

# Komentarz ekonomiczny

## Bezinflacyjny wzrost

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

Piotr Bielski, tel. +48 22 534 18 87, piotr.bielski@santander.pl

Wstępny odczyt listopadowej inflacji ponownie mocno zaskoczył w dół, obniżając się do 1,2% r/r. Za niespodziankę były w dużym stopniu odpowiedzialne ceny żywności, ale nie tylko one, ponieważ wg naszego szacunku inflacja bazowa obniżyła się do 0,7% r/r, najniższej od lipca. Z kolei dane o PKB za III kw. potwierdziły, że utrzymanie wzrostu na poziomie 5,1% r/r możliwe było głównie za sprawą wyraźnego ożywienia w inwestycjach i dużej zmianie zapasów. W kolejnych kwartałach nadal spodziewamy się lekkiego hamowania wzrostu gospodarczego. Dzisiejsze dane zapewne wzmocnią przekonanie większości członków RPP, że rozważanie podwyżek stóp na obecnym etapie nie jest konieczne, ponieważ wciąż brak przekonujących sygnałów o rosnącej presji inflacyjnej pomimo szybkiego wzrostu gospodarczego.

### Inflacja gra z nami w kotka i myszkę

Wstępny odczyt inflacji w listopadzie pokazał 1,2% r/r wobec 1,8% r/r w październiku, co oznacza wyraźne zaskoczenie w dół (nasza prognoza: 1,5% r/r, Bloomberg: 1,6% r/r). Tak niska dynamika CPI (najniższa od grudnia 2016 r.) pojawia się akurat wtedy, gdy rynek zastanawia się jak wysoka będzie inflacja po podwyżkach energii w 2019 r. i tuż po głosowaniu przez RPP pierwszego od marca 2015 r. wniosku o podwyżkę stóp procentowych. Inflacja ewidentnie gra z nami w kotka i myszkę.

Odpowiedzialność za niski odczyt CPI ponosi przede wszystkim żywność, która odjęła 0,3 punktu procentowego od listopadowego odczytu inflacji. Dla nas to zaskakujące, bo dane z targowisk wskazują na wzrost cen pieczywa, warzyw i mięsa, m. in. ze względu na letnią suszę. Presję na niższy CPI wywierały także ceny nośników energii i paliw. Było zgodne z naszymi oczekiwaniami, ale jednocześnie ceny paliw wzrosły w ujęciu m/m. Wzrosty cen na stacjach benzynowych miały miejsce na początku miesiąca, później dominowały spadki, dlatego możliwe, że w finalnym odczycie wkład paliw do CPI okaże się mniejszy niż wstępnie oszacowano. Według naszych prognoz, w dół poszła także inflacja bazowa – do 0,7% r/r z 0,9% r/r, więc nadal próżno w tych danych szukać presji popytowej. Dane wzmocniają przesłanie prezesa Glapińskiego (brak zmian stóp do końca 2019 r. albo i dłużej). Wciąż spodziewamy się jednak bardziej znaczącego odbicia inflacji w 2019 r., między innymi pod wpływem droższej energii.

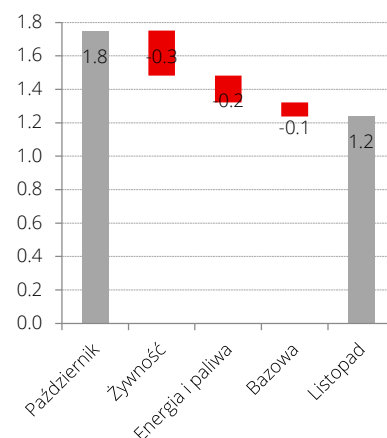
### Inwestycje zaskoczyły na plus, konsumpcja rozczarowała

Tempo wzrostu PKB w III kw. 2018 wyniosło 5,1% r/r, a po korekcie sezonowej 1,7% kw/kw, potwierdzając tym samym wstępne szacunki GUS z połowy miesiąca. Kwartalne odczyty PKB za dwa poprzednie lata zostały lekko zrewidowane w górę.

Jeśli chodzi o strukturę wzrostu w III kw., negatywnie zaskoczyła dynamika konsumpcji prywatnej, która spowolniła do 4,5% r/r, najniższego poziomu od I kw. 2017. Z drugiej strony, na plus zaskoczyły inwestycje, rosnąc o 9,9% r/r, najszybciej od początku 2015 r. Opublikowane wcześniej informacje o finansach samorządów wskazywały, że wydatki inwestycyjne tego sektora w III kw. odpowiadały za wzrost inwestycji ogółem o ok. 7 pkt proc., co wskazuje, że dynamika inwestycji w pozostałych sektorach gospodarki nadal pozostaje umiarkowana. Zmiana zapasów dodała do tempa wzrostu PKB aż 1 pkt. proc. Warto jednak pamiętać, że w tej kategorii często pojawiają się duże zmiany o charakterze 'rezydualnym' – spore przyrosty mogą wynikać z trudności z poprawnym zaklasyfikowaniem niektórych wydatków przez urząd statystyczny i mogą być korygowane w kolejnych rewizjach danych (tak np. stało się teraz z danymi o zapasach za trzy poprzednie kwartały). Saldo obrotów z zagranicą miało w III kw. ujemny wkład we wzrost PKB w wysokości -0,9 pkt.proc. Nieco spowolnił wzrost eksportu (do 4,9% r/r), a przyspieszył importu (6,9% r/r). Od strony podażowej, lekko spowolnił wzrost wartości dodanej w przemyśle i budownictwie, natomiast przyspieszył wzrost w usługach.

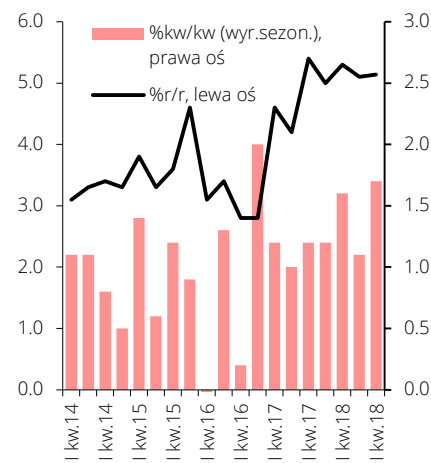
Nadal podtrzymujemy tezę, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu PKB powinno zacząć spowalniać ze względu na pogarszanie koniunktury za granicą (wkład eksportu netto będzie nadal ujemny) oraz coraz bardziej odczuwalne krajowe ograniczenia

### CPI: dekompozycja zmian wskaźnika r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Wzrost PKB w Polsce



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

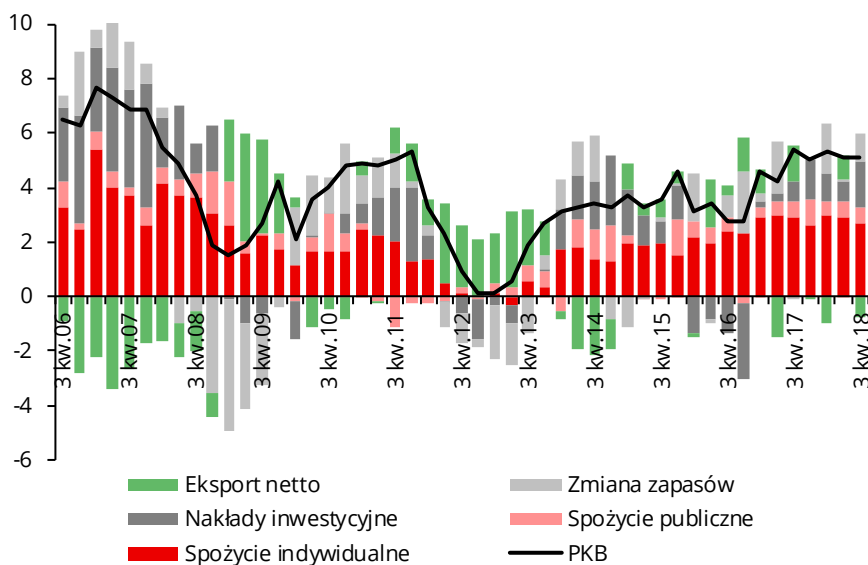
podażowe (m.in. niedobór pracowników hamujący ekspansję firm, np. w budownictwie). Niemniej, będzie to zapewne hamowanie dość powolne. Wynik IV kwartału będzie w dużym stopniu zależał od dynamiki inwestycji. Gdyby udało się ją utrzymać blisko 10 procent, wzrost PKB mógłby wciąż pozostać zbliżony do 5% r/r, nawet w sytuacji gdyby konsumpcja prywatna nie zdołała przyspieszyć. Jednak bardziej prawdopodobne wydaje nam się stopniowe hamowanie inwestycji, na co wpływ będzie miał efekt rosnącej bazy i wyczerpujące się moce produkcyjne w budownictwie. O konsumpcję prywatną na razie bardzo się nie martwimy. Wysoka dynamika dochodów z pracy oraz rekordowo niskie bezrobocie i stopy procentowe będą sprzyjać wysokiej dynamice wydatków gospodarstw domowych.

### Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2016	2017	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
PKB	3,1	4,8	5,4	5,0	5,3	5,1	5,1
Popyt krajowy	2,3	4,9	4,2	5,3	6,6	4,4	6,2
Spożycie ogółem	3,5	4,5	4,5	5,2	4,3	4,5	4,2
Spożycie indywidualne	3,9	4,8	4,8	5,3	4,7	4,9	4,5
Spożycie publiczne	1,9	3,5	3,6	4,8	3,0	3,5	3,6
Akumulacja brutto	-2,0	6,2	3,3	5,6	21,1	4,2	14,6
Nakłady brutto na środki trwałe	-8,2	3,9	4,1	6,0	8,2	4,7	9,9
Zmiana zapasów *	1,2	0,5	-0,1	0,1	1,9	0,0	1,0
Eksport netto *	0,8	0,1	1,3	-0,1	-1,0	0,9	-0,9

\* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

### Struktura wzrostu PKB (% r/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 obowiązują 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