

## Komentarz ekonomiczny

### Gospodarka hamuje, inflacja w górę

Piotr Bielski, tel. +48 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Marcin Luźniński, tel. +48 510 027 662, [marcin.luzinski@santander.pl](mailto:marcin.luzinski@santander.pl)

Wzrost PKB w II kw. 22 wyniósł 5,5% r/r (rewizja w górę z 5,3% we wstępnym odczycie), wobec 8,5% r/r w I kw. Wyrównany sezonowo PKB skurczył się o 2,1% kw/kw, co nadal jest bardzo słabym wynikiem, ale dane są nieco lepsze niż wskazywał wstępny odczyt (-2,3% kw/kw). Struktura wzrostu wygląda nieco lepiej od oczekiwań, zarówno konsumpcja jak i inwestycje radziły sobie całkiem nieźle. Sądzymy, że w najbliższych kwartalach gospodarka będzie dalej hamować. Korekta zapasów będzie zapewne kontynuowana, możliwa jest też stopniowa erozja konsumpcji i inwestycji z powodu szoku energetycznego, szoku stóp procentowych i pogorszenia nastrojów wobec rosnących obaw o potencjalne niedobory energii. W efekcie dwa pozostałe kwartały 2022 r. mogą przynieść lekkie spadki PKB (kw/kw, w ujęciu odsezonowanym), co sprawi, że w IV kw. 22 roczna dynamika PKB znajdzie się poniżej zera. Nadal liczymy, że w przyszłym roku możliwe jest stopniowe ożywienie gospodarcze, jednak średni wzrost PKB wyniesie prawdopodobnie poniżej 1%.

Inflacja CPI skoczyła w sierpniu do 16,1% r/r, wyraźnie przekraczając prognozy. Wygląda na to, że wszystkie główne kategorie zaskoczyły na plus, a inflacja bazowa wzrosła do 9,9-10,0% r/r z 9,5% r/r w lipcu (nowy rekord). Choć nadal oczekujemy lekkiego spadku CPI w najbliższych miesiącach, sierpniowy odczyt przesunął całą ścieżkę w górę, a spadek poniżej 15% w tym roku staje się coraz mniej prawdopodobny. Zarówno dane o CPI, jak i o PKB przemawiają naszym zdaniem za tym, że RPP podniesie stopy o 25 pb we wrześniu.

#### Wzrost PKB niżej głównie przez zapasy

Wzrost PKB w II kw. 22 wyniósł 5,5% r/r (rewizja w górę z 5,3% we wstępnym odczycie), wobec 8,5% r/r w I kw. Wyrównany sezonowo PKB skurczył się o 2,1% kw/kw, co nadal jest bardzo negatywnym odczytem, ale dane są nieco lepsze niż wskazywał wstępny odczyt (-2,3% kw/kw).

Struktura wzrostu PKB wygląda nieco lepiej od oczekiwań. W szczególności, konsumpcja prywatna wzrosła o 6,4% r/r (wobec 6,6% w I kw.), a w ujęciu wyrównanym sezonowo podskoczyła o 2,1% kw/kw (po 0,9% w I kw.). Pokazuje to, że pomimo pogarszających się nastrojów konsumenckich i kurczącej się siły nabywczej dochodów z pracy, gospodarstwa domowe wciąż zwiększały swoje wydatki w I półroczu, prawdopodobnie kosztem niższej stopy oszczędności.

#### Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

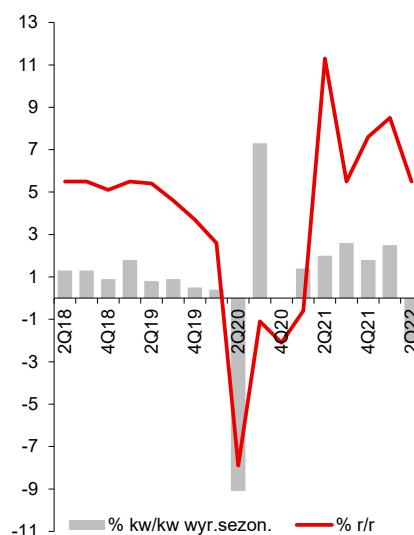
	2020	2021	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
PKB	-2.2	5.9	11.3	5.5	7.6	8.5	5.5
Popyt krajowy	-2.9	7.6	11.8	8.2	10.9	13.2	7.2
Spożycie ogółem	-1.0	5.3	10.6	4.2	6.7	5.1	4.9
Spożycie indywidualne	-3.0	6.1	13.0	4.7	8.0	6.6	6.4
Spożycie publiczne	4.9	3.4	4.2	2.8	4.0	0.6	0.8
Akumulacja brutto	-10.2	17.7	17.2	27.3	24.1	57.3	16.7
Nakłady brutto na środki trwałe	-4.9	3.8	3.0	6.6	5.2	4.3	7.1
Zmiana zapasów *	-1.1	2.4	2.4	3.3	4.2	7.7	1.9
Eksport netto *	0.6	-1.2	0.4	-2.1	-2.6	-3.6	-1.2

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

Źródło: GUS, Santander

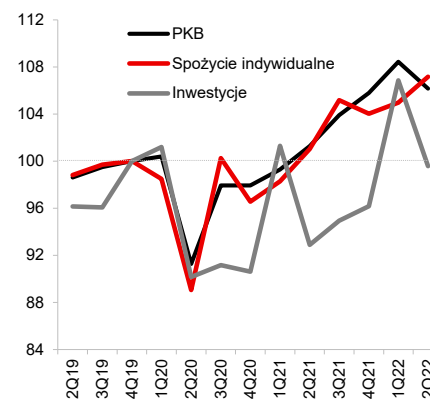
Inwestycje również były solidne i przyspieszyły do 7,1% r/r (najwyżej od I kw. 20), co potwierdza pozytywne sygnały o nakładach inwestycyjnych w dużych firmach i samorządach. Ich poziom wyrównany sezonowo znacząco spadł (-6,8% kw/kw), ale naszym zdaniem może to być związane ze zmianą wzorca sezonowego, która jest widoczna od 2020

#### Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander

#### Poziom PKB i głównych składowych w ujęciu odsezonowanym, 4Q19=100



Źródło: GUS, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)

www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)

Piotr Bielski 691 393 119

Jarosław Kosaty 887 842 480

Marcin Luźniński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

r. (powtarza się co roku od tego czasu), co wciąż nie zostało wychwycone przez GUS-owski mechanizm korekty sezonowej.

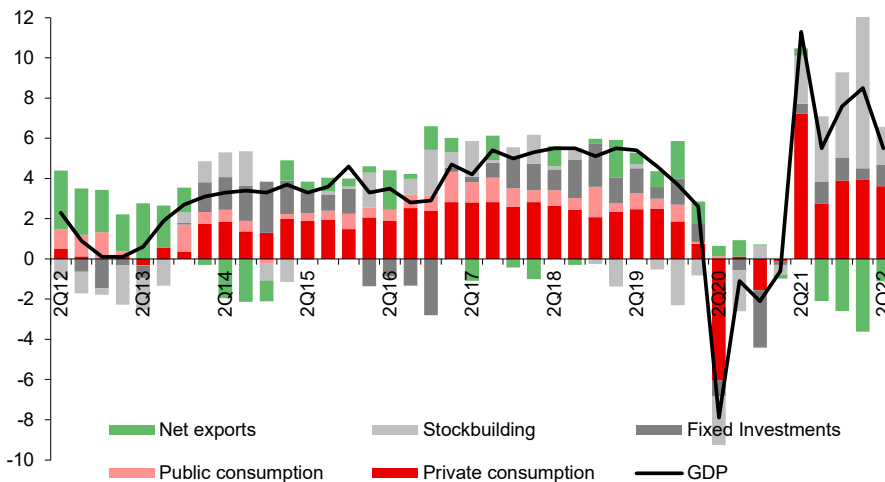
Wydaje się, że winę za spadek PKB (w ujęciu odsezonowanym) w II kw. ponoszą głównie zapasy, przez które akumulacja brutto spadła aż o 27,7% kw/kw. Wkład zapasów we wzrost PKB r/r był wciąż pozytywny (+1,9 pp, wobec 7,7 w I kw.), ale naszym zdaniem w kolejnych kwartalach spadnie na minus, gdyż w obliczu wszechobecnego sygnału chłodzenia popytu nie ma dużych szans na powrót do masowej odbudowy zapasów.

Eksport netto odjął 1,2 pp od wzrostu PKB, po -3,8 w 1Q, przy przyspieszającym eksporcie i lekko spowalniającym imporcie.

Po stronie podaży niemal wszystkie główne sektory odnotowały spowolnienie wzrostu wartości dodanej wobec I kw. Największe spowolnienie zarejestrowały przemysł (do 8,8% r/r z 15,1% r/r w I kw.) i budownictwo (5,3% r/r z 17,4% r/r), odjąwszy razem 2,1 pp od rocznego tempa wzrostu PKB z I kw. Mimo to, przemysł zdołał odnotować dodatnią dynamikę kw/kw na poziomie 0,6%, podczas gdy wartość dodana w budownictwie spadła o 1,3% kw/kw. Sądzymy, że w kolejnych kwartalach te dwa sektory będą dalej zwalniać. Wartość dodana w zakwaterowaniu i gastronomii wzrosła w II kw. 22 o 3,1% r/r, a jej skorygowany sezonowo wolumen nadal pozostaje znacznie poniżej poziomu sprzed kryzysu covidowego (na poziomie ok. 1/3 średniej z 2019 r.), co uważamy za zaskakujące, zwłaszcza, że raportowany ruch turystyczny wrócił do poziomów z 2019 r.

Dane o PKB - choć wciąż nie są dobrą wiadomością - nie wyglądają tak źle, jak potencjalnie można było zakładać po dramatycznie słabym odczycie wstępnym. Sądzymy jednak, że w najbliższych kwartalach gospodarka będzie dalej hamować. Korekta zapasów będzie prawdopodobnie kontynuowana, możliwa jest też stopniowa erozja konsumpcji i inwestycji z powodu szoku energetycznego, szoku stóp procentowych i pogorszenia nastrojów wobec narastania obaw o potencjalne braki energii.

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

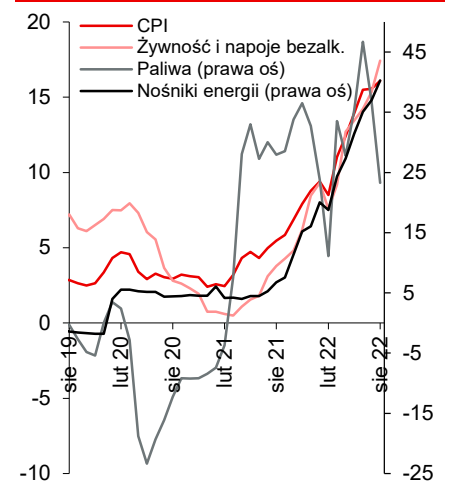


Źródło: GUS, Santander

### Inflacja znowu powyżej oczekiwań

Inflacja CPI skoczyła w sierpniu do 16,1% r/r z 15,6% r/r w lipcu, podczas gdy my i rynek oczekiwaliśmy niewielkiego spadku do 15,4% r/r. Wygląda na to, że wszystkie główne kategorie zaskoczyły na plus, ceny żywności wzrosły o 1,6% m/m (prawdopodobnie napędzane przez cukier), ceny energii o 3,7% m/m (podejrzewamy ceny węgla i ciepła), a inflacja bazowa wzrosła do 9,9-10,0% r/r z 9,5% r/r w lipcu (nowy rekord). Choć nadal oczekujemy spadku CPI w kolejnych miesiącach, to odczyt przesunął całą ścieżkę na najbliższe miesiące - spadek poniżej 15% w tym roku staje się teraz mało prawdopodobny. Odczyt wspiera naszą prognozę, że RPP podniesie stopy o 25 pb we wrześniu.

### Wybrane składniki inflacji, % r/r



Źródło: 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*