

Gospodarka (znów) na rozdrożu

Polska gospodarka i rynki finansowe

Departament Analiz Ekonomicznych
Santander Bank Polska S.A.
ekonomia@santander.pl

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Gospodarka globalna	s. 7
■ PKB	s. 9
■ Saldo zagraniczne	s. 10
■ Przemysł	s. 13
■ Konsumpcja	s. 14
■ Inwestycje	s. 16
■ Kredyty i depozyty	s. 18
■ Marże przedsiębiorstw	s. 21
■ Rynek pracy	s. 22
■ Inflacja	s. 24
■ Polityka pieniężna	s. 27
■ Rynek długu	s. 29
■ Rynek walutowy	s. 33
■ Tabela z prognozami	s. 35



Podsumowanie (makro)

O ile na początku tego roku bilans czynników niepewności dla prognoz wzrostu gospodarczego zdawał się przesunąć stopniowo w dobrą stronę (już w styczniu nieco podnieśliśmy prognozę PKB na ten rok, a w lutym widzieliśmy dalszą poprawę otoczenia zewnętrznego), to jednak ostatnie tygodnie przesunęły ryzyko w drugą stronę. Problemy banków w USA i Europie wywołały uzasadniony wzrost obaw o koniunkturę światową i ponownie zmniejszyły przewidywalność scenariuszy ekonomicznych. Na [str.7](#) streszczamy cztery możliwe warianty konsekwencji zawirowań bankowych za granicą. W tym momencie jako bazowy traktujemy scenariusz, w którym globalna koniunktura nie odczuwa istotnego pogorszenia, a mimo to główne banki centralne ograniczają zacieśnianie polityki pieniężnej w obawie o stabilność finansową. To niestety oznaczałoby niezbyt dobrą wiadomość dla NBP: **mniej wsparcia z zagranicy dla ograniczenia krajowej inflacji**.

Tymczasem, krajowe dane pokazują, że chociaż roczna dynamika inflacji minęła już szczyt (18,4% w lutym), to jej cofnięcie w marcu do 16,2% r/r było głównie pochodną efektów statystycznych, podczas gdy **rozpęd cen pozostaje bardzo wysoki i skupiony coraz bardziej w bazowym komponencie inflacji** ([str.25](#)). Trzeba przyznać, że nie mamy na razie bardzo dobrego wytłumaczenia, jak to pogodzić z wyraźnie widocznym schłodzeniem popytu konsumpcyjnego na przełomie roku, które nie zdołało jak na razie wygasić inercji we wzrostach cen. Zaskakującą uporczywość inflacji bazowej widać też w innych krajach, nawet tam, gdzie główne miary CPI/HICP zaczęły się już mocno cofać. W marcu polski CPI wzrósł o 1,1% m/m, a CPI bazowy o 1,2% m/m. W samym tylko I kwartale ceny wzrosły już w sumie o prawie 5%, a do czerwca skumulowany tegoroczny wzrost cen przekroczy zapewne 7%, co by oznaczało, że scenariusz prezesa Glapińskiego, zakładający spadek inflacji do 6-7% na koniec roku, stanie się bardzo mało realistyczny. **Spodziewamy się w grudniu inflacji ok. 10% r/r**.

Dezinflacja zapewne mogłaby przyspieszyć w scenariuszu głębszej i trwalszej recesji popytu krajowego. Na razie jednak nie widzimy wystarczających argumentów za istotnym pogorszeniem prognoz wzrostu gospodarczego i nadal spodziewamy się, że zanim inflację uda się na dobre wygasić, wejdziemy w fazę stopniowego ożywienia. **Utrzymujemy prognozę tegorocznego wzrostu PKB na poziomie 0,7% r/r**, z pierwszym kwartałem wyraźnie poniżej zera i stopniowym odbijaniem od dna w kolejnych kwartałach ([str.9](#)). Głównymi motorami ożywienia będą naszym zdaniem konsumpcja i eksport netto. Ta pierwsza mocno ucierpiała na przełomie roku ([str.14](#)), ale w naszej ocenie był to w większym stopniu efekt „przezornościowych oszczędności” w okresie wyjątkowej kumulacji obaw konsumentów (jak wysoko zajądą stopy procentowe, czy wystarczy opału na zimę, co z eskalacją wojny) niż szoku dochodowego. Teraz sytuacja będzie się stopniowo odwracać – realne dochody będą jakiś czas pod presją, ale obniżenie obaw i poprawa nastrojów powinny uruchomić typowy proces wyładzanie konsumpcji kosztem mniejszych oszczędności. Jednocześnie, sytuacja płynnościowa gospodarstw domowych pozostaje niezła. Poprawa salda wymiany z zagranicą ([str.11](#)) to w dużym stopniu efekt lepszych *terms of trade* (spadek cen importowanych surowców), ale też w perspektywie kolejnych kwartałów potencjalnego wsparcia dla krajowego eksportu i przemysłu ze strony odbijającego od dna popytu zagranicznego.

Sytuacja na rynku pracy jest stabilna – popyt na pracę słabnie ([str.22](#)), ale nie przekłada się to na wzrost bezrobocia, a raczej przyhamowanie wzrostu płac, które jednak przebiega nieco wolniej niż zakładaliśmy. Być może to właśnie większa inercja wynagrodzeń, przekładająca się na koszty przedsiębiorstw, stoi za uporczywością cen w kategoriach bazowych. W kolejnych kwartałach realna wartość dochodów z pracy zacznie się odbudowywać wraz z opadaniem stopy inflacji.

W tych okolicznościach niezmiennie stoimy na stanowisku, że **w tym roku nie pojawią się warunki umożliwiające RPP obniżenie stóp procentowych** ([str.27](#)). Jak wspomnieliśmy wyżej, nie zmaterializują się naszym zdaniem oczekiwania prezesa Glapińskiego na to, że inflacja będzie opadać szybciej niż przewiduje projekcja NBP (która naszym zdaniem i tak jest nieco zbyt optymistyczna), ani nadzieja RPP (którą można było wyczytać z komunikatów w ostatnich miesiącach) na to, że dalszą część pracy w zwalczaniu presji inflacyjnej wykona mocne zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed i EBC.

W obszarze polityki fiskalnej bez większych zmian – **deficyt sektora general government w 2022 r. wyniósł 3,4% PKB, a w tym roku spodziewamy się jego pogłębienia do ok. 5% PKB**, co oznacza umiarkowany wzrost, w znacznej mierze wynikający z wydatków na obronność. Na razie skłonność rządu do składania kosztownych obietnic przedwyborczych wydaje się mocno ograniczona, ale oczywiście najgorętszy okres kampanii wyborczej dopiero przed nami.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Polski złoty wykazał się dużą odpornością na ostatnie zawirowania na globalnych rynkach finansowych. Pomimo wyraźnych przecen w regionie kurs EUR/PLN zdołał utrzymać się blisko 4,70. Naszym zdaniem w perspektywie II kwartału kurs w dalszym ciągu będzie pozostawał blisko wspomnianego poziomu. Czynniki działające na jego korzyść takie jak stabilna sytuacja budżetu, korzystna sytuacja płynnościowa na lokalnym rynku walutowym, poprawa nastrojów inwestycyjnych w Europie oraz sygnały świadczące o przynajmniej ograniczonym ożywieniu gospodarczym w Chinach będą równoważone przez czynniki mniej korzystne. Wśród nich najważniejsze będą utrzymujące się oczekiwania na obniżki stóp NBP jeszcze przed końcem bieżącego roku pomimo wysokiej inflacji w kraju oraz antycypowanej powolnej ścieżki dezinflacji w Polsce, a także niepewność co do wyroku TSUE w kwestii rozliczania hipotecznych kredytów we frankach szwajcarskich w przypadku uznania takich umów kredytowych za nieważne przez lokalne sądy. Oczekujemy, że do momentu rozstrzygnięcia się tych kwestii wszelkie próby wyraźniejszego umacniania złotego będą szybko kontrowane przez rynek. (str.33)

Rynek stopy procentowej

Ostatnie zawirowania na globalnych rynkach finansowych przeszacowały oczekiwania rynków co do ścieżki dalszych podwyżek stóp procentowych, spychając kwestie inflacyjne na nieco dalszy plan. Chociaż oczekujemy dalszego uspokajania się sytuacji na rynkach to uważamy, że zarówno oczekiwania stóp jak i rentowności obligacji nie wrócą do poziomów obserwowanych na początku marca (str. 30). W nowych okolicznościach główne banki centralne będą zmierzać do rychłego zakończenia cyklu podwyżek stóp a nowym lekarstwem na powolność procesów dezinflacyjnych będzie nieco dłuższe utrzymywanie stóp procentowych na podwyższonych poziomach. Dla krajowego rynku długu oznaczać to będzie najpierw wzrost presji na wypłaszczenie krzywej a następnie na jej stopniową inwersję. Sytuacja budżetowa pozostaje pod kontrolą i finansowanie budżetu m.in. przy większej ekspozycji na rynki zagraniczne nie powinno mieć silnie negatywnego wpływu na wyceny ryzyka finansowania krajowego długu (str.32).



Prognozy 2023 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2022	Nasze prognozy w kwietniu 2023
PKB	Pierwszy kwartał 2023 będzie wg nas dołkiem mini-recesji, od którego gospodarka zacznie się stopniowo odbijać w kolejnych kwartałach. Słaby punkt startowy (odwrotność sytuacji z 2022 r.) będzie ważył na średniorocznym tempie wzrostu, które przewidujemy blisko zera.	Scenariusz w dużym stopniu aktualny, chociaż bilans ryzyk dynamicznie się zmienia. Już w styczniu nieco podnieśliśmy prognozę PKB, w lutym widzieliśmy nadal przewagę pozytywów, ale marcowe zawirowania w bankach za granicą zwiększyły ryzyko „twardego lądowania” głównych gospodarek (choć to nadal nie scenariusz bazowy).
Struktura PKB	Konsumpcja będzie najbardziej odpornym komponentem popytu, ale też wyraźnie spowolni. Inwestycje spadną, podobnie jak eksport i import, odczuwające globalną recesję, jednak wkład eksportu netto do PKB będzie dodatni, podobnie jak w 2022. Wkład zapasów do PKB wyraźnie ujemny.	Na przełomie roku konsumpcja wykazała zaskakującą słabość, a inwestycje zaskakującą odporność; w kolejnych kwartałach oczekujemy jednak odwrócenia tych tendencji. Nadal spodziewamy się dodatniego wkładu eksportu netto i ujemnego wkładu zapasów do wzrostu PKB.
Rynek pracy	Dekoniunktura i pogorszenie wyników firm przełożą się na spadek popytu na pracowników. Skala zwolnień i wzrostu bezrobocia powinna być umiarkowana. Dynamika płac średnio będzie zbliżona do 2022 r. – mocniejszemu wyhamowaniu zapobiegnie podwyżka płacy minimalnej w sumie o ok. 20%.	Prognoza bez zmian.
Inflacja	Po osiągnięciu szczytu w lutym (nieco powyżej 20% r/r) inflacja powinna się osuwać w dalszej części roku, ale zejścia poniżej 10% spodziewamy się dopiero w 2024 r. Inflacja bazowa w podobnym trendzie powolnej dezinflacji – do ok. 6% na koniec 2023.	Szczyt inflacji w lutym wypadł nieco poniżej 20%, ale wciąż widzimy dynamikę CPI na koniec roku w pobliżu 10%. Uporczywość inflacji bazowej okazuje się większa niż zakładaliśmy.
Polityka pieniężna	RPP akceptuje wydłużony powrót inflacji do celu i nie zamierza już podnosić stóp procentowych. Nasz scenariusz oznacza jednak brak warunków do rozpoczęcia obniżek, przynajmniej do końca 2023.	Scenariusz bez zmian.
Polityka fiskalna	Projekt budżetu zakłada wzrost deficytu fiskalnego do 4,5% PKB ale faktyczny będzie wg nas trochę wyższy (ponad 5%) ze względu na nowe wydatki związane z kryzysem energetycznym.	Scenariusz bez zmian.
Rynek stopy procentowej	Oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego krajowych rentowności obligacji, czemu będą sprzyjać procesy dezinflacyjne w kraju i za granicą – nawet jeżeli ten proces w kraju miałby przebiegać dużo wolniej. Przejściowy wzrost rentowności możliwy jest w pierwszych miesiącach przyszłego roku.	Scenariusz bez zmian, jednak prognozy rentowności niżej, ze względu na bardziej gołąbią postawę głównych banków centralnych oraz niższe rynkowe oczekiwania stóp procentowych.
Rynek walutowy	Pierwsze miesiące 2023 mogą być trudne dla złotego (dołek recesji), ale zakładamy, że w dalszej części roku korzystna dla złotego sytuacja płynnościowa na krajowym rynku oraz stopniowa poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych będą miały dominujący wpływ na kurs, prowadząc do jego stopniowej aprecjacji.	Oczekujemy stabilizacji notowań złotego wobec euro w najbliższych kwartałach. Czynniki pozytywne dla złotego będą równoważone przez te mniej korzystne do których należy zaliczyć wzrost oczekiwań na obniżki stóp oraz niepewność co do ostatecznego rozstrzygnięcia przez TSUE kwestii rozliczania kredytów w CHF.

Gospodarka



1



Czy nadchodzi kolejny kryzys?

Marcowe turbulencje w sektorach bankowych za granicą wywołały uzasadnione pytania o konsekwencje tych wydarzeń dla scenariuszy makroekonomicznych. Naszym zdaniem za wcześnie na definitywną odpowiedź, ale widzimy cztery możliwe scenariusze rozwoju sytuacji, które przedstawiamy poniżej. W kolejnych tygodniach wskazówką, w którą stronę przesuwają się bilans prawdopodobieństwa, będą m.in. dane z sektora bankowego (zmiany kredytów i depozytów, ankiety kredytowe, działania płynnościowe banków centralnych).

1. Kryzys bankowy za granicą się rozlewa, inflacja przestaje być problemem nr 1, główne banki centralne koncentrują się na ratowaniu stabilności finansowej, nadchodzi mocna globalna recesja i destabilizacja.

2. Kryzys się nie rozlewa, ale mocne zacieśnienie polityki kredytowej przez banki komercyjne / credit crunch spycha główne gospodarki w recesję, inflacja hamuje szybciej, co uzasadnia obniżki stóp głównych banków centralnych.

3. Kryzys się nie rozlewa, a gospodarki wracają na ścieżki „soft landing”, ale główne banki centralne wstrzymują podwyżki stóp w obawie o stabilność finansową; w efekcie problemy z uporczywą inflacją zostają na dłużej.

4. Kryzys się nie rozlewa, a gospodarki wracają na ścieżki „soft landing”, ale banki centralne nie miękną, walka z inflacją wraca jako priorytet, a z nią oczekiwania znacznych podwyżek stóp Fed, EBC.

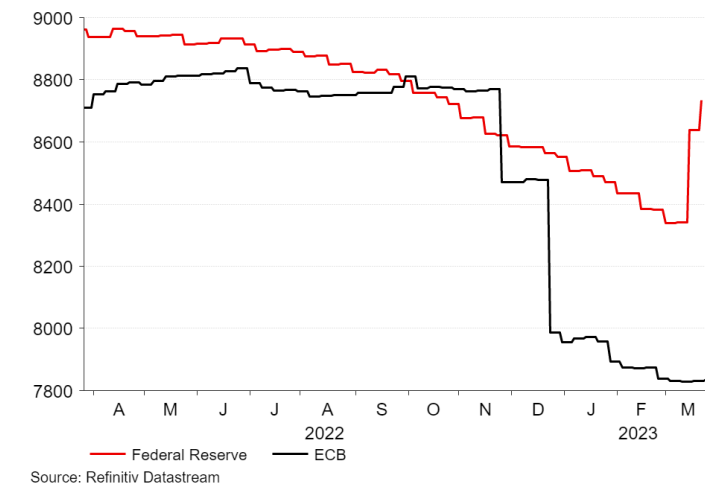
Ten wariant uważamy za najmniej prawdopodobny, a jego skutki najtrudniejsze do prognozowania. Należałoby się liczyć z dużym wzrostem awersji do ryzyka, przeceną aktywów finansowych, załamaniem wyników firm i recesją. Obniżki stóp procentowych w Polsce w pierwszym etapie byłyby utrudnione przez osłabienie waluty, ale po stabilizacji rynków zapewne nieuniknione.

Nie jest to nasz scenariusz bazowy, ale nie można go bagatelizować. Efektem byłoby „twarde lądowanie” gospodarki światowej, ciągnące w dół PKB w Polsce, studzące rynek pracy i wygaszające presję inflacyjną. W tym wariantcie najszybciej moglibyśmy liczyć na obniżki stóp procentowych przez RPP.

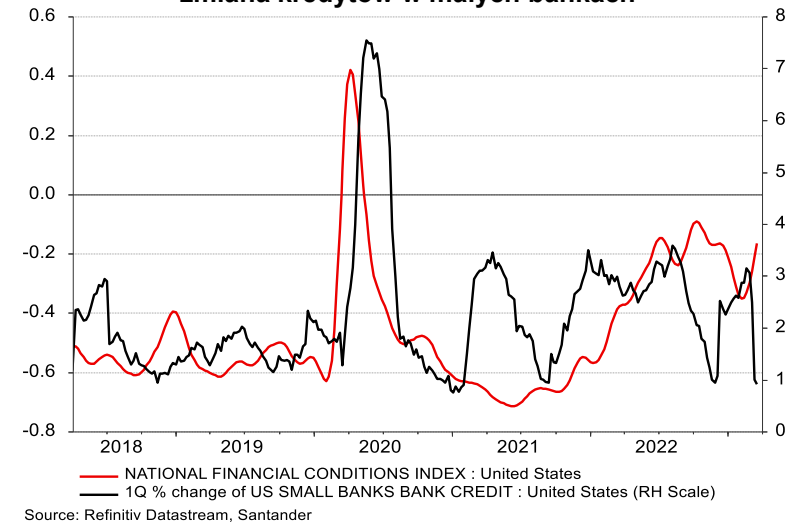
W tej chwili wydaje się najbardziej prawdopodobnym wariantem. Obawa o stabilność banków wstrzymuje zacieśnienie polityki pieniężnej na świecie, przez co inflacja pozostaje bardziej uporczywa (z ewentualnym ryzykiem jej nawrotu, analogicznie do sytuacji z lat 70.), ożywienie gospodarcze jest niezagrażone. Z punktu widzenia RPP najmniej wsparcia z zagranicy w zwalczaniu krajowej inflacji.

Prawdopodobieństwo porównywalne ze scenariuszem 2, może trochę mniejsze. W krótkim terminie spodziewane ożywienie gospodarcze, w dłuższej agresywna polityka banków centralnych schłodzi światową koniunkturę. Na ten wariant do niedawna liczył NBP, zakładając, że reszta pracy w walce z inflacją wykonają za nas banki centralne za granicą.

Bilanse głównych banków centralnych – aktywa ogółem, wartość w walutach lokalnych



USA: Indeks warunków finansowych wg Fed w Chicago, zmiana kredytów w małych bankach



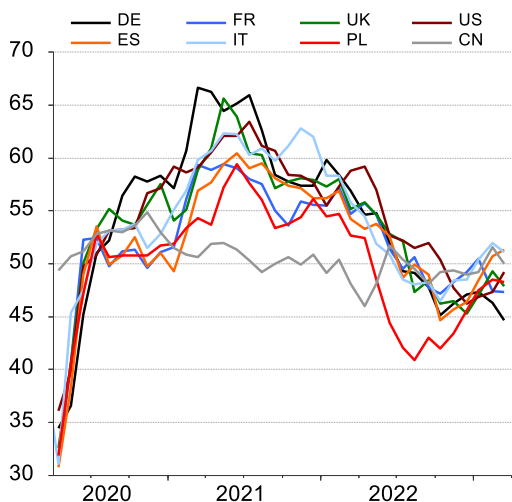


Koniunktura światowa poprawia(ła) się

Już w grudniowym raporcie sygnalizowaliśmy, że część wskaźników koniunktury za granicą zdaje się ubijać dno i faktycznie od początku br. większość badań sygnalizowała wyraźną poprawę nastrojów biznesowych i konsumenckich. Marzec przyniósł w większości krajów korektę optymizmu w przetwórstwie przemysłowym, przy zachowaniu pozytywnych trendów w sektorach usługowych. Całkiem możliwe, że marcowe wskaźniki wciąż jeszcze nie były w stanie wychwycić w pełni ewentualnych skutków ubocznych zawirowań w sektorach bankowych, które rozpoczęły się w trakcie miesiąca i dopiero kolejne publikacje ujawnią ewentualny wpływ zacieśnienia warunków kredytowych. Jeszcze za wcześnie zatem na ostateczny optymizm co do tego, czy perturbacje w sektorach bankowych w USA i Europie nie zachwieją mocno trendem światowego ożywienia. Na razie jednak pozostajemy umiarkowanie optymistyczni.

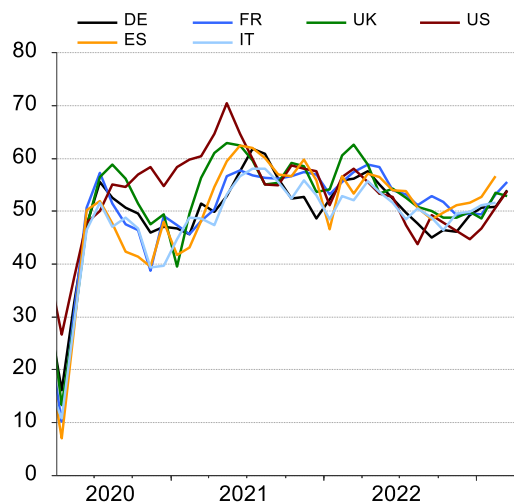
W większości gospodarek sytuacja w usługach jest zdecydowanie lepsza niż w przetwórstwie przemysłowym. Pozytywną stroną tej sytuacji jest to, że wydatki konsumentów na usługi w znacznie mniejszym stopniu (jeśli w ogóle) uzależnione są od finansowania bankowego, więc ewentualne obniżenie podaży kredytu nie powinno tak mocno i bezpośrednio wykołować tego obszaru aktywności gospodarczej.

PMI w przemyśle



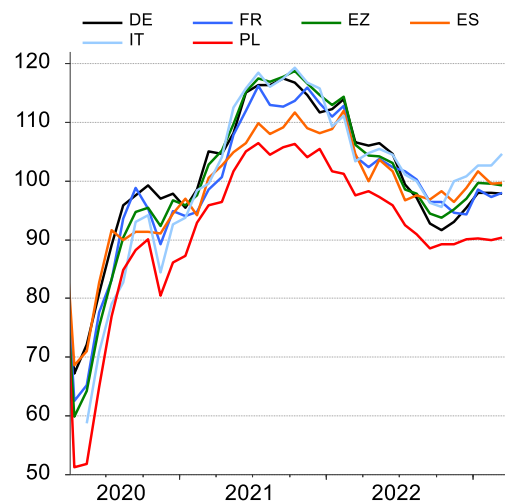
Source: Refinitiv Datastream, Santander

PMI w usługach



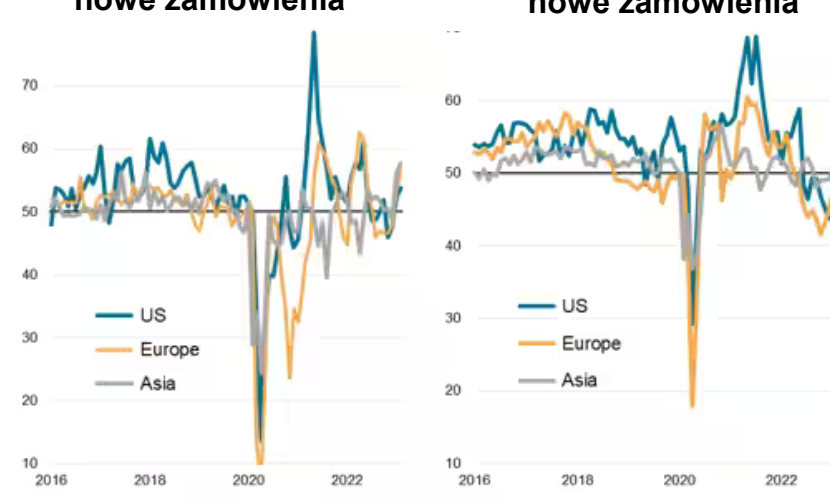
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Wskaźniki koniunktury ESI



Source: Refinitiv Datastream, Santander

PMI, usługi dla konsumentów, PMI, dobra konsumpcyjne, nowe zamówienia



Source: S&P Global, JPMorgan, © S&P Global 2023.

Source: S&P Global, JPMorgan, © S&P Global 2023.



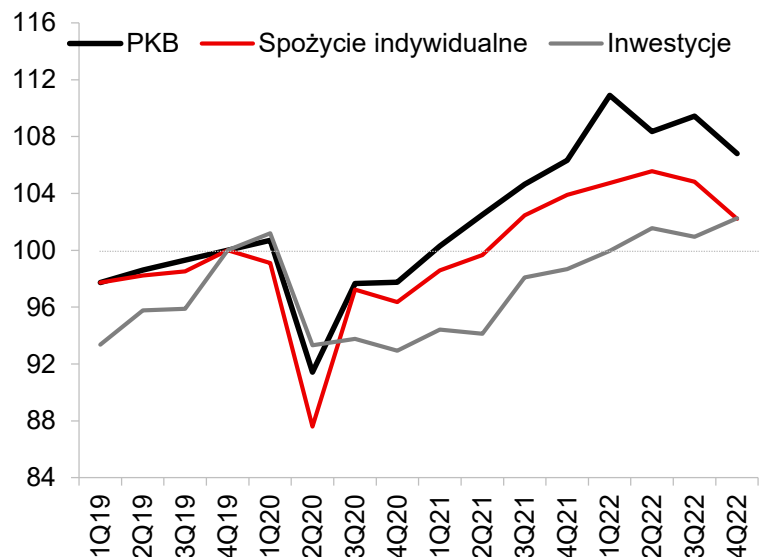
Wzrost PKB: uklepujemy dołek

W 2022 r. polska gospodarka wyraźnie spowalniała: pomiędzy I a IV kwartałem nastąpił spadek PKB: o 3,7% w ujęciu wyrównanym sezonowo, do czego w dużym stopniu przyczyniła się zapaść popytu konsumpcyjnego. Dane z pierwszych miesięcy 2023 wskazują, że aktywność nadal hamuje, potwierdzając naszą prognozę, wg której roczna dynamika PKB w I kwartale spadnie wyraźnie poniżej zera. **Nadal jednak zakładamy, że w dalszej części roku nastąpi stopniowe ożywienie, którego źródłem będzie przede wszystkim odbijanie się od dna konsumpcji oraz poprawa eksportu netto.**

O ile pierwsze dwa miesiące roku zdawały się przesuwac bilans ryzyka dla scenariusza makro w stronę szybszego wzrostu, to ostatnie tygodnie przesunęły ryzyko w drugą stronę – nawet jeśli (jak sądzimy) nie nastąpi eskalacja kryzysu bankowego za granicą, to ostrożniejsza polityka kredytowa banków w głównych gospodarkach może nie wspierać przyspieszonego ożywienia koniunktury.

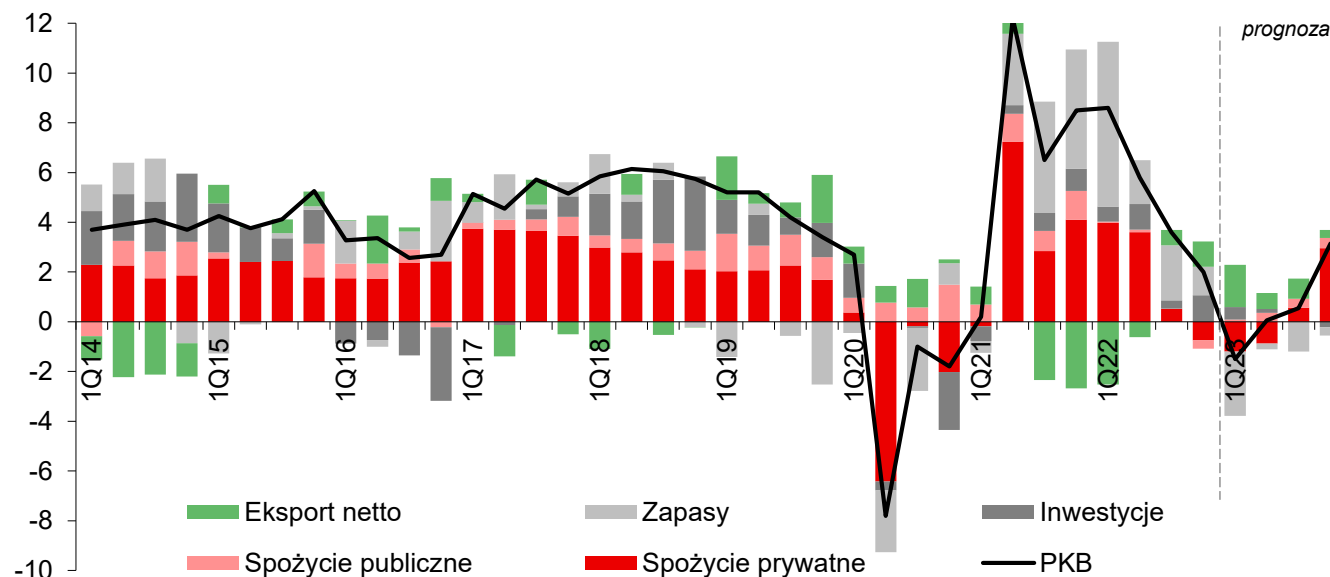
Dodatkowym negatywem dla prognoz PKB w porównaniu z prognozami z grudnia jest nadal nierozwiązana kwestia praworządności, której efektem może być wstrzymanie płatności z KPO i nowego budżetu UE do końca br. Wpływ tego czynnika częściowo ma być mitygowany przez zapewnienie prefinansowania krajowego ze środków PFR.

PKB i składowe, 4Q19=100, wyr. sezon.



Źródło: GUS, Santander

Wzrost PKB w Polsce i jego struktura, %



Źródło: GUS, Santander

Światowy handel: czekanie na ukrytego smoka

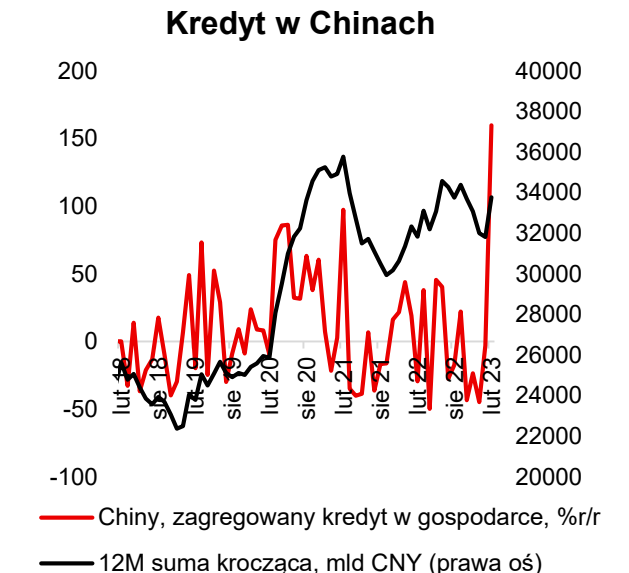
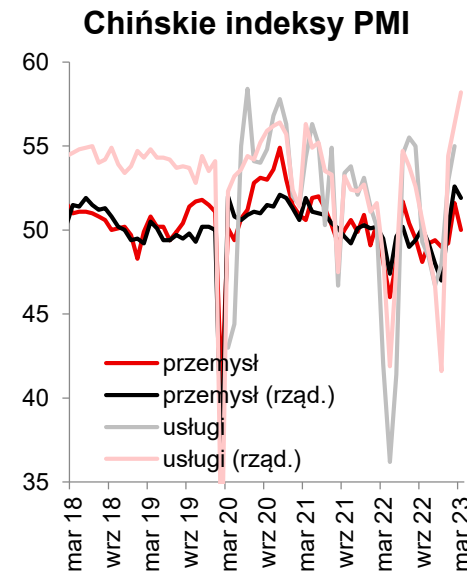
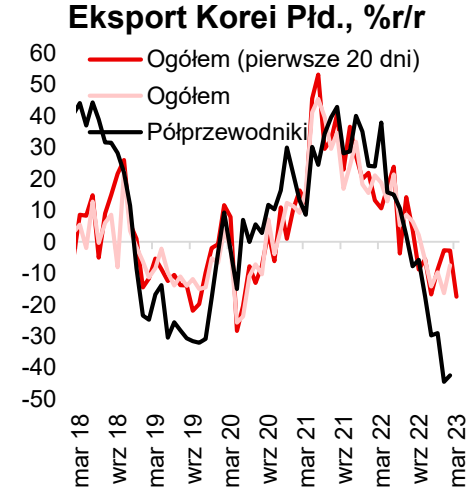


Pocovidowe otwarcie Chin jak na razie nie dało przełomu w globalnej gospodarce, a przynajmniej nie widać tego w twardych danych. Eksport Korei Płd., uznawany za barometr światowego handlu, wg wstępnych danych w marcu wciąż nie mógł się wydostać z ujemnej dynamiki r/r. Indeks światowego handlu (wg danych World Trade Monitor) w styczniu również pozostawał na minusie r/r, ale styczniowy spadek m/m był już tylko minimalny, tj. dużo mniejszy niż poprzednie, a import Chin wrócił na plus w ujęciu r/r.

Jednak duże odbicie pojawiło się w lutym w chińskich wskaźnikach PMI, szczególnie tych składanych przez rządową agencję ds. logistyki. Przemysłowy „rządowy” indeks niespodziewanie odbił w lutym, dotarł w ten sposób najwyżej od ok. 11 lat, wydostał się z impetem powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. W przypadku tego indeksu tak duży wzrost w przeciągu dwóch miesięcy jak w styczniu i lutym zdarzył się ostatnio w 2009 r. W marcu indeks delikatnie się cofnął. Z kolei usługowy PMI wg agencji logistyki po trzech mocnych wzrostach dotarł w marcu najwyżej od 12 lat. We wskaźnikach Caixin PMI tego optymizmu jest jednak mniej - indeks przemysłowy w marcu cofnął się do 50 pkt.

Choć władze chińskie ustaliły relatywnie niski jak na tę gospodarkę cel dla wzrostu PKB na 2023 r. (5%), to najwyraźniej nie zamierzają być bierne: bank centralny w marcu dokonał obniżki stopy rezerwy obowiązkowej, pojawiło się też wyraźne odbicie w łącznym finansowaniu gospodarki.

Wzmianek o ożywionym popycie z Chin doszukaliśmy w marcowym raporcie PMI dla Japonii oraz w raportach branżowych (dotyczących stali, miedzi, aluminium, elektroniki). W tych drugich określono chińskie otwarcie jako impuls wzrostowy i przyczynę ożywienia aktywności.



Źródło: Bloomberg, CPB, S&P Global, Santander

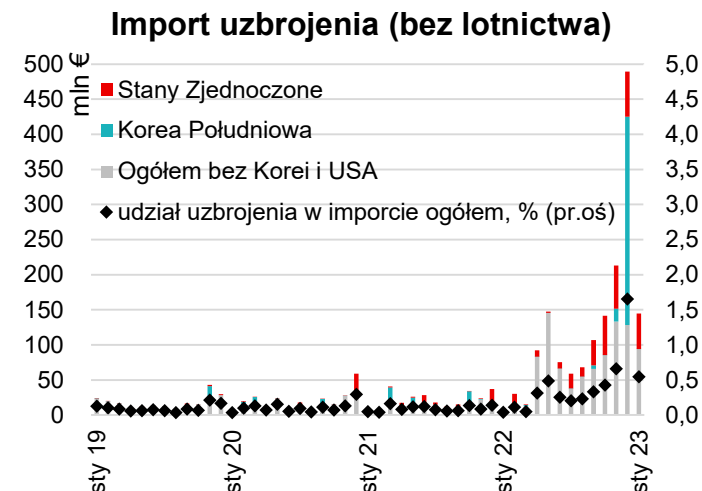


Bilans płatniczy: lekka poprawa

Deficyt w handlu towarowym zawężił się zaskakująco łatwo (przy czym to głównie zasługa hamujących cen importu), ale w saldzie usługowym też jest poprawa – i to ona może okazać się kluczowa dla poprawy salda obrotów bieżących w tym roku. Do tego zbliża się ożywienie w globalnym handlu i, w warunkach wzmożonego pilnowania budżetów przez konsumentów i firmy, polskie towary i usługi mają szansę na ekspansję (wiele razy już obserwowany efekt substytucji dostaw przez polski handel).

Z jednej strony pozytywnym zmianom na rachunku obrotów bieżących sprzyjają poprawiające się terms of trade, z drugiej strony utrudnieniem może być obserwowana realna aprecjacja złotego. W imporcie ważną rolę odgrywać będą zakupy zbrojeniowe za granicą, które podniosły się już do ok. 0,25% PKB z 0,05% przed wojną i mogą hamować redukcję deficytu towarowego (w całym 2023 r. szacujemy ich wpływ na ok. 1% PKB).

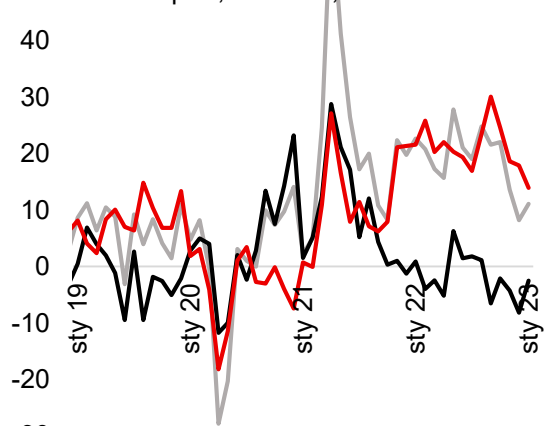
W saldzie dochodów zakładamy stabilizację z uwagi na prawdopodobne ograniczanie zysków firm wskutek dalszej redukcji marż.



Źródło: GUS, Santander

Eksport Polski wg wartości i wg wagi

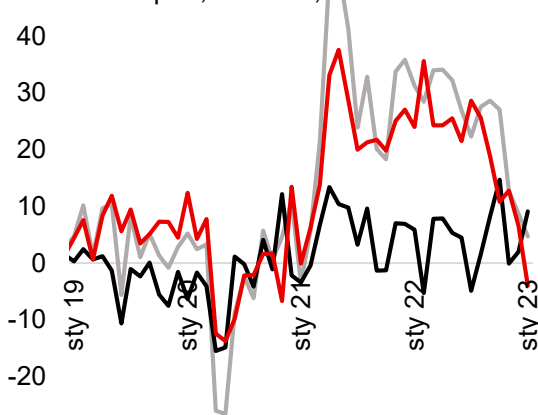
— Eksport, wartość, EUR, %r/r
 — Eksport, waga, %r/r
 — Eksport, deflator*, %r/r



* liczony jako dynamika r/r ilorazu wartość/waga

Import Polski wg wartości i wg wagi

— Import, wartość, EUR, %r/r
 — Import, waga, %r/r
 — Import, deflator*, %r/r

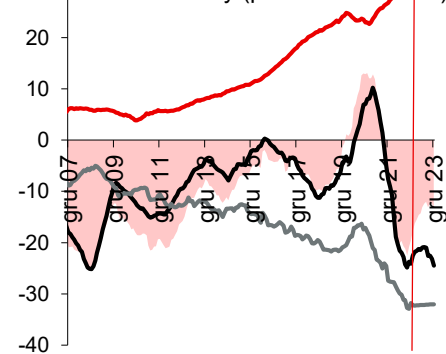


* liczony jako dynamika r/r ilorazu wartość/waga

Źródło: GUS, Santander

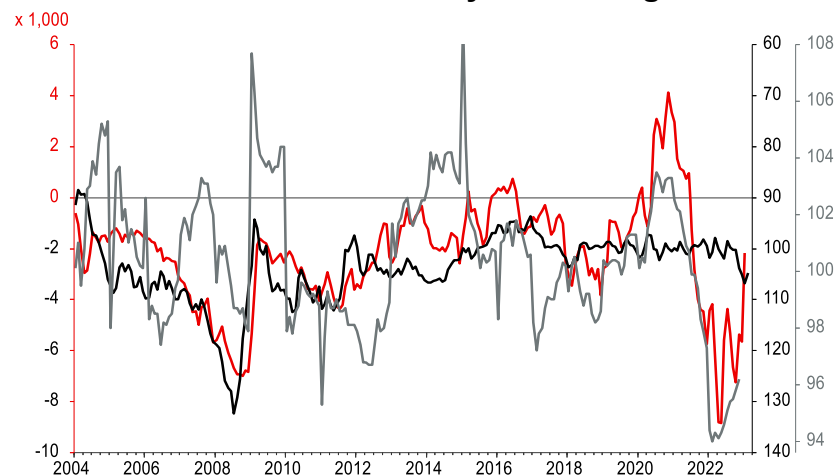
Rachunek bieżący i główne składniki, 12M suma, mld €

— Obroty bieżące
 — Towary
 — Usługi
 — Dochody (pierwotne+wtorne)



Źródło: NBP, Santander

Saldo obrotów towarowych, terms of trade i realny kurs złotego



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander



Polski eksport na wschód

Rosyjska agresja przeciw Ukrainie wpłynęła m.in. na zmianę kierunków polskiego eksportu. Sprzedaż krajowych dóbr do Rosji spadła o połowę, a do Ukrainy prawie się podwoiła. Jednocześnie bardzo mocno wzrosła sprzedaż z Polski do innych krajów byłego ZSRR i nie można wykluczyć, że przynajmniej część tych towarów tą drogą jest ostatecznie reeksportowana na rynek rosyjski.

W IV kw. 2022 Polska sprzedała do Rosji o 44% mniej towarów niż w IV kw. 2021. W ujęciu nominalnym jest to spadek o prawie miliard euro. Po rosyjskiej agresji na Ukrainę wiele produktów jest objętych sankcjami, gospodarka rosyjska jest w recesji, a liczne polskie firmy wycofały się z rynku rosyjskiego. Najmocniej tendencje spadkowe zaznaczyły się w eksporcie maszyn i środków transportu, dóbr przemysłowych klasyfikowanych ze względu na materiał, różnych dóbr przemysłowych oraz chemikaliów.

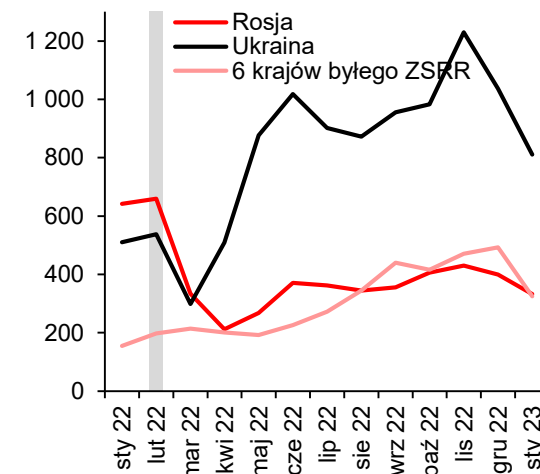
Eksport dóbr do Ukrainy wzrósł w IV kw. 2022 r. o 74,6% r/r (1,4 mld €), a łączny wolumen był w tym okresie ponad 2,5-krotnie większy niż sprzedaż do Rosji. Tak mocny wzrost eksportu do kraju przeżywającego głębokie załamanie gospodarcze jest nietypowy. Naszym zdaniem wynika on z paru czynników: poważnych problemów ukraińskiego przetwórstwa w obliczu wojny i potrzeby zastąpienia krajowej produkcji, potrzeby zastąpienia odciętych dostaw z Rosji (np. paliw) oraz zaopatrzenia w broń i amunicję.

Na liście 10 najszybciej rosnących rynków zbytu dla polskich produktów aż 6 miejsc zajmują państwa niegdyś należące do ZSRR: Kirgistan, Armenia, Kazachstan, Uzbekistan, Gruzja i Białoruś. Stopy wzrostu wręcz wbijają w fotele: eksport do Kirgistanu wzrósł prawie 12-krotnie, do Armenii ponad 8-krotnie, do Kazachstanu 2,5-krotnie. W IV kw. 2022 r. krajowy eksport do tych krajów był prawie o 660 mln € większy niż rok wcześniej (+90% r/r). Ponad 90% z tego wzrostu jest generowane dokładnie w tych kategoriach, które zanotowały najmocniejszy spadek eksportu do Rosji (613 mln €). Wygląda zatem na to, że polskie firmy przekierowały część swojej sprzedaży, która pierwotnie trafiała do Rosji, do pobliskich krajów.

Wskutek wojny ukraińska gospodarka straciła częściowo zdolność do ekspansji na rynki zagraniczne. Jednakże, wyraźny wzrost krajowego importu z Ukrainy jest widoczny w przypadku trzech rodzajów towarów: zbóż i przetworów zbożowych, nasion i owoców oleistych, olejów i tłuszczów roślinnych. W przypadku zbóż (zwłaszcza pszenicy) oraz tłuszczów roślinnych dość wyraźny jest wzrost polskiego eksportu od marca 2022 r., co naszym zdaniem częściowo wynika z reeksportu towarów ukraińskich.

Więcej na temat zmian w polskim eksporcie napisaliśmy w naszym [Komentarzu](#).

Polski eksport do wybranych krajów, mln €



Kraje spoza UE notujący najszybszy wzrost importu z Polski w IV kw. 2022 (zmiana co najmniej o 30 mln €)

	wzrost w IV kw. 2022 r.	
	% r/r	mln €
Kirgistan	1088.1	58.7
Angola	937.8	42.0
Armenia	716.7	79.3
Kazachstan	143.2	198.1
Panama	176.1	42.5
Uzbekistan	82.1	46.2
Tajwan	79.1	30.3
Ukraina	74.6	1387.8
Gruzja	73.2	33.3
Arabia Saudyjska	54.1	81.5
Białoruś	51.7	241.2



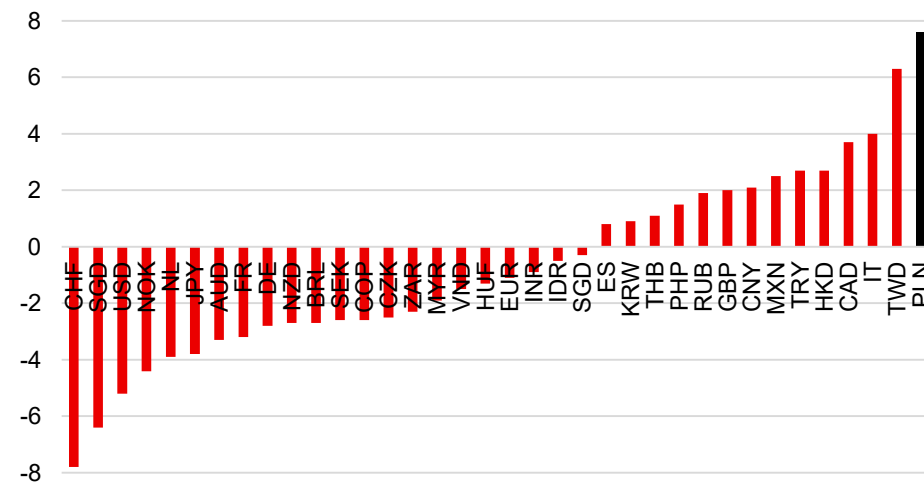
Przemysł: rośnie optymizm mimo gorszych wyników

Mimo systematycznej poprawy wskaźników koniunktury w przemyśle obserwowanej od lata ub.r. produkcja hamowała w ostatnich miesiącach szybciej niż prognozowano. Tę dywergencję między miękkimi a twardymi danymi interpretujemy jako z jednej strony korektę nadmiernie pesymistycznych nastrojów (przesadzone obawy o wpływ wojny i kryzysu energetycznego), a z drugiej pogorszenie popytu zewnętrznego wraz z osłabieniem koniunktury w UE.

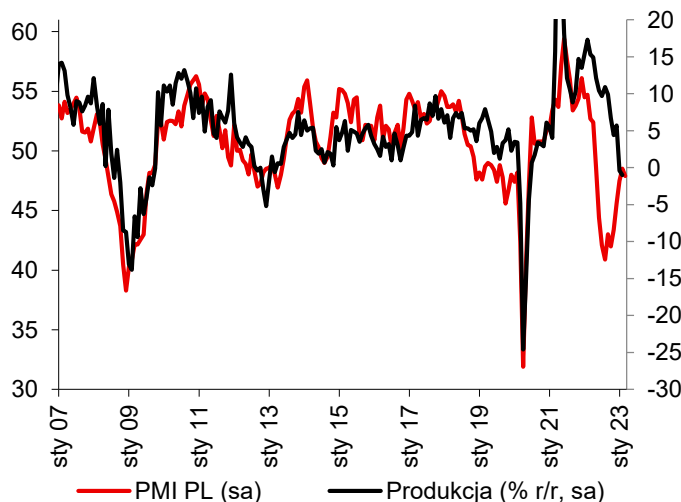
Wyniki produkcji przemysłowej, a w szczególności przetwórstwa przemysłowego, wyglądały do niedawna całkiem nieźle i dopiero początek br. przyniósł zaskakująco mocne tąpnięcie, dotyczące przede wszystkim samochodów, metali, papieru, odzieży.

Indeksy koniunktury poprawiają się, ale nadal pozostają w strefie hamowania aktywności, więc perspektywy na najbliższe miesiące nie są różowe. Jednak w dalszej perspektywie widzimy stopniowe ożywienie - oczekiwania dotyczące przyszłej produkcji nadal się poprawiają i w marcu były najwyższe od roku. Realizacji tego scenariusza powinno sprzyjać odwracanie negatywnych trendów w handlu międzynarodowym, o którym pisaliśmy na [str.10](#).

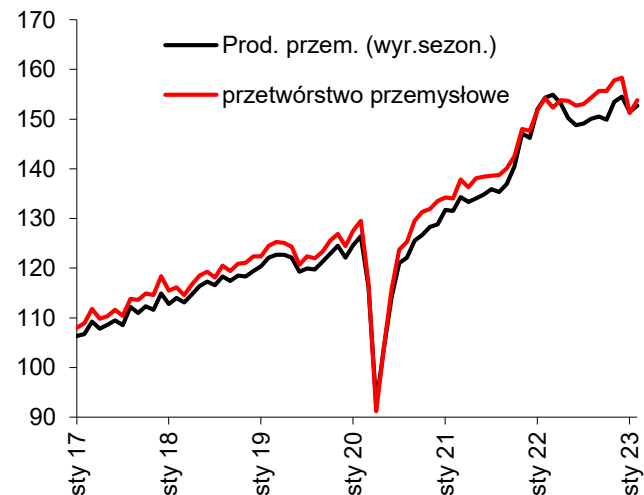
PMI w przetwórstwie, zmiana 6-mies. (sie'22- lut'23)



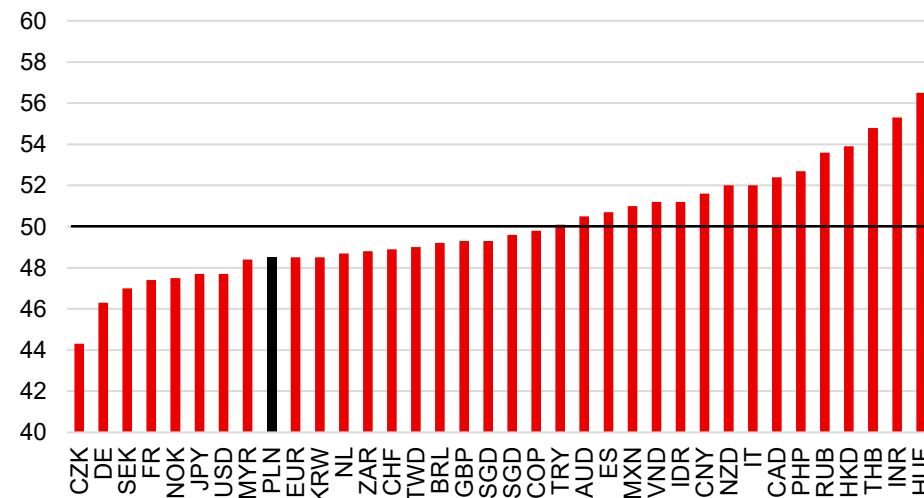
Produkcja przemysłowa (% r/r) a PMI



Produkcja przemysłowa, 2015=100 wyr.sezon.



PMI w przetwórstwie, poziom (lut'23)



Źródło: GUS, S&P Global, Santander

Źródło: GUS, Santander

Źródło: S&P Global, Santander

Konsumpcja mocno spadła, ale liczymy na odbicie



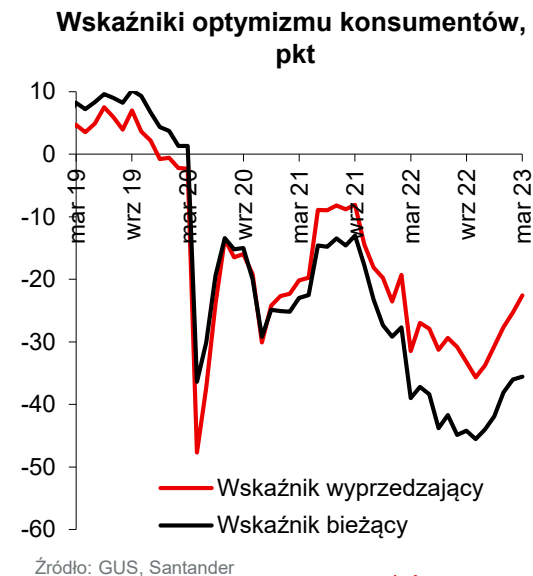
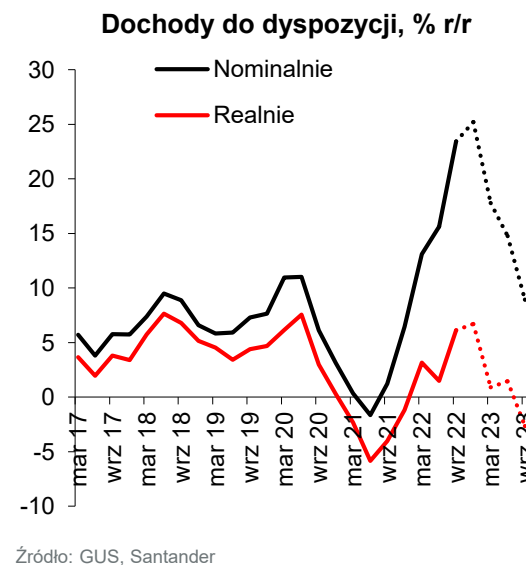
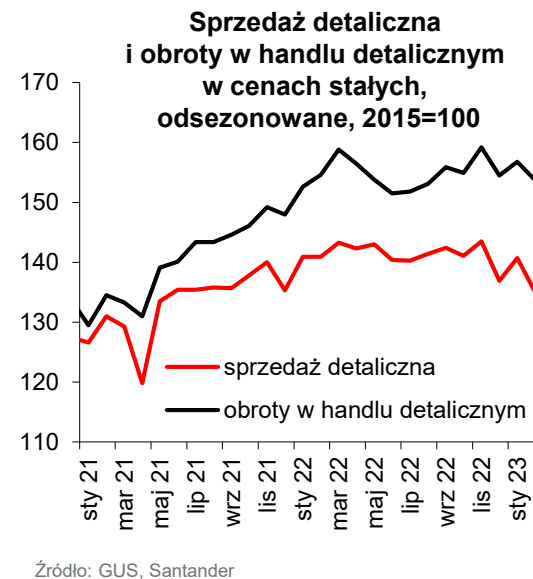
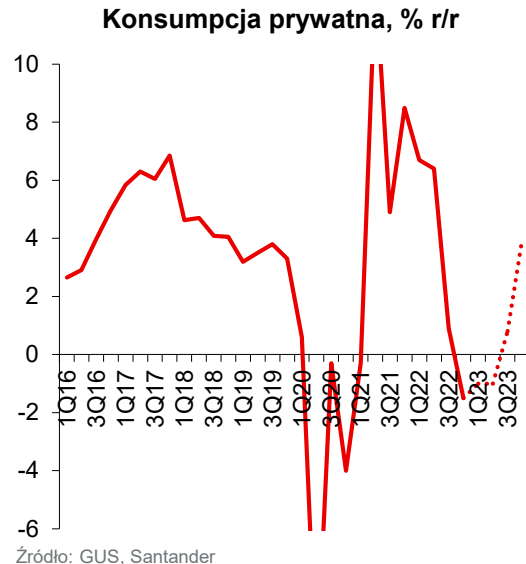
Konsumpcja w ostatnich kwartałach była słaba, ale naszym zdaniem, po dołku w I kw. 2023 r. dojdzie do odbicia w II lub III kwartale. Dynamika tego odbicia nie będzie jednak szczególnie wysoka.

Końcówka zeszłego roku była bardzo słaba dla konsumpcji. W IV kw. 2022 r. konsumpcja spadła aż o 2,5% kw/kw i był to najniższy odczyt w historii tych danych, tj. od 1996 r. (o ile pominiemy okres pandemii). W styczniu i lutym bardzo słabo zaprezentowały się dane o sprzedaży detalicznej (+0,1% i -5% r/r), co sugeruje, że I kwartał raczej nie przyniósł poprawy.

Co ciekawe, załamanie konsumpcji nastąpiło w okresie, w którym realne dochody do dyspozycji nadal mocno rosły (choć np. realne wynagrodzenia obniżyły się). Oznacza to, że głównym czynnikiem stojącym za redukcją konsumpcji były motywy ostrożnościowe (iluzja pieniądza, niepewność dot. eskalacji wojny, obawy o kryzys energetyczny, nadpłaty kredytów), które miały wyraz w mocnym spadku indeksów koniunktury konsumenckiej.

Dlatego, mimo że spodziewamy się spadku dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym w 2023 r., uważamy, że notowana ostatnio poprawa optymizmu konsumentów przełoży się na odbicie konsumpcji w kolejnych kwartałach. Pierwsze sygnały ożywienia pojawiły się w popycie na kredyt ([str.18](#)). Twarde ograniczenie budżetowe jednak obowiązuje, więc siła odbicia będzie ograniczona możliwością zmniejszenia stopy oszczędzania. Innymi słowy – odbicie to nie będzie szczególnie dynamiczne.

Więcej na temat perspektyw konsumpcji napisaliśmy w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).





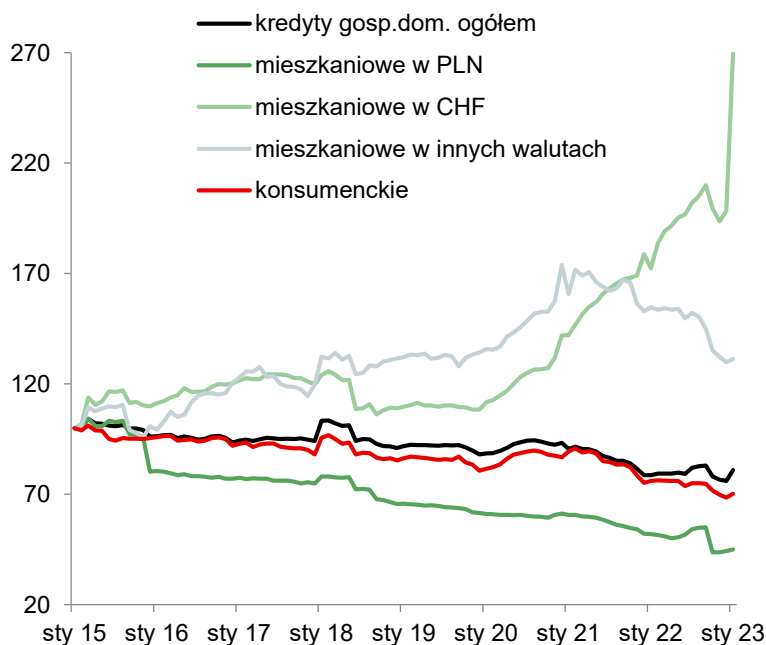
Czy stopy procentowe uderzyły w budżety domowe?

Wprowadzenie wakacji kredytowych w lipcu 2022 niemal całkowicie wyzerowało wpływ podwyżek stóp procentowych na koszty odsetkowe netto gospodarstw domowych (różnicę między kosztem obsługi zadłużenia w złotych a dochodami z depozytów bankowych).

Dane NBP pokazują, że gospodarstwa domowe nie mają problemu z obsługą kredytów złotych – nie tylko mieszkaniowych, ale też konsumpcyjnych. Wzrost odsetka kredytów z utratą wartości dotyczy w zasadzie wyłącznie portfela kredytów walutowych. W przypadku kredytów w CHF wzrost ten jest częściowo efektem szybko malejącego mianownika – wartość bilansowa zadłużenia we frankach raportowana przez banki zmniejszyła się w ciągu roku o 1/3.

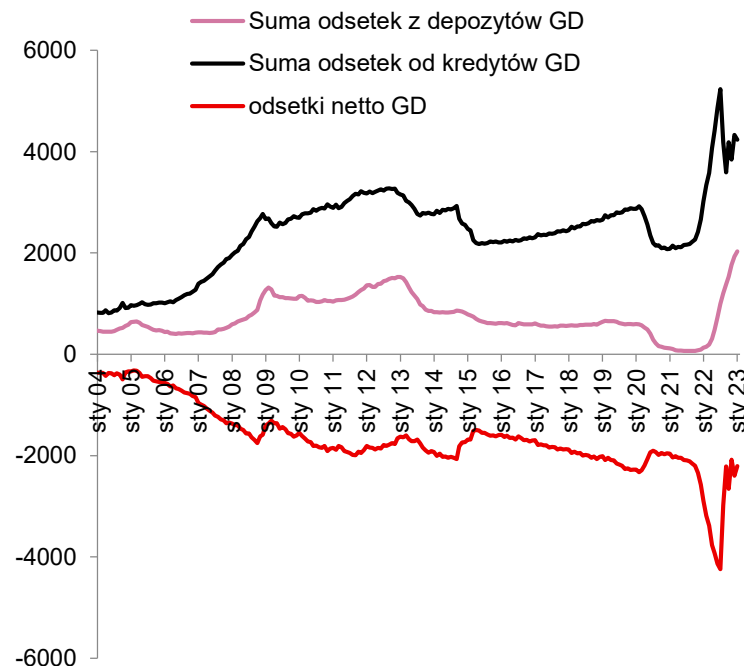
GD nadal dysponują istotną nadwyżką zasobów finansowych wobec trendu sprzed pandemii, z czego wciąż dużą część stanowią płynne środki (gotówka+depozyty).

Odsetek kredytów z utratą wartości dla wybranych kategorii zadłużenia gosp. domowych (indeks: styczeń 2015=100)



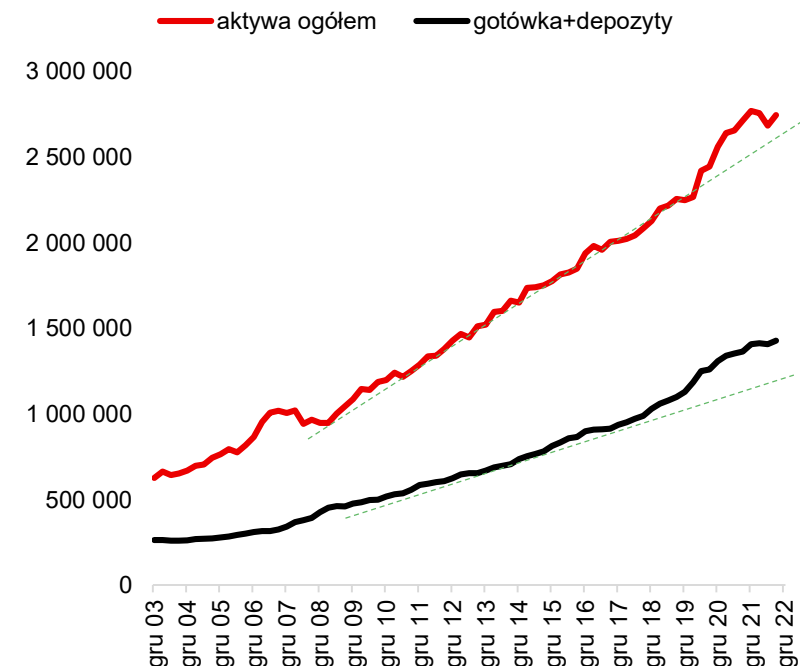
Źródło: NBP, Santander

Miesięczne płatności odsetkowe sektora gospodarstw domowych, mln zł



Źródło: NBP, Santander

Aktywa finansowe gospodarstw domowych, w mln zł



Źródło: GUS, NBP, Santander

Słabe perspektywy dla inwestycji samorządów i firm...



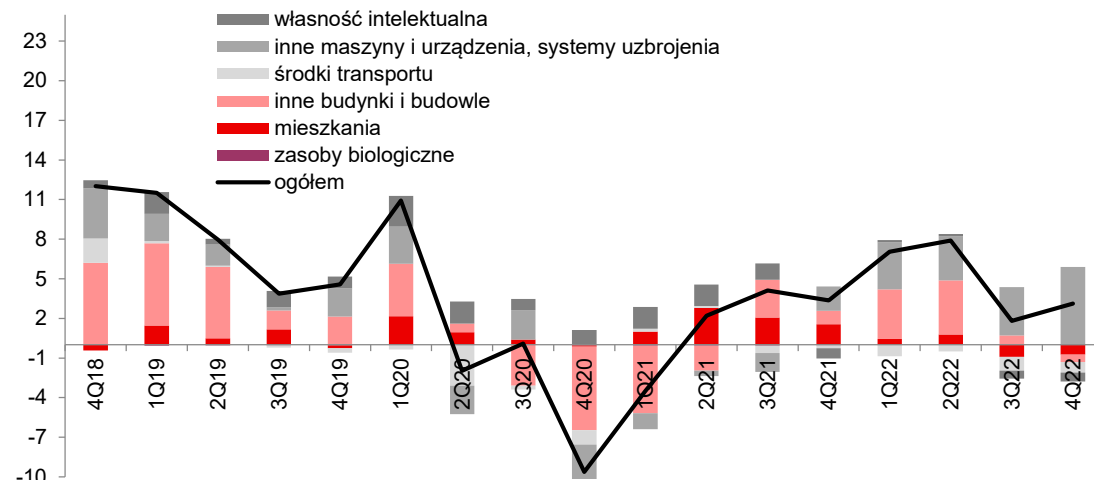
Nakłady samorządów, a w mniejszym stopniu i firm były kołami zamachowymi inwestycji w 2022 r. W 2023 r. spodziewamy się jednak wyraźnie gorszych wyników w tych dwóch sektorach. Nie uważamy także, by wydatki militarne istotnie podbiły wartość inwestycji ogółem pod koniec roku.

Głównym czynnikiem wzrostu inwestycji w III i IV kw. 2022 r. była kategoria „inne maszyny i urządzenia, systemy uzbrojenia”. Na podstawie danych o handlu zagranicznym (patrz [str.11](#)) szacujemy, że inwestycje militarne były odpowiedzialne za ok. 2 pp wzrostu inwestycji w IV kw., większe znaczenie miały zatem nakłady na „inne maszyny i urządzenia” (ok. 4 pp).

Wskaźniki optymizmu inwestycyjnego, np. Optin, obliczany przez NBP, uległy poważnemu załamaniu, naszym zdaniem zatem perspektywy inwestycyjne z punktu widzenia firm są słabe. Stopniowo będą ulegać poprawie wraz z lepszą koniunkturą, ale naszym zdaniem na odbicie trzeba poczekać, zwłaszcza dopóki niepewna jest sytuacja dotycząca środków unijnych – inwestycje w sektorach częściej korzystających ze środków UE wyglądały słabiej niż w pozostałych.

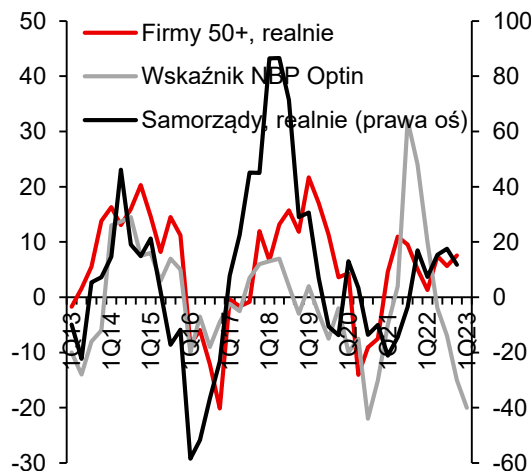
Samorzady w 2022 r. przeżywały inwestycyjne el dorado, wzrost w ujęciu realnym wyniósł ok. 15%, a wolumenowo pobito rekord wszech czasów (przynajmniej nominalnie). Rozpęd inwestycyjny jest wysoki, ale wysoka jest też baza statystyczna, trudno zatem będzie powtórzyć taki wynik w 2023 r., zwłaszcza że plany zakładają wzrost inwestycji o ok. 10% w ujęciu nominalnym. Realnie zatem blisko zera.

Dekompozycja wzrostu inwestycji wg typu aktywów, % r/r



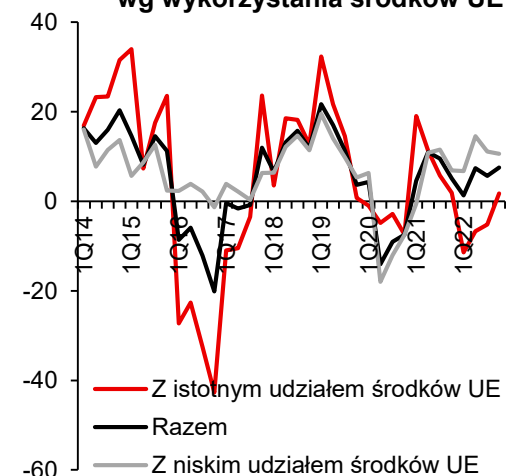
Źródło: Eurostat, Santander

Inwestycje firm i samorządów a OPTIN



Źródło: GUS, NBP, Santander

Inwestycje firm 50+ wg wykorzystania środków UE



Źródło: GUS, Santander



... więc inwestycje będą w stagnacji

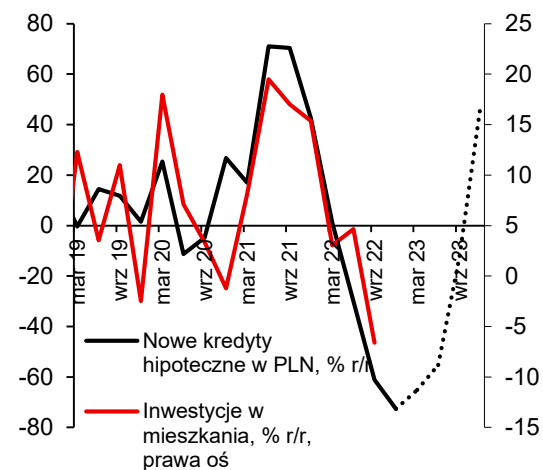
W 2023 r. naszym zdaniem całkiem nieźle wyglądać będą inwestycje sektora centralnego. Z kolei inwestycje gospodarstw domowych będą się poprawiać, ale daleko im będzie do wolumenów z lat 2020-2021. Inwestycje w całej gospodarce w ujęciu realnym wzrosną naszym zdaniem o ok. 1% r/r

Kredyty hipoteczne naszym zdaniem już ubijają dno i spodziewamy się delikatnej poprawy w kolejnych kwartałach (szczegóły na [str.18](#)). Pod koniec roku spodziewamy się nawet dodatniej stopy wzrostu w ujęciu rocznym, ale to głównie pokłosie bardzo niskiej bazy – naszym zdaniem wolumeny będą wyraźnie niższe niż w IV kw. lat 2020 i 2021.

Będzie to miało pozytywny wpływ na inwestycje mieszkaniowe, i co za tym idzie inwestycje gospodarstw domowych.

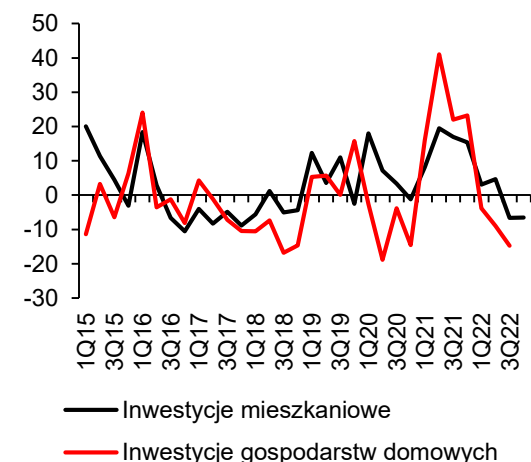
Relatywnie najwięcej wiary pokładamy w inwestycjach sektora rządowego. Po pierwsze, rosnąć mają wydatki na sprzęt wojskowy. Po drugie, nakłady na obiekty inżynieryjne, zwłaszcza na drogi, przyspieszyły w 2022 r. i uważamy, że mocna dynamika się utrzyma w związku z ambitnymi planami budowy dróg (GDDKiA planuje rozpiścić w tym roku przetargi o wartości 28,6 mld zł) oraz podstawieniem przez PFR finansowania w miejsce środków unijnych.

Inwestycje w mieszkania a nowe hipoteki, % r/r



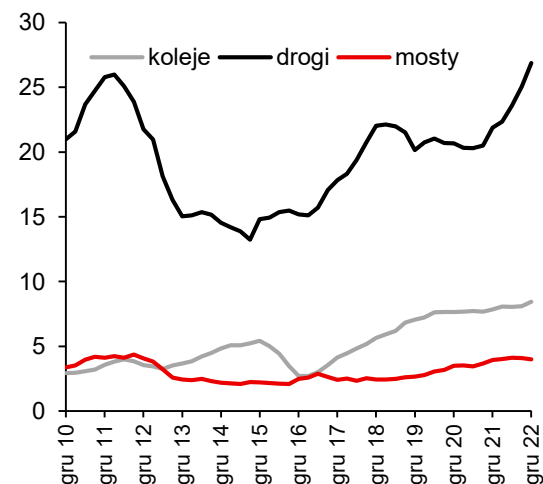
Źródło: GUS, NBP, Santander

Inwestycje w mieszkania a inwestycje gosp. domowych, % r/r



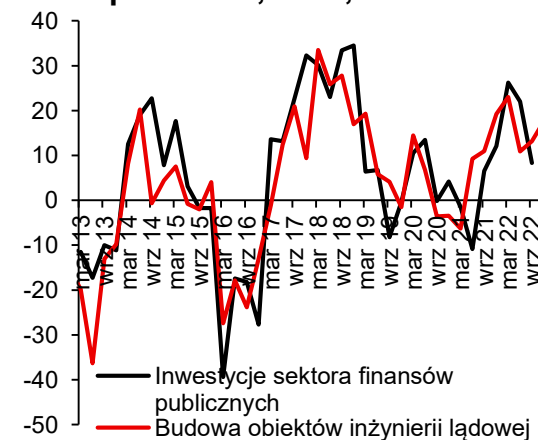
Źródło: GUS, Santander

Wydatki na poszczególne obiekty inżynierii lądowej, mld zł



Źródło: GUS, Santander

Inżynieria lądowa a inwestycje publiczne, % r/r, nominalnie



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Kredyty ubijają dno, lepsze perspektywy dla popytu



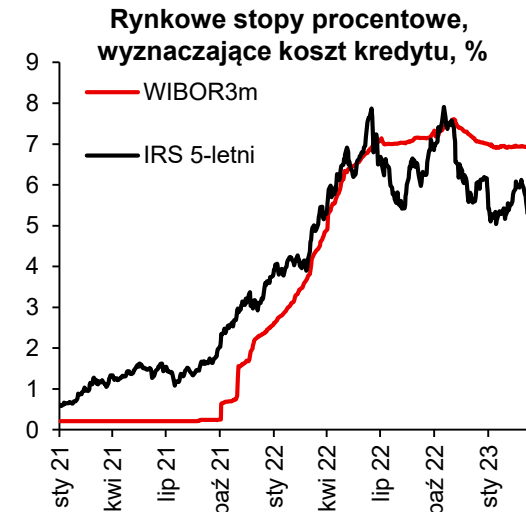
Sprzedaż nowych kredytów wydaje się ubijać dno, a ze względu na lekką poprawę czynników wpływających na popyt na kredyty, spodziewamy się nieznacznej poprawy w kolejnych miesiącach.

- 1) rynkowe stopy procentowe obniżyły się: w porównaniu do szczytu z przełomu października/listopada, WIBOR jest o ok. 70 punktów bazowych niżej, a 5-letni IRS aż o 250 punktów niżej.
- 2) ceny nieruchomości ustabilizowały się
- 3) wynagrodzenia cały czas rosną w dwucyfrowym tempie
- 4) KNF złagodził kryteria udzielania kredytów (obniżenie bufora dodawanego do stopy procentowej przy wyliczaniu zdolności kredytowej do 2,5% z 5,0%) dla stałej stopy procentowej.
- 5) rząd planuje wprowadzenie kredytu z oprocentowaniem ograniczonym do 2% rocznie.

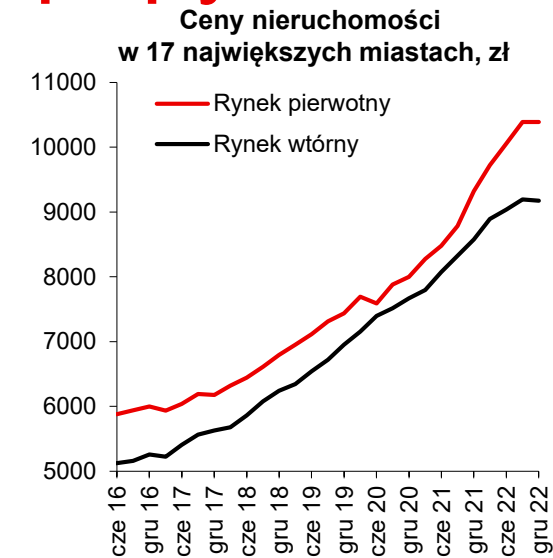
Relacja wysokości raty nowego kredytu mieszkaniowego do przeciętnego wynagrodzenia spadła od szczytu pod koniec 2022 r. o ok. 10% dla kredytów o zmiennej stopie i o ok. 20% dla kredytów o stałej stopie.

Sprzedaż nowych kredytów hipotecznych przestała spadać i zdaje się ubijać dno, ale wzrost pojawił się w przypadku wartości wniosków o nowe kredyty mieszkaniowe.

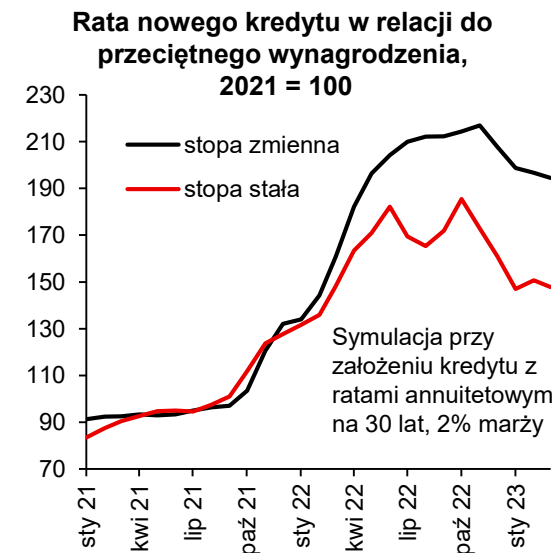
Wolumen kredytów konsumpcyjnych obniża się już od sierpnia, jednak w danych styczniowych widoczne było wyraźne drgnięcie w sprzedaży nowych kredytów. W styczniu sprzedano kredyty o wartości 5,7 mld zł wobec 5,0 mld zł rok wcześniej. Należy jednak mieć na uwadze, że w grudniu 2022 r. weszła w życie ustawa obniżająca maksymalny koszt pozaodsetkowych kosztów kredytów, co będzie miało ujemny wpływ na dostępność kredytów w firmach pożyczkowych.



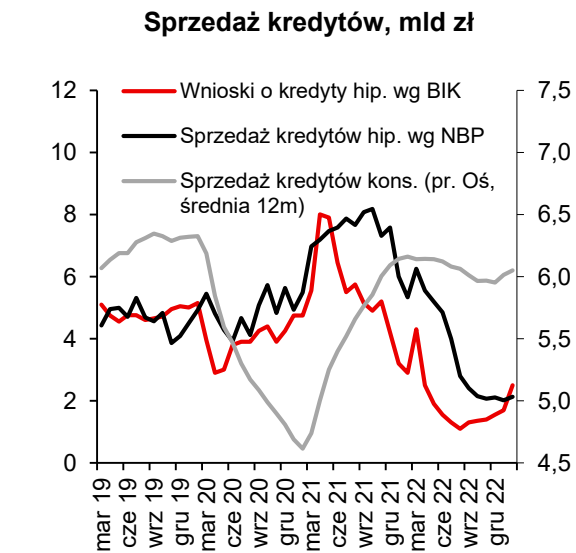
Źródło: Bloomberg, Santander



Źródło: NBP, Santander



Źródło: GUS, Santander



Źródło: GUS, Santander

Depozyty rosną szybciej od kredytów



Na rynku depozytowo-kredytowym ponownie obserwujemy wyraźne rozejście się tempa wzrostu depozytów i kredytów. Wynika on z poprawy salda aktywów zagranicznych sektora bankowego, które ma wiele przyczyn, z których najważniejszą jest naszym zdaniem mocniejszy napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych do Polski.

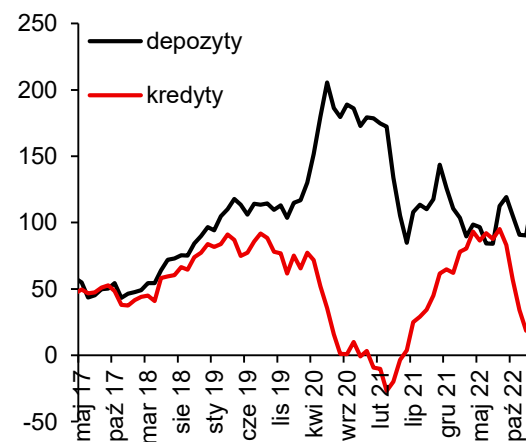
W ostatnich miesiącach doszło do wyraźnego rozejścia się stóp wzrostu kredytów i depozytów. Ostatnio mieliśmy do czynienia z takim zjawiskiem podczas pandemii 2020-2021 i był to skutek ogromnej skali ekspansji fiskalnej, która stała się głównym źródłem kreacji pieniądza. Tym razem winna jest inna kategoria – aktywa zagraniczne netto sektora bankowego.

Zmiany aktywów zagranicznych netto sektora bankowego są pochodną przepływów w ramach rachunku bieżącego i kapitałowego oraz przesunięć w strukturze aktywów i pasywów zagranicznych w pozostałych sektorach gospodarki.

Pogorszenie równowagi zagranicznej w ostatnich kwartałach sprzyjało obniżeniu wartości aktywów zagranicznych netto sektora bankowego. Nie doszło jednak do tego, po pierwsze dzięki osłabieniu złotego, które zwiększyło wartość aktywów mocniej niż pasywów, a po drugie ze względu na zwiększone finansowanie zagraniczne pozostałych sektorów, w szczególności wzrost napływu netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych.

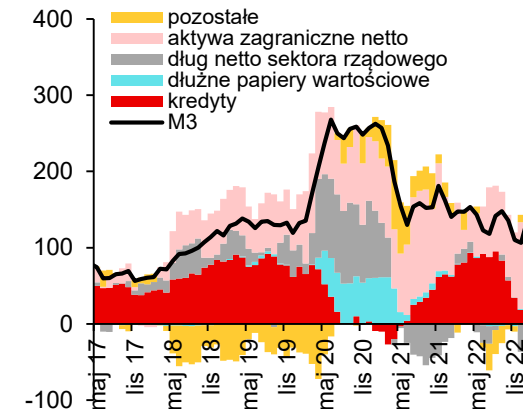
Jakkolwiek pierwszy z tych procesów nie powoduje powstawania nowych depozytów w systemie bankowym, to drugi już tak. Sądzimy, że w najbliższym czasie napływ inwestycji do Polski pozostanie mocny, m.in. W związku z tendencjami do przenoszenia aktywności gospodarczej po pandemii.

Kredyty i depozyty, zmiana r/r w mld zł



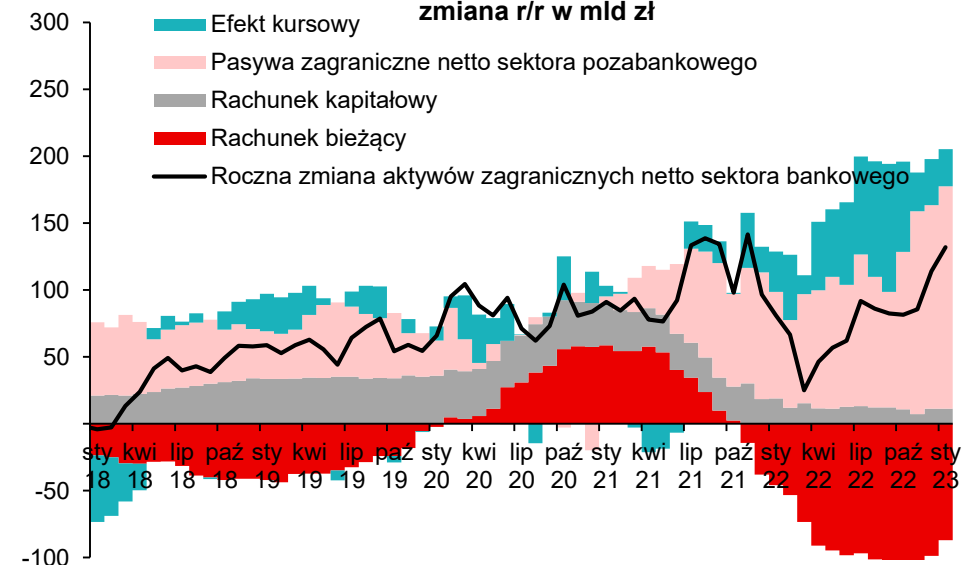
Źródło: NBP, Santander

Wzrost podaży pieniądza M3, dekompozycja, % r/r



Źródło: NBP, Santander

Wzrost aktywów zagranicznych sektora bankowego, dekompozycja, zmiana r/r w mld zł



Źródło: NBP, Santander



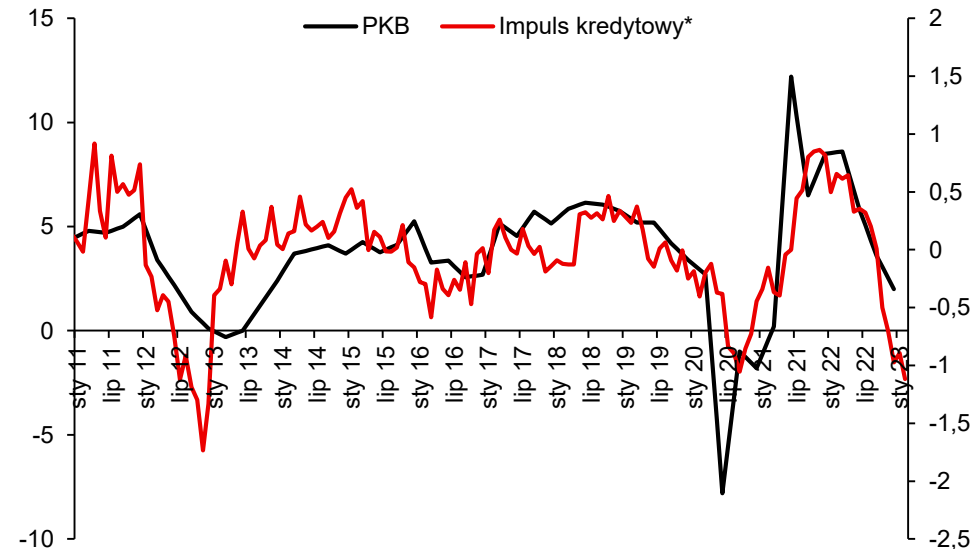
Bez kredytu trudno o ożywienie

Polska przeszła przez *credit crunch* zanim to było modne... To stwierdzenie oczywiście nie jest do końca prawdziwe, ponieważ termin ten dotyczy w zasadzie załamania w podaży kredytu, natomiast w naszym przypadku nastąpiło wyraźne obniżenie popytu. Niemniej, w poprzednich latach fazy spowolnienia gospodarczego zwykle towarzyszyło ostre hamowanie kredytu (negatywny impuls kredytowy) i tak było również w ostatnich miesiącach.

Czy mówi nam to coś o perspektywach na kolejne kwartały? Po pierwsze, sygnały z rynku kredytowego są spójne z naszym scenariuszem zejścia wzrostu PKB poniżej zera na początku 2023 r. Po drugie, bez odbicia na rynku kredytowym trudno sobie wyobrazić wyraźne ożywienie gospodarcze. W danych kredytowych nie ma na razie sygnału wyraźnego zwrotu w koniunkturze, jednak nie kłóci się to póki co z naszym scenariuszem stopniowego odbijania od dna PKB w dalszej części 2023 r. W tym kontekście pierwsze sygnały poprawy w liczbie wniosków kredytowych (patrz [str.18](#)) traktujemy jako dobry znak, który może niebawem doprowadzić do zwrotu w impulsie kredytowym.

Warto odnotować, że przesunięcie czasowe między zmianą trendu na rynku kredytowym a zmianą trendu w koniunkturze gospodarczej nie jest duże, więc ten wskaźnik nie ma w naszej gospodarce charakteru bardzo wyprzedzającego.

Realny wzrost gospodarczy a wzrost kredytów, % r/r



* Miesięczna zmiana rocznej dynamiki kredytu, 6-mies. średnia ruchoma

Źródło: GUS, NBP, Santander

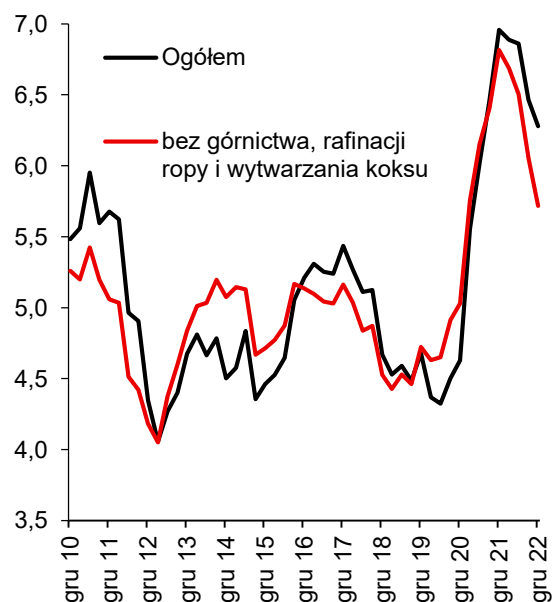


Marże wciąż wysokie mimo spadku

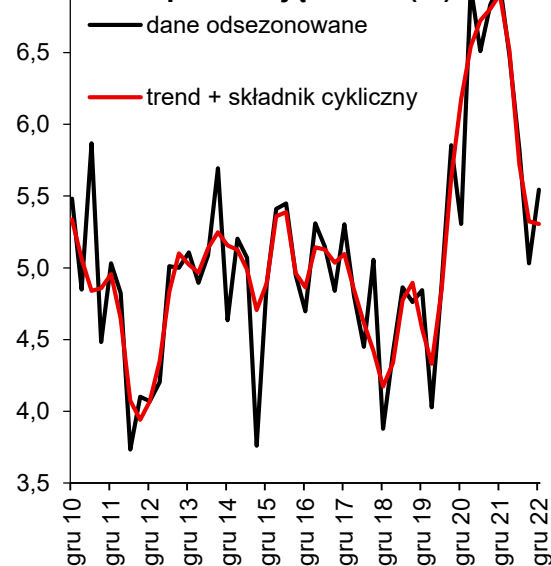
Marże w firmach zatrudniających 50+ osób ugięły się pod ciężarem szybko rosnących kosztów i jednoczesnego gaśnięcia wzrostu gospodarczego w Polsce. Ich spadek nie jest jednak póki co dramatyczny – w ujęciu 4-kwartalnej średniej ruchomej w zasadzie cofnęły się do poziomu z okresu szczytu koniunktury w 2007 r. Również po odfiltrowaniu zaburzających obraz sektorów (górnictwo, przetwórstwo ropy i wytwarzanie koksu) poziom przeciętnej marży odstaje w górę od pasma, w którym ruszał się w poprzednich latach. Odsezonowane marże (z wyłączeniem wspomnianych sektorów) w IV kw. ub.r. pokazały nawet odbicie, a miara obrazująca ich ruch cykliczny zatrzymała się po serii spadków. Co więcej, ok. 70% sektorów wciąż ma marże wyższe niż przed pandemią.

Taka odporność marż na presję kosztową w warunkach spowolnienia gospodarczego pomaga wyjaśnić uporczywość inflacji. Firmy najwyraźniej relatywnie często wybierały politykę pilnowania marż kosztem ryzyka spadku obrotów, niż zabiegały o utrzymanie obrotów dostosowując marże.

Przeciętna marża, 4-kwartalna śr. ruchoma (%)



Przeciętna marża poza górnictwem, przetwarzaniem ropy i produkcją koksu (%)



poziom przeciętnej marży: 4Q22 minus 4Q19



Popyt na pracę słaby...

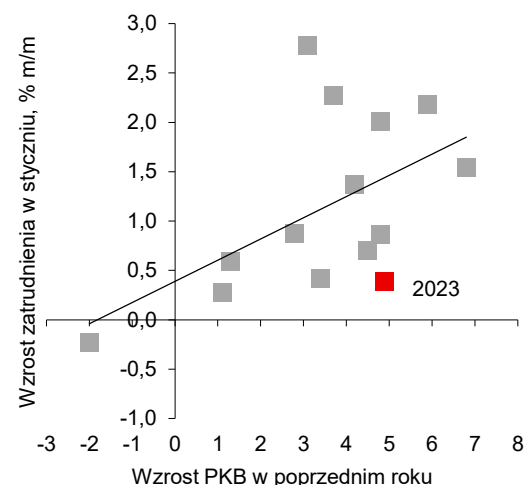
Statystyki rynku pracy jak jeden mąż wskazują na pogorszenie sytuacji w tej części gospodarki. Tak jak się spodziewaliśmy, nie doszło do wzrostu bezrobocia i naszym zdaniem w drugiej połowie roku popyt na pracę ulegnie ożywieniu, choć raczej będzie to powolny proces.

Ostatnie dane z rynku pracy potwierdziły, że popyt na pracę słabnie. Styczniowe i lutowe dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw były wyraźnie poniżej oczekiwań – słabość, którą wcześniej obserwowaliśmy tylko w przetwórstwie przemysłowym, rozlała się szeroko i na inne sektory. Decydujący wpływ na dane styczniowe ma rewizja próby badanych przez GUS przedsiębiorstw i odzwierciedla ona głównie zmiany w ramach małych firm w poprzedzającym roku. Wynik był wyjątkowo słaby w porównaniu ze dość wysokim wzrostem PKB w 2022 r., co widać na wykresie obok.

Gorzej wyglądają też dane GUS o liczbie nowych wakatów, maleje liczba ofert pracy na bezrobotnego, chociaż samo bezrobocie na razie nie rośnie. Szybki Monitoring NBP wskazuje na spadający udział przedsiębiorstw z wakatami oraz na spadek liczby firm planujących zwiększenie zatrudnienia, kosztem liczby firm planujących jego ograniczenie.

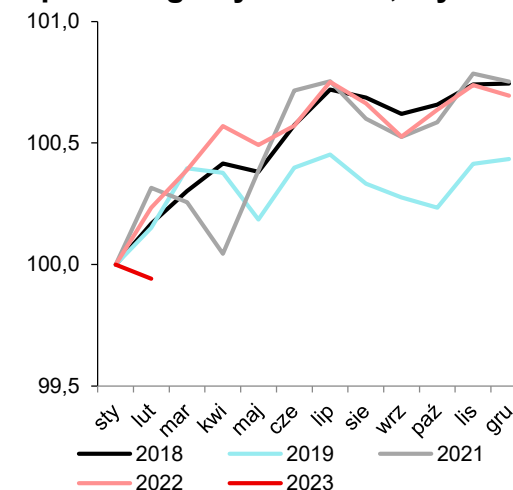
Jedna jaskółka wiosny nie czyni, ale ostatnio wyraźnie poprawiły się prognozy zatrudnienia wg badania Manpower, które jest całkiem nieźle skorelowane ze zmianą bezrobocia. Naszym zdaniem perspektywy dla popytu na pracę będą się stopniowo poprawiały, choć będzie to raczej powolny proces.

Wzrost PKB w poprzednim roku a zmiana zatrudnienia w styczniu



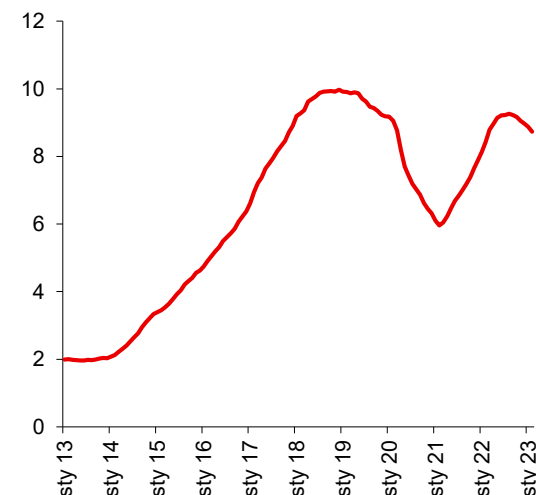
Źródło: GUS, Santander

Zmiana zatrudnienia w poszczególnych latach, styczeń = 100



Źródło: GUS, Santander

Liczba ofert pracy na 100 bezrobotnych, 12m suma ruchoma



Źródło: GUS, Santander

Indeks Manpower a zmiana bezrobocia



Źródło: GUS, Manpower, Santander





... dostosowanie odbywa się przez płace

W obliczu słabszego popytu na pracę, firmy redukowały koszty płac poprzez spadek realnych wynagrodzeń, a nie poprzez zwolnienia. Naszym zdaniem wzrost płac nominalnych utrzyma się na dwucyfrowym poziomie przez cały rok, a w drugiej połowie roku może wzrosnąć w ujęciu realnym.

Dostosowanie na rynku pracy odbywa się nie poprzez zwolnienia i wzrost bezrobocia, ale poprzez spadek realnych wynagrodzeń, które – w ujęciu rocznym – obniżają się już pod połowy 2022 r. W zasadzie tylko górnictwo jest w stanie notować wzrosty wynagrodzeń w ujęciu realnym, głównie dzięki wysokiemu uzwiązkowieniu w tej branży. Dodatni jest także realny wzrost w transporcie, ale to w znacznej mierze ułuda, wynikająca z wprowadzenia pakietu mobilności w 2022 r. i zmiany systemu naliczania wynagrodzeń dla kierowców.

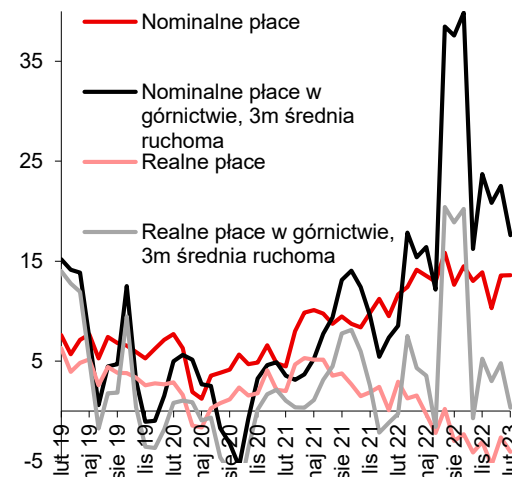
Na początku roku doszło do wyraźnej podwyżki wynagrodzenia minimalnego, do 3490 zł z 3010 zł (+16%). Efekty były naszym zdaniem widoczne najbardziej w administrowaniu i działalności wspierającej oraz w zakwaterowaniu i gastronomii, w których znaczna część pracowników otrzymuje wynagrodzenie minimalne. Ale już na przykład w budownictwie czy transporcie trudno doszukać się takiego efektu (w transporcie udział pracowników z wynagrodzeniem minimalnym prawdopodobnie wyraźnie spadł, w związku ze wspomnianym pakietem mobilności).

Szybki Monitoring NBP wskazuje na spadek presji płacowej, choć udział firm odczuwających naciski na wzrost płac jest nadal relatywnie wysoki. Natomiast udział podmiotów prognozujących podniesienie wynagrodzeń nieznacznie wrósł i zwiększyła się przeciętna skala planowanych podwyżek.

Dane o płacach w styczniu i lutym zaskoczyły w górę, co naszym zdaniem świadczy o tym, że dwucyfrowa roczna dynamika jest mocno zakotwiczona. Spadek inflacji powinien zatem umożliwić rocznej realnej stopie wzrostu płac wrócić powyżej zera, co naszym zdaniem powinno nastąpić w III lub IV kw.

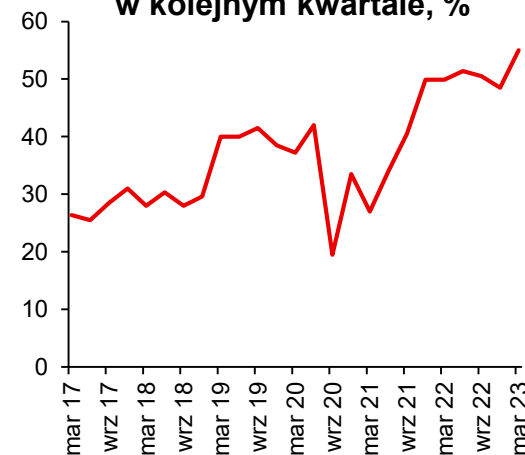


Wzrost płac w sektorze firm, % r/r



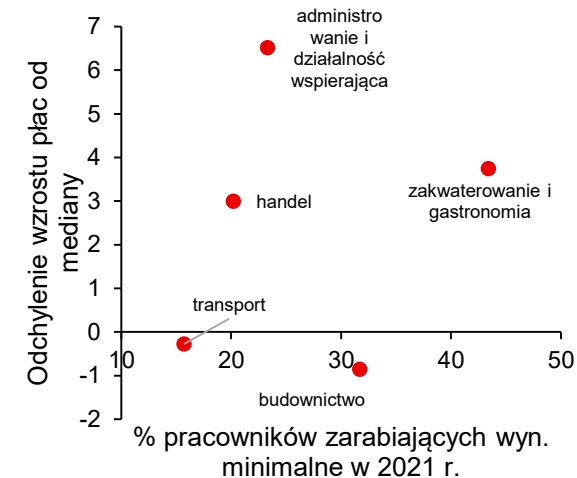
Źródło: GUS, Santander

Udział firm prognozujących podwyżki wynagrodzenia w kolejnym kwartale, %



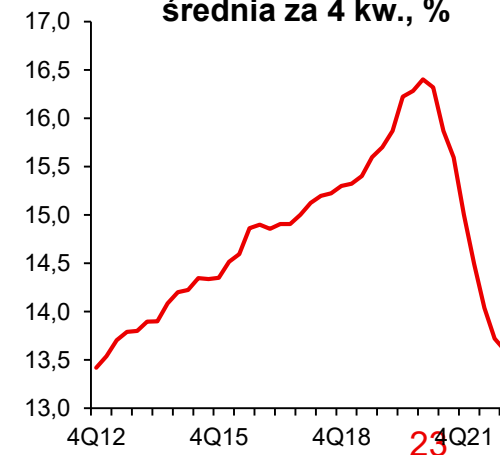
Źródło: NBP, Santander

Odchylenie łącznego wzrostu płac w styczniu i lutym od mediany a udział pracowników z wynagrodzeniem minimalnym



Źródło: GUS, Santander

Udział kosztów pracy w łącznych kosztach firm 50+, średnia za 4 kw., %



Źródło: GUS, Santander

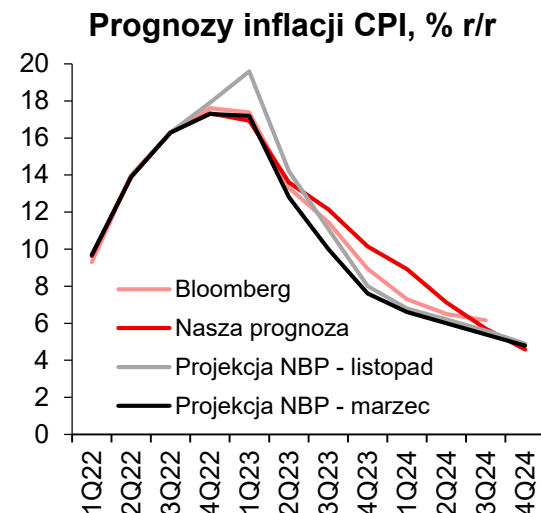
Inflacja minęła szczyt

W lutym inflacja CPI wzrosła do 18,4% r/r, a w marcu spadła do 16,2% r/r. Sprawdza się zatem powszechnie oczekiwany scenariusz, w którym luty wyznaczył szczyt inflacyjny. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach roku inflacja będzie się dalej obniżała, ale nie tak szybko, jak spodziewa się NBP i konsensus rynkowy. Pod koniec roku widzimy dynamikę CPI w okolicach 10% r/r.

Wprowadzie dane lutowe były nieznacznie niższe od konsensusu, a styczniowa inflacja została zrewidowana w dół do 16,6% z 17,2%, ale naszym zdaniem dane z początku roku raczej sugerują wyższy, a nie niższy przebieg inflacji w kolejnych miesiącach. Efekt zmiany wag (więcej o zmianie wag piszemy [tutaj](#)), który odjął ok. 0,6 punktu procentowego od statystyki rocznej, zakamuflował fakt, że impet inflacji w pierwszych dwóch miesiącach był mocniejszy od oczekiwań. W CPI znacznie wzrosła też liczba kategorii, które rejestrują dynamikę wyższą niż 10, 15 i 20% r/r. Więcej na ten rozpędu inflacji piszemy na [str.25](#).

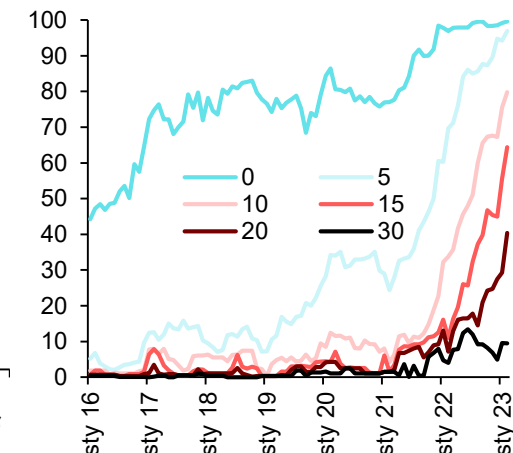
Główne miary inflacji bazowej, a także miary poboczne obrazujące trend inflacyjny, które szacujemy, prawdopodobnie nie osiągnęły jeszcze szczytu. Zakręt jest już od paru miesięcy widoczny w tej części inflacji, która reaguje na krajową koniunkturę, ale jest tak głównie dlatego, że zawiera ona nośniki energii i paliwa.

Spodziewamy się, że na koniec roku inflacja CPI będzie bliska 10% r/r, a obniżenie dynamiki będzie widoczne we wszystkich głównych kategoriach. Perspektywa powrotu do celu pozostanie jednak odległa. Więcej na ten temat piszemy na [str.26](#).



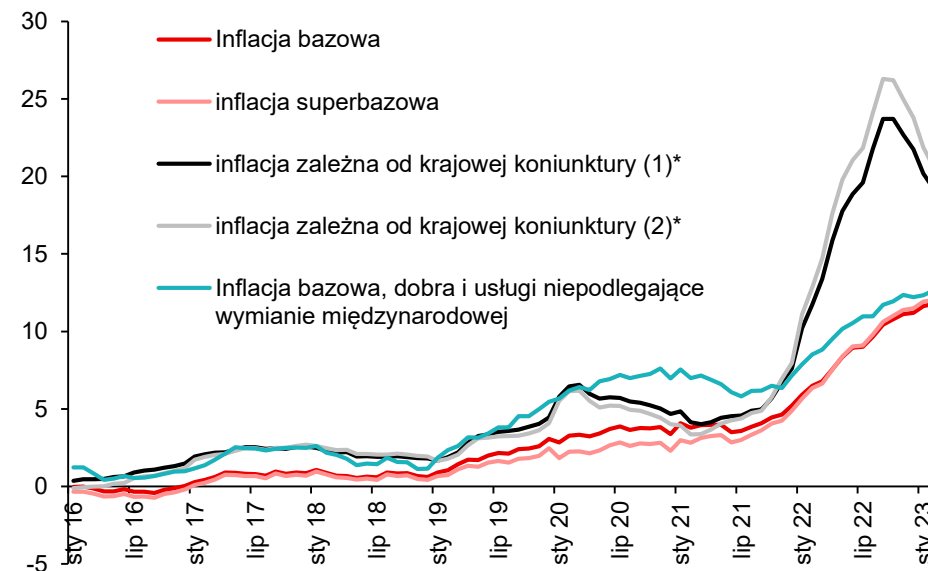
Źródło: GUS, Bloomberg, NBP, Santander

Jaki procent koszyka inflacyjnego rośnie szybciej niż x%



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Różne miary inflacji, oczyszczone z efektu zmian podatkowych, % r/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Inflacja zależna od krajowej koniunktury na podstawie: Hałka A., Kotłowski J., Does domestic output gap matter for inflation in a small open economy? NBP, 2014.

Rozpęd cen nie słabnie



Choć dynamika CPI w ujęciu r/r będzie wyraźnie spadać z miesiąca na miesiąc to wg nas bardziej miarodajne w ocenie uporczywości inflacji stają się teraz dynamiki miesięczne, a te nie sygnalizują słabnięcia inflacji.

Dalsze monitorowanie tendencji w inflacji, z uwagi na silne efekty bazy ciągnące ją w dół, wymaga innych narzędzi. Punktem odniesienia dla wyliczeń dynamiki CPI r/r są teraz i w kolejnych miesiącach okresy nadzwyczaj szybkich wzrostów miesięcznych z 2022 r. Z tego względu w ocenie uporczywości procesów inflacyjnych obecnie lepiej analizować zmiany cen m/m niż r/r, uważając przy tym na zmiany o charakterze sezonowym i stosując średnie (wg nas najlepiej trzymiesięczne) dla zmniejszenia ryzyka, że chwilowe szoki wypaczą obraz tendencji inflacyjnych.

NBP w marcowej prezentacji projekcji pokazał spójne z taką koncepcją wyliczenia „rozpędu” cen konsumpcyjnych dla danych do stycznia, określone jako wskaźniki momentum, ujawniając wyhamowanie w łącznej inflacji CPI, inflacji cen energii i żywności, ale nie w inflacji bazowej.

Nasze podejście opiera się na nieco innej koncepcji, odpornej na kaprysy metod odsezonowania. Analizujemy odchylenia zmian cen od wieloletniej mediany dla danego miesiąca. Wyliczenia opieramy na szczegółowych danych oczyszczonych z wpływu zmian podatków. Rozpęd cen oddawany jest przez odchylenie 3-miesięcznej średniej dynamik m/m od wieloletniej mediany dla tego samego okresu.

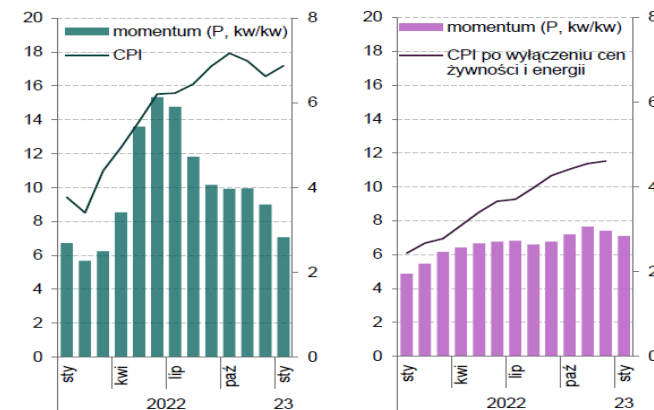
Monitoring dezinflacji prowadzimy na agregatach inflacyjnych, przeliczonych wg koszyka CPI: inflacji bazowej, superbazowej (okrojonej dodatkowo z cen administrowanych), części inflacji bazowej złożonej z towarów i usług niepodlegających wymianie międzynarodowej oraz dwóch miarach złożonych ze składników CPI o dużej wrażliwości na cykl koniunkturalny (zgodnie z metodologią Hałki i Kotłowskiego, [str. 24](#)).

We wszystkich zbadanych przez nas miarach na razie nie widać cofania się trzymiesięcznych średnich odchyleń dynamik m/m w stronę ich medianowych wartości.

Dla marca, przy obecnie dostępnych danych jesteśmy w stanie wyliczyć jedynie naszą miarę dla inflacji bazowej, choć i w jej przypadku są to tylko szacunki. Prawdopodobnie wzrosła ona z 0,7 do 0,9, co byłoby najwyższym osiągniętym przez tę miarę poziomem w obecnym okresie wysokiej inflacji.

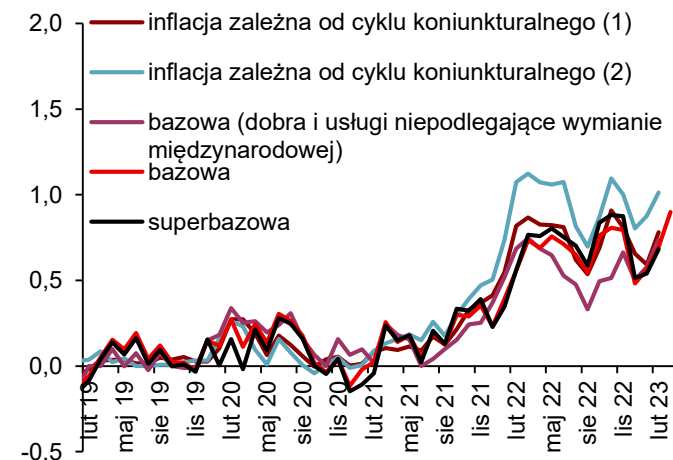
Wskaźniki momentum cen wg NBP

Miesięczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych i inflacja bazowa (r/r, %) oraz ich wskaźniki momentum (kw/kw, %)



Źródło: NBP

Wskaźniki rozpędu cen konsumpcyjnych dla agregatowych miar tendencji inflacyjnych



Źródło: Eurostat, NBP, Santander



Jak daleko do celu inflacyjnego?

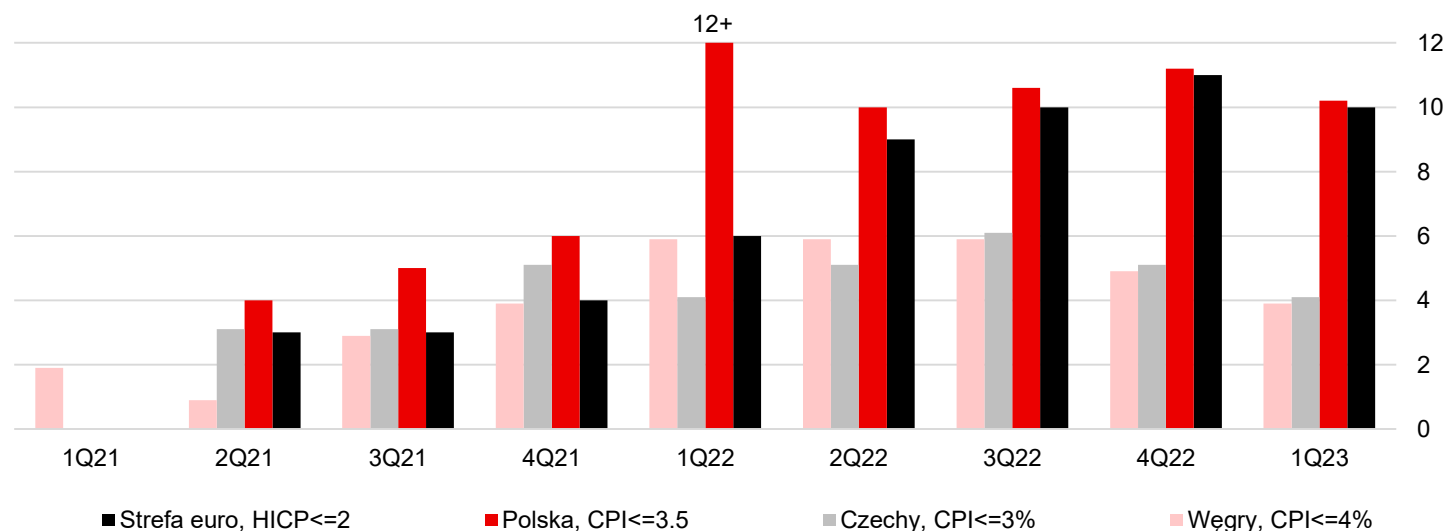
Porównaliśmy projekcje banków centralnych w naszym regionie i EBC. Banki centralne w Czechach i na Węgrzech zakładają, że z pomocą dokonanych wcześniej podwyżek stóp sprowadzą inflację wewnątrz pasma celu w ciągu roku. Dla EBC i NBP perspektywa jest odleglejsza: 2,5 roku. U tych dwóch ostatnich najnowsze projekcje pokazały powrót nieco szybszy niż ich poprzednie wersje, ale jedynie o czas jaki upłynął między projekcjami.

Różnica w podejściu NBP i EBC jest taka, że nasz bank centralny pogodził się z tak mocno wydłużonym horyzontem dojścia do celu inflacyjnego i ocenia obecny poziom stóp procentowych jako odpowiedni, natomiast EBC nadal sygnalizuje konieczność dalszego zacieśniania polityki pieniężnej.

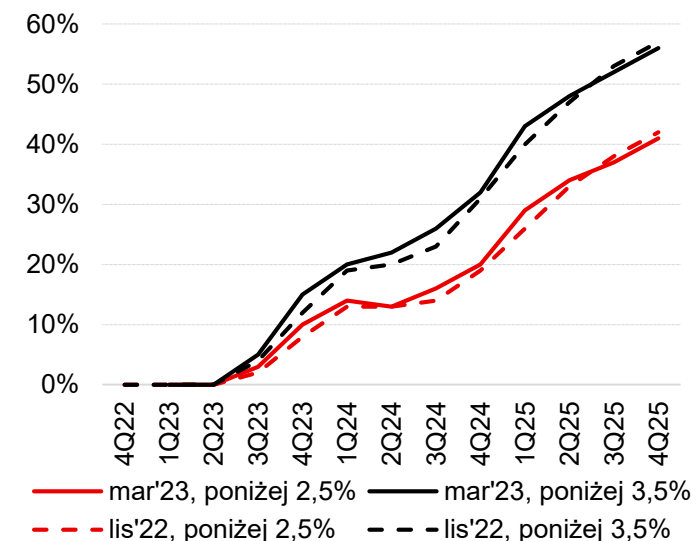
W przypadku NBP jeśli kolejne dwie projekcje będą tożsame z marcową jeśli chodzi o moment zejścia inflacji poniżej 3,5% to w świetle tych wyników RPP będzie mogła argumentować, że moment realizacji celu inflacyjnego przy niezmiennych parametrach polityki pieniężnej powrócił do akceptowanego wcześniej horyzontu 6-8 kwartałów. Czy w związku z tym przed końcem br. wyniki projekcji NBP zaczną sugerować pojawianie się przestrzeni do obniżek stóp procentowych? Naszym zdaniem nie, ponieważ aktualna projekcja jest zbyt optymistyczna jeśli chodzi o tempo dezinflacji, co powinny potwierdzić dane w kolejnych miesiącach.

Jeśli wziąć pod uwagę wynikające z projekcji prawdopodobieństwo dojścia do celu to marcowa projekcja nie jest lepsza od poprzedniej. Ale przyszła po serii projekcji, które pokazywały oddalanie się celu i malejące szanse na jego osiągnięcie w przyzwoitym terminie.

liczba kwartałów potrzebna do zbitcia inflacji wg kolejnych projekcji banków centralnych



Porównanie projekcji NBP z mar'23 i lis'22: prawdopodobieństwo zejścia CPI do celu



Polityka pieniężna: za wcześnie myśleć o obniżkach



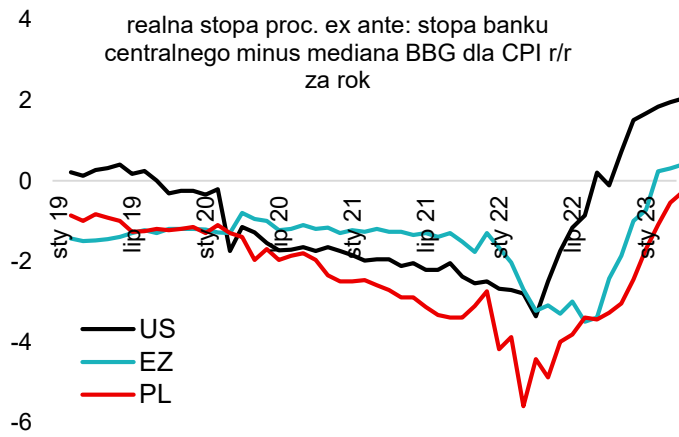
Rada Polityki Pieniężnej od września utrzymuje stopy procentowe bez zmian (referencyjna na poziomie 6,75%), stojąc na stanowisku, że ich poziom jest wystarczający, aby sprowadzić inflację do celu w wydłużonym horyzoncie, nie ryzykując przy tym nadmiernym pogorszeniem koniunktury.

Cykl zacieśniania nie został formalnie zamknięty, ale poprzeczka dla kolejnych podwyżek wydaje się zawieszona niezwykle wysoko. Z drugiej strony, niezmiennie uważamy, że **szanse na obniżki stóp procentowych w tym roku i przez większą część kolejnego są o wiele mniejsze niż wynika z wyceny rynkowej**. Ta nasza ocena jeszcze się wzmocniła po publikacji ostatnich danych z krajowej gospodarki, pokazujących większą od oczekiwań uporczywość cen i płac.

Wygląda na to, że zmiana stanowiska zachodzi też w banku centralnym – Ireneusz Dąbrowski, który jeszcze jesienią wzywał do zakończenia cyklu podwyżek i zapowiadał obniżki przed końcem 2023 r. ostatnio zmienił ton na bardziej ostrożny. Jego wypowiedzi traktujemy jako bliskie poglądom prezesa NBP Adama Glapińskiego.

Restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce, mierzona poziomem realnych stóp procentowych, nadal wyraźnie odbiega w dół od innych krajów, pomimo wcześniejszego rozpoczęcia cyklu podwyżek niż na Zachodzie.

Realne stopy procentowe banków centralnych, %



Źródło: Bloomberg, Santander

Wypowiedzi Ireneusza Dąbrowskiego, członka RPP:

17/10/2022, TOK FM, Parkiet: [Czy cykl podwyżek stóp procentowych powinien się zakończyć?] W mojej opinii tak. Już zareagowaliśmy na wzrost inflacji. W tym momencie nie możemy dużo więcej zrobić. Dalsze podwyżki stóp wywołałyby tylko pogorszenie koniunktury, a nie zmieniłyby znacząco perspektyw inflacji, chyba że byłyby drastyczne..

28/11/2022, Bloomberg: Rynki mają rację, zakładając, że już w przyszłym roku możemy zobaczyć pierwsze obniżki stóp.

12/01/2023, RMF FM: Moim zdaniem na przełomie roku może pojawić się przestrzeń do obniżki stóp procentowych, jest duże prawdopodobieństwo tego.

28/03/2023, PAP: Na pewno nie będzie żadnego pochopnego obniżania stóp procentowych. Będziemy bardzo wnikliwie przyglądać się zmieniającej się sytuacji gospodarczej i nie możemy sobie pozwolić na zbyt szybkie obniżanie stóp procentowych. (...) Wydaje się więc, że obecny poziom stóp procentowych jest adekwatny i będzie stabilizował sytuację. Natomiast obecne zaburzenia na rynkach finansowych wskazują, że ogłoszenie ostatecznej paazy w cyklu podwyżek stóp jest jeszcze stanowczo przedwczesne.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej
Konsensus powstał w oparciu o prognozy 14 ośrodków analitycznych, zebranych przez PAP Biznes w dn. 1-3 marca 2023 r.

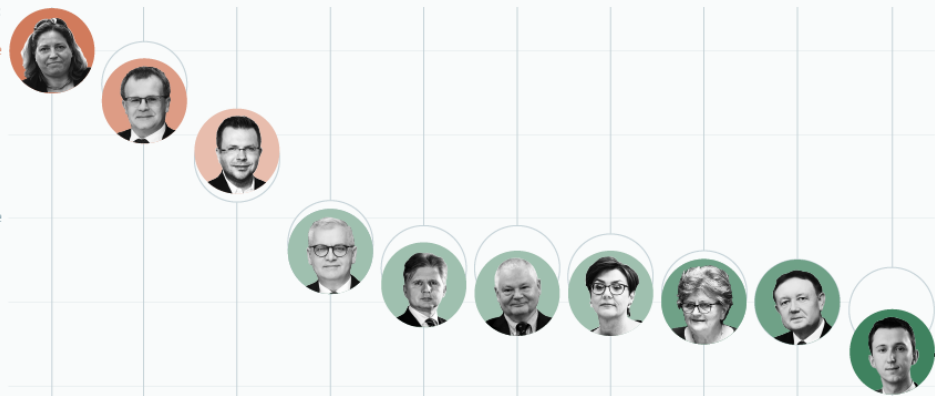
● konsensus z marca '23
○ konsensus z października '22

Nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



Źródło: PAP Biznes



Rynek finansowy

A close-up photograph of a document with various financial charts and graphs. A silver pen is resting on the paper. The background is blurred, showing more of the document and a person's hand.

2



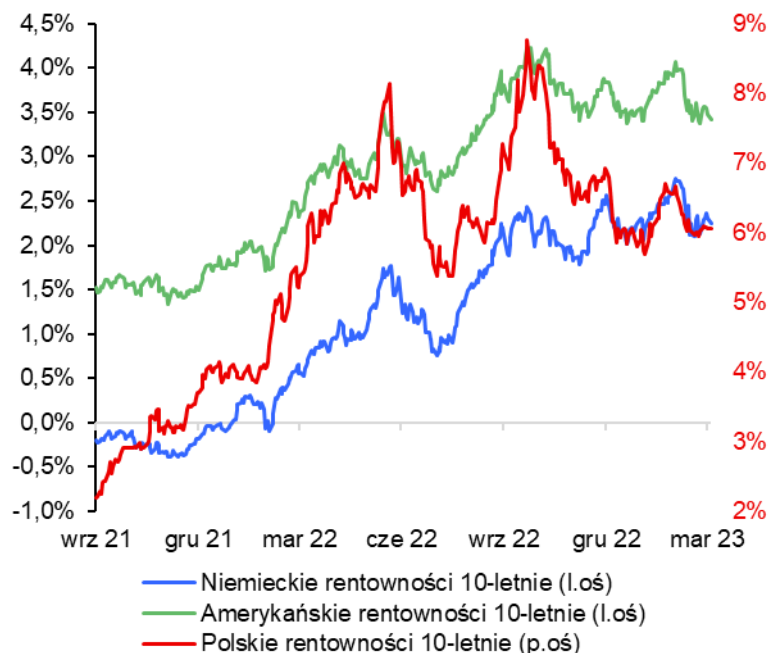
FI: Spadające oczekiwania stóp vs uporczywa inflacja

Krajowy rynek długu pozostaje w silnej zależności od trendów obserwowanych na rynkach głównych.

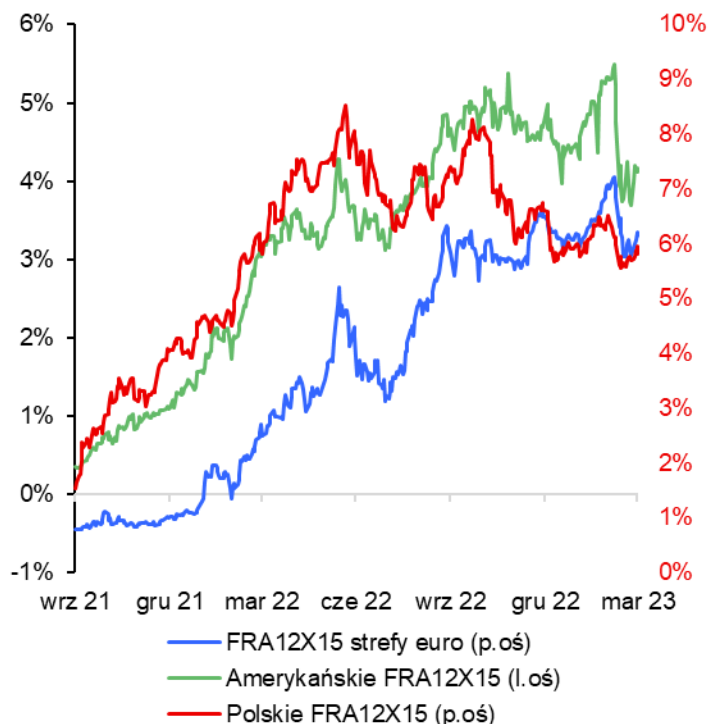
W ostatnich tygodniach kwestia dalszego przebiegu procesu dezinflacji zeszła nieco na drugi plan, ze względu na zawirowania na globalnych rynkach finansowych. Ich bezpośrednim następstwem była redukcja rynkowych oczekiwań dalszego przebiegu ścieżki stóp procentowych oraz bardziej gołębia postawa głównych banków centralnych.

Pomimo wyższych poziomów inflacji w Polsce oraz oczekiwanego dużo wolniejszego procesu jej obniżania się, oczekujemy, że rodzimy rynek długu w dalszym ciągu będzie podążał, za trendami kształtującymi się na rynkach głównych. Po tymczasowym odreagowaniu w górę związanym ze stopniowym uspokajaniem się nastrojów na rynkach głównych, w dalszej części II kwartału oczekujemy ponownego powrotu krajowych rentowności do powolnego trendu spadkowego, który będzie kontynuowany również w kolejnych kwartałach.

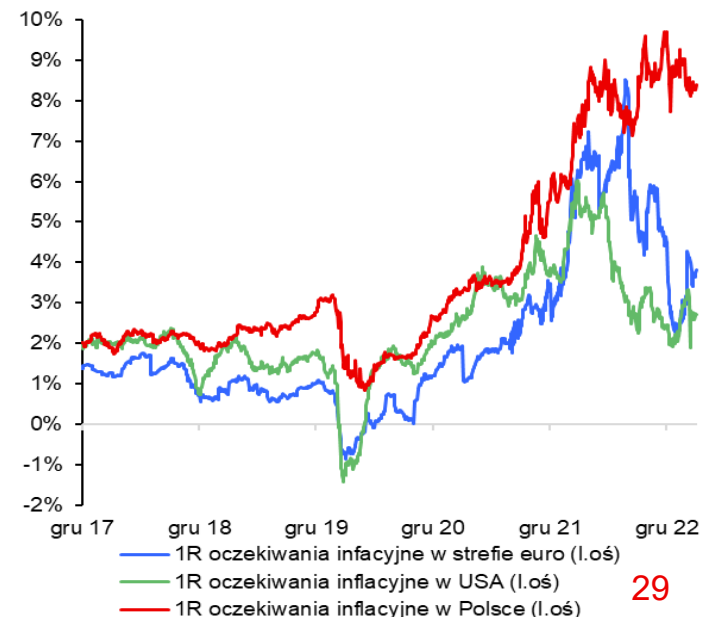
Krajowy rynek długu podąża za trendami na rynkach bazowych.



Rynkowe oczekiwania stóp procentowych spadły zarówno w na rynkach bazowych jak i w Polsce.



Pomimo spadku oczekiwań stóp procentowych w USA, strefie euro i w Polsce, oczekiwania inflacyjne krajowego rynku długu pozostają na wyraźnie wyższych poziomach niż oczekiwania rynków bazowych.



FI: Rynek zakłada rychły koniec cyklu podwyżek stóp

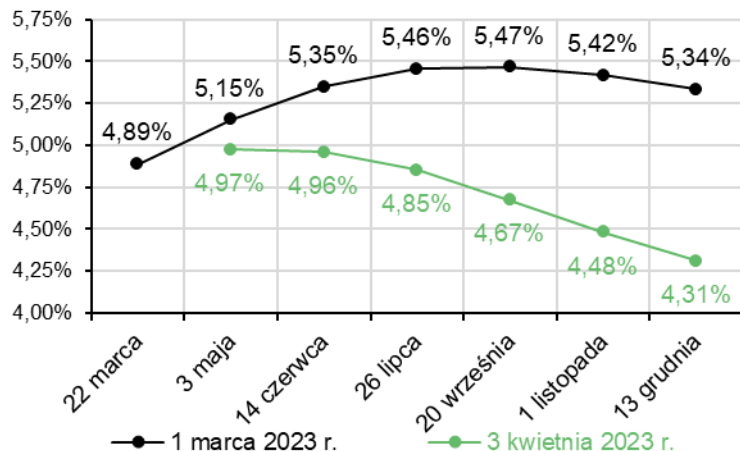


Zawirowania na rynkach bankowych przeszacowały oczekiwania rynku co do dalszej ścieżki stóp procentowych zarówno na rynkach bazowych jak i w kraju.

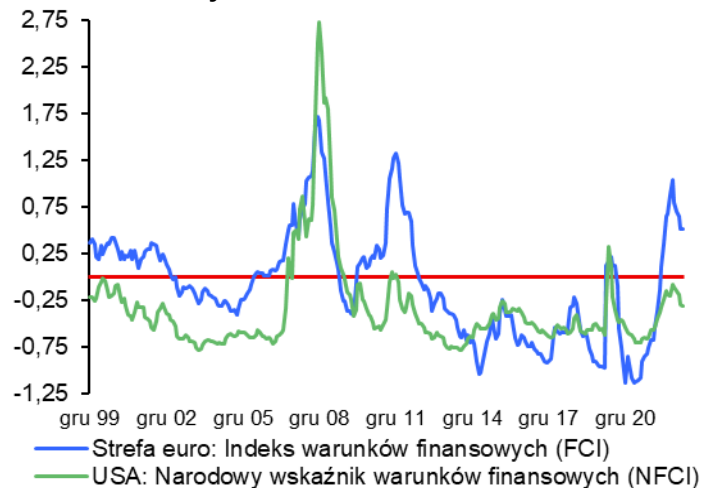
Zakładamy, że niepewność co do dalszego przebiegu sytuacji na rynkach bankowych oraz jego wpływu na finansowanie realnej gospodarki będzie utrzymywać rynkowe oczekiwania stóp na niższych poziomach.

Pomimo zauważalnego w ostatnich tygodniach ich ponownego odreagowania w górę, naszym zdaniem nie powrócą już one do poziomów z początku marca br.

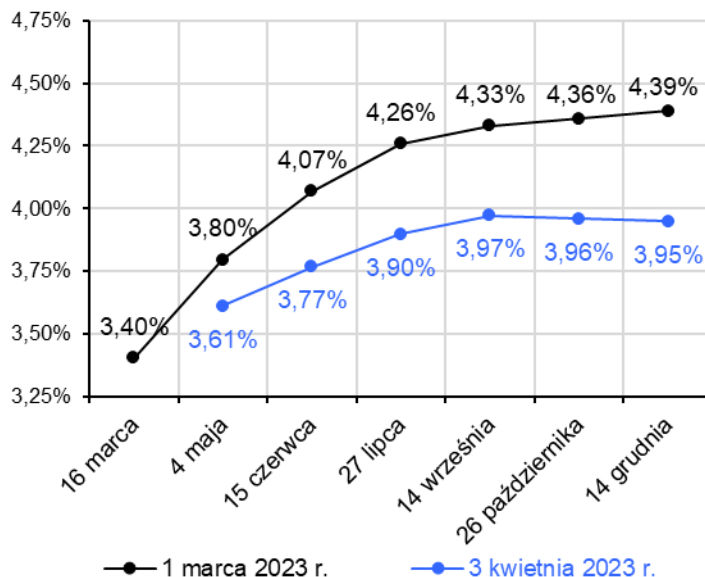
Problemy w amerykańskim sektorze bankowym zweryfikowała w dół rynkowe oczekiwania dalszej ścieżki stóp procentowych Fed-u w tym roku.



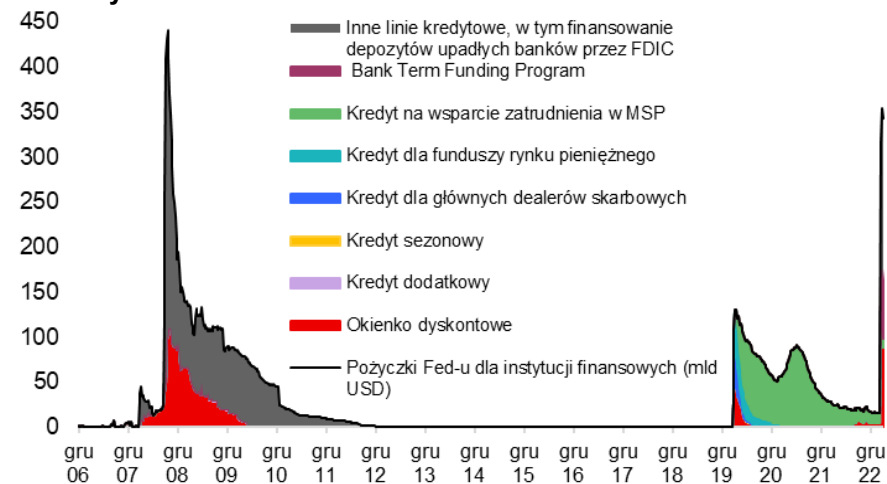
Zaostrzenie się warunków finansowych w USA i strefie euro obnażyło problemy niektórych banków po obu stronach Atlantyku.



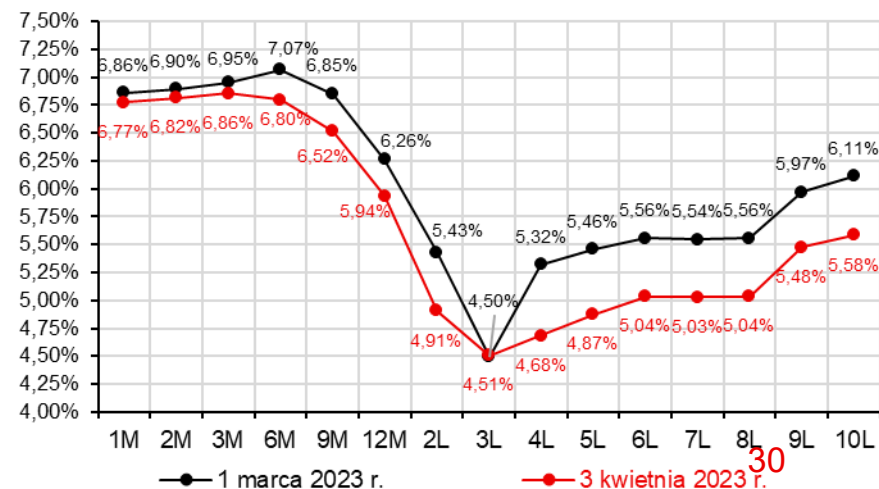
Obniżeniu uległa również oczekiwana ścieżka stóp EBC w 2023 roku.



Skala wsparcia finansowego Fed-u dla amerykańskiego sektora bankowego w ostatnich tygodniach przybrała dawno niewidziane rozmiary.



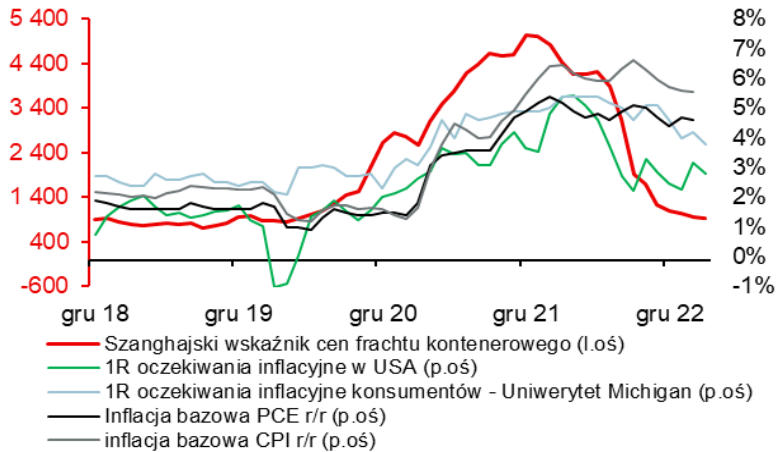
Krajowy rynek finansowy także podążył za rynkami głównymi i obniżył oczekiwania dalszej ścieżki stóp procentowych (1M Forward IRS), aczkolwiek ze względu na wysoką inflację przeszacowania miały skromniejszy charakter.



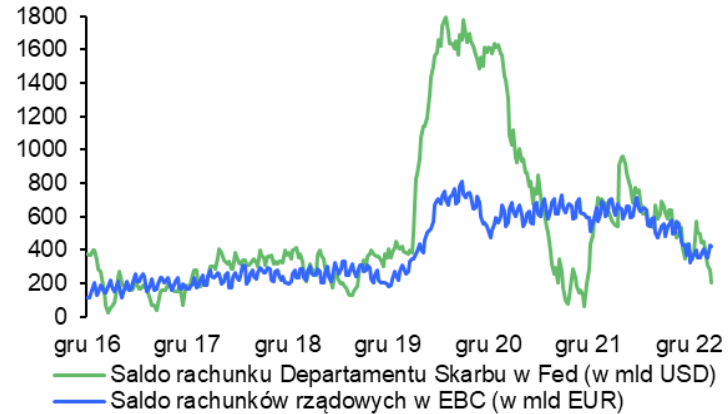
Źródło: Refinitiv, Santander Bank Polska

FI: oczekiwania inflacyjne rynków długu pozostają nisko

Złagodzenie napięć w łańcuchach dostaw z Chin działa w kierunku obniżenia inflacji na rynkach głównych.



Płynnościowe efekty stymulacji fiskalnej okresu pandemii COVID-19 zostały już zaabsorbowane przez rynki bazowe i ich oddziaływanie będzie dalej słabo.

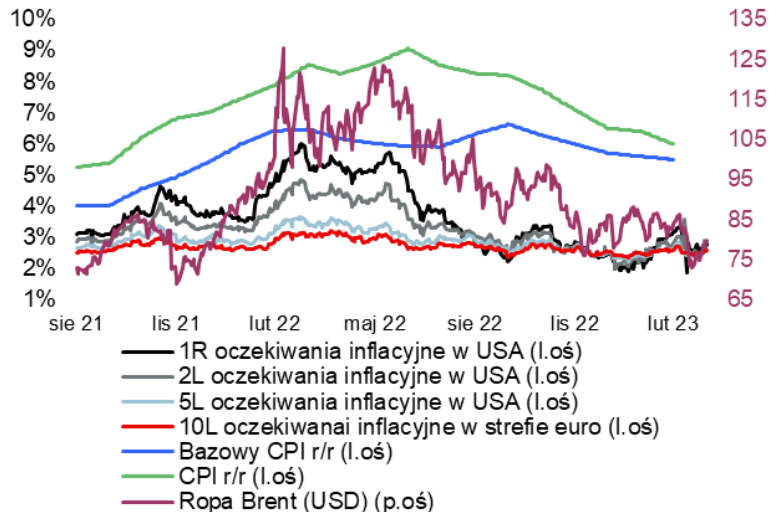


Bazowe rynki finansowe już dawno wyceniły antycypowany spadek inflacji z tytułu złagodzenia zakłóceń w łańcuchach dostaw z Chin oraz stopniowego wygasania płynnościowych efektów luzowania polityki fiskalnej w okresie pandemicznym.

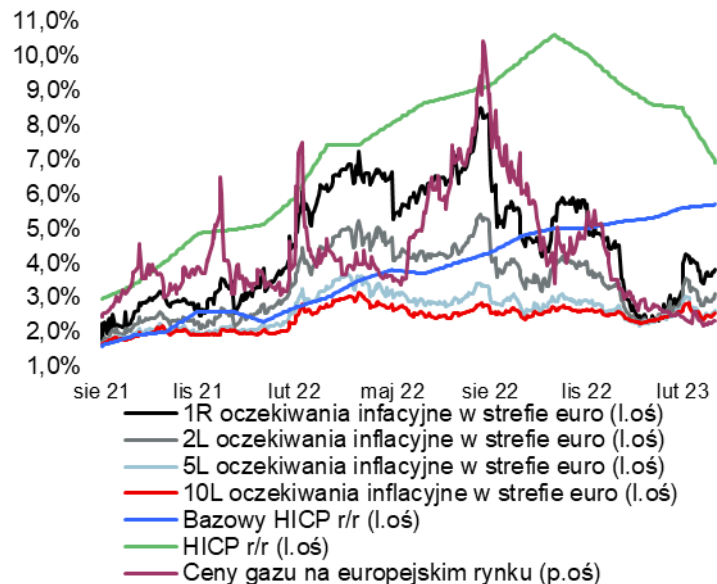
Rynkowe oczekiwania inflacyjne w Polsce są pod silniejszym wpływem cykli inflacyjnych na rynkach bazowych niż przebiegu ścieżki inflacyjnej w kraju.

Pomimo niewielkiego odreagowania w górę rynkowych oczekiwań inflacyjnych w ostatnich miesiącach, naszym zdaniem nie mają one szans na trwałe wzrosty.

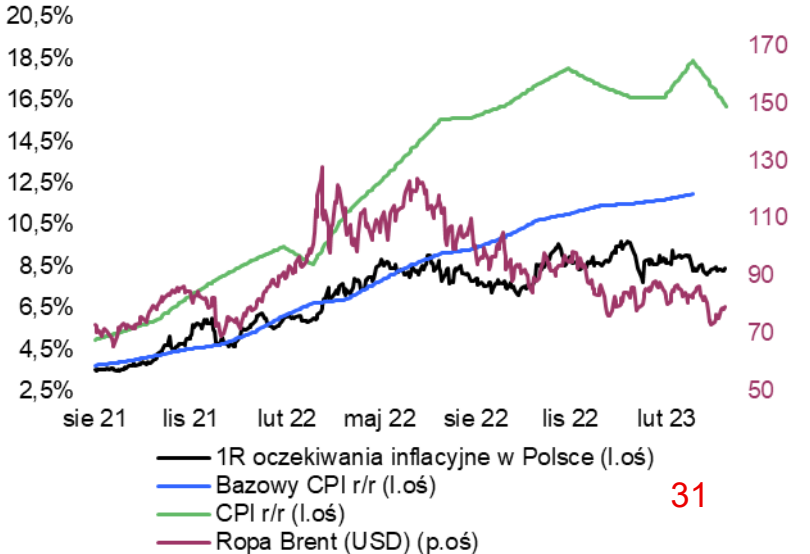
Oczekiwania inflacyjne rynków w USA spadły dużo szybciej niż następują spadki wskaźników inflacyjnych.



Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w strefie euro, ale tutaj głównym impulsem do spadków była silna przecena na europejskich rynkach gazowych.



Na polskim rynku długu, kluczem do zmiany rynkowych oczekiwań inflacyjnych nie była krajowa sytuacja inflacyjna, ale trendy na rynkach głównych, w tym przede wszystkim sytuacja na światowych rynkach ropy Brent.



FI: Finansowanie budżetu nie zagraża wycenom ASW

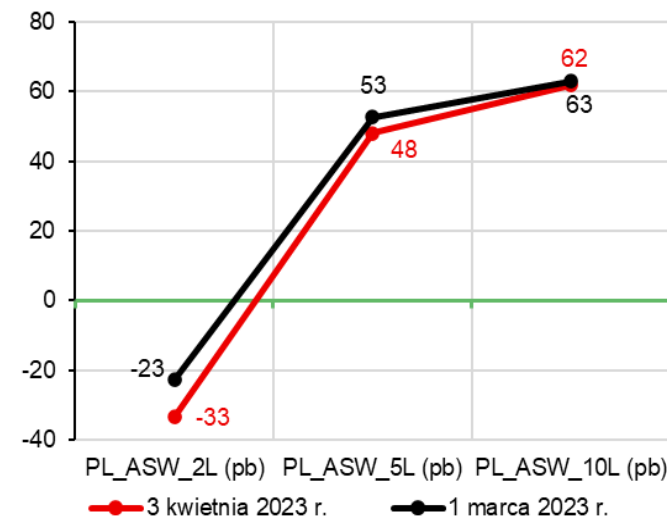
Duży stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu (74% na koniec marca), oraz wzrost aktywności emisyjnej Ministerstwa Finansów na rynkach zagranicznych sprzyja szybkiemu sfinansowaniu tegorocznego budżetu.

Od końca 2016 roku zagraniczna podaż obligacji Skarbu Państwa sukcesywnie malała, co stworzyło dogodny bufor do ponownego jej wzrostu na potrzeby budżetu.

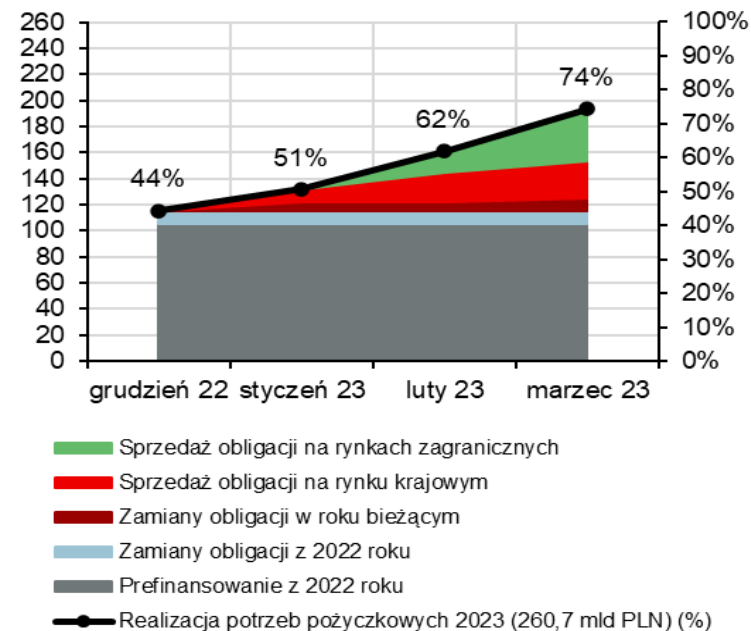
Dodatkowym zabezpieczeniem dla budżetu pozostaje również duża „poduszka płynnościowa” Ministerstwa Finansów.

Poza budżetem do sfinansowania w 2023 roku pozostają jeszcze potrzeby funduszy okołobudżetowych (84,4 mld zł), które zostały sfinansowane w mniej niż 10%.

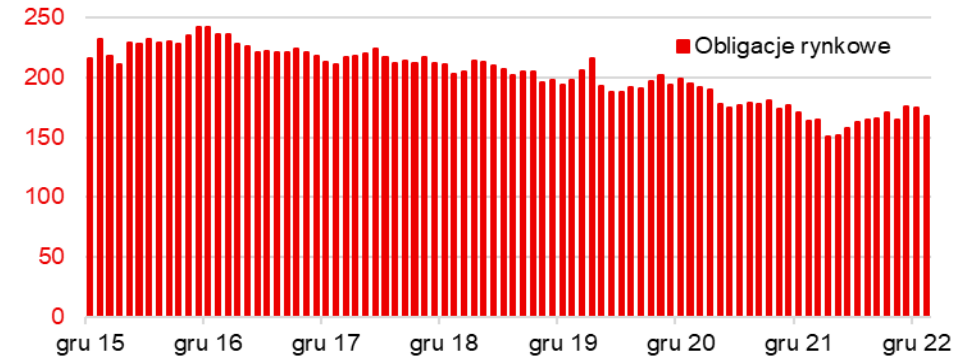
Krzywa ASW nie uległa znaczącym zmianom w ostatnim czasie pomimo zawirowań na rynkach globalnych oraz zmian ścieżki oczekiwań stóp procentowych w Polsce.



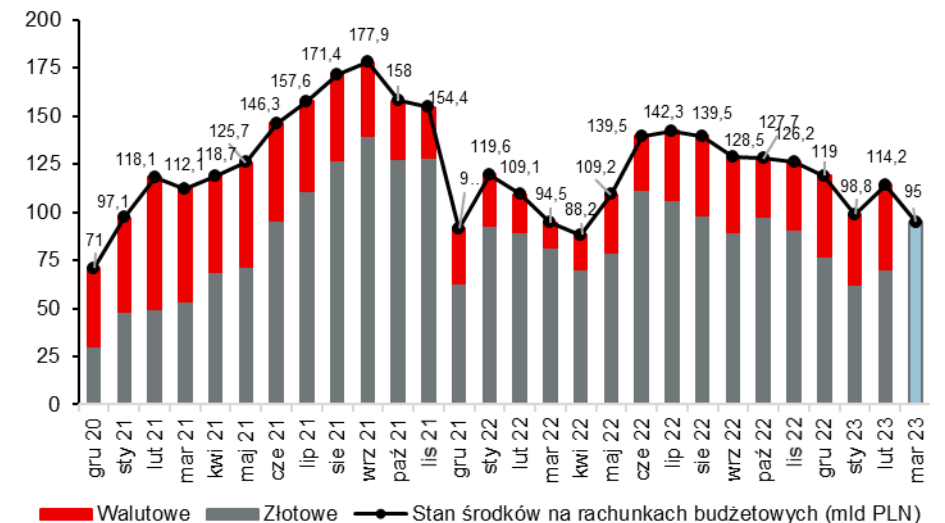
Do końca marca sfinansowano już ok. 74% potrzeb pożyczkowych budżetu (260,7 mld zł).



Od końca 2016 roku podaż polskich papierów skarbowych na rynkach zagranicznych systematycznie malała, co potencjalnie tworzy spory bufor do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu na 2023 r. z tego kierunku (mld PLN).



Poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów pozostaje dodatkową „rezerwą” dla finansowania budżetu na 2023 r.



FX: PLN stabilny pomimo zawirowań na rynkach glob.

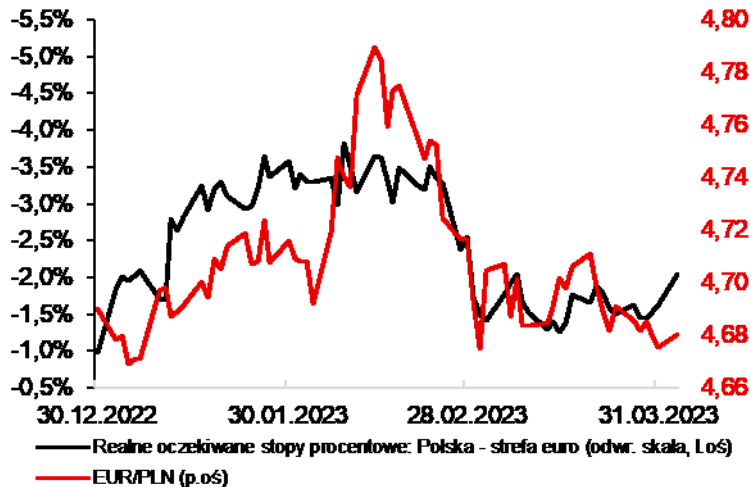


Polski złoty wykazał się dużą odpornością na ostatnie zawirowania na globalnych rynkach finansowych.

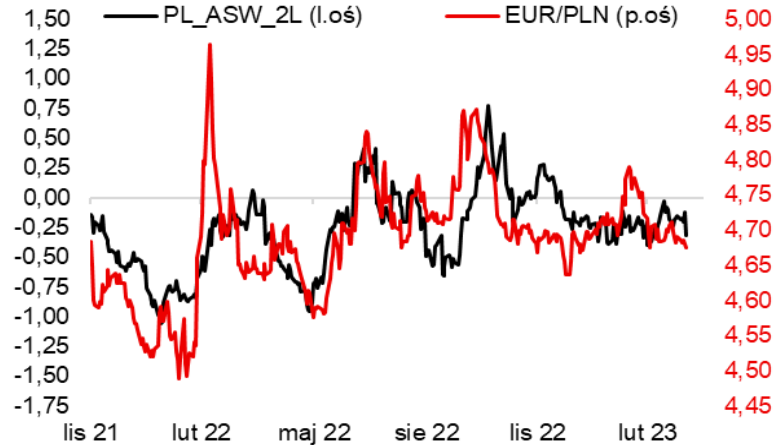
Oczekujemy, że również w II kwartale 2023 notowania kursu EUR/PLN pozostaną relatywnie stabilne. Sprzyjać temu będą zarówno uwarunkowania wewnętrzne jak i zewnętrzne.

Czynnikiem powstrzymującym złotego przed trwalszą aprecjacją pozostaje niepewność co do wyroku TSUE w kwestii rozliczania kredytów hipotecznych w CHF.

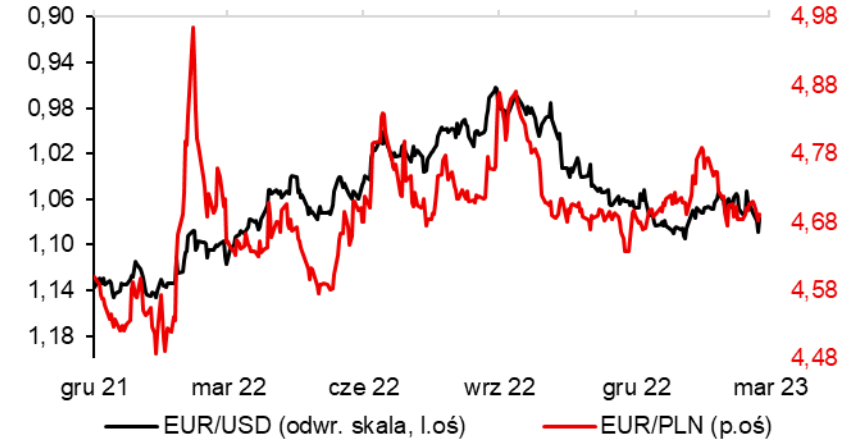
Oczekiwane stopy realne sprzyjają stabilizacji złotego w okolicach 4,70.



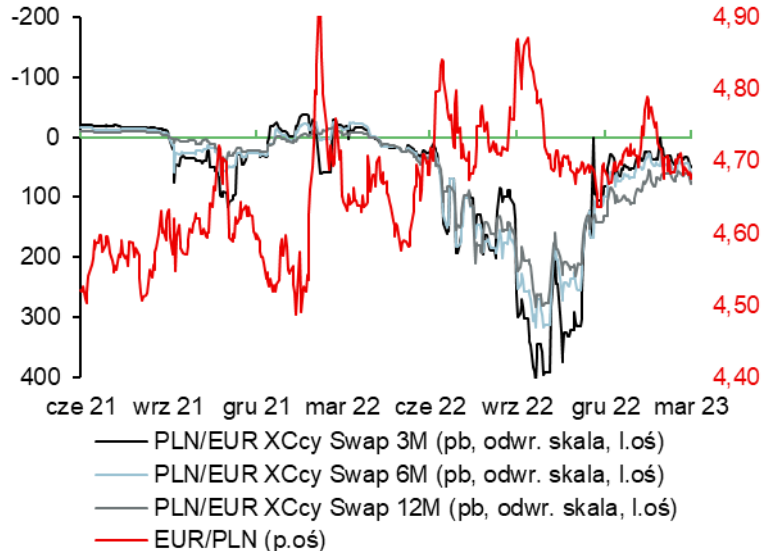
Bieżąca wycena ryzyka finansowania budżetu sprzyja stabilności złotego.



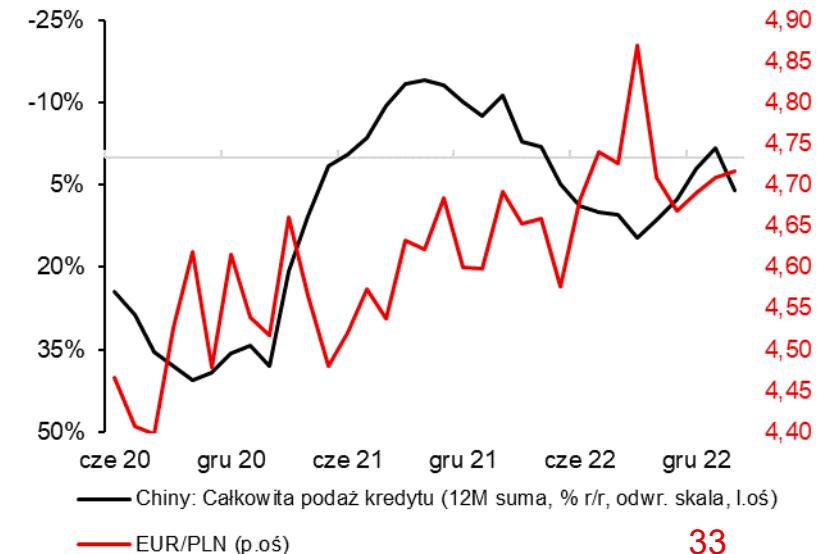
Brak presji ze strony rynków globalnych na bardziej znaczące osłabienie złotego.



Sytuacja płynnościowa sprzyja mniejszej zmienności złotego.



Ożywienie w Chinach, nawet jeżeli ograniczone, sprzyja złotemu.



Prognozy

3

Prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	mld PLN	2 337.7	2 623.9	3 067.7	3 493.8	691.5	723.3	779.1	873.9	807.4	825.7	872.7	987.9
PKB	% r/r	-2.0	6.8	4.9	0.7	8.6	5.8	3.6	2.0	-1.5	0.1	0.5	3.1
Popyt krajowy	% r/r	-2.7	8.4	5.5	-0.1	12.0	6.9	3.1	1.1	-3.2	-0.6	-0.3	2.8
Spożycie indywidualne	% r/r	-3.6	6.3	3.0	0.9	6.7	6.4	0.9	-1.5	-2.0	-1.5	1.0	6.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-2.3	2.1	4.6	0.5	4.7	6.6	2.0	4.9	4.0	1.0	0.0	-1.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1.1	14.5	10.4	1.6	16.8	12.5	9.3	4.0	-0.5	0.4	2.5	3.8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3.5	1.6	7.6	0.3	23.7	9.2	3.3	2.1	3.0	-0.4	0.7	-1.0
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3.0	7.4	5.5	1.2	9.7	9.7	3.3	0.3	-4.8	-2.2	2.3	8.9
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5.3	8.9	12.1	11.7	9.7	11.8	14.6	12.3	12.6	11.5	10.9	11.9
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1.0	0.4	2.0	0.1	1.9	2.0	2.4	1.7	0.5	0.0	-0.1	-0.1
Stopa bezrobocia*	%	6.8	5.8	5.2	5.8	5.8	5.2	5.1	5.2	5.5	5.4	5.5	5.8
Rachunek bieżący	mln EUR	12 811	-8 261	-19 505	-13 114	-6 113	-4 609	-6 118	-2 665	-2 059	-2 289	-6 109	-2 657
Rachunek bieżący	% PKB	2.4	-1.4	-3.0	-1.8	-2.5	-3.3	-3.4	-3.0	-2.3	-1.9	-1.8	-1.8
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-6.9	-1.8	-3.4	-5.1	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	3.4	5.1	14.3	13.4	9.6	13.9	16.3	17.3	17.1	13.9	12.5	10.3
CPI *	% r/r	2.4	8.6	16.6	10.3	11.0	15.5	17.2	16.6	16.2	13.1	11.6	10.3
Inflacja bazowa	% r/r	3.9	4.1	9.1	10.4	6.6	8.4	10.0	11.3	12.0	11.5	10.2	8.2

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Stopa referencyjna NBP *	%	0.10	1.75	6.75	6.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M	%	0.67	0.54	6.02	6.96	3.46	6.25	7.08	7.29	6.93	6.96	6.98	6.98
Rentowność obligacji 2L	%	0.50	0.79	6.35	6.06	4.07	6.78	7.06	7.48	6.16	6.09	6.05	5.93
Rentowność obligacji 5L	%	0.96	1.39	6.36	6.02	4.41	7.01	6.57	7.47	6.11	6.04	6.05	5.90
Rentowność obligacji 10L	%	1.52	1.97	6.10	6.03	4.29	6.63	6.19	7.29	6.16	6.08	6.03	5.85
IRS 2L	%	0.62	1.19	6.62	6.28	4.68	7.21	7.21	7.38	6.39	6.31	6.28	6.17
IRS 5L	%	0.80	1.69	5.92	5.49	4.31	6.53	6.22	6.62	5.53	5.51	5.53	5.41
IRS 10L	%	1.15	2.01	5.68	5.40	4.10	6.16	5.95	6.49	5.47	5.44	5.41	5.26
EUR/PLN	PLN	4.44	4.57	4.69	4.70	4.62	4.65	4.75	4.73	4.71	4.70	4.71	4.69
USD/PLN	PLN	3.89	3.86	4.46	4.37	4.11	4.36	4.71	4.64	4.39	4.35	4.40	4.36
CHF/PLN	PLN	4.15	4.22	4.67	4.70	4.46	4.52	4.88	4.81	4.75	4.72	4.71	4.62
GBP/PLN	PLN	5.00	5.31	5.50	5.36	5.52	5.48	5.55	5.44	5.33	5.33	5.38	5.39

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **3.04.2023** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

serwis ekonomiczny w Internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

Piotr Bielski, dyrektor

691 393 119

Jarosław Kosaty

887 842 480

Marcin Luzziński

510 027 662

Grzegorz Ogonek

609 224 857

Thank You.

Our purpose is to help people
and business prosper.

Our culture is based on believing
that everything we do should be:

Simple Personal Fair



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

