

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 stycznia 2023

W IV kw. osłabienie PKB łagodniejsze od oczekiwań. Bardzo słaba konsumpcja, mocniejsze inwestycje.

- Według wstępnych danych GUS w 2022 r. dynamika PKB obniżyła się do 4,9% r/r z 6,8% r/r w całym 2021 r., nieznacznie powyżej naszej prognozy na poziomie 4,8%.
- Na podstawie tej publikacji, przy założeniu braku zmian danych nt. PKB za okres I – III kw. 2022 r. można oszacować wzrost PKB i głównych składowych w IV kw. Według naszych obliczeń **w IV kw. PKB wzrósł o 2,0% – 2,3% r/r**, powyżej naszej prognozy 1,7% przyjętej w prognozie rocznej.

	PKB	popyt krajowy	spożycie gospodarstw domowych	nakłady brutto na środki trwałe	zapasy	eksport netto
		% r/r			kontrybucja w pkt. proc.	
1q22	8,6	12,0	6,7	4,7	6,7	-2,7
2q22	5,8	6,9	6,4	6,6	1,8	-0,7
3q22	3,6	3,1	0,9	2,0	2,2	0,6
4q22*	2,0-2,3	1,3-1,6	(-1,8)-(-1,5)	5,1-5,3	1,2-1,5	0,5-0,9
2022	4,9	5,5	3,0	4,6	-	-0,6

* przy założeniu braku korekt danych za okres I – III kw.

Sam wynik PKB na poziomie ok. 2,0% r/r nie jest bardzo dużym zaskoczeniem, zdecydowanie więcej niespodzianek przyniosła struktura wzrostu PKB. Jednocześnie inaczej niż w minionych kwartałach to zróżnicowanie dotyczyło tylko głównych kategorii tworzących PKB, a w mniejszym stopniu zapasów i eksportu netto.

W IV kw. zdecydowanie negatywnie zaskoczyły wyniki spożycia gospodarstw domowych. Roczny spadek konsumpcji prywatnej nastąpił już w IV kw. (oczekiwaliśmy spadku w I kw. 2023 r.) i okazał się bardzo głęboki, o co najmniej 1,5% r/r, wobec naszej prognozy stabilizacji konsumpcji. Z kolei zdecydowanie powyżej oczekiwań ukształtowała się wynikowa dynamika nakładów brutto na środki trwałe przekraczając 5,0% r/r, vs. 2,0% r/r w III kw. oraz naszej prognozy 2,2% r/r.

Generalnie bardzo słabe dane dot. spożycia gospodarstw domowych nie powinny dziwić biorąc pod uwagę skalę spadku realnych dochodów gospodarstw domowych (mierzonych funduszem płac w gospodarce narodowej oraz świadczeniami społecznymi). Z drugiej strony tak dynamiczny spadek wyników konsumpcji kontrastuje z wciąż stabilną sytuacją na rynku pracy i historycznie niskim bezrobociem. Tak silny konsumpcji jest najstarszym wynikiem od 2003 r. oczywiście pomijając wyniki z 2020 okresu pandemii i ograniczonej podaży usług.

Należy także wskazać na kumulujące się w 2022 r. czynniki niestandardowe, które tym bardziej utrudniają ocenę skali i tempa zmian w zakresie spożycia gospodarstw domowych: – silny w okresie II poł. 2021 / I poł. 2022 efekt

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

nadrabiania konsumpcji finansowanej z nadwyżkowych oszczędności generowanych w okresie pandemii, dodatkowo podwyższający bazy odniesienia dla bieżących wyników, – dodatkowy popyt konsumpcyjny migrantów, który wciąż dodaje co najmniej 1 pkt. proc. do bieżącej dynamiki spożycia gospodarstw domowych.

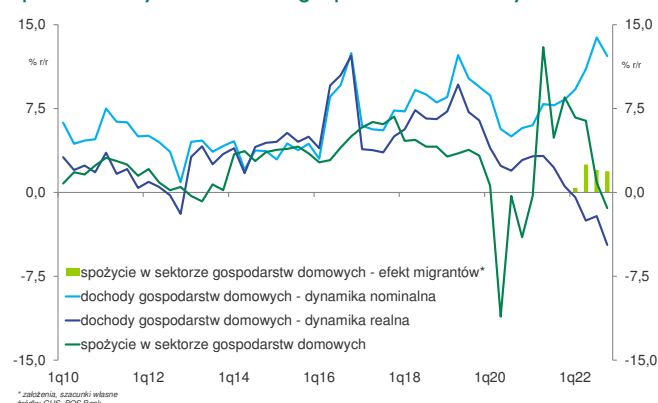
- Z początkiem 2023 r. oczekujemy utrzymania spadku konsumpcji prywatnej o ok. 1,0% r/r, gdyż wciąż prognozowany przez nas wskaźnik inflacji będzie przekraczał oczekiwane tempo wzrostu nominalnego wynagrodzeń i świadczeń. Jednocześnie ta relacja, może nie pogorszyć się już względem IV kw. Analizując wyniki opublikowanego dziś badania NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw coraz bardziej skłaniamy się ku tezie, że słabe wyniki w zakresie dynamiki wynagrodzeń w IV kw. były efektem ograniczonej skali wypłat premii i nagród z uwagi na antycypowane przez firmy utrzymanie solidnego wzrostu płac z początkiem 2023 r., m.in. w związku z bardzo wysoką podwyżką płacy minimalnej od stycznia br. (15,9% r/r).

- W trakcie 2023 r. oczekując nasilenia spadku inflacji przy jednocześnie solidnym wzroście wynagrodzeń oczekujemy wzrostu spożycia gospodarstw domowych w II poł. roku i nieznacznego wzrostu konsumpcji o 0,5% r/r w całym 2023 r.

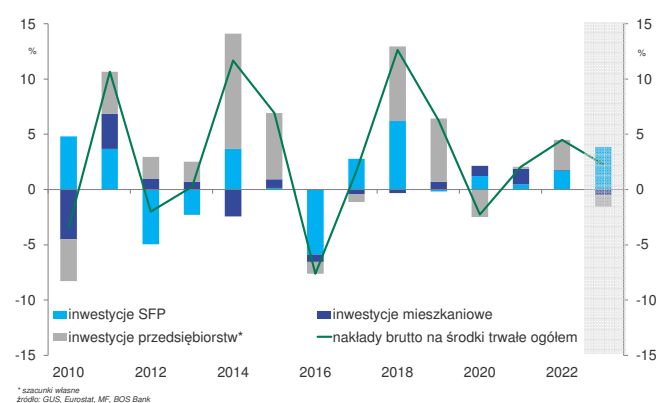
- **W przypadku danych dot. inwestycji nieco trudniej o wytłumaczenie opublikowanych dzisiaj danych** biorąc pod uwagę wciąż bardzo słabe nastroje inwestycyjne firm (potwierdzone w dzisiejszej publikacji NBP raportu dot. sytuacji przedsiębiorstw), słabe wyniki produkcji budowlano-montażowej w IV kw. br. spójne z sygnałami wyraźnego ochłodzenia koniunktury w budownictwie mieszkaniowym, przy ograniczonej poprawie w zakresie publicznych inwestycji infrastrukturalnych.

- Być może pod koniec roku dużo silniej wyniki nakładów ogółem wspierała kumulacja w ostatnim miesiącu wydatków inwestycyjnych na wyposażenie armii, szczególnie że dane GUS dot. rachunków narodowych są w ujęciu memoriałowym (zobowiązania), a nie kasowym. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę, że w zdecydowanym stopniu kumulacja wydatków zbrojeniowych ma pochodzić z importu, relatywnie silne wydają się wyniki eksportu netto. Być może więcej informacji w tej kwestii dostarczą dane dot. handlu zagranicznego w grudniu.

Spadek konsumpcji prywatnej w warunkach dynamicznego spadku realnych dochodów gospodarstw domowych



Zakładamy, że inwestycje SFP w 2023 r. ograniczą skalę spadku dynamiki inwestycji ogółem

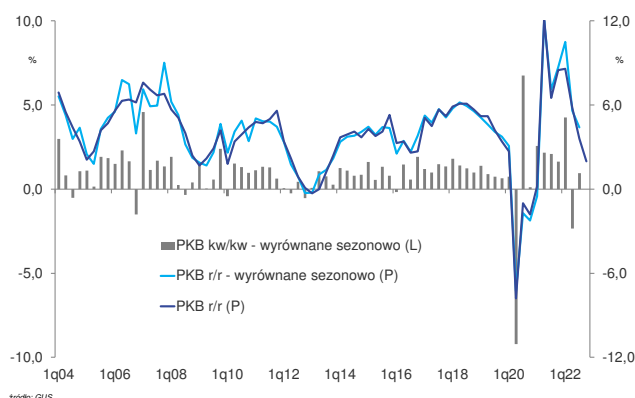


- Drugim wytłumaczeniem mogłaby być kumulacja pod koniec roku inwestycji firm publicznych, w tym inwestycji współfinansowanych ze środków UE (z perspektywy Budżetu 2014-2020), przy generalnie dużo silniejszych nastrojach inwestycji w tej grupie firm wobec podmiotów prywatnych (raport NBP).
- Póki co dane dot. inwestycji firm pozostały relatywnie niezłe, pomimo wyraźnego ochłodzenia koniunktury oraz nastrojów przedsiębiorstw. W naszej ocenie taka sytuacja mogła wynikać z kilku czynników: – zbytniego pesymizmu przedsiębiorstw w trakcie 2022 r. (najpierw z tytułu samego wybuchu wojny, potem z powodu kumulacji w III kw. obaw przed kryzysem energetycznym), – sporej puli środków finansowych UE w ramach Budżetu 2014-2020, w szczególności w przypadku przedsiębiorstw publicznych, – efektu odblokowania globalnych łańcuchów dostaw np. w motoryzacji i tym samym nadrabiania części wydatków inwestycyjnych z pandemii, które nie mogły być realizowane wcześniej. Pomimo tych niezłych danych, biorąc pod uwagę skalę spowolnienia popytu konsumpcyjnego, zakładanego utrzymanie wolniejszego wzrostu popytu zagranicznego oraz biorąc pod uwagę utrzymujący się pesymizm firm w badaniach ankietowych (raport NBP) zakładamy, że w kolejnych kwartałach wyniki inwestycji firm będą sporo słabsze.
- Póki co, nie zmieniamy naszych założeń co do perspektyw inwestycji w 2023 r., w tym: – wyraźnego osłabienia inwestycji prywatnych firm wobec niezłych danych za 2022 r., – utrzymania spadku aktywności w budownictwie mieszkaniowym, – wyraźnego przyspieszenia dynamiki inwestycji publicznych (głównie w zakresie wydatków zbrojeniowych). Szacujemy, że wypadkowa tych tendencji przełoży się na wzrost inwestycji ogółem o ok. 2,5% r/r w 2023 roku.
- Według wynikowych danych w IV kw. spadek kontrybucji zapasów do PKB był ograniczony (kontrybucja ponad 1 pkt. proc.). Wciąż ta kategoria wspiera wyniki PKB, niemniej biorąc pod uwagę skalę kryzysu energetycznego (kumulacja dostaw np. węgla), dynamiczny spadek popytu, wcześniejsze strukturalne dostosowania wzrostu zapasów, te różnice można już uznać za niewielkie. 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. Jednocześnie lepsze wyniki w tej kategorii także w II poł. 2022 r. dodatkowo pogarszają perspektywy wyników PKB w 2023 r. Przy już wyraźnych sygnałach ograniczenia strukturalnych potrzeb wzrostu zapasów, a przede wszystkim w warunkach silnego spowolnienia konsumpcji prywatnej uważamy, że w 2023 r. ta kategoria może już obniżać wyniki PKB ogółem.
- **Jak na skalę spowolnienia popytu krajowego (do ok. 0,5% r/r) w 2023 r. oczekujemy słabej kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB, tj. neutralnego wpływu tej kategorii na zmianę PKB.** Taka prognoza jest wynikiem zakładanego utrzymania wolniejszego tempa wzrostu eksportu. Choć sytuacja w gospodarce globalnej zaskakuje pozytywnie, a skrajne scenariusze kryzysu energetycznego nie spełniły się, wciąż uważamy, że wyniki gospodarcze na świecie w 2023 r. pozostaną słabe (m.in. z tytułu siły zacieśnienia polityki pieniężnej) i wraz z wygasaniem post-pandemicznych korekt, wyniki

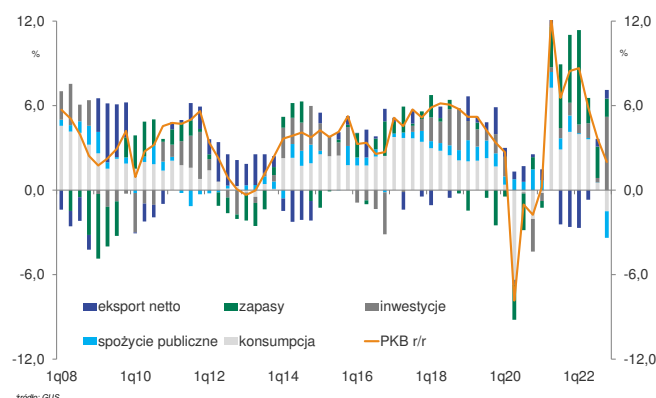
w globalnym handlu w 2023 r. będą relatywnie słabe. Jednocześnie od strony importu, oczekujemy jego ograniczonego spadku, ze względu na zmianę struktury popytu krajowego w kierunku jego wyższej importochłonności. Znaczący wzrost udziału wydatków zbrojeniowych w publicznych inwestycjach będzie ograniczał spadek importu, pomimo generalnego spadku popytu krajowego, w tym ograniczenia zapasów.

- Biorąc pod uwagę powyższe założenia, szacujemy, że w całym 2023 r. dynamika PKB obniży się do ok. 0,7% r/r. Po spadku rocznego PKB w I kw. br. o ok. 1,0% r/r, oczekujemy stopniowego wzrostu PKB w kierunku 2,0% r/r w IV kw.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22
PKB	2,7	-7,8	-1,0	-1,8	0,2	12,2	6,5	8,5	8,6	5,8	3,6	2,0-2,3
popyt krajowy	2,1	-8,8	-2,2	-2,0	-0,6	12,5	9,5	11,8	12,0	6,9	3,1	1,3-1,8
konsumpcja prywatna	0,6	-11,1	-0,3	-4,0	-0,3	13,0	4,9	8,5	6,7	6,4	0,9	(-1,8)-(-1,5)
spożycie publiczne	3,4	4,4	3,3	7,7	3,9	5,8	4,4	5,6	0,3	0,6	0,1	-
nakłady brutto na środki trwałe	10,1	-2,1	-0,4	-9,0	-4,2	2,0	4,1	3,8	4,7	6,6	2,0	5,1-5,3
eksport	2,6	-15,0	1,3	6,6	7,2	32,0	8,0	6,3	4,2	5,2	6,9	-
import	1,5	-17,4	-0,9	6,8	6,4	35,2	13,9	12,8	9,4	6,9	6,0	-
konsumpcja prywatna	0,4	-6,4	-0,2	-2,0	-0,2	7,3	2,9	4,1	4,0	3,6	0,5	-
spożycie publiczne	0,6	0,8	0,6	1,5	0,7	1,1	0,8	1,2	0,1	0,1	0,0	-
nakłady brutto na środki trwałe	1,4	-0,4	-0,1	-2,3	-0,6	0,3	0,7	0,9	0,6	1,0	0,3	-
zapasy	-0,5	-2,5	-2,6	0,9	-0,5	2,9	4,5	4,8	6,7	1,8	2,2	-
eksport netto	0,7	0,5	1,1	0,2	0,8	0,5	-2,4	-2,6	-2,7	-0,7	0,6	-
PKB	0,7	-9,2	6,8	0,1	2,6	2,2	2,1	1,6	4,3	-2,3	1,0	-
konsumpcja prywatna	-0,9	-11,6	11,0	-0,9	2,3	1,1	2,8	1,4	0,8	0,8	-0,7	-
inwestycje	1,2	-7,8	0,5	-0,9	1,6	-0,3	4,2	0,6	1,3	1,6	-0,6	-

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.