

# Komentarz ekonomiczny

## Konsumpcja wyhamowała PKB

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Wzrost PKB w IV kwartale 2022 spowolnił do 2,0% r/r, potwierdzając wstępny szacunek. Po korekcie sezonowej PKB spadł o 2,4% kw/kw. Struktura wzrostu PKB była bardzo zbliżona do naszych wyliczeń, opartych na wcześniej opublikowanych wstępnych danych za cały rok: konsumpcja prywatna skurczyła się w ostatnim kwartale o -1,5% r/r, inwestycje w środki trwałe wzrosły o 4,9% r/r, zapasy dodały 1,1pp do wzrostu PKB, eksport netto dodał 0,9pp. Taka struktura wzrostu gospodarczego, gdyby się utrzymała, powinna być dość sprzyjającą dla dezinflacji. W dalszej części br. spodziewamy się jednak stopniowej odbudowy popytu konsumpcyjnego i pogorszenia w inwestycjach.

Nadal oczekujemy, że wzrost PKB (r/r) spadnie w I kwartale poniżej zera, a następnie w kolejnych kwartałach będzie się powoli odbudowywał, osiągając średnio nieco poniżej 1% r/r w 2023 r.

Wzrost PKB w IV kwartale 2022 spowolnił do 2,0% r/r, potwierdzając wstępny szacunek. Po korekcie sezonowej PKB spadł o 2,4% kw/kw. Struktura wzrostu PKB była bardzo zbliżona do naszych wyliczeń, opartych na wcześniej opublikowanych wstępnych danych za cały rok: konsumpcja prywatna spadła w ostatnim kwartale o -1,5% r/r, inwestycje w środki trwałe wzrosły o 4,9% r/r, zapasy dodały 1,1pp do wzrostu PKB, eksport netto dodał 0,9pp. Te dane nie są szczególnie zaskakujące, więc nie powinny znacząco zmienić spojrzenia na perspektywę gospodarcze.

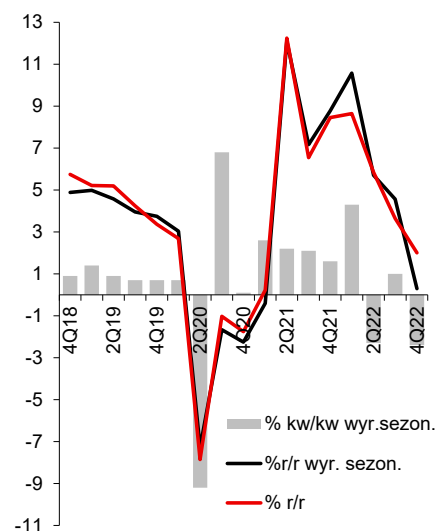
### Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2021	2022	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	6.8	4.9	8.5	8.6	5.8	3.6	2.0
Popyt krajowy	8.4	5.5	11.8	12.0	6.9	3.1	1.1
Spożycie ogółem	5.9	2.1	7.7	5.1	4.8	0.7	-1.5
Spożycie indywidualne	6.3	3.0	8.5	6.7	6.4	0.9	-1.5
Spożycie publiczne	5.0	-0.3	5.6	0.3	0.6	0.1	1.1
Akumulacja brutto	18.1	16.8	23.7	45.1	15.1	11.4	8.0
Nakłady brutto na środki trwałe	2.1	4.6	3.8	4.7	6.6	2.0	4.9
Zmiana zapasów *	3.0	2.8	4.8	6.6	1.8	2.2	1.1
Eksport netto *	-1.0	-0.4	-2.7	-2.5	-0.6	0.6	0.9

\* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.),  
Źródło: GUS, Santander

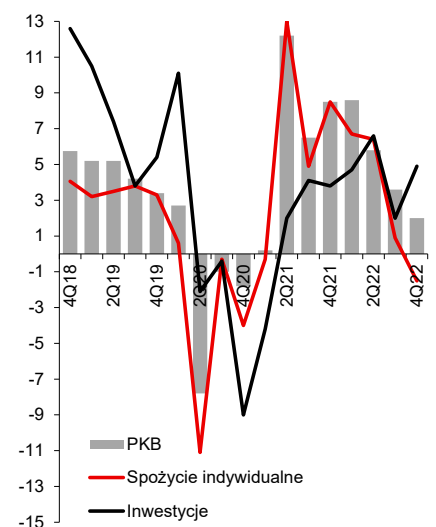
Na uwagę zasługuje bardzo słaby wynik popytu konsumpcyjnego: konsumpcja prywatna skurczyła się o 2,5% kw/kw w ujęciu odsezonowanym, co jest największym spadkiem w historii dostępnych danych z wyjątkiem II kwartału 2022 dotkniętego przez pandemię Covid-19, a także drugim kwartałem spadku z rządu (po -0,7% kw/kw w III kw.). W tym samym czasie wartość dodana brutto w handlu i naprawach spowolniła z 0,1% do -2,5% r/r i załamała się aż o -5,4% kw/kw po korekcie sezonowej (to również drugi największy spadek w historii). Choć mamy pewne wątpliwości co do wiarygodności danych wyrównanych sezonowo (istnieje spore prawdopodobieństwo, że po jakimś czasie dane zostaną istotnie zrewidowane wstecznie, podobnie jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach), to trudno zaprzeczyć, że popyt konsumpcyjny pod koniec 2022 r. mocno wyhamował. Może to w pewnym stopniu tłumaczyć, dlaczego pod koniec roku wciąż trwał wyraźny wzrost zapasów. Uważamy, że słabość konsumpcji utrzyma się jeszcze na początku 2023 r., jednak w dalszej części roku konsumpcja powinna zacząć się odbudowywać. Obawy o nadchodzącą zimę i potencjalne braki energii minęły, podobnie jak obawy o dalsze podwyżki stóp, konsumenci w pewnym stopniu się zdelewarowali (nadpłacając kredyty) i mogą być już do tego mniej skłonni w kolejnych miesiącach, a dodatkowo erozja realnej dynamiki wynagrodzeń powinna wkrótce zacząć się odwracać.

### Wzrost PKB



Źródło: GUS, Santander

### Wzrost PKB i składowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

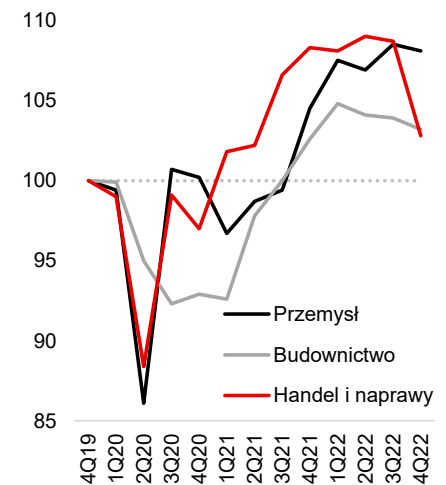
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
Piotr Bielski 691 393 119  
Jarosław Kosaty 887 842 480  
Marcin Luźniński 510 027 662  
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Inwestycje w środki trwałe radziły sobie zaskakująco dobrze w IV kwartale 2022, chociaż nie wiemy dokładnie jaką rolę odegrały w tym wydatki rozwojowe firm, a jaką wydatki rządowe na obronność. Spodziewamy się wyraźnego spowolnienia wzrostu inwestycji w kolejnych kwartałach, m.in. za sprawą pogorszenia warunków i dostępności finansowania oraz przedłużającego się opóźnienia w odblokowaniu funduszy unijnych.

Wartość dodana brutto w polskiej gospodarce spadła kw/kw w IV kw. 2022 r. o 2,4%, co jest najgorszym wynikiem od II kw. 2020 r., kiedy rozpoczęła się pandemia. Oznacza to jej dalsze spowolnienie w ujęciu r/r, do 2,4% z 3,3% w III kw. i 8,4% w I kw. 2022 r. Co ważne, nastąpił duży spadek wartości dodanej dostarczonej przez sektor handlu i napraw, -5,4% kw/kw, mimo że poprzedni kwartał również wykazał spadek, o 0,3%. Przesunęło to wzrost r/r tego sektora do -2,5% z 0,1%. Sektor budowlany wykazał trzecią z rzędu ujemną dynamikę kw/kw wartości dodanej, ale jak dotąd pogorszenie było w sumie dość niewielkie (IV kw. był tylko około 1,6% poniżej szczytu z I kw. 2022 r.). Przemysł również był stosunkowo odporny, spadając zaledwie o 0,4% kw/kw w ujęciu wartości dodanej. To wystarczyło, aby udział przemysłu w całkowitej wartości dodanej osiągnął najwyższy poziom w historii (27,8%). Sektory informacji i komunikacji oraz finansów i ubezpieczeń jako jedyne wykazały wzrost wartości dodanej kw/kw po korekcie sezonowej.

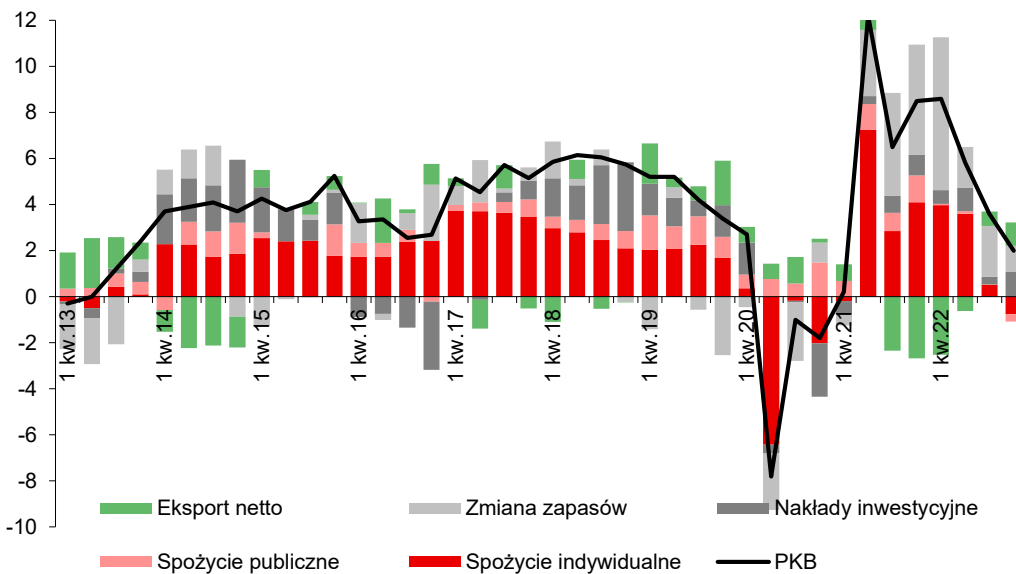
Nadal oczekujemy, że wzrost PKB (r/r) spadnie w I kwartale poniżej zera, a następnie w kolejnych kwartałach będzie się powoli odbudowywał, osiągając średnio nieco poniżej 1% r/r w 2023 r.

Wartość dodana brutto w wybranych sektorach, 4Q19=100



Źródło: GUS, Santander

### Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl