

# KOMENTARZ NA GORĄCO

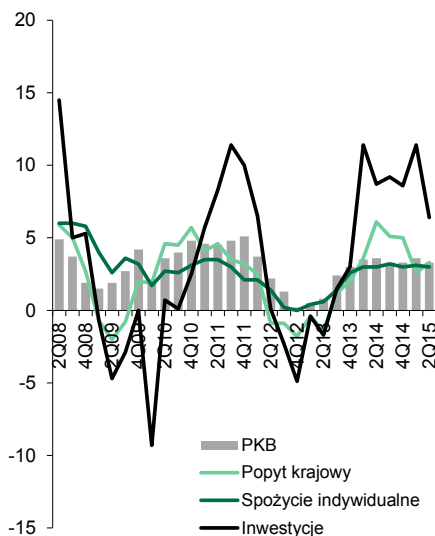
28 sierpnia 2015

## PKB pod wpływem słabszego wzrostu inwestycji

Wzrost PKB wyniósł 3,3% r/r w II kw. 2015, zgodnie z wcześniejszym odczytem i wobec 3,6% r/r w I kw. Popyt krajowy przyspieszył do 3,3% r/r pomimo spowolnienia wzrostu inwestycji (do 6,4% r/r, najwolniej od IV kw. 2013) i stabilnego wzrostu konsumpcji (3% r/r), jako że zmiana zapasów zaskoczyła w górę. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB obniżył się, przy spowolnieniu zarówno w eksporcie jak i imporcie. Wzrost PKB wyrównany sezonowo utrzymał się na niezłym poziomie 0,9% kw/kw.

Struktura wzrostu PKB w II kw. 2015 r (a w szczególności istotne spowolnienie inwestycji) budzi nasze wątpliwości co do tempa wzrostu w drugiej połowie roku. Wzrost konsumpcji prywatnej powinien zostać mocny, wspierany spadającym bezrobociem i rosnącymi dochodami ludności. Eksport również powinien przyspieszyć pod wpływem dalszego ożywienia w strefie euro. Jednak trudno się spodziewać istotnego przyspieszenia wzrostu inwestycji. Wciąż uważamy, że wzrost PKB może przyspieszyć w II połowie 2015 r., ale prawdopodobnie nie w takiej skali, jak się wcześniej spodziewaliśmy i może nie osiągnąć 4% r/r w IV kw. Mimo wszystko, naszym zdaniem dane są zgodne ze scenariuszem umiarkowanej ekspansji, która nie wymaga dodatkowej stymulacji monetarnej.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Wzrost PKB w II kwartale 2015 wyniósł 3,3% r/r, zgodnie z przyspieszonym szacunkiem GUS opublikowanym w połowie sierpnia. Jednak struktura tego wzrostu przyniosła parę niespodzianek. Po pierwsze, bardziej niż zakładaliśmy spowolnił wzrost inwestycji, który wyniósł 6,4% r/r, prawie dwukrotnie mniej niż w I kwartale. Po drugie, słabszy od oczekiwań wzrost inwestycji został skompensowany zmianą zapasów i dynamika akumulacji brutto osiągnęła przyzwoity poziom ponad 5%. Dlatego też w II kwartale przyspieszyła dynamika popytu krajowego. Tempo wzrostu konsumpcji prywatnej pozostało bowiem mniej więcej na poziomie z poprzednich kwartałów i wyniosło 3,0% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Za osłabienie tempa wzrostu PKB odpowiadał więc głównie mniejszy wkład eksportu netto, który obniżył się do zera z 1,1 pkt. proc. w I kwartale. Spowolnienie dotknęło zarówno wzrost eksportu, jak i importu, przy czym w tym pierwszym przypadku było mocniejsze. Co ciekawe, pomimo znaczącego spadku cen surowców i przy mniej więcej stabilnym kursie złotego wobec głównych walut, deflator importu był na tylko niewielkim minusie (-0,6%).

Co oznaczają dzisiejsze dane dla prognoz na kolejne kwartały? Niewątpliwie, relatywnie niska dynamika inwestycji stwarza ryzyko w dół dla naszej prognozy. Do tej pory zakładaliśmy, że inwestycje mogą rosnąć o 8-9% r/r, a dynamika niższa o 2 pkt. proc. odjęłaby ze wzrostu gospodarczego nawet 0,5 pkt. proc. w drugiej połowie roku. Z drugiej strony, solidna dynamika konsumpcji powinna się utrzymać, a nawet może przyspieszyć biorąc pod uwagę, że była ostatnio wciąż poniżej dynamiki dochodów do dyspozycji, co pozostawia możliwość lekkiego przyspieszenia konsumpcji w drugiej połowie roku. Dodatkowo, niższa dynamika inwestycji może pociągnąć za sobą niższy import, co przy utrzymaniu solidnej dynamiki eksportu (a nawet jej przyspieszeniu), przyczyniłoby się do wyższego wpływu eksportu netto na PKB. W sumie więc, ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB na kolejne kwartały (3,7% i 4,0%) nie jest wyższe niż 0,2-0,3 pkt. proc. Jest to mniej więcej taka skala w jakiej niespodzianką okazała się dynamika wzrostu w II kwartale. Wzrost w całym roku wyniesie zapewne bliżej 3,5% niż 4,0%, a prognoza na 2016 rok na poziomie 3,5% wciąż jest realistyczna. Nowe prognozy przedstawimy w szczegółach w najbliższym raporcie miesięcznym.

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17 00-854 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 Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

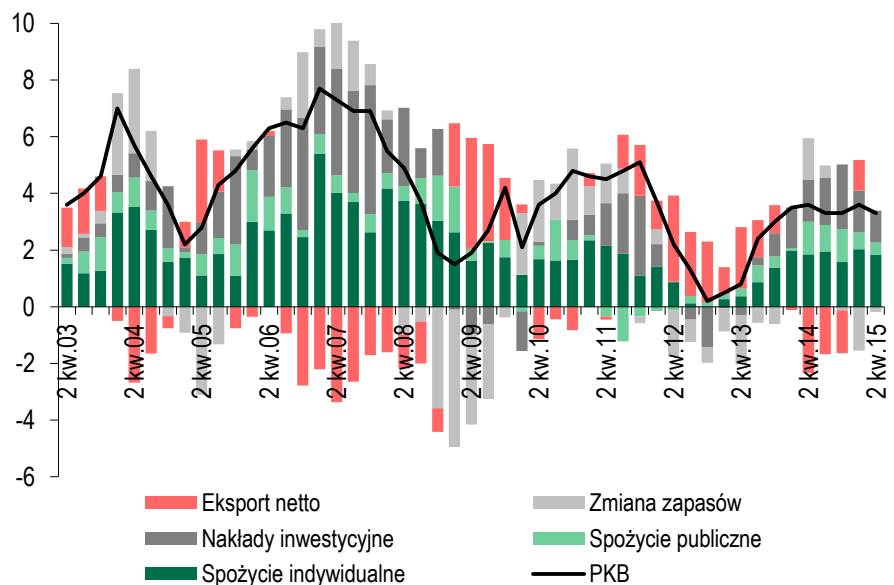
Wrocław 71 369 9400

## Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2012	2013	2014	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14	III kw. 14	IV kw. 14	I kw. 15	II kw. 15
PKB	1.8	1.7	3.4	3.0	3.5	3.6	3.3	3.3	3.6	3.3
Popyt krajowy	-0.4	0.4	4.9	2.0	3.6	6.1	5.1	5.0	2.6	3.3
Spożycie ogółem	0.7	1.4	3.4	2.5	2.5	3.7	3.6	3.8	3.1	2.9
Spożycie indywidualne	1.0	1.2	3.1	2.6	3.0	3.0	3.2	3.0	3.1	3.0
Spożycie publiczne	0.2	2.1	4.7	2.2	0.5	6.4	5.4	6.4	3.3	2.4
Akumulacja brutto	-4.3	-3.5	11.4	0.7	10.9	18.1	11.4	8.0	-0.5	5.2
Nakłady brutto na środki trwałe	-1.5	1.1	9.2	3.0	11.4	8.7	9.2	8.6	11.4	6.4
Eksport netto *	2.2	1.3	-1.4	1.0	0.0	-2.3	-1.6	-1.5	1.1	0.0

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

## Dekompozycja 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. 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, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)