

# KOMENTARZ NA GORĄCO

12 sierpnia 2016

## Wzrost w II kwartale nie odbił wyraźnie w górę

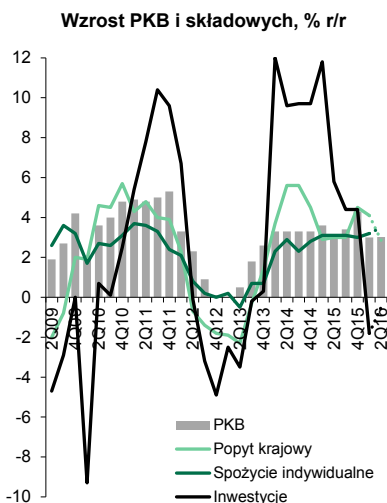
Wzrost PKB w II kwartale wyniósł 3,1% r/r i niewiele odbiegał od tego z I kwartału. Przedstawiciele rządu nadal spodziewają się wyraźnego przyspieszenia wzrostu w II półroczu, ale naszym zdaniem bardziej prawdopodobna jest jego stabilizacja (prognozujemy średni wzrost PKB w całym roku na poziomie 3,1%). Przyspieszenie wzrostu konsumpcji pod wpływem 500+ nie wystarczy naszym zdaniem do ożywienia gospodarki, jeśli eksport i inwestycje nie dadzą dodatkowego impulsu.

Eksport wzrósł dość wyraźnie w czerwcu, ale naszym zdaniem perspektywy na dalszą część roku nie są nadmiernie optymistyczne. Jednocześnie, import powinien rosnać szybciej dzięki wyższej konsumpcji. W efekcie, nie spodziewamy się dodatniego wpływu eksportu netto na wzrost PKB w kolejnych kwartałach.

Deflacja pogłębiła się w lipcu do -0,9% r/r, co wg nas zapowiada inflację bazową na poziomie -0,4% r/r. Ujemne odczyty CPI mogą się utrzymać niemal do końca tego roku.

Słabsze perspektywy wzrostu i przedłużająca się deflacja mogą spowodować, że jastrzębia do tej pory postawa członków RPP może zacząć stopniowo ewoluować, a rynek może stopniowo wyceniać rosnące szanse na obniżki stóp przed końcem roku.

### Stabilny wzrost PKB w II kwartale



Wzrost PKB w II kwartale wyniósł 3,1% r/r (wobec 3,0% r/r w I kw.), zgodnie z naszą prognozą i poniżej konsensusu rynkowego. Sezonowo wyrównany wzrost wyniósł 0,9% kw/kw (-0,1% w I kwartale). Nie znamy jeszcze struktury wzrostu w II kwartale (dane na ten temat zostaną opublikowane 30 sierpnia) ale wg naszych szacunków głównym motorem wzrostu była konsumpcja prywatna (rosnąca ok. 3,5% r/r), podczas gdy wkład eksportu netto i inwestycji do wzrostu PKB był bliski zera. Wzrost konsumpcji jeszcze zapewne przyspieszy w kolejnych kwartałach (być może nawet do niemal 5% r/r), wspierany mocnym wzrostem dochodów z pracy i wypłatami z programu 500+. Jednak to nie wystarczy do ożywienia wzrostu PKB jeśli eksport i inwestycje rozczarują, a to naszym zdaniem nie jest wykluczone. Niedawno obniżyliśmy prognozy wzrostu eksportu na dalszą część roku, ponieważ całkiem solidny wzrost PKB w UE jest najwyraźniej napędzany popytem krajowym, a nie eksportem, co nie jest optymalną sytuacją z punktu widzenia polskich eksporterów i producentów. Znaczna część naszego eksportu to dobra pośrednie i komponenty dla europejskiego, w szczególności niemieckiego przemysłu. Dlatego w sytuacji gdy niemiecki eksport słabo rośnie, polski również radzi sobie gorzej. Jeśli chodzi o inwestycje, widzimy pole do umiarkowanej poprawy ich dynamiki jeśli pod koniec roku mocniej ruszy wykorzystanie środków z nowego budżetu UE. Jednak słabsze nastroje w biznesie i wolniejszy wzrost kredytów mogą osłabić aktywność inwestycyjną sektora prywatnego. W sumie, oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w kolejnych kwartałach blisko 3% r/r, a nasza prognoza na cały rok 2016 to 3,1%.

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

	2013	2014	2015	IV kw. 14	I kw. 15	II kw. 15	III kw. 15	IV kw. 15	I kw. 16	II kw. 16
PKB	1,3	3,3	3,6	3,3	3,6	3,1	3,4	4,3	3,0	3,1
Popyt krajowy	-0,7	4,9	3,3	4,5	2,9	3,0	3,0	4,5	4,1	2,9**
Spożycie ogółem	0,7	3,1	3,1	3,8	2,8	2,5	2,6	4,5	3,4	3,6**
Spożycie indywidualne	0,2	2,6	3,1	2,8	3,1	3,1	3,1	3,0	3,2	3,5**
Spożycie publiczne	2,2	4,9	3,5	7,2	1,8	0,8	0,9	8,7	4,4	4,0**
Akumulacja brutto	-5,8	12,6	4,1	6,5	3,4	4,9	4,8	4,5	8,1	-0,2**
Nakłady brutto na środki trwałe	-1,1	9,8	6,1	9,7	11,8	5,8	4,4	4,4	-1,8	-0,5**
Eksport netto *	1,9	-1,5	0,3	-1,2	0,8	0,2	0,4	-0,1	-0,9	0,3**

\* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.); \*\* szacunki BZ WBK;

#### 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](http://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

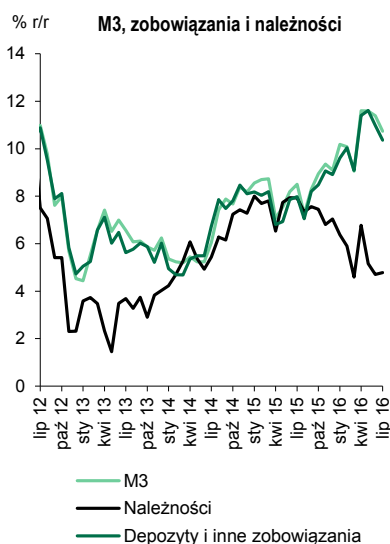
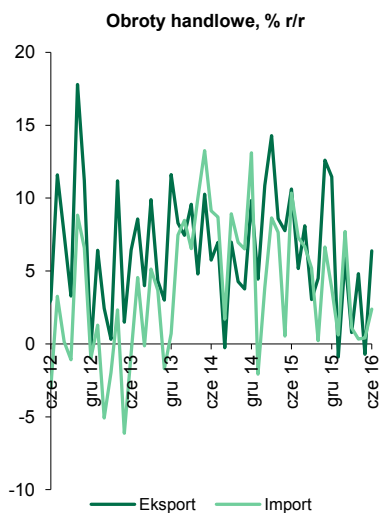
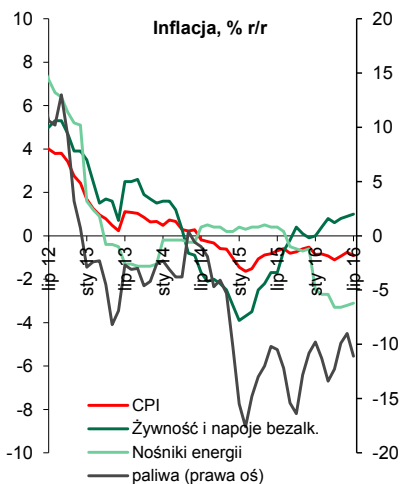
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400



Rada Polityki Pieniężnej podkreślała w lipcu, że jest bardziej optymistyczna niż projekcja NBP jeśli chodzi o perspektywy wzrostu PKB i spodziewa się ożywienia wzrostu gospodarczego po słabszym I kwartale. Jeżeli jednak kolejne dane będą wskazywały, że wzrost PKB nie przyspiesza, nastawienie członków RPP może zacząć się stopniowo zmieniać na mniej jastrzębie, a rynek może stopniowo wyceniać rosnące szanse na obniżki stóp przed końcem roku.

### Deflacja potrwa prawie do końca roku

Dane o inflacji potwierdziły wstępny odczyt na poziomie -0,9% r/r w lipcu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, głównymi źródłami pogłębienia deflacji w lipcu były efekty wysokiej bazy w przypadku cen opieki zdrowotnej i komunikacji oraz spadki cen paliw. Z drugiej strony, na plus zaskoczyły podwyżki cen usług związanych z rekreacją i kulturą. Ceny żywności obniżyły się mniej więcej zgodnie z trajektorią sezonową. W sumie, szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w lipcu do -0,4% r/r (wracając do poziomu z kwietnia-maja).

Przewidujemy, że deflacja może się jeszcze pogłębić w sierpniu, po czym zacznie stopniowo maleć i w grudniu po raz pierwszy od 2,5 roku zobaczymy lekko dodatnią dynamikę CPI. W przyszłym roku dalszemu stopniowemu wzrostowi cen będzie sprzyjać podwyższona dynamika wydatków konsumpcyjnych, podwyżki podatków (m.in. nowy podatek od handlu) oraz rosnąca dynamika jednostkowych kosztów pracy. Nadal jednak perspektywa osiągnięcia celu inflacyjnego na poziomie 2,5% wydaje się odległą.

### Lepszy eksport i import w czerwcu

W czerwcu nastąpił dość wyraźny wzrost eksportu i importu po dość słabych obrotach zanotowanych w maju. Wzrost eksportu wyniósł 6,4% r/r, a importu 2,4% r/r. W efekcie, saldo obrotów towarowych zanotowało nadwyżkę 404 mln €. Jednocześnie jednak pogorszyły się pozostałe salda – usług (815 mln €), dochodów pierwotnych (-1409 mln €) i dochodów wtórnych (-13 mln €), przez co saldo obrotów bieżących znalazło się na minusie (-203 mln €).

Mimo poprawy dynamiki eksportu w czerwcu, perspektywy na kolejne miesiące i kwartały nie są naszym zdaniem nadmiernie optymistyczne ze względu na hamowanie obrotów w handlu światowym. Jednocześnie import będzie prawdopodobnie przyspieszał, wspierany wydatkami z programu 500+. W efekcie, nie spodziewamy się dodatniego wpływu eksportu netto na wzrost gospodarczy w Polsce w najbliższych kwartałach.

### Słabsza dynamika podaży pieniądza

W lipcu wzrost podaży pieniądza lekko spowolniła do 10,7% r/r. Dynamika depozytów gospodarstw domowych spowolniła 10,8% r/r, utrzymując się wciąż powyżej średniego wzrostu w I połowie roku na poziomie 10%. W tym samym czasie dynamika depozytów firm utrzymała się na 8,4% r/r, nieco poniżej średniego wzrostu w I połowie roku na ok. 11% r/r. Lekko przyspieszył wzrost należności dla gospodarstw domowych (4,8% r/r) i dla przedsiębiorstw (7,4% r/r), choć w obu przypadkach dynamiki są wyraźnie poniżej średnich z I półrocza. Utrzymująca się niepewność odnośnie wzrostu gospodarczego w kraju i na świecie będzie, w naszej ocenie, powodowała mniejszy przyrost akcji kredytowej, w szczególności dla przedsiębiorstw w nadchodzących miesiącach.