

# Komentarz na gorąco

## Dane historyczne, ale jastrzębie

29 sierpnia 2008

**Skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w drugim kwartale okazała się mniejsza od oczekiwań. Wzrost PKB wyniósł 5,8% (w I kw. 6,1%), za co w znaczącym stopniu odpowiadało utrzymanie szybkiego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej (5,6%) i inwestycji (15,2%). Utrzymanie szybkiego wzrostu popytu krajowego (ponad 6%) oraz fakt, że dane za drugi kwartał są znacznie powyżej poprzedniej projekcji PKB, sprawiają, że można dzisiejszą informację interpretować jako „jastrzębią”. Oczywiście dane te są historyczne i duży ważniejsze będą kolejne informacje z gospodarki (płace, sprzedaż, produkcja), które pokażą jakiej skali spowolnienia należy się spodziewać w kolejnych kwartałach. Naszym zdaniem, będzie ono umiarkowane co wspiera dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej.**

Główny Urząd Statystyczny opublikował dziś dane o wzroście gospodarczym w drugim kwartale tego roku. Wyniósł on 5,8%, co było powyżej oczekiwań rynku i Ministerstwa Finansów. Dane potwierdziły kontynuację spowolnienia, choć w tempie bardzo umiarkowanym (6,1% w I kwartale). Co ciekawe, po stronie podażowej gospodarki zanotowano nawet przyspieszenie bo wartość dodana brutto wzrosła w drugim kwartale o 6,1% r/r w porównaniu z 5,5% w I kw. Jeśli chodzi o strukturę wzrostu gospodarczego (szczegóły w tabeli poniżej) to w przypadku dwóch głównych elementów popytu krajowego, czyli wzrostu inwestycji i konsumpcji prywatnej były one mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie odpowiednio 15% i 5,5%. Nieco większa była pozytywna kontrybucja zmiany zapasów, natomiast negatywnie wpływała na wzrost gospodarczy konsumpcja w sektorze publicznym. Pozytywną niespodzianką w rachunkach narodowych był stosunkowo niski negatywny wpływ deficytu handlowego (-0,6 pkt proc. wobec -0,4 w poprzednim kwartale).

Oczywiście dane te są historyczne i dla rynków finansowych dużo ważniejsze są kolejne informacje miesięczne sugerujące dalsze spowolnienie. Ponieważ kolejne decyzje Rady Polityki Pieniężnej zależą w dużym stopniu od spodziewanej skali spowolnienia gospodarczego oraz od tego na ile to obniżenie tempa wzrostu PKB będzie deflacyjny, pojawia się pytanie czy dzisiejsze dane za II kwartał wnoszą coś nowego z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej. W tym kontekście warto przypomnieć co przedstawiała ostatnia projekcja NBP. Przewidywane tempo wzrostu gospodarczego w latach 2008 i 2009 wynosiło odpowiednio 4,7% i 4,8%. Dzisiejsze dane wyraźnie sugerują, że wzrost w roku bieżącym będzie wyższy (nie zmieniamy naszej prognozy 5,3%). Dodatkowo nie widać oznak spowolnienia konsumpcji i inwestycji, a w statystykach wymiany z zagranicą nie ma oznak gwałtownego załamania. Warto raz jeszcze podkreślić, że są dane za drugi kwartał, a Rada w swoich decyzjach powinna kierować się oczekiwaniami co do przyszłości, która w ostatnim czasie zmieniły się na niekorzyść w związku z silnym osłabieniem aktywności gospodarczej za granicą. Niemniej, punkt startowy projekcji na drugi kwartał był znacznie niższy niż pokazały dzisiejsze dane, co oznacza, że nawet uwzględniając gorsze perspektywy wzrostu w strefie euro (i silniejszego złotego), spowolnienie wzrostu w Polsce w kolejnych kwartałach, które będzie przedstawione w nowej projekcji w październiku, nie musi być gwałtowne. Przypomnijmy, że pomimo tego, że w poprzedniej projekcji bank centralny pokazał tempo wzrostu gospodarczego poniżej 4% na przełomie lat 2008-09, RPP zdecydowała się na podwyżkę stóp w czerwcu.

Oczywiście, poszczególni członkowie Rady mogą mieć różne oczekiwania odnośnie tempa spowolnienia gospodarczego. Dla przykładu, Jan Czekaj mówił niedawno o tempie wzrostu PKB rządu 4,0-4,5% w 2009 roku, a Marian Noga o nieco wyższym (4,8-5,0%). Nasza prognoza na przyszły rok to wciąż 4,5%, a ponieważ w dużym stopniu będzie wynikało to z szybkiego wzrostu popytu krajowego, to nie wydaje nam się, aby było na tyle deflacyjne, aby Rada mogła spokojnie obserwować powrót inflacji do celu w średnim terminie. Co za tym idzie, naszym zdaniem wciąż istnieje duże ryzyko kontynuacji cyklu podwyżek stóp procentowych.

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

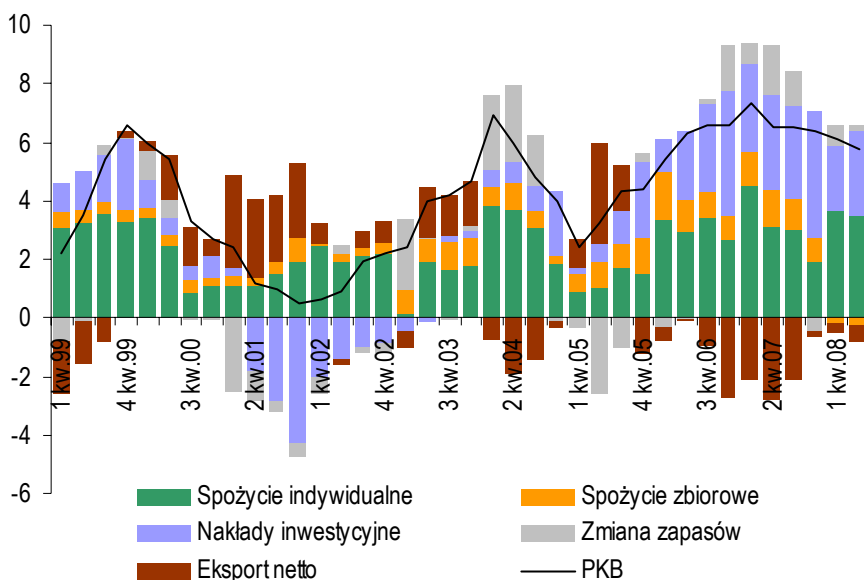
Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2006	2007	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08
PKB	6,2	6,6	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1	5,8
Popyt krajowy	7,3	8,3	9,3	9,2	8,4	6,5	6,3	6,2
Spożycie ogółem	5,2	5,2	6,6	5,2	5,2	3,9	4,1	4,0
Spożycie indywidualne	5,0	5,0	6,8	4,9	4,8	3,6	5,6	5,6
Spożycie zbiorowe	6,1	5,8	6,2	6,4	5,8	4,9	-1,1	-1,2
Akumulacja brutto	16,1	19,9	25,7	28,1	21,5	12,7	17,3	14,7
Nakłady brutto na środki trwałe	14,9	17,6	23,8	19,0	16,7	15,2	15,7	15,2
Zmiana zapasów * **	0,4	0,7	0,7	1,7	1,2	-0,5	0,7	0,2
Eksport netto * **	-1,1	-1,8	-2,2	-2,9	-2,1	-0,2	-0,4	-0,6
Wartość dodana brutto	6,0	6,7	7,5	6,4	6,4	6,4	5,5	6,1
- przemysł	10,0	7,5	9,0	6,5	6,6	7,9	6,9	6,9
- budownictwo	11,6	16,4	41,1	18,5	13,3	9,5	16,7	17,8
- usługi rynkowe	5,5	6,7	7,2	6,1	6,6	7,0	6,7	5,5

\* szacunki własne; \*\* kontrybucja do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

## Kontrybucja składowych popytu do wzrostu PKB



Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. 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. 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. lub Grupy AIB 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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group