

## Komentarz ekonomiczny

### Inflacja przejściowo wyżej, stopy bez zmian

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%.

W oficjalnym komunikacie pojawiły się główne wyniki nowej projekcji NBP, wskazujące na nieco wyższą średnią inflację w 2024 r. (średniowy punkt projekcji 3,7% wobec 3,55% w marcu), wyraźnie wyższą w 2025 r. (5,25% wobec 3,60%) oraz nieznacznie niższą w 2026 r. (2,8% wobec 2,9%) – porównanie odnosi się do scenariusza z marcowej projekcji, który zakładał pełne wydłużenie tarcz antyinflacyjnych. Jednocześnie obniżono prognozy wzrostu PKB: w 2024 r. do 3,0% wobec wcześniejszych 3,5%, w 2025 r. 3,8% wobec 4,25%, w 2026 r. 3,1% wobec 3,25%.

W oficjalnym komunikacie powtórzono opinię z poprzednich miesięcy, że w ocenie RPP pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i presja kosztowa są dość niskie, choć podwyższona dynamika płac sprzyja wyższej presji popytowej. Opisując perspektywy inflacji RPP nie powoływała się już na niepewność związaną ze zmianami regulacyjnymi, zastępując ją stwierdzeniem, że inflacja wdrożenie w najbliższych kwartałach powyżej celu NBP pod wpływem wyższych kosztów energii. Zgodnie z komunikatem po wygaśnięciu wpływu podwyżek cen energii inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP przy utrzymaniu obecnego poziomu stóp procentowych, chociaż nadal istnieje pewna niepewność co do zachowania oczekiwań inflacyjnych, polityki fiskalnej, tempa ożywienia gospodarczego i sytuacji na rynku pracy.

Ogólnie rzecz biorąc, komunikat wydaje się potwierdzać nasze przewidywania, że nowa projekcja nie dała Radzie nowych istotnych argumentów przemawiających za zmianą nastawienia polityki pieniężnej. Nadal uważamy, że polski bank centralny pozostanie w najbliższych miesiącach w trybie wyczekiwania i najprawdopodobniej utrzyma stopy procentowe bez zmian mniej więcej do połowy 2025 roku.

Wydaje się, że czwartkowa konferencja prezesa NBP Adama Głapińskiego może przebiegać w podobnie jastrzębim tonie jak ostatnia w czerwcu.

#### Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

Uwaga: środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się z 50-procentowym prawdopodobieństwem.

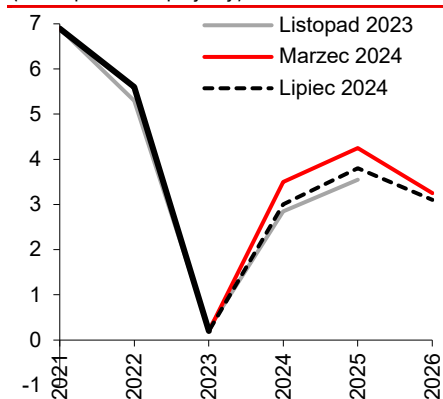
	Wzrost PKB			
	Lip 23	Lis 23	Mar 24	Lip 24
2023	0.55 (±0.75)	0.25 (±0.35)		
2024	2.35 (±0.95)	2.85 (±0.95)	3.50 (±0.80)	3.00 (±0.70)
2025	3.25 (±1.15)	3.55 (±1.15)	4.25 (±1.05)	3.80 (±1.00)
2026			3.25 (±1.25)	3.10 (±1.20)
	Inflacja CPI			
2023	11.90 (±0.80)	11.4 (±0.1)		
2024	5.25 (±1.55)	4.7 (±1.5)	3.55 (±0.75)	3.70 (±0.60)
2025	3.6 (±1.5)	3.75 (±1.55)	3.60 (±1.40)	5.25 (±1.35)
2026			2.90 (±1.40)	2.80 (±1.50)

Źródło: NBP, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

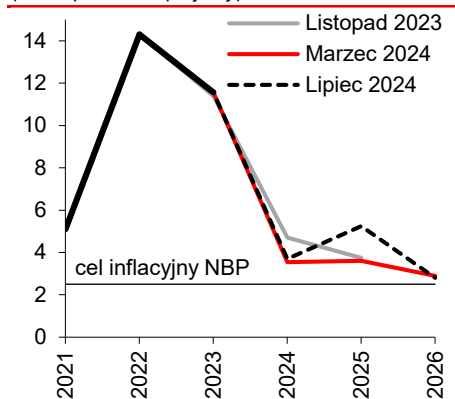
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 691 393 119  
 Bartosz Białas 517 881 807  
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
 Marcin Luzziński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Projekcje NBP dla wzrostu PKB  
(średki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI  
(średki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

### Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z czerwca):

Koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki **pozostajewciąż jest** ostabiona, pomimo pewnej poprawy w ostatnim okresie. W I kw. brpotowie 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro była **prawdopodobnie** niska, natomiast w Stanach Zjednoczonych pozostała relatywnie wysoka. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektywy aktywności w największych gospodarkach.

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych – po wyraźnym spadku w 2023 r. – kształtowała się w ostatnich miesiącach nadal nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. W kierunku niższej inflacji oddziaływało ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej dynamice cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności w wielu gospodarkach. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się powyżej inflacji ogółem, przy podwyższonej dynamice cen usług.

W Polsce następuje stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. **Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB wyniosła 2,0% r/r w I kw. 2024 r. (wobec 1,0% r/r w IV kw. 2023 r.).** Dodatkowo, na **co wskazuje** wzrost PKB oddziaływała przede wszystkim odbudowa popytu konsumpcyjnego. Z kolei roczna dynamika inwestycji wyraźnie się obniżyła. W kwietniu 2024 r. produkcja przemysłowa sprzedaży detalicznej, przy wciąż osłabionej aktywności w przemyśle i sprzedaży detalicznej były wyższe niż rok wcześniej, natomiast produkcja budowlano-montażowa była niższa. Utrzymuje się dobra sytuacja w budownictwie. Na rynku pracy, w tym **utrzymuje się** niskie bezrobocie. **Choć i wysoka** liczba pracujących **pozostaje wysoka, to, choć** zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu 2024 r. **maju br.** było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń **utrzymuje nadal** kształtuje się na wysokim poziomie.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w **maju czerwcu** 2024 r. wyniósł 2,6% (wobec 2,5% (wobec 2,4% w kwietniemaju 2024 r.). W **maju czerwcu** wzrosła roczna dynamika cen energii, w tym paliw. Z kolei roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych **nieznacznie się, natomiast roczna dynamika cen energii obniżyła się.** Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w **maju ponownie obniżyła się czerwcu** inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. **W kwietniu była niższa niż przed miesiącem.** W **maju** 2024 r. utrzymywał się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażyowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej ogranicza to dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych. Rada ocenia, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 14 czerwca 2024 r. – **roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 4,3% w 2024 r. (wobec 2,8 – 4,3% w projekcji z marca br.), 3,9 – 6,6% w 2025 r. (wobec 2,2 – 5,0%) oraz 1,3 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,5 – 4,3%).** Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3 – 3,7% w 2024 r. (wobec 2,7 – 4,3% w projekcji z marca br.), 2,8 – 4,8% w 2025 r. (wobec 3,2 – 5,3%) oraz 1,9 – 4,3% w 2026 r. (wobec 2,0 – 4,5%).

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają **relatywnie** niskie, co w warunkach ostabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej inflacji. **W efekcie w II kw. 2024 r. roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP.** Towarzyszyć temu będzie niższa niż w poprzednich kwartalach inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć – wobec podwyższonej dynamiki cen usług – pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI presji inflacyjnej. W kierunku wyższej presji popytowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym.

W **kolejnych najbliższych kwartalach** dynamika cen konsumpcyjnych **prawdopodobnie wzrośnie i będzie wyższa od celu inflacyjnego NBP, do czego przyczyni się podwyższenie cen energii.** Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć **czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne.** Na kształtowanie się inflacji obciążone jest jednak znaczną niepewnością, związaną m.in. z wpływem w średnim okresie będą miały także **wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, w tym na oczekiwania inflacyjne, a także tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuację sytuacja na rynku pracy.** W przypadku podniesienia cen energii w II połowie 2024 r. inflacja wzrośnie. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla trwałego powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

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