

Komentarz ekonomiczny

Popyt krajowy w recesji, CPI szybko w dół

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

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

PKB w I kw. 2023 r. spadł o 0,3% r/r. PKB wyrównany sezonowo wzrósł o 3,8% kw/kw, po odnotowaniu -2,3% kw/kw w IV kw. 2022 r. Struktura wzrostu ujawniła znaczną słabość popytu krajowego na początku roku: -5,2% r/r, co jest drugim największym spadkiem w historii dostępnych danych. Konsumpcja prywatna spadła o 2,0% r/r, tyle ile oczekiwaliśmy, podczas gdy inwestycje wzrosły o 5,5% r/r, nieco więcej niż szacowaliśmy. Gwałtownie skurczyły się zapasy. Zostało to z nawiązką zniwelowane przez poprawę eksportu netto. W kolejnych kwartatach będziemy prawdopodobnie świadkami stopniowego odbicia gospodarczego.

Inflacja CPI obniżyła się w maju do 13,0% r/r z 14,7% r/r w kwietniu czym zaskoczyła w dół, w tym najmocniej inflacja bazowa, prawdopodobnie schodząc do 11,4% r/r z 12,2%. Spodziewamy się dalszych spadków inflacji w kolejnych miesiącach. Rosną szanse, że CPI na koniec roku zejdzie do poziomu jednocyfrowego, chociaż naszym zdaniem będzie nadal zbliżona do 10%.

Inflacja CPI poniżej oczekiwań

Inflacja CPI obniżyła się w maju do 13,0% r/r z 14,7% r/r w kwietniu i była niższa od prognoz (my i konsensus: 13,4% r/r). Ceny żywności wzrosły o 0,6% m/m, paliw spadły o 4,8% m/m, a energii obniżyły się o 0,5% m/m. Kategorie te były nieco niższe od naszych szacunków. Najmocniej natomiast zaskoczyła inflacja bazowa, która – według naszych szacunków – spadła do 11,4% r/r z 12,2% r/r. Spodziewamy się dalszych spadków inflacji w kolejnych miesiącach. Rosną szanse, że CPI na koniec roku zejdzie do poziomu jednocyfrowego, chociaż naszym zdaniem będzie nadal zbliżona do 10%.

Minimalny spadek PKB i ogromny spadek popytu krajowego

PKB w I kw. 2023 r. spadł o 0,3% r/r (wobec wstępnego szacunku opublikowanego dwa tygodnie temu -0,2% r/r). PKB wyrównany sezonowo wzrósł o 3,8% kw/kw, po odnotowaniu -2,3% kw/kw w IV kw. 2022 r.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

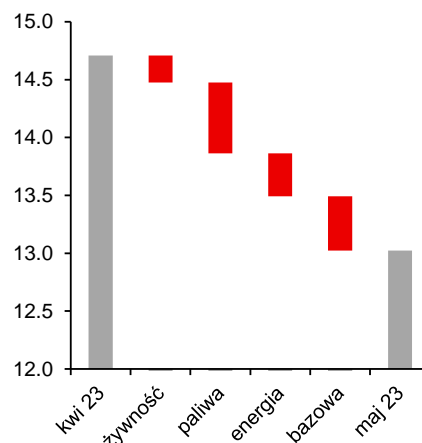
	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
PKB	6.9	5.1	8.8	6.1	3.9	2.3	-0.3
Popyt krajowy	8.5	5.1	10.8	7.2	3.1	0.6	-5.2
Spożycie ogółem	5.8	2.0	5.4	5.3	0.9	-3.3	-1.6
Spożycie indywidualne	6.2	3.3	6.8	6.7	1.1	-1.1	-2.0
Spożycie publiczne	5.0	-2.0	1.0	1.3	0.4	-8.7	-0.5
Akumulacja brutto	19.4	15.9	36.9	14.6	10.5	10.4	-18.4
Nakłady brutto na środki trwałe	1.2	5.0	5.4	7.1	2.5	5.4	5.5
Zmiana zapasów *	3.4	2.6	5.3	1.7	2.0	1.7	-4.1
Eksport netto *	-1.1	0.2	-1.4	-0.7	0.8	1.7	4.3

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

Źródło: GUS, Santander

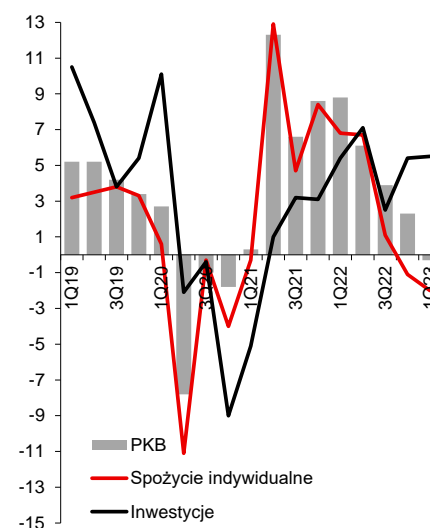
Struktura wzrostu ujawniła znaczną słabość popytu krajowego na początku roku: -5,2% r/r, co jest drugim największym spadkiem w historii dostępnych danych, po pandemicznym II kw. 2020 r. W ujęciu wyrównanym sezonowo popyt krajowy spadł o 2,1% kw/kw, po spadku o 2,9% w IV kw. 2022 r., co oznacza jego formalne wejście w techniczną recesję. Konsumpcja prywatna spadła o 2,0% r/r, tyle ile oczekiwaliśmy, podczas gdy inwestycje wzrosły o 5,5% r/r, nieco więcej niż szacowaliśmy. Zapasy skurczyły się gwałtownie w I kw. 2023 r., ściągnąjąc wzrost PKB w dół o 4,1 punktu procentowego. Od dłuższego czasu spodziewaliśmy się korekty zapasów, ale jej skala w I kw. przekroczyła nasze oczekiwania. Z drugiej strony, zostało to z nawiązką zniwelowane przez poprawę eksportu netto, którego wkład do wzrostu PKB wyniósł +4,3 pkt. proc. Dane sugerują, że wyraźna poprawa bilansu

Zmiana inflacji CPI, dekompozycja, % r/r



Źródło: GUS, Santander

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

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

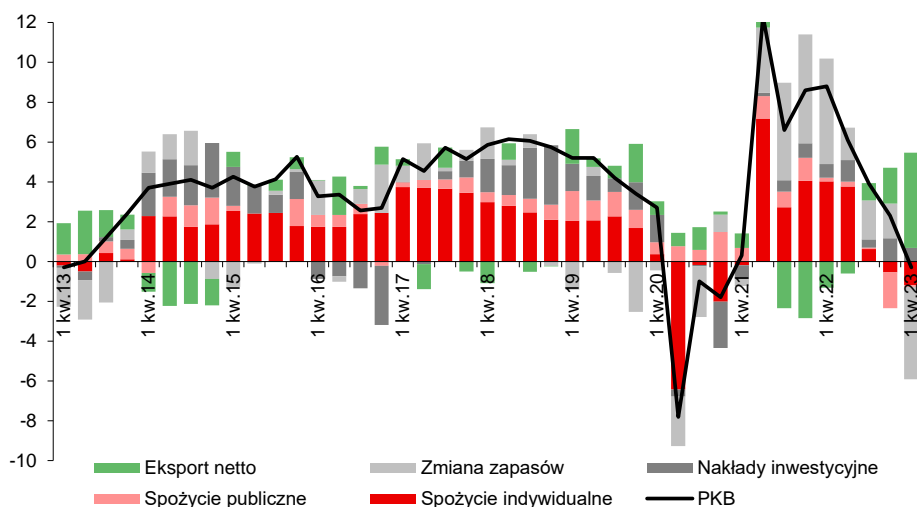
Marcin Luzziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

płatniczego Polski była nie tylko efektem poprawy terms of trade (czyli relacji cen w eksporcie i imporcie), ale także konsekwencją spadku importu w cenach stałych (-4,6% r/r).

Wzrost PKB w I kw. 2023 r. był zaskakująco mocny (nasza prognoza sprzed kilku tygodni wynosiła -1,5% r/r, konsensus rynkowy -0,8% r/r), a jego struktura wydaje się być spójna z naszym poglądem, że w kolejnych kwartałach będziemy prawdopodobnie świadkami stopniowego odbicia gospodarczego. Nadal widzimy powody, by sądzić, że konsumpcja prywatna pokaże odbicie od dna jeszcze w tym roku. Korekta zapasów rozpoczęła się później niż przewidywaliśmy i może pójść dalej, ale miejsca nie jest już dużo, jeśli mamy rację co do zbliżającego się zwrotu w popycie konsumpcyjnym. Inwestycje mogą spowalniać, ale powinny nadal wspierać wzrost gospodarczy w tym roku, podczas gdy wkład eksportu netto powinien osłabnąć w nadchodzących kwartałach. W sumie utrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w 2023 r. na poziomie około 1,0% r/r. Drugi kwartał może być nadal bliski zera r/r (ujemny w ujęciu kw/kw s.a.), ale w drugiej połowie roku spodziewamy się wyraźniejszego odbicia.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

Spojrzenie na PKB od strony wartości dodanej nie daje obrazu łatwego w interpretacji. Dane niewyrównane sezonowo w ujęciu rok-do-roku podlegają silnym efektom bazowym, natomiast odsezonowane kw/kw wykazują bardzo nieintuicyjne zmiany. Najmniej wątpliwości budzi sytuacja w przemyśle, gdzie niezależnie od ujęcia widać spadek aktywności. Lepiej od naszych szacunków poradziły sobie handel (mimo słabości konsumpcji), transport (mimo słabości przemysłu i eksportu) i obsługa nieruchomości, z kolei ponownie mocno rozczarowały wyniki branży hotelowo-gastronomicznej.

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