

Komentarz ekonomiczny

Zero konsumpcji, zero inwestycji i dużo zapasów

Marcin Luziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

Wzrost PKB Polski w III kw. został potwierdzony przez GUS na poziomie 2,7% r/r, wobec 3,2% r/r w II kw. Wyrównany sezonowo wzrost w ujęciu kwartał do kwartału został zrewidowany do -0,1% z -0,2% pokazanych we wstępnym odczycie. Ukazana przez GUS struktura wzrostu jest dużym negatywnym zaskoczeniem. Dane pokazały drastyczne wyhamowanie konsumpcji prywatnej do 0,3% r/r z 4,6% r/r w II kw. Dynamika nakładów inwestycyjnych na środki trwałe również w tym okresie praktycznie zanikła: 0,1% r/r wobec 3,2% r/r odnotowanych kwartał wcześniej. Ten spadek został jednak zrekomensowany wzrostem zapasów, które w III kw. dołożyły do wzrostu 3,2 pkt proc.

Szczegółowe dane o PKB nie napawają optymizmem co do krajowych perspektyw gospodarczych. Oceniamy, że osiągnięcie średniego wzrostu w tym roku na poziomie 3,0% może być wyzwaniem, choć warto pamiętać, że pierwsze dane z IV kw. (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna) były lepsze od oczekiwań, więc ostatni kwartał roku może pokazać pewne przyspieszenie.

Wzrost PKB Polski w III kw. został potwierdzony przez GUS na poziomie 2,7% r/r, wobec 3,2% r/r w II kw. Wyrównany sezonowo wzrost w ujęciu kwartał do kwartału został zrewidowany do -0,1% z -0,2% pokazanych we wstępnym odczycie. Ta delikatna rewizja w górę nie sprawia jednak, że w naszych oczach obraz gospodarki w III kw. zrobił się bardziej pozytywny. Ukazana przez GUS struktura wzrostu jest bowiem dużym negatywnym zaskoczeniem.

Dane za III kw. dotyczące popytowej strony tworzenia PKB pokazały drastyczne wyhamowanie konsumpcji prywatnej do 0,3% r/r z 4,6% r/r w II kw. Dynamika nakładów inwestycyjnych na środki trwałe również w tym okresie praktycznie zanikła: 0,1% r/r wobec 3,2% r/r odnotowanych kwartał wcześniej. W rezultacie miał miejsce ogromny spadek wkładu do wzrostu PKB w ujęciu r/r ze strony tych dwóch składników popytu krajowego, bo aż o 2,9 pkt. proc. Tenże spadek doprowadził do jedynie schłodzenia (a nie załamania) wzrostu gospodarczego, bo został zrekomensowany wzrostem zapasów, które w III kw. dołożyły do wzrostu 3,2 pkt proc., podczas gdy w II kw. obciążały go w skali 0,8 pkt proc. Handel zagraniczny miał podobny umiarkowanie ujemny wkład do wzrostu PKB co w II kwartale (-1,5 pkt proc wobec -1,3 pkt. proc poprzednio). Eksport obniżył się o 0,7% r/r po wzroście o 2,9% r/r, a import wzrósł o 1,9% r/r po 5,7% r/r w II kw.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

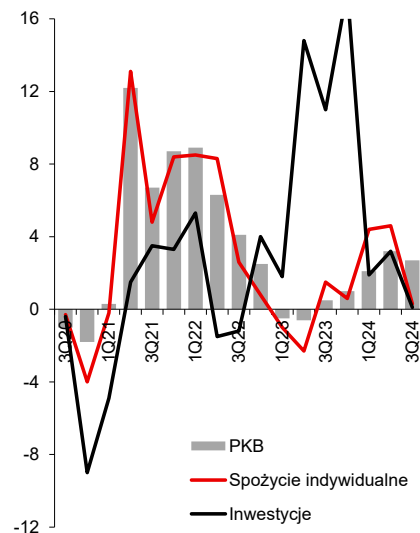
	2022	2023	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
PKB	5,3	0,1	0,5	1,0	2,1	3,2	2,7
Popyt krajowy	4,8	-3,1	-3,8	-1,3	2,3	4,8	4,4
Spożycie ogółem	4,0	0,7	1,8	3,1	5,4	6,2	1,3
Spożycie indywidualne	5,0	-0,3	1,5	0,6	4,4	4,6	0,3
Spożycie publiczne	0,6	4,0	2,8	9,8	9,4	11,5	4,5
Akumulacja brutto	7,7	-16,5	-24,0	-12,1	-15,3	-1,8	20,0
Nakłady brutto na środki trwałe	1,7	12,6	11,0	17,6	1,9	3,2	0,1
Zmiana zapasów *	1,4	-5,7	-6,9	-7,3	-2,4	-0,8	3,2
Eksport netto *	0,6	3,2	4,3	2,3	0,0	-1,3	-1,5

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.),

Źródło: GUS, Santander

Liczyliśmy, że wzrost konsumpcji prywatnej będzie wyższy o około 2 pkt proc., przy założeniu, że jego szacunki oparte na zachowaniu sprzedaży detalicznej (a więc obejmujące jedynie konsumpcje towarów) wymagają solidnej korekty w górę z uwagi na wciąż rosnące wydatki gospodarstw domowych na usługi (to podpowiadają nam dane nt. korzystania z kart przez klientów banku Santander). Mieliśmy też wątpliwość na ile kierować się bardzo

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

aI. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

www: santander.pl/serwis-ekonomiczny

Piotr Bielski 691 393 119

Bartosz Biały 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

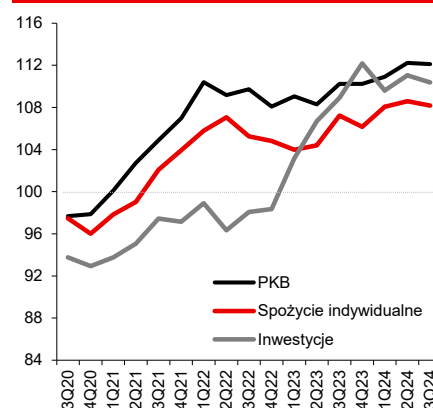
stabym i trudnym do wytłumaczenia wrześniowym wynikiem sprzedaży detalicznej w ocenie zachowania całości konsumpcji prywatnej. Odbicie sprzedaży w październiku podpowiada, że wrześniowa zapaść miała charakter jednorazowy, co pozostawia miejsce oczekiwaniom, że III kw nie był miarodajny w ocenie kondycji polskiego konsumenta.

Spodziewaliśmy się również utrzymania wzrostu inwestycji na poziomie zbliżonym do 3% r/r. Sygnałem ostrzegawczym była wcześniejsza informacja GUS o pogłębionym spadku nakładów inwestycyjnych w firmach zatrudniających 50 i więcej osób – do -10,8% r/r z -8,1% r/r. Jednak kwartał temu kierowanie się tymi danymi zupełnie nie sprawdziło się w przypadku inwestycji w II kw., które zaskoczyły wyraźnie na plus. Pieniądże unijne już do Polski płyną, a kolejne transze są zatwierdzane zgodnie z rządowym harmonogramem, więc odbicie inwestycji zdaje się być kwestią czasu. Wg naszej prognozy ten składnik PKB będzie jednak w stanie przejąć rolę wiodącego filara wzrostu gospodarczego dopiero w połowie 2025 r.

W związku z tym, że konsumpcja i inwestycje wypadły gorzej niż zakładaliśmy interpretujemy duży wzrost zapasów raczej jako sygnał, że firmy zostały zaskoczone w III kw. słabym popytem niż jako znak oczekiwań i przygotowań na silny popyt w przyszłości.

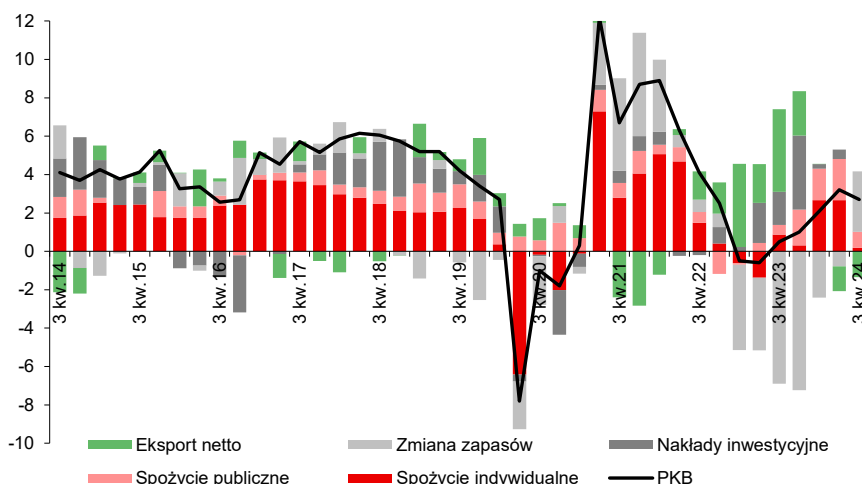
Dane nasuwają pytanie, czy polska gospodarka będzie w stanie poruszać się w tempie powyżej 3% r/r w IV kw. 2024 i przez cały przyszły rok. Skala i harmonogram projektów inwestycyjnych finansowanych przez UE wydają się obecnie mieć kluczowe znaczenie dla perspektyw gospodarczych, ponieważ gospodarstwa domowe już teraz stoją w obliczu spowolnienia wzrostu ich realnych dochodów. To ostatnie nie przesądza o tym, że wzrostu konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach również nie zobaczymy – jeśli ostrożna postawa konsumentów jest oparta na potrzebie odbudowy oszczędności, to w naturalny sposób z czasem akcent będzie przenosił się z odkładania na bieżącą konsumpcję, która dzięki temu powinna być w stanie rosnąć nawet przy hamujących realnych dochodach.

PKB i składowe, wyr.sezon., 4Q19=100



Źródło: GUS, Santander

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

Nieco lepiej wyglądają dane po stronie podażowej. Wartość dodana urosła o 2,3% r/r, czyli mocniej niż w II kw. (2,2% r/r) oraz najszybciej od IV kw. 2022 r.

Wyraźnie słabiej niż w II kw. wypadł tylko handel, zanotowawszy spadek wartości dodanej o 1,2% r/r po wzroście o 4,1% r/r. Większość pozostałych sektorów zanotowała poprawę, w tym przemysł do 1,3% r/r z 0,8% r/r, produkcja budowlana do -3,0% r/r z -6,2% r/r, transport do 5,8% r/r z 3,5% r/r i pozostałe usługi do 4,5% r/r z 4,1% r/r. Wynik transportu jest dość zaskakujący w kontekście słabej koniunktury w Europie i gorszych wyników handlu zagranicznego.

Wartość dodana brutto ogółem odpowiadała w II kw. za 2,0 pkt. proc. wzrostu PKB. Pozostałe 0,7 pkt. proc. dostarczyła pozycja „podatki minus subsydia”, w porównaniu do 1,2 pkt. proc. w II kw. Tak jak się spodziewaliśmy, wpływ tej pozycji będzie mały ze względu na wygasanie efektów związanych ze zmianami w podatkach VAT.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl