

## Po PKB czas na CPI

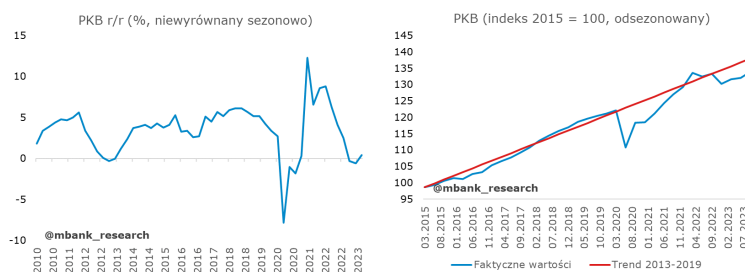
2023-11-15

Po wczorajszych danych o PKB (bez zaskoczeń 0,4% r/r), dziś GUS poda finalne dane o inflacji za październik. Odczyt flash wskazywał na 6,5% r/r. Wczoraj poznaliśmy już analogiczne (czyli inflacyjne) dane z USA, o których szerzej piszemy w komentarzu poniżej.

Poza krajowymi danymi, inflacje spłyną/spłynęły też z Wielkiej Brytanii, Francji, Słowacji, czy Włoch. Ponadto opublikowany zostanie wynik produkcji przemysłowej w strefie euro. W USA czas na wyniki sprzedaży detalicznej za październik, PPI i indeks Empire State.

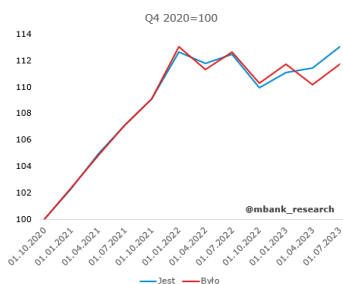
### **Polska: PKB w III kw. wzrósł o 0,4% r/r**

Tak jak pisaliśmy wyżej, taki wynik rocznej dynamiki PKB nie był większą niespodzianką. To tylko o 0,1pp więcej od zarówno naszej prognozy jak i rynkowego konsensusu.



Na wykresie wyżej łatwo odczytać, że dynamika PKB w końcu wróciła na dodatnie terytorium. Cykliczny dołek już za nami. I w zasadzie po szybkim szacunku nie da się powiedzieć wiele więcej. Szczegóły tradycyjnie poznamy za dwa tygodnie (30.11). Wówczas będziemy mogli odnieść się do tego jak wyglądała dekompozycja PKB od strony wydatkowej. My szacowaliśmy wynik konsumpcji gospodarstw domowych na  $-0,6\%$  r/r, a inwestycji na  $9,3\%$  r/r. Skoro szybki szacunek PKB nie odbiega nadmiernie od naszej prognozy, nie widzimy podstaw by zmieniać te prognozy.

Trochę emocji wzbudziły rewizje szacunków za poprzednie kwartały, a to dlatego, że podobnie jak w poprzednich okresach były one znaczące. Zdecydowanie wygładziła się ścieżka PKB, jaką znamy z poprzednich odczytów. Wygładza się ona zresztą regularnie od jakiegoś czasu. Rewizje nie są niczym niespotykanym - najczęściej związane są z faktem, że nie każde dane są raportowane co kwartał i część z nich musi być szacowana przez GUS w oparciu o historyczne zależności, a następnie korygowana, gdy dane za szerszy okres spłyną. W przypadku ostatnich kwartałów mamy do czynienia jeszcze z jednym problemem, mianowicie z odchyleniami od typowych wzorców sezonowości od pandemii. Ostatnie lata to czasy szoków, które istotnie oddziałują na zmianę zachowań podmiotów gospodarczych (właśnie pandemia, okres wysokiej inflacji, wojna w Ukrainie). Skoro gospodarstwa domowe i firmy zmieniły swój "typowy" wzorzec zachowań, to zmieniły się też sezonowości. GUS nie może jednak zakładać tego ex ante. Tak naprawdę nie uwzględnia tego też od razu ex post, ale musi czekać na dłuższy szereg danych, tak by móc potwierdzić, że zmiana ta jest stała i powtarzalna.



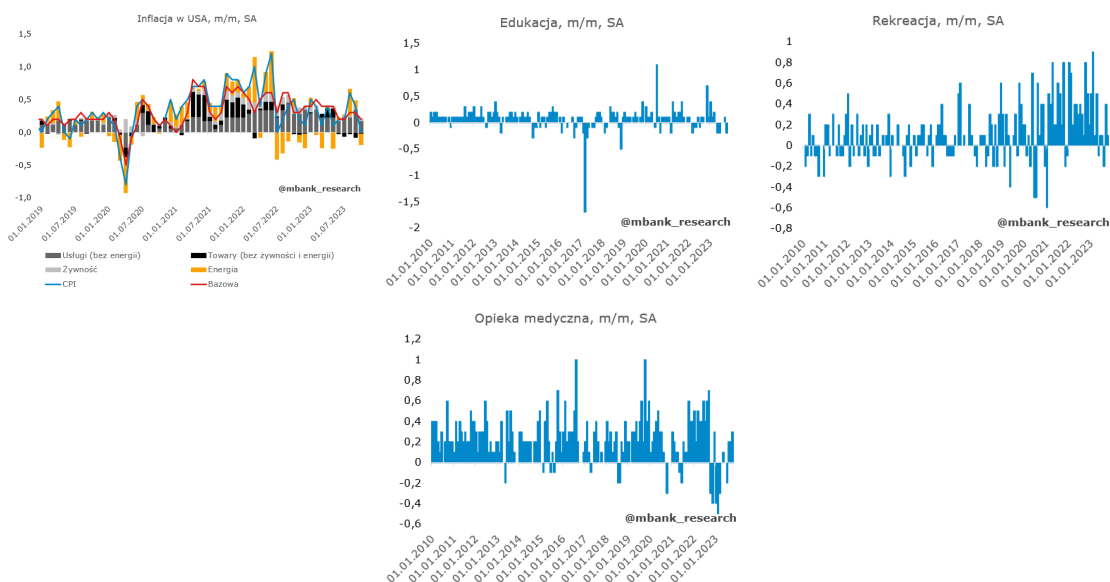
Nie możemy też pominąć kilku słów dot. perspektyw PKB na kolejne kwartały i co za tym idzie też perspektyw inflacyjnych. Najkrócej jak umieliśmy, przedstawiliśmy to w tweecie. Nieco dłuższy komentarz można znaleźć w naszych [prognozach dla stóp procentowych i walut](#).



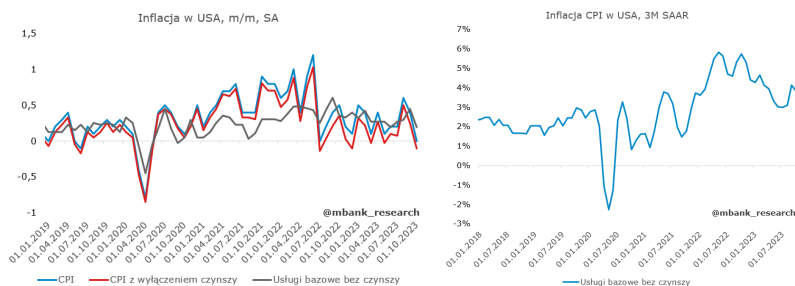
## USA: Październikowa inflacja z dużym ładunkiem emocjonalnym

Inflacja w październiku wyniosła 0% m/m, co oznacza, że ceny nie uległy zmianie w porównaniu z wrześniem. Konsensus rynkowy był nieco bardziej pesymistyczny i zakładał wzrost cen o 0,1% m/m. Jednocześnie inflacja bazowa także wyhamowała bardziej niż oczekiwano – 0,2% w porównaniu z konsensusowym wzrostem o 0,3% w ujęciu miesięcznym. To co rzuciło się w oczy niemalże natychmiast to niezwykle duża reakcja rynku na nieco słabszy wzrost cen. Czy faktycznie jest się z czego cieszyć?

Na wstępie rozłożmy na czynniki pierwsze brak zmian cen w październiku, do czego doprowadził spadek cen energii o 2,5% m/m (same paliwa obniżyły się o 5% m/m). W efekcie komponent ten odjął niemal 0,2 pkt. proc. z miesięcznej dynamiki. Wkład towarów był tylko marginalnie ujemny, zaś usług po wyłączeniu cen energii obniżył się na tle poprzednich miesięcy. Patrząc na główne kategorie uwagę przyciągać może wzrost cen opieki medycznej o 0,3% m/m, który był najwyższy od grudnia ubiegłego roku. Jest to kategoria, którą z pewnością możemy zaliczyć do tych bardziej „lepkich”. Z drugiej strony, ceny rekreacji wzrosły tylko o 0,1% m/m, zaś ceny w edukacji nawet obniżyły się o 0,2% m/m. Obydwie kategorie również możemy zaliczyć do „lepkich”.



Ogólny wydzźwięk wydaje się więc dość optymistyczny, a odbicie wzrostu cen w sierpniu i wrześniu okazało się krótkotrwałe i sterowane prawie wyłącznie przez ceny energii. Jednocześnie, tak jak pisaliśmy wcześniej, ceny bazowe także wzrosły wolniej od mediany oczekiwań ankietowanych ekonomistów. Miary inflacji wyłączające czynsze również rosły w październiku wolniej, a niektóre nawet spadały. W rezultacie, impet wzrostu cen bazowych usług po wyłączeniu czynszu obniżył się po chwilowym podbiciu we wrześniu. W ubiegłym miesiącu tak skonstruowany wskaźnik znalazł się na poziomie 3,8%. Jest to wciąż wyraźnie powyżej zgodności z celem inflacyjnym Fed, choć kierunek zmian uległ odwróceniu.



Na pierwszy rzut oka wydawać się może, iż Fed ma jeszcze trochę pracy do zrobienia, aby trwale sprowadzić inflację do celu 2%. Rynek odczytał to jednak inaczej – naszym zdaniem słusznie. Mianowicie, podczas ostatniej konferencji prasowej, Powell bardziej akcentował ryzyka dla wzrostu PKB w horyzoncie projekcji, a to oznacza mniejszą presję inflacyjną w przyszłości. Jednocześnie rynek pracy w dalszym ciągu normalizuje się, a produktywność pracy odbija. Wreszcie, warunki finansowe pozostają „ciasne”, choć ostatnie kilka dni przyniosły pewne poluzowanie. Naszym zdaniem, wolniejszy antycypowany wzrost w połączeniu z wyższymi rynkowymi stopami zrobią resztę pracy za Fed. Efektem takiej interpretacji rynku był silny spadek rentowności obligacji skarbowych, który doprowadził do lekkiego wystromienia krzywej. W przestrzeni walutowej zyskiwało niemalże wszystko względem amerykańskiego dolara, zaś indeksy giełdowe szarpnęło wyraźnie w górę.

Aktualnie rynek kontraktów terminowych na stopę funduszy federalnych wycenia po wczorajszym raporcie tylko marginalne prawdopodobieństwo podwyżki stóp w tym cyklu. Trudno będzie tutaj o zaskoczenie. Zamiast tego, szala zaczyna się przechylać w stronę szybszych obniżek, a start cyklu wyceniony jest obecnie na maj. Do końca przyszłego roku stopy mają obniżyć się łącznie o 100pb.

## Garść newsów makroekonomicznych

- Kochalski (RPP): Stabilizacja stóp procentowych w całym 2024 r. jest możliwym scenariuszem, ocenia w rozmowie z ISBnews członek Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Według niego, gospodarka wyszła ze sfery negatywnych odczytów i ryzyka recesji, natomiast osiągnięcie celu inflacyjnego 2,5% (+/-1 pkt proc.) nastąpi pod koniec horyzontu projekcji, tj. w 2025 r., co przy niepewności odnośnie kształtowania się popytu oraz kształtu polityki fiskalnej uzasadnia listopadową decyzję o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian (ISBnews).

Polska: NBP odnotował wzrost cen transakcyjnych w III kwartale 2023 r. na rynku pierwotnym na siedmiu krajowych największych rynkach nieruchomości o 6,03% r/r. - podał NBP.

- Niemcy: Indeks ZEW mierzący oczekiwania analityków dot. wzrostu gospodarczego Niemiec wyniósł +9,8 pkt. Spodziewano się +5 pkt. wobec -1,1 pkt. miesiąc wcześniej.

Twitter Post

[https://twitter.com/zew\\_en/status/1724374185638555870](https://twitter.com/zew_en/status/1724374185638555870)

- Strefa euro: PKB za III kw. bez zaskoczeń. Wynik -0,1 % kw/kw nie różnił się od znanego już wcześniej wstępnego odczytu.

Twitter Post

[https://twitter.com/EU\\_Eurostat/status/1724366572179882016](https://twitter.com/EU_Eurostat/status/1724366572179882016)

- Chiny: Bez zaskoczeń też w chińskich danych o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Oba odczyty były zgodne z oczekiwaniami i wyniosły odpowiednio 7,6% i 4,6% r/r.

- Japonia: Spora niespodzianka w dół, w danych o PKB za III kw.. PKB Japonii spadł w III kw. o 2,1% w ujęciu zannualizowanym. Szacowano -0,4%.