie powstrzymany przez znaczną niepewność wynikającą z wysokich poziomów inflacji i bezrobocia.

Wskaźniki koniunktury, zmiana r/r

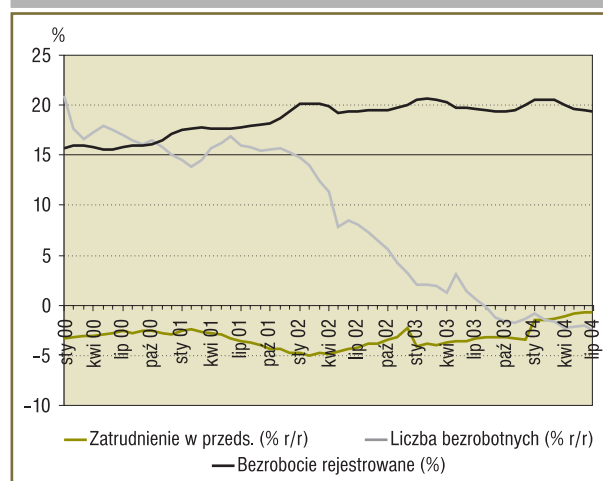


Płace rosną, zatrudnienie wciąż rozczarowuje

- Niestety, nie zanoszą się na rychłą zmianę sytuacji na rynku pracy. Płace rosną w tempie umiarkowanym (jeśli uwzględnić przyspieszającą inflację), a zatrudnienie nie wykazuje wyraźnych tendencji wzrostowych. W sierpniu średnie płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 5,1 % r/r, a przeciętne zatrudnienie było o 0,8% niższe niż przed rokiem.
- Przyspieszenie wzrostu płac nastąpiło po jednorazowym wyhamowaniu w lipcu do 3,6% r/r, więc biorąc pod uwagę średnią z tych dwóch miesięcy, przeciętne tempo wzrostu wynagrodzeń pozostaje bez zmian w porównaniu ze średnią z II kwartału, tj. na poziomie 4,5% r/r.
- Nie jest to raczej wynik zagrażający wzrostem presji inflacyjnej, szczególnie że rosnące od początku roku ceny uszczupliły znacznie realną siłę nabywczą wynagrodzeń. W sierpniu nominalny fundusz płac był o 4,3% wyższy niż przed rokiem wobec wzrostu 2,9% r/r w lipcu. Jednak realny fundusz płac był nadal na minusie, spadając o 0,3% r/r (wobec -1,6% r/r w lipcu i -0,6% r/r w czerwcu).
- Tymczasem nadal nie mamy do czynienia z istotnym ożywieniem popytu na pracę w polskich przedsiębiorstwach, prawdopodobnie za sprawą silnego wzrostu wydajności pracy, który pozwolił firmom znacznie zwiększyć efektywność.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w sierpniu 19,1% wobec 19,3% miesiąc wcześniej i 19,5% przed rokiem. Liczba bezrobotnych zmniejszyła się o 3% r/r. Lepsze powinny być też wskaźniki za wrzesień – według wicepremiera Jerzego Hausnera stopa bezro-

bocia we wrześniu spadła do 18,9-19%, a liczba osób bez pracy po raz pierwszy od 3 lat wyniosła poniżej 3 mln. Sytuacja ulega stopniowej poprawie, ale jej tempo nie jest imponujące. Bezrobocie nadal jest bardzo wysokie i biorąc pod uwagę obecne tempo jego redukcji, nie zmieni się to przez dłuższy czas.

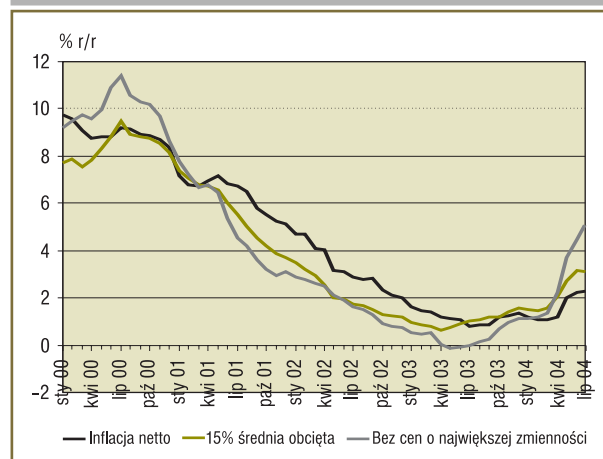
Zatrudnienie i bezrobocie



Pieniądz pod kontrolą

- Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w sierpniu o 7,3% r/r po zrewidowanym wzroście o 6,8% r/r w lipcu.
- Kontynuowane są główne tendencje z poprzednich miesięcy – spowolnienie wzrostu gotówki w obiegu (4,6% r/r wobec średniej 12,2% r/r w I poł. br.), spadek depozytów gospodarstw domowych, chociaż w trochę mniejszej skali niż dotychczas (-1,2% r/r po -1,7% r/r w lipcu i średnio w I poł. br.), oraz nadal silny wzrost depozytów przedsiębiorstw (33,3% r/r wobec wzrostu o ok. 30% r/r w lipcu i przeciętnie w I poł. br.).
- Po stronie kreacji pieniądza odnotowano pewne przyspieszenie kredytów dla gospodarstw domowych

Inflacja bazowa



(do 16,7% r/r z 15,7% r/r w lipcu), podczas gdy kredyty dla przedsiębiorstw pozostają w stagnacji, odnotowując spadek o 2,9% r/r wobec spadku o 3,6% r/r w poprzednim miesiącu.

Bank centralny

Rada wybiera najmniej oczekiwane rozwiązania

- RPP nie przestaje zaskakiwać. Podczas gdy prawie wszyscy uczestnicy rynku spodziewali się podwyżki stóp procentowych o 25 lub 50 pkt. bazowych, Rada pozostawiła poziom stóp bez zmian.
- Patrząc na ciąg decyzji RPP od czerwca, trudno dostrzec spójną i logiczną taktykę działania władz monetarnych. Wygląda na to, że decyzje w polityce pieniężnej zależą od szybko zmieniającego się układu sił w Radzie, a nie stabilnej funkcji reakcji.
- Jedyną regułą, jakiej można się doszukać w ostatnich decyzjach RPP jest taka, że Rada za każdym ra-

zem podejmuje taką decyzję, która wśród możliwych wariantów uznawana jest przez rynek za najmniej prawdopodobną (patrz tabela poniżej).

- Być może brak podwyżki we wrześniu jest formą „rewanżu” gołębi za podwyżkę „aż” o 50 pkt. bazowych w sierpniu w reakcji na przesadnie pesymistyczną projekcję inflacji.

Oczekiwania banków, a decyzje RPP od czerwca do września				
Miesiąc	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień
Decyzja RPP	+50 pb	+25 pb	+50 pb	O pb
Liczba analityków oczekujących braku zmiany stóp	215	122	6 110	2
Liczba analityków oczekujących podwyżki o 25 pb	0	3		77
Liczba analityków oczekujących podwyżki o 50 pb				
Liczba ankietowanych analityków	17	17	17	16

Zestawienie własne na podstawie ankiety „Gazety Bankowej”

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2002	2003	2004	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	mld zł	781,1	814,7	893,6	187,1	200,2	201,3	226,0	203,7	219,6	221,3	249,0
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,9	2,3	3,9	4,0	4,7	6,9	6,1	5,1	5,7
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,3	1,1	2,8	2,9	3,3	3,3	3,2	3,4	3,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	4,1	1,4	3,8	3,5	3,9	4,0	4,0	4,2	4,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	8,5	-3,6	-1,7	0,4	0,1	3,5	9,0	9,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	14,6	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	16,5	11,5	11,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	9,5	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	10,3	6,1	8,0
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,5	19,5	19,0	19,2
Płace realne brutto	% r/r	1,5	2,0	1,1	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	1,1	-0,5	0,0
Eksport ^b	% r/r	6,0	9,1	19,1	8,4	5,4	11,4	11,1	19,3	26,4	18,5	13,0
Import ^b	% r/r	3,5	3,3	16,5	3,1	-2,5	8,2	4,5	12,6	25,7	13,1	15,0
Bilans handlowy ^b	mldn EUR	-7 701	-5 345	-4 532	-1 600	-1 118	-1 325	-1 302	-909	-1 282	-550	-1 791
Rachunek bieżący ^b	mldn EUR	-5 404	-3 550	-2 865	-1 584	-895	-463	-608	-696	-1 233	-220	-716
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-1,9	-1,5	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5
Deficyt budżetowy ^a	mld zł	-39,4	-37,0	-40,7	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-19,9	-30,7	-40,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,6	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,8	-3,7	-4,9	-4,0
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	3,3	4,6	4,3
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,3	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,4	4,5	4,3
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,3	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	8,8	8,5	7,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	5,6	6,4	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	7,2	7,0	6,4
Zobowiązania	% r/r	-4,1	3,7	5,8	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	6,9	7,0	5,8
Należności	% r/r	5,2	8,1	11,8	8,7	6,1	5,4	8,1	6,1	5,7	7,8	11,8
USD/PLN	zł	4,08	3,89	3,78	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,89	3,67	3,73
EUR/PLN	zł	3,85	4,40	4,60	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,69	4,46	4,47
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	7,25	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	7,00	7,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,41	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,87	6,76	7,55
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	8,75	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	8,50	8,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,76	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,30	7,77
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	7,27	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,79	8,17
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,41	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	7,75	8,13
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	7,18	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,43	7,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^awartość na koniec okresu; ^bdane nt. bilansu płatniczego według transakcji

Dział „Wskaźniki i prognozy” został przygotowany na podstawie danych otrzymanych z Biura Głównego Ekonomisty Banku Zachodniego WBK S.A. (opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 12.10.2004 r.)