

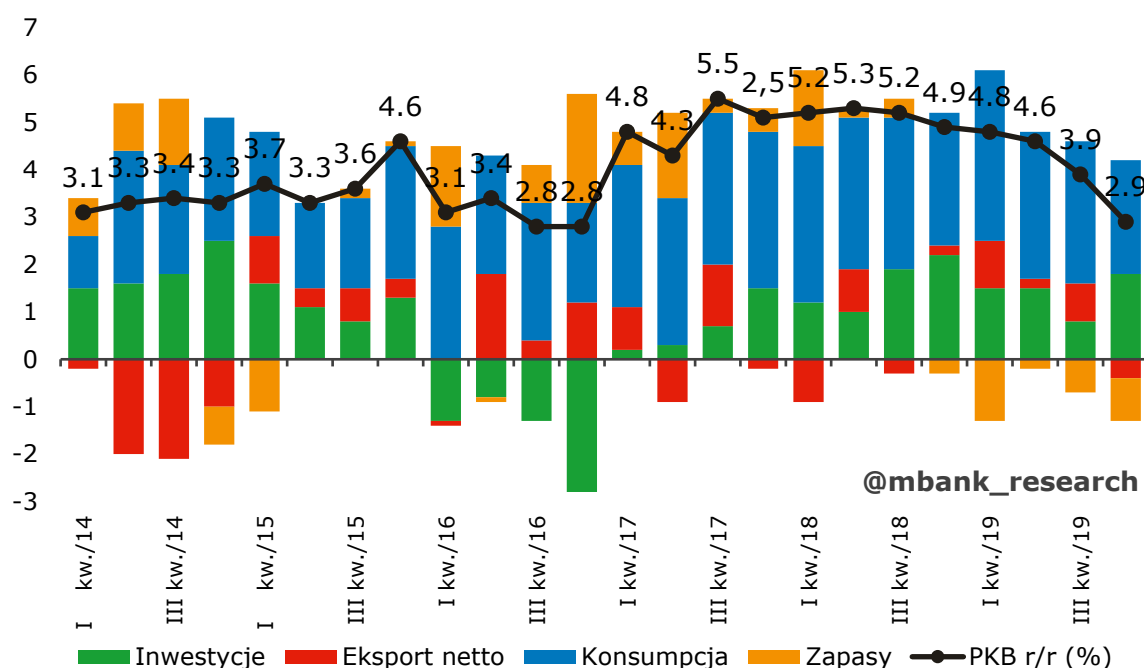
środa, 29 stycznia 2020

Błyskawiczny komentarz po danych

Wzrost PKB prawdopodobnie w okolicy 3% w IV kwartale.

PKB w 2019 roku wzrósł o 4,0% w cenach stałych. To wartość niższa od mediany oczekiwań (4,2%) i naszej prognozy (4,1%). Szokujący jest jednak wynik IV kwartału i jego kompozycja, bo można zaryzykować stwierdzenie, że takiego biegu wydarzeń nie przewidział nikt.

Po pierwsze, przedział dla najbardziej prawdopodobnych prognoz dla IV kwartału wyglądają następująco: PKB 2,8-3,1% r/r; konsumpcja prywatna 3,5-3,8% r/r; inwestycje 7,2-7,3% r/r; wkład eksportu netto minus 0,5-0,3 pkt. proc.



Po drugie, taka kompozycja jest jak już wspomniano zaskakująca. Odczyt z IV kwartału pasuje dynamikę konsumpcji prywatnej na wyjątkowo niskim poziomie. Automatycznie rzutuje to także na I kwartał. Już w tym momencie można bezpiecznie powiedzieć, że stymulacja fiskalna nie zdołała przeważać tendencji cyklicznych. Ratunek nie przyszedł również ze strony usług konsumenckich. Trudno wskazać jeden czynnik odpowiadający za kontynuację spowalniania konsumpcji pod koniec roku, ale w tym momencie konsumpcja dostosowuje się szybko do tempa zmian realnych dochodów rozporządzalnych. To oczywiście także źródło ryzyka dla drugiej połowy roku, kiedy na tych ostatnich można spodziewać się ostrego hamowania. Jeśli jest to efekt cenowy i zadziałały skutki percepcji „drożyzny”, I kwartał wydaje się najbardziej narażony na zaskoczenie w dół. Cały rok mniej, choć według naszych prognoz inflacja pozostanie podwyższona (kwestia powrotu inflacji do celu to bardziej historia dla rynków finansowych niż konsumentów – ci ostatni mają adaptacyjne oczekiwania).

Po trzecie, zaskakująco wysoka dynamika inwestycji w całym 2019 roku wykrzywia ryzyka dla wzrostu inwestycji na 2020 rok w dół. Takiego wyniku inwestycji nie dało się „złożyć” z danych szczegółowych na temat budownictwa i konserwatywnych (dynamiki r/r bez zmian) założeń co do pozostałych klas środków trwałych. Być może IV kwartał to kwestia wydatków MON, które często księgują się pod koniec roku. Tak czy inaczej, cykl UE oraz minusy na wydatkach majątkowych samorządów implikują spadki r/r w 2020. Baza statystyczna IV kwartału dokłada swoje i może spłaszczać ewentualne odbicie w drugiej połowie roku. Trudno też spodziewać się, że przy zaskakujących negatywnie danych makro nagle do lotu poderwie się prywatna aktywność inwestycyjna. Problemy strukturalne (takie jak transformacja energetyczna, którą Polska ma przed sobą) i długookresowe potrzeby inwestycyjne



pozostają bez zmian. Stwierdzenie to nie ma jednak przełożenia na implikacje cykliczne i kwestie kształtu ścieżki inwestycji w najbliższych kwartałach.

Eksport netto odnotowuje w całym roku tylko niewielką nadwyżkę. Fakt ten, w połączeniu z oczekiwanymi w najbliższym czasie słabymi dynamikami eksportu (importochłonność!) oraz ryzykami dla ścieżki konsumpcji implikuje silną, anty-cykliczną kontrę ze strony eksportu netto w 2020 roku. Spowolnienie będzie więc miało bardzo standardowy przebieg. Popyt wewnętrzny będzie znacząco kompensowany saldem wymiany z zagranicą. Górka tego efektu przypadnie na I połowę roku.

Wynik IV kwartału nie poprawia perspektyw wzrostu polskiej gospodarki w przyszłym roku. Prognozowane przez nas 2,8% średniorocznie obecnie obciążone jest symetrycznym ryzykiem, a konsensus analityków prywatnych i instytucji będzie jeszcze zbiegał w kierunku naszej prognozy. Dotyczy to również projekcji NBP. Hamowanie polskiej gospodarki pozostanie dla RPP rozstrzygającym argumentem w debacie na temat reakcji na wystrzał inflacji i wzmocni tylko przekonanie, że kolejnym ruchem ze strony RPP może być obniżka. Kombinacja uwarunkowań krajowych i globalnych (piętrzące się ryzyka ze strony nieopanowanej wciąż epidemii koronawirusa w Chinach) sprawia, że uczestnicy rynku odłożą zakłady o podwyżki stóp w Polsce na półkę na dłuższy czas.

mBank Research

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

Dr Marcin Mazurek
analityk
tel: +48 22 829 0183
email: marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz, CFA
analityk
tel: +48 22 526 7034
email: piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Maciej Zdrolik
analityk
tel: +48 22 829 0256
email: maciej.zdrolik@mbank.pl

Uwagi:

Skrzynka pocztowa 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.