

Komentarz ekonomiczny

PKB za I kw.: konsumpcja ukryta w usługach

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

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

Wzrost PKB w I kw. 2024 r. wyniósł 2,0% r/r i 0,5% kw/kw po korekcie sezonowej (oba odczyty zostały lekko zrewidowane w górę o 0,1 pp wobec wstępnego szacunku), a jego głównym motorem napędowym okazała się konsumpcja prywatna, która wzrosła o 4,6% r/r (2,1% kw/kw s.a.), wyraźnie mocniej od oczekiwań - wygląda na to, że wydatki gospodarstw domowych na usługi (niewidoczne w danych o sprzedaży detalicznej) odegrały znaczącą rolę w przyspieszeniu wzrostu konsumpcji już na początku roku. Wspiera to naszą utrzymywaną od dłuższego czasu tezę, że rok 2024 będzie rokiem przyspieszenia gospodarczego opartego głównie na odrodzeniu konsumpcji prywatnej. Spodziewamy się poprawy wzrostu PKB do ok. 3% w najbliższych kwartałach.

Taka struktura wzrostu PKB nie jest szczególnie korzystna dla perspektyw dezinflacji i wspiera pogląd, że usługowa część CPI może być dość lepka w środowisku silnego rynku pracy i podwyższonego wzrostu płac. Dane prawdopodobnie dołączą do zestawu argumentów używanych przez RPP do uzasadnienia polityki pieniężnej w postaci utrzymywania stóp procentowych „wyżej na dłużej” w Polsce.

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu w maju ponownie zaskoczył istotnym spadkiem, jednak – ze względu na dobre wyniki alternatywnych wskaźników – nie zakładamy, by oznaczało to zbliżające się załamanie w przemyśle.

Wzrost PKB przyspieszył głównie dzięki konsumpcji

Wzrost PKB w I kw. 2024 r. wyniósł 2,0% r/r i 0,5% kw/kw po korekcie sezonowej (oba odczyty zostały lekko zrewidowane w górę o 0,1 pp wobec wstępnego szacunku), a jego głównym motorem napędowym okazała się konsumpcja prywatna, która wzrosła o 4,6% r/r (2,1% kw/kw s.a.), wyraźnie mocniej od oczekiwań. Nasza prognoza konsumpcji wynosiła 2,5% r/r, a konsensus był blisko 3% r/r. Wygląda na to, że wydatki gospodarstw domowych na usługi (niewidoczne w danych o sprzedaży detalicznej) odegrały znaczącą rolę w przyspieszeniu wzrostu konsumpcji już na początku roku. Wspiera to naszą utrzymywaną od dłuższego czasu tezę, że rok 2024 będzie rokiem przyspieszenia gospodarczego opartego głównie na odrodzeniu konsumpcji prywatnej. Argumentami za mocnym wzrostem konsumpcji prywatnej jest przede wszystkim mocny wzrost dochodów gospodarstw domowych, z bardzo wysokim realnym wzrostem wynagrodzeń oraz relatywnie pozytywne nastawienie konsumentów.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

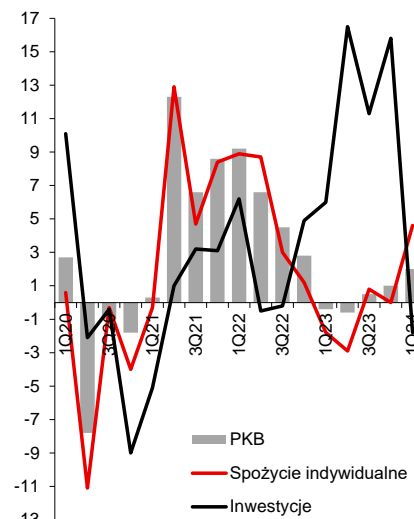
	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
PKB	5,3	0,2	-0,4	-0,6	0,5	1,0	2,0
Popyt krajowy	5,2	-3,2	-4,8	-2,9	-5,2	-2,3	1,7
Spożycie ogółem	4,1	0,0	-1,6	-1,9	1,2	2,0	5,9
Spożycie indywidualne	5,2	-0,9	-1,8	-2,9	0,8	0,0	4,6
Spożycie publiczne	0,3	2,9	-1,1	1,1	2,5	7,5	10,9
Akumulacja brutto	9,2	-14,1	-17,8	-5,6	-22,9	-10,3	-19,8
Nakłady brutto na środki trwałe	4,9	13,1	6,0	16,5	11,3	15,8	-1,8
Zmiana zapasów *	1,4	-5,3	-4,3	-3,3	-6,7	-6,3	-2,8
Eksport netto *	0,2	3,3	4,4	1,8	4,6	2,4	0,4

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

Źródło: GUS, Santander

Spożycie publiczne wzrosło w I kwartale aż o 10,9% r/r, najmocniej od końca 1996 roku, do czego przyczyniły się zapewne bardzo wysokie podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny

Piotr Bielski 691 393 119

Bartosz Biaś 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

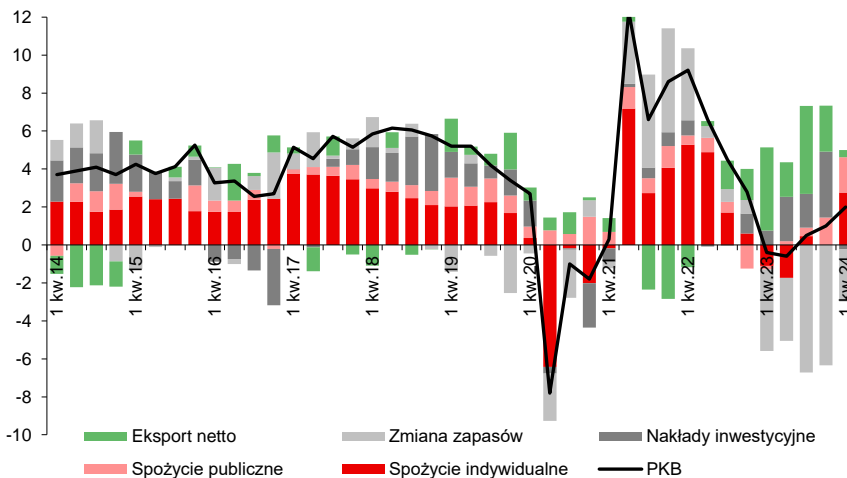
Marcin Luzziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Sporym rozczarowaniem okazały się za to dane o inwestycjach, które spadły w I kw. o 1,8% r/r (-3% kw/kw s.a), podczas gdy spodziewaliśmy się zobaczyć +6% r/r. Niekorzystnie na inwestycje działa zakończenie okresu rozliczeniowego perspektywy unijnej 2014-2020, w związku z czym słabe odczyty w tym fragmencie PKB mogą powtarzać się w najbliższych kwartałach. Stopniowo perspektywy inwestycji będą się jednak poprawiały wraz z aktywniejszym wykorzystaniem środków z nowej perspektywy oraz z KPO. Zapasy nadal spadały (z wkładem -2,8pp do wzrostu PKB), za to eksport netto dodał do wzrostu gospodarczego 0,4 pp.

Taka struktura wzrostu PKB nie jest szczególnie korzystna dla perspektyw dezinflacji i wspiera pogląd, że usługowa część CPI może być dość lepka w środowisku silnego rynku pracy i podwyższonego wzrostu płac. Dane prawdopodobnie dołączą do zestawu argumentów używanych przez RPP do uzasadnienia polityki pieniężnej w postaci utrzymywania stóp procentowych „wyżej na dłużej” w Polsce.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

Wartość dodana wzrosła o 1,7% r/r, czyli tyle samo co w IV kw. 2023 r. Wzrost PKB był zatem wyższy niż wartości dodanej po raz pierwszy od II kw. 2022 r., co było możliwe dzięki wysokim wpływom z podatku VAT w I kw. 2024 r.

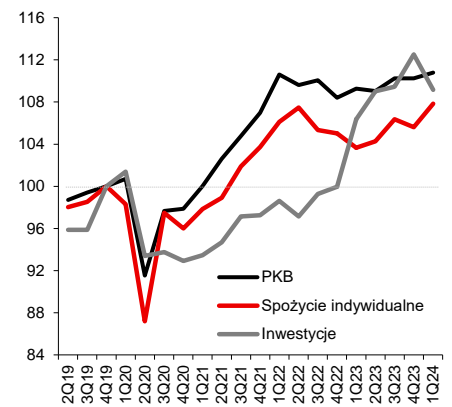
Struktura wzrostu po stronie podaży była dla nas pewnym zaskoczeniem. Wartość dodana w przemyśle wzrosła zaledwie o 0,2% r/r, mimo że wyniki produkcji przemysłowej podpowiadały wyższy wynik. Bardzo słabo wypadło budownictwo (-10,9% r/r), a bardzo dobrze handel (4,4% r/r), co idzie w parze z wynikami inwestycji i konsumpcji prywatnej po stronie popytowej. Zakładamy, że przemysł i budownictwo powinny notować poprawę wyników w kolejnych kwartałach.

Istotnie do wzrostu wartości dodanej dołożyła się też obsługa rynku nieruchomości (7,7% r/r), działalność profesjonalna (4,8% r/r) oraz administracja publiczna (4,2% r/r).

PMI znów zaskoczył spadkiem

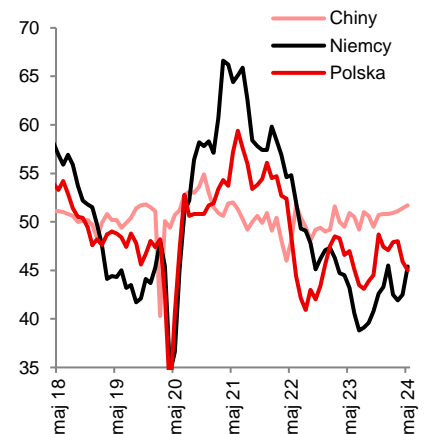
Wskaźnik PMI opisujący nastroje w polskim przetwórstwie przemysłowym spadł w maju do 45,0 pkt z 45,9 pkt w kwietniu, podczas gdy my i rynek liczyliśmy na znaczne odbicie po nieoczekiwanym kwietniowym spadku. Główny indeks, tak jak i większość jego składników, jest obecnie najniższy od października 2023 r. W raporcie wspomniano o pogorszeniu m/m w zakresie bieżącej produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Niemcy i Francja zostały wskazane jako gospodarki odpowiedzialne za pogorszenie w zamówieniach eksportowych. Majowa aprecjacja złotego była również wymieniana przez eksporterów jako przeszkoda w działalności. Mimo to polscy producenci pozostali pozytywnie nastawieni jeśli chodzi o przyszłą skalę produkcji, wierząc w ożywienie gospodarcze w Polsce i całej UE oraz wskazując na podejmowane inwestycje w maszyny i urządzenia. Wskaźniki kosztów i cen własnych odnotowały delikatne wzrosty.

PKB i składowe, wyr.sezon., 4Q19=100



Źródło: GUS, Santander

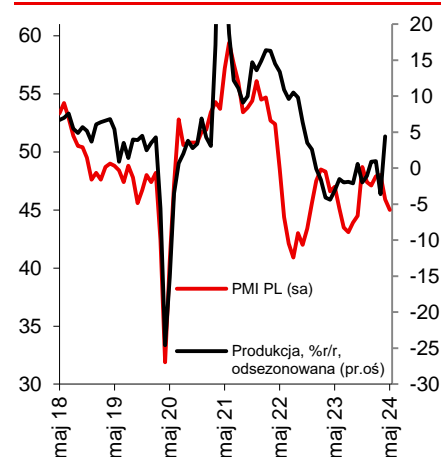
Wskaźniki PMI dla przemysłu, pkt



Źródło: S&P Global, Santander

PMI dla polskiego przemysłu nie skopiował w maju silnego ruchu w górę swojego niemieckiego odpowiednika (z 42,5 pkt do 45,4 pkt). Wskaźnik rodzi obawy o perspektywę przemysłu w tym roku. Jednocześnie jednak ostatnie realne dane, które otrzymaliśmy z sektora, były silnie pozytywną niespodzianką (wzrost produkcji przemysłowej za kwiecień o 7,9% r/r, gdy rynek spodziewał się zobaczyć 5,1%), w wielu miejscach na świecie we wskaźnikach nastrojów w przemyśle zarysował się już zakręt w górę, a w Polsce w perspektywie mamy impuls ze strony uruchomionego napływu środków unijnych. Generalnie, w ostatnich latach wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu zachowywał się antycyklicznie względem wzrostu produkcji przemysłowej. Nie liczymy na silny wkład przemysłu do wzrostu gospodarczego w tym roku, ale też nie wydaję nam się, żebyśmy zobaczyli zapaść tego sektora.

PMI dla przemysłu a wzrost produkcji przemysłowej



Źródło: S&P Global, GUS, Santander

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