

## W I kw. 2017 r. solidne przyspieszenie wzrostu PKB, struktura wzrostu nieco mniej korzystna

■ W I kw. 2017 r. tempo wzrostu PKB silnie wzrosło do 4,0% r/r z 2,5% r/r w IV kw. 2016 r. Ostateczny wynik był zgodny z tzw. szacunkiem przyspieszonym GUS (opublikowanym 15. maja), kształtując się pomiędzy naszą prognozą a medianą prognoz rynkowych (3,9% r/r wg ankiety Parkietu sprzed publikacji danych *flash*).

	3q16	4q16	1q17	1q17 prognoza BOŚ Bank
<b>PKB</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>
popyt krajowy	2.7	1.7	4.1	3.8
konsumpcja prywatna	4.1	4.5	4.7	4.6
spożycie publiczne	3.8	-0.2	1.0	2.5
inwestycje	-6.7	-9.8	-0.4	3.0
konsumpcja prywatna	2.5	2.2	3.0	2.9
spożycie publiczne	0.7	0.0	0.2	0.4
inwestycje	-1.3	-2.7	0.0	0.4
zapasy	1.4	2.4	0.7	-0.1
eksport netto	2.0	3.0	0.1	0.4
wartość dodana	2.2	2.5	3.7	4.3
przemysł	3.6	2.7	7.2	4.9
budownictwo	-16.7	-9.6	4.6	3.9
handel i naprawy	6.0	5.9	6.4	4.2

źródło: GUS, BOŚ Bank, \*prognoza sprzed publikacji przyspieszonego szacunku PKB za IV kw. 2016 r.

■ **Co do generalnych kierunków, opublikowane dane potwierdziły, że najwyższą kontrybucję we wzrost wciąż notuje kategoria spożycia gospodarstw domowych, natomiast najwyższy wzrost kontrybucji odnotowano w kategorii nakłady brutto na środki trwałe** (wygaśnięcie ubiegłorocznego efektu silnie ujemnej kontrybucji). **Skala przyspieszenia wzrostu inwestycji okazała się jednak słabsza wobec naszych oczekiwań.** Przy wysokiej zmienności dynamik skala błędu prognozy nie była duża, ponadto skala przyspieszenia dynamiki względem danych za IV kw. ub.r. jest naprawdę solidna. Biorąc jednak pod uwagę bardzo silne przyspieszenie aktywności w budownictwie oraz sygnały poprawy inwestycji publicznych (brak pełnych danych) opublikowany dziś wynik inwestycji może oznaczać wolniejsze od (i tak umiarkowanych) oczekiwań co do tempa poprawy inwestycji firm prywatnych.

■ Bardzo istotną informacją jest także **kolejny już kwartał z rzędu wysokiej kontrybucji zapasów we wzrost PKB.** O ile te dane nie zostaną w kolejnych miesiącach skorygowane (jest to najbardziej

BIURO ANALIZ  
MAKROEKONOMICZNYCH

[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**ŁUKASZ TARNAWA**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**  
Ekonomista

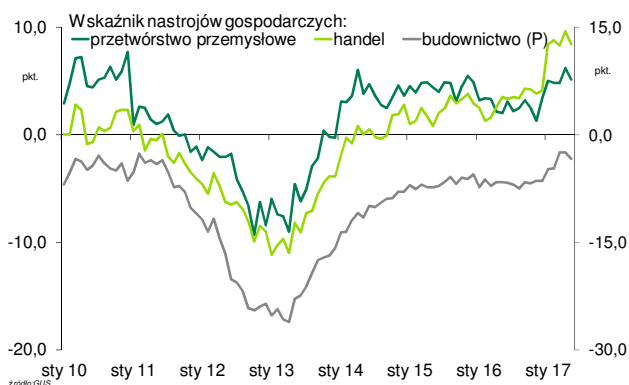
+48 515 111 698

[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)

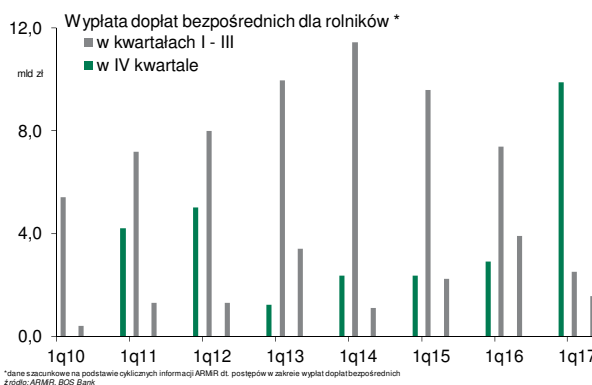
zmienna kategoria rachunków narodowych), będzie to potwierdzało ostrożne prognozy dot. utrzymania bieżącego wysokiego tempa wzrostu w nadchodzących kwartałach. W kolejnym kwartale z rzędu wyraźnie wyższa kontrybucja zapasów we wzrost nie poskutkowała równie silną ujemną kontrybucją eksportu netto (częste w przeszłości okresowe efekty przeciwstawnych, w zbliżonej skali, efektów po stronie zapasów oraz importu, które nie mają istotnego wpływu na dynamikę PKB ogółem). Jeżeli bowiem mamy do czynienia z wydłużonym okresem budowy zapasów trudno mówić o „przygotowywaniu się” przedsiębiorstw na nadchodzący wyższy popyt (jak można było jeszcze analizować po niezwykle silnym wzroście zapasów w IV kw.). Obecnie bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz „standardowego” cyklu odbudowy zapasów, co oznacza ograniczenie kontrybucji tej kategorii we wzrost PKB w kwartałach kolejnych, któremu nie musi towarzyszyć dynamiczne przyspieszenie po stronie popytu. Oczywiście nadal widzimy potencjał dla silniejszego odbicia inwestycji, niemniej przy wygaśnięciu czynnika wzrostu w postaci odbudowy zapasów oraz przy oczekiwanym wolniejszym wzroście konsumpcji prywatnej w II poł. br., trudno będzie o dalsze przyspieszenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

■ Bardzo ważną informacją z punktu widzenia prognoz na kolejne kwartały będzie pełna struktura inwestycji, tj. dane dot. inwestycji sektora publicznego (większe prawdopodobieństwo dalszego odbicia) oraz prywatnego (większa niepewność dot. skali odbicia). **Biorąc jednak pod uwagę dotychczasowe argumenty przemawiające za prognozą niższego wzrostu PKB w II kw. oraz dodatkowo odnotowany w I kw. dalszy silny wzrost zapasów, uważamy spadek dynamiki PKB w II kw. br. ponownie poniżej 4,0% r/r za bardzo prawdopodobny.** Według naszych obecnych szacunków dynamika PKB w II kw. ukształtuje się na poziomie 3,6% - 3,7% r/r.

#### Wyraźna poprawa koniunktury gospodarczej we wszystkich sektorach gospodarki



#### Dużo wyższe wypłaty dopłat bezpośrednich pod koniec 2016 r. i sporo niższe na początku 2017 r.

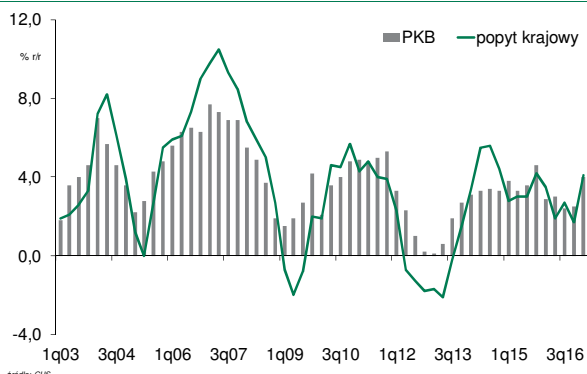


---

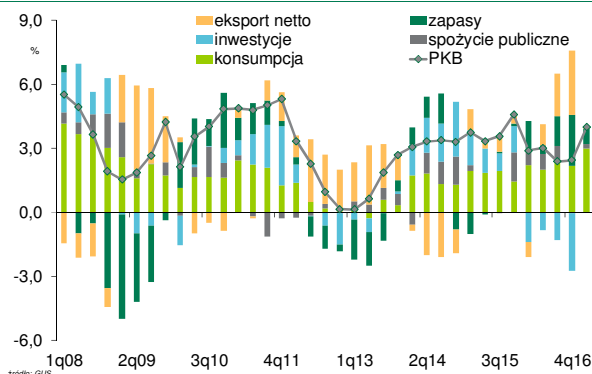
■ Utrzymująca się solidna poprawa nastrojów przedsiębiorstw praktycznie we wszystkich sektorach gospodarki wspiera oczekiwania utrzymania solidnego wzrostu PKB na poziomie ponad 3,5% r/r, niemniej sprzyjające efekty sezonowe, układ dni świątecznych w I kw. br. oraz dużo wyższy wzrost dochodów gospodarstw domowych pod koniec 2016 r. (kumulacja wypłat dopłat bezpośrednich dla rolników pod koniec 2016 r. implikuje dużo niższą skalę wypłat tych środków w I poł. roku) mogły w naszej ocenie być czynnikami okresowymi dodatkowo wspierającymi aktywność krajowej gospodarki z początkiem 2017 r.

■ Biorąc pod uwagę opublikowane dziś informacje dot. struktury wzrostu PKB w I kw. **podtrzymujemy naszą prognozę dynamiki PKB na cały 2017 r. na poziomie 3,6% r/r.** Choć cały czas uważamy, że bilans ryzyka wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo wyższego wzrostu, to do korekty prognozy bazowej nie skłaniają przedstawione powyżej wnioski z analizy danych za pierwsze miesiące roku. **Oczekujemy dalszego przyspieszenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe do wyraźnie dodatniego poziomu (ponad 5,0% r/r w II poł. br.),** przy silniejszym odbiciu inwestycji publicznych (notowane już sygnały wyraźnej poprawy danych w zakresie inwestycji JST) oraz ostrożnych prognozach dot. wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę wyraźny spadek dynamiki dochodów w II poł. br. oraz negatywny dla siły nabywczej gospodarstw domowych efekt wyższej inflacji CPI oczekujemy **w II poł. br. spadku dynamiki konsumpcji prywatnej poniżej poziomu 4,0% r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy także wyraźnego ograniczenia kontrybucji zasobów we wzrost PKB.** Przy utrzymaniu stabilnego popytu zagranicznego, ograniczeniu kontrybucji zasobów (najbardziej importochłonnej kategorii popytu krajowego) oraz silnego wzrostu kontrybucji najmniej importochłonnej składowej popytu krajowego (inwestycje publiczne) oczekujemy utrzymania lekko dodatniej kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB w 2017 r.

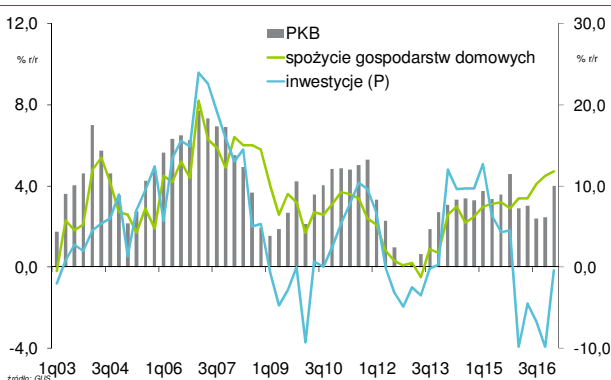
### Wzrost PKB i popytu krajowego



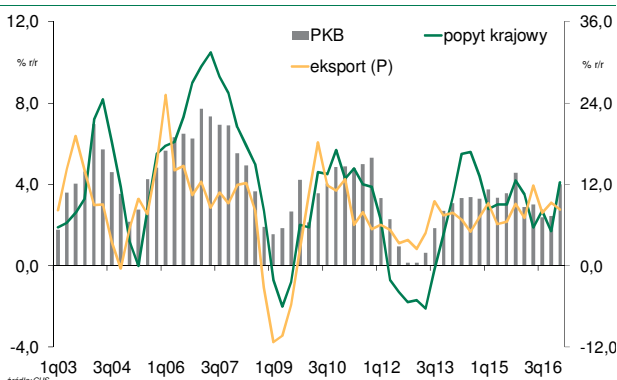
### Wzrost PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



### Wzrost PKB, popytu krajowego i jego składowych



### Wzrost PKB, popytu krajowego i składowych handlu zagranicznego



		2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17
<b>PKB</b>	% r/r	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	<b>4.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>4.0</b>
popyt krajowy	% r/r	5.5	5.6	4.4	2.8	3.0	3.0	4.2	3.5	1.9	2.7	1.7	4.1
konsumpcja prywatna	% r/r	3.0	2.2	2.5	3.0	3.1	3.2	2.9	3.4	3.4	4.1	4.5	4.7
spożycie publiczne	% r/r	5.4	6.1	7.3	1.4	0.0	-0.1	7.2	4.5	4.2	3.8	-0.2	1.0
nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9.6	9.7	9.7	12.7	6.4	4.3	4.5	-9.8	-4.5	-6.7	-9.8	-0.4
eksport	% r/r	6.8	5.0	7.2	9.2	6.1	6.5	9.1	7.1	11.8	7.8	9.3	8.3
import	% r/r	11.7	9.8	10.0	7.4	5.4	5.3	8.4	8.7	10.1	8.7	8.2	8.7
kontrybucja zapasów	pkt. proc.	1.0	1.4	-0.8	-1.0	-0.1	0.1	0.1	1.3	0.4	1.4	2.4	0.7
kontrybucja eksportu netto	pkt. proc.	-2.0	-2.1	-1.1	1.0	0.4	0.7	0.4	-0.7	1.0	2.0	3.0	0.1
<b>PKB</b>	% kw/kw, sa	1.1	0.8	0.6	1.5	0.5	1.2	0.9	-0.1	1.0	0.4	1.7	1.1
konsumpcja prywatna	% kw/kw, sa	0.8	0.7	0.9	0.6	0.8	0.5	0.8	1.0	0.9	1.3	1.2	1.4
inwestycje	% kw/kw, sa	2.4	2.2	1.8	3.5	-1.6	1.6	0.9	-9.6	1.7	-0.7	-0.2	0.3

źródło: GUS

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.