

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

29 sierpnia 2024

## W II kw. stabilna konsumpcja prywatna i nieco lepsze inwestycje.

• Według ostatecznego szacunku w II kw. PKB wzrósł o 3,2% r/r wobec wzrostu o 2,0% w I kw, zgodnie z tzw. szacunkiem *flash*. PKB po korekcie o sezonowość wzrósł o 1,5% kw/kw, wobec wzrostu o 0,8% w I kw.

		3q23	4q23	1q24	2q24	2q24P*
<b>PKB</b>		<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>
popyt krajowy		-4,1	-1,5	1,7	4,3	<b>3,3</b>
konsumpcja prywatna	% r/r	0,8	0,0	4,6	4,7	<b>4,5</b>
spożycie publiczne		2,5	7,5	10,9	10,7	<b>7,0</b>
inwestycje		11,3	15,8	-1,8	2,7	<b>-0,5</b>
konsumpcja prywatna		0,5	0,0	2,8	2,7	<b>2,6</b>
spożycie publiczne	kontrybucja	0,5	1,4	1,9	2,0	<b>1,3</b>
inwestycje	pkt. proc.	1,8	3,5	-0,2	0,4	<b>-0,1</b>
zapasy		-6,7	-6,4	-2,8	-1,1	<b>-0,7</b>
eksport netto		4,6	2,4	0,4	-0,8	<b>-0,3</b>
wartość dodana		1,1	1,7	1,7	2,2	<b>2,4</b>
przemysł	% r/r	-1,9	2,1	0,2	0,8	<b>1,2</b>
budownictwo		2,6	5,7	-10,9	-6,3	<b>-7,1</b>
handel i naprawy		1,7	0,2	4,4	4,1	<b>4,2</b>

źródła: GUS, BOŚ Bank

\*prognoza sprzed publikacji flash

• W II kw. utrzymała się tendencja wyraźnego wzrostu dynamiki PKB, a struktura wzrostu jest nieco lepsza wobec naszej prognozy (sprzed publikacji szacunku *flash*), to nie zmienia to istotnie oceny o ograniczonym potencjale dla dalszego przyspieszenia dynamiki PKB w II połowie roku.

• **W II kw. dynamika spożycia gospodarstw domowych zgodnie z założeniami zmieniła się już minimalnie wobec wyniku z I kw. Tym samym, w warunkach obniżenia dynamiki dochodów realnych począwszy od III kw., stabilizacji dynamiki sprzedaży detalicznej z początku III kw. (dane za lipiec), mniej optymistycznej sytuacji na rynku pacy, trudno oczekiwać dalszego przyspieszenia popytu konsumpcyjnego w najbliższych miesiącach.** Jakkolwiek, skala poprawy dochodów na przełomie 2023 i 2024 r. wskazywałaby na możliwość wyższego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej, to w części te dochody zostały przeznaczone na odbudowanie oszczędności, po ich spadku się w I. 2022 – 2023. Biorąc pod uwagę dane za I poł. roku oraz oczekiwania co do sytuacji dochodowej w kolejnych kwartałach oczekujemy w II poł. roku stabilizacji dynamiki konsumpcji prywatnej w okolicach 4,5% r/r i jej obniżenia w kierunku 3,5% r/r w I poł. 2025 r.

• Z kolei główną kategorią, która silniej od oczekiwań pozytywnie wpłynęła na wyniki PKB w II kw. była wyższa dynamika spożycia publicznego, której kontrybucja utrzymała się na poziomie ok. 2,0 pkt. proc., tj. o 0,7 pkt. proc. więcej niż założyliśmy. Choć w kolejnych kwartałach podwyższona dynamika 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

publicznego może się utrzymać, to nie widzimy potencjału do jej dalszego istotnego wzrostu, co więcej, oczekujemy, że obniży się z początkiem 2025 r. Te założenia zweryfikują natomiast dokładniejsze dane (dot. struktury wydatków) dot. m.in. projektu budżetu państwa na 2025 r.

- Zgodnie z oczekiwaniami w II kw. negatywny wpływ zmiany zapasów na PKB uległ ograniczeniu, choć poprawa z tego tytułu okazała się nieco mniejsza niż założyliśmy. Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP nt. sytuacji w przedsiębiorstwach wskazują na spadek odsetka przedsiębiorstw ze zbyt wysokim poziomem zapasów, po ich silnym ograniczeniu w 2023 r., co daje szansę na dalszą lekką poprawę w II poł. roku. Jednocześnie przy utrzymujących się czynnikach ryzyka i lekkim pogorszeniu prognoz firm dot. popytu i ich sytuacji własnej (Szybki Monitoring NBP) nie oczekujemy, aby zapasy zaczęły silniej rosnąć i aby podwyższyły dynamikę PKB w najbliższych kwartałach.
- Jednocześnie też, poprawa samej kategorii zapasów, zazwyczaj skutkuje pogorszeniem kontrybucji eksportu netto ze względu na wysoką importochłonność zapasów. Taka sytuacja miała także miejsce w II kw., gdzie kontrybucja eksportu netto pogorszyła się mocniej od oczekiwań.
- Z drugiej strony dane dot. handlu zagranicznego można uznać za pozytywną informację, tj. nieco silniejszy od oczekiwań wzrost dynamiki, w szczególności eksportu. W II kw. eksport wzrósł o 3,4% r/r wobec 0,5% r/r w I kw. Prognoza eksportu w kontekście bieżącej sytuacji w globalnej gospodarce, w tym przede wszystkim w globalnym przemyśle jest obciążona szczególnie wysokim ryzykiem.
- Sporym zaskoczeniem jest natomiast wynik inwestycji w II kw., które wzrosły o 2,7% r/r, po spadku o 1,8% w I kw. Jakkolwiek trudno ten wynik wskazywać jako mocny wzrost, to zaskakuje w kontekście dostępnych informacji i danych. Przede wszystkim, niska dynamika inwestycji to cały czas wpływ kalendarza wydatkowania środków z Perspektywy Finansowej UE na lata 2014–21. Kumulacja finalizowania projektów w 2023 r. podbiła inwestycje w ub.r. (gł. Inwestycje sektora publicznego oraz firm publicznych), a ograniczona skala rozpoczynanych projektów z bieżącej perspektywy finansowej UE powoduje wyraźne ograniczenie wartości projektów z początkiem 2024 r. Jednocześnie wciąż słaby popyt zagraniczny, niepewność dot. tempa ożywienia aktywności w globalnym i europejskim przemyśle są hamulcem dla ożywienia popytu inwestycyjnego firm prywatnych, mniej zależnych od kalendarza wydatkowania środków unijnych.
- Opublikowane wcześniej dane nt. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w II kw. (pogłębienie spadku do -7,6% r/r z -1,6% r/r w I kw.) nie wskazują, aby za opublikowanym dzisiaj lepszym wynikiem inwestycji w całej gospodarce mogły stać inwestycje firm. Nie znamy jeszcze struktury nakładów brutto na środki trwałe, ale zapewne pogłębił się trend z I kw. tj. spadku zarówno inwestycji firm publicznych (mocniej zależnych od wydatkowania środków unijnych) oraz prywatnych (na które mocniej czynniki cykliczne). W II kw. mogła solidnie poprawić się dynamika inwestycji mieszkaniowych, niemniej ta kategoria jest zbyt mała, aby tak znacząco podbić dynamikę inwestycji ogółem. Zapewne zatem w II kw. mocniej wzrosły inwestycje SFP, co może być związane z kończeniem jeszcze w II kw. inwestycji

JST (ich kumulacja przed wyborami samorządowymi), w tym inwestycji współfinansowanych ze środków własnych lub/i wyższy wzrost inwestycji zbrojeniowych, co mogłoby też tłumaczyć silniejsze pogorszenie kontrybucji eksportu netto (wsparcie importu).

• **Biorąc pod uwagę słabe nastroje przedsiębiorstw oraz bardzo powolny proces uruchamiania nowych projektów współfinansowanych ze środków UE sądzimy, że w II poł. roku dynamika inwestycji powróci w kierunku 0% r/r.**

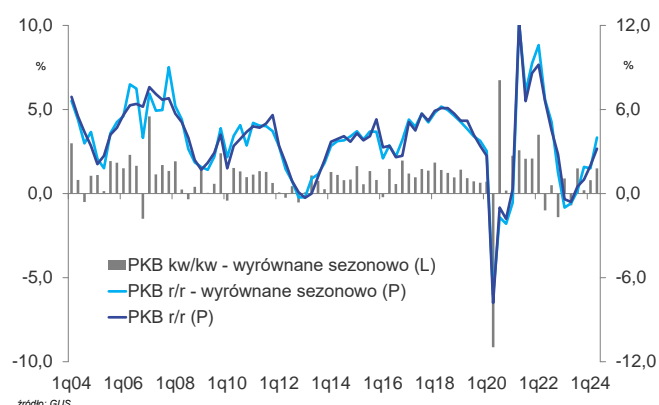
W naszej ocenie trwalszy i silniejszy wzrost inwestycji ma szansę zmaterializować się dopiero w trakcie 2025 r. i nasilić w latach 2026 – 2027.

• **Biorąc pod uwagę widoczne wyhamowanie wzrostu konsumpcji prywatnej oraz nasze założenie ograniczonego potencjału do dalszego wzrostu dynamiki inwestycji podtrzymujemy prognozę, że w II poł. roku wzrost PKB utrzyma się blisko poziomu 3,0% r/r i dopiero w 2025 r. wzrośnie powyżej 3,5% r/r.**

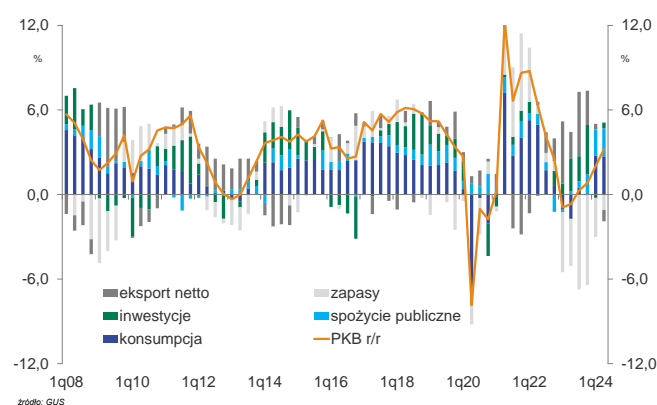
• **Jednocześnie globalna sytuacja gospodarcza pozostaje głównym czynnikiem ryzyka dla scenariusza makroekonomicznego.** Bieżące sygnały dot. ograniczenia popytu na usługi w globalnym transporcie (zarówno w kraju, jak i na świecie), ponowne pogorszenie globalnego wskaźnika PMI koniunktury w przemyśle w tym pogorszenie subindeksów eksportu w połowie roku i silny spadek indeksu PMI dla przemysłu Niemiec (po ich stopniowym wzroście w trakcie I poł. roku) wskazują na utrzymujące się wyzwania związane z postępującym silnym trendem globalnego ograniczania zapasów i umiarkowanym popytem inwestycyjnym. Warunkiem materializacji scenariusza stopniowego stabilizowania się sytuacji w globalnym przemyśle jest jedynie ograniczona skala spowolnienia aktywności gospodarczej w USA i Chinach, przy stopniowym ożywieniu w strefie euro oraz uniknięcie eskalacji „wojen handlowych” negatywnych dla światowej wymiany handlowej.

• O ile w II poł. 2024 r. spożycie gospodarstw domowych będzie podtrzymywało wzrost PKB w okolicach 3,0% r/r, to dla trwalszego efektu ożywienia, uniknięcia ostabienia popytu na pracę, jak również dla ożywienia inwestycji prywatnych, kluczowe jest ożywienie popytu zagranicznego i sprzedaży eksportowej.

Dynamika PKB



PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



wskaźnik		3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24
<b>PKB</b>		<b>6,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>6,6</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>
popyt krajowy		9,6	12,2	11,1	6,7	3,1	1,3	-4,8	-2,6	-4,1	-1,5	1,7	4,3
konsumpcja prywatna		4,7	8,4	8,9	8,7	3,0	1,2	-1,8	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,7
spożycie publiczne	% r/r	4,3	5,6	2,8	4,1	3,2	-6,0	-1,1	1,1	2,5	7,5	10,9	10,7
nakłady brutto na środki trwałe		3,2	3,1	6,2	-0,5	-0,2	4,9	6,0	16,5	11,3	15,8	-1,8	2,7
eksport		8,0	6,0	6,4	8,3	10,6	4,5	6,0	-0,6	4,5	3,6	0,5	3,4
import		13,9	12,8	9,3	8,7	8,2	1,6	-1,0	-3,5	-2,9	-0,5	-0,1	5,4
konsumpcja prywatna		2,7	4,1	5,3	4,9	1,7	0,6	-1,1	-1,7	0,5	0,0	2,8	2,7
spożycie publiczne	kontrybucja	0,8	1,2	0,5	0,8	0,6	-1,2	-0,2	0,2	0,5	1,4	1,9	2,0
nakłady brutto na środki trwałe	pkt.proc.	0,6	0,7	0,8	-0,1	0,0	1,1	0,8	2,4	1,8	3,5	-0,2	0,4
zapasy		4,9	5,5	3,8	0,6	0,7	0,7	-4,3	-3,4	-6,7	-6,4	-2,8	-1,1
eksport netto		-2,4	-2,8	-1,3	0,2	1,5	1,6	4,4	1,9	4,6	2,4	0,4	-0,8
PKB	% kw/kw	2,1	2,1	3,5	-1,0	0,5	-1,4	0,9	-0,7	1,5	0,2	0,8	1,5
konsumpcja prywatna	wyrównane	3,0	1,8	2,3	1,2	-1,9	-0,2	-1,3	0,4	2,2	-0,6	2,1	0,7
inwestycje	sezonowo	2,6	0,1	1,4	-1,5	2,2	0,7	6,6	2,0	0,8	3,2	-2,7	2,5

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.