

KOMENTARZ BIEŻĄCY

31 sierpnia 2021

W II kw. wzrost PKB skorygowany powyżej 11% r/r, mocna konsumpcja, inwestycje słabsze od prognoz.

- Według danych GUS w II kw. PKB silnie wzrósł o 11,1% r/r, wobec spadku o 0,9% r/r w I kw. Wynik ten ukształtował się powyżej szacunku *flash* (10,9% r/r).
- W ujęciu kwartalnym PKB oczyszczony z wpływu efektów sezonowych wzrósł o 2,1% kw/kw wobec 1,3% w I kw., powyżej szacunku *flash* na poziomie +1,9% kw/kw.

	4q20	1q21	2q21	2q21P
PKB	-2,7	-0,9	11,1	10,9
popyt krajowy	-2,9	1,0	12,8	10,7
konsumpcja prywatna	% r/r	0,2	13,3	13,5
spożycie publiczne	7,7	2,5	3,8	3,0
inwestycje	-15,4	1,3	5,0	9,5
konsumpcja prywatna	-1,6	0,1	7,4	6,9
spożycie publiczne	kontrybucja	0,4	0,7	0,9
inwestycje	pkt. proc.	0,2	0,8	1,4
zapasy	0,0	0,3	2,9	0,0
eksport netto	0,1	-1,8	-0,7	1,6
wartość dodana	-3,0	-1,3	10,6	10,8
przemysł	% r/r	7,3	27,1	22,9
budownictwo	-5,5	-15,1	-0,4	0,3
handel i naprawy	-4,5	-0,3	12,4	10,2

źródło: GUS

- Z kronikarskiego obowiązku należy przypomnieć, że spektakularny wzrost dynamiki PKB oraz generalny jego wszystkich składowych w II kw. to efekt bardzo niskiej bazy odniesienia z II kw. 2020 r., tj. gwałtownego spadku aktywności gospodarczej w początkowym okresie pandemii, który poskutkował głębokim spadkiem PKB (-8,3% r/r) w II kw. 2020 r.

• **Opublikowane dzisiaj dane wskazują, że w II kw. w strukturze PKB od strony popytu dominowała konsumpcja prywatna (brak zaskoczenia), a także niespodziewanie silny wzrost zapasów. Z kolei wyraźnie słabsze od oczekiwań okazały się nakłady brutto na środki trwałe. Ujemnym wkładem we wzrost PKB zaskoczyło też saldo handlu zagranicznego.**

- Dynamicznemu wzrostowi dynamiki rocznej spożycia gospodarstw domowych (13,3% r/r) sprzyjał mniejszy zasięg restrykcji pandemicznych w porównaniu do sytuacji przed rokiem (w szczególności w handlu) oraz silniejsze ożywienie popytu na usługi, których dostępność w trakcie II kwartału wrosła. W tle czynnikiem generalnie wspierającym konsumpcję prywatną była stabilna sytuacja na rynku pracy, „pandemiczne” nadwyżki finansowe gospodarstw domowych (efekt rezygnacji w okresie pandemii z konsumpcji części usług), które mogły być wydatkowane wraz ze znoszeniem restrykcji oraz generalne dostosowanie się konsumentów i przedsiębiorstw z obszaru handlu i usług na przestrzeni rocznego okresu pandemii do funkcjonowania w nowych warunkach. Spowodowało to, że kolejne restrykcje miały już widocznie mniejszy negatywny wpływ na mobilność społeczną. Te czynniki poskutkowały też tym, że w II kw. nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu konsumpcji do 2,5% kw/kw,

Departament Rynków
Finansowych i Analiz
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

po już solidnym wyniku z I kw. (1,4% kw/kw), co obrazuje siłę bieżącego ożywienia popytu konsumpcyjnego.

- Sporą niespodzianką *in plus* po stronie struktury PKB jest wysoka kontrybucja zmiany zapasów odpowiadająca za blisko 3 pkt. proc. z 11,1-procentowego wzrostu PKB w II kw. Trudno zinterpretować tak znaczący udział zmiany zapasów w tworzeniu PKB w II kw. Można by spekulować, że przedsiębiorstwa budowały zapasy przed oczekiwanym pełniejszym zniesieniem restrykcji pandemicznych, z czym korespondował wzrost importu, który spowodował nieoczekiwaną ujemną kontrybucję salda handlu zagranicznego w PKB. Niemniej trudno byłoby nam bronić takiej hipotezy. Skłaniamy się raczej do ostrożności w zbyt daleko idącym interpretowaniu ekonomicznego znaczenia zmiany zapasów. Pamiętajmy, że jest to zmienna wynikowa w PKB i często ulega znaczącym rewizjom przy okazji dokonywanych przez GUS sukcesywnie korektom statystyk PKB (często za kilka lat wstecz).

- W strukturze PKB od strony popytu w II kw. niespodzianką *in minus* okazały się nakłady brutto na środki trwałe. Wysoki wynik PKB w pierwszej publikacji *flash* oraz rewelacyjny wynik inwestycji w I kw. (wzrost o 16% kw/kw i o 0,8% r/r) zaostryły apetyty na dobry wynik inwestycji w gospodarce w II kw. Dzisiejsze dane wskazują, że ten apetyt był przedwczesny. I choć ujęciu r/r inwestycje w gospodarce wzrosły o 5%, to uwzględniając fakt, iż przed rokiem w II kw. inwestycje spadły o blisko 10% r/r, a w III i IV kw. 2020 skala spadku inwestycji mieściła się w przedziale 8-16%, trudno uznać wynik z II kw. za spektakularny. W ujęciu kw/kw inwestycje spadły o blisko 11%. Zatem wspomniany 16-proc. wzrost inwestycji w I kw. (kw/kw) należy ostatecznie zinterpretować jako póki co efekt odreagowania po silnych spadkach z 2020 r., ale bez oznak kontynuacji w II kw. Jak wskazywaliśmy w naszych komentarzach na lepszy wynik inwestycji w II kw. mogło wskazywać ożywienie aktywności budowlanej (znajdujące odzwierciedlenie w dzisiejszych wynikach PKB), pozytywne wyniki dot. nastrojów inwestycyjnych firm (według kwartalnego badania NBP), a także solidne dane GUS nt. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób.

- **Analiza struktury tworzenia PKB (od strony wartości dodanej) wskazuje, że w II kw. przemysł kontynuował ożywienie z solidnym ponad 2-procentowym wzrostem kw/kw, silnie pozytywnie wzrosła aktywność w budownictwie (blisko 4% kw/kw), zniesienie części restrykcji w trakcie II kw. dot. zakwaterowania i gastronomii przyniosło odbicie aktywności (+9% kw/kw), po kilkudziesięcioprocentowych spadkach w warunkach lockdownu w poprzednich dwóch kwartałach.** Z kolei spadek kw/kw miał miejsce w handlu i naprawach – efekt obowiązywania przez cały kwiecień obostrzeń dot. części placówek handlowych wobec praktycznie pełnego ich otwarcia w I kw. tego roku.

- **Reasumując, wynik PKB wraz ze strukturą za II kw. wskazuje na dynamiczne ożywienie aktywności gospodarczej w II kw. w warunkach wyraźnej poprawy w trakcie II kw. sytuacji epidemicznej w kraju i na świecie skutkującej zniesieniem większości obostrzeń epidemicznych, co sprzyjało poprawie nastrojów konsumentów i przełożyło się na silny wzrost konsumpcji prywatnej oraz poprawę aktywności w branżach usługowych dotychczas najsilniej dotkniętych przez pandemię.**

- **Jednocześnie deklarowana przez przedsiębiorców poprawa nastrojów musi jeszcze przełożyć się na odrabianie zaległości inwestycyjnych z okresu pandemii. Póki co w II kw. te efekty pozostały słabe.**

- Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce w III kw. jeszcze poprawiły się, przy utrzymującym się niskim poziomie liczby nowych przypadków COVID-19, obniżenia liczby hospitalizacji do najniższego poziomu od czasu publikacji danych, co powinno sprzyjać wzrostowi PKB w III kw. przy jeszcze pełniejszym (w skali kwartału) pozytywnym oddziaływaniu zniesienia obostrzeń. Oczywiście wyższa baza odniesienia sprzed roku (wzrost PKB dzięki ówczesnemu zniesieniu obostrzeń) nie pozwoli na powtórzenie dwucyfrowego wyniku PKB z I kw., niemniej wzrost PKB w okolicach 5% r/r jest w zasięgu.

- Kluczowym warunkiem utrzymania pozytywnych tendencji w gospodarce w kolejnych kwartałach jest utrzymanie się ograniczonego ryzyka ponownego silnego pogorszenia sytuacji epidemicznej oraz kolejnych lockdownów w gospodarce.

- W bazowym scenariuszu zakładamy, na podstawie dotychczasowych danych z Europy (wyraźnie niższa jak na skalę zachorowań liczba hospitalizacji i zgonów) wpływ pogorszenia sytuacji epidemicznej będzie w ograniczonym stopniu wpływał na sferę realną gospodarki (zakładamy, że nie zostanie wprowadzony lockdown na kształt tego z przełomu 2020 /2021, przy prawdopodobnych selektywnych / lokalnych ograniczeniach – np. dotyczących imprez / wydarzeń o charakterze masowym).

- Weryfikacją powyższych założeń będzie sytuacja epidemiczna w okresie jesienno-zimowym. Najistotniejsze z punktu widzenia ryzyka ponownego wprowadzania restrykcji epidemicznych będzie obciążenie służby zdrowia, tj. liczba hospitalizacji.

- **Szacujemy, że w I. 2021 – 2022 dynamika wzrostu PKB będzie kształtować się w okolicach 5,0% r/r. W nadchodzących kwartałach oczekujemy także spadku zmienności rocznej dynamiki PKB z kwartału na kwartał przy wygasającej amplitudzie baz odniesienia** (coraz mniejszy wpływ na wyniki PKB kolejnych okresów restrykcji epidemicznych w 2020 i z początkiem 2021 r.).

- Oczekujemy dalszego dynamicznego ożywienia kontrybucji konsumpcji gospodarstw domowych w 2021 r. W trakcie 2022 r. wpływ tej kategorii będzie obniżał się, przy z kolei tendencji wzrostowej kontrybucji inwestycji (post-kryzysowe odbicie inwestycji oraz wyższy wzrost nakładów inwestycyjnych, m.in. w ramach Krajowego Programu Odbudowy).

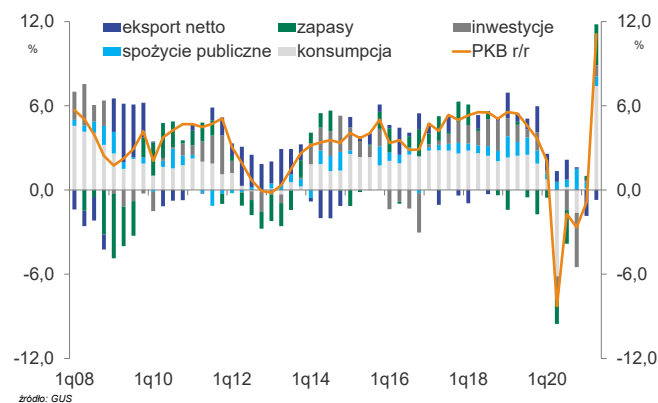
- Czynniki ryzyka dla prognozy wzrostu PKB uważamy za zbilansowane, z jednej strony przy silniejszym impulsie wzrostowym z tytułu inwestycji (w tym inwestycji publicznych), a z drugiej strony – z tytułu utrzymującej się niepewności sytuacji epidemicznej w kraju oraz na świecie.

- W krótkim okresie czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego pozostaną także efekty kosztowe tj. notowany dotychczas wzrost cen surowców i materiałów oraz problemy globalnych łańcuchów dostaw. Choć te efekty powinny mieć charakter okresowy, jednak, jeżeli będą wydłużać się (np. w kontekście obecnie obserwowanych problemów epidemicznych w Azji), to mogą silniej i trwale ograniczać korzystne perspektywy krajowej gospodarki.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21
PKB	5,5	5,1	5,5	5,4	4,6	3,7	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	11,1
popyt krajowy	6,0	5,0	3,8	5,1	3,9	1,8	0,9	-9,5	-3,2	-2,9	1,0	12,8
konsumpcja prywatna	4,1	4,1	3,7	4,2	4,2	3,7	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,2	13,3
spożycie publiczne	4,0	3,9	8,9	5,7	7,1	4,8	2,5	3,4	3,0	7,7	2,5	3,8
nakłady brutto na środki trwałe	11,4	9,0	10,3	7,5	3,3	5,2	1,7	-9,8	-8,2	-15,4	1,3	5,0
eksport	6,6	7,8	8,8	3,8	5,4	3,1	2,7	-13,7	2,3	7,6	5,7	29,3
import	7,7	7,8	5,8	3,0	4,2	-0,5	0,8	-16,6	-0,3	8,2	10,0	35,8
konsumpcja prywatna	2,4	2,0	2,3	2,4	2,5	1,9	0,8	-6,2	0,2	-1,6	0,1	7,4
spożycie publiczne	0,7	0,7	1,5	1,0	1,2	0,9	0,4	0,6	0,5	1,5	0,4	0,7
nakłady brutto na środki trwałe	1,9	2,2	1,3	1,2	0,6	1,3	0,2	-1,6	-1,4	-3,9	0,2	0,8
zapasy	0,6	-0,4	-1,4	0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-1,8	-2,4	0,0	0,3	2,9
eksport netto	-0,3	0,2	1,8	0,6	0,8	1,9	1,2	0,8	1,4	0,1	-1,8	-0,7

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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.