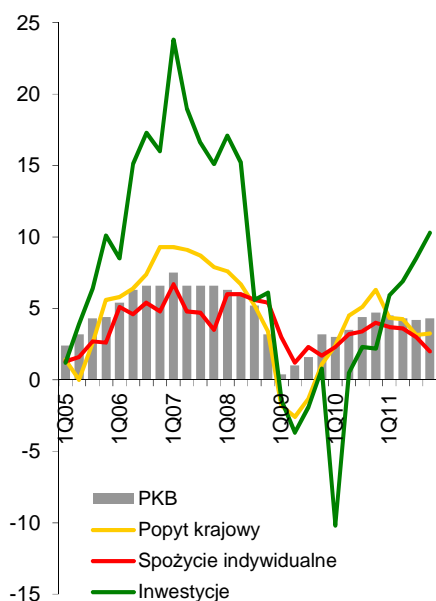


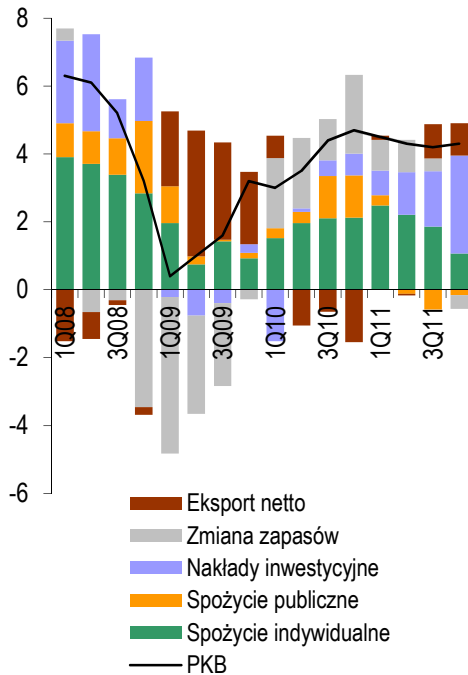
PKB wzrósł w czwartym kwartale o 4,3% r/r, co było nieco powyżej naszej prognozy. Ogólnie, dane były spójne z szacunkami na podstawie danych za cały rok. W ostatnim kwartale ubiegłego roku nastąpiło wyraźne przyspieszenie inwestycji (ponad 10% r/r) oraz kontynuacja spowolnienia konsumpcji. Tempo wzrostu konsumpcji prywatnej wyniosło tylko 2%, a konsumpcji ogółem zaledwie 1,2%, co jest najgorszym wynikiem od II kwartału 2009. Trudno więc uznać, mimo utrzymania wysokiej dynamiki PKB, aby struktura wzrostu była niepokojąca z punktu widzenia RPP. Z pewnością niepokojący pozostaje podwyższony poziom inflacji i właśnie dlatego RPP utrzymuje „jastrzębie” nastawienie, co zostało potwierdzone w ostatnich wypowiedziach. Co ciekawe, pomimo zasady niewypowiadania na tydzień przed posiedzeniem, niektórzy członkowie komentowali dane wczoraj i dziś. Spodziewamy się, że PKB spowolni w najbliższych kwartałach, choć dobry początek roku stwarza szansę, że w 2012 PKB wzrośnie bardziej niż zakłada nasza prognoza (2,3%). Niemniej, spowolnienie wraz ze spadkiem inflacji doprowadzą w kolejnych miesiącach do zmiany tonu RPP.

Dane dotyczące PKB za IV kwartał były mniej więcej zgodne z szacunkami na podstawie danych wstępnych za cały rok opublikowanych wcześniej przez GUS. Szczegóły przedstawia tabela poniżej. Można powiedzieć, że polska gospodarka przez cały poprzedni rok rosła w tempie systematycznie przewyższającym 4%. Jednak, należy zwrócić uwagę na dwie tendencje, które nasilały się z kwartału na kwartał: 1. Przyspieszenie inwestycji do poziomu dwucyfrowego w ostatnim kwartale z ok. 5% na początku roku; 2. Spowolnienie konsumpcji prywatnej do 2% pod koniec roku z niemalże 4% w I kwartale. Jednocześnie, spowolnienie konsumpcji ogółem było jeszcze głębsze – w ciągu roku z 4,7% w IV kw. 2010 do 1,2% w IV kw. 2011, co jest najniższą dynamiką od „kryzysowego” II kwartału 2009. Na wyraźne pogorszenie konsumpcji składają się dwa elementy: pogorszenie sytuacji na rynku pracy (zarówno jeśli chodzi o zatrudnienie jak i realny wzrost płac) oraz spadek konsumpcji publicznej (trzy kolejne kwartały negatywnej dynamiki w 2011 roku, podczas gdy w II połowie 2010 wzrost wynosił ok. 7%).

Naszym zdaniem, tendencje obserwowane ostatnio w popycie konsumpcyjnym będą kontynuowane i sytuacja na rynku pracy nie będzie wspierała szybszego wzrostu niż 2% odnotowane w IV kwartale 2011. Spożycie publiczne również nie powinno pokazać poprawy ze względu na konieczność dalszego zacieśnienia fiskalnego. Jednocześnie, trudno będzie utrzymać wysoki wzrost inwestycji – publiczne nie będą rosły w takim tempie jak w 2011, spowolnią również inwestycje prywatne ze względu na dużą skalę niepewności w globalnej gospodarce. Co za tym idzie, trudno oczekiwać, aby tempo wzrostu gospodarczego obserwowane w 2011 roku mogło być utrzymane. W warunkach spowolnienia gospodarczego, pozytywnie na tempo wzrostu PKB będzie oddziaływał eksport netto. W IV kwartale 2011 (podobnie jak w III) wkład eksportu netto wyniósł 1 pkt proc. i zapewne będzie on jeszcze większy w 2012. Będzie to wynikało nie tyle z bardzo dobrych wyników eksportu (trudno będzie uniknąć spowolnienia biorąc pod uwagę perspektywę wzrostu u głównych partnerów handlowych), co z wyraźnego spowolnienia importu. Utrzymanie stosunkowo słabego złotego wspiera te tendencje – podwyższa konkurencyjność eksportu i obniża atrakcyjność importu w stosunku do produkcji krajowej.

Wzrost PKB i składowych, % r/r





Pytaniem pozostaje skala spowolnienia gospodarczego w 2012 roku. W ostatnim czasie pojawiło się kilka czynników, które mogą świadczyć o tym, że rok rozpoczął się jednak mocniejszym uderzeniem w stosunku do naszych szacunków. Istnieje więc szansa, że w cały roku wzrostu gospodarczego wyniesie więcej niż zakłada nasza prognoza (2,3%). Jeśli w danych za luty i marzec znaleźlibyśmy potwierdzenie pozytywnych tendencji zarysowanych w styczniu, wówczas pierwszy kwartał mógłby pokazać tempo wzrostu gospodarczego wyraźnie powyżej 3%. W takiej sytuacji, tempo wzrostu gospodarczego w całym roku mogłoby nawet być zbliżone do 3%. Z drugiej strony, jak widać po dzisiejszej publikacji wskaźnika PMI za luty, nastroje wciąż są bardzo zmienne i niestabilne. PMI spadł ponownie do 50 pkt, czyli poziomu ograniczającego fazę ekspansywną od recesyjnej, a stało się głównie na skutek wyraźnego spadku zamówień i zatrudnienia.

Z punktu widzenia polityki pieniężnej, dzisiejsze dane nie wnoszą wiele nowego. Naszym zdaniem, struktura wzrostu gospodarczego w 2011 oraz obecne tendencje wskazujące na jej utrzymanie w tym roku, przy jednoczesnym spowolnieniu tempa wzrostu PKB, powinny stanowić potwierdzenie do prowadzenia polityki stabilnych stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Anna Zielińska-Głębocka powiedziała dziś, że tempo wzrostu gospodarczego może wynieść w tym roku 3% i „jeśli okaże się, że efekty drugiej rundy się pojawiają, a mogą się pojawić, jeśli stopa inflacji będzie nadal wysoka (...), to RPP będzie musiała się zastanowić, jak przeciwdziałać negatywnym skutkom podwyżek cen”. Nie sądzimy, aby przy obecnych tendencjach na rynku pracy było ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy i nie sądzimy, aby były przesłanki do zacieśnienia polityki pieniężnej. Więcej wskazówek odnośnie średnioterminowych prognoz banku centralnego poznamy w przyszłym tygodniu w nowej projekcji PKB i inflacji. Niewykluczone, że członkowie RPP już się z nią zapoznali. Niemniej, wypowiedź Zielińskiej-Głębockiej nie wnosi wiele nowego w kontekście przyszłotygodniowego spotkania RPP. A najbardziej zaskakujące było w niej to, że w ogóle się pojawiła. Do posiedzenia RPP został niecały tydzień, więc według obowiązujących zasad członkowie RPP nie powinni być obecni w mediach.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2008	2009	2010	2011	I kw. 11	II kw. 11	III kw. 11	IV kw. 11
PKB	5,1	1,6	3,9	4,3	4,5	4,3	4,2	4,3
Popyt krajowy	5,6	-1,1	4,6	3,8	4,4	4,3	3,2	3,3
Spożycie ogółem	6,1	2,0	3,5	2,1	3,2	2,7	1,6	1,2
Spożycie indywidualne	5,7	2,1	3,2	3,1	3,7	3,6	3,0	2,0
Spożycie zbiorowe	7,4	2,0	4,4	-0,7	1,5	-0,6	-3,1	-0,8
Akumulacja brutto	4,0	-11,5	9,3	10,0	12,7	11,4	9,9	8,4
Nakłady brutto na środki trwałe	9,6	-1,2	-0,2	8,5	5,9	6,9	8,5	10,3
Eksport netto *	-0,6	2,7	-0,7	0,5	0,2	-0,1	1,0	0,9

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. 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. 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.