

Komentarz ekonomiczny

Kiedy konsumpcja odbije?

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

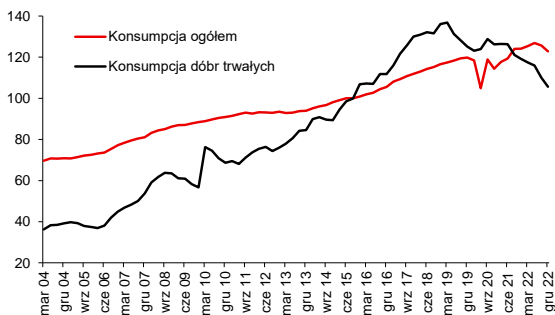
Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

W 2022 r. słabość konsumpcji była kluczowym czynnikiem stojącym za wolniejszym wzrostem PKB. W IV kw. 2022 r. konsumpcja spadła aż o 2,5% kw/kw i był to najniższy odczyt w historii tych danych, tj. od 1996 r. (o ile pominiemy okres pandemii). W styczniu i lutym bardzo słabo zaprezentowały się dane o sprzedaży detalicznej (0,1% i -5% r/r), co sugeruje, że I kwartał raczej nie przyniesie poprawy konsumpcji.

Naszym zdaniem jednak w II lub III kw. możliwe jest jej odbicie – świadczy o tym poprawa optymizmu konsumentów, ożywienie popytu na kredyt konsumpcyjny i hipoteczny. Dynamika odbicia może jednak być ograniczona przez spadek realnych dochodów do dyspozycji, wymagać zatem będzie spadku stopy oszczędności.

W 2022 r. słabość konsumpcji była głównym czynnikiem stojącym za spowolnieniem gospodarczym. Wzrost PKB obniżył się do 4,9% z 6,8%, czyli o 1,9 punktu procentowego, a wkład konsumpcji prywatnej do wzrostu zmalał do 1,7 pp z 3,5 pp, czyli o 1,8 punktu procentowego. W IV kw. 2022 r. konsumpcja prywatna była o 1,5% niższa niż rok wcześniej i 2,5% słabsza niż kwartał wcześniej (w ujęciu odsezonowanym). Był to najniższy odczyt w historii tych danych, tj. od 1996 r. (o ile pominiemy okres pandemii). Szczególnie słabo wygląda konsumpcja dóbr trwałych, która w ujęciu odsezonowanym obniża się od potowy 2021 r. Dobrom trwałym szkodziło m.in. zablokowanie łańcuchów dostaw (samochody), a ostatnio też załamanie aktywności rynku mieszkaniowego.

Konsumpcja ogółem i konsumpcja dóbr trwałych, 2015=100



Źródło: Eurostat, Santander

Przypominamy jednak, że dane GUS już wcześniej wskazywały na mocne spadki konsumpcji, które jednak w kolejnych rewizjach zniknęły, stało się tak na przykład z danymi z IV kw. 2021 r. Jakkolwiek zatem konsumpcja nie wygląda rewelacyjnie, to też nie należy się przywiązywać do obserwacji, że w IV kw. 2022 odczyt był najniższy od wielu lat.

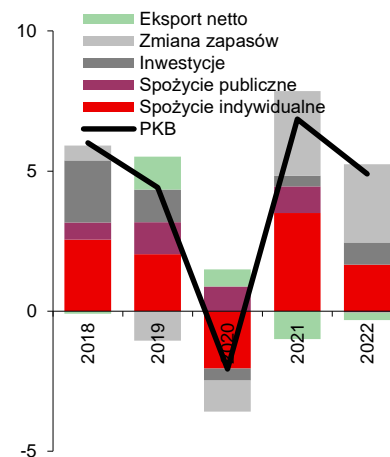
Konsumpcja wyglądała bardzo słabo pomimo pozytywnego impulsu w postaci napływu uchodźców. Siłę tego impulsu w 2022 r. oszacowaliśmy [w naszej analizie](#) na ok. 1 punkt procentowy. W 2023 r. nadal będzie on działał dodatnio w I kw. w postaci efektu bazy, ale w kolejnych kwartałach będzie dużo słabszy.

Trudno wyobrazić sobie ożywienie wzrostu PKB bez odbicia konsumpcji. Dlatego w niniejszym materiale zastanawiamy się czy i kiedy może do niego dojść.

Twarde dane z rynku detalicznego – na razie bez objawów odbicia

Dość dobrym przybliżeniem trendów w konsumpcji towarów są miesięczne dane o sprzedaży detalicznej i obrotach w handlu detalicznym – opublikowane już dane za styczeń i luty nie wskazują jednak na ożywienie, a raczej na dalsze pogłębianie dotka. Dobrze w tych danych wyglądała w zasadzie tylko sprzedaż samochodów, której sprzyjało odblokowanie łańcuchów dostaw. Więcej o lutowej sprzedaży detalicznej napisaliśmy [tutaj](#).

Wzrost PKB, dekompozycja



Źródło: GUS, Santander

Konsumpcja, % r/r – dane i nasza prognoza



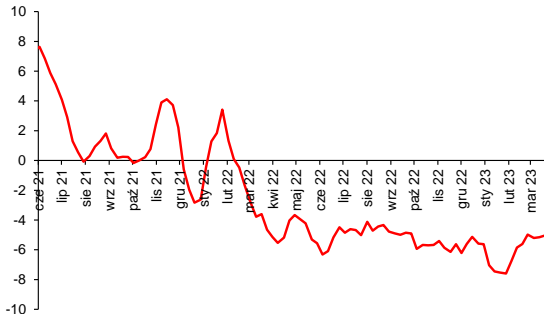
Źródło: GUS, Santander

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 Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Nasz szacunek wydatków na usługi, stworzony na podstawie transakcji kartami Santander Bank Polska wskazuje na wyraźne i pogłębiające się spadki od marca 2022 r. Zdaje się, że dno zostało osiągnięte w styczniu 2023 r., ale kolejne miesiące nie przyniosły wyraźnej poprawy.

Wydatki na usługi, % r/r, na podstawie danych z kart płatniczych



Źródło: Santander

Oznacza to, że w twardych danych opisujących dwa pierwsze miesiące roku nie widać poprawy, ani w tych dotyczących towarów, ani w tych dotyczących usług.

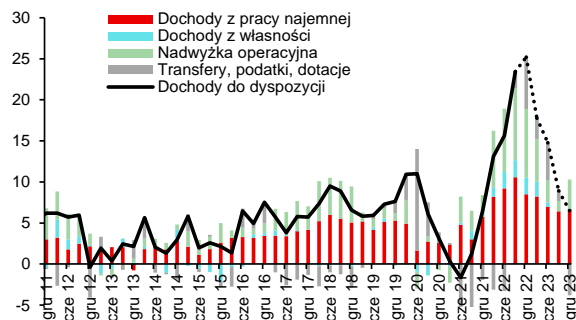
Dochody gospodarstw domowych – będzie gorzej

Jakkolwiek od maja 2022 r. wynagrodzenia realne w sektorze przedsiębiorstw obniżyły się w ujęciu rocznym, to jednak realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych nadal rosną – prawdopodobnie przez cały rok (dostępne są dane do III kw., IV kw. szacujemy). Wynikało to z obniżki podatku PIT od połowy roku oraz z dodatkowych świadczeń społecznych, związanych z rosnącymi cenami energii. Dobrze też wyglądały wyniki z tytułu zysków firm, dzięki wysokiej inflacji i możliwości przerzucania wzrostu kosztów na konsumentów.

Jednakże, po szczycie w IV kw. 2022 r. tempo wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji będzie się – naszym zdaniem – obniżało szybciej niż inflacja, a dochody realne będą spadać i to pomimo wysokiej podwyżki płacy minimalnej (16,0%), wysokiej indeksacji świadczeń społecznych (14,8%) oraz wyższych niż zwykle zwrotów podatku PIT (ok. 7 mld zł dodatkowo). Popyt na pracę obniżył się, z związku z czym płace raczej nie będą przyspieszały (choć np. lutowy odczyt danych o płacach zaskoczył w górę, a ostatni raport NBP Szybki Monitoring wskazał, że więcej firm planuje podwyżki płac), a wzrost zatrudnienia pozostanie niski (a i tutaj pojawiają się pozytywne sygnały, choć jak dotąd nieśmiałe – np. wzrost indeksu Manpower). W drugiej połowie roku zniknie dodatni efekt obniżki podatków, a dochody z tytułu zysków firm będą pod presją. Dochody netto z tytułu odsetek pozostaną naszym zdaniem na podobnym poziomie co w 2022 r., nie dokończą się zatem do wzrostu.

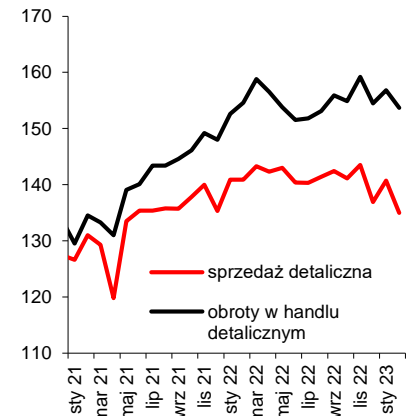
Innymi słowy – zachowanie realnych dochodów do dyspozycji nie będzie sprzyjało odbiciu konsumpcji prywatnej. Jednakże, tak jak w II połowie 2022 same dane o dochodach do dyspozycji nie były w stanie wyjaśnić załamania w konsumpcji tak i w 2023 r. kluczowe mogą okazać się inne czynniki. Dodatkowo, dla naszych prognoz dochodów widzimy raczej ryzyko w górę, niż w dół, ze względu na pewne pozytywne sygnały z rynku pracy opisane powyżej.

Dekompozycja wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji, % r/r



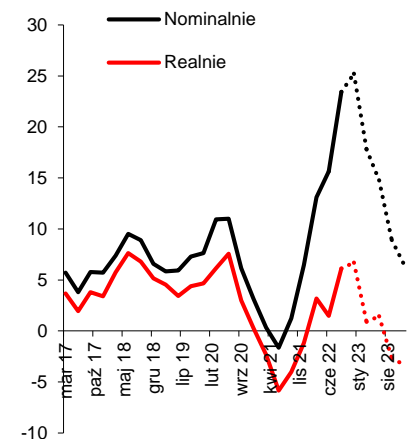
Źródło: GUS, Santander

Sprzedaż detaliczna i obroty w handlu detalicznym, dane odsezonowane, 2015=100



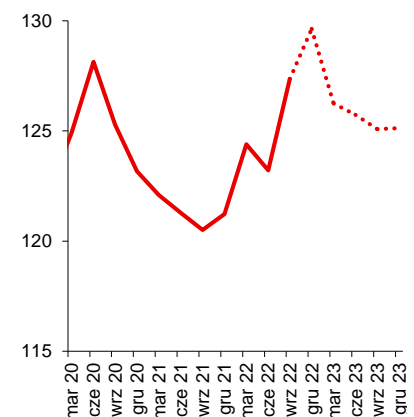
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Dochody do dyspozycji, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Realne dochody do dyspozycji, odsezonowane, 2015=100



Źródło: GUS, Santander

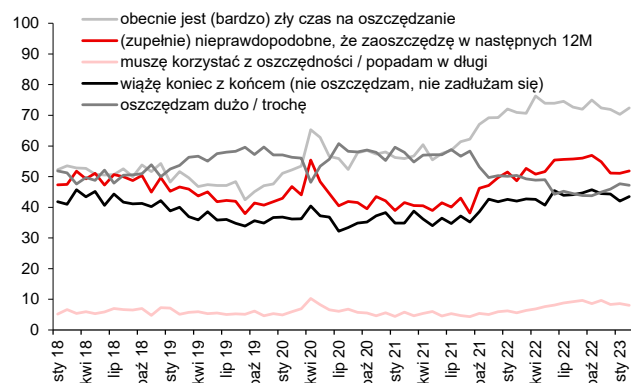
Ponieważ w drugiej połowie 2022 r. gospodarstwa domowe konsumowały realnie mniej niż rok wcześniej, a ich dochody realne rosły, to stopa oszczędności wzrosła do ok. 5% w 2022 r. z 2,8% w 2021 r. W pierwszej połowie roku natomiast gospodarstwa domowe oszczędzały wyraźnie mniej niż rok wcześniej. Oznacza to, że w 2022 r. kluczowe dla decyzji konsumentów o wydawaniu były nie dochody, ale inne czynniki – zapewne ostrożnościowe: obawy związane z bliskością wojny oraz o kryzys energetyczny. Był to też czas podwyżek stóp procentowych i szybko rosnącej inflacji, które wzmagają potrzebę ograniczania konsumpcji, przeglądu wydatków. Jednocześnie rosnące stopy, a przez to również obciążenia związane z obsługą zadłużenia, dawały konsumentom bodziec do nadpłat i przedterminowych spłat kredytów (delewarowanie, negatywne dla bieżącej konsumpcji). Delewarowanie trwało także pomimo wprowadzenia tzw. wakacji kredytowych. W tym czasie wzrosło też oprocentowanie depozytów oraz pojawiła się atrakcyjna oferta skarbowych obligacji detalicznych, które „blokują” środki na dłuższy czas.

Wskaźniki optymizmu konsumentów – jest poprawa

Miary optymizmu konsumentów wskazują, że mała on w pierwszej połowie 2022 r. Bieżący wskaźnik optymizmu konsumentów (BWUK) osunął się nawet niżej niż na początku pandemii, ustanowiwszy nowy rekord słabości. Z badania koniunktury wynika też, że w tym czasie konsumenci tracili zdolność odkładania pieniędzy na później i niekiedy byli zmuszeni posilkować się oszczędnościami, żeby spiąć domowy budżet.

Tutaj należy zrobić zastrzeżenie: oszczędności, o których mówią konsumenci w badaniach koniunktury to co innego, niż oszczędności obliczane na podstawie danych o konsumpcji i dochodach do dyspozycji. Sprzeczność między tymi wskaźnikami jest zatem pozorna. Te pierwsze możemy utożsamiać z depozytami, odłożonymi pieniędzmi. Te drugie to różnica między dochodem do dyspozycji a wydatkami konsumpcyjnymi. Na przykład, spłata kredytu obniża wartość środków odłożonych na koncie (oszczędności w sensie potocznym), ale nie wpływa na różnicę między dochodami a wydatkami konsumpcyjnymi (oszczędności w sensie ekonomicznym).

Koniunktura konsumentka: postawa wobec oszczędzania



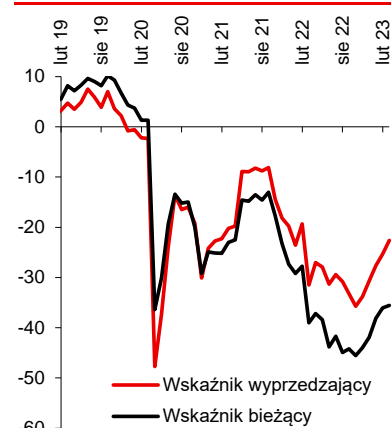
Źródło: GUS, Santander

W ostatnich miesiącach doszło do wyraźnej poprawy optymizmu konsumentów. Wskaźniki poprawiają się stale od sierpnia 2022 r. W przypadku indeksu GUS poprawiły się jego wszystkie składowe, w tym najmocniej ocena co do przyszłych zmian koniunktury gospodarczej oraz własnej sytuacji finansowej.

Czy poprawa wskaźników koniunktury oznacza, że należy spodziewać się poprawy konsumpcji? Za pomocą analizy ekonometrycznej sprawdziliśmy, czy odbicie we wskaźnikach koniunktury konsumentkiej zapowiada poprawę faktycznej konsumpcji.

Analiza na podstawie modeli VAR oraz testów przyczynowości w sensie Grangera sugeruje, że poprawa wskaźników optymizmu konsumentów wpływa pozytywnie na konsumpcję, przy czym szczyt pozytywnego efektu wypada ok. 3-4 kwartały po wzroście indeksu. Konsumpcja dóbr trwałych reaguje na zmiany optymizmu konsumentów mocniej niż łączna konsumpcja. Łączna konsumpcja jest najbardziej wrażliwa na zmiany wskaźnika oceny przeszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz warunków do oszczędzania. Konsumpcja dóbr trwałych – na zmiany wskaźnika przeszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego oraz

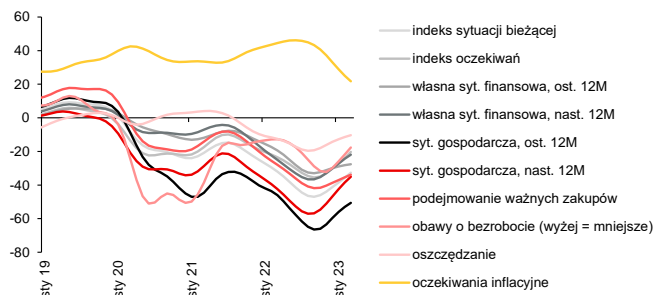
Nastroje konsumentów, punkty



Źródło: GUS, Santander

przyszłej sytuacji gospodarczej. Sprzedaż detaliczna i obroty w handlu detalicznym – na wskaźnik przeszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego.

Szczegółowe wskaźniki koniunktury konsumenckiej, pkt, odsezonowane i wygładzone



Źródło: GUS, Komisja Europejska, Santander

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej sugerują zatem rychłą poprawę konsumpcji – już od II lub III kwartatu 2023 r. Należy jednak zauważyć, że siła tego impulsu nie jest powalająca, gdyż indeksy optymizmu poprawiły się ledwie o kilka punktów, co pozwalałoby oczekiwać (gdybyśmy wierzyli modelom) poprawy konsumpcji o 0,5-1,0%. Naszym zdaniem jednak kolejne miesiące powinny przynieść dalszą poprawę optymizmu konsumentów: obawy o kryzys energetyczny już są rozwiane, ostrożnościowy efekt wojny też naszym zdaniem już ustąpił, mimo że sam konflikt może wciąż się zaognić; w 2022 r. kredytobiorcy intensywnie nadpłacali kredyty, co teraz – wraz z pewnym spadkiem stóp rynkowych – daje korzyści w postaci tańszej obsługi pozostałych kredytów. Wciąż działają też w tym roku wakacje kredytowe. Zniknął też strach przed dalszymi podwyżkami stóp procentowych.

W tych okolicznościach konsumenci będą naszym zdaniem bardziej otwarci na podejmowanie wydatków, nie będą budować dodatkowych buforów oszczędnościowych, będą starać się wygładzać konsumpcję uznając obecne osłabienie w dochodach w związku z wysoką inflacją za przejściowe. Od strony płynnościowej wsparciem dla większych wydatków konsumpcyjnych w połowie roku będą dużo wyższe niż zwykle zwroty z rocznych rozliczeń podatku PIT (ok. 7 mld zł więcej niż w ub.r.) oraz zapadające obligacje detaliczne (od czerwca do sierpnia wygasa w sumie ok. 10 mld zł rocznych obligacji serii ROR), z których część może nie zostać zrolowana.

Rynek kredytowy – odbicie tuż za rogiem?

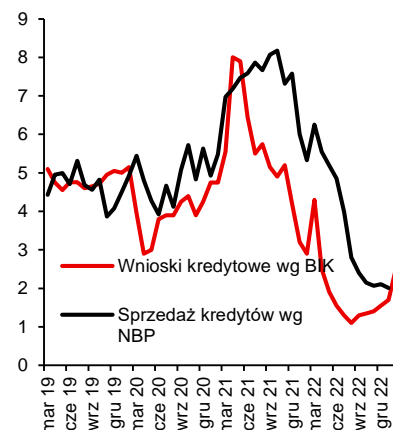
W ostatnich miesiącach poprawiły się nieco uwarunkowania popytu na kredyt: rynkowe stopy procentowe obniżyły się, ceny nieruchomości ustabilizowały się przy dwucyfrowym nominalnym wzroście wynagrodzeń, a KNF złagodził kryteria udzielania kredytów o stałej stopie procentowej. Sprzedaż nowych kredytów hipotecznych przestała spadać i zdaje się ubijać dno, ale wzrost pojawił się w przypadku wartości wniosków o nowe kredyty mieszkaniowe, co naszym zdaniem sugeruje rychłe odbicie w kredytach. Odbicie takie byłoby nie tylko widomym znakiem poprawy optymizmu gospodarstw domowych, ale i generowałoby wyższy popyt na dobra trwałego użytku.

Wolumen kredytów konsumpcyjnych obniża się już od sierpnia, jednak w danych styczniowych widoczne było wyraźne drgnięcie w sprzedaży nowych kredytów. W styczniu sprzedano kredyty o wartości 5,7 mld zł wobec 5,0 mld zł rok wcześniej. Należy jednak mieć na uwadze, że w grudniu 2022 r. weszła w życie ustawa obniżająca maksymalny koszt pozaodsetkowych kosztów kredytów, co będzie miało ujemny wpływ na dostępność kredytów w firmach pożyczkowych.

Podsumowanie

Twarde dane dotyczące konsumpcji z początku roku nadal wskazują na głębokie załamanie. Naszym zdaniem jednak w II lub III kw. możliwe jest jej odbicie – świadczy o tym przede wszystkim poprawa optymizmu konsumentów, ożywienie popytu na kredyt konsumpcyjny i hipoteczny. Dynamika odbicia może jednak być ograniczona przez spadek realnych dochodów do dyspozycji, wymagać zatem będzie spadku stopy oszczędności.

Kredyty hipoteczne – wnioski i sprzedaż, mld zł



Źródło: NBP, BIK, 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