

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 stycznia 2025

Implikowane silniejsze odbicie PKB w IV kw. 2024 r. głównie dzięki większej odbudowie zapasów.

- Według wstępnego szacunku GUS w 2024 r. PKB wzrósł o 2,9%, wobec 0,1% r/r w 2023 r., lekko powyżej naszej prognozy 2,8%.
- Na podstawie tej publikacji, przy założeniu braku zmian szacunków PKB za okres I – III kw. ub.r. można oszacować wzrost PKB i jego głównych składowych w IV kw. Według naszych obliczeń **w IV kw. 2024 r. PKB wzrósł o 3,2% – 3,5% r/r**, powyżej naszej prognozy 3,0%.

	PKB	popyt krajowy	spożycie gospodarstw domowych	nakłady brutto na środki trwałe	zapasy	eksport netto
			% r/r		kontrybucja w pkt. proc.	
1q24	2,1	2,3	4,4	1,9	-2,4	0,0
2q24	3,2	4,8	4,6	3,2	-0,8	-1,3
3q24	2,7	4,4	0,3	0,1	3,2	-1,4
4q24*	3,2-3,5	4,6-4,9	3,2-3,6	0,6-0,8	1,7-2,1	(-1,4) - (-1,0)
2024	2,9	4,1	3,1	1,3	0,6	-1,0
2023	0,1	-3,1	-0,3	12,6	-4,1	2,3

* przy założeniu braku korekt danych za okres I – III kw.

Choć w IV kw. szacowany wzrost PKB ukształtował się powyżej naszych oczekiwań, niemniej ocena struktury tego wzrostu jest umiarkowanie optymistyczna. W głównej bowiem mierze wyższa dynamika PKB pod koniec ub.r. wynikała z wyższej kontrybucji zapasów oraz być może spożycia publicznego (więcej o co najmniej 0,6 pkt. proc. wobec naszej prognozy). Jednocześnie, tak jak zazwyczaj ma to miejsce, w sporej części ten efekt niwelował eksport netto ze względu na wysoką importochłonność zapasów.

Co istotne, wpływ tych kategorii na koniunkturę gospodarczą ma charakter krótkookresowy. O ile ustabilizowanie się poziomu zapasów (po perturbacjach pandemii i wojny) ograniczy dotychczasowy efekt silnej ujemnej kontrybucji tej kategorii we wzrost (jak to miało miejsce w 2023 r.), niemniej trudno zakładać utrzymanie w dłuższym horyzoncie trendu wysokiego popytu na kumulowanie zapasów. Jednocześnie biorąc pod uwagę konieczność ograniczania deficytu finansów publicznych oczekujemy utrzymania w 2025 r. niższego wzrostu spożycia publicznego.

W zakresie głównych kategorii tj. spożycia gospodarstw domowych i nakładów brutto na środki trwałe dane ukształtowały się blisko naszych oczekiwań i potwierdziły dotychczasowe tendencje w gospodarce.

Przyspieszenie dynamiki konsumpcji prywatnej potwierdziło tezę, że nieoczekiwane jej spowolnienie w III kw. miało jedynie charakter okresowy. Choć dynamika wydatków konsumentów pod koniec ub.r. nie rosła tak silnie jak w I poł. roku (tj. ok. 4,5% r/r), to powróciła do solidnego wzrostu powyżej 3,0%. Uważamy, że samo wyhamowanie dynamiki konsumpcji w II poł. roku ma

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

charakter trwały i jest efektem wolniejszego wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych w II poł. roku, po ich okresowym dynamicznym wzroście pod koniec 2023 i na początku 2024 r. Zakładając ograniczoną skalę spowolnienia dynamiki wynagrodzeń, stopniowy spadek inflacji CPI w II poł. roku oraz biorąc pod uwagę notowany w ub.r. wzrost oszczędności gospodarstw domowych uważamy, że spożycie gospodarstw domowych będzie w 2025 r. rosnąć stabilnie w tempie ok. 3,0%.

- W IV kw. zgodnie z oczekiwaniami w niewielkim stopniu poprawiła się dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Choć dane nt. produkcji budowlano-montażowej za listopad i grudzień wskazują na kumulację inwestycji infrastrukturalnych przed końcem roku, to bardzo wysoka baza odniesienia, wciąż ograniczony popyt inwestycyjny przedsiębiorstw oraz niewielka skala rozpoczętych projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE ograniczyły skalę wzrostu inwestycji.

- Zakładamy, że skala tych inwestycji będzie stopniowo rosnąć, co przy utrzymaniu wysokich wydatków zbrojeniowych oraz zakładanego wzrostu inwestycji związanych z transformacją energetyczną będzie wspierać ożywienie inwestycji w 2025 r. Sądzymy natomiast, że na silniejszy wzrost dynamiki inwestycji będzie trzeba poczekać do II połowy roku.

- **Ten scenariusz stabilnego wzrostu konsumpcji oraz stopniowego ożywienia dynamiki inwestycji będzie natomiast możliwy jedynie przy spełnieniu scenariusza stopniowej poprawy krajowego eksportu i tym samym poprawy koniunktury w przemyśle.**

- Na podstawie opublikowanych danych nie jesteśmy w stanie oszacować dynamiki samego eksportu, natomiast na podstawie danych NBP dot. bilansu płatniczego w październiku i listopadzie oraz struktury danych dot. produkcji przemysłowej w IV kw. (produkcja w działach o najwyższym udziale eksportu) zakładamy, że ta dynamika ukształtowała się tylko nieco powyżej 0,0%.

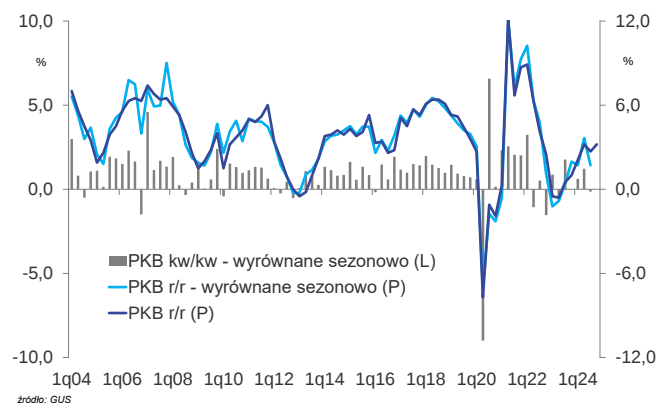
- Przy założeniu ograniczonego spowolnienia dynamiki PKB w USA i Chinach, jednocześnie ożywieniu inwestycji w krajach rozwiniętych (m.in. dzięki niższym stopom procentowym) oraz dalszego wyhamowania dotychczasowego trendu ograniczania poziomu zapasów (w skali globalnej), oczekujemy lekkiego przyspieszenia dynamiki krajowego eksportu. Ten scenariusz wspierają ostatnie dane dot. koniunktury w europejskim przemyśle, które choć wciąż słabe, wzmocniły się po jesiennym osłabieniu.

- Z drugiej strony trudno w obecnych warunkach oraz przy oczekiwanym osłabieniu chińskiej gospodarki (przy naszym bazowym założeniu wprowadzenia podwyżek ceł przez USA na import z Chin) oczekiwać dynamicznego ożywienia gospodarki niemieckiej. Bardzo ważnym założeniem jest natomiast brak bezpośredniego pogorszenia relacji handlowych na linii USA – UE i brak silniejszego bezpośredniego ograniczenia amerykańskiego popytu na towary przemysłowe eksportowane z Europy. Ograniczenie obaw firm przed takim scenariuszem jest kluczowe dla poprawy samego eksportu jak i poprawy nastrojów inwestycyjnych firm prywatnych czy też ograniczenia ryzyka silniejszego spadku popytu na pracę.

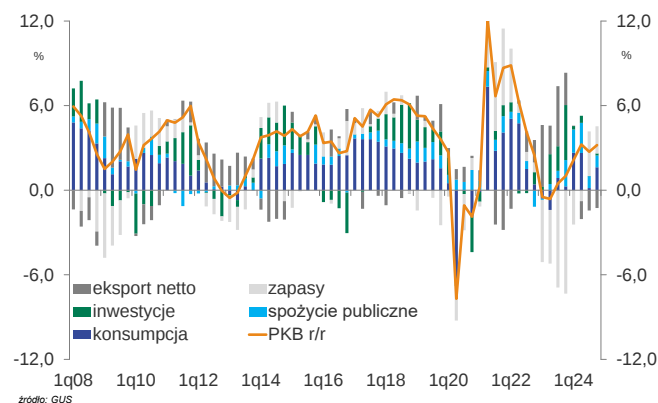
- **Przy powyższych założeniach oczekujemy lekkiego przyspieszenia dynamiki PKB w 2025 r. do 3,3% r/r. Głównym czynnikiem ryzyka jest sytuacja**

w globalnym handlu. Z czynników krajowych istotne jest tempo realizacji inwestycji współfinansowanych ze środków UE, których kontrybucja we wzrost PKB może zmieniać się gwałtownie w trakcie roku. Drugim czynnikiem niepewności jest skala spowolnienia dynamiki wynagrodzeń z początkiem 2025 r. wpływająca na prognozę wzrostu konsumpcji prywatnej. Zmiany strukturalne (demografia) oraz jednorazowe (podwyżka płacy minimalnej, szok inflacyjny) utrudniają obecnie prognozę wpływu efektów cyklicznych na rynek pracy, którego znaczenie w 2024 r. wzrosło.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24
PKB	8,9	6,3	4,1	2,5	-0,5	-0,6	0,5	1,0	2,1	3,2	2,7	3,2-3,5
popyt krajowy	10,7	6,3	2,7	0,9	-4,9	-2,7	-3,8	-1,3	2,3	4,8	4,4	4,6-4,9
konsumpcja prywatna	8,5	8,3	2,6	0,8	-1,0	-2,3	1,5	0,6	4,4	4,6	0,3	3,2-3,6
spożycie publiczne	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	5,3	-1,5	-1,2	4,0	1,8	14,8	11,0	17,6	1,9	3,2	0,1	0,6-0,8
eksport	6,4	8,4	10,6	4,5	6,3	-0,2	5,0	3,9	2,1	2,9	-0,7	-
import	9,4	8,7	8,2	1,6	-0,7	-3,4	-1,9	0,0	2,3	5,7	1,9	-
konsumpcja prywatna	5,1	4,7	1,5	0,4	-0,6	-1,4	0,9	0,3	2,7	2,6	0,2	-
spożycie publiczne	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	0,7	-0,2	-0,2	0,9	0,2	2,1	1,7	3,9	0,2	0,5	0,0	-
zapasy	3,8	0,6	0,6	0,7	-4,4	-3,8	-6,9	-7,3	-2,4	-0,8	3,2	1,7-2,1
eksport netto	-1,3	0,2	1,5	1,6	4,4	2,0	4,3	2,3	0,0	-1,3	-1,4	(-1,4) - (-1,0)
PKB	3,2	-1,1	0,5	-1,5	0,9	-0,7	1,8	0,0	0,6	1,2	-0,1	-
konsumpcja prywatna	1,8	1,2	-1,7	-0,4	-0,8	0,4	2,7	-1,0	1,8	0,5	-0,4	-
inwestycje	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.