

KOMENTARZ BIEŻĄCY

31 sierpnia 2023

W II kw. spadek PKB o 0,6% r/r. Pogłębienie spadku konsumpcji prywatnej, ale bardzo silne inwestycje.

• Według drugiego szacunku GUS w II kw. PKB obniżył się o 0,6% r/r wobec spadku o 0,5% r/r wg szacunku *flash* oraz wobec spadku o 0,3 r/r w I kw. W ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wpływu zjawisk sezonowych PKB spadł w II kw. o 2,2% wobec wzrostu o 1,6% w I kw. br.

		4q22	1q23	1q23	2q23	2q23P*
PKB		2,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8
popyt krajowy		0,6	-5,2	-5,2	-4,1	-2,5
konsumpcja prywatna	% r/r	-1,1	-2,0	-2,0	-2,7	-3,1
spożycie publiczne		-8,7	-0,5	-0,5	2,6	-0,4
inwestycje		5,4	5,5	5,5	7,9	4,8
konsumpcja prywatna		-0,5	-1,2	-1,2	-1,6	-1,8
spożycie publiczne	kontrybucja	-1,8	-0,1	-0,1	0,5	-0,1
inwestycje	pkt. proc.	1,2	0,7	0,7	1,2	0,8
zapasy		1,7	-4,6	-4,6	-4,1	-1,3
eksport netto		1,7	4,8	4,8	3,4	1,6
wartość dodana		2,7	0,7	0,7	0,5	-0,8
przemysł	% r/r	3,5	-1,4	-1,4	-1,2	-2,5
budownictwo		0,9	1,5	1,5	2,7	1,0
handel i naprawy		-5,1	-4,4	-4,4	-6,9	-7,6

źródło: GUS, BOŚ Bank

*prgnoza sprzed publikacji *flash*

• Drugi szacunek PKB ukształtował się na poziomie bliższym naszej wstępnej prognozie (sprzed publikacji *flash*) generalnie potwierdzając oczekiwania pogłębienia spadku PKB w stosunku do wyników za I kw. Choć wyniki w poszczególnych kategoriach zaskoczyły, to generalnie pokazały zbieżny z naszymi założeniami kierunek tj. – pogłębienie spadku spożycia gospodarstw domowych, – silne inwestycje, szczególnie jak na skalę dekonunktury gospodarczej, – utrzymujący się spadek zapasów.

• W II kw. spadek spożycia gospodarstw domowych wyniósł 2,7% r/r, po spadku o 2,0% w I kw., nieco mniej wobec naszych oczekiwań spadku o 3,1%. Cały czas głównym czynnikiem osłabiającym popyt konsumpcyjny jest spadek realnych dochodów gospodarstw domowych z powodu gwałtownego wzrostu inflacji. W samym II kw. siła tego efektu osłabła, dzięki stabilnie rosnącym dochodom nominalnym i obniżającej się inflacji. Oceniamy, że w dużej części pogłębienie spadku w tej kategorii wynika z efektu bazy tj. kumulacji w II kw. 2022 r. wydatków uchodźców z Ukrainy oraz kumulacji zakupów przeznaczonych na pomoc dla migrantów.

• Zgodnie z naszymi założeniami, pomimo silnej dekonunktury związanej ze spowolnieniem konsumpcji prywatnej i osłabieniem eksportu, w II kw. br. utrzymał się silny wzrost nakładów brutto na środki trwałe, których dynamika przewyższyła nawet nasze relatywnie optymistyczne prognozy (tj. wzrosła do 7,9% r/r z 5,5% w I kw.). Struktura danych dot. produkcji budowlano-

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
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

montażowej (tj. wyniki produkcji silniej powiązane z inwestycjami infrastrukturalnymi), dane dot. wydatków majątkowych JST oraz dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw po II kw. potwierdzają, że solidne wyniki inwestycji wynikają zarówno z wyraźnego przyspieszenia dynamiki inwestycji publicznych, jak i solidnego wzrostu inwestycji prywatnych przedsiębiorstw. Kategoriami, które obniżały w tym okresie wyniki inwestycji były z pewnością inwestycje mieszkaniowe, gdzie utrzymuje się wyraźnie niższa niż przed rokiem liczba mieszkań w budowie.

- **Podtrzymujemy opisywane przez nas wielokrotnie założenie, że solidne wyniki inwestycji, pomimo dekonunktury i spadku wyników finansowych przedsiębiorstw wynikają z kumulacji realizacji projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków unijnych z Perspektywy finansowej UE na I. 2014 – 2020.** Zgodnie z harmonogramem środki z tej perspektywy mogą być wykorzystane jedynie do końca 2023 r. Na podstawie analizy danych MFIPR oceniamy, że skala trwających projektów inwestycyjnych, które muszą zostać zakończone do końca 2023 r. jest wysoka we wszystkich grupach beneficjentów tj. JST, przedsiębiorstw oraz jednostek rządowych.

- **Tym samym, pomimo generalnie słabych nastrojów inwestycyjnych firm realizacja projektów współfinansowanych ze środków UE przez największe podmioty (w tym w energetyce czy transporcie) silnie podwyższa wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw.**

- W II kw. skala spowolnienia eksportu okazała się nieco silniejsza (-2,7% r/r wobec naszej prognozy -0,5% r/r). Generalnie spowolnienie eksportu jest spójne ze spowolnieniem aktywności w gospodarce globalnej, w szczególności w globalnym przemyśle. Ograniczenie postpandemicznych dostosowań, spowolnienie chińskiej gospodarki i negatywny efekt silnego zaostrzenia polityki pieniężnej ciężką aktywności w globalnym przemyśle.

- Kategoriami, które już niejako tradycyjnie zaskoczyły najmocniej były w II kw. osłabienie zapasów oraz powiązany z tym silniejszy spadek importu, i tym samym wyższa kontrybucja eksportu netto we wzrost PKB. W II kw. ujemna kontrybucja zapasów wyniosła -3,8 pkt. proc., niewiele różniąc się od wyniku z I kw. -4,1 pkt. proc. W warunkach wyraźnie głębszej ujemnej kontrybucji zapasów w II kw. pogłębił się silniej spadek importu (-8,1% r/r z -4,6% r/r w I kw.). Generalnie spadek kontrybucji zapasów (po jej historycznie wysokich wzrostach z przełomu 2021 i 2022 r.) jest oczekiwanym zjawiskiem w warunkach wygasania post-pandemicznych dostosowań przy dodatkowym osłabieniu koniunktury. Na zmianę oceny poziomu zapasów (ze zbyt niskich na wystarczające lub zbyt wysokie) wskazują także wyniki badania NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw. W części także spadek kontrybucji zapasów wynika z efektów bazy, po agresji Rosji na Ukrainę gwałtowny wzrost obaw dot. bezpieczeństwa surowcowego przekładał się na wzmożony popyt na zapasy surowców energetycznych. Silne dostosowania zapasów jako jednej z najbardziej importochłonnych kategorii popytu krajowego, przekładają się także na spore wahania po stronie importu, jednocześnie tączenie (znoszące się efekty) osłabiając ich wpływ na wyniki PKB ogółem.

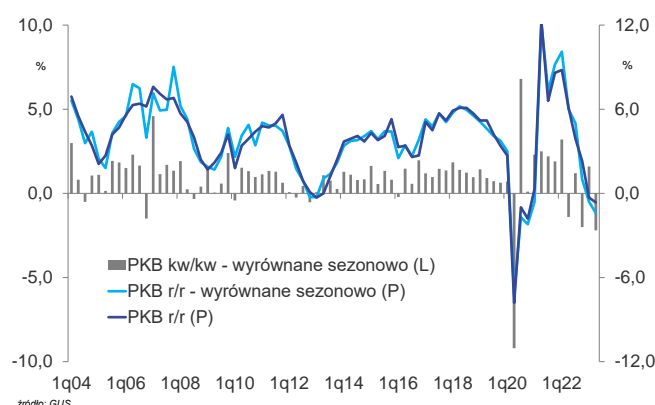
- **Dzisiejsza publikacja danych nie zmienia naszego dotychczasowego scenariusza poprawy wyników PKB w II poł. roku. W warunkach zakładanego**

utrzymania solidnego wzrostu inwestycji (środki unijne wydatkowane do końca roku), wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych stymulujących poprawę wyników konsumpcji prywatnej oczekujemy wzrostu PKB, pomimo utrzymania słabszej koniunktury globalnej i słabszych wyników eksportu. Bieżąca sytuacja w Europie i Chinach oraz oczekiwane przez nas spowolnienie aktywności gospodarczej w USA w średnim okresie implikują raczej słabe perspektywy wzrostu eksportu w kwartałach kolejnych.

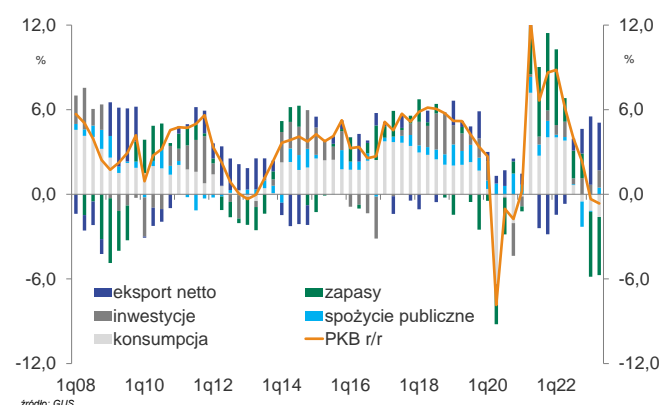
- **Jednocześnie, pomimo nawet nieco lepszego wyniku PKB w II kw. wobec naszych wstępnych szacunków, lipcowe dane z krajowej gospodarki oraz prognozy danych za sierpień wskazują na ryzyko dla prognozowanej skali odbicia. Obecnie oczekujemy wzrostu dynamiki PKB w III kw. do ok. +0,8% r/r oraz +2,2% r/r w IV kw. co implikowałoby całoroczny wzrost PKB w br. o 0,6% r/r.**

- **Z początkiem 2024 r. oczekujemy natomiast wyhamowania poprawy koniunktury i stabilizowania się dynamiki PKB w okolicach 2,0% r/r.** Jakkolwiek dalsza poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych (niższa inflacja CPI, stabilna sytuacja na rynku pracy, wzrost świadczeń) będzie stymulować dalszy wzrost konsumpcji prywatnej, to po takiej kumulacji wydatków inwestycyjnych powiązanych ze środkami UE jaka ma miejsce w 2023 r. oczekujemy ich wyraźnego ograniczenia w 2024 r. Nie zakładamy bowiem, że do tego czasu możliwa będzie intensyfikacja wykorzystania środków unijnych w nowej perspektywy UE – abstrahując od kwestii uruchomienia środków z KPO ważnym jest efekt „rozpędzania się” nowych projektów inwestycyjnych.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23
PKB	-1,0	-1,8	0,3	12,3	6,6	8,6	8,8	6,1	3,9	2,3	-0,3	-0,6
popyt krajowy	-2,2	-2,0	-0,6	12,6	9,6	12,2	10,8	7,2	3,1	0,6	-5,2	-4,1
konsumpcja prywatna	-0,3	-4,0	-0,3	12,9	4,7	8,4	6,8	6,7	1,1	-1,1	-2,0	-2,7
spożycie publiczne	<i>% r/r</i> 3,3	7,7	3,9	5,8	4,3	5,6	1,0	1,3	0,4	-8,7	-0,5	2,6
nakłady brutto na środki trwałe	-0,4	-9,0	-5,1	1,0	3,2	3,1	5,4	7,1	2,5	5,4	5,5	7,9
eksport	1,3	6,6	7,2	31,9	8,0	6,0	5,6	6,4	9,0	3,9	3,2	-2,7
import	-0,9	6,8	6,4	35,2	13,9	12,8	8,7	8,2	7,7	0,7	-4,6	-8,1
konsumpcja prywatna	-0,2	-2,0	-0,2	7,2	2,7	4,1	4,0	3,8	0,7	-0,5	-1,2	-1,6
spożycie publiczne	0,6	1,5	0,7	1,1	0,8	1,2	0,2	0,3	0,1	-1,8	-0,1	0,5
nakłady brutto na środki trwałe	<i>kontrybucja</i> -0,1	-2,3	-0,7	0,2	0,6	0,7	0,7	1,1	0,4	1,2	0,7	1,2
zapasy	<i>pkt. proc.</i> -2,6	0,9	-0,3	3,3	4,9	5,5	5,4	1,7	2,0	1,7	-4,6	-4,1
eksport netto	1,1	0,2	0,8	0,5	-2,4	-2,8	-1,4	-0,7	0,9	1,7	4,8	3,4
PKB	<i>% kw/kw</i> 6,8	0,1	2,3	2,5	2,2	1,9	3,2	-1,4	1,2	-2,0	1,6	-2,2
konsumpcja prywatna	<i>wyrównane</i> 11,5	-1,3	2,4	0,9	2,9	1,1	1,3	1,0	-1,1	-2,7	0,2	0,6
inwestycje	<i>sezonowo</i> 0,3	-1,0	1,0	-0,3	4,1	0,8	1,3	1,5	0,1	1,9	2,1	2,0

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.