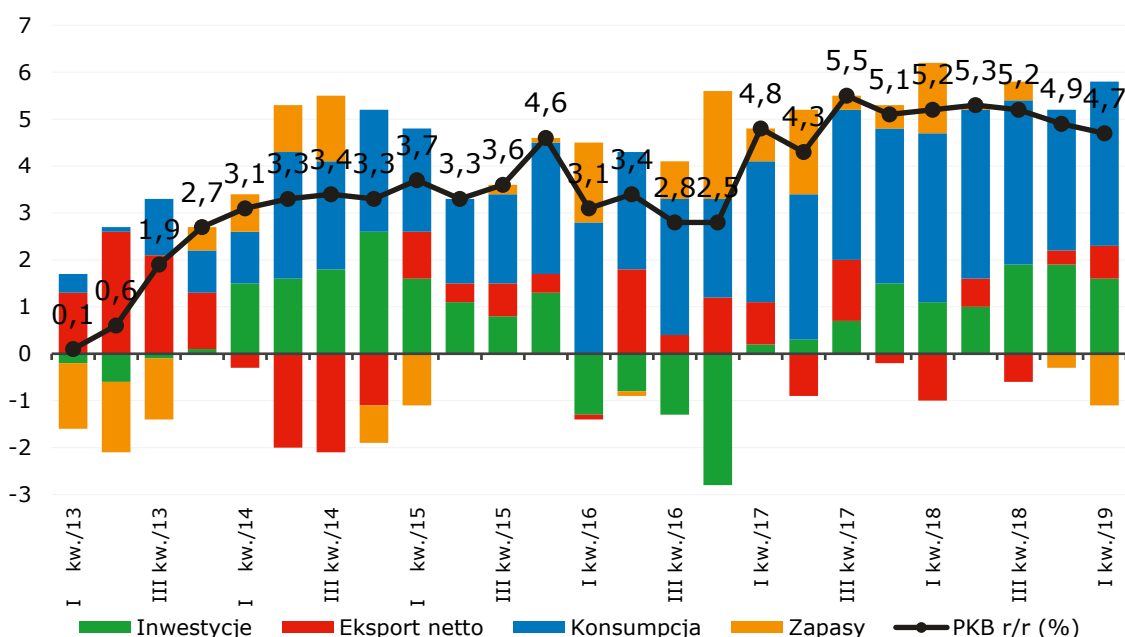


piątek, 31 maja 2019

## Błyskawiczny komentarz po danych

### Korzystna struktura wzrostu PKB w I kwartale implikuje kolejny rok „na piątkę”

Zgodnie z opublikowanymi dziś danymi, PKB w I kwartale wzrósł o 4,7% r/r – tym samym odczyt *flash* został zrewidowany o 0,1 pkt. proc. w górę (historycznie działo się tak w 1/3 przypadków), a ostateczny wynik okazał się zgodny z naszą prognozą i wyraźnie wyższy od konsensusu rynkowego. W stosunku do poprzedniego kwartału PKB wzrósł o 1,5% kw/kw, co stanowi wynik spójny z odbiciem momentum w I kwartale (można przypomnieć, że średnia produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej wzrosła o prawie 4% kw/kw).



Struktura wzrostu gospodarczego w I kwartale okazała się zasadniczo zgodna z naszymi oczekiwaniami co do kierunku, ale skala przyspieszenia / spowolnienia w poszczególnych składowych już zaskakuje. Konsumpcja prywatna spowolniła z 4,2 do 3,9% r/r (my 4,1% r/r), co jest częściowo spójne ze skokowym pogorszeniem sentymentu konsumentów na przełomie roku. Jednocześnie, te same (choć ex post niedocenione) czynniki, które implikowały spowolnienie popytu konsumpcyjnego w I kwartale wskazują w sposób jasny na to, że było to lokalne minimum dynamiki spożycia indywidualnego. Stymulacja fiskalna, poprawa sentymentu gospodarstw domowych i wahnięcie sprzedaży detalicznej w I kwartale wskazują na powrót dynamiki konsumpcji powyżej 4% już w obecnym kwartale. W przypadku inwestycji nasza optymistyczna prognoza (7,5% r/r) była stanowczo zbyt zachowawcza. Ostateczny wynik (12,6% r/r) jest najlepszym od I kwartału 2015 r. Przyczyny przyspieszenia inwestycji są przy tym znane dzięki świetnym danym o nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw – na spadkowej ścieżce dynamiki inwestycji publicznych „odpalili” inwestycje prywatne, a przekazanie pałeczki wygląda na bardzo płynne. Mocniej od naszych przewidywań przyspieszyła również konsumpcja publiczna, z 4,7 do 6,4% r/r. Należy to wiązać ze wzrostem wydatków budżetowych, w szczególności, ze skumulowanym na początku roku wzrostem wydatków na wynagrodzenia w sferze publicznej. W pewnym sensie kompensuje to w 100% spowolnienie spożycia prywatnego. Ostatnim elementem układanki okazał się ostro ujemny wkład zmiany zapasów (-1,1 pkt. proc. w ujęciu rocznym) i wysoki, dodatni wkład eksportu netto (+0,7 pkt. proc. r/r) – ten ostatni można było już od kilku tygodni wyczytać z danych handlowych.

Wynik drugiego kwartału jest jak na razie pewnego rodzaju zagadką z uwagi na rozjazd między wskazaniem „twardych” (ok. 5% r/r) i „miękkich” danych (4,4% r/r). Niezależnie jednak od danych majowych, które będą decydujące dla składania wzrostu PKB w II kwartale, struktura wzrostu w I kwartale powinna być asumptem do rewizji prognoz PKB na ten rok: to, co hamowało wzrost (konsumpcja prywatna) jest bowiem przejściowe; to, co wzrost przyspieszyło (inwestycje prywatne i konsumpcja publiczna), jest trwałe; wahnięcia zapasów i eksportu netto będą, jak to na ogół bywało, znosić się ze sobą. W świetle powyższego decydujemy się na podwyższenie prognoz wzrostu PKB na ten rok, z 4,5 do 5,0% średniorocznie. Z punktu widzenia RPP, paradoksalnie, taki wynik może być całkiem komfortowy. Wysoki wzrost inwestycji, w tym prywatnych, może udobruchać nawet



malkontentów rozróżniających inwestycje prywatne i publiczne kryterium jakości. Co więcej, w modelach prognostycznych NBP podniesie produkt potencjalny i obniży dodatnią lukę popytową, obniżając prognozy inflacji bazowej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Tym samym, projekcje NBP będą w dalszym ciągu pokazywać przejściowy wzrost inflacji. Konsensus w RPP, pomimo większej aktywności jastrzębi, nie zmieni się w najbliższym czasie.

## mBank Research

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA  
główny ekonomista  
tel: +48 22 829 0166  
email: [ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel: +48 22 526 7034  
email: [piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Dr Marcin Mazurek  
analityk  
tel: +48 22 829 0183  
email: [marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Maciej Zdrolik  
analityk  
tel: +48 22 829 0256  
email: [maciej.zdrolik@mbank.pl](mailto:maciej.zdrolik@mbank.pl)

### Uwagi:

Skrzynka pocztowa [research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego, ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.