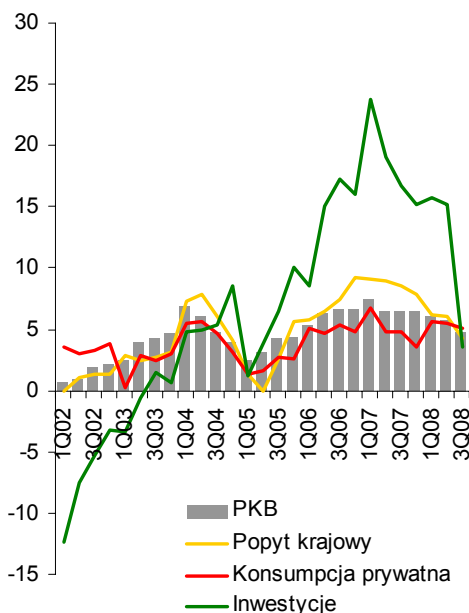


Wzrost gospodarczy wyniósł w trzecim kwartale 4,8% r/r, co na pierwszy rzut oka wydaje się niezłym wynikiem. Nastąpiło jednak znaczące spowolnienie inwestycji (do 3,5% r/r), co przy ich dużej importochłonności przyczyniło się do pozytywnego wpływu deficytu w obrotach z zagranicą, pomimo dalszego spowolnienia eksportu. Tempo wzrostu konsumpcji utrzymało się powyżej 5%, jednak w tym przypadku również należy oczekiwać spowolnienia w kolejnych kwartałach. W sumie, nie wydaje nam się, aby dane stanowiły przesłankę do wstrzymania się z kolejnymi obniżkami stóp procentowych. Trzeci kwartał to już historia i od końca września nastąpiło gwałtowne pogorszenie prognoz dla gospodarki światowej.

Wzrost PKB i składowych, % r/r

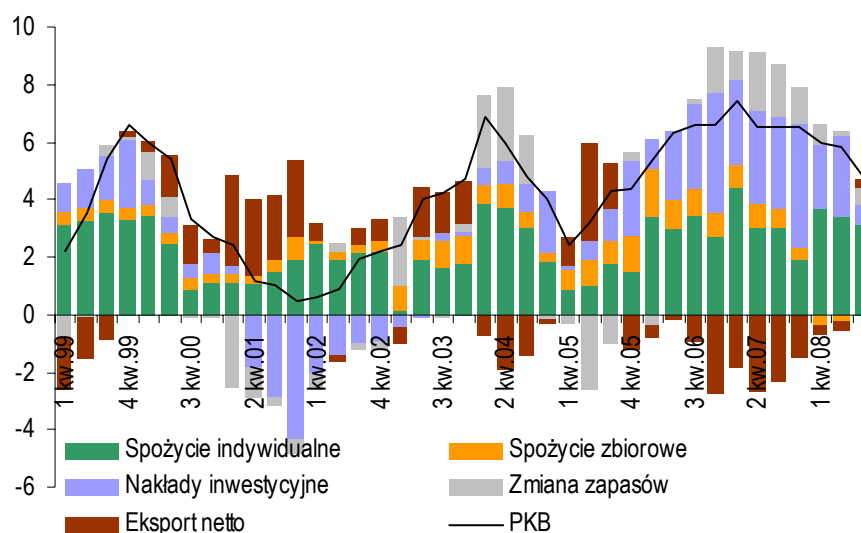


Wzrost gospodarczy wyniósł w trzecim kwartale 4,8% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Warto jednak zaznaczyć, że po ostatniej publikacji GUS odnośnie inwestycji w dużych firmach, zwiększyło się naszym zdaniem ryzyko gorszego wyniku. W tym kontekście, dane mogą być uznane za pozytywną niespodziankę. Z punktu widzenia rynku i perspektyw polityki pieniężnej, dane te jednak są historią, a dużo ważniejsze są perspektywy na najbliższe kwartały, które są niestety dużo gorsze. Nie do końca więc zgadzamy się z prof. Dariuszem Filarem z RPP, który powiedział dziś w TVN CNBC, że „gospodarka wciąż opiera się zagrożeniom z zewnątrz” i „znak zapytania staje się jeszcze większy, jeśli chodzi o podjęcie decyzji o obniżce stóp w grudniu”.

Najlepszym przykładem, że gospodarka nie opiera się zagrożeniom globalnym jest gwałtowne spowolnienie inwestycji (do 3,5% r/r z ponad 15% w pierwszej połowie roku). Potwierdza to, że przedsiębiorstwa stają się coraz mniej optymistyczne co do dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej i wstrzymują się z projektami inwestycyjnymi, co dodatkowo potęgowane jest (i będzie) zaostrzeniem warunków kredytowania. Ten drugi czynnik jest przecież również w znacznym stopniu importowany z zewnątrz. Rzecz jasna, znaczne spowolnienie importochłonnych inwestycji oznacza, że lepsza od oczekiwań była kontrybucja eksportu netto (sygnalizowaliśmy to w komentarzu do ostatniego Biuletynu Statystycznego GUS). Wyniosła ona +0,3 pkt proc., na co złożyła się kontynuacja spowolnienia importu (do 5,9% r/r) i eksportu (7,1% r/r). Wydaje nam się, że eksport spowolni jeszcze bardziej w nadchodzących kwartałach, a inwestycje raczej gwałtownie nie przyspieszą, co oznacza, że należy liczyć się z kontynuacją spowolnienia. Trudno też oczekiwać, że przy kiepskich wynikach eksportu i inwestycji tempo wzrostu konsumpcji prywatnej utrzyma się na poziomie powyżej 5% r/r (5,1% w trzecim kwartale wobec naszej prognozy 4,8%). Wciąż oczekujemy, że pogorszenie tego elementu będzie stosunkowo najmniejsze, między innymi na skutek waloryzacji świadczeń społecznych, obniżki podatków i spadku cen surowców. Popyt krajowy ogółem wzrósł w trzecim kwartale o 4,3% r/r. Jest to wynik najslabszy od trzech lat, a dodatkowo warto zauważyć, że 0,6 pkt proc. tego wzrostu wynikało ze zmiany zapasów, której pozytywna kontrybucja w warunkach spowolnienia również może się nie utrzymać.

Czy rzeczywiście Rada będzie miała dylemat na najbliższym posiedzeniu? Biorąc pod uwagę perspektywę wzrostu gospodarczego nie tylko na czwarty kwartał (inny członek Rady Marian Noga powiedział, że oczekuje 3,1%, czyli znacznie poniżej potencjału), ale przede wszystkim na przyszły rok, nie widzimy powodu do wstrzymywania się z kolejną obniżką stóp w grudniu. Gdyby Rada przyjęła postawę wyczekującą w listopadzie, oczekując na więcej danych, wówczas można byłoby spodziewać się obniżek dopiero na początku przyszłego roku (być może większych niż 25 pb w jednym ruchu, jeśli sytuacja gospodarcza pogarszałaby się szybko). Jednak, jeśli Rada zdecydowała się działać, to po co czekać w grudniu? Biorąc pod uwagę skalę obniżek stóp na całym świecie, trudno uznać decyzję o łącznej redukcji stóp o 50 pkt bazowych w listopadzie-grudniu za zbyt łagodną (choć zapewne nie jednogłośną). Kolejne ruchy nastąpią w przyszłym roku i zgodnie z tym co napisaliśmy w *Komentarzu po Radzie* wydaje nam się, że stopa referencyjna NBP może obniżyć się do poziomu 4,50%.

### Kontrybucja składowych popytu do wzrostu PKB



### Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

|                                 | 2007 | I kw. 07 | II kw. 07 | III kw. 07 | IV kw. 07 | I kw. 08 | II kw. 08 | III kw. 08 |
|---------------------------------|------|----------|-----------|------------|-----------|----------|-----------|------------|
| PKB                             | 6.7  | 7.4      | 6.5       | 6.5        | 6.5       | 6.0      | 5.8       | 4.8        |
| Popyt krajowy                   | 8.6  | 9.1      | 9.0       | 8.6        | 7.8       | 6.2      | 6.0       | 4.3        |
| Spożycie ogółem                 | 4.7  | 6.1      | 4.7       | 4.6        | 3.3       | 4.0      | 3.9       | 4.0        |
| Spożycie indywidualne           | 5.0  | 6.7      | 4.8       | 4.8        | 3.5       | 5.6      | 5.5       | 5.1        |
| Spożycie zbiorowe               | 3.7  | 4.0      | 4.2       | 3.6        | 2.8       | -1.8     | -1.2      | 0.0        |
| Akumulacja brutto               | 23.7 | 27.5     | 29.8      | 24.7       | 18.5      | 17.4     | 13.9      | 5.6        |
| Nakłady brutto na środki trwałe | 17.6 | 23.8     | 19.0      | 16.7       | 15.2      | 15.7     | 15.2      | 3.5        |
| Zmiana zapasów * **             | 1.5  | 1.0      | 2.0       | 1.8        | 1.3       | 0.7      | 0.1       | 0.6        |
| Eksport netto * **              | -2.0 | -1.8     | -2.7      | -2.3       | -1.4      | -0.4     | -0.4      | 0.3        |
| Wartość dodana brutto           | 6.6  | 7.5      | 6.4       | 6.3        | 6.4       | 5.5      | 6.1       | 4.7        |
| - przemysł                      | 9.9  | 11.4     | 8.7       | 9.0        | 10.3      | 6.9      | 6.9       | 3.1        |
| - budownictwo                   | 12.5 | 36.7     | 14.5      | 9.7        | 5.7       | 16.9     | 17.8      | 11.0       |
| - usługi rynkowe                | 6.4  | 6.6      | 6.0       | 6.3        | 6.8       | 6.5      | 5.6       | 5.4        |

\* szacunki własne; \*\* kontrybucja do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) 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. lub Grupy AIB 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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group