

KOMENTARZ EKONOMICZNY

31 sierpnia 2018

Wzrost duży, inwestycji mało a inflacja trzyma się 2%

Wzrost PKB w II kwartale 2018 wyniósł 5,1% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Dość zaskakująca okazała się struktura wzrostu gospodarczego. Największą niespodzianką sprawiły nakłady inwestycyjne, których dynamika zmniejszyła się do 4,5% r/r z 8,1% r/r w I kwartale. Tymczasem, opublikowane nieco wcześniej informacje, wskazały na wyraźne ożywienie w II kwartale inwestycji w dużych firmach oraz w samorządach lokalnych. Dyrektor GUS wyjaśniła, że za osłabieniem stała zmiana zasad księgowania zamówień zbrojeniowych a poza nimi widać poprawę. Konsumpcja prywatna wzrosła o 4,9% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, pozostając głównym motorem wzrostu gospodarczego. Dane o PKB wspierają naszym zdaniem oczekiwania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobne jest stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Inflacja pozostała w sierpniu na poziomie 2% r/r, zgodnie z oczekiwaniami i wobec naszej prognozy 1,8% r/r. Stało za tym odbicie inflacji bazowej z 0,6% r/r do 0,8-0,9% – jej pierwsze wyraźne przyspieszenie w tym roku. Naszym zdaniem nie zaktywizuje to jednak RPP. Zakładamy, że kolejne odczyty dynamiki CPI będą już nieco niższe a na koniec roku zobaczymy 1,6% r/r. W międzyczasie inflacja bazowa może podejść do 1,2-1,3%.

Piotr Bielski
tel. 22 534 18 87
piotr.bielski@bzwbk.pl

Wysoki wzrost PKB pomimo słabszych inwestycji

Wzrost PKB w II kwartale 2018 wyniósł 5,1% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Wzrost w ujęciu kwartalnym skorygowany sezonowo wyniósł 1,0% kw/kw (wstępny szacunek 0,9%).

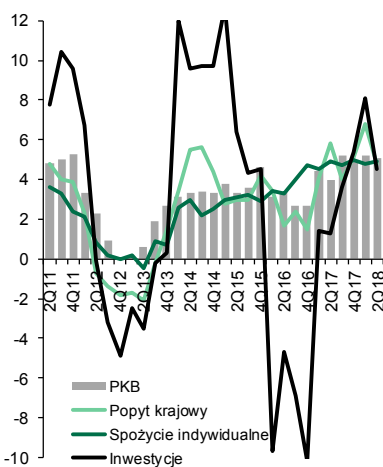
Dość zaskakująca okazała się struktura wzrostu gospodarczego. Największą niespodzianką sprawiły nakłady inwestycyjne, których dynamika zmniejszyła się do 4,5% r/r z 8,1% r/r w I kwartale (wyrównany sezonowo wzrost zaledwie 0,4% kw/kw, najmniej od półtora roku). Tymczasem, opublikowane nieco wcześniej informacje, wskazujące na wyraźne ożywienie w II kwartale inwestycji w dużych firmach oraz w samorządach lokalnych, sugerowały, że ze strony tej kategorii należy raczej oczekiwać pozytywnego zaskoczenia. Skoro inwestycje ogółem wyraźnie spowolniły pomimo coraz szybciej rosnących nakładów w samorządach i dużych firmach, prawdopodobnie w pozostałej części sektora przedsiębiorstw nadal mamy do czynienia co najmniej ze stagnacją, a może nawet spadkami inwestycji. Można podejrzewać, że jest to po części efekt coraz trudniejszej sytuacji na rynku pracy i rosnących kosztów. Z tymi wyzwaniem najwyraźniej znacznie lepiej radzą sobie firmy duże niż mniejsze. Interpretacja tych danych może być mniej negatywna w świetle wyjaśnień dyrektor GUS Marii Jeznach, że za osłabieniem dynamiki inwestycji stała zmiana zasad księgowania zamówień zbrojeniowych a poza tym sektorem odnotowano poprawę. Nie rozwiewa to całkowicie naszych obaw o nakłady mniejszych firm.

Niespodzianki nie sprawiła za to konsumpcja prywatna, która wzrosła o 4,9% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, pozostając głównym motorem wzrostu gospodarczego. Nie spodziewamy się istotnej zmiany trendu w tym obszarze w najbliższych kwartałach. Dochody gospodarstw domowych nadal będą rosły w szybkim tempie, czemu sprzyjać będzie wysoka dynamika płac, więc dynamika wydatków konsumpcyjnych powinna się utrzymać na przyzwoitym poziomie.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w II kwartale nie powtórzył się mocno dodatni wpływ na PKB ze strony zmiany zapasów – jego skala została zniwelowana do niemal zera z prawie 2 pkt. proc. w I kwartale. W kolejnych kwartałach wpływ tej kategorii pozostanie zapewne niewielki.

Eksport netto dodał do wzrostu PKB 0,5 pkt. proc., co w porównaniu z I kwartałem jest dużą zmianą, ponieważ wówczas jego wpływ był mocno ujemny (-1,2 pp). Niestety w kolejnych kwartałach wpływ tej kategorii na tempo wzrostu gospodarczego ponownie może być ujemny, ponieważ dynamika eksportu będzie naszym zdaniem pozostawać w tyle za wzrostem importu.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



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
Piotr Bielski 22 534 18 87
Marcin Luźniński 22 534 18 85
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
Konrad Soszyński 22 534 18 86
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30
Warszawa 22 586 8320/38
Wrocław 71 369 9400

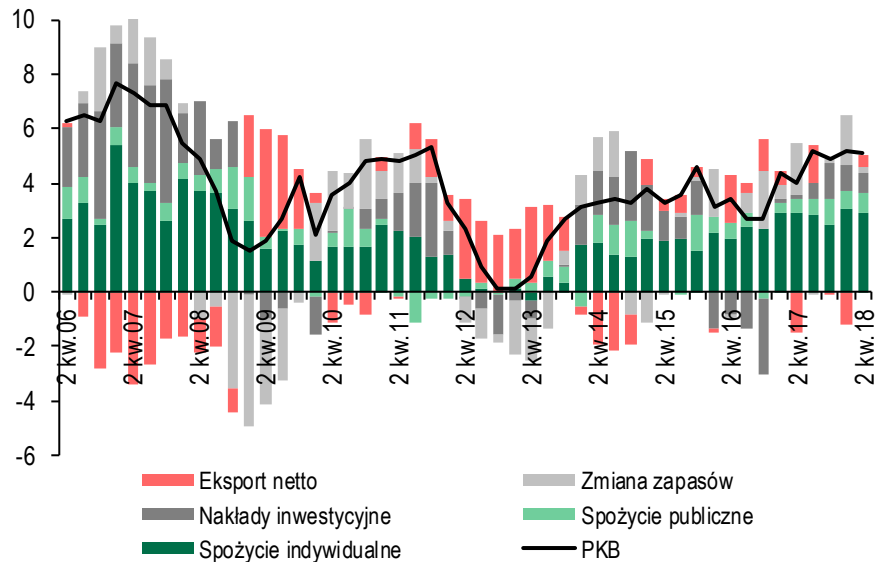
Naszym zdaniem dane o PKB wspierają oczekiwania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobne jest stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego. Według nas rozczarowanie wynikami inwestycji, mimo zaburzenia zmianami w księgowaniu, sugeruje, że ich dynamika w dalszej części roku również nie będzie wysoka, a bez tego tempo wzrostu PKB trudno będzie utrzymać powyżej 5% r/r, nawet przy wciąż mocno rosnącej konsumpcji.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| PKB | 3,8 | 3,0 | 4,6 | 4,0 | 5,2 | 4,9 | 5,2 | 5,1 |
| Popyt krajowy | 3,3 | 2,2 | 4,7 | 5,8 | 4,0 | 5,1 | 6,8 | 4,8 |
| Spożycie ogółem | 2,8 | 3,4 | 4,4 | 4,2 | 4,3 | 4,9 | 4,5 | 4,8 |
| Spożycie indywidualne | 3,0 | 3,9 | 4,8 | 4,9 | 4,7 | 5,0 | 4,8 | 4,9 |
| Spożycie publiczne | 2,4 | 1,8 | 3,4 | 2,9 | 3,3 | 4,8 | 3,6 | 4,4 |
| Akumulacja brutto | 4,9 | -2,4 | 6,2 | 11,9 | 2,8 | 5,5 | 21,0 | 4,9 |
| Nakłady brutto na śr.trwałe | 6,1 | -8,2 | 3,4 | 1,3 | 3,6 | 5,4 | 8,1 | 4,5 |
| Zmiana zapasów * | -0,2 | 1,2 | 0,6 | 1,9 | -0,1 | 0,1 | 1,9 | 0,2 |
| Eksport netto * | 0,6 | 0,8 | 0,1 | -1,5 | 1,3 | 0,0 | -1,2 | 0,5 |

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

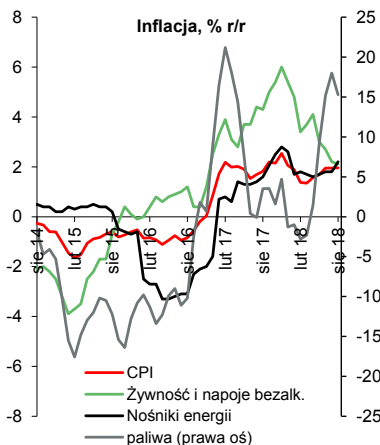
Struktura wzrostu PKB (% r/r)



Grzegorz Ogonek

tel. 22 534 19 23

grzegorz.ogonek@bzwbk.pl



Dalsza stabilizacja inflacji w sierpniu wbrew negatywnemu efektowi bazy

Według wstępnego szacunku GUS w sierpniu inflacja CPI pozostała trzeci miesiąc z rzędu na poziomie 2% r/r. Na taki rezultat wskazywał konsensus rynkowy, my oczekiwaliśmy spadku do 1,8% r/r. Negatywną presję na sierpniowy odczyt wywierał efekt bazy w cenach żywności (ich dynamika w całej II poł 2017 r. odstawiała w górę od wzorca z ubiegłych lat) oraz paliw (w sierpniu 2017 odbiły w górę o 2,2% m/m po pięciu miesiącach spadków). Ten negatywny efekt bazy został jednak zniwelowany przez mniejszy niż zakładaliśmy spadek cen żywności w skali miesiąca, ale przede wszystkim przez wzrost komponentów wchodzących w skład inflacji bazowej.

W świetle tej publikacji zrewidowaliśmy szacunek inflacji bazowej za sierpień z 0,7% r/r do 0,8-0,9%, wobec 0,6% odnotowanych w lipcu. Byłoby to jej pierwsze wyraźne przyspieszenie w tym roku. Naszym zdaniem nie zaktywizuje to jednak RPP. Stopniowe odradzanie się inflacji bazowej jest szeroko oczekiwane. Od początku roku zaskakiwało nas raczej opóźnianie się jej odbicia. Zakładamy, że kolejne odczyty dynamiki CPI r/r będą już nieco niższe zaś na koniec roku zobaczymy 1,6% r/r. Inflacja bazowa może stopniowo podnosić się do 1,2-1,3% do końca roku.

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., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl