

KOMENTARZ BIEŻĄCY

31 sierpnia 2022

W II kw. wyraźne obniżenie wzrostu gospodarczego, struktura PKB nieco uspokaja.

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

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

Źródło: GUS

* prognoza sprzed publikacji szacunku *flash*

• Tak jak skala spowolnienia dynamiki rocznej (i spadku PKB w ujęciu zmian kwartalnych) była niepokojąca, tak opublikowana dziś struktura PKB nieco uspokaja. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami powodem słabszego wyniku w II kw. były bowiem wyłącznie zapasy, tj. najbardziej zmienna kategoria, która dynamicznie podbijała wzrost PKB na przełomie 2021 i 2022 r. Na poziomie silniejszym wobec naszych prognoz ukształtował się wzrost konsumpcji gospodarstw domowych i nakładów brutto na środki trwałe.

• W II kw. dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrosła o 6,4% r/r. W ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z wahań sezonowych spożycie gospodarstw domowych wzrosło o 2,1% r/r, nieznacznie powyżej naszego założenia wzrostu o 2,0%. Jakkolwiek ten wynik wygląda bardzo dobrze, po spadku konsumpcji w IV kw. 2021 r. o 1,1% kw/kw i wzroście o 0,9% kw/kw w I kw.br., to należy pamiętać, że w części był on podwyższany przez dodatkowe wydatki obywateli Ukrainy przebywających w Polsce. Nasze szacunki (przy założeniu, że liczba uchodźców kształtowała się w granicach 1,5 – 2,0 mln osób, a miesięczne wydatki wynosiły ok. 50% wydatków przeciętnego rezydenta), wskazują, że z tego tytułu dynamika spożycia gospodarstw domowych była wyższa o ok. 2,0 – 2,2 pkt. proc., co oznacza, że warunki cykliczne implikowałyby dynamikę spożycia na poziomie ok. 0,0% kw/kw. Te słabsze wyniki są spójne z silnym spadkiem realnej dynamiki dochodów gospodarstw domowych (mierzonej przychodami z pracy i świadczeń społecznych) w warunkach dynamicznego wzrostu inflacji CPI w II kw.

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

- Dodatkowe wydatki migrantów będą utrzymywać wyższą wartość konsumpcji prywatnej, ale w kolejnych kwartałach nie będą już podbijać dynamiki wzrostu w ujęciu zmian kwartalnych. Z tego względu, w warunkach dalszego spadku siły nabywczej gospodarstw domowych w II poł. roku oczekujemy stagnacji spożycia gospodarstw domowych, co będzie oznaczało silny spadek rocznej dynamiki wzrostu konsumpcji poniżej 2,0% r/r w II poł. br. oraz poniżej 1% r/r z początkiem 2023 r.
- Podobnie, nie uspokajająco nieźle wyniki dot. nakładów brutto na środki trwałe, które wzrosły w II kw. o 7,1%. Według naszych szacunków w tym okresie, lekko osłabła dynamika inwestycji publicznych (wobec wysokiego poziomu z I kw.), natomiast dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw wskazują na nieźle wyniki inwestycji w tej grupie. Biorąc jednak pod uwagę wyzwania gospodarcze (dynamiczny wzrost kosztów, kryzys energetyczny, słabsze perspektywy popytu) i wyraźnie bardziej pesymistyczne nastroje inwestycyjne firm z I poł. br. zakładamy, że w kolejnych kwartałach inwestycje przedsiębiorstw osłabną. Według naszych prognoz w II poł. 2022 r. i z początkiem 2023 r. silniej powinny rosnąć inwestycje publiczne (w tym infrastrukturalne – gł. szczebla samorządowego oraz zbrojeniowe), które jednak najprawdopodobniej nie „nadrobią” niższych inwestycji prywatnych, w tym coraz silniej słabnących inwestycji na rynku mieszkaniowym. Z tego względu oczekujemy spadku dynamiki nakładów brutto na środki trwałe poniżej 3,0% r/r w II poł. 2022 r. i w I poł. 2023 r.
- Podobnie, nie oczekujemy utrzymania relatywnie mocnej dynamiki wzrostu eksportu, raczej zakładamy, że wraz z wygasaniem w trakcie II kw. problemów w zakresie globalnych łańcuchów dostaw efekty nadrobienia wspierały okresowo wyniki krajowego eksportu. Przy coraz powszechniejszych prognozach recesji gospodarki strefy euro w II kw. oczekujemy stopniowego spadku dynamiki eksportu poniżej do poniżej 2,0% r/r z początkiem 2023 r.
- Przy wysokiej importochłonności krajowego eksportu oczekujemy także systematycznego spadku dynamiki importu, niemniej głównym czynnikiem poprawiającym kontrybucję eksportu netto we wzrost będzie ograniczenie popytu importowego z tytułu ograniczenia kumulacji zapasów. Po tym, jak do I kw. br. dynamicznie rosła wartość zapasów (strukturalna zmiana zwiększania skali zapasów po pandemii, w której uwidoczniły się negatywne aspekty polityki redukcji poziomu zapasów, jak również wzmożony popyt na surowce), w II kw. ten proces wyraźnie wyhamował. Biorąc pod uwagę zakończenie strukturalnego cyklu budowy zapasów, jak również negatywne efekty cykliczne (notowane i oczekiwane osłabienie popytu) oczekujemy dalszego spadku kontrybucji zapasów, która na przełomie 2022 i 2023 r. może być ujemna.
- Niższy wzrost importu i poprawa wyniku w handlu zagranicznym nie zrekompensuje silnych dostosowań po stronie eksportu, spożycia gospodarstw domowych i inwestycji, stąd od III kw. oczekujemy silnego spadku dynamiki PKB. Ponadto, większy udział inwestycji zbrojeniowych w wydatkach publicznych powoduje także, że inwestycje SFP będą dużo bardziej importochłonne niż dotychczas (kiedy dominowały inwestycje infrastrukturalne).
- Szczególnie negatywnie na perspektywy krajowej gospodarki wpływa obecny kryzys na rynku surowców energetycznych – gazu i węgla, który będzie

działał zarówno bezpośrednio (gwałtowny wzrost kosztów) oraz pośrednio (silniejsze spowolnienie popytu zagranicznego w strefie euro dotkniętych silniej kryzysem gazowym, jak np. Niemcy). W tej kwestii istotnym czynnikiem wpływającym na prognozy aktywności jest skala eksportu gazu do Europy z Rosji po tym, jak od czerwca systematycznie zmniejsza się skala eksportu gazu do krajów europejskich (głównie ograniczenie przepustowości przesyłu gazu przez Nordsream 1 do 0% – 20% maksymalnej przepustowości).

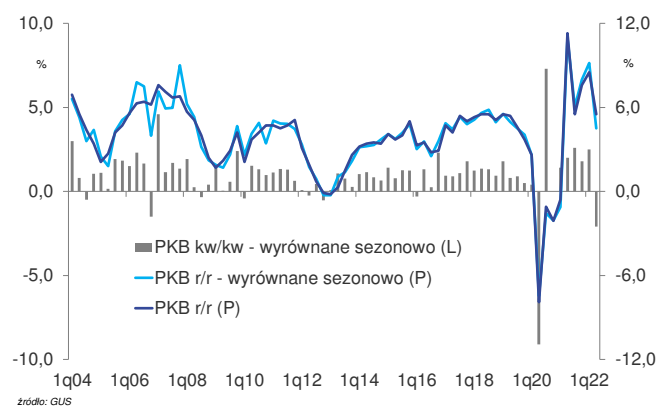
• Przy założeniu utrzymania bieżącej skali eksportu gazu z Rosji do UE, standardowych warunków atmosferycznych zimą, oczekujemy dalszego obniżenia dynamiki PKB w II poł. roku w kierunku 1,5% – 2,0% r/r oraz w kierunku 0,0% r/r z początkiem 2023 r.

• Zakładamy, że czynnikiem ograniczającym skalę obniżenia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach będzie: – korzystna sytuacja finansowa firm u progu spowolnienia gospodarki, – zmniejszenie ograniczeń podaży w globalnym handlu i spadek cen wielu surowców (zakładając, że nie dojdzie do eskalacji ryzyka geopolitycznego w rejonie Indo-Pacyfiku), – bardzo korzystna bieżąca sytuacja na rynku pracy (historycznie niskie poziomy bezrobocia), – silniejszy wzrost wydatków publicznych, w tym wydatków inwestycyjnych.

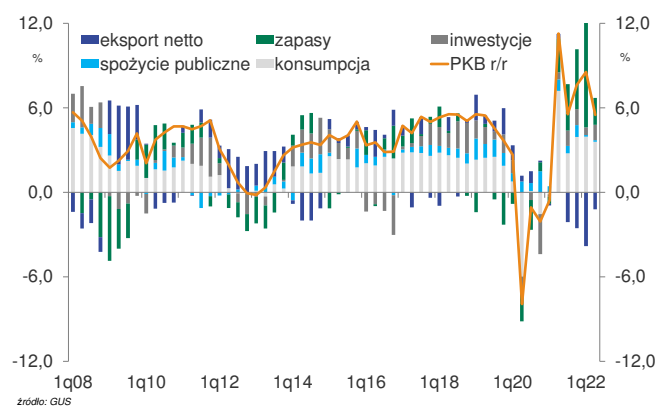
• Jednocześnie prognoza zwiększenia kontrybucji wydatków inwestycyjnych w PKB w nadchodzących kwartałach jest obciążona ryzykiem, po pierwsze ze względu na opóźnienia wydatkowania środków w ramach KPO, a po drugie ze względu na odmienną – wobec lat minionych – strukturę wydatków publicznych. Obecnie większą część wydatków publicznych będą stanowiły wydatki na obronność, z których część będzie pochodziła z importu, co będzie obniżać pozytywny wpływ tego wydatku na PKB. W przeszłości, gdy te wydatki koncentrowały się na mało importochłonnych inwestycjach infrastrukturalnych, ich wpływ na wyniki PKB był silniejszy.

• Biorąc pod uwagę powyższe oraz wciąż podwyższone ryzyko sytuacji geopolitycznej i sytuacji energetycznej w Europie, oceniamy, że bilans ryzyka dla naszej prognozy spowolnienia dynamiki PKB do 1,7% r/r w 2023 r. z 4,2% r/r w bieżącym roku wskazuje na przeważające ryzyko wyraźniejszego obniżenia aktywności.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaznik	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22
PKB	4,6	3,7	2,6	-7,9	-1,1	-2,1	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	5,5
popyt krajowy	3,9	1,8	1,7	-8,8	-2,0	-2,3	-0,5	11,8	8,2	10,9	13,2	7,2
konsumpcja prywatna	4,2	3,7	1,2	-10,5	0,2	-3,1	-0,2	13,0	4,7	8,0	6,6	6,4
spożycie publiczne	% r/r	7,1	4,8	3,4	4,4	3,3	7,8	2,4	4,2	2,8	4,0	0,8
nakłady brutto na środki trwałe	3,3	5,2	7,1	-4,8	-3,2	-11,4	-1,3	3,0	6,6	5,2	4,3	7,1
eksport	5,4	3,1	3,2	-13,5	2,2	7,8	7,4	29,8	7,3	6,1	2,0	5,2
import	4,2	-0,5	1,5	-15,7	0,8	8,5	8,6	33,8	12,5	12,2	8,8	7,8
konsumpcja prywatna	2,5	1,9	0,8	-6,0	0,1	-1,5	-0,2	7,2	2,8	3,9	3,9	3,6
spożycie publiczne	1,2	0,9	0,6	0,8	0,6	1,5	0,4	0,8	0,5	0,8	0,1	0,1
nakłady brutto na środki trwałe	0,6	1,3	0,9	-0,8	-0,6	-2,8	-0,2	0,5	1,1	1,1	0,6	1,1
zapasy	-0,5	-2,3	-0,8	-2,4	-2,1	0,6	-0,5	2,4	3,3	4,3	7,8	1,9
eksport netto	0,8	1,9	1,1	0,4	0,8	0,1	-0,1	0,4	-2,1	-2,5	-3,8	-1,2
PKB	% kw/kw	0,9	0,5	0,4	-9,1	7,3	0,0	1,4	2,0	2,6	1,8	2,5
konsumpcja prywatna	wyrównane	0,9	0,3	-1,5	-9,6	12,6	-3,7	1,8	2,8	4,1	-1,1	0,9
inwestycje	sezonowo	-0,1	4,1	1,2	-10,9	1,1	-0,6	11,8	-8,3	2,2	1,3	11,1
												-6,8

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.