

# Komentarz ekonomiczny

## CPI i PKB: cisza przed burzą

Marcin Luziński, tel. 22 534 18 85, [marcin.luzinski@santander.pl](mailto:marcin.luzinski@santander.pl)

Grzegorz Ogonek, tel. 22 534 19 23, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Według wstępnego szacunku, w I kw. 2020 tempo wzrostu PKB spowolniło do 1,9% r/r z 3,2% r/r w IV kw. 2019. Konsensus wynosił 1,7%, a nasza prognoza 0,9%. Po odsezonowaniu, dynamika PKB wyniosła -0,5% kw./kw. Przy naszych szacunkach zmiany PKB w II kw. br. rządu -12% kw./kw. wydaje się oczywiste, że Polska wpadnie w recesję. Kwietniowa inflacja została potwierdzona na 3,4% r/r. Generalnie nie widać jeszcze dominacji presji na spadek cen w gospodarce, inflacja bazowa mogła spaść o tylko 0,2pp do 3,4% r/r. Sądzymy, że stabilizacja cen w wielu kategoriach to pochodna problemów z ich pomiarem. Prawdopodobnie problemy te wkrótce się zakończą. Spodziewamy się spadku inflacji CPI w kolejnych miesiącach, do ok. 1,5% w grudniu.

### Wzrost PKB r/r powyżej naszych szacunków, ale ujemny w ujęciu kw/kw

Według wstępnego szacunku, w I kw. 2020 tempo wzrostu PKB spowolniło do 1,9% r/r z 3,2% r/r w IV kw. 2019. Konsensus wynosił 1,7%, a nasza prognoza 0,9%. Odczyt za pierwsze trzy miesiące br. jest najsłabszym wynikiem od III kw. 2013. Po odsezonowaniu, dynamika PKB wyniosła -0,5% kw/kw i 1,6% r/r. Jest zatem oczywiste, że Polska nie uniknie technicznej recesji (ostatni raz wystąpiła ona w pierwszej połowie 2001) bowiem zmiana PKB w II kw. br. może według naszych szacunków wynieść -12% kw./kw. i poniżej -10% r/r.

Ogólnie, dane potwierdziły, że już w I kw. – kiedy tylko dwa ostatnie tygodnie dotknięte były nałożonymi ograniczeniami społecznymi i w działalności firm – nastąpiło znaczące (aczkolwiek nie tak silne jak oczekiwaliśmy) spowolnienie. Sądzymy, że najmocniej ucierpiała konsumpcja prywatna i usługi.

GUS podkreślił, że mimo pandemii dane opierają się na tych samych źródłach co zawsze i są porównywalne do poprzednich odczytów, chociaż rewizji nie można wykluczyć. W dzisiejszej publikacji dane za ostatnie dwa lata nie zostały zrewidowane. Pełne dane o PKB za I kw. br. wraz ze strukturą zostaną opublikowane 29 maja.

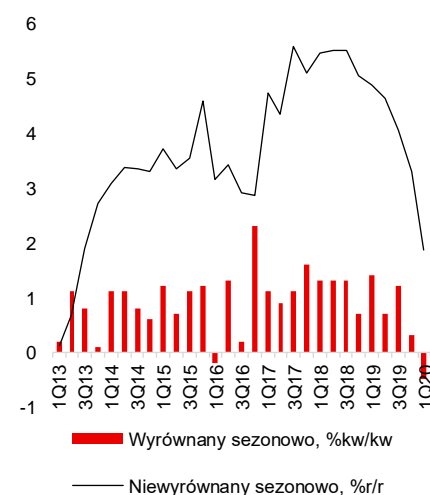
### Chorobowa sztywność cen

Kwietniowa inflacja została potwierdzona na 3,4% r/r. Rozbicie na poszczególne kategorie nie wskazało na generalną dominację presji na spadek cen w gospodarce i trudno takie obszary wskazać, poza spadkami cen paliw, książek i ubezpieczeń. Ceny usług ogółem wzrosły o 1,4% m/m i ich wzrost w ujęciu rocznym pozostał bez zmian na 6,5% r/r.

Sądzymy, że stabilizacja cen w wielu kategoriach to pochodna problemów z ich pomiarem. Prawdopodobnie problemy te wkrótce się zakończą wraz z luzowaniem ograniczeń związanych z Covid-19 i ponownym otwieraniem wielu działalności gospodarczych. Sądzymy, że GUS zdecydował użyć typowych wzorców sezonowych lub utrzymać roczne stopy wzrostu bez zmian w kategoriach, dla których trudno było uzyskać ceny. Skutkiem są nieintuicyjne odczyty typu +0,4% m/m w restauracjach i hotelach, +2,2% w turystyce zorganizowanej, +24,8% w usługach transportowych. Spodziewamy się, że po zniesieniu ograniczeń wiele biznesów będzie oferowało zniżki cenowe, by zachęcić konsumentów do ponownego skorzystania z ich usług, przynajmniej w sektorach powiązanych z rekreacją.

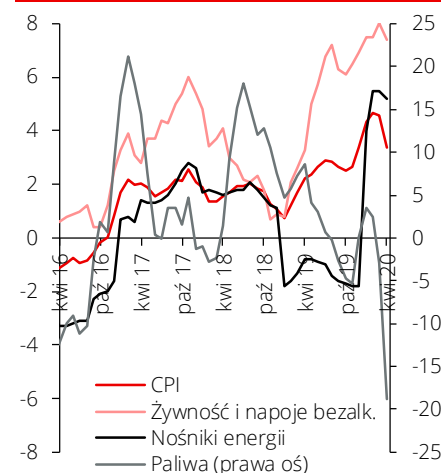
Spodziewamy się spadku inflacji CPI w kolejnych miesiącach, do ok. 1,5% w grudniu. Szacujemy kwietniową inflację bazową na 3,4% wobec 3,6% r/r w marcu.

### Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander

### Inflacja CPI, % r/r



Źródło: GUS, 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 Luziński 22 534 18 85  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

*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*