

KOMENTARZ BIEŻĄCY

29 stycznia 2020

W IV kw. niespodziewanie niski wzrost PKB i jeszcze bardziej zaskakująca jego struktura

- Według wstępnych danych GUS w 2019 r. PKB wzrósł o 4,0% r/r, wobec wzrostu o 5,1% r/r w 2018 r. Opublikowane dane ukształtowały się poniżej naszej prognozy 4,2% r/r.
- W poprzednich latach, przy okazji publikacji rocznego wskaźnika PKB GUS nie rewidował wyników za okres I-III kw., stąd dla szacunków wzrostu PKB w IV kw. przyjmujemy założenie braku korekty danych za wcześniejsze kwartały. Na podstawie tych informacji można oszacować wzrost PKB oraz głównych jego składowych w IV kw. 2019 r. **Szacujemy, że dynamika wzrostu PKB osłabiła się do 3,0% r/r wyraźnie poniżej wyniku za III kw. 2019 r. 3,9% r/r i poniżej naszej prognozy.** Szerszy przedział dynamiki wzrostu PKB w IV kw. (tj. spójny z roczną dynamiką na poziomie 4,0% r/r) to 2,8% – 3,1% r/r.

	PKB	popyt krajowy	konsumpcja prywatna	spożycie publiczne	inwestycje	zapasy	eksport netto
		% r/r				kontrybucja w pkt. proc.	
1q19	4,8	3,9	3,9	6,3	12,2	-1,3	1,0
2q19	4,6	4,6	4,4	3,1	9,1	-0,2	0,2
3q19	3,9	3,3	3,9	4,7	4,7	-0,7	0,8
4q19P*	3,0	3,3	3,5	3,4	7,2	-1,0	-0,2
2019	4,0	3,8	3,9	4,3	7,8	-0,8	0,4

* przy założeniu braku korekt danych za okres I – III kw.

- Przy sporym zaskoczeniu co do wyniku wzrostu PKB w samym IV kw. (nasza prognoza 3,4% – 3,5% r/r) pod koniec roku mocno zaskoczyła także struktura wzrostu, przy: – wyraźnie wyższej kontrybucji nakładów brutto na środki trwałe, – nieco wyższej kontrybucji spożycia publicznego, – nieco niższej kontrybucji spożycia gospodarstw domowych, – sporo niższej kontrybucji zapasów, – sporo niższej kontrybucji eksportu netto.

- Pomimo tąpnięcia produkcji budowlanej w IV kw. ub.r. silnie *in plus* zaskoczyła dynamika nakładów inwestycyjnych, która wzrosła do 7,2% r/r z 4,7% r/r w IV kw.** Wskazywaliśmy w komentarzach po publikacji danych za III kw., że wygaśnięcie efektu wysokiej bazy odniesienia z III kw. (dla danych w ujęciu memoriałowym) będzie ograniczało skalę obniżenia dynamiki inwestycji w IV kw. Ten efekt jednak nie może tłumaczyć wzrostu dynamiki inwestycji, szczególnie w warunkach wspomnianego silnego osłabienia produkcji budowlano-montażowej.

- Przy założeniu słabych wyników inwestycji budowlanych tak dobry wynik musiał wynikać z bardzo dynamicznego przyspieszenia inwestycji w maszyny, urządzenia, środki transportu czy też systemy zbrojeniowe. Trudno – biorąc pod uwagę pogarszające się nastroje firm zakładać tak dynamiczne odbicie inwestycji prywatnych. Zakładamy zatem, że powyższy efekt to pochodna kumulacji wydatków publicznych i to zapewne nie uwzględniających przepływów kasowych (wyplata środków), lecz rosnących w ujęciu**

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

memoriałowym (zobowiązania). Weryfikacja tej tezy będzie możliwa dopiero po opublikowaniu danych dot. nakładów brutto na środki trwałe jednostek SFP oraz sprawozdań finansowych poszczególnych jednostek sektora. Jeżeli ta teza się potwierdzi, nie będzie to z punktu widzenia prognoz na kolejne kwartały dobra informacja, gdyż taki skok inwestycji miałby charakter jedynie okresowy.

- **Jednocześnie zakładamy, że te inwestycje w głównym stopniu były zakupami produktów z importu. Przy tak silnej ujemnej kontrybucji zapasów zazwyczaj notowana jest solidna poprawa eksportu netto. W IV kw. jednak kontrybucja eksportu była słaba, co wskazywałby zatem na tąpnięcie sprzedaży eksportowej lub właśnie inną składową popytu krajowego podbijającą import. Struktura danych dot. produkcji przemysłowej oraz dane NBP dot. eksportu usług za październik i listopad nie wskazują na gwałtowny spadek eksportu, zakładamy zatem, że pod koniec roku silniej przyspieszył import. W tym kontekście warto zwrócić także uwagę na dużo korzystniejsze dane dot. handlu zagranicznego wg NBP w październiku i listopadzie. Jeżeli dane grudniowe NBP wpiszą się w ten trend będzie to wzmacniało argument za memoriałowym charakterem inwestycji.**

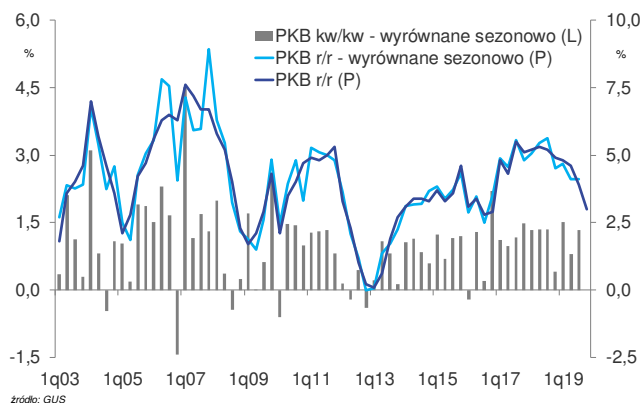
- **Pod koniec roku wciąż solidne rosły wydatki publiczne, słabszy od oczekiwań wynik odnotowano natomiast w zakresie spożycia gospodarstw domowych, pomimo utrzymującej się solidnej dynamiki dochodów (wciąż wspieranej wypłatami świadczeń społecznych) oraz bardzo dobrych nastrojów konsumentów (w tym subindeksu dokonywania ważnych zakupów).**

- Być może w warunkach oczekiwanego osłabienia wzrostu gospodarczego oraz dynamicznie rosnącej inflacji szybciej następuje wygładzanie konsumpcji prywatnej. W dalszym ciągu jednak biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy (przedsiębiorcy wskazują na wystudzenie rynku pracy, niemniej utrzymanie koniunktury na wciąż historycznie silnych poziomach) nie oczekujemy kontynuacji w kolejnych kwartałach takiego tempa obniżania dynamiki spożycia. Zakładamy, że w 2020 r. dynamika konsumpcji będzie utrzymywała się wyraźnie powyżej 3,0% r/r.

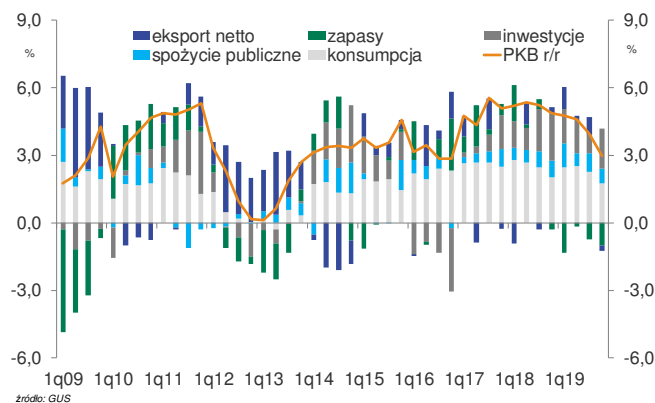
- **Wobec dużego zaskoczeni samym wynikiem PKB w IV kw., jak i jego strukturą, która wymaga jeszcze weryfikacji, trudno odnieść się do kwestii zagrożenia dla prognozy wzrostu PKB w 2020 r. w okolicach 3,5% r/r. Choć taka prognoza implikuje konieczność przyspieszenia dynamiki PKB w br. względem IV kw. 2019 r., to biorąc pod uwagę wcześniejszy i silniejszy efekt ograniczenia inwestycji JST, korzystniejszą niż jeszcze przed dwoma kwartałami sytuację zewnętrzną oraz – co kluczowe – założenie silniejszego wzrostu inwestycji publicznych na poziomie centralnym, a także utrzymanie wyższej skali inwestycji spółek publicznych uważamy, że wzrost PKB o 3,5% w br. jest nadal realny.**

- Opublikowane wczoraj wyniki badania koniunktury NBP, choć także potwierdzają sygnały niepokoju wśród przedsiębiorców, to jednak dotyczą one głównie strony kosztowej działalności firm w średnim okresie, nie wskazują natomiast na silne osłabienie aktywności w perspektywie kwartału, przy wciąż solidnych wskaźnikach prognoz popytu.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19S
PKB	4,8	4,3	5,5	5,1	5,2	5,3	5,2	4,9	4,8	4,6	3,9	3,0
popyt krajowy	4,0	5,5	4,3	5,5	6,4	4,6	5,7	4,8	3,9	4,6	3,3	3,3
konsumpcja prywatna	4,1	4,6	4,4	5,0	4,4	4,6	4,2	4,0	3,9	4,4	3,9	3,5
spożycie publiczne	1,6	2,4	2,9	4,2	3,1	3,3	4,2	3,9	6,3	3,1	4,7	3,4
nakłady brutto na środki trwałe	1,7	1,7	4,2	6,2	10,0	6,0	11,0	8,9	12,2	9,1	4,7	7,2
eksport	11,9	5,7	10,4	10,4	4,5	9,0	6,7	7,9	7,3	3,2	5,0	5,2
import	11,1	8,1	8,2	11,8	6,6	8,0	7,7	7,9	6,0	3,1	3,9	6,0
konsumpcja prywatna	2,6	2,7	2,7	2,5	2,8	2,7	2,5	2,0	2,5	2,5	2,3	1,8
spożycie publiczne	0,3	0,4	0,5	0,8	0,5	0,6	0,7	0,7	1,1	0,5	0,8	0,6
nakłady brutto na środki trwałe	0,2	0,3	0,7	1,5	1,2	1,0	1,9	2,1	1,5	1,5	0,8	1,8
zapasy	0,7	1,8	0,3	0,5	1,6	0,2	0,4	-0,3	-1,3	-0,2	-0,7	-1,0
eksport netto	0,9	-0,9	1,4	-0,2	-0,9	0,9	-0,3	0,3	1,0	0,2	0,8	-0,2
PKB	1,1	1,0	1,2	1,5	1,3	1,3	1,3	0,4	1,5	0,8	1,3	-
konsumpcja prywatna	1,4	0,8	1,3	0,8	1,1	1,1	1,1	1,3	0,4	1,2	0,9	-
inwestycje	-0,2	2,8	0,6	3,3	2,1	1,4	4,6	0,8	2,8	0,8	0,2	-

źródło: GUS

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjny 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: 929 476 710 zł wpłacony w całości.