

Komentarz ekonomiczny

PKB i CPI nieco powyżej prognoz

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

Marcin Luziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

Wzrost PKB w I kwartale 2025 r. spowolnił do 3,2% r/r, co było zgodne z medianą prognoz rynkowych, a dane wyrównane sezonowo pokazały wyższy od oczekiwań wzrost o 3,8% r/r i aż 0,7% kw/kw. To wskazuje, że przygaszenie aktywności ekonomicznej na początku br. nie było aż tak znaczące, jak sugerowały publikowane wcześniej dane miesięczne o produkcji i sprzedaży, prawdopodobnie dzięki wciąż wysokiej aktywności w usługach. Jednocześnie finalne dane o inflacji CPI pokazały spadek do 4,3% r/r, nieco mniejszy niż sugerowały dane wstępne (4,2% r/r). Szczegółowe dane sugerują przyhamowanie inflacji bazowej w kwietniu do 3,5-3,6% r/r. Ogólnie jest to zestaw informacji, który znacząco nie zmienia scenariusza ekonomicznego na kolejne kwartały (spodziewamy się w dalszej części roku stopniowego przyspieszenia wzrostu PKB i hamowania inflacji), ale przemawiający raczej za ostrożnym podejściem w dalszym tagodzeniu polityki pieniężnej (tym bardziej, że opublikowane w ub. tyg. dane o płacach w I kw. pokazały wciąż dwucyfrowy wzrost, 10% r/r).

Wzrost PKB wciąż powyżej 3% r/r

Wzrost PKB spowolnił w I kw. 2025 r. do 3,2% r/r z 3,4% r/r w IV kw. 2024 r., zgodnie z medianą prognoz zebranych przez agencję Bloomberg i nieco powyżej naszych szacunków na poziomie 3,1% r/r. PKB wyrównany sezonowo wzrósł o 3,8% r/r i 0,7% kw/kw, tj. wyraźnie powyżej naszych oczekiwań (zakładaliśmy zmianę bliską zera kw/kw) i sugeruje, że pomimo rozczarowujących miesięcznych danych o aktywności ekonomicznej dotyczących I kwartału, gospodarka pozostała na ścieżce stabilnego, umiarkowanego szybkiego rozwoju (jednego z najwyższych w UE). Warto jednak dodać, że do odsezonowanych danych o PKB wciąż podchodzimy z pewną rezerwą, ze względu na ich umiarkowaną wiarygodność w ostatnich latach i podatność na głębokie rewizje.

Na tym etapie nie znamy jeszcze struktury wzrostu PKB w I kwartale, zostanie ona opublikowana przez GUS 2 czerwca, ale zakładamy, że solidny wzrost gospodarczy był wspierany przez umiarkowany wzrost konsumpcji prywatnej (blisko 3% r/r), podczas gdy inwestycje prawdopodobnie spadły r/r, ale wyraźnie mniej niż w poprzednich kwartałach. Spodziewamy się też wyraźnie dodatniego wkładu zapasów i ujemnego wkładu eksportu netto. Po stronie podaży spodziewamy się solidnego wkładu ze strony usług, przy słabszych wynikach produkcji i budownictwa.

Opublikowany dzisiaj wstępny wynik za I kwartał dobrze rokuje na kolejne kwartały, kiedy to spodziewamy się przyspieszenia wzrostu gospodarczego, głównie za sprawą wyraźnego ożywienia inwestycji. Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w całym 2025 r. na 3,4%.

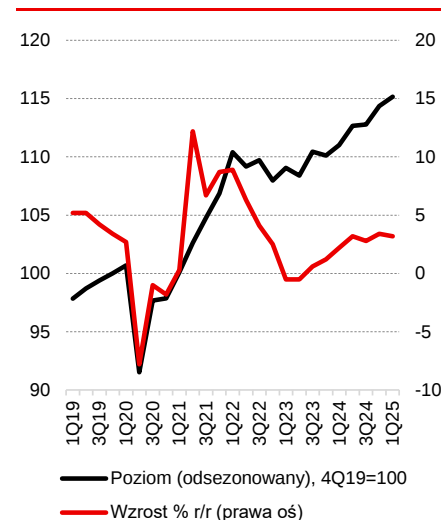
Inflacja CPI wyhamowała w kwietniu nieco mniej niż wstępnie szacowano

Kwietniowa inflacja CPI została zrewidowana do 4,3% r/r z 4,2% podanych we wstępnym szacunku. Większość kategorii była mniej więcej zgodna z naszymi oczekiwaniami. Do spadku z 4,9% r/r w marcu przyczynił się mocno efekt bazy w żywności, ale też spadające ceny paliw i części kategorii z zakresu inflacji bazowej (dobra trwałego użytku). Ceny usług wzrosły o 6,3% r/r (poprzednio 6,4%) a ceny towarów o 4,3% r/r (w marcu było to 4,9%). W kolejnych dwóch miesiącach inflacja może utrzymywać się na poziomie z kwietnia lub nieco powyżej. Spodziewamy się, że w lipcu dynamika CPI spadnie w okolice 3,5% r/r, a następnie będzie oscylować w przedziale 3-3,5% do końca roku, co powinno pozwolić RPP na dalsze luzowanie polityki pieniężnej.

Inflacja bazowa nieznacznie niżej

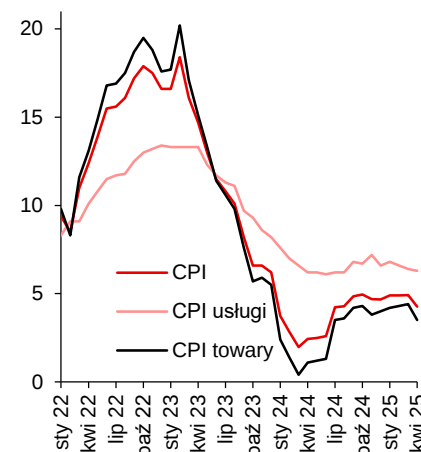
Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności, energii i paliw wyniosła 3,5-3,6% r/r w kwietniu, czyli nieznacznie niżej niż w marcu (3,6% r/r). Zakładamy, że do końca

PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander

Inflacja CPI, zachowanie cen towarów i usług, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Biały 517 881 807
Marcin Luziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

roku inflacja bazowa będzie oscylowała wokół poziomu 3,5% r/r. Inflację superbazową (czyli po wyłączeniu cen administrowanych) szacujemy na 2,9% r/r wobec 3,1% r/r w marcu.

Do wyraźnego spadku cen doszło w kategorii wyposażenie mieszkania: o 0,5% m/m. Szczegółowe dane pokazują spadek cen mebli o 1,4% m/m, ale też szerokie przeceny w przypadku sprzętów gospodarstwa domowego, średnio o 1,6% m/m, w tym w przypadku żelazek o 6,6% m/m, tosterów o 3,0% m/m, czajników o 2,7% m/m i lodówek o 2,5% m/m. Nie wykluczamy, że były to tymczasowe przeceny, które mogą odwrócić się w kolejnym miesiącu.

Ceny napojów alkoholowych i tytoniu wzrosły o 0,7% m/m wobec 1,0% m/m, widoczne jest zatem stopniowe wygasanie siły podwyżek związanych naszym zdaniem głównie z mocnym wzrostem akcyzy na wyroby tytoniowe. W kwietniu mocno podrożały jednak cygara, bo aż o 2,7% m/m.

Ceny transportu po wyłączeniu paliw wzrosły o 0,8% m/m, czyli dość nisko w porównaniu historycznym. Ceny samochodów osobowych obniżyły się o 0,8% m/m i był to dla tej kategorii 19. spadek w ujęciu miesięcznym z rzędu. Wyraźnie obniżyły się też ceny rowerów (-1,4% m/m).

W rekreacji i kulturze doszło do odbicia cen o 1,1% m/m po mocnym spadku w marcu o 2,0% m/m, a wzorec ten został wygenerowany przede wszystkim przez wahnięcie w cennikach turystyki zorganizowanej za granicą.

Szybciej niż w marcu rosły ceny w restauracjach i hotelach, o 0,8% m/m. Był to głównie skutek podwyżek cen zakwaterowania o 2,7% m/m.

Efekt bazy w cenach żywności, tańsze paliwa

W kwietniu ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,8% m/m i 5,3% r/r, co jest zgodne ze wstępną informacją podaną wcześniej przez GUS. Wyhamowanie rocznej dynamiki z 6,7% w marcu to efekt bazy statystycznej a nie bieżącego zachowania się cen – rok wcześniej przywrócono VAT na żywność. Wkład żywności do wzrostu cen całego koszyka CPI był o 0,35pp niższy niż w marcu co oznacza, że ta kategoria była główną przyczyną wyhamowania inflacji w kwietniu o 0,6pp. W kolejnych miesiącach inflacja cen żywności powinna już wg nas opaść poniżej 5% r/r i kierować się w okolice 3-3,5% r/r pod koniec roku, z ryzykiem, że susza spowolni tempo jej wyhamowania.

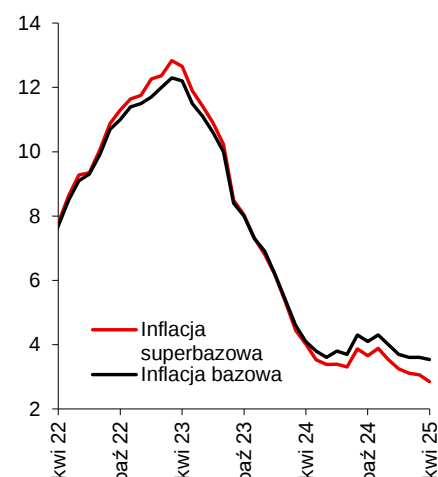
W skali miesiąca wyraźnie wzrosły ceny mięsa surowego (od 2,4% m/m w przypadku mięsa drobiowego po 4,0% dla cielęciny) a w skali roku ich wzrost przekracza 10% (poza wieprzowiną). Dużo wyższe były też ceny jaj (3,8% m/m, co daje 16,4% r/r). Kolejny miesiąc drożała kawa (+1,5% m/m, 10,6% r/r) oraz kakao i czekolada w proszku (+2,8% m/m, 14,3% r/r). Istotnemu wzrostowi cen owoców (1,9% m/m) i soków (0,9% m/m) towarzyszył, nietypowy jak na kwiecień, spadek cen warzyw o 0,4% m/m. Cena masła pozostała dużo wyższa niż przed rokiem (+18% r/r), choć w samym kwietniu zmieniła się niewiele (0,2% m/m). W skali roku tańsza była mąka (o 2,9%), wieprzowina (o 1,1%) i cukier (o 31%).

Ceny paliw były niższe niż w marcu o 1,7%, a wobec kwietnia 2024 r. o 8,3%. Niskie ceny ropy pozwalają liczyć na duży spadek m/m również w maju (trzeci z rzędu). Ceny nośników energii spadły w kwietniu o 0,2% m/m, w tym opał potaniał o 1% a ciepło systemowe o 0,3% przy stabilnych cenach prądu i gazu.

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.

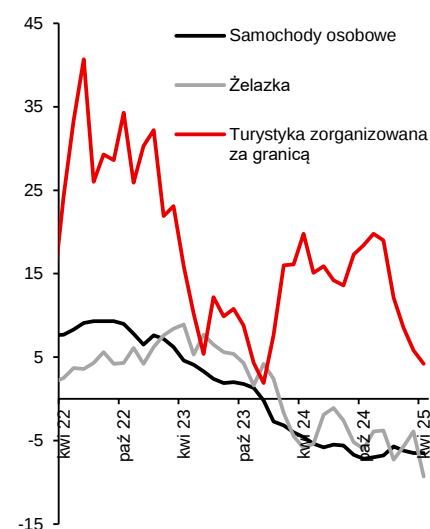
W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl

Inflacja bazowa i superbazowa, % r/r



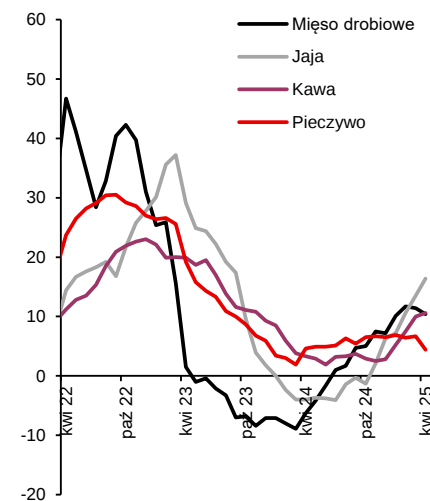
Źródło: GUS, Santander

Inflacja CPI % r/r, wybrane kategorie



Źródło: GUS, Santander

Inflacja CPI % r/r, wybrane kategorie



Źródło: GUS, Santander