

## Komentarz ekonomiczny

### PKB i inflacja (znowu) powyżej prognoz

Marcin Luziński, tel. +48 22 534 18 85, [marcin.luzinski@santander.pl](mailto:marcin.luzinski@santander.pl)

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

Inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 5,4% r/r wg wstępnych danych, w czym pomogły wyższe ceny żywności, ale też wyższa inflacja bazowa. Wygląda na to, że przez kolejne dwa kwartały inflacja pozostanie w pobliżu 5% a przejściowo może nawet się zbliżyć do 6%. Wzrost PKB w II kwartale przyspieszył do rekordowego 11,1% r/r (najwyższy odczyt w historii). Tak wysoki odczyt w części wynika z efektu niskiej bazy, ale jest też efektem odbudowy popytu krajowego, głównie konsumpcji i zasobów. Inwestycje mocno rozczarowały po ich silnym wzroście w I kw., ale spodziewamy się, że powinny nabierać tempa w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB o 5% w br. Przyspieszający wzrost gospodarczy (i bardziej oparty na konsumpcji) oraz rosnąca inflacja zwiększają naszym zdaniem prawdopodobieństwo rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej w listopadzie. Czynnikiem, który mógłby opóźnić decyzję o rozpoczęciu podwyżek stóp jest ewentualnie rozwój pandemii w najbliższych miesiącach.

#### Inflacja CPI dalej w górę

Inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 5,4% r/r, przebiwszy oczekiwania (rynek i my: 5,1% r/r). Zaskoczenie w górę wobec naszych prognoz to głównie efekt małego spadku cen żywności (0,3% m/m, był to najwyższy sierpniowy odczyt od 2006 r.) oraz wzrostu inflacji bazowej do 3,9-4,0% r/r z 3,7% w lipcu. Inflację w górę pchały też rosnące ceny gazu i wody, ale to akurat uwzględniliśmy w naszych prognozach. Naszym zdaniem CPI pozostanie powyżej 5% co najmniej przez najbliższe dwa kwartały i może nawet zbliżyć się do 6% na początku przyszłego roku. Wygląda na to, że nasza wysoka prognoza, że w 2022 r. CPI będzie średnio powyżej 4% już wkrótce może się stać konsensem (obecnie konsensus Bloomberg'a to 3,5%, lipcowa prognoza NBP to 3,3%).

Coraz bardziej oczywiste jest, że RPP jest już spóźniona z podwyżkami stóp, a prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki w listopadzie rośnie. Prognozy NBP z lipca już są w zasadzie nieaktualne: w trzecim kwartale bank centralny spodziewał się średniej inflacji 4,6%, a prawdopodobnie (nie znamy jeszcze września) będzie ona wyższa od 5%. Niepewność dotyczy już w zasadzie tylko rozwoju pandemii; według słów Adama Glapińskiego RPP musi być pewna, że nie zagrazi ona wzrostowi, żeby podnieść stopy. Przypominamy też, że zgodnie z deklaracjami Adama Glapińskiego skup aktywów powinien zakończyć się najpóźniej wraz z podwyżkami stóp procentowych.

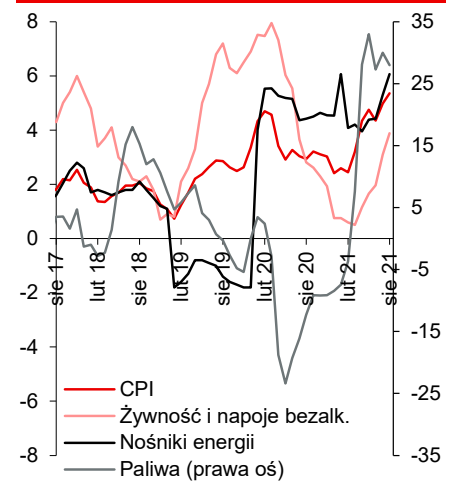
#### Wzrost PKB ciągnięty w górę głównie przez konsumpcję

Wzrost PKB w II kwartale 2021 wyniósł 11,1% r/r (po lekkiej rewizji w górę wstępnego odczytu z 10,9% r/r) i 2,1% kw/kw po korekcie sezonowej (rewizja z 1,9% kw/kw).

Spżycie indywidualne wzrosło o 13,3% r/r (2,7% kw/kw wyr. sezon.), mniej więcej zgodnie z naszymi przewidywaniami, potwierdzając powszechnie oczekiwane ożywienie wydatków konsumentów po zniesieniu pandemicznych restrykcji. Pozytywny trend w tym obszarze będzie zapewne kontynuowany dzięki pozytywnej sytuacji na rynku pracy i rosnącym szybko dochodom gospodarstw domowych. Oceniamy, że obawy związane z kolejną falą pandemii nie zaważą istotnie na zachowaniu konsumentów (podobnie jak nie zaważyły na wiosnę br.).

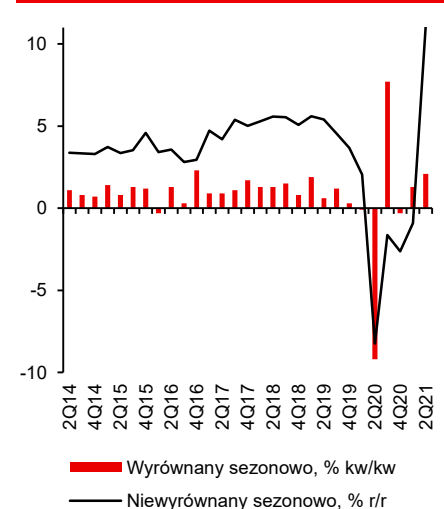
Inwestycje brutto wzrosły o 5,0% r/r, co jest naszym zdaniem sporym rozczarowaniem (prognozowaliśmy 15% r/r). Po korekcie sezonowej inwestycje obniżyły się o 10,8% kw/kw, korygując niemal całkowicie silne odbicie zanotowane w I kwartale br. Podejrzewamy, że za takim wynikiem stoi przede wszystkim słabość inwestycji publicznych (wcześniej dane z sektora samorządowego pokazały spadek nakładów inwestycyjnych w II kw. o 11,8% r/r), gdy w tym samym czasie aktywność inwestycyjna sektora prywatnego zapewne kontynuuje ożywienie. Opublikowane niedawno dane o wynikach finansowych dużych firm wskazują, że ich wydatki na inwestycje wzrosły w II kwartale o ok. 11% r/r. Naszym zdaniem dynamika inwestycji ogółem powinna z czasem przyspieszać, szczególnie w przyszłym roku po uruchomieniu Krajowego Programu Odbudowy, który mocno rozrusza sektor inwestycji publicznych.

Inflacja CPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Wzrost PKB w Polsce



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 18 84

Eksport netto miał wyraźnie mniej ujemny wkład do PKB niż zakładaliśmy na podstawie danych o handlu zagranicznym: -0,7 pkt. proc. Z kolei zmiana zapasów dodała do dynamiki PKB 2,9 pkt. proc., nieco więcej niż zakładała nasza prognoza. Niewykluczone, że w dużym przyroście zapasów kryją się częściowo pewne niedokładności w danych które wraz z kolejnymi rewizjami zostaną rozdysponowane do innych kategorii (np. zaliczone na poczet inwestycji).

W sumie, dane o PKB za II kwartał potwierdzają silne ożywienie krajowej gospodarki po zniesieniu restrykcji, którego źródłem był przede wszystkim popyt konsumpcyjny. Skorygowany sezonowo poziom PKB w II kw. powrócił powyżej poziomu sprzed pandemii (był 0,7% powyżej IV kw. 2019), co stawia Polskę w ścisłej czołówce krajów UE pod względem tempa odbudowy gospodarki po ubiegłorocznej recesji. Utrzymujemy prognozę wzrostu PKB na poziomie 5% w 2021 r.

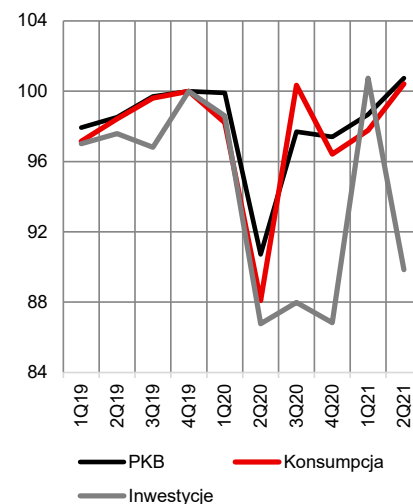
#### Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2019	2020	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
PKB	4,7	-2,7	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	11,1
Popyt krajowy	3,6	-3,7	-9,5	-3,2	-2,9	1,0	12,8
Spożycie ogółem	4,5	-1,3	-7,5	0,9	-0,2	0,6	10,7
Spożycie indywidualne	4,0	-3,0	-10,8	0,4	-3,2	0,2	13,3
Spożycie publiczne	6,5	4,4	3,4	3,0	7,7	2,5	3,8
Akumulacja brutto	0,3	-12,9	-17,6	-20,0	-10,4	3,4	22,2
Nakłady brutto na środki trwałe	6,1	-9,6	-9,8	-8,2	-15,4	1,3	5,0
Zmiana zapasów *	-1,0	-0,8	-1,8	-2,4	1,3	0,3	2,9
Eksport netto *	1,3	0,8	0,8	1,4	0,1	-1,9	-0,7

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

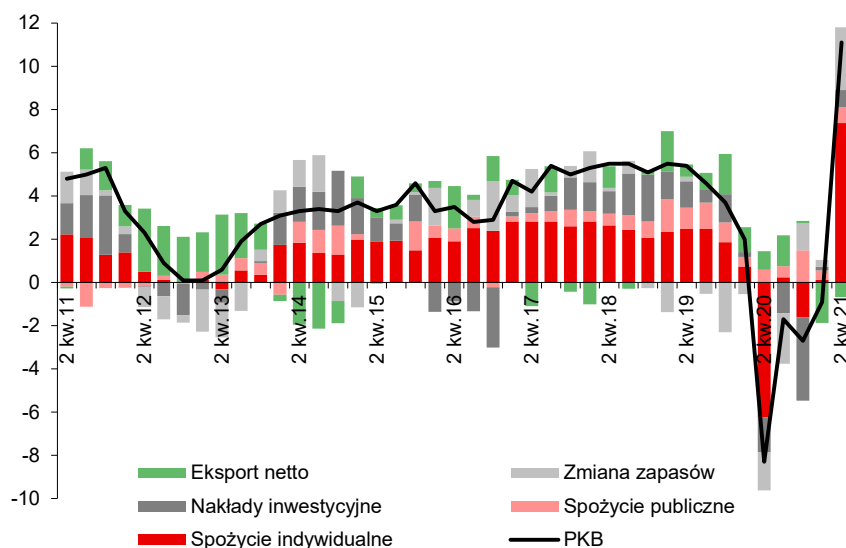
Źródło: GUS, Santander

#### Poziom PKB, konsumpcji i inwestycji (4Q19=100, wyr. sezon.)



Źródło: GUS, Santander

#### Struktura wzrostu PKB – strona popytowa (% 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 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