

KOMENTARZ BIEŻĄCY

31 maja 2022

Bardzo mocny wzrost PKB o 8,5% r/r w I kwartale, ale struktura nie napawa optymizmem.

- W I 2022 r. PKB wzrósł o 8,5% r/r, wobec wzrostu o 7,6% r/r w IV kw. 2021 r. Wynik ten jest zgodny z szacunkiem *flash*, który GUS opublikował przed dwoma tygodniami.

		3q21	4q21	1q22	1q22P*
PKB		5,5	7,6	8,5	7,9
popyt krajowy		8,6	11,2	13,2	9,6
konsumpcja prywatna	% r/r	4,7	7,9	6,6	7,3
spożycie publiczne		0,8	-0,5	0,5	3,5
inwestycje		9,3	11,7	4,3	4,5
konsumpcja prywatna		2,8	4,1	3,9	4,5
spożycie publiczne	kontrybucja	0,2	-0,1	0,1	0,6
inwestycje	pkt. proc.	1,5	2,6	0,6	0,6
zapasy		3,8	4,3	7,7	4,8
eksport netto		-2,8	-3,3	-3,8	-1,1
wartość dodana		5,1	7,1	8,3	7,7
przemysł	% r/r	10,4	14,2	15,1	16,5
budownictwo		5,2	5,8	17,4	19,0
handel i naprawy		4,5	7,7	6,0	6,2

źródło: GUS

* prognoza sprzed publikacji szacunku flash

- Choć dynamika PKB na poziomie 8,5% r/r wygląda spektakularnie, to struktura tego wzrostu wskazuje na zdecydowanie większą ostrożność w optymistycznej ocenie tego wyniku.

Głównym powodem różnicy między naszą prognozą (sprzed publikacji *flash*) a wynikiem PKB opublikowanym przez GUS była bowiem kategoria **zapasów**. W naszej prognozie zakładaliśmy, że po solidnym wzroście zapasów w II poł. 2021 r., z początkiem roku wkład zapasów we wzrost będzie słabł. Natomiast dzisiejsza publikacja GUS wskazuje na odwrotną sytuację – **dalszy, dynamiczny wzrost udziału zapasów w tworzeniu PKB w I kw. do +7,7 pkt. proc. z 4,3 pkt. proc w IV kw. ub.r.** Nie wiemy, czy przyspieszenie kumulacji zapasów z początkiem roku to konsekwencja dalszego budowania zapasów przez firmy w wyniku zmiany w modelu produkcji po pandemicznych doświadczeniach firm z ciągłością dostaw, czy też w I kw. do nasilenia wzrostu zapasów przyczyniła się inwazja Rosji na Ukrainę i decyzje o budowaniu zapasów np. surowców.

- Niezależnie od skali wpływu poszczególnych czynników, kluczowe jest, że efekt budowy zapasów będzie miał zapewne charakter okresowy. Choć oczywiście nie musi do silnego spadku wkładu zapasów w PKB dojść już w II kw. br., niemniej **wygaśnięcie tego efektu w średnim okresie jest pewne (gdyż ostatecznie potrzeby firm w zakresie zapasów zostaną zaspokojone), co w kolejnych kwartałach będzie silnie obniżać tempo wzrostu PKB.**

- Kolejną niekorzystną informacją płynącą z opublikowanych dziś danych są **wyniki spożycia gospodarstw domowych**. Jakkolwiek roczne tempo

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

wzrostu na poziomie 6,6% r/r wygląda bardzo dobrze, to należy pamiętać, że ten wynik bardzo silnie wspierały niskie bazy odniesienia, kiedy w I kw. 2021 r. restrykcje epidemiczne silnie obniżały wartość konsumpcji prywatnej. **W ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości po spadku spożycia gospodarstw domowych w IV kw. o 1,5%, w I kw. odnotowano wzrost konsumpcji jedynie o 0,6% kw/kw, co wskazuje już na wyraźne wolniejsze tempo wzrostu wydatków konsumentów.** Na taką sytuację wpływa spadek siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych w warunkach dynamicznego wzrostu inflacji CPI, być może dodatkowo efekty wojny przełożyły się na okresowe silniejsze ograniczenie wydatków w następstwie wzrostu poczucia niepewności konsumentów.

- W I kw. na poziomie niższym od naszych oczekiwań ukształtowała się dynamika spożycia publicznego, co w naszej ocenie oznacza silniejszy negatywny wpływ ograniczenia wydatków związanych z pandemią, wobec wzrostu wydatków związanych z pomocą uchodźcom.

- **W I kw. poza generalnie słabymi wynikami w obszarze popytu konsumpcyjnego, miało miejsce także wyraźne osłabienie wzrostu eksportu,** do 2,0% r/r. Na ten wynik istotny wpływ mają wysokie bazy odniesienia z przełomu 2020 i 2021 r., niemniej spadek wartości eksportu o 2,1% w skali kwartału w ujęciu danych odsezonowanych potwierdza sygnały słabnącego popytu zagranicznego.

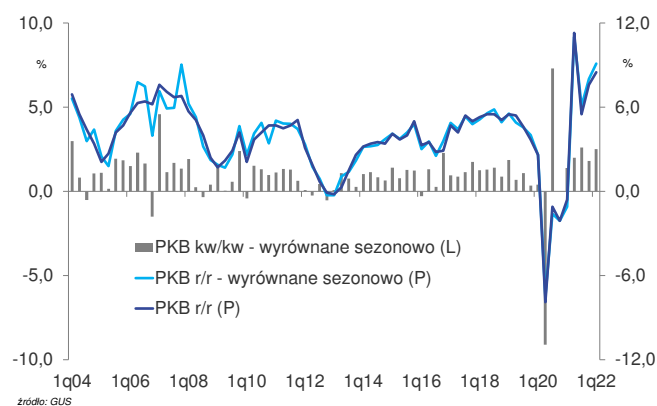
- **Na poziomie zbliżonym do naszych oczekiwań w I kw. ukształtował się wynik nakładów brutto na środki trwałe.** Sam spadek rocznej dynamiki wzrostu do 4,3% r/r z 11,7% r/r w IV kw. wynikał wyłącznie z efektów bazy. W naszej ocenie pozytywnie na wyniki inwestycji w I kw. wpłynęły publiczne wydatki inwestycyjne, solidne inwestycje na rynku mieszkaniowym (w tym kumulacja instalacji PV w przypadku inwestycji prywatnych w związku z wygasającym z końcem marca korzystnych dla prosumentów regulacji). Dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw (wzrost o jedynie 1,3% r/r) potwierdzają natomiast, że inwestycje firm z początkiem 2022 r. rosły już zdecydowanie wolniej niż w 2021 r.

- Biorąc pod uwagę powyższe tendencje **podtrzymujemy naszą prognozę wyraźnego spowolnienia dynamiki PKB w średnim okresie, choć trudne do precyzyjnego prognozowania tendencje w zakresie zapasów oznaczają wyższe ryzyko prognozy kiedy dokładnie nastąpi silniejsze spowolnienie aktywności. Na obecnym etapie podtrzymujemy prognozę, że w II kw. dynamika PKB osiągnie bisko 6,0%, z kolei w II poł. roku obniży się w kierunku 2,0% r/r, a z początkiem 2023 r. nawet poniżej 1,5% r/r.**

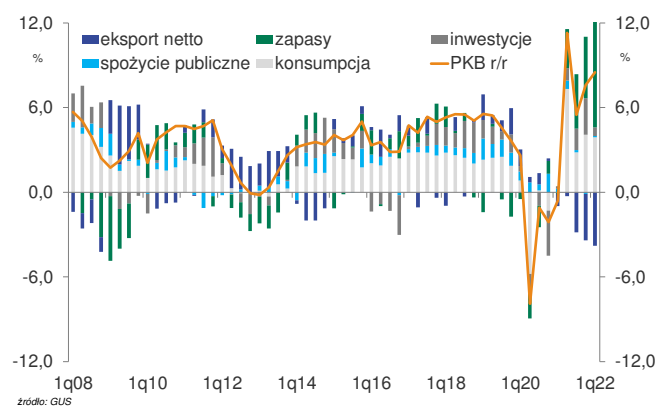
- Silniejsze osłabienie aktywności w II poł. roku to efekt: - zakładanego dalszego spowolnienia spożycia gospodarstw domowych, - utrzymania niższego tempa wzrostu eksportu w warunkach spowolnienia globalnej aktywności, - utrzymania niższej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w warunkach trudniejszego otoczenia makroekonomicznego (popyt i koszty), - stopniowego hamowania silnego dotąd wzrostu inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych (cykl budownictwa deweloperskiego, koszty, spadek popytu na mieszkania), - wygasania niskich baz odniesienia związanych z pandemią (gł. dla konsumpcji prywatnej) - jednocześnie znaczącego wzrostu baz odniesienia od III kw. dla kategorii zapasów.

- Prognozujemy, że w II poł. roku dynamika spożycia gospodarstw domowych obniży się do ok. 2,5% r/r, przy bardzo silnym spowolnieniu wydatków gospodarstw domowych rezydentów (w kierunku 0,0% r/r), ale dodatnim wpływem wydatków migrantów, który szacujemy na nieco ponad 2,0 pkt. proc. 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.
- 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 utrzymania wyraźnie niższej dynamiki inwestycji w 2022 r. w okolicach 4,5% r/r**. Ten wynik i tak w sporym stopniu będzie wspierany inwestycjami publicznymi, które mogą w całym 2022 r. wzrosnąć o blisko 8,0% r/r, wobec 0,4% r/r w 2021 r. Oczekujemy stopniowego zwiększania inwestycji infrastrukturalnych JST przed zaplanowanymi na jesień 2023 r. wyborami samorządowymi, jak również wyższych inwestycji na poziomie centralnym, zarówno infrastrukturalnych, jak i zbrojeniowych.
- **Pomimo wyraźnie niższej dynamiki PKB w II połowie roku, silne wyniki z I połowy roku będą podwyższać całoroczną dynamikę do ponad 4,0% (obecnie nasza punktowa prognoza to 4,1% r/r), niemniej przy takiej strukturze wzrostu coraz trudniej będzie w 2023 r. osiągnąć wynik 3,0% r/r (prognoza punktowa 2,8% r/r) biorąc pod uwagę uporczywość presji kosztowej i inflacyjnej.**

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	13,2
konsumpcja prywatna	4,2	4,2	3,7	1,2	-10,6	0,3	-3,1	0,1	13,1	4,7	7,9	6,6
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	4,3
eksport	3,8	5,4	3,1	3,2	-13,5	2,4	8,1	7,3	29,2	8,6	6,0	2,0
import	3,0	4,2	-0,5	1,6	-15,6	0,5	8,5	10,3	34,5	15,2	13,2	8,8
konsumpcja prywatna	2,4	2,5	1,9	0,8	-5,8	0,1	-1,3	0,0	7,3	2,8	4,1	3,9
spożycie publiczne	kontrybucja	1,0	1,2	0,9	0,7	0,4	1,3	0,2	0,6	0,2	-0,1	0,1
nakłady brutto na środki trwałe	pkt. proc.	1,2	0,6	1,3	0,4	-1,4	-0,9	-3,2	0,2	0,9	1,5	0,6
zapasy	0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-1,8	-1,5	0,9	-0,1	2,8	3,8	4,3	7,7
eksport netto	0,6	0,8	1,9	1,2	0,4	0,8	0,2	-0,9	-0,3	-2,8	-3,3	-3,8
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	11,9	-8,3	2,0	1,0

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.