

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 listopada 2022

W III kw. mocny wzrost PKB, ale struktura słaba.

• **W III 2022 r. PKB wzrósł w skali roku o 3,6%, wobec 5,8% r/r w II kw.** Wynik ten okazał się nieco wyższy od szacunku *flash* publikowanego przed dwoma tygodniami (3,5%) i wyższy od prognoz sprzed publikacji *flash*, zarówno naszej (2,6% r/r) i mediany prognoz rynkowych (3,0% r/r). W ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wahań sezonowych PKB wzrósł w III kw. o 1,0, po spadku o 2,3% kw/kw w II kw.

		1q22	2q22	3q22	3q22P*
PKB		8,6	5,8	3,6	2,6
popyt krajowy		12,0	6,9	3,1	3,1
konsumpcja prywatna	% r/r	6,7	6,4	0,9	1,8
spożycie publiczne		0,3	0,6	0,1	2,7
inwestycje		4,7	6,6	2,0	2,8
konsumpcja prywatna		4,0	3,6	0,5	1,0
spożycie publiczne		0,1	0,1	0,0	0,5
inwestycje	kontrybucja	0,6	1,0	0,3	0,5
zapasy	pkt. proc.	6,7	1,8	2,2	1,1
eksport netto		-2,7	-0,7	0,6	-0,4
wartość dodana		8,4	5,6	3,3	2,7
przemysł	% r/r	14,0	8,4	6,1	7,5
budownictwo		17,0	5,2	1,0	1,0
handel i naprawy		5,7	5,6	0,1	0,1

Źródło: GUS, BOŚ Bank

*prgnoza sprzed publikacji *flash*

• **Choć sam wynik PKB w III kw. wygląda bardzo dobrze, jak na oczekiwane spowolnienie aktywności, to dokładna struktura przedstawia już zdecydowanie mniej optymistyczny obraz. Na taką możliwość wskazywaliśmy w komentarzu po publikacji *flash* i opublikowane dane potwierdzają, że lepszy wynik PKB wynikał głównie z wyższej kontrybucji zapasów, tj. bardzo zmiennej składowej PKB.**

• Zmiany zapasów w tym roku znacząco podwyższają zmienność PKB, silnie podbijając wzrost gospodarczy nawet o 6,7 pkt. proc. w I kw. br., po czym w II kw. nastąpił skokowy spadek tej kontrybucji do 1,8 pkt. proc. W III kw. oczekiwaliśmy dalszego spadku, wg danych GUS kontrybucja zapasów zwiększyła się natomiast do 2,2 pkt. baz., dodając ponad 1 pkt. proc. do ostatecznego wzrostu PKB.

• Zmienność kategorii zapasów w ostatnich kwartałach to wypadkowa: – strukturalnych zmian wzrostu poziomu zapasów po pandemii po doświadczeniach w zakłóceniach globalnych łańcuchów dostaw, – trudnej sytuacji globalnej na rynku surowców energetycznych w wyniku inwazji Rosji na Ukrainę i potencjalnie wyższej zmienności poziomu zapasów, – cyklicznego efektu ograniczania poziomu zapasów w trakcie 2022 r. w związku z pogorszeniem nastrojów przedsiębiorstw i oczekiwanym spadkiem popytu.

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

- Jakkolwiek zmienność zapasów silnie wpływa na bieżące wskaźniki PKB, w ograniczonym stopniu jako co do zasady nietrwąca kategoria, wpływa na perspektywy aktywności w dłuższej perspektywie. Dla tych perspektyw kluczowe są wyniki popytu konsumpcyjnego, inwestycyjnego oraz zagranicznego.

- W przypadku eksportu, dane okazały się lepsze od naszej prognozy (6,9% r/r wobec 4,9%). Biorąc pod uwagę strukturę wyników produkcji sprzedanej przemysłu w III kw. zakładamy, że w decydującym stopniu ta sytuacja była wynikiem nadrobienia zaległych zamówień dzięki wygasaniu problemów w globalnych łańcuchach dostaw. Biorąc pod uwagę słabe prognozy przedsiębiorstw co do popytu zagranicznego, oczekiwane spowolnienie aktywności globalnej, w tym recesję w strefie euro zakładamy, że dynamika eksportu w kolejnych kwartałach będzie obniżać się.

- Główne kategorie popytu krajowego okazały się słabsze od naszych prognoz, które i tak już były niższe od średnich prognoz rynkowych.

- **W III kw. dynamika konsumpcji gospodarstw domowych obniżyła się do 0,9% r/r z 6,4% w II kw. Skokowy spadek dynamiki spożycia w części jest efektem zmiany baz odniesienia, ale w istotnym stopniu także efektem spadku bieżącej konsumpcji.** W skali kwartału konsumpcja spadła o 0,7% (po wykluczeniu wpływu zmian sezonowych), po wzroście w II kw. o 0,8% kw/kw. Tym samym obniżające się realne dochody gospodarstw domowych i spadek ich siły nabywczej w warunkach słabszych nastrojów już w III kw. silniej przełożyły się na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych.

- **Biorąc pod uwagę, że na przełomie 2022 / 2023 spadek realnych dochodów pogłębi się, oczekujemy także dalszego obniżenia dynamiki spożycia w tym poniżej 0% r/r w I poł. roku oraz do średnio 0,6% w całym 2023 r.**

- **Pomimo niezłych danych dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w III kw., dynamika nakładów brutto na środki trwałe obniżyła się w III kw. z 6,6% r/r do 2,0% r/r.** W istotnym stopniu na niższą dynamikę inwestycji w gospodarce wpłynęło znaczące ograniczenie inwestycji na rynku mieszkaniowym (silny spadek liczby rozpoczynanych budów, zapewne znaczące ograniczenie remontów po pandemicznym boomie). Biorąc jednak pod uwagę strukturę danych dot. produkcji budowlano-montażowej, liczbę mieszkań w budowie (wciąż kończone inwestycje których duża ilość rozpoczęta się w 2021 r.) wydaje się, że silniej od naszych założeń w III kw. obniżyły się wydatki inwestycyjne sektora publicznego.

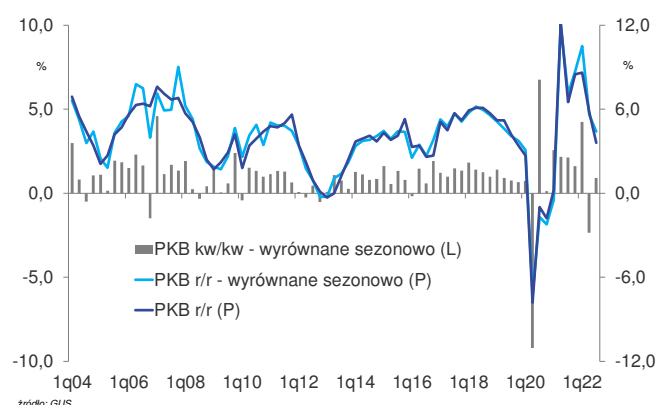
- **O ile słabe nastroje inwestycyjne firm oraz cykl budownictwa deweloperskiego wskazują na spadki inwestycji prywatnych w 2023 r. oczekujemy w przyszłym roku wyraźnego przyspieszenia inwestycji publicznych, w tym przede wszystkim z uwagi na skokowy wzrost planowanych zakupów wyposażenia armii (zaliczanych do inwestycji publicznych). Szacujemy, że w 2023 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe obniży się do 2,1% r/r, wobec 3,5% r/r szacowanych na 2022 r.**

- Jakkolwiek w 2023 r. oczekujemy poprawy wyniku w handlu zagranicznym jako typowego dla polskiej gospodarki efektu silniejszego dostosowania importu wobec eksportu, to w obecnym cyklu spowolnienia ten efekt będzie słabszy w związku ze zmianą struktury inwestycji publicznych. Zakładamy,

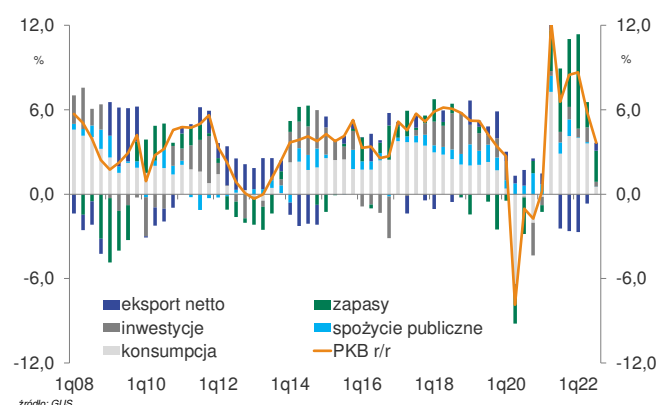
że w 2023 r. te inwestycje silniej będą podbijane wydatkami zbrojeniowymi o wyższej importochłonności względem wydatków infrastrukturalnych, które dotychczas dominowały w inwestycjach publicznych. Szacujemy, że w 2023 r. kontrybucja eksportu netto będzie dodatnia – ok. +0,5 pkt. proc., wobec -0,7 pkt. proc. szacowanych na 2022 r.

• **Biorąc pod uwagę zakładane wyhamowanie popytu zagranicznego, konsumpcyjnego oraz inwestycji prywatnych oczekujemy obniżenia dynamiki PKB w IV kw. w kierunku 2,0% r/r oraz 0,7% w całym 2023 r.** W I kw. oczekujemy ujemnej rocznej dynamiki PKB głównie ze względu na bardzo wysoką bazę odniesienia w kategorii zapasy. Wciąż w najbliższym czasie kategoria zapasów może generować wyższą zmienność wyników PKB w poszczególnych kwartałach.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22
PKB	3,4	2,7	-7,8	-1,0	-1,8	0,2	12,2	6,5	8,5	8,6	5,8	3,6
popyt krajowy	1,5	2,1	-8,8	-2,2	-2,0	-0,6	12,5	9,5	11,8	12,0	6,9	3,1
konsumpcja prywatna	3,3	0,6	-11,1	-0,3	-4,0	-0,3	13,0	4,9	8,5	6,7	6,4	0,9
spożycie publiczne	4,8	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	5,4	10,1	-2,1	-0,4	-9,0	-4,2	2,0	4,1	3,8	4,7	6,6	2,0
eksport	3,5	2,6	-15,0	1,3	6,6	7,2	32,0	8,0	6,3	4,2	5,2	6,9
import	-0,4	1,5	-17,4	-0,9	6,8	6,4	35,2	13,9	12,8	9,4	6,9	6,0
konsumpcja prywatna	1,7	0,4	-6,4	-0,2	-2,0	-0,2	7,3	2,9	4,1	4,0	3,6	0,5
spożycie publiczne	0,9	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	1,4	-0,4	-0,1	-2,3	-0,6	0,3	0,7	0,9	0,6	1,0	0,3
zapasy	-2,5	-0,5	-2,5	-2,6	0,9	-0,5	2,9	4,5	4,8	6,7	1,8	2,2
eksport netto	1,9	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	0,7	-9,2	6,8	0,1	2,6	2,2	2,1	1,6	4,2	-2,4	0,9
konsumpcja prywatna	1,6	-0,9	-11,5	10,8	-0,7	2,4	1,2	1,7	2,2	1,2	1,4	-0,7
inwestycje	4,3	1,2	-7,8	0,5	-0,9	1,6	0,0	3,0	1,5	2,1	2,3	-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.