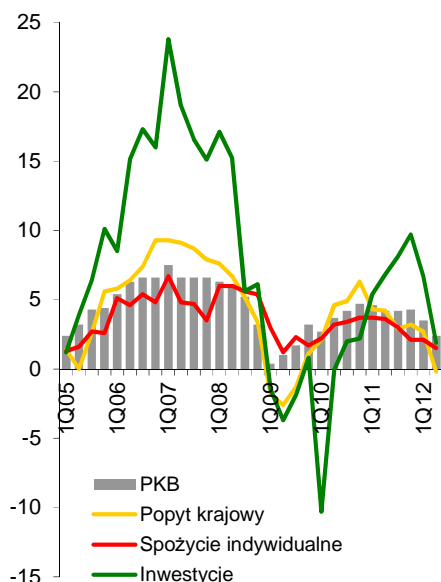


**Wzrost PKB spowolnił w II kw. do 2,4% r/r i okazał się gorszy nawet od naszej, najbardziej pesymistycznej na rynku prognozy. Publikacja wywołała dalsze osłabienie złotego i spadek stóp rynkowych (FRA o 10pb, WIBOR o 5-7pb, najmocniej od czerwca 2009). Wzrost konsumpcji wyhamował mniej więcej zgodnie z oczekiwaniami, natomiast wyraźnie zaskoczyła skala spowolnienia inwestycji. Perspektywy gospodarki na kolejne kwartały wyraźnie się pogarszają, w związku z czym wydaje się, że RPP nie powinna zwlekać z rozpoczęciem łagodzenia polityki pieniężnej i może zdecydować się na wycofanie z kontrowersyjnej majowej podwyżki stóp już we wrześniu.**

**Wzrost PKB i składowych, % r/r**



Wzrost PKB spowolnił w II kwartale 2012 r. do 2,4% r/r i był najniższy od III kw. 2009. Dane okazały się nieco słabsze od naszej prognozy (najbardziej pesymistycznej na rynku) na poziomie 2,6% r/r oraz wyraźnie poniżej konsensusu prognoz rynkowych 2,9%. Szczególnie silne okazało się wyhamowanie popytu krajowego, który w II kwartale zanotował spadek o 0,2% r/r (po wzroście o 2,7% w I kwartale). Wzrost konsumpcji indywidualnej osłabił się do 1,5% r/r (z 2,1% w I kw.), mniej więcej zgodnie z tym, czego się spodziewaliśmy. Jednocześnie, bardzo wyraźnie wyhamował wzrost inwestycji brutto w środki trwałe – do 1,9% r/r z 6,7% r/r w I kwartale. Warto zwrócić uwagę, że nastąpiło to jeszcze w okresie przygotowań do EURO2012, kiedy – jak można się domyślać – dynamika inwestycji infrastrukturalnych i finansowanych ze środków publicznych była wysoka. Sugeruje to, że poważnemu ograniczeniu już w II kwartale mogła ulec aktywność inwestycyjna sektora prywatnego. Jeżeli tak, to załamanie inwestycji w III kwartale, kiedy projekty związane z EURO2012 dobiegły końca, może być znacznie głębsze niż do tej pory się spodziewaliśmy (ponieważ zakładaliśmy, że efekt zastopowania nakładów publicznych będzie częściowo złagodzony przez utrzymanie umiarkowanej dynamiki inwestycji prywatnych). Perspektywom inwestycji w sektorze prywatnym na kolejne kwartały źle wróżą wyniki finansowe firm, które już w II kw. zanotowały wyraźne pogorszenie i w dalszej części roku raczej trudno liczyć na ich poprawę. Tymczasem, większość polskich przedsiębiorstw finansuje nakłady inwestycyjne ze środków własnych.

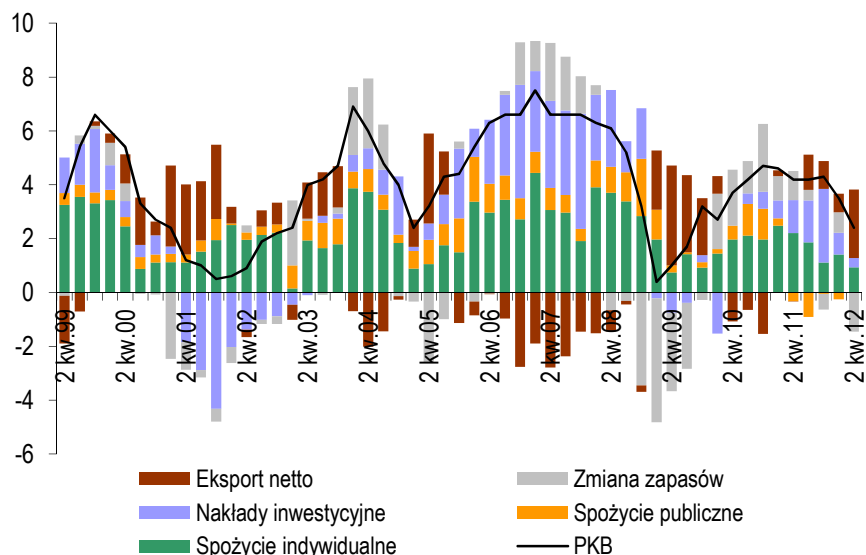
Duży dodatni wpływ na dynamikę PKB miała zmiana eksportu netto (2,6 pkt proc. wobec 0,7 pp w I kw.), co wynikało z tego, że mimo słabnącej (przy spadających zamówieniach zagranicznych) dynamiki eksportu, saldo wymiany z zagranicą uległo wyraźnej poprawie dzięki spadkowi importu – w II kwartale zanotowano nawet lekką nadwyżkę eksportu towarów i usług nad importem. Podobne zjawisko miało miejsce w fazie spowolnienia gospodarki w 2009 r., co również wtedy złagodziło skalę wyhamowania wzrostu PKB w Polsce.

Dane o PKB za II kw. oraz inne informacje, które napłynęły ostatnio z gospodarki, wskazują, że sytuacja w II połowie roku może być gorsza niż wcześniej zakładaliśmy. Wiceprezes GUS Halina Dmochowska przyznała dziś, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu PKB może być wolniejsze niż w drugim. Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że w III kwartale spowolni ono poniżej 2% (pewna poprawa wyników sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w lipcu zostanie zniwelowana znacznym pogorszeniem danych w kolejnych dwóch miesiącach).

Oznacza to konieczność rewizji wcześniejszych prognoz PKB na ten i przyszły rok. Zrewidowane prognozy przedstawimy w najbliższym raporcie miesięcznym.

Dane o PKB mogą być sporym zaskoczeniem dla RPP. Marek Belka mówił w tym tygodniu, że wg analityków NBP wzrost w II kw. miał wynieść 2,9%. Przypomnijmy, że w maju br. (dokładnie w środku kwartału, w którym nastąpił spadek popytu krajowego!) Rada podniosła stopy procentowe o 25 pb, argumentując, że perspektywy polskiej gospodarki z pewnością są o wiele lepsze niż zakłada większość analityków. Obecnie widać wyraźnie, że była to polityka procykliczna. Elżbieta Chojna-Duch powiedziała po dzisiejszej publikacji, że dane o PKB jeszcze bardziej uzasadniają dyskusję o obniżkach stóp. Kluczowe będą jednak opinie pozostałych członków, którzy do tej pory byli przeciwni łagodzeniu polityki. Naszym zdaniem RPP w świetle coraz bardziej czytelnych sygnałów z gospodarki powinna wycofać się z niepotrzebnej podwyżki i rozpocząć cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Pytanie, czy będzie miała wystarczająco dużo odwagi, żeby zrobić to już we wrześniu. Jeśli nie, trzeba się liczyć z obniżką na kolejnym posiedzeniu.

#### Dekompozycja rocznego tempa wzrostu PKB (% r/r)



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

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

\* 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.