

Komentarz ekonomiczny

CPI płasko, konsumenci podbijają PKB

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

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

Według wstępnego odczytu inflacja CPI spadła w listopadzie do 6,5% r/r z 6,6% r/r, zaskakując lekko w dół. Wygląda na to, że przyczyniła się do tego inflacja bazowa spadając w okolice 7,2% r/r z 8,0% r/r, poniżej prognoz (my: 7,5% r/r, rynek: 7,6% r/r). Zamrożenie cen energii na pół roku otworzyłoby pole do dalszego spadku inflacji, do ok. 4% r/r wiosną, po czym ta wróciłaby ponad 6% r/r.

Wzrost PKB w III kwartale br. wyniósł 0,5% r/r, nieco więcej niż wstępnie szacował GUS (0,4% r/r) co odpowiadało odbiciu o 1,5% kw/kw po korekcie sezonowej. Głównym czynnikiem stojącym za ponownym przyspieszeniem gospodarki była konsumpcja prywatna, która w trzecim kwartale wzrosła o 0,8% r/r a w ujęciu wyrównanym sezonowo o 2,3% kw/kw, najmocniej od I kw. 2022 r. Doszło też do redukcji zapasów na ogromną skalę oraz tąpnięcia importu. Ogólnie rzecz biorąc, dane potwierdzają jednak materializację oczekiwanego przez nas scenariusza przyspieszenia gospodarczego, napędzanego głównie przez konsumpcję krajową i w mniejszym stopniu przez inwestycje. Oczekujemy, że trend ten utrzyma się w nadchodzących kwartałach, doprowadzając wzrost PKB do 3% w 2024 roku. Struktura wzrostu nie jest szczególnie korzystna dla dalszej dezinflacji.

Inflacja minimalnie w dół w listopadzie

Według wstępnego odczytu inflacja CPI spadła w listopadzie do 6,5% r/r z 6,6% r/r w październiku. Odczyt był nieco niższy od prognoz (my i konsensus celowaliśmy w 6,6% r/r). Ceny w kategoriach niebazowych były nieznacznie wyższe niż zakładaliśmy: żywność podrożała o 0,8% m/m, paliwa o 0,8% m/m, a ceny energii spadły o 0,1% m/m. Tymczasem wygląda na to, że inflacja bazowa obniżyła się do 7,2% r/r wobec naszej prognozy 7,5% r/r i konsensusu rynkowego 7,6% r/r.

Sądzymy, że wskaźnik CPI pozostanie dość stabilny w grudniu, zanim spadnie poniżej 6% r/r w styczniu, przy założeniu, że ceny energii zostaną zamrożone zgodnie z projektem ustawy przedstawionym niedawno przez postów KO i Trzeciej Drogi. Sądzymy, że CPI spadnie do 4% w marcu-kwietniu przed odbiciem powyżej 6% r/r w II poł. 2024 r. Spodziewamy się dalszego spadku inflacji bazowej w kolejnych miesiącach do 4% r/r na koniec 2024 r.

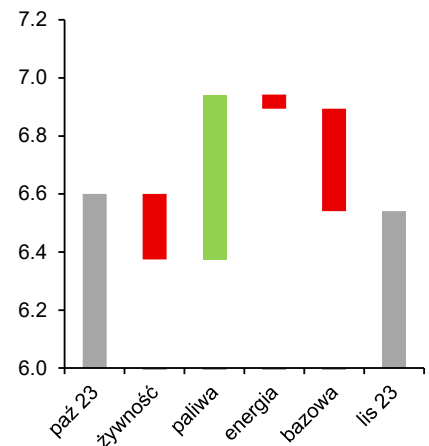
Gospodarka przyspiesza napędzana głównie popytem konsumpcyjnym

Wzrost PKB w III kwartale br. wyniósł 0,5% r/r (rewizja w górę wobec wstępnego odczytu 0,4% r/r), co odpowiadało wzrostowi o 1,5% kw/kw po korekcie sezonowej (po rewizji w górę z 1,4%). Głównym czynnikiem stojącym za ponownym przyspieszeniem gospodarki była konsumpcja prywatna, która w trzecim kwartale wzrosła o 0,8% r/r, wyraźnie mocniej niż się spodziewaliśmy (-0,5% r/r). W ujęciu wyrównanym sezonowo konsumpcja prywatna wzrosła w III kwartale o 2,3% kw/kw, najmocniej od I kw. 2022 r., kiedy gospodarka znajdowała się w szczytowym punkcie po-pandemicznego ożywienia i przegrzania. Od dawna spodziewaliśmy się ożywienia popytu konsumpcyjnego i wygląda na to, że realizuje się ono nawet w większej skali niż zakładaliśmy. Drugim ważnym czynnikiem napędzającym PKB były inwestycje, które wzrosły o 7,2% r/r (tylko lekko poniżej naszej prognozy 8% r/r) i 1,0% kw/kw s.a.

Z drugiej strony, aktywność gospodarcza w trzecim kwartale była mocno ograniczana przez redukcję zapasów na ogromną skalę: spadek tzw. rzeczowych środków obrotowych obniżył wzrost PKB w III kwartale aż o 7,7 punktu procentowego. Jednocześnie eksport netto wniósł pozytywny wkład, dodając prawie +6 pkt.proc., ponieważ import spadł w dużo większej skali niż eksport (odpowiednio -20,3% r/r i -11,0% r/r).

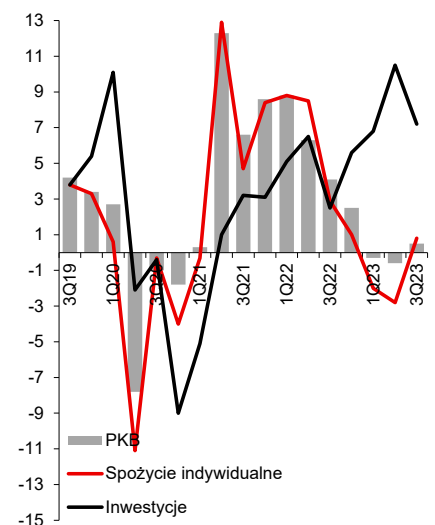
Jak zwykle można mieć wątpliwości, czy dane o strukturze PKB poprawnie oddają to, co dzieje się w gospodarce. Przykładowo, zaszeregowanie nie tylko największa w historii skala redukcji zapasów (która pomimo niezłych wyników konsumpcji i inwestycji spowodowała popyt

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
 Bartosz Biały 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

krajowy w dół o 5,2% r/r), ale też głębokość tąpnięcia importu w III kwartale – po korekcie sezonowej jest ona niemal równie duża, jak w II kwartale 2020, najbardziej dotkniętym szokiem covidowym. Niewykluczone, że – jak to bywało w przeszłości – z czasem kolejne publikacje przyniosą rewizje, które nieco zmienią obraz wyłaniający się obecnie z danych GUS.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

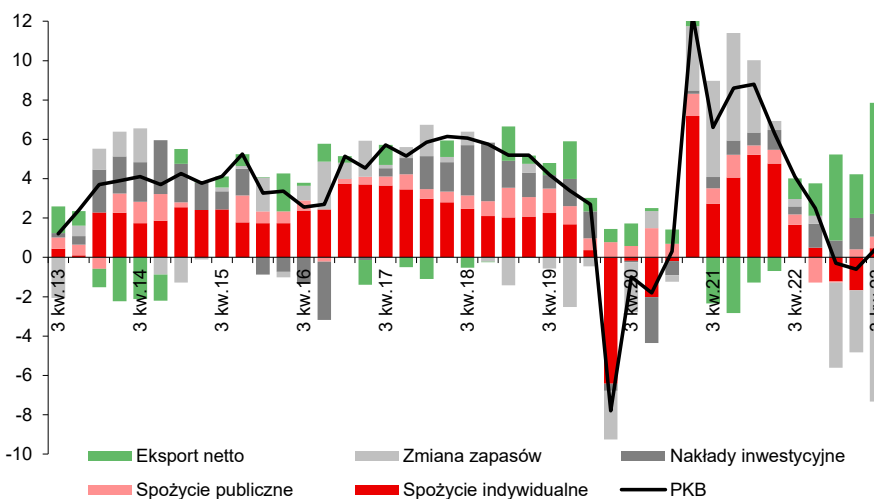
	2021	2022	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
PKB	6,9	5,3	4,1	2,5	-0,3	-0,6	0,5
Popyt krajowy	8,5	5,2	3,1	1,0	-4,8	-2,9	-5,2
Spożycie ogółem	5,8	4,1	3,0	-0,9	-1,6	-1,6	1,3
Spożycie indywidualne	6,2	5,2	2,9	1,0	-2,0	-2,8	0,8
Spożycie publiczne	5,0	0,3	3,0	-6,2	-0,3	2,2	3,3
Akumulacja brutto	19,4	9,2	3,5	5,8	-17,7	-8,3	-28,1
Nakłady brutto na środki trwałe	1,2	4,9	2,5	5,6	6,8	10,5	7,2
Zmiana zapasów *	3,4	1,2	0,4	0,4	-4,4	-3,0	-7,7
Eksport netto *	-1,1	0,2	1,1	1,6	4,6	2,1	5,9

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.),
Źródło: GUS, Santander

Ogólnie rzecz biorąc, dane potwierdzają jednak materializację oczekiwanego przez nas scenariusza przyspieszenia gospodarczego, napędzanego głównie przez konsumpcję krajową i w mniejszym stopniu przez inwestycje. Oczekujemy, że trend ten utrzyma się w nadchodzących kwartałach, doprowadzając wzrost PKB do 3% w 2024 roku. Struktura wzrostu nie jest szczególnie korzystna dla dalszej dezinflacji. Niemniej, wskaźniki inflacji zapewne jeszcze się obniżą na początku 2024 r. po pierwsze z powodu prawdopodobnego wydłużenia zamrożonych cen energii na I półrocze, poza tym z uwagi na umocnienie złotego, tendencje globalne i działające wciąż do marca efekty wysokiej bazy.

Konsumpcja prywatna pozostanie kluczowym motorem ożywienia, wspieranym przez solidny wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. Inwestycje mogą spowolnić, ale naszym zdaniem powinny nadal rosnąć. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB może wkrótce stać się ujemny, ponieważ ożywienie popytu krajowego wesprze import, podczas gdy eksport może pozostać ograniczony z powodu słabej aktywności w strefie euro.

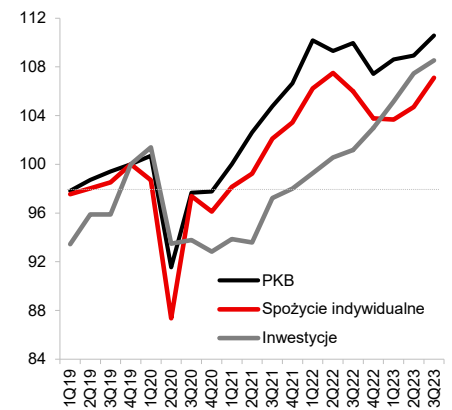
Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)



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

PKB i składowe, wyr.sezon., 4Q19=100



Źródło: GUS, Santander