

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

29 lutego 2024

## PKB w IV kw. wzrósł o 1,0% r/r, słaba konsumpcja, mocne inwestycje.

- Według szacunku GUS w IV kw. 2023 r. PKB wzrósł o 1,0% r/r wobec wzrostu o 0,5% w III kw., zgodnie z szacunkiem *flash*. PKB po korekcie o sezonowość nie zmienił się w relacji do III kw., po wzroście o 1,1% kw/kw w III kw.
- Dzisiejszą publikację poprzedziła publikacja szacunku PKB za cały 2023 r. wraz z catorocznymi wynikami w poszczególnych składowych PKB na podstawie, której można było oszacować zmiany w poszczególnych składowych PKB w IV kw. Z tego względu dzisiejsza publikacja przyniosła już mniej kluczowych informacji. Generalnie potwierdziły się szacunki bardzo słabego wyniku spożycia gospodarstw domowych (-0,1% r/r), GUS podwyższył roczny szacunek wzrostu nakładów brutto na środki trwałe, co podwyższyło roczne tempo wzrostu wobec szacunku sprzed miesiąca (do 8,7% r/r). Istotną informacją, która nie była znana przy okazji wcześniejszych publikacji jest solidne odbicie składowych handlu zagranicznego i dodatnia roczna dynamika eksportu.

		4q22	1q23	2q23	3q23	4q23P
<b>PKB</b>		<b>2,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>
popyt krajowy		1,0	-4,8	-2,9	-5,2	-2,3
konsumpcja prywatna	% r/r	1,0	-2,0	-2,8	0,8	-0,1
spożycie publiczne		-6,2	-0,3	2,2	3,3	5,7
inwestycje		5,6	6,8	10,5	7,2	8,7
konsumpcja prywatna		0,5	-1,3	-1,6	0,5	0,0
spożycie publiczne		-1,3	-0,1	0,4	0,6	1,1
inwestycje	kontrybucja pkt. proc.	1,2	0,9	1,5	1,2	2,0
zapasy		0,4	-4,4	-3,0	-7,7	-5,4
eksport netto		1,6	4,6	2,1	5,9	3,3
wartość dodana		3,1	0,9	0,8	0,8	1,4
przemysł		3,7	-0,9	-1,7	-2,0	1,1
budownictwo	% r/r	1,6	1,9	2,9	2,8	5,3
handeli i naprawy		-3,7	-4,3	-6,7	1,7	-0,1

Źródło: GUS, BOŚ Bank

\*prognoza sprzed publikacji flash

- Jak już wskazywaliśmy w komentarzu po publikacji danych rocznych, choć w IV kw. kontynuowany był trend wzrostowy dynamiki PKB, **to samo tempo wzrostu jak i jego struktura są raczej słabym wynikiem, z czego najważniejszym jest osłabienie dynamiki spożycia gospodarstw domowych.**
- Po silniejszym odbiciu konsumpcji w III kw., oczekiwaliśmy kontynuacji tej poprawy w warunkach dalszego wzrostu dochodów realnych gospodarstw domowych i niskiego poziomu bezrobocia. **W IV kw. dynamika konsumpcji prywatnej wyniosła -0,1% r/r i obniżyła się wobec wyniku w III kw. (+0,8% r/r).** Przy wyraźnej poprawie sytuacji dochodowej w II połowie minionego roku, poprawie wskaźników nastrojów konsumentów (w tym skłonności do dokonywania zakupów) bardzo trudno wytłumaczyć tak słabe dane.

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

- Biorąc pod uwagę, że kluczowe dla konsumpcji tendencje (dochody oraz bezrobocie) wskazują na ścieżkę poprawy konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach, zakładamy, że głównym powodem jest zmienność szeregu spożycia w II poł. roku. Na dokładną ścieżkę danych dot. konsumpcji prywatnej w okresie I – III kw. (i większe ryzyko dla oceny wzrostu spożycia w IV kw.) mogły 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 hipotezy jest bardzo trudna i będzie możliwa dopiero w kolejnych kwartałach przy ewentualnych korektach danych za 2023.

- **W IV kw. ub.r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wzrosła do 8,7% r/r**, kształtując się ostatecznie bliżej naszej prognozy sprzed publikacji rocznej dynamiki PKB (9,6% r/r). Uważamy, że wzrost tej dynamiki pod koniec ub.r. był efektem kumulacji wydatków inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE (z Perspektywy finansowej UE na I. 2014 – 2020), która musiała zostać rozliczona do końca 2023 r. W naszej ocenie ten efekt podbijał zarówno inwestycje publiczne jak i inwestycje przedsiębiorstw. Jednocześnie, pomimo takiej kumulacji relatywnie ograniczona poprawa wyniku inwestycji względem kwartałów wcześniejszych naszym zdaniem jest efektem generalnie utrzymujących się w 2023 r. słabych nastrojów inwestycyjnych przedsiębiorstw (w obszarze wydatków, na które fundusze unijne nie mają większego wpływu).

- Zgodnie z opublikowanymi dziś danymi GUS w IV kw. eksport wzrósł o 2,9% r/r, po tym jak w III kw. obniżył się aż o 11% r/r. Biorąc pod uwagę dane dot. sprzedaży zagranicznej przedsiębiorstw w III kw. i silne tąpnięcie sprzedaży zagranicznej w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną gaz parą wodną i gorącą wodę (ok. -100% r/r), nie można wykluczyć, że pod koniec roku nastąpiła korekta wzrostowa. Taką tezę potwierdza wyraźna poprawa wyników produkcji sprzedanej przemysłu w tej sekcji w IV kw. Zakładamy, że zmienność ta jest nadal pochodną wcześniejszych perturbacji w zakresie kryzysu energetycznego oraz większego znaczenia i wysokiej zmienności eksportu energii do Ukrainy.

- Na podstawie wyników produkcji przemysłowej w działach przetwórstwa przemysłowego o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej trudno natomiast wskazywać pod koniec roku na wyraźną poprawę, po jej pogorszeniu w III kw. Wydaje się zatem, że o bardzo słabe wyniki eksportu z III kw. mają charakter okresowy, to też sporo silniejsze jego odbicie w IV kw. nie zapowiada trwałej tak mocnej poprawy. Trudno bowiem byłoby wskazywać na taki scenariusz w sytuacji wciąż słabej kondycji gospodarki strefy euro, w tym przede wszystkim trwającej dekonunktury w niemieckim przemyśle. **Tym samym podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę jedynie stopniowej poprawy w eksporcie w 2024 r.**

- **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. Czynnikiem, który może ograniczać to ożywienie będzie

konieczność odbudowy oszczędności gospodarstw domowych (w I. 2022 – 2023 wydatki w części finansowane nagromadzonymi oszczędnościami z l. 2020 – 2021), niemniej odbicie dochodów powinno być wystarczające dla wyższych wydatków i oszczędności. Zakładamy, że dochody z pracy oraz świadczeń społecznych w I kw. 2024 r. wzrosną realnie o ponad 10% r/r, podczas gdy w I kw. 2023 r. obniżyły się o blisko 3,0%. **Prognozujemy, że w całym 2024 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrośnie do 4,0% r/r.**

- **Przyspieszenie wzrostu spożycia gospodarstw domowych jest kluczowym czynnikiem prognozowanego wzrostu dynamiki PKB w 2024 r. do 2,8% r/r.**

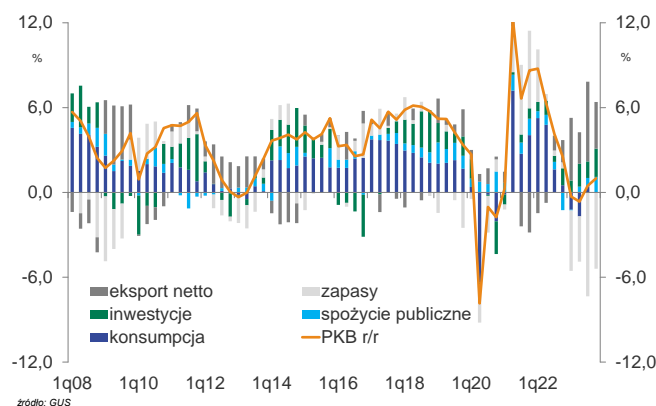
- **Po niezłych wynikach inwestycji w 2023 r. (wzrost o 8,4%), oczekujemy bowiem wyraźnego spowolnienia tej kategorii w tym roku do niespełna 0,5% r/r.** Zakończenie projektów współfinansowanych ze środków UE z poprzedniej perspektywy unijnego finansowania, przy ograniczonej skali umów podpisanych w 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 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.

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

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.