

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

14 listopada 2024

## W III kw. br. osłabienie dynamiki PKB do 2,7% r/r.

• Według szacunku *flash* w III kw. PKB wzrósł o 2,7% r/r wobec wzrostu o 3,2% w II kw. Opublikowane dane ukształtowały się pomiędzy naszą prognozą (2,4%) a medianą prognoz rynkowych (2,9% r/r). PKB po korekcie o sezonowość obniżył się o 0,2% kw/kw, wobec wzrostu o 1,5% w II kw.

		3q23	4q23	1q24	3q24	3q24P*
<b>PKB</b>		<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>
popyt krajowy		-1,3	2,3	4,8	-	3,8
konsumpcja prywatna	% r/r	0,6	4,4	4,6	-	3,0
spożycie publiczne		9,8	9,4	11,5	-	8,5
inwestycje		17,6	1,9	3,2	-	-0,8
konsumpcja prywatna		0,3	2,7	2,6	-	1,8
spożycie publiczne		1,9	1,6	2,1	-	1,6
inwestycje	kontrybucja	3,9	0,2	0,5	-	-0,1
zapasy	pkt. proc.	-7,3	-2,4	-0,8	-	0,4
eksport netto		2,3	0,0	-1,3	-	-1,2
wartość dodana		1,8	1,8	2,2	-	1,5
przemysł		1,5	0,2	0,8	-	0,6
budownictwo	% r/r	2,6	-10,9	-6,2	-	-5,5
handel i naprawy		3,2	4,4	4,1	-	-1,0

Źródła: GUS, BOŚ Bank

\*prognoza sprzed publikacji flash

- W zapowiedzi do publikacji PKB wskazaliśmy na podwyższone ryzyko interpretacji danych dot. sprzedaży detalicznej za III kw. i ich wpływu na PKB (dane z rachunków narodowych). W tej zapowiedzi wskazywaliśmy na ryzyko wyższego (wobec naszej prognozy bazowej) szacunku PKB w okolicach 2,8% r/r.
- Biorąc pod uwagę powyższe, **zakładamy, że powodem wyższego od naszej prognozy wyniku dynamiki PKB w III kw. był wyższy wynik konsumpcji prywatnej (wzrost rządu 3,3% - 3,5% r/r, wobec naszej prognozy 3,0% r/r), przy mniejszym negatywnym wpływie słabszego wyniku sprzedaży detalicznej na konsumpcję oraz wartość dodaną w handlu.**
- Ostateczną weryfikacją słuszności powyższej tezy będzie publikacja pełnych danych dot. PKB w III kw. (zaplanowana na 29.11) tj. danych z uwzględnieniem struktury oraz wskaźników wartości dodanej w poszczególnych sektorach gospodarki. Do tego momentu zakładamy, że powodem osłabienia dynamiki PKB w III kw. było spowolnienie dynamiki spożycia gospodarstw domowych (choć w nieco mniejszej skali wobec dotychczasowej prognozy) oraz ujemna dynamika wzrostu nakładów brutto na środki trwałe.
- W przypadku konsumpcji prywatnej, zakładamy, że wyraźne obniżenie dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych w połowie br. (przy lekkim spadku dynamiki dochodów nominalnych oraz wyższej inflacji CPI), konieczność odbudowy oszczędności oraz słabsza sytuacja na krajowym rynku pracy skutkują niższą dynamiką spożycia gospodarstw domowych. Te efekty przekładają się na obniżenie dynamiki konsumpcji, po jej silnym wzroście w I poł. br. o 4,5%. Jednocześnie, choć dynamika dochodów realnych jest obecnie niższa niż w I poł. roku, to obniżyła się z bardzo wysokiego poziomu

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

i pozostaje powyżej długookresowej średniej. Z tego względu zakładamy, że skala spowolnienia dynamiki konsumpcji będzie ograniczona. W IV kw. oczekujemy nawet okresowego jej wzrostu (efekty bazy), po czym w trakcie 2025 r. powinna stabilizować się w okolicach 3,0% r/r.

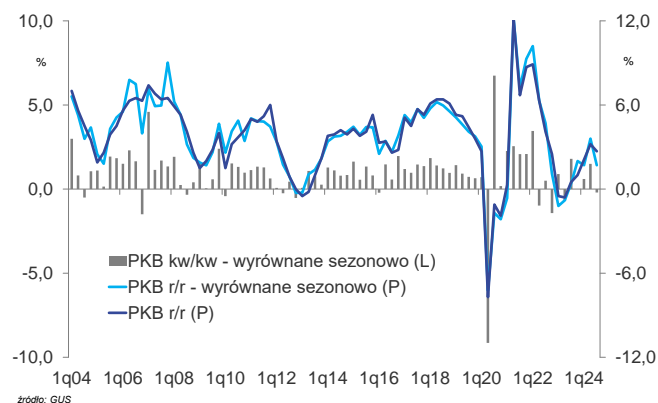
- Na podstawie danych dot. produkcji budowlano-montażowej w III kw., założeń dot. wciąż ograniczonej skali projektów współfinansowanych ze środków UE oraz słabych nastrojów inwestycyjnych firm w połowie roku, zakładamy, że w tym okresie dynamika inwestycji osłabła do lekko ujemnego poziomu. W krótkim okresie te same efekty będą ograniczały potencjał do wzrostu dynamiki inwestycji, przy dotychczas niewielkiej skali poprawy nastrojów inwestycyjnych firm (Szybki Monitoring NBP). Kwestie cykliczne będą w 2025 r. sprzyjały relatywnie niewielkiej poprawie tej dynamiki, jednocześnie w trakcie roku możliwe jest silniejsze przyspieszenie nakładów brutto na środki trwałe przy założeniu: - rosnącej skali projektów współfinansowanych ze środków UE, - powiązanego z tym ponownego przyspieszenia wydatków inwestycyjnych SFP oraz spółek publicznych, w tym w ramach inwestycji w sektorze energetycznym, - umiarkowanej poprawy nastrojów inwestycyjnych w grupie firm prywatnych.

- Poza kwestią uruchomienia projektów energetycznych, w tym współfinansowanych ze środków UE, kluczowa dla poprawy nastrojów inwestycyjnych firm jest materializacja scenariusza ograniczonego wpływu zmian w globalnej polityce handlowej na gospodarkę europejską. W bazowym scenariuszu zakładamy, że nowa administracja w USA silniej w krótkim okresie skupi się na relacjach handlowych z Chinami. Choć sam ten efekt, jak również sama niepewność dot. relacji handlowych USA – UE wpłyną negatywnie na prognozy wzrostu PKB w strefie euro (popyt zagraniczny, nastroje inwestycyjne), to zakładamy, że skala tego wpływu będzie ograniczona. W bazowym scenariuszu oczekujemy tylko minimalnego przyspieszenia dynamiki PKB w strefie euro w 2025 r. wobec 2024 r., nie oczekujemy jednak jej silniejszego pogorszenia. W scenariuszu alternatywnym, silniejszych negatywnych konsekwencji zmian w polityce handlowej USA dla UE, wzrosłoby ryzyko stagnacji / recesji w regionie, co miałyby także negatywne konsekwencje dla gospodarki polskiej.

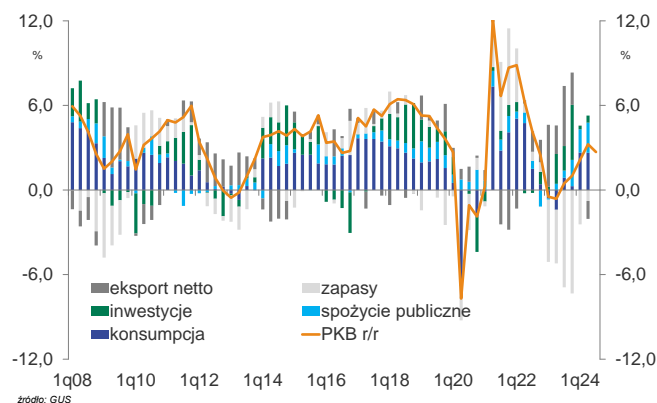
- **Przy założeniu scenariusza bazowego otoczenia zewnętrznego oczekujemy nieznacznej poprawy eksportu oraz nakładów inwestycyjnych firm prywatnych oraz ograniczonej skali dostosowań na rynku pracy. Dodatkowo przy założeniu zwiększenia skali nakładów inwestycyjnych w ramach inwestycji związanych ze zmianami rynku energii, oczekujemy wzrostu PKB w kierunku 3,5% r/r w II poł. 2025 r. pomimo słabnącej dynamiki spożycia gospodarstw domowych.**

- **Jednocześnie globalna sytuacja gospodarcza pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka. Jakkolwiek sygnalizowana przez nas niepewność cyklu koniunkturalnego, w tym w sektorze przemysłowym, w III kw. nieco obniżyła się, to potencjalne istotne zmiany polityki gospodarczej w USA przekładają się na dużo wyższą niepewność, zarówno co do samych decyzji (tempa i skali wprowadzanych zmian) jak i ich wpływu na aktywność gospodarki globalnej oraz poszczególnych regionów.**

### Dynamika PKB



### PKB i kontrybucja we wzrost składowych



wskaźnik	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24
<b>PKB</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>6,3</b>	<b>4,1</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>
popyt krajowy	12,2	10,7	6,3	2,7	0,9	-4,9	-2,7	-3,8	-1,3	2,3	4,8	-
konsumpcja prywatna	8,4	8,5	8,3	2,6	0,8	-1,0	-2,3	1,5	0,6	4,4	4,6	-
spożycie publiczne	5,7	2,8	4,1	3,2	-5,8	-0,5	2,4	2,8	9,8	9,4	11,5	-
nakłady brutto na środki trwałe	3,3	5,3	-1,5	-1,2	4,0	1,8	14,8	11,0	17,6	1,9	3,2	-
eksport	6,0	6,4	8,4	10,6	4,5	6,3	-0,2	5,0	3,9	2,1	2,9	-
import	12,8	9,4	8,7	8,2	1,6	-0,7	-3,4	-1,9	0,0	2,3	5,7	-
konsumpcja prywatna	4,1	5,1	4,7	1,5	0,4	-0,6	-1,4	0,9	0,3	2,7	2,6	-
spożycie publiczne	1,2	0,5	0,8	0,6	-1,2	-0,1	0,4	0,5	1,9	1,6	2,1	-
nakłady brutto na środki trwałe	0,8	0,7	-0,2	-0,2	0,9	0,2	2,1	1,7	3,9	0,2	0,5	-
zapasy	5,4	3,8	0,6	0,6	0,7	-4,4	-3,8	-6,9	-7,3	-2,4	-0,8	-
eksport netto	-2,8	-1,3	0,2	1,5	1,6	4,4	2,0	4,3	2,3	0,0	-1,3	-
PKB	2,1	3,5	-1,0	0,5	-1,4	0,9	-0,7	1,8	0,0	0,6	1,5	-0,2
konsumpcja prywatna	1,8	2,3	1,2	-1,9	-0,2	-1,3	0,4	2,2	-0,6	2,1	0,7	-
inwestycje	0,1	1,4	-1,5	2,2	0,7	6,6	2,0	0,8	3,2	-2,7	2,5	-

**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.