

KOMENTARZ BIEŻĄCY

1 września 2025

W II kw. lekkie przyspieszenie wzrostu PKB do 3,4% r/r, przejściowy silniejszy wzrost konsumpcji i spadek inwestycji.

• Według wstępnych danych w II kw. 2025 r. PKB wzrósł o 3,4% r/r, zgodnie z szacunkiem *flash*, wobec wzrostu o 3,2% r/r w I kw. 2025 r. Wynik ten ukształtował się nieznacznie powyżej naszej prognozy sprzed publikacji *flash* (3,3% r/r), na poziomie zgodnym z medianą prognoz rynkowych wg ankiety *Parkietu*. PKB po korekcie o sezonowość wzrósł o 0,8% kw/kw, po wzroście o 0,7% w I kw.

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

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

źródło: GUS

* prognoza sprzed publikacji szacunku *flash*

• Opublikowane dane okazały się zbliżone do naszej prognozy sprzed publikacji szacunku *flash*. Wyniki w poszczególnych kategoriach okazały się zbliżone z oczekiwaniami co do kierunku, przy nieco silniejszej skali odreagowania, zarówno w przypadku spożycia gospodarstw domowych jak i nakładów brutto na środki trwałe.

• W II kw. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie osłabła - do -1,0% r/r z 6,3% r/r, obniżając się silniej wobec naszej prognozy spadku do +2,3%. W naszej ocenie te dane nie są oznaką pogorszenia perspektyw inwestycyjnych, raczej potwierdzają tezę, na którą wskazywaliśmy komentując wyniki za I kw., że w I kw. wzrost inwestycji mógł wynikać z czynników jednorazowych. Zakładamy, że duża zmienność dynamiki inwestycji (-6,9% r/r w IV kw. ub.r., 6,3% r/r w I kw. br. i -1,0% r/r w II kw.) wynika z czynników metodologicznych księgowania inwestycji zbrojeniowych (w ujęciu memoriałowym). Na podstawie statystyk MF w ujęciu kasowym dot. budżetu państwa i budżetów JST, jak również na podstawie danych dot. nakładów inwestycyjnych firm nie da się wytłumaczyć tak wysokiej zmienności danych. Te dane wskazują raczej na bardzo stopniowe w I poł. roku ożywienie nakładów inwestycyjnych po ich osłabieniu w 2024 r., co jest także spójne z danymi dot. wykorzystania finansowania unijnego.

- Z tego względu, **niezależnie od słabego wyniku inwestycji w II kw., oczekujemy ich ponownego przyspieszenia w II połowie roku powyżej 7,0% r/r.**

Na taki scenariusz wskazują dane dot. wykorzystania środków UE, nastroje inwestycyjne w największych spółkach publicznych, które są największym beneficjentem środków UE, plany budżetowe jednostek SFP. Z drugiej strony, czynnikiem hamującym silniejsze ożywienie inwestycji będą wciąż raczej słabe nastroje inwestycyjne firm prywatnych, szczególnie tych z kapitałem zagranicznym, pozostających pod większym wpływem wyzwań globalnej polityki handlowej.

- **W II poł. roku oczekujemy z kolei wyhamowania dynamiki spożycia gospodarstw domowych, po jego silniejszym pozytywnym odreagowaniu w I kw.** Po silniejszym od prognoz spadku dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw. (do 2,6% r/r) w II kw. ta dynamika silniej wzrosła (do 4,4% r/r). Na tę zmienność spory wpływ miały efekty bazy oraz wątki kalendarzowe (termin Świąt Wielkanocnych). **Dane dot. realnych dochodów gospodarstw domowych wskazują raczej na stabilizowanie się tempa wzrostu w okolicach „przeciętnego” wzrostu, co w naszej ocenie powinno w średnim okresie stabilizować dynamikę konsumpcji w okolicach 3,0 – 3,5% r/r.**

- W II kw. na bardzo niskim poziomie, zbliżonym do I kw. utrzymała się dynamika eksportu, a nieco silniejszy spadek importu pomógł w poprawie kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB. Na podstawie danych dot. eksportu w I poł. br. trudno wskazywać na pozytywne efekty kumulacji popytu w handlu zagranicznym w obawie przed wzrostem ciał w USA. W całej I poł. roku eksport wzrósł o 1,3% r/r, wobec stagnacji w II poł. ub.r., co raczej wskazuje na dominujący efekt słabej koniunktury w przemyśle europejskim, w szczególności w Niemczech. **Biorąc pod uwagę wyraźną skalę wzrostu ciał importowych do USA, w tym ciał na import z krajów UE, oczekujemy spowolnienia aktywności gospodarki amerykańskiej i gospodarki globalnej, co w średnim okresie będzie wciąż hamować ożywienie krajowego eksportu oraz przemysłu.**

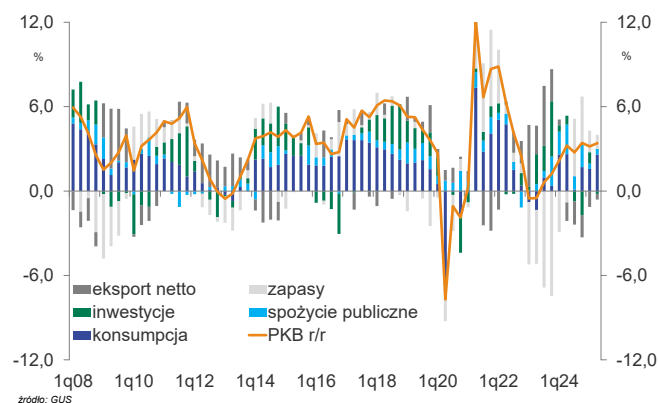
- **Dla prognoz średnioterminowych eksportu oraz dynamiki PKB kluczowa jest skala wpływu zaostreżenia polityki handlowej USA, którą wciąż jest trudno oszacować biorąc pod uwagę dotychczasową skalę niepewności dot. ostatecznych rozwiązań.** W bazowym scenariuszu zakładamy, że przy wyższym poziomie ciał ogólnych dla UE, ale obniżeniu ich dla motoryzacji oraz zakładając, że ewentualne cła sektorowe nie będą już obejmować UE, negatywne konsekwencje dla aktywności z tytułu sytuacji w globalnym handlu zostaną zrekomensowane ożywieniem krajowych inwestycji (projekty współfinansowane ze środków UE). Jak już wskazywaliśmy we wcześniejszych komentarzach, choć potencjalne luzowanie polityki fiskalnej w Niemczech może być pozytywne dla polskiego eksportu, to wyraźniejszych jego efektów można oczekiwać najwcześniej w 2026 r.

- **Przy powyższych założeniach oczekujemy lekkiego przyspieszenia dynamiki PKB w całym 2025 r. do 3,3% z 2,9% w ub.r. Od IV kw. oczekujemy wzrostu dynamiki PKB lekko powyżej 3,5% r/r, która powinna utrzymać się także w I poł. 2026 r.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik		3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25
PKB		4,1	2,5	-0,5	-0,5	0,6	1,2	2,2	3,2	2,8	3,4	3,2	3,4
popyt krajowy		2,7	0,9	-5,0	-2,6	-3,7	-1,1	1,9	4,9	4,6	5,3	4,6	4,0
konsumpcja prywatna		2,6	0,8	-1,3	-2,2	1,6	0,7	4,3	4,5	0,2	3,5	2,5	4,4
spożycie publiczne	% r/r	3,2	-5,8	0,5	2,7	2,6	11,0	9,2	11,3	5,2	7,6	2,0	2,1
nakłady brutto na środki trwałe		-1,2	4,0	1,7	14,9	11,3	17,7	3,6	3,9	-4,3	-6,9	6,3	-1,0
eksport		10,6	4,5	6,3	-0,2	5,0	3,9	3,3	4,5	0,0	0,2	1,1	1,5
import		8,2	1,6	-0,7	-3,4	-1,9	0,0	2,9	7,6	3,1	3,5	3,5	2,6
konsumpcja prywatna		1,5	0,4	-0,8	-1,3	1,0	0,4	2,6	2,6	0,1	1,7	1,6	2,6
spożycie publiczne		0,6	-1,2	0,1	0,5	0,5	2,1	1,6	2,1	1,0	1,6	0,4	0,4
nakłady brutto na środki trwałe	kontrybucja	-0,2	0,9	0,2	2,1	1,8	3,9	0,5	0,6	-0,7	-1,7	0,8	-0,2
zapasy	pkt. proc.	0,6	0,7	-4,4	-3,8	-6,9	-7,5	-2,9	-0,8	4,1	3,4	1,5	1,0
eksport netto		1,5	1,6	4,4	2,0	4,3	2,3	0,4	-1,3	-1,7	-1,6	-1,1	-0,4
PKB	% kw/kw	0,5	-1,6	1,0	-0,6	1,9	-0,3	0,8	1,5	0,1	1,4	0,7	0,8
konsumpcja prywatna	wyrównane	-1,7	-0,4	-0,7	0,3	2,9	-1,0	1,7	0,4	0,0	1,4	0,9	1,6
inwestycje	sezonowo	1,7	0,4	4,6	3,5	3,0	3,8	-5,3	2,9	-2,6	-0,8	3,3	-1,6

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.