

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

31 stycznia 2024

## Wzrost PKB w IV kw. 2023 r. rozczarował, w szczególności konsumpcja prywatna.

- Według wstępnego szacunku GUS w 2023 r. wzrost PKB obniżył się do 0,2% r/r wobec 5,3% r/r w całym 2022 r., poniżej naszej prognozy na poziomie 0,4%.
- Na podstawie tej publikacji, przy założeniu braku zmian szacunków PKB za okres I – III kw. 2023 r. można oszacować wzrost PKB i głównych składowych w IV kw. Według naszych obliczeń w IV kw. ub.r. PKB wzrósł o 0,9% – 1,3% r/r, poniżej naszej prognozy 1,9%.

	PKB	popyt krajowy	spożycie gospodarstw domowych % r/r	nakłady brutto na środki trwałe	zapasy	eksport netto
					kontrybucja w pkt. proc.	
1q23	-0,3	-4,8	-2,0	6,8	-4,3	4,4
2q23	-0,6	-2,9	-2,8	10,5	-3,2	2,2
3q23	0,5	-5,2	0,8	7,2	-7,3	5,6
<b>4q23*</b>	<b>0,9-1,3</b>	<b>1,3-1,6</b>	<b>(-0,1)-(0,3)</b>	<b>7,5-7,7</b>	<b>(-3,6)-(-3,3)</b>	<b>4,4-5,1</b>
2023	0,2	-4,1	-1,0	8,0	-	4,3

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

• **Choć w IV kw. kontynuowany był trend wzrostowy dynamiki PKB, to samo tempo wzrostu jak i jego struktura są sporym zaskoczeniem *in minus*.** W naszej prognozie zakładaliśmy wzrost PKB w IV kw. 2023 r. w kierunku 2,0% r/r, podczas gdy szacowany wzrost PKB w IV kw. ukształtował się w okolicach 1,0%, czyli na poziomie o połowę niższym od naszej prognozy.

• **Największym zaskoczeniem jest wynik spożycia gospodarstw domowych.** Po silniejszym odbiciu konsumpcji w III kw., oczekiwaliśmy kontynuacji tej poprawy i wzrostu dynamiki spożycia w kierunku 2,0% r/r, w warunkach dalszego wzrostu dochodów realnych gospodarstw domowych i niskiego poziomu bezrobocia. Z danych GUS za cały 2023 r. wynika natomiast, że w IV kw. dynamika konsumpcji prywatnej wyniosła co najwyżej nieco ponad 0,0% r/r, i obniżyła się wobec wyniku w III kw. (0,8% r/r). Przy wyraźnej poprawie sytuacji dochodowej w II połowie roku, poprawie wskaźników nastrojów konsumentów (w tym skłonności do dokonywania zakupów) bardzo trudno wytłumaczyć tak słabe dane.

• Być może w tym okresie konieczność zwiększenia oszczędności w celu pokrycia wkładu własnego kredytów hipotecznych (w warunkach kumulacji wykorzystania kredytu Bezpieczny Kredyt 2,0%) okresowo ograniczyła możliwości konsumpcyjne. Jednoznacznie takiego scenariusza nie wspierają dane dot. sektora bankowego, czy też słabsze wyniki inwestycji w IV kw., niemniej ostatecznie takiego scenariusza nie można wykluczyć.

• Z drugiej strony na dokładną ścieżkę danych dot. konsumpcji prywatnej w okresie I – III kw. (i większe ryzyko dla oceny wzrostu spożycia w IV kw.) mogły

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

wpłynąć korekty GUS danych dot. sprzedaży detalicznej w trakcie roku, zaburzające relacje tych szeregów. Przy dodatkowych problemach zmian relacji szeregu danych dot. sprzedaży detalicznej (nieuwzględniających spożycia usług) oraz spożycia gospodarstw domowych w I. 2020–2023, z tytułu dostosowań pandemicznych i post-pandemicznych. Weryfikacja tej tezy będzie bardzo trudna i będzie możliwa dopiero w kolejnych kwartałach przy ewentualnych korektach danych za 2023.

- **W IV kw. ub.r. szacowana przez nas dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła ok. 7,5% r/r, nie zmieniając się istotnie względem wyników za III kw.** Sam wynik jest generalnie solidny, szczególnie w warunkach pogarszających się wyników finansowych przedsiębiorstw. W kontekście oczekiwań (nasza prognoza zakładała wzrost dynamiki inwestycji bliżej 10,0%) zaskakuje jednak „brak efektu” kumulacji wydatków współfinansowanych ze środków UE (z Perspektywy finansowej UE na I. 2014 – 2020), która musiała zostać rozliczona do końca 2023 r. Na wyższe tempo wzrostu inwestycji, w porównaniu do danych za III kw., wskazuje także poprawa wyników produkcji budowlano-montażowej w ostatnich miesiącach roku.

- Więcej informacji nt. wpływu poszczególnych czynników na wyniki inwestycji dostarczą jednak dopiero dokładniejsze dane dot. ich struktury, tj. inwestycji mieszkaniowych oraz wydatków SFP pod koniec roku. Na obecnym etapie zakładamy, że pod koniec roku na słabszym poziomie (względem naszej prognozy) ukształtowały się inwestycje przedsiębiorstw w obszarze wydatków, na które fundusze unijne nie mają większego wpływu.

- Pod koniec roku ponownie negatywnie zaskoczyły zapasy, gdzie odnotowano kolejny ich spadek w skali roku. Biorąc jednak pod uwagę zmienność tych danych w ostatnich miesiącach, jak i fakt, że zmniejszyła się skala tego spadku wobec danych za III kw., nie wpływają one na ogólną ocenę trendów i prognoz w zakresie zapasów.

- **Pomimo słabych wyników konsumpcji prywatnej w IV kw. 2023 r., nie zmieniamy naszych oczekiwań wyraźnego jej wzrostu w 2024 r.** Trudno bowiem przy tak silnej poprawie dochodów do dyspozycji oraz historycznie niskim poziomie bezrobocia nie oczekiwać wyraźnego ożywienia wydatków konsumentów, nawet przy założeniu utrzymania wyższego poziomu oszczędności. **Prognozujemy, że w całym 2024 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrośnie do blisko 4,0% r/r.**

- **Po niezłych wynikach inwestycji w 2023 r., oczekujemy z kolei wyraźnego spowolnienia tej kategorii w br., do ok. 0,0% r/r.** Zakończenie projektów współfinansowanych ze środków UE z poprzedniej perspektywy unijnego finansowania, przy ograniczonej skali umów podpisanych w ramach nowej perspektywy, przełoży się na okresowe wyraźne ograniczenie skali takich projektów. Dodatkowo, zakończenie okresu wyborczego w II poł. 2024 r. będzie także ograniczać wydatki krajowe SFP, w szczególności sektora samorządowego. Czynnikiem ograniczającym silniejsze dostosowania inwestycji będzie z kolei utrzymanie podwyższonych wydatków zbrojeniowych, ożywienie na rynku inwestycji mieszkaniowych oraz sygnały (wg badań NBP) pewnego odmrażania inwestycji przedsiębiorstw wstrzymywanych w okresie kryzysu energetycznego.

- W całym 2024 r. wzrost popytu krajowego (po jego spadku o ponad 4% w 2023 r.) będzie zapewne silnie wspierać wygaśnięcie efektu ograniczania poziomu zapasów. W 2023 r. ta kategoria odjęła blisko 5,5 pkt. proc. ze wzrostu PKB. Z drugiej strony, silnym zmianom po stronie zapasów towarzyszy zazwyczaj dostosowanie po stronie importu, stąd zakładamy w przyszłym roku równocześnie ożywienie tej kategorii, co ograniczy skalę pozytywnego wpływu odbudowy zapasów na wzrost PKB.

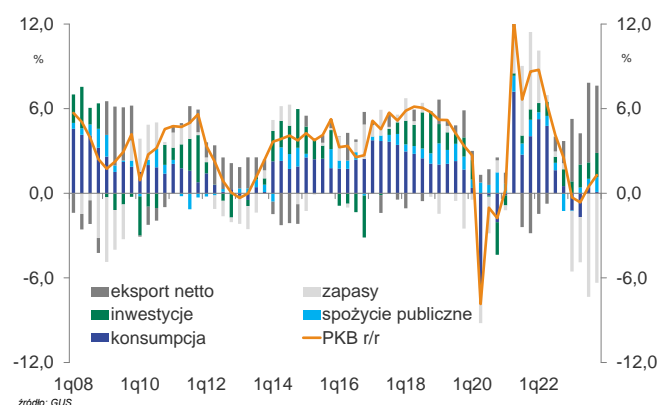
- Sporą niepewnością obciążona jest prognoza stopniowego ożywienia eksportu, po jej silnym pogorszeniu w II poł. 2023 r. Zakładamy jedynie stopniowy wzrost eksportu o ponad 3,0% r/r, niemniej sytuacja w gospodarce globalnej, a w szczególności w globalnym handlu pozostaje dużym wyzwaniem m.in. w kontekście ryzyka geopolitycznego.**

- Sytuacja zewnętrzna będzie istotnym czynnikiem ryzyka dla skali odbicia PKB w 2024 r., niemniej o ile nie wydarzą się sytuacje nadzwyczajne, nie zahamuje samego ożywienia koniunktury. **W scenariuszu bazowym oczekujemy przyspieszenia dynamiki PKB w 2024 r. do 2,0% - 2,5% r/r.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik		1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23
<b>PKB</b>		<b>0,3</b>	<b>12,3</b>	<b>6,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>	<b>6,3</b>	<b>4,1</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9-1,3</b>
popyt krajowy		-0,6	12,6	9,6	12,2	10,8	7,4	3,1	1,0	-4,8	-2,9	-5,2	1,3-1,6
konsumpcja prywatna		-0,3	12,9	4,7	8,4	8,8	8,5	2,9	1,0	-2,0	-2,8	0,8	(-0,1) - 0,3
spożycie publiczne	% r/r	3,9	5,8	4,3	5,6	2,7	3,8	3,0	-6,2	-0,3	2,2	3,3	-
nakłady brutto na środki trwałe		-5,1	1,0	3,2	3,1	5,1	6,5	2,5	5,6	6,8	10,5	7,2	7,5-7,7
eksport		7,2	31,9	8,0	6,0	6,2	6,7	9,8	4,5	3,8	-3,2	-11,0	-
import		6,4	35,2	13,9	12,8	9,3	8,7	8,2	1,6	-3,2	-6,8	-20,3	-
konsumpcja prywatna		-0,2	7,2	2,7	4,1	5,3	4,8	1,6	0,5	-1,2	-1,7	0,4	-
spożycie publiczne		0,7	1,1	0,8	1,2	0,5	0,7	0,5	-1,3	0,0	0,4	0,6	-
nakłady brutto na środki trwałe	kontrybucja	-0,7	0,2	0,6	0,7	0,7	1,0	0,4	1,2	0,8	1,6	1,2	-
zapasy	pkt. proc.	-0,3	3,3	4,9	5,5	3,7	0,5	0,4	0,4	-4,3	-3,2	-7,3	-
eksport netto		0,8	0,5	-2,4	-2,8	-1,5	-0,7	1,1	1,6	4,4	2,2	5,6	-
PKB	% kw/kw	2,3	2,6	2,1	1,8	3,3	-0,8	0,6	-2,3	1,1	0,3	1,5	-
konsumpcja prywatna	wyrównane	2,1	1,1	2,9	1,3	2,7	1,2	-1,4	-2,1	-0,1	1,0	2,3	-
inwestycje	sezonowo	1,1	-0,3	3,9	0,8	1,3	1,3	0,6	1,8	2,1	2,2	1,0	-

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.