

KOMENTARZ BIEŻĄCY

17 sierpnia 2022

W II kw. słabszy od oczekiwań wynik PKB.

• Według szacunku *flash* w II 2022 r. PKB wzrósł w skali roku o 5,3% r/r, wobec 8,5% r/r w I kw. Wynik ten okazał się niższy od naszej prognozy i mediany prognoz rynkowych (po 6,0%). W ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wahań sezonowych PKB spadł o 2,3%.

	4q21	1q22	2q22	2q22P	
PKB	7,6	8,5	5,3	6,0	
popyt krajowy	10,9	13,2	-	7,8	
konsumpcja prywatna	% r/r	8,0	6,6	-	5,5
spożycie publiczne	4,0	0,6	-	2,5	
inwestycje	5,2	4,3	-	3,8	
konsumpcja prywatna	3,9	3,9	-	3,1	
spożycie publiczne	0,8	0,1	-	0,5	
inwestycje	1,1	0,6	-	0,6	
zapasy	4,3	7,8	-	3,2	
eksport netto	-2,5	-3,8	-	-1,3	
wartość dodana	7,5	8,3	-	5,9	
przemysł	% r/r	14,0	15,1	-	11,3
budownictwo	5,6	17,4	-	6,5	
handel i naprawy	7,7	6,0	-	6,0	

źródła: GUS, BOŚ Bank

• Wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej w II kw. nie jest zaskoczeniem, biorąc pod uwagę szereg sygnałów z gospodarki krajowej oraz globalnej wskazujących na osłabienie koniunktury. Choć skala spadku PKB w ujęciu kw/kw okazała się zdecydowanie silniejsza wobec naszej prognozy (oczekiwaliśmy spadku PKB o ok. 0,7% - 1,0% kw/kw), to dla oceny, czy oznacza to szybsze i głębsze osłabienie aktywności wobec dotychczasowego scenariusza, kluczowe będą dane nt. struktury wzrostu PKB w II kw., które zostaną opublikowane pod koniec sierpnia.

• Jeżeli bowiem głębsze spowolnienie jest głównie efektem silniejszego spadku kontrybucji zapasów, nie musi to mieć silnego wpływu na prognozy średnioterminowe. Tak jak wskazywaliśmy na nietrwałość pozytywnego efektu kumulacji zapasów na przełomie 2021 / 2022, tak dostosowanie tej kategorii w najbliższych kwartałach także nie musi mieć silnego przełożenia na ważniejsze kategorie dla oceny koniunktury gospodarczej, takie jak inwestycje czy spożycie gospodarstw domowych.

• Oczywiście spowolnienie spożycia krajowego oraz popytu zagranicznego w nadchodzących kwartałach jest nieuniknione, biorąc pod uwagę: - słabsze prognozy aktywności gospodarki globalnej, - szok inflacyjny obniżający siłę nabywczą dochodów i spożycie gospodarstw domowych, - szok kosztowy oraz osłabienie popytu obniżające skłonność do inwestycji przedsiębiorstw.

• Zakładamy, że w II kw. wyraźniej ujawnił się negatywny wpływ wzrostu inflacji na konsumpcję prywatną, jednak w części były one mitygowane dodatkowym popytem migrantów z Ukrainy (według dostępnych szacunków

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

ok. 2 mln osób przebywających od marca w Polsce). Dane dot. nastrojów przedsiębiorstw nie wskazywały póki co na bardzo silne ograniczenie wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw. Po silnym odbiciu publicznych inwestycji w I kw. założyliśmy niższą ich dynamikę w II kw. Choć najprawdopodobniej w II kw. utrzymywała się niska dynamika eksportu, to zakładane silniejsze obniżenie importu wraz z ograniczeniem popytu na zapasy w naszej ocenie będzie skutkowało w II kw. poprawą kontrybucji eksportu netto.

- Szczególnie negatywnie na perspektywy krajowej gospodarki wpływa obecny kryzys na rynku surowców energetycznych – gazu i węgla, który będzie działał zarówno bezpośrednio (gwałtowny wzrost kosztów) oraz pośrednio (silniejsze spowolnienie popytu zagranicznego w strefie euro dotkniętych silnie kryzysem gazowym, jak np. Niemcy). W tej kwestii istotnym czynnikiem wpływającym na prognozy aktywności jest skala eksportu gazu do Europy z Rosji po tym, jak w połowie roku przesył gazu przez Nordstream 1 został ograniczony do 20% przepustowości rurociągu. Ewentualne silniejsze obniżenie eksportu może skutkować recesją w strefie euro, co także skutkowałoby korektą w dół prognoz dla polskiej gospodarki.

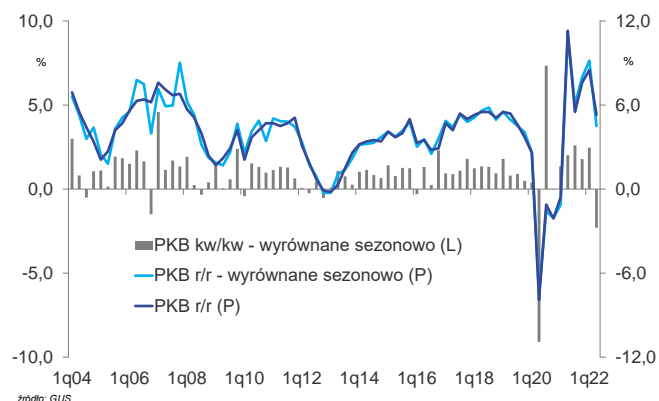
- **Przy założeniu utrzymania bieżącej skali eksportu gazu z Rosji do UE, standardowych warunków atmosferycznych zimą oraz założenia, że słabsze dane w II kw. wynikały w większym stopniu z większego ograniczenia kontrybucji zapasów niż konsumpcji lub inwestycji, oczekujemy dalszego obniżenia dynamiki PKB w II poł. roku w kierunku 1,5% - 2,0% r/r oraz w kierunku 0,0% r/r z początkiem 2023 r.**

- Zakładamy, że czynnikiem ograniczającym skalę spadku dynamiki PKB w kolejnych kwartałach będzie: – korzystna sytuacja finansowa firm u progu spowolnienia gospodarki, – zmniejszenie ograniczeń podażowych w globalnym handlu i spadek cen wielu surowców (zakładając, że nie dojdzie do eskalacji ryzyka geopolitycznego na Pacyfiku), – bardzo korzystna bieżąca sytuacja na rynku pracy (historycznie niskie poziomy bezrobocia), – silniejszy wzrost wydatków publicznych, w tym wydatków inwestycyjnych.

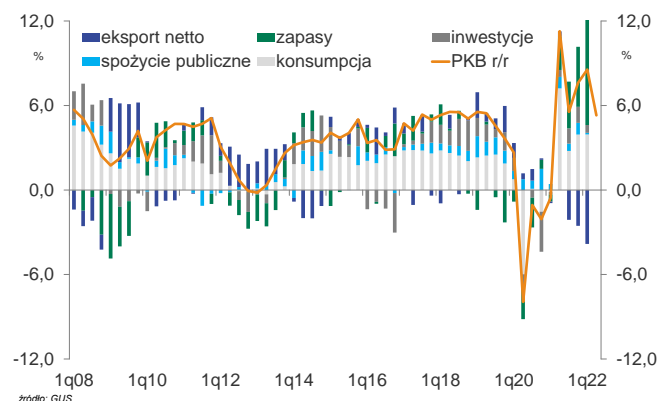
- Jednocześnie prognoza zwiększenia kontrybucji wydatków inwestycyjnych w PKB w nadchodzących kwartałach jest obciążona ryzykiem, po pierwsze ze względu na opóźnienia wydatkowania środków w ramach KPO, a po drugie ze względu na odmienną – wobec lat minionych – strukturę wydatków publicznych. Obecnie większą część wydatków publicznych będą stanowiły wydatki na obronność, z których część będzie pochodziła z importu, co będzie obniżać pozytywny wpływ tego wydatku na PKB. W przeszłości, gdy te wydatki koncentrowały się na mało importochłonnych inwestycjach infrastrukturalnych, ich wpływ na wyniki PKB był silniejszy.

- **Biorąc pod uwagę powyższe oraz wciąż podwyższone ryzyko sytuacji geopolitycznej i sytuacji energetycznej w Europie, oceniamy, że bilans ryzyka dla naszej prognozy spowolnienia dynamiki PKB do 1,7% r/r w 2023 r. z 4,3% r/r w bieżącym roku wskazuje na przeważające ryzyko silniejszego obniżenia aktywności.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik		3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22
PKB		4,6	3,7	2,6	-7,9	-1,1	-2,1	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	5,3
popyt krajowy		3,9	1,8	1,7	-8,8	-2,0	-2,3	-0,5	11,8	8,2	10,9	13,2	-
konsumpcja prywatna		4,2	3,7	1,2	-10,5	0,2	-3,1	-0,2	13,0	4,7	8,0	6,6	-
spożycie publiczne	% r/r	7,1	4,8	3,4	4,4	3,3	7,8	2,4	4,2	2,8	4,0	0,6	-
nakłady brutto na środki trwałe		3,3	5,2	7,1	-4,8	-3,2	-11,4	-1,3	3,0	6,6	5,2	4,3	-
eksport		5,4	3,1	3,2	-13,5	2,2	7,8	7,4	29,8	7,3	6,1	2,0	-
import		4,2	-0,5	1,5	-15,7	0,8	8,5	8,6	33,8	12,5	12,2	8,8	-
konsumpcja prywatna		2,5	1,9	0,8	-6,0	0,1	-1,5	-0,2	7,2	2,8	3,9	3,9	-
spożycie publiczne		1,2	0,9	0,6	0,8	0,6	1,5	0,4	0,8	0,5	0,8	0,1	-
nakłady brutto na środki trwałe	kontrybucja pkt. proc.	0,6	1,3	0,9	-0,8	-0,6	-2,8	-0,2	0,5	1,1	1,1	0,6	-
zapasy		-0,5	-2,3	-0,8	-2,4	-2,1	0,6	-0,5	2,4	3,3	4,3	7,8	-
eksport netto		0,8	1,9	1,1	0,4	0,8	0,1	-0,1	0,4	-2,1	-2,5	-3,8	-
PKB	% kw/kw	0,9	0,5	0,4	-9,1	7,3	0,0	1,4	2,0	2,6	1,8	2,5	-2,3
konsumpcja prywatna	wyrównane	0,9	0,2	-1,6	-9,5	12,5	-3,8	1,6	3,5	3,6	-1,4	0,6	-
inwestycje	sezonowo	-0,1	4,1	1,2	-10,9	1,1	-0,6	11,9	-8,3	2,0	1,1	11,5	-

Źródła: 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.