

# Komentarz ekonomiczny

## Gospodarka zwalnia, inflacja przyspiesza

Piotr Bielski, tel. +48 22 534 18 87, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Wzrost PKB w II kw. 2019 spowolnił do 4,4% r/r, nieco poniżej oczekiwań, a inflacja w lipcu wzrosła do 2,9% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Oba trendy będą naszym zdaniem kontynuowane w kolejnych kwartałach – wzrost gospodarczy będzie dalej stopniowo hamował, a inflacja będzie się dalej wspinać, z ryzykiem przekroczenia 4% r/r na początku 2020 r. Dane nie zmieniają jednak naszym zdaniem istotnie polityki banku centralnego. Wzrost inflacji, nawet jeśli będzie większy niż zakładała projekcja NBP, będzie zapewne traktowany jako przejściowy w kontekście coraz większych obaw o spowolnienie gospodarcze w Europie i na świecie. W efekcie, większość członków RPP będzie nadal popierać stabilizację stóp procentowych.

### Wzrost PKB spowalnia, ale wciąż przyzwoity

Zgodnie ze wstępnymi szacunkami, wzrost PKB spowolnił w II kwartale 2019 do 4,4% r/r, a po sezonowej korekcie do 0,8% kw/kw (z odpowiednio 4,7% r/r i 1,5% kw/kw w I kwartale). Te dane plasują się nieznacznie poniżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego na poziomie 4,5% i potwierdzają, że wzrost gospodarczy w Polsce powoli słabnie, chociaż jego poziom, w porównaniu do innych krajów Europy, wciąż pozostaje na przyzwoitym poziomie. Naszym zdaniem konsumpcja prywatna i inwestycje w środki trwałe były głównymi motorami wzrostu gospodarczego w II kwartale, a wkład eksportu netto był lekko dodatni. To, co najprawdopodobniej spowalniało ekspansję, to zmniejszenie zapasów. Bardziej szczegółowe dane nt. struktury wzrostu PKB zostaną opublikowane pod koniec sierpnia.

Wciąż uważamy, że polska gospodarka będzie stopniowo zwalniać w kolejnych kwartałach, do ok. 4% r/r w IV kwartale i średnio 4,3% w 2019, pod wpływem pogarszającej się koniunktury za granicą i wewnętrznych ograniczeń podaży.

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

	2018	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	1Q19
PKB	5,1	5,2	5,3	5,2	4,9	4,7	4,4
Popyt krajowy	5,5	6,6	4,9	6,1	4,8	4,2	4,3**
Spożycie ogółem	4,5	4,5	4,6	4,5	4,3	4,4	4,3**
Spożycie indywidualne	4,5	4,6	4,8	4,4	4,2	3,9	4,3**
Spożycie publiczne	4,7	4,5	4,5	5,2	4,7	6,4	4,4**
Akumulacja brutto	9,6	19,1	5,9	12,4	6,1	3,2	4,1**
Nakłady brutto na środki trwałe	8,7	9,6	6,0	11,3	8,2	12,6	9,0**
Zmiana zapasów *	0,4	1,5	0,1	0,4	-0,3	-1,1	-0,7**
Eksport netto *	-0,2	-1,1	0,6	-0,6	0,3	0,7	0,3**

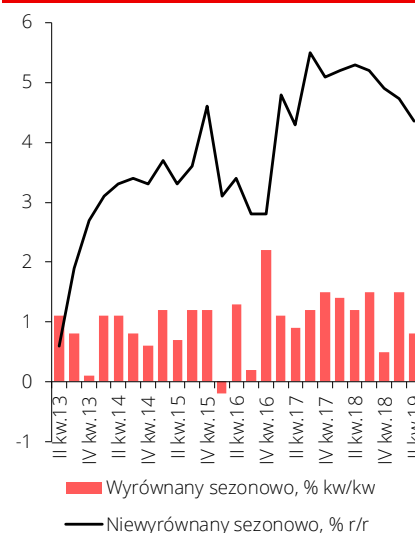
\* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.); \*\* szacunki Santander

Źródło: GUS, Santander

### Inflacja nadal w trendzie wzrostowym

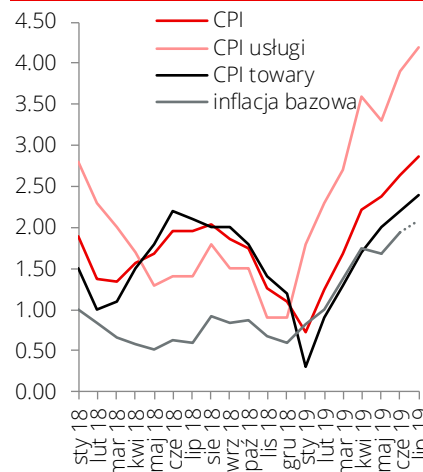
Finalne dane o inflacji za lipiec potwierdziły wstępne dane na poziomie 2,9% r/r, najwyższej od końca 2012 r. Do wzrostu inflacji mocno przyczyniły się m.in. ceny żywności, rosnąc o 0,3% m/m w lipcu, w miesiącu, który zwykle odnotowuje sezonowe spadki cen żywności. Jednak żywność nie była jedynym czynnikiem, który pchał inflację w górę. Ceny usług kontynuowały wzrosty osiągając w lipcu dynamikę 4,2% r/r. Zgodnie z naszymi szacunkami, inflacja bazowa bez cen żywności oraz energii przyspieszyła do 2,1% r/r, najwyższego poziomu od 7 lat. Wciąż uważamy, że nie jest to koniec trendu wzrostowego inflacji w Polsce. O ile w okresie sierpień-wrzesień inflacja może się ustabilizować lub wręcz lekko cofnąć, w grudniu zapewne przekroczy 3% r/r a w styczniu 2020 może nawet przełamać poziom 4%, o ile rząd nie przedłuży zamrożenia cen prądu dla gospodarstw domowych. Nawet jeśli spodziewany wzrost inflacji powyżej 4% będzie tymczasowy, to naszym zdaniem inflacja przez cały 2020 rok powinna pozostawać powyżej 3%, a inflacja bazowa może przekroczyć 2,5%. Rada Polityki

### Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander

### Miary inflacji, % r/r



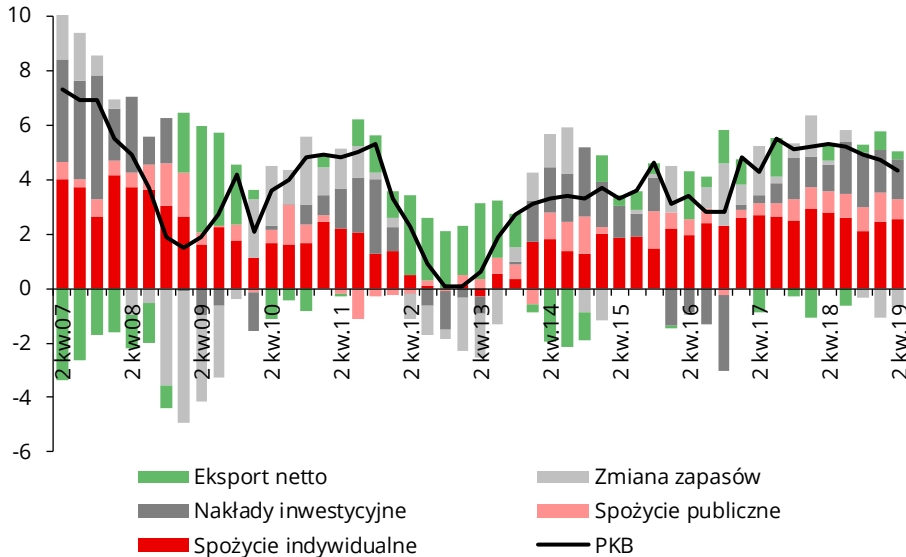
Źródło: GUS, NBP, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luźniński 22 534 18 85  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Pieniężnej prawdopodobnie nie zareaguje na wyższy od oczekiwań wzrost inflacji i utrzyma politykę pieniężną bez zmian, w efekcie rosnącej niepewności co do wzrostu gospodarczego oraz istotnej zmiany w kierunku bardziej gołębiej polityki pieniężnej na świecie.

### Struktura wzrostu PKB (% 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