

KOMENTARZ BIEŻĄCY

28 lutego 2023

W IV kw. wzrost PKB o 2,0% r/r. Bardzo słaba konsumpcja, solidne inwestycje.

- Według szacunku GUS w IV 2022 r. PKB wzrósł o 2,0% r/r, wobec wzrostu o 3,6% r/r w III kw., zgodnie z szacunkiem *flash*. PKB po korekcie o sezonowość spadł o 2,4% w relacji do III kw., po wzroście o 1,0% kw/kw w III kw.
- Dzisiejszą publikację poprzedziła publikacja szacunku PKB za cały 2022 r. wraz z catorocznymi wynikami w poszczególnych składowych PKB na podstawie, której można było oszacować zmiany w poszczególnych składowych PKB w IV kw. Z tego względu dzisiejsza publikacja nie przyniosła już niespodzianek co do sytuacji polskiej gospodarki pod koniec 2022 r., generalnie potwierdzając szacunki dot. zmian w poszczególnych składowych PKB w IV kw. sporządzonych na bazie danych rocznych.

wskaźnik	1q22	2q22	3q22	4q22	
PKB	8,6	5,8	3,6	2,0	
popyt krajowy	12,0	6,9	3,1	1,1	
konsumpcja prywatna	6,7	6,4	0,9	-1,5	
spożycie publiczne	% r/r	0,3	0,6	0,1	-1,6
nakłady brutto na środki trwałe	4,7	6,6	2,0	4,9	
eksport	4,2	5,2	6,9	2,0	
import	9,4	6,9	6,0	0,2	
konsumpcja prywatna	4,0	3,6	0,5	-0,7	
spożycie publiczne	0,1	0,1	0,0	-0,3	
nakłady brutto na środki trwałe	kontrybucja	0,6	1,0	0,3	1,0
zapasy	pkt. proc.	6,7	1,8	2,2	1,1
eksport netto		-2,7	-0,7	0,6	0,9
PKB	% kw/kw	4,3	-2,3	1,0	-2,4

- **Najistotniejszymi punktami do odnotowania w dzisiejszych danych nt. PKB w IV kw. jest bardzo słaba konsumpcja prywatna i solidny wynik inwestycji.**
- **W IV kw. konsumpcja prywatna spadła o 1,5% r/r** wobec wzrostu o 0,9% r/r w III kw. Z kolei **wyraźnie wzrosły nakłady brutto na środki trwałe - o 4,9% r/r**, vs. 2,0% r/r w III kw.
- **Generalnie kontynuacja osłabienia spożycia gospodarstw domowych nie jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę skalę spadku realnych dochodów gospodarstw domowych. Dlatego oczekiwaliśmy postępującego spadku dynamiki konsumpcji do ujemnych poziomów z początkiem 2023 r. To co zaskoczyło (już przy wcześniejszej publikacji PKB za cały miniony rok), to że spadek konsumpcji (do ujemnej dynamiki) nastąpił już w IV kw. ub.r.** Taki wynik konsumpcji jest najniższym wynikiem od 2003 r. oczywiście pomijając wyniki z 2020 okresu pandemii i ograniczonej podaży usług.
- Tak szybkie tempo osłabiania konsumpcji kontrastuje z bardzo stabilną sytuacją na rynku pracy i historycznie niskim bezrobociem. Jednocześnie tak

Departament Rynków
Międzynarodowych i Produktów
Skarbowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698

staby wynik spożycia gospodarstw domowych zaskakuje w kontekście wciąż wspierających tę kategorię dodatkowych wydatków migrantów, które wg naszych szacunków podwyższyły dynamikę spożycia o ponad 1 pkt. proc. pod koniec ub.r. Możliwe, że pod koniec 2022 r, w warunkach wyraźnie wyższych nominalnych stóp procentowych depozytów bankowych okresowo gospodarstwa domowe wyraźniej wstrzymały się z zakupami (w szczególności dóbr trwałego użytku) wobec szacowanej ścieżki realnych dochodów.

- Jednocześnie należy też wskazać na kumulujące się w 2022 r. czynniki niestandardowe, które tym bardziej utrudniają ocenę skali i tempa zmian w zakresie spożycia gospodarstw domowych, przede wszystkim silny w okresie II poł. 2021 / I poł. 2022 efekt nadrabiania konsumpcji finansowanej z nadwyżkowych oszczędności generowanych w okresie pandemii, dodatkowo podwyższający bazy odniesienia dla bieżących wyników, czy trudny do precyzyjnego oszacowania dodatkowy popyt konsumpcyjny migrantów.

- Biorąc pod uwagę nasze prognozy kształtowania się dochodów gospodarstw domowych w I połowie 2023 r. oczekujemy utrzymania ujemnej rocznej dynamiki spożycia gospodarstw domowych i wzrostu tej dynamiki w II połowie roku w okolice +2,0% r/r w IV kw. W całym 2023 r. oczekujemy spadku konsumpcji prywatnej o 0,4% r/r. Sądzymy, że dynamika konsumpcji w większym stopniu będzie podążać za zmianami inflacji (spadek inflacji od II kw. wspierający konsumpcję prywatną), przy oczekiwanych niewielkich zmianach sytuacji na krajowym rynku pracy i dynamiki dochodów w ujęciu nominalnym.

- **Odnosząc się do solidnego wyniku nakładów brutto na środki trwałe w IV kw., sądzymy, że przy generalnie słabych nastrojach inwestycyjnych firm, to raczej nie inwestycje prywatne stoją za niespodzianką wyraźnego wzrostu inwestycji ogółem w gospodarce pod koniec 2022 r. Wydaje się, że bardziej prawdopodobną przyczyną tej niespodzianki są inwestycje publiczne.** Wyższe inwestycje mogły wynikać z uruchomienia pod koniec 2022 r. większej skali publicznych wydatków wobec korzystniejszej sytuacji fiskalnej w 2022 r. (memoriałowy charakter inwestycji publicznych w rachunkach narodowych). **Wyższe inwestycje publiczne w IV kw. mogły wynikać ze znaczących wydatków na infrastrukturę lub na wyposażenie armii.**

- W IV kw. wyniki produkcji budowlano-montażowej w firmach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, lekko poprawiły się, a w styczniu wyraźnie zaskoczyły in plus. Jakkolwiek dane miesięczne nt. produkcji budowlanej w obszarze infrastruktury są bardzo zmienne, niemniej generalnie widzimy przesłanki dla stosunkowo mocnych inwestycji w infrastrukturze w tym roku. W naszej cenie są to: - kontynuacja wysokich inwestycji samorządów (JST) w okresie przedwyborczym, - konieczność rozliczenia projektów współfinansowanych ze środków UE (Perspektywa finansowa UE na l. 2014-2020), - kontynuacja finansowania wydatków drogowych o czym świadczy zwiększenie emisji obligacji Krajowego Funduszu Drogowego.

- W szczególności dane dot. realizacji umów i wniosków o płatności dot. projektów współfinansowanych z Perspektywy finansowej UE na l. 2014-2020 (w przybliżeniu określających moment zakończenia projektu) wskazują na spory potencjał wydatkowania środków w tym roku, co wesprze inwestycje.

- Jednocześnie jednak obniżająca się dynamika wydatków inwestycyjnych JST pod koniec 2023 r. oraz ograniczają potencjał przyspieszenia wzrostu inwestycji infrastrukturalnych w trakcie roku. Dynamikę inwestycji ogółem wciąż obniżać będzie też dekonunktura na rynku mieszkaniowym. Tąpnięcie w rozpoczynanych inwestycjach obniża liczbę mieszkań w budowie, co implikuje prognozę utrzymującego się negatywnego wpływu na inwestycje ogółem sytuacji na rynku mieszkaniowym.

Czynnikami, który naszym zdaniem najsilniej wpłynię na wynik inwestycji w tym roku będą wydatki na wyposażenie armii. Na podstawie informacji nt. planów zakupów uzbrojenia oczekujemy wyraźnego wzrostu dynamiki inwestycji SFP do ok. 16% r/r wobec ok 8% r/r szacowanych na 2022 r. **Dzięki temu, przy generalnie słabej dynamice inwestycji prywatnych, oczekujemy w 2023 r. jedynie niewielkiego obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe ogółem do 3,9% r/r wobec 4,6% r/r notowanych w 2022 r.**

- W IV kw. kontrybucja zapasów do PKB pozostała wyraźnie dodatnia (1,1 pkt. pkt.). Zatem ta kategoria nadal wspierała wzrost PKB. Jednocześnie wyniki badania NBP w sektorze przedsiębiorstw, tj. wzrost poziomu zapasów, przy zmniejszającym się odsetku firm wskazujących na problem z niedoborem zapasów może świadczyć o pewnych symptomach cyklicznego wzrostu zapasów w początkowym okresie spowolnienia. Zatem lepsze wyniki zapasów w II poł. 2022 r. dodatkowo pogarszają perspektywy PKB w 2023 r. Przy już wyraźnych sygnałach ograniczenia strukturalnych potrzeb wzrostu zapasów, a przede wszystkim w warunkach silnego spowolnienia konsumpcji prywatnej oceniamy, że w 2023 r. zapasy przyczynią do ograniczenia dynamiki PKB (negatywna kontrybucja do zmiany PKB).

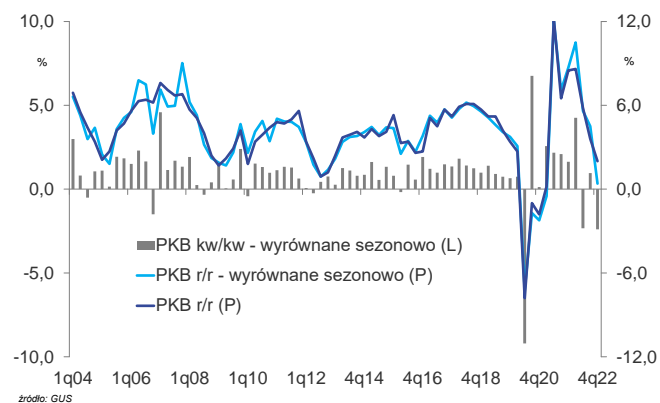
- W IV kw. utrzymała się dodatnia kontrybucja salda handlu zagranicznego do PKB (0,9 pkt. proc.). Podtrzymujemy prognozę stopniowego obniżenia dynamiki eksportu w trakcie 2023 r. Jednocześnie jednak wobec korekty w górę prognoz dla gospodarki globalnej, w tym dla strefy euro, skorygowaliśmy lekko w górę prognozę polskiego eksportu. Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy, że eksport wzrośnie ok. 2,5% w 2023 r., wobec ponad 5,0% szacowanych w 2022 r.

- Pomimo oczekiwanego wolniejszego wzrostu eksportu, w 2023 r. oczekujemy poprawy kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB. Oczekujemy bowiem solidnego spadku dynamiki importu z uwagi na osłabienie popytu krajowego (w tym najbardziej importochłonnej kategorii zapasów) i eksportu (wysoka importochłonność eksportu).

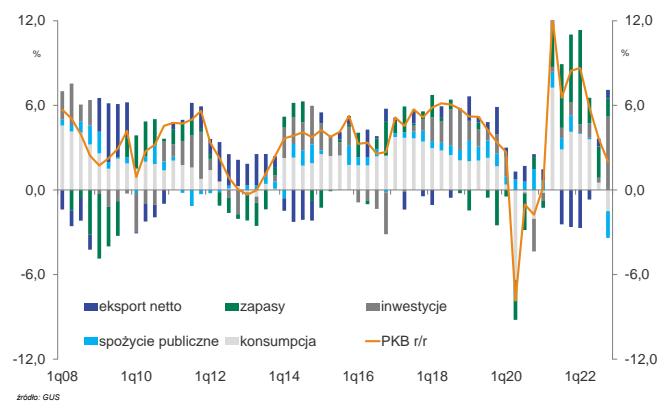
- Poprawa kontrybucji eksportu netto w okresie spowolnienia jest zjawiskiem typowym dla polskiej gospodarki. Jednocześnie, w porównaniu do wcześniejszych epizodów słabszej koniunktury ta poprawa będzie ograniczona ze względu na zmianę struktury publicznych inwestycji tj. wzrostu udziału importochłonnych inwestycji związanych z uzbrojeniem (które w istotnym stopniu pochodzą z zagranicy) i jednocześnie spadku udziału zdecydowanie mniej importochłonnych inwestycji infrastrukturalnych.

- **Biorąc pod uwagę powyższe założenia, szacujemy, że w całym 2023 r. tempo wzrostu PKB obniży się do ok. 1,0% wobec 4,9% w 2022 r. Prognozujemy, że po spadku PKB w I kw. br. o ok. 0,5% r/r, w trakcie roku wzrost gospodarczy stopniowo przyspieszy w okolice 2,0% r/r w IV kw.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



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.