

KOMENTARZ BIEŻĄCY

1 grudnia 2025

W III kw. wzrost PKB o 3,8% r/r, silniejsze inwestycje i nieco słabsza konsumpcja prywatna.

• Według wstępnych danych w III kw. 2025 r. PKB wzrósł o 3,8% r/r, powyżej szacunku *flash* (3,7% r/r), wobec wzrostu o 3,3% r/r w II kw. 2025 r. Wynik ten ukształtował się powyżej naszej prognozy sprzed publikacji *flash* (3,5% r/r) oraz lekko powyżej mediany prognoz rynkowych wg ankiety *Parkietu* (3,7% r/r). PKB po korekcie o sezonowość wzrósł o 0,9% kw/kw, po wzroście o 0,8% w II kw. i 0,7% w I kw.

		4q24	1q25	2q25	3q25	3q25P*
PKB		3,5	3,2	3,3	3,8	3,5
popyt krajowy		5,7	4,3	4,1	3,7	4,3
konsumpcja prywatna	% r/r	3,6	2,6	4,5	3,5	3,7
spożycie publiczne		8,3	1,5	2,0	7,3	2,5
inwestycje		-5,1	6,4	-0,7	7,1	4,4
konsumpcja prywatna		1,7	1,6	2,6	2,1	2,1
spożycie publiczne		1,6	0,4	0,4	1,6	1,0
inwestycje	kontrybucja pkt. proc.	-1,7	0,8	-0,2	0,8	0,6
zapasy		3,4	1,5	1,0	-0,7	0,3
eksport netto		-1,6	-1,1	-0,5	0,0	-0,4
wartość dodana		2,3	2,2	2,9	3,4	3,3
przemysł		1,6	1,1	1,8	4,9	4,8
budownictwo	% r/r	-7,0	1,0	-0,2	0,3	-0,5
handel i naprawy		2,7	1,8	5,9	4,3	3,2

Źródła: GUS, BOŚ Bank

*prognoza sprzed publikacji *flash*

• Co do kierunku zmian głównych składowych PKB, opublikowane dzisiaj dane są zbieżne z naszą prognozą, tj. w III kw. przyspieszyła dynamika nakładów brutto na środki trwałe oraz obniżyła się dynamika spożycia gospodarstw domowych.

• Dane dot. konsumpcji prywatnej (wzrost o 3,5% r/r) okazały się bliskie naszej prognozy. Tak jak wskazywaliśmy komentując wyniki konsumpcji w II kw., jej silne przyspieszenie w okresie kwiecień – czerwiec było odreagowaniem po słabych wynikach I kw., w części związane z efektami sezonowymi (termin Świąt Wielkanocnych).

• Powrót dynamiki realnych dochodów w okolice wieloletniej średniej w naszej ocenie będzie utrzymywać dynamikę spożycia gospodarstw domowych na poziomie nieco powyżej 3,0% r/r pod koniec br. oraz w 2026 r. przy założeniu utrzymania stabilnego popytu na pracę, niższego nominalnego wzrostu dochodów z pracy oraz świadczeń oraz już niewielkich zmian inflacji CPI (wahającej się w okolicach 2,5% w 2026 r.). Przy większych wyzwaniach dla strony dochodowej, czynnikiem zdecydowanie stabilizującym wyniki spożycia

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

gospodarstw domowych jest notowana do połowy br. wyraźna poprawa wskaźnika oszczędności gospodarstw domowych.

- Choć dane dot. sprzedaży detalicznej w IV kw. mogą dalej być wspierane silniejszym wzrostem sprzedaży samochodów, to prawdopodobnie będzie to związane z kumulacją zakupów inwestycyjnych z uwagi na zmianę od 1 stycznia 2026 r. limitów odpisów amortyzacyjnych i zmniejszenie ich dla samochodów spalinowych zakupionych po Nowym Roku. Na taki efekt wskazują dane dot. rejestracji nowych samochodów, gdzie na przełomie III i IV kw. wyraźnie zwiększył się udział rejestracji na tzw. firmę.

- **W III kw. oczekiwaliśmy korekcyjnego wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Skala tego przyspieszenia (do 7,1% r/r) przekroczyła naszą prognozę.** Opublikowane dane GUS dot. nakładów w sektorze przedsiębiorstw w III kw. nie wskazują na wyraźne przyspieszenie dynamiki inwestycji firm w tym okresie. Tym samym w III kw. silniej odreagowały zapewne inwestycje publiczne. **Choć kluczowym czynnikiem wspierającym silniejszy wzrost inwestycji jest zwiększenie skali projektów współfinansowanych ze środków unijnych (zarówno jednostek SFP jak i firm publicznych), to tak silne przyspieszenie inwestycji w III kw. w naszej ocenie wynikało prawdopodobnie dodatkowo z większej skali nakładów w ramach inwestycji zbrojeniowych.** Taki wniosek wspierają materiały analityczne NBP dot. bilansu handlowego wskazujące na większe znaczenie tego czynnika w imporcie we wrześniu.

- Wydatki zbrojeniowe o bardzo dużej wartości będą zapewne cały czas podwyższać zmienność dynamiki inwestycji z kwartału na kwartał. Jednocześnie jednak uśredniając te wyniki oczekujemy w kolejnych kwartałach dalszego wzmocnienia dynamiki inwestycji głównie jako efektu coraz silniej rosnącej skali inwestycji współfinansowanych ze środków UE. Z tego względu **w IV kw. oczekujemy stabilizacji dynamiki nakładów wokolicach 7,0% r/r, a w całym 2026 r. zwiększenia dynamiki do 8,5% z szacowanych 5,0% na 2025 r.** Zakładamy, że w kolejnych kwartałach nastroje inwestycyjne firm pozostaną stosunkowo słabe, co będzie obniżało wyniki nakładów w firmach prywatnych, które w mniejszym stopniu są beneficjentami finansowania unijnego. Potencjalnie okresowo w IV kw. br. mogą wzrosnąć wydatki inwestycyjne firm na środki transportu w związku z opisanymi powyżej zmianami limitów rozliczeń podatkowych.

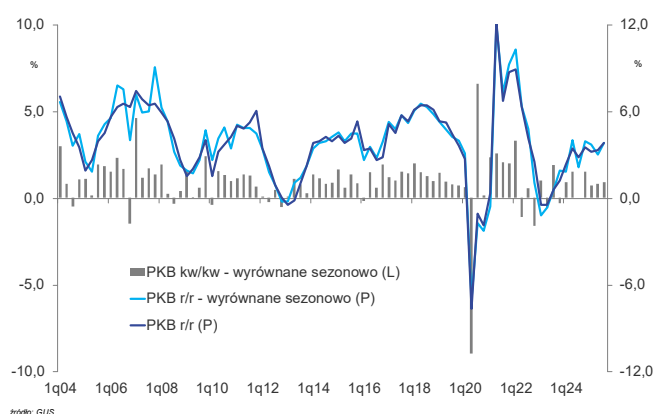
- **Pomimo zwiększenia skali importu z tytułu inwestycji zbrojeniowych, wkład eksportu netto we wzrost w III kw. poprawił się, na co z kolei wpłynęło silniejsze od oczekiwań ograniczenie kontrybucji zapasów (bardzo importochłonna kategoria) oraz silniejsze odreagowanie eksportu.** Silne przyspieszenie eksportu w III kw. jest bardzo pozytywną informacją, zgodną z założeniami stopniowego przyspieszenia eksportu po bardzo słabych jego wynikach na przełomie 2024 i 2025 r. Z drugiej strony w warunkach zakładanego wyhamowania aktywności w gospodarce globalnej oceniamy, że tempo tej poprawy nie utrzyma się na tak silnym poziomie jak w III kw. Także październikowe wyniki produkcji przemysłowej w tym w działach o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej wskazują na spadek tej dynamiki po dynamicznym jej wzroście we wrześniu.

- Choć dane od początku roku wskazują na przyspieszenie dynamiki PKB r/r, to jednocześnie należy mieć na uwadze większy wpływ na te wyniki baz

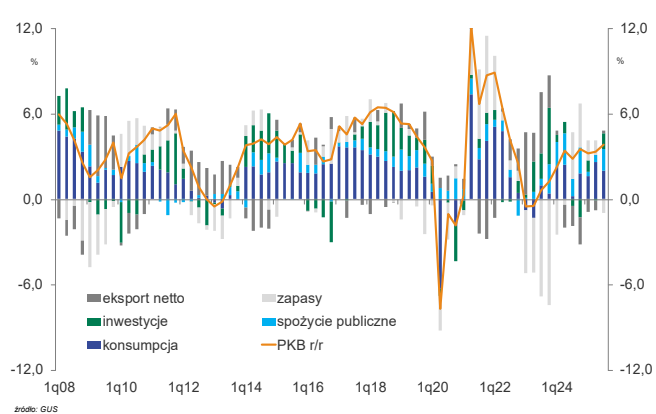
odniesienia i efektów kalendarzowych. W ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z sezonowości, dynamika PKB od początku roku niewiele się zmienia rosnąc z 0,7% kw/kw w I kw. do 0,9% w III kw. Z takim wnioskiem, tj. ograniczonych zmian koniunktury krajowej gospodarki spójny jest także szereg danych i informacji, gł. wskaźniki nastrojów przedsiębiorstw (Szybki Monitoring NBP), sytuacja na rynku pracy (ograniczone zmiany popytu na pracę).

- Z tego względu **podtrzymujemy naszą prognozę lekkiego osłabienia dynamiki PKB na przełomie roku w okolicie 3,5% r/r, po czym jej silniejszego przyspieszenia do poziomu 4,0% pod koniec 2026 r. W całym 2026 r. oczekujemy wzrostu PKB o 3,7%, wobec 3,4% szacowanych w 2025 r.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik		4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25
PKB		2,5	-0,5	-0,5	0,6	1,2	2,3	3,4	2,8	3,5	3,2	3,3	3,8
popyt krajowy		0,9	-5,0	-2,6	-3,7	-1,1	2,2	5,4	4,3	5,7	4,3	4,1	3,7
konsumpcja prywatna		0,8	-1,3	-2,2	1,6	0,7	3,9	4,2	0,2	3,6	2,6	4,5	3,5
spożycie publiczne	% r/r	-5,8	0,5	2,7	2,6	11,0	9,3	11,6	5,9	8,3	1,5	2,0	7,4
nakłady brutto na środki trwałe		4,0	1,7	14,9	11,3	17,7	4,0	5,0	-2,8	-5,1	6,4	-0,7	7,1
eksport		4,5	6,3	-0,2	5,0	3,9	3,3	4,3	0,5	0,1	2,1	1,9	6,1
import		1,6	-0,7	-3,4	-1,9	0,0	3,1	7,8	3,2	3,9	4,3	3,4	5,9
konsumpcja prywatna		0,4	-0,8	-1,3	1,0	0,4	2,3	2,4	0,2	1,8	1,6	2,6	2,0
spożycie publiczne		-1,2	0,1	0,5	0,5	2,1	1,7	2,2	1,2	1,8	0,3	0,5	1,5
nakłady brutto na środki trwałe	kontrybucja pkt. proc.	0,9	0,2	2,1	1,8	3,9	0,5	0,8	-0,5	-1,3	0,8	-0,1	1,1
zapasy		0,7	-4,4	-3,8	-6,9	-7,5	-2,5	-0,4	3,3	3,1	1,4	1,0	-1,0
eksport netto		1,6	4,4	2,0	4,3	2,3	0,3	-1,6	-1,4	-1,9	-0,9	-0,7	0,2
PKB	% kw/kw	-1,6	1,0	-0,6	1,9	-0,3	0,9	1,5	0,0	1,5	0,7	0,8	0,9
konsumpcja prywatna	wyrównane	-0,4	-0,6	0,3	2,8	-1,1	1,5	0,4	0,4	1,3	0,8	1,5	-0,1
inwestycje	sezonowo	0,4	4,6	3,5	3,1	3,9	-4,5	3,4	-3,5	0,4	3,7	-0,8	3,5

źródła: 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.