

KOMENTARZ BIEŻĄCY

2 czerwca 2025

W I kw. nieco słabsza konsumpcja, dużo mocniejsze inwestycje

- Według ostatecznego szacunku I kw. 2025 r. PKB wzrósł o 3,2% r/r, zgodnie z szacunkiem *flash*, wobec wzrostu o 3,4% w IV kw. 2024 r. PKB po korekcie o sezonowość wzrósł o 0,7% kw/kw, po wzroście o 1,4% w IV kw. 2024 r.

	2q24	3q24	4q24	1q25	1q25P*
PKB	3,2	2,8	3,4	3,2	3,2
popyt krajowy	4,9	4,6	5,3	4,6	6,0
konsumpcja prywatna	4,5	0,2	3,5	2,5	2,8
spożycie publiczne	11,3	5,2	7,6	2,0	3,5
inwestycje	3,9	-4,3	-6,9	6,3	-0,6
konsumpcja prywatna	2,6	0,1	1,7	1,6	1,7
spożycie publiczne	2,1	1,0	1,6	0,4	0,7
inwestycje	0,6	-0,7	-1,7	0,8	-0,1
zapasy	-0,8	4,1	3,4	1,5	3,3
eksport netto	-1,4	-0,6	-0,1	-1,2	-2,4
wartość dodana	2,2	2,3	2,5	2,2	2,9
przemysł	0,7	1,2	1,7	1,0	2,0
budownictwo	-6,3	-3,0	-7,8	0,8	-0,5
handel i naprawy	4,1	-1,2	2,8	1,7	1,1

Źródło: GUS, BOŚ Bank

*prognoza sprzed publikacji flash

- W dzisiejszej publikacji najistotniejsze są informacje dot. struktury PKB, w szczególności **zaskakujące dynamiczny wzrost inwestycji, które wg danych GUS wyniosły w I kw. aż 6,3% r/r**. Biorąc pod uwagę efekty bazy (głównie w budownictwie) oczekiwaliśmy z początkiem roku wyraźnej poprawy dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, niemniej w postaci powrotu w okolice zera, niż tak wyraźnego wzrostu. Te wyniki szczególnie zaskakują w kontekście opublikowanych już wcześniej danych GUS dot. nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach (zatrudniających 50 pracowników lub więcej), które wskazały „jedynie” na ograniczenie skali spadku nakładów na inwestycje.

- Taki wynik prawdopodobnie oznacza silne odbicie inwestycji sektora finansów publicznych. Biorąc pod uwagę słabe wyniki budownictwa (w tym w firmach specjalizujących się w budownictwie infrastrukturalnych), dane dot. realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE wskazujące na bardzo powolny proces „rozkręcania się” nowych inwestycji także silniejsze ożywienie inwestycji publicznych zaskakuje. Być może na ten wynik silniej wpłynęła kumulacja wydatków zbrojeniowych, być może także pozostające w większym stopniu pod wpływem efektów metodologicznych tj. memoriałowego podejścia w rachunkach narodowych. Warto bowiem pamiętać, że całkiem niedawno GUS skorygował znacząco w dół szacunek inwestycji w IV kw. ub.r. (o ponad 8 pkt. proc. w dół), więc odbicie inwestycji w I kw. może być odreagowaniem tego spadku z końca 2024 r.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
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

- Zapewne dopiero dokładniejsze dane nt. struktury inwestycji oraz dane ze sfery realnej z kolejnych miesięcy II kw. dadzą więcej informacji co do trwałości i siły odbicia inwestycji.

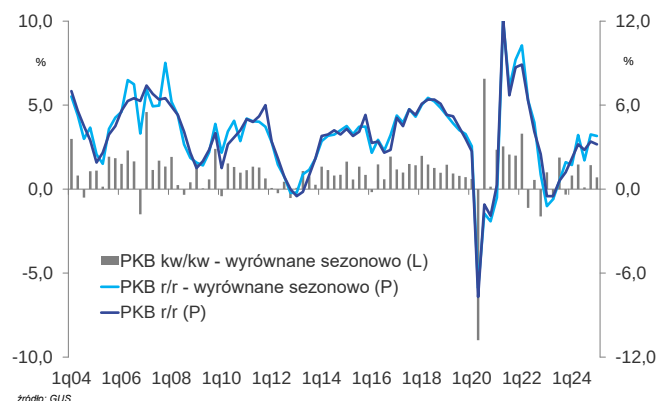
- **Blizsze oczekiwaniom okazały się wyniki spożycia gospodarstw domowych w postaci obniżenia dynamiki wzrostu do 2,5% r/r.** Generalnie wolniejszy wzrost konsumpcji prywatnej wynikał z istotnego obniżenia na początku br. realnej dynamiki dochodów gospodarstw domowych w warunkach jednocześnie spadku nominalnej dynamiki dochodów (dynamika płac, niższa waloryzacja świadczeń społecznych), przy okresowym wzroście inflacji. Zakładając, że sytuacja na rynku pracy nie pogorszy się istotnie, coraz bardziej prawdopodobny scenariusz skokowego spadku inflacji CPI w II poł. roku pozwala natomiast oczekiwać lekkiego odbicia dynamiki spożycia gospodarstw domowych bliżej poziomowi 3,0% r/r w II poł. br.

- Z kolei jako trwałe oceniamy skokowe obniżenie dynamiki spożycia publicznego. Wyraźnie niższe podwyżki płac w sektorze publicznym, które zgodnie z metodyką rachunków narodowych wpływają na wartość szacunku spożycia usług publicznych, przekładają się na wyraźnie niższe tempo wzrostu tej kategorii w br., po jej dynamicznym wzroście w ub.r.

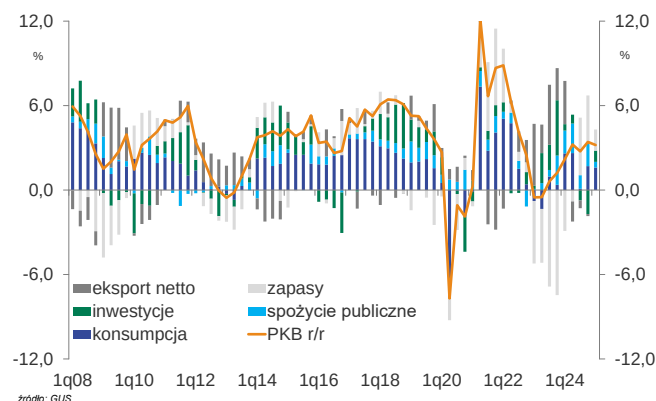
- Zgodnie z oczekiwaniami skala odbicia eksportu w I kw. br. była ograniczona, pomimo generalnego ożywienia aktywności w globalnym handlu (zapewne efektu wyprzedzającego wzrost ceł importowych w USA). Biorąc pod uwagę dotychczasowy rozwój polityki handlowej USA podtrzymujemy naszą prognozę, że wzrost protekcjonizmu, a przede wszystkim wzrost niepewności dot. sytuacji w globalnym handlu będą ograniczały skalę cyklicznego ożywienia popytu zagranicznego (m.in. w warunkach luzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz ograniczenia procesu likwidacji zapasów). W bazowym scenariuszu oczekujemy umiarkowanej skali spowolnienia aktywności w USA oraz „jedynie” zahamowania dynamiki odbicia gospodarki niemieckiej, co powinno pozwolić na lekką poprawę wyników sprzedaży zagranicznej w kwartałach kolejnych. Nadal zakładamy, że potencjał do przyspieszenia wydatków zbrojeniowych w Europie, w tym poluzowania fiskalnego w Niemczech będzie wspierał krajowy przemysł i eksport, niemniej najwcześniej w 2026 r.

- **Rozstrzygnięcia w polityce handlowej USA pozostają kluczowe dla średnioterminowych prognoz wzrostu PKB. W bazowym scenariuszu utrzymania w dłuższym horyzoncie bieżących poziomów ceł i braku eskalacji globalnej wojny handlowej oczekujemy w 2025 r. nieznacznego przyspieszenia dynamiki PKB do 3,2% z 2,9% w ub.r.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik		2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25
PKB		6,3	4,1	2,5	-0,5	-0,5	0,6	1,2	2,2	3,2	2,8	3,4	3,2
popyt krajowy		6,3	2,7	0,9	-5,0	-2,6	-3,7	-1,1	1,9	4,9	4,6	5,3	4,6
konsumpcja prywatna		8,3	2,6	0,8	-1,3	-2,2	1,6	0,7	4,3	4,5	0,2	3,5	2,5
spożycie publiczne	% r/r	4,1	3,2	-5,8	0,5	2,7	2,6	11,0	9,2	11,3	5,2	7,6	2,0
nakłady brutto na środki trwałe		-1,5	-1,2	4,0	1,7	14,9	11,3	17,7	3,6	3,9	-4,3	-6,9	6,3
eksport		8,4	10,6	4,5	6,3	-0,2	5,0	3,9	3,3	4,5	0,0	0,2	1,1
import		8,7	8,2	1,6	-0,7	-3,4	-1,9	0,0	2,9	7,6	3,1	3,5	3,5
konsumpcja prywatna		4,7	1,5	0,4	-0,8	-1,3	1,0	0,4	2,6	2,6	0,1	1,7	1,6
spożycie publiczne		0,8	0,6	-1,2	0,1	0,5	0,5	2,1	1,6	2,1	1,0	1,6	0,4
nakłady brutto na środki trwałe	kontrybucja	-0,2	-0,2	0,9	0,2	2,1	1,8	3,9	0,5	0,6	-0,7	-1,7	0,8
zapasy	pkt. proc.	0,6	0,6	0,7	-4,4	-3,8	-6,9	-7,5	-2,9	-0,8	4,1	3,4	1,5
eksport netto		0,2	1,5	1,6	4,4	2,0	4,3	2,3	3,1	-1,4	-0,6	-0,1	-1,1
PKB	% kw/kw	-1,1	0,5	-1,6	1,0	-0,6	1,9	-0,3	0,8	1,5	0,1	1,4	0,7
konsumpcja prywatna	wyrównane	1,1	-1,8	-0,4	-0,7	0,4	2,7	-1,1	1,7	0,7	-0,4	1,3	0,7
inwestycje	sezonowo	-2,6	1,7	0,4	4,6	3,5	3,0	3,8	-5,0	1,6	-1,6	0,1	4,0
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.