

## Komentarz ekonomiczny

### PKB lepszy od oczekiwań, CPI pod kontrolą

Marcin Luziński, tel. +48 22 534 18 85  
marcin.luzinski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, tel. +48 22 534 19 23  
grzegorz.ogonek@santander.pl

Wzrost PKB w III kw. 2018 r. zaskoczył w górę i wyniósł 5,1% r/r wobec oczekiwań rynkowych 4,6% i najwyższej prognozy na rynku 4,9%. Wzrost utrzymał się powyżej 5% już piąty kwartał z rzędu, co jest najlepszym wynikiem od boomu z lat 2006-2008. Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach polski PKB będzie spowalniał, głównie ze względu na słabszy klimat w handlu międzynarodowym. Niemniej, wzrost za cały 2018 r. może zaczynać się od piątki.

Finalny odczyt CPI za październik wyniósł 1,8% r/r wobec wstępnego szacunku GUS 1,7% i poprzedniego odczytu 1,9%. Możliwe, że inflacji bazowej udało się wzrosnąć z 0,8% do 0,9% r/r. Wyraźniejsze odbicie dynamiki CPI i inflacji bazowej powinno zacząć się od stycznia 2019 r. Dzisiejsze dane wspierają scenariusz utrzymujących się stabilnych stóp procentowych w Polsce.

#### Wzrost PKB pozostał powyżej 5% w III kw.

Wzrost PKB w III kw. 2018 r. zaskoczył w górę i wyniósł 5,1% r/r wobec oczekiwań rynkowych 4,6% i najwyższej prognozy na rynku 4,9%. Wzrost utrzymał się powyżej 5% już piąty kwartał z rzędu, co jest najlepszym wynikiem od boomu z lat 2006-2008. W ujęciu odsezonowanym wzrost wyniósł 1,7% kw/kw i 5,7% r/r, czyli najwyższej od 2008/2009 r (z pominięciem 2,0% kw/kw w IV kw. 2016 r.).

Nie znamy jeszcze szczegółowej struktury (GUS opublikuje ją pod koniec miesiąca). Naszym zdaniem głównym silnikiem wzrostu pozostała konsumpcja, której sprzyjały wysoki wzrost wynagrodzeń, rekordowo niskie bezrobocie i optymizm konsumentów. Inwestycje prawdopodobnie były umiarkowane. Nie można jednak wykluczyć pozytywnej niespodzianki w tym sektorze na przykład ze względu na przedwyborczy boom w samorządach, który mógł także wspierać odczyt konsumpcji publicznej. Uważamy też, że wkład eksportu netto we wzrost był ujemny lub neutralny. Wrześniowe dane o handlu zagranicznym potwierdzają, że eksport hamuje. Warto jednak podkreślić, że często w pierwszej szczegółowej publikacji GUS wskazuje zapasy jako jedno z kluczowych źródeł wzrostu, a dopiero w kolejnych rewizjach klaruje się struktura wzrostu. Możliwe jednak, że wysoki wkład zapasów w III kw. jest uzasadniony, biorąc pod uwagę zawirowania w sprzedaży samochodów w związku z wprowadzeniem nowych norm emisji.

GUS opublikował też zrewidowane dane za poprzednie kwartały. Co ciekawe, zrewidowano w górę wszystkie odczyty między III kw. 2016 a I kw. 2018, co naszym zdaniem może sugerować, że urząd zweryfikował swoją metodologię.

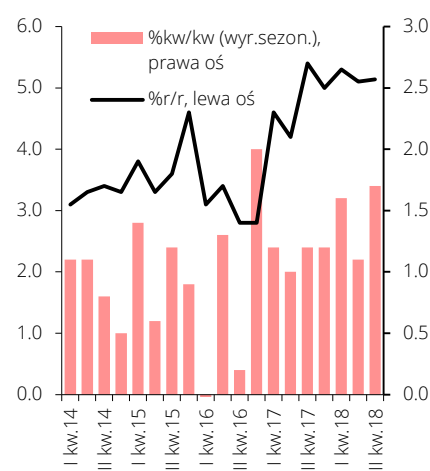
Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach polski PKB będzie spowalniał, głównie ze względu na słabszy klimat w handlu międzynarodowym. Oczekujemy też nieznacznego spowolnienia konsumpcji. Niemniej, wzrost za cały 2018 r. może zaczynać się od piątki, podczas gdy nasza dotychczasowa prognoza wskazywała na 4,7%.

#### Inflacja nieco wyżej od wstępnego szacunku GUS

Finalny odczyt CPI za październik wyniósł 1,8% r/r wobec wstępnego szacunku GUS 1,7% i poprzedniego odczytu 1,9%. Inflacja cen usług pozostała na 1,5% r/r a inflacja cen dóbr cofnęła się z 2% r/r do 1,8%. Nasz szacunek inflacji bazowej pozostał na 0,9% r/r, wobec 0,8% w poprzednim miesiącu, ale wzrosło prawdopodobieństwo, że nie doszło nawet do tego minimalnego przyspieszenia.

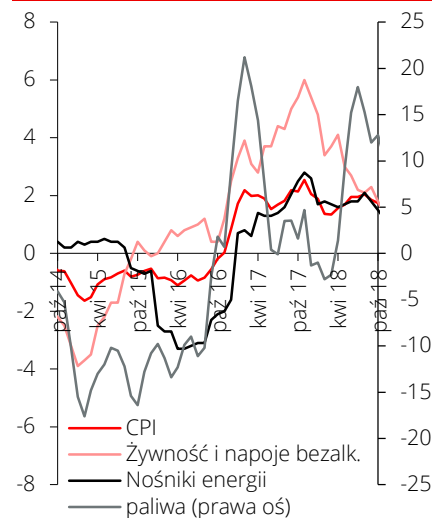
Szczegółowe dane o zmianach cen pokazują słabość inflacji. Wiele kategorii, w których spodziewaliśmy się stabilnych cen pokazało delikatne spadki m/m, co zostało zniwelowane dużym wzrostem cen odzieży i obuwia. Ceny odzieży i obuwia wzrosły drugi miesiąc z rzędu (3,9% m/m w październiku, 2,4% we wrześniu). Tak wysoki miesięczny wzrost ich cen jak w październiku nie był notowany w poprzednich latach, nawet wtedy kiedy zmiany cen związane z wprowadzaniem kolekcji dokonywały się w

#### Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

#### Wybrane składniki inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
Strona www: skarb.santander.pl  
Piotr Bielski 22 534 18 87  
Marcin Luziński 22 534 18 85  
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
Konrad Soszyński 22 534 18 86  
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

trakcie jednego miesiąca. To sugeruje utrzymującą się siłę konsumpcji prywatnej na przełomie kwartałów.

W kategorii żywność nadal rosły ceny warzyw, o 6,2% m/m, i pieczywo (1,8% m/m) co jest związane z tegoroczną suszą. Z kolei obfita podaż owoców wywołała spadek ich cen o 3% m/m. Nie wystąpiło odbicie w ubezpieczeniach i usługach finansowych – kategoriach, które osłabiły inflację bazową na początku roku.

Możliwe, że przed końcem roku inflacji bazowej nie uda się nawet wrócić do poziomu ze stycznia (1%). Powinna ona za to pokazać wyraźne odbicie w trakcie 2019 r. Naszym zdaniem dynamika CPI pozostanie na lub poniżej październikowego poziomu w pozostałych miesiącach br. W styczniu inflacja może skoczyć powyżej 2% i jeszcze w I kw. przebić cel NBP 2,5%.

*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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)*