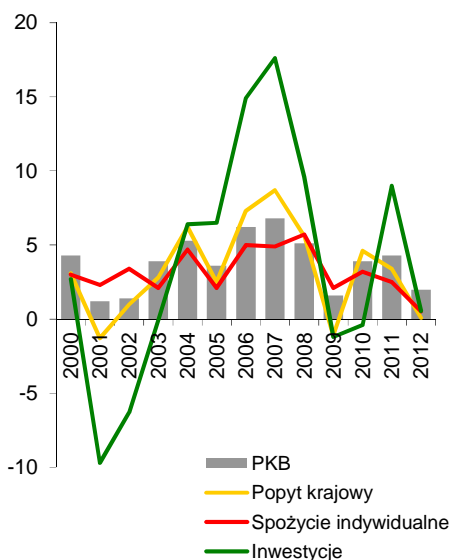


Wzrost PKB w 2012 r. wyniósł 2,0%, przy wzroście konsumpcji o 0,5% i inwestycji o 0,6%. Dane wskazują na spowolnienie gospodarki w ostatnim kwartale do ok. 1% r/r. O ile spadek inwestycji był prawdopodobnie mniejszy niż się obawialiśmy (o 0,4%), dużym rozczarowaniem jest spadek popytu konsumpcyjnego w końcówce roku (o 1% r/r), co może zapowiadać niższą ścieżkę konsumpcji w kolejnych kwartałach. Nadal spodziewamy się dołka koniunktury w I kwartale 2013 i powolnego ożywienia w dalszej części roku, które nie zagrazi perspektywom inflacji. O ile dane o PKB były lepsze od naszych oczekiwań, ogólny ich wydźwięk jest głoński ze względu na słabość konsumpcji. Dane uzasadniają kolejne dwie obniżki stóp w lutym i marcu i być może kontynuację cyklu w zależności od wyników nowej projekcji NBP.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Według wstępnych szacunków GUS, wzrost PKB w 2012 r. wyniósł 2,0%. Wynik był bardzo zbliżony do konsensusu rynkowego, ale powyżej naszej prognozy (1,8%). Popyt krajowy zwiększył się w ubiegłym roku zaledwie o 0,1%, co oznacza, że niemal w całości wzrost gospodarczy wynikał ze zmniejszenia nierównowagi w handlu zagranicznym (zmiany eksportu netto), przy czym najprawdopodobniej w większym stopniu była to zasługa spadku importu niż wzrostu eksportu (niestety w dzisiejszej publikacji GUS nie pokazał danych na ten temat). Spożycie indywidualne zanotowało w całym roku wzrost o 0,5%, a inwestycje o 0,6%.

Na podstawie danych rocznych szacujemy, że tempo wzrostu PKB w IV kwartale 2012 wyhamowało do ok. 1% r/r (z 1,4% r/r w III kwartale), czyli w mniejszym stopniu niż się obawialiśmy. Dużym negatywnym zaskoczeniem jest jednak fatalny wynik popytu konsumpcyjnego. Szacujemy, że spożycie indywidualne zanotowało w IV kwartale spadek o ok. 1% r/r i był to pierwszy kwartał od połowy lat 90. (odkąd dostępne są dane statystyczne), kiedy roczna dynamika konsumpcji spadła poniżej zera. Z drugiej strony, pozytywną niespodzianką sprawiły inwestycje, ponieważ można oszacować, że tempo ich spadku wyhamowało w ostatnim kwartale do ok. -0,5% r/r (z -1,5% r/r w III kw.), i to pomimo efektu stosunkowo wysokiej bazy z 2011 r. Nie zmaterializowały się też obawy dotyczące pogłębienia spadku zapasów. Wkład eksportu netto do PKB był wg naszych szacunków w IV kw. nadal pozytywny, ale nieco mniejszy niż w poprzednim kwartale.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2009	2010	2011	2012	IV kw. 11	I kw. 12	II kw. 12	III kw. 12	IV kw.12
PKB	1,6	3,9	4,3	2,0	4,6	3,6	2,3	1,4	1,0**
Popyt krajowy	-1,1	4,6	3,4	0,1	2,9	2,5	-0,4	-0,7	-0,7**
Spożycie ogółem	2,0	3,4	1,5	0,4	0,9	1,2	1,0	0,1	-0,7**
Spożycie indywidualne	2,1	3,2	2,5	0,5	1,4	1,7	1,2	0,1	-1,0**
Spożycie zbiorowe	2,1	4,1	-1,7	0,0**	-0,6	-0,8	0,5	0,2	0,2**
Akumulacja brutto	-11,5	9,3	10,5	-1,0	7,9	10,9	-5,9	-3,7	-0,8**
Nakłady brutto na środki trwałe	-1,2	-0,4	9,0	0,6	10,4	6,0	1,3	-1,5	-0,4**
Eksport netto *	2,7	-0,7	0,9	1,9**	1,6	1,1	2,7	2,1	1,7**

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

Maciej Reluga Główny Ekonomista 22 586 8363

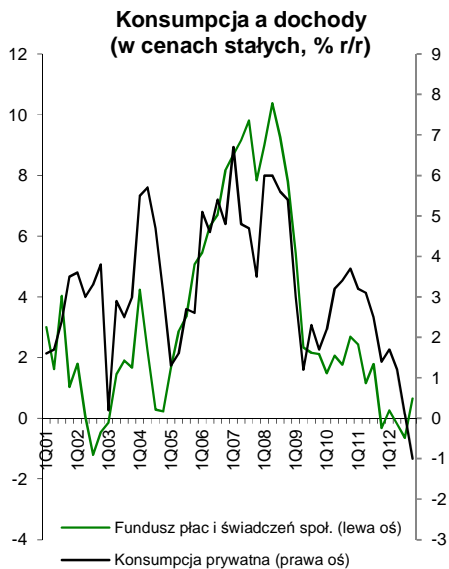
Piotr Bielski 22 586 8333

Marcin Luziński 22 586 8362

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Agnieszka Decewicz 22 586 8341

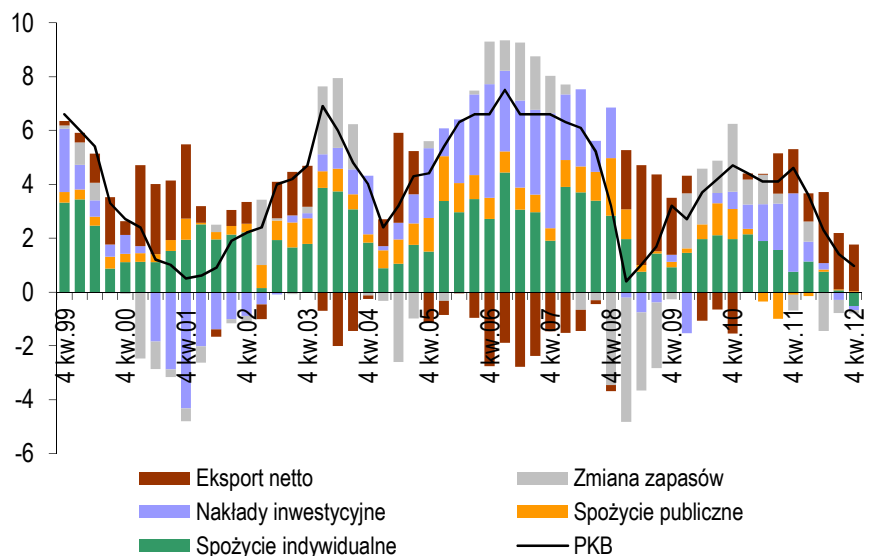
Marcin Sulewski 22 586 8342



Głębokie załamanie popytu konsumpcyjnego w dwóch ostatnich kwartałach ub.r. sugeruje, że po okresie gwałtownego spadku stopy oszczędzania gospodarstw domowych na przestrzeni dwóch poprzednich lat, w II półroczu 2012 rozpoczął się proces odbudowy oszczędności, który – jeśli będzie kontynuowany – może oznaczać bardzo osłabiony wzrost konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach, nawet jeśli dynamika realnych dochodów gospodarstw domowych ulegnie pewnej poprawie w ciągu roku (m.in. dzięki gwałtownemu spadkowi inflacji, indeksacji rent i emerytur, lekkiej poprawie dynamiki płac w II półroczu). Na odbicie stopy oszczędzania od dna wskazywały już dane o rachunkach niefinansowych za III kwartał.

Wciąż uważamy, że dołek koniunktury nastąpi w pierwszym kwartale tego roku, ze wzrostem gospodarczym poniżej 1%, a prawdopodobnie nawet zbliżonym do zera. Kolejne kwartały powinny przynieść stopniowe ożywienie za sprawą eksportu. Saldo wymiany z zagranicą będzie pozytywnie wpływało na wzrost gospodarczy nie tylko za sprawą wzrostu eksportu (tej prognozie sprzyjają ostatnie dane z niemieckiej gospodarki), ale i słabości popytu krajowego wpływającego na import. W danych za czwarty kwartał odzwierciedlają to fatalne wyniki konsumpcji i rzeczywiście widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu konsumpcji na ten rok (powyżej 1%). Z drugiej strony, pozytywne zaskoczenie w inwestycjach za IV kwartał pozwala sądzić, że spadek w 2013 nie będzie bardzo głęboki. W sumie, o ile podtrzymamy prognozę wzrostu gospodarczego nieco powyżej 1% w tym roku, to jego struktura może okazać się nieco inna od wcześniej oczekiwanej. Szczegółowe prognozy przedstawimy wkrótce w raporcie miesięcznym. Z punktu widzenia perspektyw inflacyjnych i polityki pieniężnej (oraz rynku stopy procentowej), wydaje się, że ważniejszy może być nie tyle fakt, że wzrost gospodarczy wyniósł w IV kw. ok. 1%, co że nastąpił spadek konsumpcji prywatnej w takiej skali. Stąd, dzisiejsza reakcja rynku (wzrost rentowności o kilka punktów bazowych na krótkim końcu krzywej) może być przesadzona. Uważamy raczej, że po tych danych zrobiło się miejsce na więcej, a nie na mniej obniżek stóp procentowych. Wciąż uważamy, że nastąpią dwie obniżki w lutym i marcu po 25 punktów bazowych. W II kwartale może dojść kolejna, a może nawet dwie, w zależności od wyników marcowej projekcji inflacji.

Dekompozycja tempa wzrostu PKB (% r/r)



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.