

KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 maja 2025

W I kw. br. lekkie spowolnienie dynamiki PKB do 3,2% r/r.

• Według szacunku *flash* w I kw. 2025 r. PKB wzrósł o 3,2% r/r wobec wzrostu o 3,4% w IV kw. 2024 r. Opublikowane dane ukształtowały się na poziomie zgodnym z naszą prognozą, nieznacznie wyższym wobec mediany prognoz rynkowych wg ankiety *Parkietu* (3,1% r/r). PKB po korekcie o sezonowość wzrósł o 0,7% kw/kw, po wzroście o 1,4% w IV kw. ub.r.

		2q24	3q24	4q24	1q25	1q25P
PKB		3,2	2,8	3,4	3,2	3,2
popyt krajowy		4,9	4,6	5,3	-	6,0
konsumpcja prywatna	% r/r	4,5	0,2	3,5	-	2,8
spożycie publiczne		11,3	5,2	7,6	-	3,5
inwestycje		3,9	-4,3	-6,9	-	-0,6
konsumpcja prywatna		2,6	0,1	1,7	-	1,7
spożycie publiczne		2,1	1,0	1,6	-	0,7
inwestycje	kontrybucja	0,6	-0,7	-1,7	-	-0,1
zapasy	pkt. proc.	-0,8	4,1	3,4	-	3,3
eksport netto		-1,4	-0,6	-0,1	-	-2,4
wartość dodana		2,2	2,3	2,5	-	2,9
przemysł	% r/r	0,7	1,2	1,7	-	2,0
budownictwo		-6,3	-3,0	-7,8	-	-0,5
handel i naprawy		4,1	-1,2	2,8	-	1,1

• Przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS nie publikuje informacji dot. struktury PKB, a to te informacje wydają się najistotniejsze, szczególnie po kwietniowej korekcie szacunku nakładów brutto na środki trwałe w II poł. ub.r. (korekta w dół dynamiki inwestycji w samym IV kw. ub.r. o ok. 8 pkt. proc.).

• Nasza prognoza zakłada osłabienie w I kw. dynamiki spożycia zarówno prywatnego jak i publicznego oraz pogorszenie kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB. Z drugiej strony oczekujemy wyraźnie mniejszej niż pod koniec ub.r. skali spadku inwestycji oraz utrzymania solidnej kontrybucji zapasów.

• Wyraźny spadek dynamiki realnych dochodów oraz niższa dynamika sprzedaży detalicznej wskazują, że w I kw. dynamika spożycia gospodarstw domowych obniżyła się poniżej 3,0% r/r. Oczekując utrzymania stabilnej sytuacji na rynku pracy oraz stopniowego spadku inflacji CPI w trakcie roku **zakładamy, że dynamika konsumpcji nie będzie w kolejnych kwartałach już obniżać się istotnie. Z drugiej strony, wyraźnie niższe tempo wzrostu nominalnych dochodów – głównie wynagrodzeń – ogranicza szanse na silniejsze odbicie tej dynamiki w najbliższym czasie.**

• W trakcie 2025 r. oczekujemy natomiast wyraźnej poprawy dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. W samym I kw. oczekujemy dynamiki inwestycji bliskiej 0%, gdyż z początkiem roku poprawa tej dynamiki w większym stopniu wynika z wygaśnięcia bardzo wysokich baz odniesienia w szczególności dla inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych. Ten wzrost jest spójny ze skokowym wzrostem produkcji budowlano-

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

montażowej wynikającym właśnie wyłącznie ze zmian bazy odniesienia, przy raczej rozczarowujących bieżących wynikach aktywności w sektorze. Dostępne dane dot. procesu uruchamiania projektów współfinansowanych ze środków unijnych oraz wskaźniki prognoz inwestycji wśród przedsiębiorstw (Szybki Monitoring NBP) dają podstawy do oczekiwania wzrostu dynamiki inwestycji. Jednocześnie jednak na podstawie tych danych, oraz wciąż słabych danych dot. produkcji budowlano – montażowej, oczekujemy, że to ożywienie nastąpi dopiero w II poł. roku, przy wciąż relatywnie powolnym rozpędzaniu się nowych projektów. Czynnikiem cały czas silnie wspierającym inwestycje będzie utrzymanie wysokich wydatków zbrojeniowych, szczególnie wobec decyzji o przesunięciu środków z KPO na te inwestycje (które będą realizowane zdecydowanie sprawniej). **W II połowie roku oczekujemy przyspieszenia dynamiki inwestycji w kierunku 7,0%.**

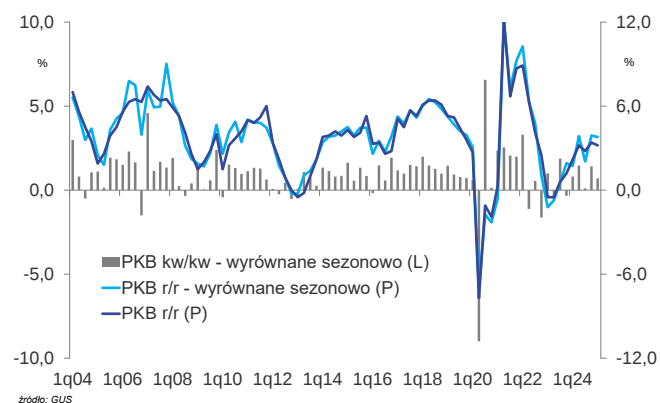
- Na podstawie danych NBP dot. handlu zagranicznego w I kw. oraz wyników produkcji przemysłowej w działach o najwyższym udziale sprzedaży zagranicznej w przychodach, oczekujemy lekkiego wzrostu dynamiki eksportu z początkiem br. Z drugiej strony, jak na efekty poprawy koniunktury w globalnym przemyśle oraz globalnym handlu, to przyspieszenie pozostaje niewielkie. Pomimo oczekiwanego przyspieszenia w I kw. eksportu, równoczesne silniejsze wzmocnienie importu (m.in. w warunkach utrzymującej się silnej kontrybucji akumulacji brutto) osłabiło kontrybucję eksportu netto we wzrost PKB z początkiem br.

- **Dla prognoz średnioterminowych eksportu kluczowe jest oczywiście ostateczne rozstrzygnięcie kwestii polityki handlowej USA.** Odraczenie w czasie bardzo niekorzystnych z punktu widzenia globalnej wymiany handlowej umów ogranicza ryzyko gwałtownego spowolnienia aktywności w krótkim okresie. Z drugiej strony ewentualne utrzymanie przez USA obecnie obowiązujących powszechnych 10-procentowych ceł na import ze wszystkich krajów oraz 25-procentowe cła sektorowe (m.in. w motoryzacji) będzie istotnie ograniczać ożywienie w globalnym przemyśle. Ponadto, w nadchodzących kwartałach cały czas czynnikiem silnie negatywnie wpływającym na aktywność w globalnej gospodarce będzie sama przedłużająca się niepewność dot. polityki USA osłabiając aktywność przez kanał inwestycji i zatrudnienia.

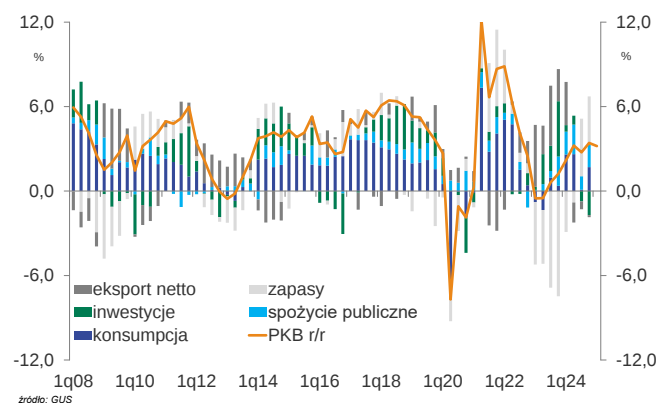
- Jak już wskazywaliśmy we wcześniejszych komentarzach, choć potencjalne luzowanie polityki fiskalnej w USA może być pozytywne dla polskiego eksportu, to wyraźniejszych jego efektów w naszej ocenie można oczekiwać najwcześniej w 2026 r.

- **W bazowym scenariuszu utrzymania w dłuższym horyzoncie bieżących poziomów ceł i braku eskalacji globalnej wojny handlowej oczekujemy w 2025 r. nieznacznego przyspieszenia dynamiki PKB do 3,2% z 2,9% w ub.r. Bilans ryzyka dla tej prognozy jest przechylony w kierunku negatywnym. Choć szybsze odbicie inwestycji jest czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku wyższego wzrostu, to jako wyższe (co do skali wpływu) oceniamy ryzyko związane z sytuacją w globalnym handlu, szczególnie, że w okres perturbacji w globalnym handlu firmy przemysłowe wchodzi już osłabione po ponad rocznym okresie stagnacji polskiego przemysłu.**

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



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

źródło: GUS

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjny 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.