

## Komentarz ekonomiczny

### Wzrost PKB przyspieszył powyżej 3% r/r

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

Cezary Chrapek, CFA, tel. 887 842 480, [cezary.chrapek@santander.pl](mailto:cezary.chrapek@santander.pl)

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Wzrost PKB w Polsce przyspieszył do 3,2% r/r w II kw. 2024 r., dokładnie zgodnie z naszą prognozą i wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego, który według Bloomberg'a obniżył się w ostatnich dniach do 2,7% r/r. Dane wyłamały się z wzorca negatywnych niespodzianek PKB w regionie, co pokazuje, że polska gospodarka jest w lepszej kondycji. Wciąż nie znamy struktury PKB w II kw. (zostanie opublikowana pod koniec sierpnia), ale przypuszczamy, że wzrost gospodarczy był wspierany głównie przez konsumpcję prywatną i publiczną, co z kolei było pochodną wyjątkowo szybkiego wzrostu płac. PKB wyrównany sezonowo wzrósł o 1,5% kw/kw po 0,8% kw/kw w I kw. (zrewidowanym w górę z 0,5%) i aż 4,0% r/r.

GUS potwierdził wzrost inflacji w lipcu do 4,2% r/r (1,4% m/m) z 2,6%. Złożył się na to wzrost inflacji w usługach do 6,2% z 6,1% oraz w towarach do 3,5% z 1,3%, głównie za sprawą wzrostu cen energii (11,8% m/m) i żywności (0,7% m/m). Szczegółowe zestawienie pokazało wyższe niż zakładaliśmy wzrosty cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, łączności oraz rekreacji i kultury, częściowo skompensowane przez niższe wzrosty cen w pozostałych kategoriach. Szacujemy, że inflacja bazowa wyniosła 3,7% r/r (0,3% m/m) wobec 3,6% w czerwcu. Oczekujemy, że inflacja wzrośnie do ok. 5,3% r/r na koniec roku i osiągnie szczyt ok. 6% w marcu 25. Zakładamy, że inflacja bazowa pozostanie w przedziale 3,7%-4,5% do końca 2025 roku. Biorąc pod uwagę trajektorię inflacji i dzisiejsze solidne dane o PKB oraz silny wzrost płac, nie spodziewamy się, aby RPP zmieniła retorykę w najbliższym czasie i utrzymujemy naszą bazową prognozę pierwszej obniżki stóp procentowych najwcześniej w połowie 2025 roku.

#### Polska gospodarka podkręciła tempo w II kwartale

Wzrost PKB przyspieszył w II kwartale 2024 r. do 3,2% r/r, dokładnie zgodnie z naszą prognozą i wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego, który w ostatnich dniach obsunął się w dół do 2,7% r/r według ankiety Bloomberg'a. Po tym, jak sąsiednie kraje Europy Środkowo-Wschodniej odnotowały słabsze od oczekiwań odczyty PKB za drugi kwartał, wielu analityków i inwestorów obawiało się negatywnej niespodzianki również w Polsce, ale my argumentowaliśmy (jak się wydaje, słusznie), że Polska powinna być bardziej odporna na spowolnienie gospodarcze w Niemczech ze względu na wielkość rynku wewnętrznego i dobrą kondycję lokalnych konsumentów. Na razie nie znamy struktury wzrostu PKB w II kwartale (GUS opublikuje te dane dopiero 29 sierpnia), ale domyślamy się, że gospodarka była wspierana głównie przez konsumpcję prywatną i publiczną, co z kolei było pochodną wyjątkowo szybkiego wzrostu płac i innych dochodów gospodarstw domowych.

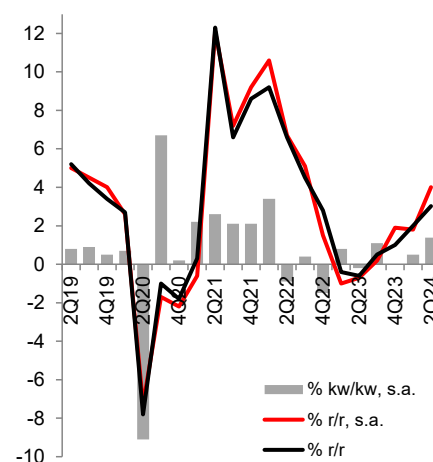
Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych PKB wzrósł o 1,5% kw/kw, wobec 0,8% kw/kw w I kwartale (rewizja w górę z 0,5%), co jest najwyższym wzrostem od 1kw22. Z kolei roczna dynamika PKB wyrównanego sezonowo przyspieszyła do 4,0% r/r, co plasuje nas w ścisłej czwórce krajów UE. To bardzo dobra wiadomość sugerująca wyraźny wzrost aktywności ekonomicznej, chociaż nadal pozostajemy sceptyczni co do wiarygodności danych wyrównanych sezonowo dla polskiego PKB.

Ogólnie rzecz biorąc, dane są dużym pozytywnym zaskoczeniem dla rynku i prawdopodobnie dołączają (wraz z bardzo szybkim wzrostem płac) do listy argumentów dla banku centralnego za tym, aby nie spieszyć się nadmiernie z łagodzeniem polityki pieniężnej. Nadal oczekujemy pierwszej obniżki stóp procentowych w Polsce w lipcu 2025 r.

#### Inflacja potwierdzona na 4,2% r/r w lipcu

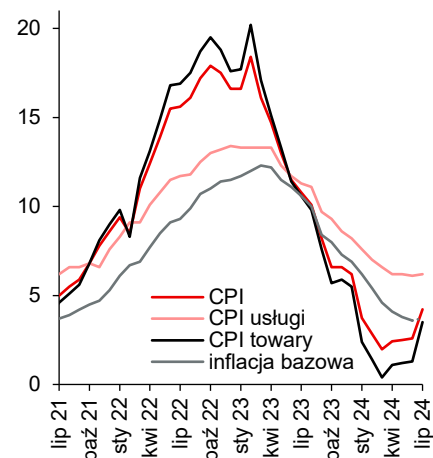
GUS w finalnym wylczeniu lipcowej inflacji CPI potwierdził jej odbicie do 4,2% r/r z 2,6% r/r w czerwcu. Za odbiciem stało przede wszystkim częściowe odmrożenie cen energii, skutkujące wzrostem w tej kategorii o 11,8% m/m. W związku z tym, ceny towarów przyspieszyły z 1,3% r/r

#### Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander

#### Wskaźniki 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 691 393 119  
 Bartosz Biały 517 881 807  
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
 Marcin Luźniński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

w czerwcu do 3,5% r/r (najwyższy wzrost w tym roku), podczas gdy tempo wzrostu cen usług utrzymało się nieco powyżej 6% r/r (6,2% r/r w lipcu po 6,1% w czerwcu).

### Miesięczny spadek cen żywności dużo mniejszy niż przed rokiem

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych odbiła w lipcu do 3,2% r/r w lipcu z 2,5% r/r w czerwcu, wskutek miesięcznego spadku cen o 0,5%. W lipcu ub.r. żywność i napoje bezalkoholowe potaniały o 1,2% m/m.

Nietypowo duże w stosunku do wzorca sezonowego były zmiany cen owoców (spadek o jedynie 0,9% m/m, to zapewne efekt mniejszej podaży przez suszę), olejów i tłuszczów (głównie przez dalej drożące masło – o 1,5% m/m w lipcu, po wzroście o 2,6% w czerwcu, w skali roku wzrost cen masła dotarł do 10,9%). O 1,4% m/m zdrożała kawa. Owoce, pieczywo i napoje bezalkoholowe były w lipcu ok. 5% droższe niż przed rokiem.

Z kolei nietypowo niska inflacja wystąpiła w przypadku ryżu (-1,0% m/m), mąki (-1,3% m/m) oraz jaj (-1,2% m/m). Kontynuowany był wyraźny spadek cen cukru – tak jak w czerwcu przekroczył 2% m/m, przez co w skali roku jego cena jest już niższa o 23,7%. W przypadku warzyw nie doszło do aż tak dużego spadku zbiorów jak w owocach stąd ceny spadły 5,5% m/m, czyli nawet nieco bardziej niż zwykle w lipcu.

Zakładamy, że roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych będzie się dalej podnosić i już wkrótce dotrze do 5% a w I poł 2025 r. z uwagi na efekt suszy może się znaleźć w okolicy 6-7%.

### Energia stała za lipcowym odbiciem inflacji

Ceny nośników energii wzrosły w lipcu o 11,8% m/m, w tym prąd zdrożał o 19,9% m/m a gaz o 16,8% m/m. To konsekwencja wygaśnięcia poprzednich tarcz i wejścia w życie nowych regulacji, m.in. zmieniających cenniki usług energetycznych. Podwyższenie limitu na ceny ciepła z uwagi na rozproszenie tego rynku nie spowodowało jednorazowego dużego dostosowania cen (w lipcu +0,3% m/m), zamiast tego oglądać powinniśmy stopniowy, rozłożony w czasie wzrost w tej kategorii. Opłat podróżnych o 1,2% m/m. Od sierpnia można się ubiegać o bon energetyczny na rekompensatę wzrostu cen energii, ale wg nas z uwagi na formę tego narzędzia nie będzie on uwzględniony w CPI. Z rządu płyną sygnały o woli dalszej ochrony gospodarstw domowych (być może tylko części) przed wzrostami kosztów energii w 2025 r., jednocześnie wróci wtedy w rachunkach za prąd opłata mocowa. Wg nas z nowym rokiem dojdzie do niewielkiego wzrostu cen energii, rzędu 1%.

Ceny paliw w ujęciu miesięcznym pozostały w lipcu bez zmian a w skali roku wzrosły o 1,2%. Wątpliwości wokół globalnej poprawy koniunktury i relatywnie silny złoty powinny sprzyjać stabilizacji tego kawałka CPI, za to efekty bazy będą przesuwać dynamikę roczną.

### Inflacja bazowa lekko w górę

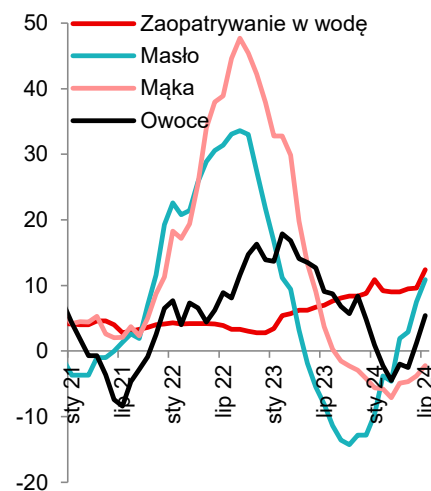
Szacujemy, że ceny w kategoriach bazowych wzrosły o ok. 0,32% m/m, co prawdopodobnie przyczyniło się do wzrostu rocznej inflacji bazowej do 3,7% r/r w lipcu z 3,6% r/r w czerwcu.

Do wyższej rocznej inflacji przyczyniło się kilka kategorii bazowych, w tym m.in. turystyka krajowa (4,9% m/m), obuwie (-2,1% m/m), meble (0,7% m/m). Ponieważ główny wskaźnik inflacji zaskoczył w dół w porównaniu z początkowymi oczekiwaniami, jedną z przyczyn mógł być niższy niż zakładano wzrost cen wody i usług kanalizacyjnych w lipcu, które były planowane na dość znacznym poziomie w tym roku, ale rozłożone w czasie na regiony. Ceny w zaopatrywaniu w wodę wzrosły o 3,1% m/m, co przelożyło się na wzrost rocznej inflacji do 12,4% r/r z 9,6%, podczas gdy ceny usług kanalizacyjnych wzrosły o 1,7% m/m, co przelożyło się na przyspieszenie rocznej dynamiki cen do 11,3% r/r z 10,2%. Duże wzrosty cen w tych kategoriach mogą stanowić pewne ryzyko w górę dla naszej sierpniowej prognozy inflacji, ponieważ niektóre zmiany cen mogły zostać wprowadzone z pewnym opóźnieniem (np. w Warszawie).

Wzrost cen w powyższych kategoriach został tylko częściowo skompensowany przez niższą dynamikę cen w kategoriach pozostających pod wpływem wciąż silnej waluty i relatywnej słabości eksportu. Sprzęt telekomunikacyjny i audiowizualny odnotował spowolnienie rocznej dynamiki cen w lipcu odpowiednio do -11% r/r z -10,6% oraz do -8,3% r/r z -7,3%. Jednocześnie przy mniejszym niż przed rokiem miesięcznym wzroście cen gazet i czasopism o 3,5% m/m, roczna dynamika cen spadła do -1,2% r/r z +4,2%.

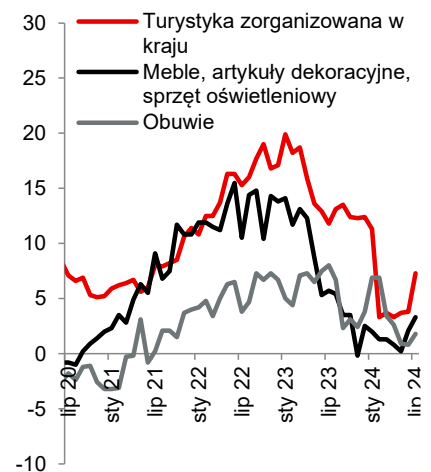
Zakładamy, że inflacja bazowa pozostanie w przedziale 3,7%-4,5% do końca 2025 r. i będzie wspierana głównie przez wysoki wzrost kosztów pracy.

### Wybrane komponenty inflacji, % r/r



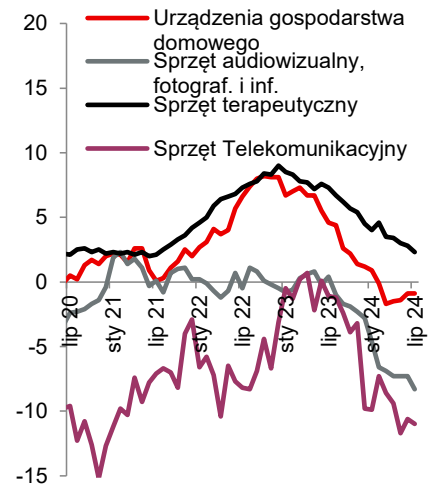
Źródło: GUS, Santander

### Wybrane komponenty inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Wybrane komponenty inflacji, % 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*