

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

28 lutego 2020

## W IV kw. 2019 r. PKB wzrósł o 3,2% r/r, w I kw. ryzyko dalszego okresowego spadku poniżej 3,0%.

- Według szacunku GUS w IV kw. 2019 r. PKB wzrósł o 3,2% r/r, wobec 3,9% r/r w III kw. GUS lekko podwyższył szacunek wzrostu PKB za IV kw. wobec szacunku *flash* (wstępnie szacowane 3,1% r/r), jak również podwyższył do 4,1% r/r szacunek całorocznego wzrostu PKB, wobec publikacji z końca stycznia.
- W zapowiedzi wskazywaliśmy na ograniczone znaczenie publikowanych dziś danych ze względu na publikowany już szacunek roczny PKB za 2019 r. Biorąc jednak pod uwagę dość istotne korekty do tego szacunku rocznego – nienotowane we wcześniejszych latach, dzisiejsza publikacja ma istotne znaczenie. Wyraźna korekta w dół wartości inwestycji w całym 2019 r. i tym samym w IV kw. sprawia, że analizy dot. zaskakującego przyspieszenia inwestycji pod koniec roku stają się bezprzedmiotowe. Ponadto, zaskakująco słabe okazały się – wg publikacji GUS dane dot. składowych handlu zagranicznego.

|                           | 2q19       | 3q19       | 4q19       | progoza BOŚ |
|---------------------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>PKB</b>                | <b>4,6</b> | <b>3,9</b> | <b>3,2</b> | <b>3,1</b>  |
| popyt krajowy             | 4,6        | 3,3        | 2,2        | 3,3         |
| konsumpcja prywatna % r/r | 4,4        | 3,9        | 3,3        | 3,5         |
| spożycie publiczne        | 3,1        | 4,7        | 3,1        | 3,4         |
| inwestycje                | 9,1        | 4,7        | 4,9        | 7,2         |
| konsumpcja prywatna       | 2,5        | 2,3        | 1,6        | 1,8         |
| spożycie publiczne        | 0,5        | 0,8        | 0,6        | 0,6         |
| inwestycje                | 1,5        | 0,8        | 1,2        | 1,8         |
| zapasy                    | -0,2       | -0,7       | -1,3       | -1,0        |
| eksport netto             | 0,2        | 0,8        | 1,1        | -0,2        |
| <b>wartość dodana</b>     | <b>4,5</b> | <b>3,9</b> | <b>3,2</b> | <b>3,0</b>  |
| przemysł % r/r            | 4,4        | 3,4        | 3,1        | 3,1         |
| budownictwo               | 4,1        | 3,6        | -1,7       | -3,5        |
| handel i naprawy          | 7,0        | 4,7        | 4,1        | 4,6         |

- Choć wg opublikowanych danych GUS skorygował w górę szacunek wzrostu PKB w IV kw. do 3,2% r/r, opublikowane dane trudno uznać za korzystne.
- W IV kw. silniej obniżyło się tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych, wskazując na wyraźny trend spadkowy dynamiki tej składowej w trakcie roku.** W dalszym ciągu natomiast nie zakładamy, aby bieżąca skala spadku tej dynamiki utrzymała się w 2020 r., raczej spodziewamy się utrzymania dynamiki konsumpcji prywatnej w okolicach 3,5% r/r. Dynamika dochodów gospodarstw domowych faktycznie obniżyła się, po bardzo silnych wzrostach, częściowo na skutek pewnego wychłodzenia koniunktury na rynku pracy, a głównie przez szybki wzrost inflacji. Jednocześnie jednak w dalszym ciągu (gł. dzięki transferom społecznym) utrzymuje się ona na solidnym poziomie. Do tego biorąc pod uwagę utrzymujące się solidne wskaźniki nastrojów konsumentów, w tym subindeksu dokonywania zakupów, zakładamy, że w 2019 r. mieliśmy do czynienia z szybszym wygładzaniem konsumpcji prywatnej w oczekiwaniu na ograniczenie tempa wzrostu dochodów w kwartałach kolejnych.

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

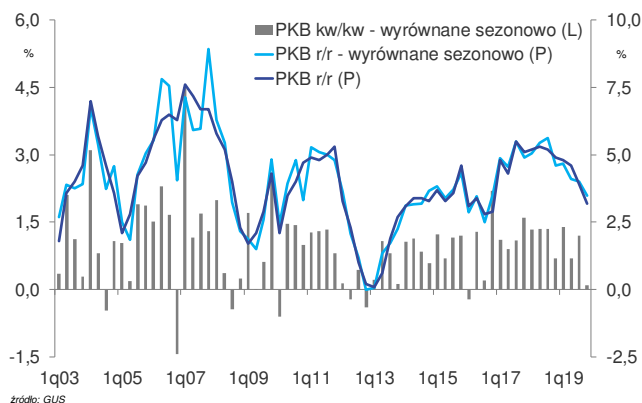
- **Wg dzisiejszej publikacji skala wzrostu nakładów brutto na środki trwałe okazała się wyraźnie niższa, wobec szacunków wynikowych z końca stycznia (na podstawie szacunku rocznego).** Tym samym dywagacje na temat powodów dobrego wyniku inwestycji stają się bezprzedmiotowe. **Wciąż, biorąc pod uwagę tępienie aktywności w budownictwie w IV kw. wyniki inwestycji można uznać za solidne, niemniej skala tego niedopasowania jest obecnie wyraźnie mniejsza.** W dalszym ciągu uważamy, że powodem niezłych wyników inwestycji w ostatnich miesiącach 2019 r. była kumulacja wydatków publicznych w grupie inwestycji w maszyny, środki transportu oraz uzbrojenia. Dopiero dane dot. wydatków sektora publicznego za IV kw. oraz dane dot. nakładów inwestycyjnych firm pozwolą na potwierdzenie tej tezy.

- **Niższej kontrybucji we wzrost inwestycji towarzyszyło także podwyższenie kontrybucji eksportu netto.** Sporym zaskoczeniem są natomiast same składowe handlu zagranicznego, tj. **bardzo silne obniżenie dynamiki eksportu** oraz importu. Po III kw. wskazywaliśmy na sygnały stabilizowania się dynamiki eksportu, niemniej spowolnienie popytu zagranicznego wpływało jeszcze silnie na wyniki gospodarki pod koniec roku. Te dane nieco zaskakują, biorąc pod uwagę zdecydowanie stabilniejsze dynamiki eksportu wg danych NBP oraz niezłe wyniki produkcji przemysłowej w działach o wysokim udziale sprzedaży eksportowej.

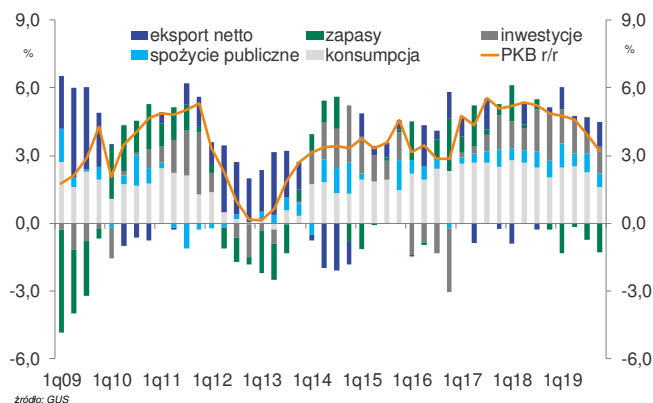
- **Publikowane w ostatnich tygodniach dane i informacje wskazują na wiele przeciwnych wniosków dot. perspektyw gospodarczych. Z jednej strony samo silne obniżenie aktywności oraz nienajlepsza struktura wzrostu z IV kw.** wskazywałaby na wysokie ryzyko dalszego, wyraźnego obniżenia dynamiki wzrostu w I kw. br. **Z drugiej strony bardzo dobre styczniowe dane ze sfery realnej,** w tym przede wszystkim nadrobienie w jednym miesiącu większości spadku produkcji w budownictwie z IV kw. mogłyby wskazywać nawet na możliwość utrzymania stabilnej dynamiki PKB. **Na ten obraz należy jednak nałożyć prawdopodobne perturbacje w aktywności związane ze skutkami koronawirusa,** a bardziej podejmowanymi działaniami w celu ograniczenia rozprzestrzeniania się choroby. Negatywne efekty po stronie podaży (zaburzenia łańcuchów dostaw) z Chin, a obecnie większe ryzyko spowolnienia aktywności także w Europie, wskazują, że w kolejnych miesiącach to właśnie rozwój epidemii na świecie będzie determinował ścieżkę wzrostu gospodarczego. **Przy założeniu skutecznego opanowania choroby w Europie można oczekiwać silniejszego spowolnienia aktywności w I – II kw. oraz silniejszego jej odbicia w połowie roku.** Jeżeli do tego potwierdziłyby się sygnały płynące ze wskaźników koniunktury, że gospodarka europejska wychodzi z głębszego spowolnienia, pozwoliłoby na podtrzymanie trendu wzrostowego dynamiki PKB w II poł. roku. i wynik w całym 2020 r. wyraźnie powyżej 3,0% r/r.

- **Poza wątkami zewnętrznymi cały czas bowiem pozytywnie w 2020 r. na wyniki krajowej gospodarki powinny wpływać: – oczekiwane przyspieszenie inwestycji publicznych na poziomie centralnym, – solidny pozytywny wpływ na wzrost realizacji projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE, – niskie ryzyko wzrostu bezrobocia i stabilna dynamika dochodów do dyspozycji, które w II poł. roku powinno wspierać oczekiwane ograniczenie inflacji, – podwyższone wydatki inwestycyjne spółek publicznych.**

## Dynamika PKB



## PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



| wskaźnik                        | 1q17       | 2q17       | 3q17       | 4q17       | 1q18       | 2q18       | 3q18       | 4q18       | 1q19       | 2q19       | 3q19       | 4q19       |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>PKB</b>                      | <b>4,8</b> | <b>4,3</b> | <b>5,5</b> | <b>5,1</b> | <b>5,2</b> | <b>5,3</b> | <b>5,2</b> | <b>4,9</b> | <b>4,8</b> | <b>4,6</b> | <b>3,9</b> | <b>3,2</b> |
| popyt krajowy                   | 4,0        | 5,5        | 4,3        | 5,5        | 6,4        | 4,6        | 5,7        | 4,8        | 3,9        | 4,6        | 3,3        | 2,2        |
| konsumpcja prywatna             | 4,1        | 4,6        | 4,4        | 5,0        | 4,4        | 4,6        | 4,2        | 4,0        | 3,9        | 4,4        | 3,9        | 3,3        |
| spożycie publiczne              | 1,6        | 2,4        | 2,9        | 4,2        | 3,1        | 3,3        | 4,2        | 3,9        | 6,3        | 3,1        | 4,7        | 3,1        |
| 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        | 4,9        |
| eksport                         | 11,9       | 5,7        | 10,4       | 10,4       | 4,5        | 9,0        | 6,7        | 7,9        | 7,3        | 3,2        | 5,0        | 1,4        |
| import                          | 11,1       | 8,1        | 8,2        | 11,8       | 6,6        | 8,0        | 7,7        | 7,9        | 6,0        | 3,1        | 3,9        | -0,7       |
| konsumpcja prywatna             | 2,6        | 2,7        | 2,7        | 2,5        | 2,8        | 2,7        | 2,5        | 2,0        | 2,5        | 2,5        | 2,3        | 1,6        |
| 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        | 1,2        |
| zapasy                          | 0,7        | 1,8        | 0,3        | 0,5        | 1,6        | 0,2        | 0,4        | -0,3       | -1,3       | -0,2       | -0,7       | -1,3       |
| eksport netto                   | 0,9        | -0,9       | 1,4        | -0,2       | -0,9       | 0,9        | -0,3       | 0,3        | 1,0        | 0,2        | 0,8        | 1,1        |
| PKB                             | 1,1        | 0,9        | 1,1        | 1,6        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 0,7        | 1,4        | 0,7        | 1,2        | 0,1        |
| konsumpcja prywatna             | 1,4        | 0,8        | 1,3        | 0,8        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 1,3        | 0,4        | 1,2        | 0,9        | 1,1        |
| inwestycje                      | -0,2       | 2,8        | 0,6        | 3,3        | 2,1        | 1,4        | 4,6        | 0,8        | 2,8        | 0,8        | 0,2        | 0,7        |

zróżn. 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: 929 476 710 zł wpłacony w całości.