

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 listopada 2023

W III kw. wzrost konsumpcji prywatnej przyczyną powrotu do wzrostu PKB.

• Według ostatecznego szacunku GUS w III kw. PKB wzrósł o 0,5% r/r, wobec spadku o 0,6% r/r w II kw. Wynik jest o 0,1 pkt. proc. wyższy wobec szacunku *flash* i o 0,1 pkt. proc. niższy od naszej prognozy sprzed publikacji szacunku *flash*. W ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wpływu zjawisk sezonowych PKB wzrósł o 1,5% wobec wzrostu o 0,3% w II kw. br.

		4q22	1q23	2q23	3q23	3q23P*
PKB		2,5	-0,3	-0,6	0,5	0,6
popyt krajowy		1,0	-4,8	-2,9	-5,2	-0,4
konsumpcja prywatna	% r/r	1,0	-2,0	-2,8	0,8	0,2
spożycie publiczne		-6,2	-0,3	2,2	3,3	2,0
inwestycje		5,6	6,8	10,5	7,2	9,0
konsumpcja prywatna		0,5	-1,2	-1,7	0,5	0,1
spożycie publiczne	kontrybucja	-1,3	0,0	0,4	0,6	0,4
inwestycje	pkt. proc.	1,2	0,8	1,6	1,2	1,5
zapasy		0,4	-4,3	-3,2	-7,3	-2,3
eksport netto		1,6	4,4	2,2	5,6	1,0
wartość dodana		3,1	0,9	0,8	0,8	1,6
przemysł	% r/r	3,7	-0,9	-1,7	-2,0	-2,0
budownictwo		1,6	1,9	2,9	2,8	5,7
handel i naprawy		-3,7	-4,3	-6,7	1,7	0,4

źródło: GUS, BOŚ Bank

*prognoza sprzed publikacji flash

• Wstępny szacunek PKB potwierdził oczekiwania, że aktywność polskiej gospodarki w III kw. poprawiła się wobec wyników z I poł. roku, co pozwoliło na powrót dynamiki PKB do dodatniego poziomu. Na taki scenariusz wskazywała poprawa danych z III kw. publikowanych z częstotliwością miesięczną, przede wszystkim wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej o 1,4% r/r (vs. spadek o 7,3% w II kw.) oraz wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej do 5,5% r/r (vs. 0,7% r/r w II kw.).

• Choć główne kategorie PKB – konsumpcja oraz inwestycje – nie różniły się znacząco wobec prognoz i potwierdzają kierunkowe tendencje, to dokładana analiza struktury PKB wskazuje na wyzwania, które w kolejnych kwartałach będą hamować tempo ożywienia aktywności polskiej gospodarki.

• Najbardziej pozytywną informacją dzisiejszej publikacji GUS jest potwierdzenie wyraźnego odbicia spożycia gospodarstw domowych. Konsumpcja wzrosła o 0,8% r/r (po spadku o 2,4% r/r w I poł. br.), powyżej naszych dość optymistycznych prognoz wzrostu o 0,2%. Głównym powodem poprawy spożycia jest znacząca poprawa w połowie br. sytuacji dochodowej gospodarstw domowych. Choć dynamika nominalna dochodów nawet lekko obniża się, to silny spadek inflacji w II i III kw. skokowo podwyższył dynamikę realną dochodów. Jak już wskazywaliśmy w komentarzach wcześniejszych po części poprawa rocznej dynamiki spożycia gospodarstw domowych to też

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

efekt wygasającego wpływu podwyższonych baz odniesienia dla I poł. ze względu na przepływy migracyjne. Gwałtowny napływ migrantów z Ukrainy w I poł. 2022 r. silnie podbił wydatki konsumpcyjne, co przekładało się na bardzo wysoką bazę dla danych w I poł. 2023 r., gdyż w trakcie II poł. 2022 r. duża część uchodźców wróciła do kraju.

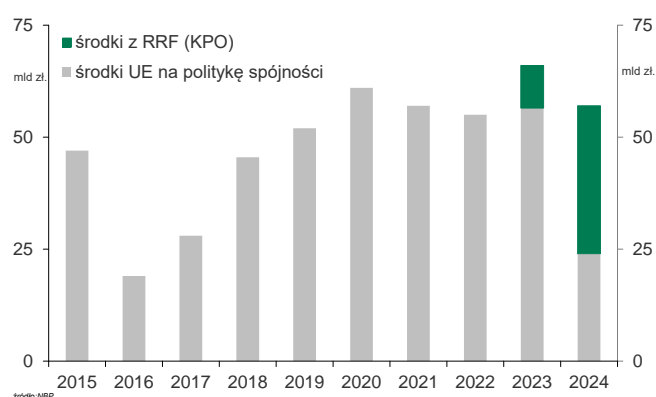
- Na podstawie danych nt. struktury wartości dodanej, w tym skokowego wzrostu dynamiki w handlu i wyhamowaniu wzrostu dynamiki usług wnioskujemy, że w głównej mierze ta poprawa wyniku koncentruje się w konsumpcji dóbr. Należy natomiast pamiętać, że to przyspieszenie następuje po bardzo silnym osłabieniu popytu na towary w 2022 i na początku 2023 r.

- **W III kw. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 7,2% r/r, wobec 10,5% r/ w II kw.** Choć generalnie takie tempo wzrostu należy uznać za solidne, to jednak biorąc pod uwagę kumulację projektów współfinansowanych ze środków UE, wyniki te lekko rozczarowują (nasza prognoza wzrostu o blisko 9,0% r/r). Na silniejsze tempo wzrostu inwestycji wskazywały także dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw oraz dane dot. wydatków inwestycyjnych JST i budżetu państwa.

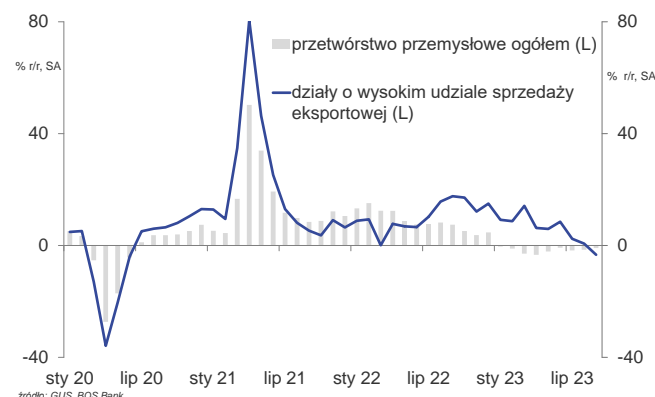
- **Najbardziej niekorzystny obraz przedstawiają natomiast dane dot. eksportu, który obniżył się w skali roku aż o 11%,** znacznie silniej wobec naszej prognozy ok. 5-procentowego spadku. Generalnie osłabienie wyników eksportu w warunkach stagnacji gospodarczej w strefie euro i bardzo słabych danych dot. wolumenu globalnego handlu zagranicznego nie dziwią, niemniej zaskakująca jest skala spadku w III kw. W skali kwartału (po oczyszczeniu z wpływu zmian sezonowych) eksport spadł o 6,2%, po spadku o 3,6% w II kw. Te wyniki nie wróżą szybkiej poprawy sytuacji eksporterów. Jednocześnie zastanawia dość silny optymizm firm eksportujących w kontekście prognoz popytu na eksport (wg publikacji NBP Szybki Monitoring). Nie można wykluczyć, że tak silne zmiany dynamiki eksportu nie wynikają wyłącznie z cyklicznych zmian popytu, a w części z opóźnionych efektów postpandemicznych dostosowań, niemniej skala spadku eksportu jest powodem do niepokoju.

- Pomimo silnego osłabienia eksportu, kontrybucja eksportu netto we wzrost w III kw. silnie wzrosła do 5,9 pkt. proc. z 2,1 pkt. proc. w II kw. Trudno jednak w tych danych o optymizm, gdyż ta poprawa wynikała wyłącznie z jeszcze silniejszego tąpnięcia importu (spadek o 20,3% r/r).

Kumulacja wydatkowania środków z budżetu UE



Wyraźne osłabienie produkcji wśród firm przemysłowych o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej w II poł. br.



- Tak silny spadek importu jest spójny z kolejnym kwartałem gwałtownego dostosowania zapasów w III kw. Według danych GUS kontrybucja zapasów w III kw. obniżyła się do -7,7 pkt. proc. wobec -3,0 pkt. proc. w II kw. skutkując redukcją poziomu zapasów w skali roku (a nie tylko ograniczeniem ich przyrostu). Spadek wartości zapasów jest – wg danych dot. rachunków narodowych – zjawiskiem bardzo rzadkim.

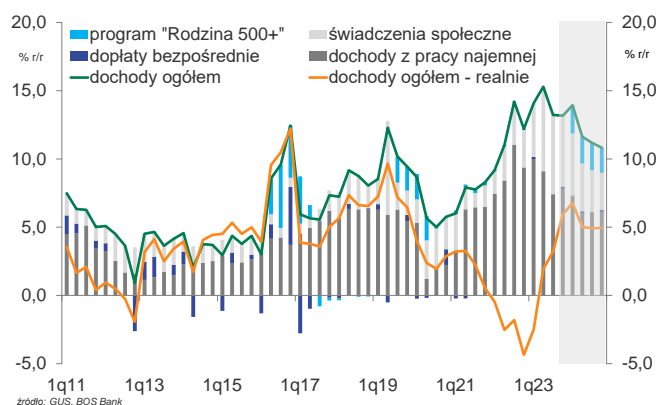
- Sam proces ograniczania zapasów nie dziwi, gdyż po ich dynamicznym wzroście w I. 2021 – I poł. 2022, od II poł. 2022 r. następuje ich silna korekta. Te zmiany w dużej mierze efektem dalszego dostosowania zapasów po ostatnich dwóch szokowych latach (pandemia, kryzys energetyczny). Skala dostosowania w III kw. jest jednak sporym zaskoczeniem. Dane NBP dot. oceny poziomów zapasów firm wskazywały jednak, że w połowie br. został osiągnięty „dołek” i tempo dostosowań powinno stopniowo słabnąć. Być może na tak silne zmiany wpływają większe zmiany jednostkowe o dużej wartości (np. surowce). Z drugiej strony te dane należy analizować bardzo ostrożnie, gdyż kategoria zapasów podlega najczęstszym i największym co do skali korektom GUS.

- Póki co zakładamy, że w IV kw. 2024 r. ujemna kontrybucja zapasów we wzrost PKB utrzyma się (choć w zdecydowanie mniejszej skali niż w III kw.) i też w kolejnych kwartałach ten ujemny wynik będzie się stopniowo zmniejszać.

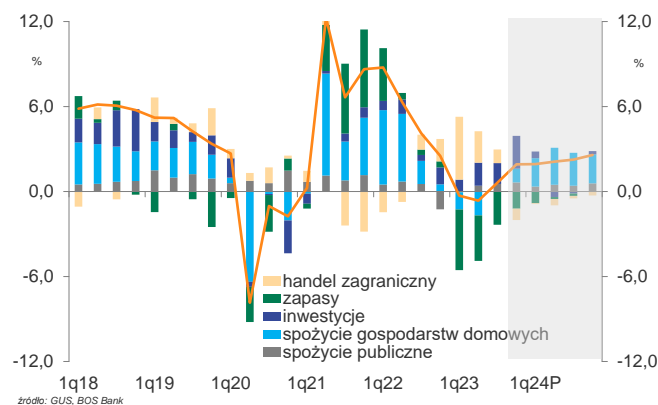
- **Choć nie oczekujemy dynamicznego ożywienia eksportu, to zakładając, że od początku 2024 r. gospodarka strefy euro zacznie stopniowo odbijać oczekujemy dodatniej dynamiki eksportu w 2024 r.** Z drugiej strony, oczekując wciąż słabego wzrostu gospodarki globalnej oraz biorąc pod uwagę podwyższone ryzyko silniejszego jej spowolnienia, zakładamy, że wzrost eksportu będzie ograniczony (3,2% r/r średniorocznie).

- **Pomimo bieżących dobrych wyników inwestycji, w trakcie 2024 r. zakładamy wyraźne osłabienie dynamiki w kierunku 0,0%.** Na bieżące silne wzrosty inwestycji w decydującym stopniu wpływa kumulacja inwestycji współfinansowanych ze środków UE (zarówno inwestycji publicznych, jak i firm). Te inwestycje muszą, zgodnie z zasadą rozliczeń, być zakończone do końca br. Z drugiej strony skala uruchamianych projektów współfinansowanych ze środków kolejnej perspektywy jest obecnie na etapie początkowym, co przekłada się na wyraźne ograniczenie wartości projektów w realizacji w 2024 r.

Od II poł. 2023 r. wyraźny wzrost dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych...



...będzie sprzyjać dalszym, silnym wzrostom konsumpcji prywatnej i tym samym wzrostom PKB



- Co więcej, przy wciąż słabych perspektywach eksportu, trudno zakładać silniejsze przyspieszenie prywatnych inwestycji firm (nie korzystających z finansowania UE), nawet pomimo bardzo dobrych perspektyw ożywienia popytu gospodarstw domowych.

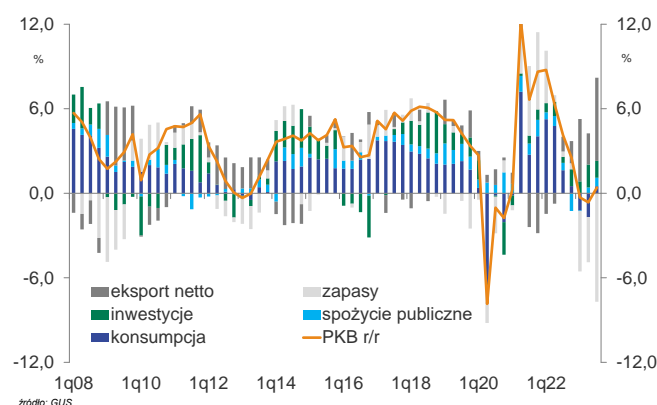
- **Rosnąca dalej konsumpcja prywatna będzie kluczowym czynnikiem podwyższającym dynamikę PKB w nadchodzących kwartałach pomimo pesymistycznych prognoz inwestycji i popytu zagranicznego.** Utrzymanie solidnego (choć niższego niż przed rokiem) wzrostu nominalnych dochodów z pracy, podwyższenie wartości świadczenia „500+”, a przede wszystkim niższa inflacja wpłyną na wyraźny wzrost dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych w porównaniu do wyników z I. 2022 – 2023.

- **Prognozujemy, że dynamika spożycia gospodarstw domowych w 2024 r. sięgnie 4,0% r/r, a PKB w całym roku wzrośnie o 2,2%, wobec 0,5% szacowanego na 2023 r.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik		4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23
PKB		-1,8	0,3	12,3	6,6	8,6	8,8	6,3	4,1	2,5	-0,3	-0,6	0,5
popyt krajowy		-2,0	-0,6	12,6	9,6	12,2	10,8	7,4	3,1	1,0	-4,8	-2,9	-5,2
konsumpcja prywatna		-4,0	-0,3	12,9	4,7	8,4	8,8	8,5	2,9	1,0	-2,0	-2,8	0,8
spożycie publiczne	% r/r	7,7	3,9	5,8	4,3	5,6	2,7	3,8	3,0	-6,2	-0,3	2,2	3,3
nakłady brutto na środki trwałe		-9,0	-5,1	1,0	3,2	3,1	5,1	6,5	2,5	5,6	6,8	10,5	7,2
eksport		6,6	7,2	31,9	8,0	6,0	6,2	6,7	9,8	4,5	3,8	-3,2	-11,0
import		6,8	6,4	35,2	13,9	12,8	9,3	8,7	8,2	1,6	-3,2	-6,8	-20,3
konsumpcja prywatna		-2,0	-0,2	7,2	2,7	4,1	5,3	4,8	1,6	0,5	-1,2	-1,7	0,5
spożycie publiczne	kontrybucja	1,5	0,7	1,1	0,8	1,2	0,5	0,7	0,5	-1,3	0,0	0,4	0,6
nakłady brutto na środki trwałe	pkt. proc.	-2,3	-0,7	0,2	0,6	0,7	0,7	1,0	0,4	1,2	0,8	1,6	1,2
zapasy		0,9	-0,3	3,3	4,9	5,5	3,7	0,5	0,4	0,4	-4,3	-3,2	-7,7
eksport netto		0,2	0,8	0,5	-2,4	-2,8	-1,5	-0,7	1,1	1,6	4,4	2,2	5,9
PKB	% kw/kw	0,1	2,3	2,6	2,1	1,8	3,3	-0,8	0,6	-2,3	1,1	0,3	1,5
konsumpcja prywatna	wyrównane	-1,3	2,1	1,1	2,9	1,3	2,7	1,2	-1,4	-2,1	-0,1	1,0	2,3
inwestycje	sezonowo	-1,0	1,1	-0,3	3,9	0,8	1,3	1,3	0,6	1,8	2,1	2,2	1,0

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.