

Komentarz ekonomiczny

Łabędzi śpiew ożywienia, inflacja nie odpuszcza

Piotr Bielski, tel. +48 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, +48 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

Wzrost PKB w I kwartale 2022 r. przyspieszył do 8,5% r/r. Dość słabo wypadł popyt konsumpcyjny, za to bardzo pozytywnym zaskoczeniem okazały się inwestycje. Czynnikiem który najmocniej przyczynił się do wzrostu PKB była zmiana zapasów. Silny wzrost w I kwartale oceniamy jako łabędzi śpiew wyjątkowo dynamicznego ożywienia wzrostu gospodarczego po pandemii. W kolejnych kwartałach spodziewamy się hamowania dynamiki PKB które może nas zaprowadzić do technicznej recesji w II półroczu. W efekcie, roczna dynamika PKB może się obniżyć z 8,5% r/r w I kw. do ok. 1% r/r w ostatnim kwartale roku. Będzie to tworzyło niski punkt startowy dla wzrostu gospodarczego w 2023 r. Wstępny odczyt CPI za maj pokazał skok do 13,9% r/r z 12,4% - choć inflacja okazała się oczko niższa od naszej prognozy to i tak musimy uznać, że majowe dane to solidny argument za restrykcyjną polityką monetarną z uwagi na zaskakująco silne przyspieszenie inflacji bazowej. Naszym zdaniem RPP 8 czerwca podniesie stopy o 75 pb.

Łabędzi śpiew ożywienia PKB?

Wzrost PKB w I kwartale 2022 r. przyspieszył do 8,5% r/r, zgodnie z wstępnym odczytem podanym dwa tygodnie temu. W ujęciu kwartału do kwartału (po odsezonowaniu) było to 2,5%, tj. o 0,1pp więcej niż we wstępnym odczycie. To bardzo dobry wynik świadczący, że polska gospodarka rozpoczęła ten rok z bardzo dużym rozpędem.

Jednak struktura wzrostu PKB nie była już tak jednoznacznie zachwycająca. Wbrew naszym oczekiwaniom, dość słabo wypadł popyt konsumpcyjny, rosnąc o 6,6% r/r, co odpowiada zmianie po korekcie sezonowej o zaledwie 0,6% kw/kw. To oznacza drugi z rzędu kwartał kiedy dynamika spożycia gospodarstw domowych okazała się rozczarowaniem (w IV kw. 2021 zanotowała spadek o 1,4% kw/kw). Wygląda na to, że jeszcze przed wybuchem wojny w Ukrainie konsumenci wykazywali mniejszą niż zakładaliśmy skłonność do wydawania w obliczu szybko rosnącej inflacji.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
PKB	-2.2	5.9	-0.6	11.3	5.5	7.6	8.5
Popyt krajowy	-2.9	7.6	-0.5	11.8	8.2	10.9	13.2
Spożycie ogółem	-1.0	5.3	0.3	10.6	4.2	6.7	5.1
Spożycie indywidualne	-3.0	6.1	-0.2	13.0	4.7	8.0	6.6
Spożycie publiczne	4.9	3.4	2.4	4.2	2.8	4.0	0.6
Akumulacja brutto	-10.2	17.7	-4.6	17.2	27.3	24.1	57.3
Nakłady brutto na środki trwałe	-4.9	3.8	-1.3	3.0	6.6	5.2	4.3
Zmiana zapasów *	-1.1	2.4	-0.5	2.4	3.3	4.2	7.7
Eksport netto *	0.6	-1.2	-0.2	0.4	-2.1	-2.6	-3.6

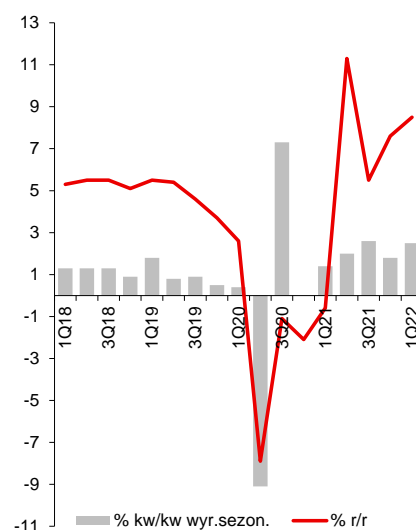
* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

Źródło: GUS, Santander

Jednocześnie bardzo pozytywnym zaskoczeniem okazały się inwestycje, rosnąc o 11,5% kw/kw po odsezonowaniu. Warto przypomnieć, że analogiczny skok w górę inwestycji (11,9% kw/kw) wystąpił też w I kw. 2021, dlatego ich roczna dynamika w I kw. 2022 delikatnie spowolniła. Rok temu ten wyjątkowy wyskok okazał się przejściowy i teraz trudno oczekiwać, że będzie inaczej. Dodatkowo, wybuch wojny w Ukrainie najprawdopodobniej mocno przygasi skłonność firm do inwestowania (mocny wzrost kosztów, wzrost niepewności, wzrost stóp procentowych).

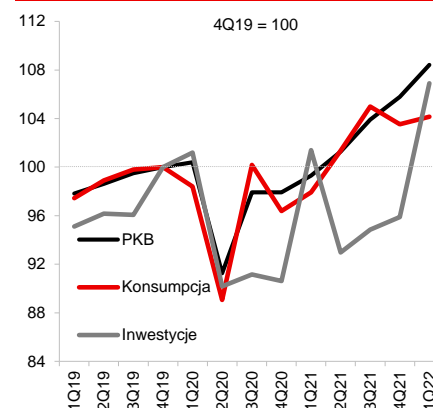
Czynnikiem który najmocniej przyczynił się do wzrostu PKB w I kw. (odpowiadając za aż 7,7 pkt. proc.) była zmiana zapasów. Można się spodziewać, że proces budowy zapasów jeszcze się nie zakończył, ponieważ firmy w warunkach ogólnej niepewności i

Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander

Poziom PKB, konsumpcji i inwestycji (4Q19=100, wyr. sezon.)



Źródło: GUS, Santander

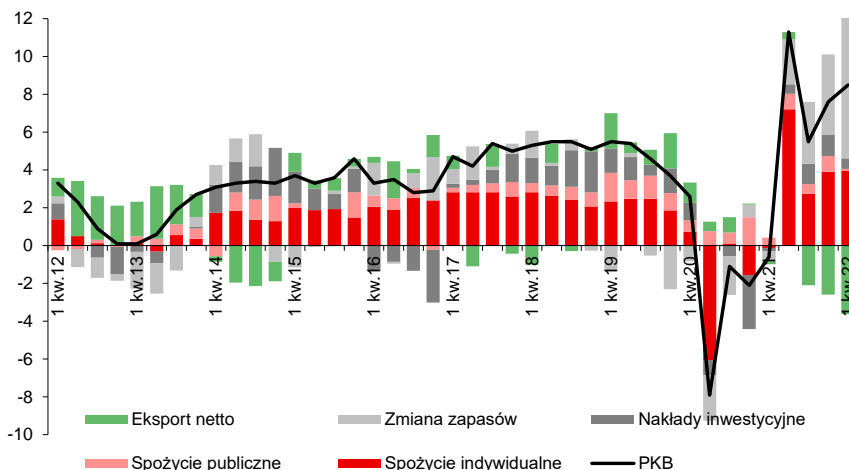
Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Jarosław Kosaty 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

przerw w łańcuchach dostaw będą dalej odchodzić od modelu just-in-time, ale wkład tego czynnika do wzrostu PKB będzie zapewne stopniowo się obniżał.

Eksport netto odjął 3,8 pkt. proc. od wzrostu PKB, do czego przyczyniła się w większym stopniu słabość eksportu niż wzrost importu. Ta składowa w kolejnych kwartałach będzie dalej obniżać dynamikę PKB.

Struktura wzrostu PKB – strona popytowa (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

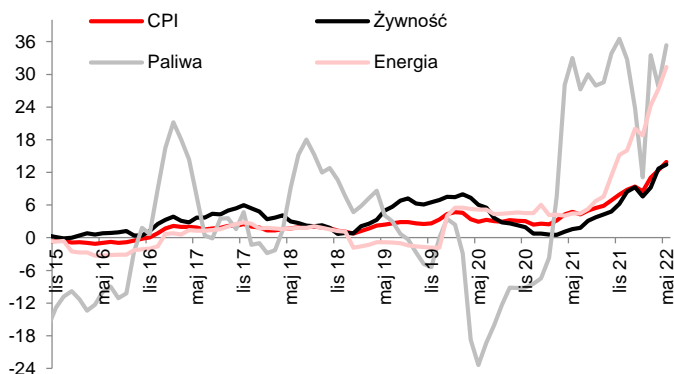
Po stronie wartości dodanej wyniki I kwartału były nieco mniej imponujące, choć nadal dobre. Wartość dodana brutto wzrosła o 1,8% kw/kw s.a. najbardziej w handlu i naprawach, budownictwie i transporcie (odsezonowane dynamiki kw/kw w przedziale 4%-5,5%), nieźle również w przemyśle (2,5% kw/kw). Bardzo dużym negatywnym zaskoczeniem jest kolejny mocny spadek w zakwaterowaniu i gastronomii (-24,8% kw/kw), co trudno wyjaśnić biorąc pod uwagę luzowanie restrykcji pandemicznych.

W sumie, bardzo dobre dane o PKB za I kwartał oceniamy jako łąbodzi śpiew wyjątkowo dynamicznego ożywienia wzrostu gospodarczego po pandemii. W kolejnych kwartałach spodziewamy się hamowania dynamiki PKB które może nas zaprowadzić do technicznej recesji w II półroczu. W efekcie, roczna dynamika PKB może się obniżyć z 8,5% r/r w I kw. do ok. 1% r/r w ostatnim kwartale roku. Będzie to tworzyło niski punkt startowy dla wzrostu gospodarczego w 2023 r.

Trend inflacyjny w maju jeszcze się wzmocnił

Wstępny odczyt inflacji CPI za maj pokazał skok do 13,9% r/r z 12,4%, przy ruchu cen m/m o +1,7%. Konsensus rynkowy był podzielony przed publikacją – mediana była w okolicy 13,5%, ale było też wiele prognoz (w tym nasza) wskazujących na ok. 14%.

Inflacja CPI i główne składniki, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Dla nas największym zaskoczeniem był wzrost inflacji bazowej prawdopodobnie aż do 8,5% r/r zamiast zakładanych przez nas 8,2%. To nowy rekord. Z drugiej strony inflacja cen żywności okazała się dość łagodna (+1,3% m/m wobec naszych szacunków +2,5%) po ogromnym kwietniowym wzroście o 4,1% m/m (najprawdopodobniej wzmocnionym przez

Wielkanoc i popyt ze strony Ukraińców). Ceny paliw poszły w maju w górę o 5% (zakładaliśmy +6,5% m/m) a ceny energii o 3,4% choć zakładaliśmy, że ten składnik CPI będzie już wytracał rozpęd - prognozowaliśmy +1,1% m/m przy poprzednich dwóch odczytach wynoszących 2,4% w kwietniu i 4,7% w marcu.

Inflacja może przejść powyżej 15% r/r w czerwcu po czym jej ścieżka powinna w naszym odczuciu zrobić się bardziej płaska. Być może pod koniec br. presja cenowa będzie już nieco mniejsza – nasza obecna prognoza inflacji na grudzień to ok. 14% r/r.

Zaskoczenie w górę inflacją bazową podpowiada, że walka z bardzo wysoką inflacją będzie jeszcze trudniejsza, co może podbijać jeszcze wyżej oczekiwania co do dalszych podwyżek stóp. Choć inflacja CPI okazała się oczko niższa od naszej prognozy to i tak musimy uznać, że majowe dane to silny argument za restrykcyjną polityką monetarną. Naszym zdaniem RPP 8 czerwca podniesie stopy o 75 pb.

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