

KOMENTARZ NA GORĄCO

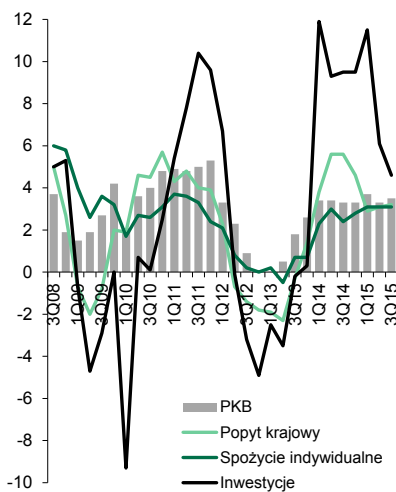
30 listopada 2015

PKB powyżej, a CPI poniżej prognoz

Wzrost PKB przyspieszył w III kwartale 2015 do 3,5% r/r, mocniej od prognoz, do czego przyczyniło się głównie saldo eksportu netto. Wzrost inwestycji spowolnił w III kwartale do 4,6% r/r, pomimo informacji o ożywieniu nakładów na środki trwałe w dużych firmach, co sugeruje, że mogło nastąpić wyhamowanie inwestycji publicznych. Zakładamy, że to nie będzie trwałe zjawisko, biorąc pod uwagę, że jednym z priorytetów nowego rządu jest pobudzenie wzrostu inwestycji. Dynamika konsumpcji ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie, a dobra sytuacja na rynku pracy powinna sprzyjać utrzymaniu jej dynamiki w kolejnych kwartałach. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy powinien dalej stabilizować się na poziomie zbliżonym do 3,5% r/r.

Wstępny odczyt CPI pokazał wzrost do -0,5% r/r. Inflacja rośnie wolniej od oczekiwań i okres deflacji najprawdopodobniej nie zakończy się przed końcem 2015 r., a raczej w I kw. przyszłego roku.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Szybszy wzrost PKB głównie dzięki eksportowi netto

Wzrost PKB przyspieszył w III kwartale 2015 do 3,5% r/r i okazał się wyższy niż wskazywał przyspieszony szacunek GUS (3,4%). Mimo iż dane na pierwszy rzut oka wyglądają dość optymistycznie, to struktura wzrostu PKB jest naszym zdaniem pewnym rozczarowaniem.

Po pierwsze, wzrost inwestycji wyhamował w III kw. do 4,6% r/r, pomimo niezłych nastrojów firm, stabilnej dynamiki kredytów inwestycyjnych, a także pomimo tego, że opublikowane nieco wcześniej dane z sektora dużych firm wskazywały na ponowne ożywienie wzrostu nakładów na środki trwałe po jego przejściowym osłabieniu w II kw. Wskazuje to, że spowolnienie mogło dotknąć inwestycje małych przedsiębiorstw albo inwestycje publiczne. Ten ostatni element jest naszym zdaniem głównym źródłem niepewności, dotyczącej dynamiki inwestycji w kolejnych kwartałach (również w kontekście wykorzystania środków z UE). Sektor prywatny powinien naszym zdaniem zwiększać nakłady na środki trwałe w niezłym tempie w sytuacji wysokiego poziomu wykorzystania istniejących mocy wytwórczych oraz kontynuacji ożywienia gospodarczego w Europie.

Po drugie, wzrost eksportu również wyhamował w III kw. (do 3,9% r/r). Jednak wpływ tzw. eksportu netto na PKB pozostał dodatni, a nawet lekko się poprawił (z 0,2 pkt. proc. do 0,4 pkt. proc.) – i to właśnie głównie dzięki temu wzrost PKB lekko przyspieszył w III kw. – ponieważ równocześnie dynamika importu wyhamowała w jeszcze większym stopniu (do 3,1% r/r). W kolejnych kwartałach wzrost eksportu powinien naszym zdaniem przyspieszać (dzięki ożywieniu gospodarczemu w strefie euro i dość słabemu złotemu), ale import może również odbijać w górę, osłabiając wpływ salda wymiany handlowej na PKB.

Wzrost konsumpcji ustabilizował się w III kwartale na poziomie 3,1% r/r. Naszym zdaniem, solidny wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych oraz niskie stopy zwrotu z inwestycji (niskie stopy procentowe) powinny sprzyjać stopniowemu ożywieniu popytu konsumpcyjnego. Niemniej, jak widać na przykładzie danych z ostatnich kwartałów, stopa oszczędności gospodarstw domowych stopniowo rośnie, w wyniku czego dynamika wydatków konsumpcyjnych pozostaje stabilna. W kolejnych kwartałach konsumpcja powinna pozostać istotnym motorem wzrostu, ale bez zmiany w nastawieniu gospodarstw domowych trudno liczyć, że będzie ona źródłem dodatkowego przyspieszenia.

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzbwbk.pl Strona www: skarb.bzbwbk.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

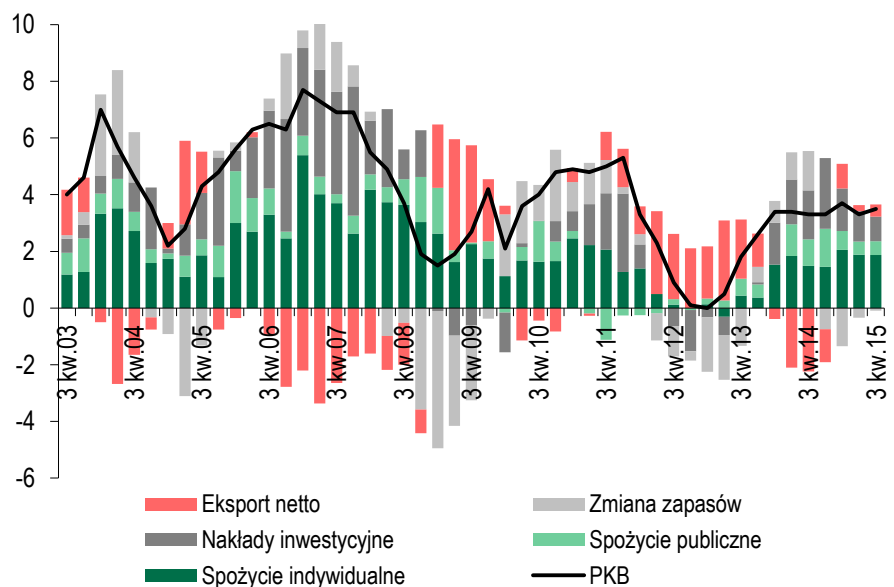
Wrocław 71 369 9400

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

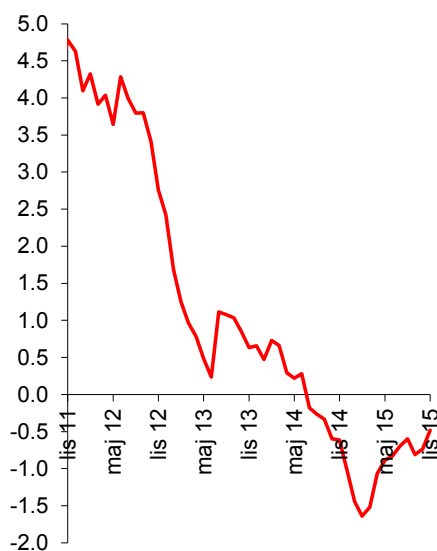
	2012	2013	2014	I kw. 14	II kw. 14	III kw. 14	IV kw. 14	I kw. 15	II kw. 15	III kw. 15
PKB	1.6	1.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.7	3.3	3.5
Popyt krajowy	-0.5	-0.7	4.9	3.8	5.6	5.6	4.6	2.9	3.1	3.2
Spożycie ogółem	0.5	0.7	3.1	1.8	3.6	2.9	4.0	3.2	2.9	2.9
Spożycie indywidualne	0.8	0.2	2.6	2.3	3.0	2.4	2.8	3.1	3.1	3.1
Spożycie publiczne	-0.4	2.2	4.9	0.0	6.2	5.3	7.4	3.7	2.5	2.7
Akumulacja brutto	-3.9	-5.8	12.6	18.0	15.1	18.0	6.3	1.1	4.0	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	-1.8	-1.1	9.8	11.9	9.3	9.5	9.5	11.5	6.1	4.6
Eksport netto *	2.1	2.0	-1.5	-0.4	-2.1	-2.2	-1.2	0.9	0.2	0.4

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

Dekompozycja wzrostu PKB (% r/r)



CPI, % r/r



CPI w górę ale mniej niż oczekiwano

Według szybkiego szacunku GUS, inflacja w listopadzie wyniosła -0,5% r/r, mniej od naszej prognozy (-0,3% r/r) i konsensusu rynkowego (-0,4% r/r). Na razie nie mamy żadnych szczegółów odnośnie do dynamiki w poszczególnych kategoriach, ciężko zatem wyrokować, czy zaskoczenie wynikało z niższego wzrostu cen żywności czy w kategoriach bazowych. Inflacja pnie się w górę, ale wolniej od oczekiwań. Zaskoczenie niższym odczytem w listopadzie oznacza najprawdopodobniej wydłużenie okresu deflacji w Polsce – wygląda na to, że wbrew naszym wcześniejszym oczekiwaniom okres ujemnej dynamiki CPI nie zakończy się przed końcem 2015 r., a raczej w styczniu lub lutym 2016 r. Z drugiej strony, warto jednak przypomnieć, że finalny odczyt CPI za październik okazał się nieco wyższy niż wstępny szacunek (-0,7% r/r zamiast -0,8% r/r) i nie można wykluczyć, że podobnie będzie i tym razem. Naszym zdaniem stopa inflacji będzie stopniowo rosła w 2016 r. ale średnioroczna inflacja może być niższa niż 1,0% r/r.