

Komentarz ekonomiczny

Słaba konsumpcja w III kw., spadek inflacji CPI

Marcin Luźniński, +48 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

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

Wzrost PKB Polski w III kw. 22 wyniósł 3,6% r/r (zrewidowany w górę wobec wstępnego odczytu 3,5%) wobec 5,8% r/r w II kw. Struktura wzrostu wygląda gorzej niż się spodziewaliśmy: zarówno konsumpcja prywatna, jak i inwestycje uległy silnemu spowolnieniu. Sądzymy, że w najbliższych kwartałach gospodarka będzie dalej hamować z powodu pogorszenia nastrojów, wysokich stóp procentowych i potencjalnych niedoborów energii. Oczekujemy, że IV kw. 2022 r. i I kw. 2023 r. pokażą ujemną dynamikę kw/kw. W I kw. 2023 r. możliwy jest również wyraźny ujemny odczyt r/r. Stopniowe ożywienie gospodarcze powinno pojawić się w II poł. 2023 r., ale wzrost PKB w całym 2023 r. może być bliski zeru.

Inflacja CPI obniżyta się w listopadzie do 17,4% r/r z 17,9% r/r w październiku, wobec naszych i rynkowych prognoz lekkiego wzrostu do 18,0% r/r. Roczny wskaźnik CPI obniżył się po raz pierwszy od lutego. Uważamy, że w grudniu inflacja pozostanie blisko listopadowego poziomu, na początku 2023 r. możliwe jest odbicie związane z cofnięciem „Tarczy Antyinflacyjnej”. Nie mamy jeszcze kompletu informacji nt. usuwania „Tarczy” i nowych rozwiązań, ale naszym zdaniem inflacja może przebić 20% w lutym zanim wejdzie w trend spadkowy i obniży się w okolice 10% pod koniec 2023 r.

Dane wspierają postawę RPP stabilizacji stóp procentowych.

Wzrost PKB stracił wsparcie konsumpcji i inwestycji

Wzrost PKB Polski w III kw. 22 wyniósł 3,6% r/r (zrewidowany w górę wobec wstępnego odczytu na poziomie 3,5%) wobec 5,8% r/r w II kw. Wyrównany sezonowo PKB wzrósł o 1,0% kw/kw (tu również rewizja w górę o 0,1 pkt proc. w porównaniu do wstępnego odczytu) po załamaniu o 2,3% kw/kw w II kw.

Struktura wzrostu wygląda gorzej niż się spodziewaliśmy: zarówno konsumpcja prywatna, jak i inwestycje uległy silnemu spowolnieniu. Ich łączny wkład do wzrostu gospodarczego spadł do 0,8 pkt proc. w III kw. z 4,6 pkt proc. w I i II kw. Wzrost konsumpcji prywatnej załamał się do 0,9% r/r z 6,4% r/r (oczekiwaliśmy 4,5%, listopadowa projekcja NBP zakładająca 2,1%). W ujęciu odsezonowanym oznacza to spadek o 0,7% kw/kw. Inwestycje spowolniły do 2,0% r/r z 6,6% (nasza prognoza wynosiła 5%, projekcja NBP zakładająca 4,1%) co oznacza spadek o 0,6% kw/kw. Zamiast oczekiwanego przez nas dużego spadku zapasów (który miał odjąć około 3 pkt proc. od wzrostu PKB), kategoria ta zwiększyła swój wkład do wzrostu do 2,2 pkt proc. z 1,8 pkt proc. Myśleliśmy, że wzrost PKB w III kw. będzie też w większym stopniu opierał się na eksporcie netto, ale jego wkład wyniósł zaledwie 0,6 pp.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

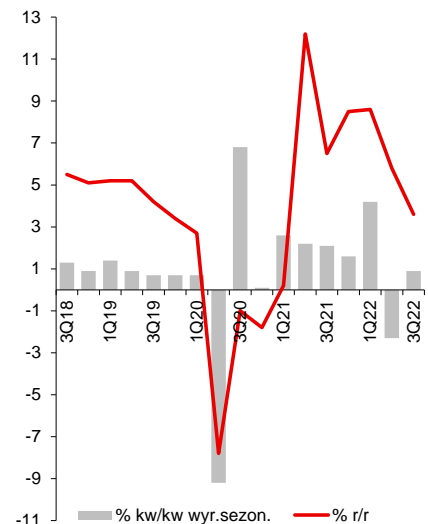
	2020	2021	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
PKB	-2.0	6.8	6.5	8.5	8.6	5.8	3.6
Popyt krajowy	-2.7	8.4	9.5	11.8	12.0	6.9	3.1
Spożycie ogółem	-1.5	5.9	4.8	7.7	5.1	4.8	0.7
Spożycie indywidualne	-3.6	6.3	4.9	8.5	6.7	6.4	0.9
Spożycie publiczne	4.9	5.0	4.4	5.6	0.3	0.6	0.1
Akumulacja brutto	-7.5	18.1	30.6	23.7	45.1	15.1	11.4
Nakłady brutto na środki trwałe	-2.3	2.1	4.1	3.8	4.7	6.6	2.0
Zmiana zapasów *	-1.1	3.0	4.5	4.8	6.6	1.8	2.2
Eksport netto *	0.6	-1.0	-2.3	-2.7	-2.5	-0.6	0.6

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

Źródło: GUS, Santander

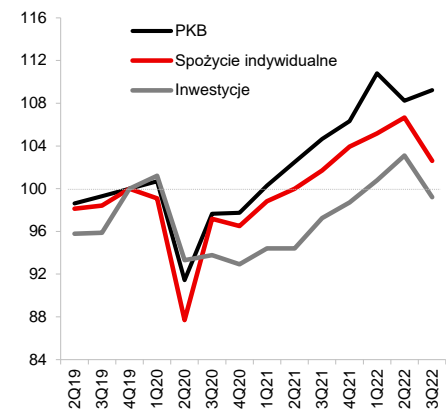
Wartość dodana wzrosła o 3,3% r/r wobec 5,6% w II kw. Przemysł pozostał głównym sektorem wspierającym wzrost gospodarczy (wkład 1,2 pkt proc. do PKB), ale zwolnił do

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

www: santander.pl/serwis-ekonomiczny

Piotr Bielski 691 393 119

Jarosław Kosaty 887 842 480

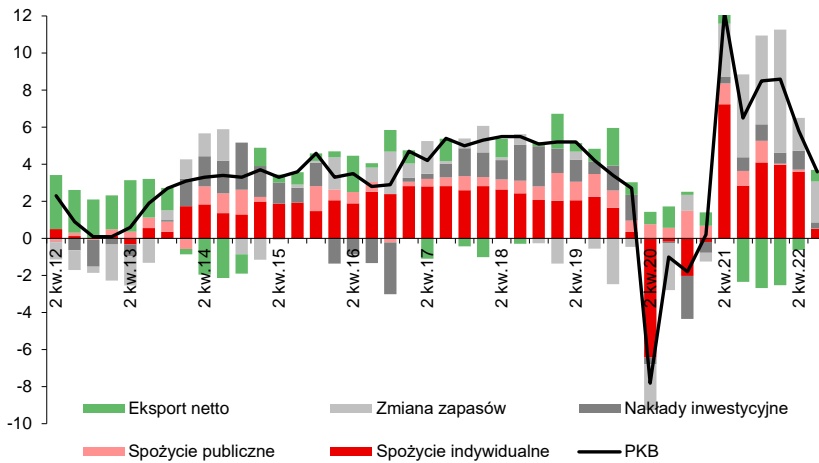
Marcin Luźniński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

6,1% r/r z 8,4% r/r. Wartość dodana w budownictwie wzrosła o 1,0% r/r (5,2% r/r w II kw.), w handlu o 0,1% r/r (5,6% r/r w II kw.) i w transporcie o 9,7% r/r (13,5% r/r w II kw.). Wyniki te były z grubsza zgodne z naszymi założeniami. Wartość dodana w restauracjach i hotelach wzrosła o 4,0% r/r po 3,1% r/r w II kw., a w ujęciu odsezonowanym o 243,4% kw/kw po spadku o 7,2% kw/kw w II kw. Ewidencją od czasu pandemii odsezonowywanie niektórych kategorii nastęrcza trudności.

Sądzimy jednak, że w najbliższych kwartałach 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 przerwy w dostawach energii. Oczekujemy, że IV kw. 2022 r. i I kw. 2023 r. pokażą ujemną dynamikę kw/kw. W I kw. 2023 r. możliwy jest również wyraźnie ujemny odczyt kw/kw. Stopniowe ożywienie gospodarcze powinno być już odczuwalne w II poł. 2023 r., ale wzrost PKB w całym 2023 r. może być bliski zeru. Zaskakująca słabość konsumpcji prywatnej będzie wzmacniać determinację RPP do utrzymywania stóp procentowych na stałym poziomie i dalszego przesuwania punktu ciężkości polityki monetarnej z CPI na spowolnienie gospodarcze.

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



Źródło: GUS, Santander

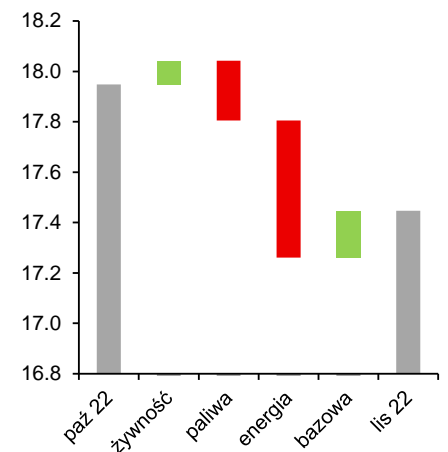
Inflacja wreszcie nieco w dół

Inflacja CPI obniżyła się w listopadzie do 17,4% r/r z 17,9% r/r w październiku, wobec naszych i rynkowych prognoz lekkiego wzrostu do 18,0% r/r. Roczny wskaźnik CPI obniżył się po raz pierwszy od lutego. Głównym bohaterem były ceny energii, które spadły o 0,1% m/m i obniżyły się po raz pierwszy od lutego. Ze względu na efekt bazy ruch ten odjął aż 0,5 punktu procentowego od rocznego wskaźnika inflacji. Nie znamy jeszcze struktury tej zmiany, ale podejrzewamy wyraźny spadek cen węgla. Ceny paliw spadły o 1,2% m/m, a żywności wzrosły o 1,6% m/m, a inflacja bazowa wzrosła wg naszych szacunków do 11,2-11,3% r/r z 11,0% r/r. Zmiany cen w tych kategoriach były co do kierunku zgodne z naszymi założeniami, ale wszystkie wskazywały na nieco niższe ceny niż oczekiwaliśmy.

Uważamy, że w grudniu inflacja pozostanie blisko listopadowego poziomu, na początku 2023 r. możliwe jest odbicie związane z cofnięciem „Tarczy Antyinflacyjnej”. Nie znamy jeszcze wszystkich szczegółów dotyczących wygaszenia „Tarczy” i nowych rozwiązań, ale naszym zdaniem inflacja może przebić 20% w lutym zanim wejdzie w trend spadkowy i obniży się w okolice 10% pod koniec 2023 r.

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

Zmiana wskaźnika inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander