

Komentarz ekonomiczny

CPI nieco powyżej prognoz, PKB poniżej

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

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

Inflacja w sierpniu zaskoczyła lekko w górę, spadając do 10,1% r/r. Formalnie nie został więc spełniony jeden z warunków sformułowanych przez prezesa NBP dla rozpoczęcia obniżek stóp (jednocyfrowy poziom CPI). Stanie się to jednak już w kolejnym miesiącu: nasza prognoza CPI na wrzesień to 8,9% r/r. Na koniec tego roku inflacja może zejść nieco poniżej 7%, ale już w przyszłym roku ten trend spadkowy mocno wyhamuje, na co wpływ będzie miało oczekiwane ożywienie gospodarki, wysoka dynamika płac, ekspansywna polityka fiskalna, ale też cofnięcie zamrożenia cen energii i zerowego VAT na żywność.

PKB w II kw. 2023 r. spadł o 0,6% r/r, nieco poniżej wstępnego szacunku. Jednak szczegółowe dane wyglądają mniej pesymistycznie niż się spodziewaliśmy. Oceniamy, że dane są spójne z naszymi oczekiwaniami, że spowolnienie w polskiej gospodarce odnotowało dotek w I poł. 2023 r. kolejne kwartały powinny przynieść ożywienie, którego głównym motorem będzie popyt krajowy. Przewidujemy kontynuację silnych wzrostów inwestycji i stopniowe odbijanie konsumpcji prywatnej, co pchnie wzrost PKB w kierunku 3% w 2024 r. z nieco poniżej 1% średnio w 2023 r.

Inflacja jednak wciąż dwucyfrowa

Inflacja CPI wyniosła w sierpniu 10,1% r/r, nieznacznie powyżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego (10,0% r/r). Ceny żywności spadły o 1,0% m/m, energii były stabilne (te liczby były zgodne z naszymi założeniami). Ceny paliw wzrosły z kolei o 1,9% m/m, nieznacznie mocniej niż zakładaliśmy, a inflacja bazowa spadła do 9,9-10,0% r/r z 10,6%, czyli trochę mniej od naszej prognozy (9,8% r/r).

Warunek obniżki stóp procentowych, wyartykułowany przez prezesa NBP Adama Glapińskiego po lipcowym posiedzeniu RPP, czyli jednocyfrowy odczyt inflacji CPI nie został spełniony w sierpniu. Naszym zdaniem prawie na pewno stanie się to we wrześniu, a nasza obecna prognoza na ten miesiąc to 8,9% r/r. Zakładamy, że RPP obetnie stopy o 25 punktów bazowych w październiku. Pierwszej obniżki już we wrześniu nie można jednak zupełnie wykluczyć, ponieważ sierpniowy odczyt inflacji, jakkolwiek powyżej 10%, to jednak potwierdza, że odczyty jednocyfrowe zaraz się pojawiają, a ostatnie dane makroekonomiczne były słabsze od prognoz (PKB w II kw., lipcowa produkcja przemysłowa).

PKB prawdopodobnie w dołku

Wzrost PKB w II kw. 2023 r. został zrewidowany w dół do -0,6% r/r wobec wstępnego szacunku -0,5%, zaprezentowanego przez GUS dwa tygodnie temu. Jeśli jednak zagłębić się w szczegóły to dane wyglądałyby mniej pesymistycznie niż się spodziewaliśmy.

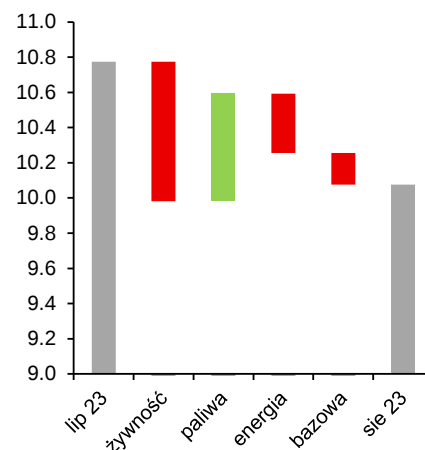
Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2021	2022	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
PKB	6.9	5.1	6.1	3.9	2.3	-0.3	-0.6
Popyt krajowy	8.5	5.1	7.2	3.1	0.6	-5.2	-4.1
Spożycie ogółem	5.8	2.0	5.3	0.9	-3.3	-1.6	-1.5
Spożycie indywidualne	6.2	3.3	6.7	1.1	-1.1	-2.0	-2.7
Spożycie publiczne	5.0	-2.0	1.3	0.4	-8.7	-0.5	2.6
Akumulacja brutto	19.4	15.9	14.6	10.5	10.4	-18.4	-14.3
Nakłady brutto na środki trwałe	1.2	5.0	7.1	2.5	5.4	5.5	7.9
Zmiana zapasów *	3.4	2.6	1.6	2.0	1.7	-4.6	-4.1
Eksport netto *	-1.1	0.2	-0.6	0.9	1.8	4.8	3.4

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

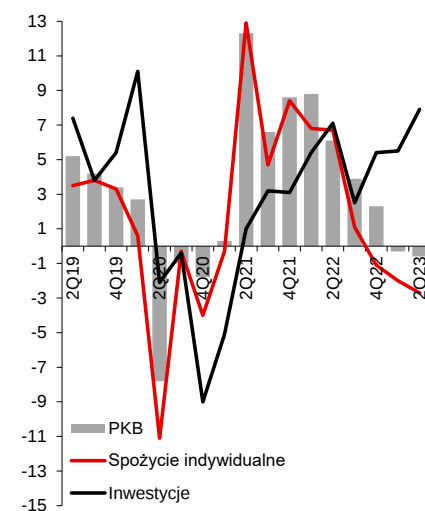
Źródło: GUS, Santander

Zmiana inflacji CPI, dekompozycja, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

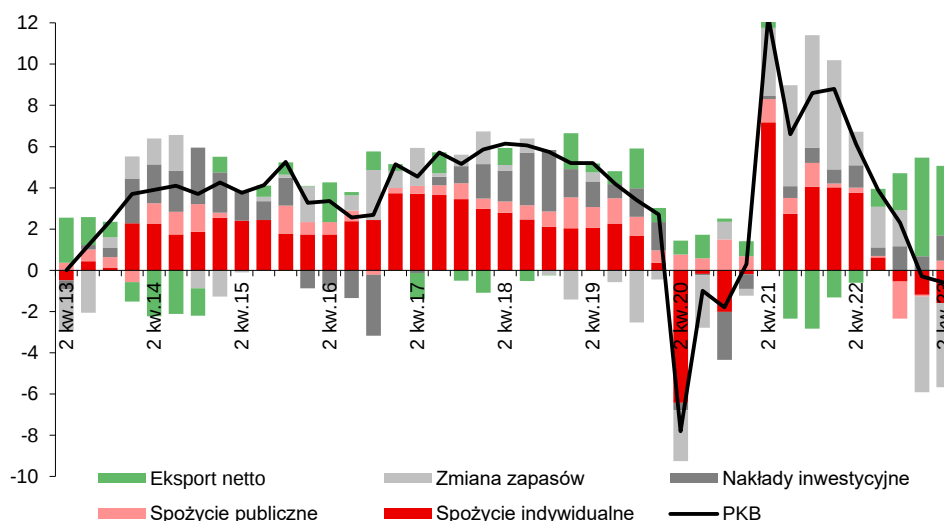
a.l. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Białas 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Popyt krajowy spadł o -4,1% r/r wobec -5,2% w I kw., konsumpcja prywatna obniżyła się o -2,7% r/r (-2,0% w I kw.) choć obawialiśmy się głębszego spadku. Inwestycje przyspieszyły do 7,9% r/r (z 5,5% w I kw.) i jest to kolejny zaskakująco dobry wynik jak na okoliczności (dotek cyklu koniunkturalnego, środowisko wysokich stóp procentowych, perspektywa umiarkowanego globalnego odbicia i niepewność z tym związana). Zmiana zapasów obniżyła wzrost PKB w II kw. o 3,8 pkt. proc., natomiast wkład eksportu netto był dodatni (+3,1 pkt. proc.), ale mniejszy niż zakładaliśmy na bazie znacznej poprawy salda handlu zagranicznego w porównaniu z ubiegłym rokiem.

GUS zrewidował dane wyrównane sezonowo, dzięki czemu teraz wykazują nieco mniejszą zmienność z kwartału na kwartał: dynamikę PKB w II kw. pokazano na -2,2% kw/kw, podczas gdy wstępne dane mówiły o -3,7%, za to wynik w I kw. zmieniono na +1,6% kw/kw z +3,8%. Nadal mamy jednak wątpliwości, na ile udało się w nich odzwierciedlić rzeczywiste trendy w gospodarce. Co ciekawe, zaprezentowane dziś dane pokazują, że konsumpcja prywatna zanotowała dwa kwartały z rzędu poprawy w ujęciu kw/kw po wyrównaniu sezonowym, podczas gdy przed rewizją dane za I kw. pokazywały, że wciąż silnie spadała.

Generalnie, oceniamy, że dane są zgodne z naszym długo utrzymywanym poglądem, że spowolnienie w polskiej gospodarce odnotowało dotek w I poł. 2023 r. a gospodarka powinna zacząć odrabiać straty w nadchodzących kwartałach, przy czym głównym motorem będzie ożywienie popytu krajowego. Przewidujemy kontynuację silnych wzrostów inwestycji i stopniowe odbijanie konsumpcji prywatnej, co doprowadzi wzrost PKB do 3% w 2024 r. z nieco poniżej 1% średnio w 2023 r.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

Po stronie wartości dodanej widać potwierdzenie słabej koniunktury w przemyśle (-1,2% r/r, a w ujęciu kw/kw odsezonowanym to już trzeci spadek z rzędu, tym razem o 1,4%) oraz transporcie i magazynowaniu (-4,9% r/r, -15,0% kw/kw). Pogłębił się też spadek wartości dodanej w handlu i naprawach (do -6,9% r/r z -4,4% w I kw., -2,6% kw/kw po odsezonowaniu). Za to pozostałe kategorie usługowe potraktowane łącznie pokazały wzrost o 4,6% r/r wobec 4,7% r/r w I kw. i 4,9% r/r średnio w II półroczu ub.r. – to solidny wynik, zważywszy na to, że w poprzednich dotkach koniunkturalnych ten wzrost zwykle niemal cały zanikał.

Ciekawostką jest fakt, że pomimo ujemnego wzrostu PKB w obydwu pierwszych kwartałach 2023 r., wzrost wartości dodanej ogółem w tym okresie był dodatni (0,7% r/r w I kw., 0,5% r/r w II kw.). Różnica między tymi wartościami wyniosła 1,0 punktu procentowego w I kw. i 1,1 pp w II kw. i była rekordowo wysoka. PKB jest równy wartości dodanej w gospodarce plus podatki od produktów minus subsydia od produktów. I naszym zdaniem to nietypowe zachowanie wynika to przede wszystkim ze wzrostu subsydiów produktowych w ostatnich kwartałach, przede wszystkim poprzez dopłaty do zużytych energii i gazu. Subsydia powodują obniżenie kosztów firm, przez co umożliwiają rachunkowe zwiększenie wartości dodanej. Do PKB wchodzą one jednak ze znakiem ujemnym, więc efekt netto jest zerowy.

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