

KOMENTARZ BIEŻĄCY

17 maja 2022

W I kw. mocne przyspieszenie dynamiki PKB do 8,5% r/r.

- Według szacunku *flash* GUS w I 2022 r. PKB wzrósł o 8,5% r/r, wobec wzrostu o 7,6% r/r w IV kw. ub.r. Wynik ten ukształtował się powyżej naszej prognozy (7,9% r/r) oraz mediany prognoz rynkowych (8,1% r/r wg ankiety Parkietu).
- Przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS nie podaje struktury tworzenia PKB.

	3q21	4q21	1q22	3q21P
PKB	5,5	7,6	8,5	7,9
popyt krajowy	8,6	11,2	-	9,6
konsumpcja prywatna	4,7	7,9	-	7,3
spożycie publiczne	0,8	-0,5	-	3,5
inwestycje	9,3	11,7	-	4,5
konsumpcja prywatna	2,8	4,1	-	4,5
spożycie publiczne	0,2	-0,1	-	0,6
inwestycje	1,5	2,6	-	0,6
zapasy	3,8	4,3	-	4,8
eksport netto	-2,8	-3,3	-	-1,1
wartość dodana	5,1	7,1	-	7,7
przemysł	10,4	14,2	-	16,5
budownictwo	5,2	5,8	-	19,0
handel i naprawy	4,5	7,7	-	6,2

źródło: GUS

• Wzrost PKB w I kw. ukształtował się wyraźnie powyżej oczekiwań. Podwyższonej rocznej dynamice wzrostu PKB sprzyjał nadal efekt bazy (z początkiem 2021 r. utrzymywały się jeszcze restrykcje epidemiczne w części handlu i usług). Jednocześnie jednak wynik w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości wskazuje na wyraźne przyspieszenie aktywności w I kw. do 2,4% kw/kw z 1,8% kw/kw w IV kw. 2022 r., co jest wynikiem bardzo silnym.

• Przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS nie podaje zmian składowych PKB, stąd nie wiemy skąd wynika pozytywna niespodzianka, co ma istotne znaczenie dla trwałości tych efektów. Mogła ona wynikać z kilku czynników: – silniejszego odbicia aktywności w usługach (silniejszy efekt bazy), – wyższej konsumpcji gospodarstw domowych w związku z wydatkami uchodźców, – wyższej skali odbicia spożycia publicznego w warunkach kumulacji wydatków publicznych na pomoc uchodźcom oraz pomoc dla Ukrainy, – wyższego tempa wzrostu nakładów inwestycyjnych (głównie możliwa kumulacja inwestycji budowlanych w zakresie instalacji fotowoltaicznych), – dalszy bardzo silny przyrost zapasów (strukturalne postpandemiczne zmiany w globalnych łańcuchach dostaw potencjalnie wzmocnione niepewnością związaną z wybuchem wojny na Ukrainie).

• W naszej ocenie najmniej trwałym efektem byłaby wyższa, wobec naszego szacunku, dynamika inwestycji, w szczególności, gdyby towarzyszył jej silniejszy wynik w budownictwie. Takie dane mogłyby wspierać naszą hipotezę, że w I kw. wyniki produkcji budowlano-montażowej w obszarze

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

budownictwa jednorodzinnego (200% wzrostu r/r) bardzo silnie wspierał efekt kumulacji instalacji systemów fotowoltaicznych w związku z kończącym się w marcu br. preferencyjnym systemem rozliczeń produkowanej z nich energii elektrycznej. Nawet gdyby wyższe tempo wzrostu inwestycji koncentrowało się w inwestycjach przedsiębiorstw, zakładamy, że przy wyraźnym pogorszeniu sytuacji gospodarczej oraz notowanych jeszcze pod koniec ub.r. spadkach indeksów skłonności inwestycyjnej firm w kolejnych kwartałach ta dynamika znacząco obniżyłaby się.

- **Jako nietrwały ocenilibyśmy zapewne także silniejszy wzrost aktywności w sektorze usługowym.** Choć cały czas sektor usług może korzystać z efektu zwiększania wydatków na usługi (po pandemii), to w warunkach oczekiwanego wyraźnego spadku realnej siły nabywczej dochodów (wzrosty cen żywności i energii) wydatki na niekoniecznie niezbędne usługi będą musiały być w średnim okresie ograniczone.

- **Trwalszy charakter miałyby z kolei efekt szerszego wzrostu spożycia gospodarstw domowych (także w zakresie handlu) lub spożycia publicznego, co można byłoby wiązać z wyższą skalą wydatków uchodźców oraz pomocy dla uchodźców.** W naszych szacunkach założyliśmy, że liczba konsumentów wzrośnie do II kw. do ok. 2,0 mln, jednak skala ich konsumpcji sięgnie około 50% konsumpcji przeciętnego gospodarstwa domowego. Gdyby ten odsetek okazał się wyższy (np. w sytuacji napływu osób decydujących się na trwalszy pobyt w Polsce) wyższa ścieżka spożycia gospodarstw domowych utrzymałaby się zapewne w kolejnych kwartałach.

- Kategorię o wysokim stopniu niepewności są także zapasy. Generalnie strukturalne zmiany funkcjonowania firm po pandemii (problemy z globalnymi łańcuchami dostaw) poskutkowały gwałtownym przyrostem zapasów firm w minionych kwartałach (kontrybucja zapasów w II poł. 2021 r. w okolicach 4 pkt. proc.) i znaczącą skalą inwestycji magazynowych. Zakładamy w scenariuszu bazowym stopniowe wygasanie tej dodatkowej kontrybucji w 2022 r. i w kolejnych kwartałach negatywny dla zapasów efekt spowolnienia aktywności, niemniej moment kiedy firmy uznają swój poziom zapasów w nowych warunkach za satysfakcjonujący, szczególnie przy bieżącej wyższej niepewności cyklu gospodarczego, jest bardzo trudny do wskazania.

- Na obecnym etapie, nie znając powyższych informacji podtrzymujemy nasze założenia co do perspektyw poszczególnych kategorii w kolejnych kwartałach. Oczywiście, **sam bardzo wysoki wzrost PKB w I kw. podbije całoroczne tempo wzrostu PKB w 2022 r. w kierunku 4,0% r/r. Jeżeli w I kw. dominowałoby znaczenie wspomnianych trwalszych efektów, to przy pozostałych założeniach niezmiennych podwyższyłoby to dynamikę PKB powyżej 4,0%.**

- **W warunkach widocznych już sygnałów słabnącego wzrostu w gospodarce globalnej w kwartałach kolejnych oczekujemy spowolnienia dynamiki eksportu.**

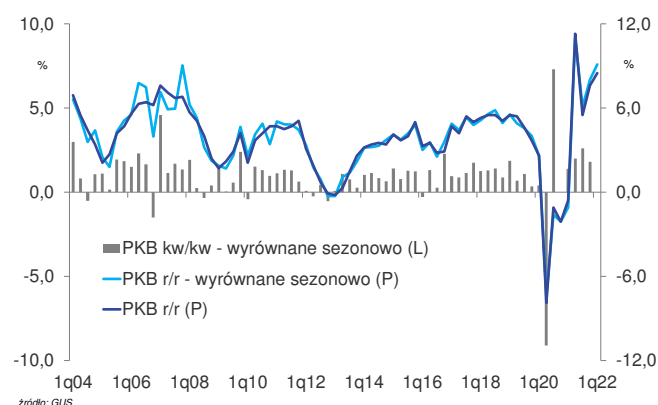
- **Choć zakładamy, że do końca roku pozytywne efekty wyższych wydatków migrantów będą się utrzymywać, to w kolejnych kwartałach dynamika spożycia gospodarstw obniży w kierunku 2,5% r/r w II poł. roku w warunkach: - wygasania efektu nadrobienia konsumpcji po pandemii, - negatywnego**

efektu szoku cenowego i spadku siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych (ujemna dynamika realnych dochodów w II poł. roku).

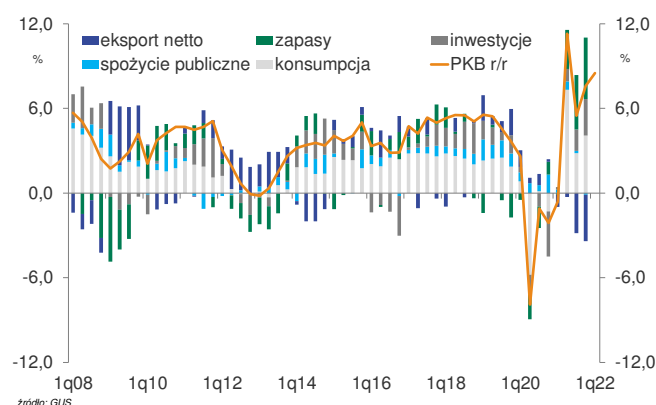
• W warunkach zakładanego ograniczenia skłonności inwestycyjnej przedsiębiorstw, wyraźnego ograniczenia prywatnych inwestycji mieszkaniowych a w II poł. roku także deweloperskiego budownictwa mieszkaniowego (efekt cyklu i notowanego w 2021 r. ograniczenia liczby rozpoczynanych inwestycji) oczekujemy wyraźnie niższej niż w ub.r. dynamiki inwestycji wspieranej silniej tylko inwestycjami publicznymi.

• W trakcie roku oczekujemy także stopniowego spadku kontrybucji zapasów we wzrost PKB, która w II poł. roku powinna być już ujemna przy założeniu naszego scenariusza wyraźnego ograniczenia popytu eksportowego, inwestycyjnego firm oraz konsumpcji prywatnej.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22
PKB	5,4	4,6	3,7	2,6	-7,9	-1,1	-2,1	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5
popyt krajowy	5,1	3,9	1,8	1,3	-9,1	-2,6	-2,9	0,3	12,4	8,6	11,2	-
konsumpcja prywatna	4,2	4,2	3,7	1,2	-10,6	0,3	-3,1	0,1	13,1	4,7	7,9	-
spożycie publiczne	% r/r	5,7	7,1	4,8	3,2	4,3	3,3	8,1	1,6	3,0	0,8	-0,5
nakłady brutto na środki trwałe	7,5	3,3	5,2	2,5	-8,8	-7,2	-15,4	1,7	5,6	9,3	11,7	-
eksport	3,8	5,4	3,1	3,2	-13,5	2,4	8,1	7,3	29,2	8,6	6,0	-
import	3,0	4,2	-0,5	1,6	-15,6	0,5	8,5	10,3	34,5	15,2	13,2	-
konsumpcja prywatna	2,4	2,5	1,9	0,8	-5,8	0,1	-1,3	0,0	7,3	2,8	4,1	-
spożycie publiczne	1,0	1,2	0,9	0,7	0,7	0,4	1,3	0,2	0,6	0,2	-0,1	-
nakłady brutto na środki trwałe	1,2	0,6	1,3	0,4	-1,4	-0,9	-3,2	0,2	0,9	1,5	2,6	-
zapasy	0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-1,8	-1,5	0,9	-0,1	2,8	3,8	4,3	-
eksport netto	0,6	0,8	1,9	1,2	0,4	0,8	0,2	-0,9	-0,3	-2,8	-3,3	-
PKB	% kw/kw	0,7	1,1	0,4	0,4	-9,1	7,3	0,0	1,4	2,0	2,6	1,8
konsumpcja prywatna	wyrównane	1,5	0,9	0,3	-1,6	-9,5	12,6	-3,9	1,8	3,4	3,6	-1,5
inwestycje	sezonowo	0,2	-0,5	3,9	-0,7	-12,8	1,1	-1,4	19,0	-11,3	2,9	2,9

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