

KOMENTARZ BIEŻĄCY

12 listopada 2021

W III kw. spadek dynamiki PKB do 5,1% r/r efektem wzrostu bazy odniesienia.

- Według szacunku *flash* GUS w III kw. dynamika PKB obniżyła się do 5,1% r/r z 11,2% r/r w II kw. Wynik ten ukształtował się nieco powyżej naszej prognozy 4,7% r/r oraz mediany prognoz rynkowych (4,8% r/r wg ankiety Parkietu).
- W ujęciu kwartalnym PKB oczyszczony z wpływu wahań sezonowych wzrósł o 2,1% kw/kw wobec 1,8% w II kw., blisko naszej prognozy 2,0% kw/kw.

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

Źródło: GUS

- Skokowy spadek dynamiki PKB w III kw. to oczywiście skutek wygaśnięcia efektu bardzo niskiej bazy odniesienia, który podbił dynamikę PKB w II kw. W III kw. 2020 r. skala restrykcji epidemicznych w sektorze usług była już niewielka, przed rokiem silnie przyspieszyła aktywność w przemyśle, co przekłada się już na wolniejsze tempo wzrostu PKB w ujęciu zmian rocznych. **Niższe tempo wzrostu PKB w III kw. nie oznacza natomiast hamowania wzrostu aktywności, przeciwnie, w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wahań sezonowych, dynamika PKB w III kw. przyspieszyła.**

• Przy okazji szacunku *flash* GUS nie publikuje struktury danych PKB. Na podstawie danych miesięcznych ze sfery realnej oraz naszych założeń oceniamy, że dalsze przyspieszenie kwartalnego tempa wzrostu PKB wynikało z dalszych dynamicznych wzrostów aktywności w usługach konsumenckich, których działalność w części II kw. była jeszcze ograniczona restrykcjami epidemicznymi (turystyka, gastronomia, rozrywka). W ujęciu zmian kwartalnych w III kw. odnotowano już bowiem wyraźnie słabsze dane zarówno w zakresie produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej jak i sprzedaży detalicznej.

- Niższe tempo wzrostu aktywności w handlu wynikało zapewne z przekierowywania części wydatków gospodarstw domowych z towarów na rzecz usług, których dostępność rosła od połowy II kw. Sądzymy, że całłościowo kwartalna dynamika spożycia gospodarstw domowych w III kw.

Departament Rynków
Finansowych i Analiz

bosbank.analiza@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

dalej przyspieszała (silniejszy wzrost konsumpcji usług wobec skali ograniczenia popytu na towary). Z kolei przy braku efektu z II kw. ultra-niskiej bazy odniesienia, roczna dynamika wzrostu spożycia gospodarstw domowych obniżyła się z bardzo wysokiego poziomu 13,1% r/r w kierunku 3,5% – 4,0% r/r. Sądzymy, że to właśnie konsumpcja prywatna oraz spożycie publiczne są kategoriami, które w III kw. mogły odnotowano wyższe tempo wzrostu wobec naszej prognozy.

- W III kw. oczekujemy z kolei wzrostu rocznej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe do ponad 6,5% r/r, gdyż w przypadku tej kategorii efekt niskiej bazy odniesienia dla danych II poł. roku jeszcze pogłębił się. Zakładamy, że po solidnym odbiciu inwestycji w I poł. br. w III kw. inwestycje cały czas rosną, choć tempo tego wzrostu mogły ograniczać problemy po stronie podażowej (np. inwestycji w środki transportu w warunkach globalnego ograniczenia produkcji w motoryzacji). Biorąc natomiast pod uwagę efekty bazy, zakładamy, że wzrost inwestycji notowany był we wszystkich kategoriach (wyraźne przyspieszenie aktywności na rynku budownictwa mieszkaniowego na podstawie danych dot. liczby mieszkań w budowie, kontynuacja wzrostów inwestycji przedsiębiorstw zgodnie z wynikami badania NBP dot. koniunktury w firmach, założenie korekcyjnego odbicia inwestycji SFP po ich bardzo słabym wyniku w II kw. br.).

- W III kw. oczekujemy poprawy kontrybucji eksportu netto we wzrost. Choć dane NBP dot. handlu zagranicznego wskazują na dynamiczne ożywienie importu w III kw., to zakładamy, że w sporym stopniu jest to skutek zmian cenowych (gł. wzrosty cen importowanych surowców), co nie powinno wpływać na dane rachunków narodowych, które prezentowane są w ujęciu wolumenowym. Zakładamy także, że w III kw. na niższym poziomie ukształtowała się kontrybucja zapasów. Choć firmy wskazują na ich niski stan, to jednak dostrzegalne już ograniczenie produkcji z powodów ograniczeń komponentów, przy utrzymaniu solidnego popytu, powinno ograniczać tworzenie dodatkowych zapasów.

- **Po systematycznym przyspieszeniu aktywności w okresie I – III kw. br., w IV kw. oczekujemy już wyraźnie wolniejszego wzrostu aktywności w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości, gdyż dane nie będą już wspierane efektami znoszenia restrykcji gospodarczych.** Choć oczekiwane wygasanie problemów łańcuchów dostaw i problemów podażowych może jeszcze wspierać wzrosty aktywności z tytułu realizacji wcześniejszych zamówień, to jednak już notowane ograniczenie popytu zagranicznego, jak również brak dynamicznych wzrostów aktywności w usługach będzie przekładać się na wyraźnie wolniejsze tempo wzrostu aktywności w ujęciu zmian kwartalnych.

- **Jednocześnie jednak, o ile w kolejnych tygodniach – zgodnie z naszym bazowym scenariuszem – nie będą wdrażane restrykcje epidemiczne, dynamika PKB w ujęciu zmian rocznych w IV kw. 2021 r. przyspieszy bliżej 6,0% r/r, z uwagi na ponowny spadek bazy odniesienia, związany z ponownym nakładaniem restrykcji na handel oraz część usług w IV kw. 2020 r. W całym 2021 r. oczekujemy wzrostu PKB o nieco ponad 5,0% r/r.**

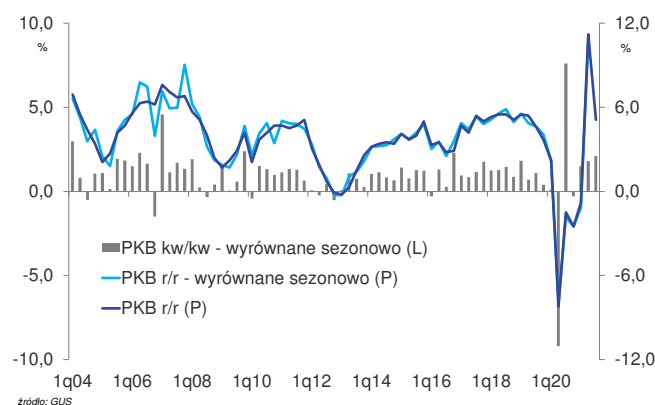
- **Efekty bazy powinny jeszcze w I kw. 2022 r. utrzymywać tempo wzrostu PKB powyżej 5,0% r/r, z kolei od II kw. 2022 r. ta dynamika powinna wahać się wokół**

poziomu 4,0% r/r. Choć solidna sytuacja na rynku pracy będzie cały czas wspierać wyniki konsumpcji prywatnej, a nastroje inwestycyjne firm oraz perspektywa wydatkowania środków publicznych będą wspierać solidny wzrost inwestycji, to w 2022 r. już w ograniczonym stopniu na dynamikę PKB będą wpływać niestandardowe efekty bazy odniesienia z tytułu pandemii, które od II kw. 2021 r. silnie podbijały te wyniki.

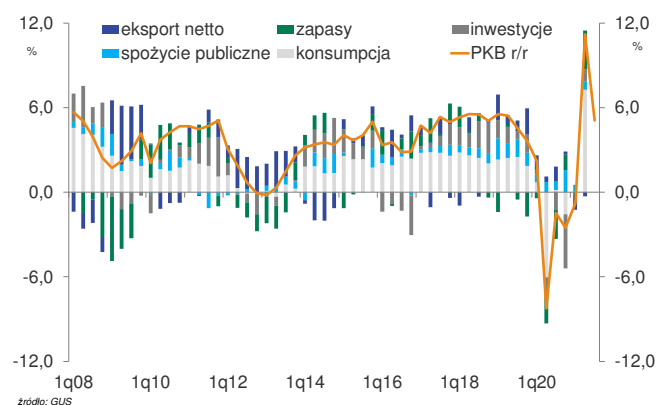
- Jednocześnie, nawet jeżeli faktycznie ryzyka epidemiczne będą stopniowo wygasać, to w ostatnich tygodnia notowane dynamiczne wzrosty cen surowców na rynkach globalnych przekładają się na wzrost ryzyka dla prognoz aktywności właśnie z tytułu wysokiej inflacji (koszty dla przedsiębiorstw, ograniczenie siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych).

- **Oczekujemy, że w całym 2022 r. dynamika PKB obniży się w kierunku 4,5% r/r.** Zakładamy, że w przyszłym roku wzrośnie jeszcze dynamika inwestycji w kierunku 7,0% - 8,0% r/r wobec szacowanych ok. 6,0% r/r w 2021 r. przy założeniu: - utrzymania wysokich potrzeb inwestycyjnych, w tym poprawiających wydajność pracy, - kontynuacji realizacji projektów inwestycyjnych w spółkach publicznych, - ożywienia inwestycji publicznych wobec relatywnie słabych wyników z 2021 r. choć w nieco mniejszym tempie z uwagi na opóźnienia wdrażania KPO, - utrzymania solidnej koniunktury na rynku budownictwa mieszkaniowego. Z kolei w przypadku spożycia gospodarstw domowych oczekujemy spadku dynamiki w kierunku 4,0% r/r wobec szacowanych 5,5% r/r na 2021 r. Korzystna sytuacja na rynku pracy będzie sprzyjała wyższym wydatkom gospodarstw domowych, jednak trudno będzie utrzymać tak solidne tempo wzrostu konsumpcji przy wygasaniu efektu wydatkowania nadmiarowych oszczędności (kumulowanych w okresie restrykcji epidemicznych) oraz przy spadku siły nabywczej dochodów z tytułu dynamicznego wzrostu inflacji.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	
PKB	5,1	5,5	5,4	4,6	3,7	2,2	-8,2	-1,5	-2,5	-0,8	11,2	5,1	
popyt krajowy	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	3,7	4,2	4,2	3,7	1,2	-10,6	0,3	-3,1	0,1	13,1	-	
spożycie publiczne	% r/r	3,9	8,9	5,7	7,1	4,8	4,3	3,3	8,1	1,6	3,0	-	
nakłady brutto na środki trwałe	9,0	10,3	7,5	3,3	5,2	2,5	-8,8	-7,2	-15,4	1,7	5,6	-	
eksport	7,8	8,8	3,8	5,4	3,1	3,2	-13,5	2,4	8,1	7,3	29,2	-	
import	7,8	5,8	3,0	4,2	-0,5	1,6	-15,6	0,5	8,5	10,3	34,5	-	
konsumpcja prywatna	2,0	2,3	2,4	2,5	1,9	0,7	-6,0	0,2	-1,6	0,0	7,3	-	
spożycie publiczne	kontrybucja	0,7	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,6	1,6	0,3	0,6	-	
nakłady brutto na środki trwałe	pkt. proc.	2,2	1,3	1,2	0,6	1,3	0,3	-1,4	-1,3	-3,8	0,2	0,9	-
zapasy		-0,4	-1,4	0,2	-0,5	-1,7	-0,4	-1,8	-2,1	1,1	-0,2	2,7	-
eksport netto		0,2	1,8	0,6	0,8	1,9	1,0	0,4	1,1	0,2	-1,1	-0,3	-
PKB	% kw/kw	0,9	1,8	0,7	1,1	0,4	0,1	-9,2	7,6	-0,3	1,5	1,8	2,1
konsumpcja prywatna	wyrównane	1,1	0,7	1,3	1,0	0,6	-1,9	-9,9	13,1	-3,2	1,1	2,5	-
inwestycje	sezonowo	0,0	3,1	0,2	-0,5	3,9	-0,7	-13,0	1,7	-1,2	17,8	-12,2	-

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.