

KOMENTARZ BIEŻĄCY

28 listopada 2024

W III kw. osłabienie dynamiki PKB do 2,7% r/r, struktura dużym zaskoczeniem.

- Według wstępnego szacunku w III kw. PKB wzrósł o 2,7% r/r wobec wzrostu o 3,2% w II kw. Tym samym GUS nie zmienił szacunku *flash* dynamiki PKB publikowane przed dwoma tygodniami.

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

Źródło: GUS, BOŚ Bank

*prognoza sprzed publikacji flash

- Jak wskazywaliśmy w komentarzu po publikacji szacunku *flash* spowolnienie dynamiki PKB w III kw. nie było zaskoczeniem biorąc pod uwagę publikowane miesięczne dane, a nawet wskazywaliśmy na ryzyko silniejszego spadku dynamiki PKB z uwagi na ryzyko da prognoz spożycia gospodarstw domowych.

- Natomiast dużym zaskoczeniem jest opublikowana dzisiaj struktura tworzenia PKB w III kw., tj. bardzo silne spowolnienie dynamiki konsumpcji oraz wysoki wzrost kontrybucji zapasów we wzrost PKB. Tak jak kontrybucja konsumpcji zaskoczyła bardzo negatywnie (kontrybucja niższa o 2,4 pkt. proc. wobec oczekiwań), tak wynik po stronie zapasów zaskoczył silnie pozytywnie (kontrybucja o 2,8 pkt. proc. wyższa od naszej prognozy).

- Jak już wskazywaliśmy przy okazji wcześniejszych komentarzy, choć osłabienie konsumpcji prywatnej jest nieuniknione w warunkach spadku dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych, pogorszenia nastrojów konsumentów czy też mniej korzystnej koniunktury na rynku pracy, to skala tych dostosowań nie jest na tyle silna, aby zapowiadała tak znaczące trwałe dostosowania po stronie spożycia. W dalszym ciągu dynamika realnych dochodów utrzymuje się powyżej długookresowej średniej, a stopa bezrobocia pozostaje w okolicach historycznego minimum.

- We wcześniejszych publikacjach wskazywaliśmy także na wygasanie dotychczasowych negatywnych tendencji w zakresie zapasów, to badania koniunktury (np. Szybki Monitoring NBP) nie wskazywały na plany tak solidnego wzrostu zapasów. Ponadto zazwyczaj, sporym zmianom kontrybucji zapasów

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

(w III kw. +3,2 pkt. proc. wobec -0,8 pkt. proc. w II kw.) towarzyszyły przeciwne, równie silne zmiany po stronie salda eksportu netto. Taka sytuacja wynika z wysokiej importochłonności zapasów. Dane za III kw. nie wskazują natomiast na znaczące zmiany dynamiki importu / kontrybucji eksportu netto.

- Opublikowane dzisiaj wyniki można by tłumaczyć nagłym osłabieniem popytu konsumpcyjnego, który spowodował gwałtowny wzrost poziomu zapasów produktów gotowych. Gdyby taka sytuacja faktycznie miała miejsce, tak gwałtownemu dostosowaniu powinno towarzyszyć wyraźne obniżenie wskaźników koniunktury wśród podmiotów gospodarczych. Z taką sytuacją natomiast nie mamy do czynienia.
- Kolejnym uspokajającym sygnałem są także opublikowane październikowe dane dot. sprzedaży detalicznej czy też dane z rynku pracy, które nie wskazały na silne negatywne dostosowania. Przeciwnie, po nieoczekiwanym silnym spadku we wrześniu, w październiku sprzedaż detaliczna wzrosła, choć skala tego odbicia była nieco słabsza od oczekiwań.
- Biorąc pod uwagę powyższe (tj. stabilne październikowe dane nt. sprzedaży detalicznej oraz brak sygnałów gwałtownego pogorszenia nastrojów firm i / lub gospodarstw domowych) **zakładamy, że w kolejnych miesiącach sytuacja będzie normalizować się, a dynamika konsumpcji wzrośnie z bardzo niskiego poziomu w III kw.**
- W III kw. dużo mniej zaskoczyły wyniki nakładów brutto na środki trwałe (dynamika +0,1% r/r nieco lepsza od prognozy) oraz eksportu (-0,7% r/r nieco słabiej wobec oczekiwań). W przypadku eksportu, słabe wyniki aktywności strefy euro, w tym przede wszystkim niemieckiego przemysłu wpływają negatywnie na aktywność polskich eksporterów i bardzo słabe wyniki krajowego przemysłu.
- Wciąż ograniczona skala uruchomionych projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE oraz słabe nastroje inwestycyjne firm wpływają na stagnację inwestycji. 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.

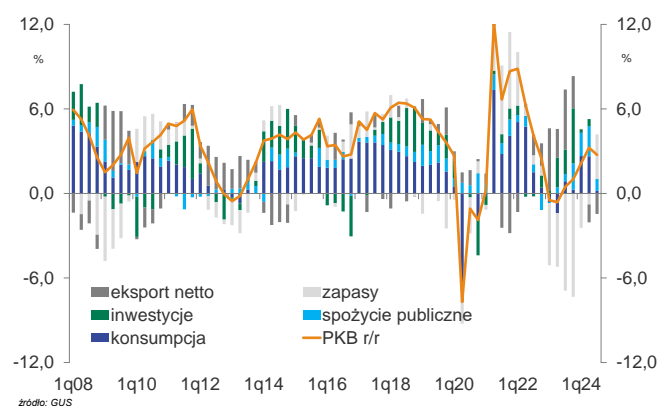
- Przy założeniu scenariusza bazowego otoczenia zewnętrznego oczekujemy nieznacznej poprawy eksportu oraz nakładów inwestycyjnych firm prywatnych oraz ograniczonej skali dostosowań na rynku pracy. Dodatkowo przy założeniu zwiększenia skali nakładów inwestycyjnych w ramach inwestycji związanych ze zmianami 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 jego składowych



wskaźnik		4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24
PKB		8,7	8,9	6,3	4,1	2,5	-0,5	-0,6	0,5	1,0	2,1	3,2	2,7
popyt krajowy		12,2	10,7	6,3	2,7	0,9	-4,9	-2,7	-3,8	-1,3	2,3	4,8	4,4
konsumpcja prywatna		8,4	8,5	8,3	2,6	0,8	-1,0	-2,3	1,5	0,6	4,4	4,6	0,3
spożycie publiczne	% r/r	5,7	2,8	4,1	3,2	-5,8	-0,5	2,4	2,8	9,8	9,4	11,5	4,5
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	0,1
eksport		6,0	6,4	8,4	10,6	4,5	6,3	-0,2	5,0	3,9	2,1	2,9	-0,7
import		12,8	9,4	8,7	8,2	1,6	-0,7	-3,4	-1,9	0,0	2,3	5,7	1,9
konsumpcja prywatna		4,1	5,1	4,7	1,5	0,4	-0,6	-1,4	0,9	0,3	2,7	2,6	0,2
spożycie publiczne	kontrybucja	1,2	0,5	0,8	0,6	-1,2	-0,1	0,4	0,5	1,9	1,6	2,1	0,8
nakłady brutto na środki trwałe	pkt. proc.	0,8	0,7	-0,2	-0,2	0,9	0,2	2,1	1,7	3,9	0,2	0,5	0,0
zapasy		5,4	3,8	0,6	0,6	0,7	-4,4	-3,8	-6,9	-7,3	-2,4	-0,8	3,2
eksport netto		-2,8	-1,3	0,2	1,5	1,6	4,4	2,0	4,3	2,3	0,0	-1,3	-1,5
PKB	% kw/kw	2,1	3,5	-1,0	0,5	-1,4	0,9	-0,7	1,8	0,0	0,6	1,2	-0,1
konsumpcja prywatna	wyrównane	1,8	1,8	1,2	-1,7	-0,4	-0,8	0,4	2,7	-1,0	1,8	0,5	-0,4
inwestycje	sezonowo	-0,3	1,8	-2,6	1,8	0,3	4,9	3,4	2,1	3,0	-2,3	1,3	-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.