

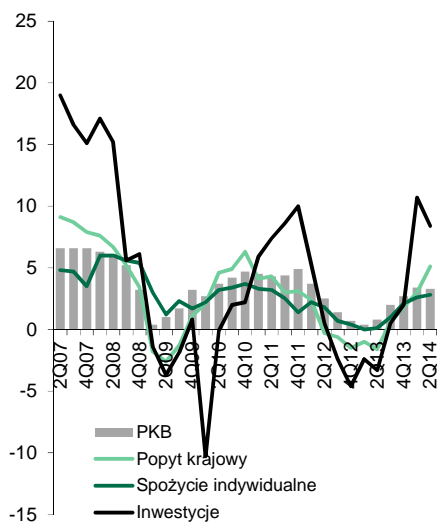
# KOMENTARZ NA GORĄCO

29 sierpnia 2014

## Pozytywna niespodzianka ze strony inwestycji

Wzrost PKB w II kwartale wyniósł 3,3% r/r, nieco więcej niż wskazywał wstępny szacunek na poziomie 3,2% r/r oraz tylko nieznacznie poniżej wzrostu odnotowanego w I kw. na poziomie 3,4% r/r. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami konsumpcja prywatna wzrosła o 2,8% r/r. Z kolei wzrost inwestycji zaskoczył wzrostem o 8,4% r/r, co prawdopodobnie oznacza, że ożywienie aktywności inwestycyjnej w I kw. (prawie 11% r/r) było w znacznie mniejszym stopniu niż sądziliśmy efektem czynników jednorazowych (łagodna zima, tymczasowe odpisy podatkowe). Popyt krajowy ogółem wzrósł o 5,1% r/r, najwięcej od końca 2010 r. Dane o PKB i jego strukturze, będące pozytywną niespodzianką (jedną z niewielu w ostatnich tygodniach), potwierdzają nasze oczekiwania, że RPP będzie wolała poczekać na więcej informacji zanim podejmie decyzję o złagodzeniu polityki monetarnej. Oczekujemy jednak, że kolejne kwartały przyniosą spowolnienie wzrostu PKB w Polsce poniżej 3% r/r w wyniku pogorszenia koniunktury za granicą i braku wyraźnych sygnałów ożywienia na krajowym rynku. W efekcie, oczekujemy obniżek stóp procentowych NBP w sumie o 75 pb w październiku-listopadzie.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Wzrost PKB w II kwartale 2014 wyniósł 3,3% r/r, czyli nieco więcej niż wskazywał wstępny szacunek GUS opublikowany w połowie sierpnia (3,2% r/r) i tylko nieznacznie mniej niż zanotowano w I kwartale br. (3,3%). Co ciekawe, wzrost popytu krajowego przyspieszył bardzo znacząco, do 5,1% r/r (najszybszy wzrost od IV kwartału 2010). Przyczynił się do tego w dużej mierze pozytywny wkład wzrostu zapasów, który w II kwartale dodał do wzrostu PKB 1,7 pkt. proc. (efekt niskiej bazy z II kwartału 2013). Ten czynnik akurat nie był zaskoczeniem. Dużą niespodzianką dla nas okazał się jednak wzrost inwestycji, który wyniósł 8,4% r/r (wobec 10,7% r/r w I kwartale). Spodziewaliśmy się dużo mocniejszego wyhamowania dynamiki nakładów na środki trwałe (do ok. 3% r/r), zakładając odciążenie aktywności inwestycyjnej po wygaśnięciu jednorazowych czynników, które wpływały na nią w I kwartale (wyjątkowo łagodna zima, zakupy pojazdów w okresie obowiązywania ulg podatkowych). Najwyraźniej, ożywienie inwestycyjne na początku roku w mniejszym niż ocenialiśmy stopniu wynikało z efektów jednorazowych i było kontynuowane w drugim kwartale. Wskazywaliśmy wcześniej na fakt, że dynamika kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw nie wykazywała oznak osłabienia w ostatnich miesiącach. Wzrost popytu konsumpcyjnego przyspieszył w II kwartale do 2,8% r/r, zgodnie z naszą prognozą. Spodziewamy się, że niezła dynamika realnych dochodów gospodarstw domowych umożliwi utrzymanie wzrostu popytu konsumentów na podobnym poziomie w kolejnych kwartałach.

Wyższej od oczekiwań dynamice popytu krajowego towarzyszył gorszy wynik w wymianie z zagranicą. Wpływ salda eksportu netto na wzrost PKB był ujemny po raz pierwszy od końca 2010 r. i wyniósł -1,6 pkt proc. W kolejnych kwartałach zmiany w handlu zagranicznym będą naszym zdaniem nadal obniżać dynamikę PKB.

Chociaż dane o PKB za II kwartał i ich struktura były lepsze niż oczekiwaliśmy, to jednak obawiamy się, że w II półroczu dynamika PKB może jeszcze spowolnić, prawdopodobnie poniżej 3% r/r, za sprawą gorszej koniunktury za granicą, negatywnie wpływającej na wyniki polskich eksporterów i braku impulsów do dalszego przyspieszenia wzrostu popytu krajowego. Wzrost PKB w całym roku może wynieść nieznacznie powyżej 3%. Zaktualizowane prognozy makroekonomiczne opublikujemy w najbliższym raporcie miesięcznym.

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: [skarb.bzwbk.pl](http://skarb.bzwbk.pl)

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luźniński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

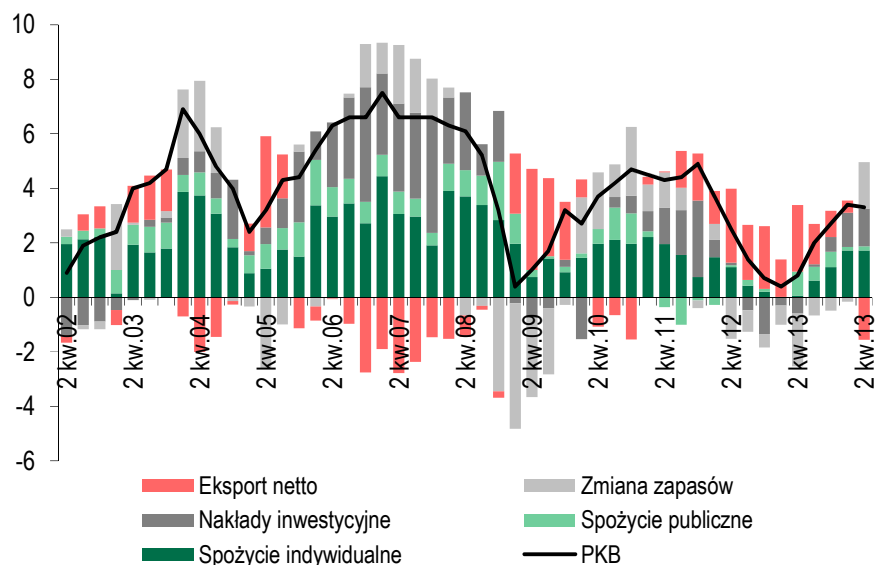
Wrocław 71 369 9400

## Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2011	2012	2013	I kw. 13	II kw. 13	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14
PKB	4,5	2,0	1,6	0,4	0,8	2,0	2,7	3,4	3,3
Popyt krajowy	3,6	-0,1	0,0	-1,0	-1,6	0,6	1,8	3,0	5,1
Spożycie ogółem	1,6	1,0	1,2	0,0	1,2	1,4	2,4	2,2	2,3
Spożycie indywidualne	2,6	1,3	0,8	0,0	0,1	1,0	2,1	2,6	2,8
Spożycie publiczne	-1,7	0,2	2,8	0,1	5,0	3,0	3,1	0,7	0,8
Akumulacja brutto	11,2	-4,0	-4,7	-7,0	-13,5	-2,9	0,2	8,5	19,7
Nakłady brutto na środki trwałe	8,5	-1,6	-0,2	-2,4	-3,3	0,5	2,0	10,7	8,4
Eksport netto *	0,9	2,1	1,6	1,5	2,3	1,5	1,0	0,5	-1,6

\* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

## Dekompozycja tempa wzrostu PKB wg składowych popytu (% 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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. 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. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. 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.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)