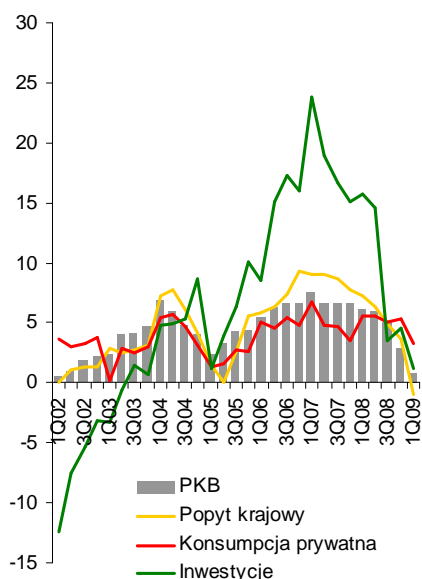


Wzrost PKB w I kwartale 2009 był zgodny z naszą prognozą, ale jego struktura zaskoczyła pozytywnie, pokazując względną odporność konsumpcji i inwestycji. Zmniejsza to szanse na realizację scenariuszy zakładających recesję w gospodarce polskiej w tym roku, chociaż kolejne kwartały pokażą zapewne dalsze wyhamowanie wzrostu PKB. Wynik PKB w Polsce bardzo pozytywnie wyróżnia się na tle innych krajów Europy, z których większość zanotowała w I kw. recesję. Z punktu widzenia RPP, dane są neutralne. Kluczowa dla decyzji Rady będzie zapewne czerwcową projekcją NBP. Andrzej Sławiński i Jan Czekaj nie wykluczyli po publikacji danych dalszych redukcji stóp procentowych.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Wzrost PKB w I kwartale 2009 r. wyniósł 0,8% r/r, czyli był dokładnie zgodny z tym, co wskazywały nasze ostatnie szacunki, uwzględniające komplet miesięcznych danych z trzech pierwszych miesięcy roku (konsensus rynkowy był na poziomie ok. 1%). Oznacza to wyraźne wyhamowanie wzrostu gospodarczego w porównaniu z poprzednim rokiem, ale fakt, że udało się utrzymać dodatnią dynamikę PKB mocno wyróżnia Polskę na tle innych krajów w Europie i na świecie. Warto podkreślić, że wzrost PKB w ujęciu kwartał do kwartału po korekcie sezonowej był również na plusie i wyniósł 0,4%.

Chociaż wzrost PKB był zgodny z naszą prognozą, jego struktura odbiegała od naszych założeń. Sporą pozytywną niespodzianką był fakt, że nakłady inwestycyjne brutto zanotowały w I kw. lekki wzrost o 1,2% r/r (obawialiśmy się wyraźnego spadku). Co więcej, dane nt. wzrostu inwestycji za IV kwartał 2008 zostały lekko skorygowane w górę (z 4,4% do 4,6%). Wzrost konsumpcji prywatnej zwolnił do 3,3% r/r i był również powyżej naszej prognozy (zakładaliśmy mocniejsze wyhamowanie, do ok. 2%). Pokazuje to, że jak na razie nie sprawdziły się najbardziej pesymistyczne przewidywania nt. zachowania przedsiębiorstw i konsumentów w obliczu kryzysu w gospodarce światowej. Nie oznacza to, że kolejne kwartały nie przyniosą głębszego załamania. W inwestycjach należy spodziewać się spadku w opóźnionej reakcji na załamanie koniunktury i spadek dostępności kredytu. Wzrost konsumpcji będzie natomiast hamował pod wpływem pogarszającej się sytuacji na rynku pracy. Niemniej jednak, lepszy od oczekiwań punkt wyjściowy zmniejsza ryzyko realizacji prognoz, zakładających mocną recesję w polskiej gospodarce w tym roku.

Mimo, że dwa powyższe komponenty popytu były na plusie i lepsze od oczekiwań, popyt krajowy ogółem zanotował w I kw. spadek o 1% r/r, co wynikało z bardzo mocnego spadku zapasów (reakcja obronna przedsiębiorstw spodziewających się osłabienia popytu). Tak duża skala redukcji zapasów na początku roku sugeruje, że w kolejnych kwartałach wpływ tego czynnika na PKB może już nie być tak negatywny.

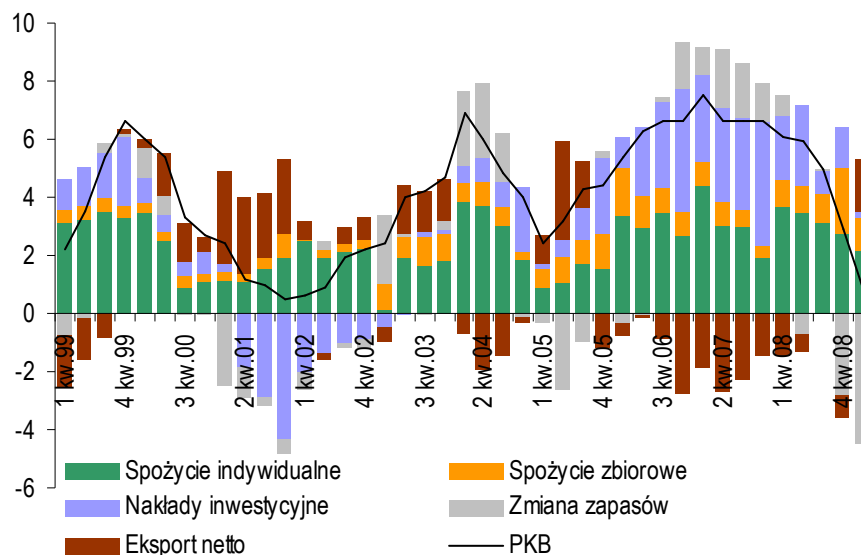
Zgodnie z naszymi obliczeniami, mocno pozytywny wpływ na dynamikę PKB w I kwartale miało saldo handlu zagranicznego. Niestety nie zgadza się to z przedstawionymi przez GUS wyliczeniami, wg których saldo obrotów z

zagranicą obniżyło PKB o 0,1 pkt. proc., a kontrybucja popytu krajowego wyniosła +0,9 pkt (wydaje się to niespójne z faktem, że dynamika popytu krajowego była ujemna). Według naszego szacunku, zmiana eksportu netto odpowiadała za wzrost PKB w I kwartale o 1,8 pkt. proc., podczas gdy popyt krajowy obniżył dynamikę PKB o 1 pkt.

Od strony podażowej, wyraźny spadek wartości dodanej zanotowano w przemyśle (-5,9% r/r), chociaż jego skala i tak była nieco mniejsza niż można było szacować na podstawie miesięcznych danych nt. dynamiki produkcji przemysłowej. W budownictwie i w usługach rynkowych nastąpiło umiarkowane wyhamowanie wzrostu wartości dodanej, a w usługach nierynkowych wręcz przyspieszenie.

Podtrzymujemy prognozy dalszego obniżenia dynamiki PKB w II i III kw., na co wpłynie zapewne spadek inwestycji i dalsze spowolnienie wzrostu konsumpcji. Saldo eksportu netto powinno jednak nadal pozytywnie wpływać na dynamikę wzrostu gospodarczego, dzięki czemu prawdopodobnie uda się uniknąć jej spadku poniżej zera. Prognozujemy wzrost PKB w 2009 r. na poziomie 0,5%.

#### Kontrybucja składowych zagregowanego popytu do wzrostu PKB (% r/r)



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

	2006	2007	2008	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08	I kw. 09
PKB	6,2	6,8	4,9	6,1	5,9	5,0	2,9	0,8
Popyt krajowy	7,3	8,7	5,4	7,3	6,4	4,8	3,5	-1,0
Spożycie ogółem	5,2	4,6	5,9	5,5	5,4	5,3	7,3	3,9
Spożycie indywidualne	5,0	4,9	5,4	5,6	5,6	5,1	5,3	3,3
Spożycie zbiorowe	6,1	3,7	7,6	5,1	5,1	6,0	14,1	6,1
Akumulacja brutto	16,1	24,3	3,8	16,4	9,7	3,4	-4,6	-23,8
Nakłady brutto na środki trwałe	14,9	17,6	8,2	15,7	14,6	3,5	4,6	1,2
Zmiana zapasów * **	0,4	1,5	-0,8	0,6	-0,7	0,1	-2,8	-4,5
Eksport netto * **	-1,1	-2,0	-0,7	-1,4	-0,6	0,0	-0,8	1,8
Wartość dodana brutto	6,0	6,7	4,9	5,6	6,2	4,9	3,4	1,2
- przemysł	10,0	10,1	3,9	7,2	7,1	3,4	-1,1	-5,9
- budownictwo	11,6	10,8	11,0	16,5	17,5	10,9	5,0	3,4
- usługi rynkowe	5,5	6,5	5,9	6,7	5,9	6,0	5,3	3,1

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

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