

# Gorzej być nie może

## Polska gospodarka i rynki finansowe

Departament Analiz Ekonomicznych  
Santander Bank Polska S.A.  
[ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)

## Spis treści

■ <a href="#">Podsumowanie</a>	s. 3
■ <a href="#">Gospodarka globalna</a>	s. 7
■ <a href="#">Gospodarka krajowa</a>	s. 9
■ <a href="#">PKB</a>	s. 13
■ <a href="#">Saldo zagraniczne</a>	s. 18
■ <a href="#">Rynek pracy</a>	s. 19
■ <a href="#">Inflacja</a>	s. 24
■ <a href="#">Kredyty i depozyty</a>	s. 28
■ <a href="#">Polityka pieniężna</a>	s. 29
■ <a href="#">Polityka fiskalna</a>	s. 32
■ <a href="#">Rynek długu</a>	s. 34
■ <a href="#">Rynek walutowy</a>	s. 38
■ <a href="#">Tabela z prognozami</a>	s. 43



# Podsumowanie (makro)

Mniej więcej kwartał temu zastanawialiśmy się nad konsekwencjami problemów amerykańskich banków regionalnych dla perspektyw gospodarczych. Wygląda na to, że mieliśmy rację oceniwszy wówczas, że nie rozwiną się one w poważny kryzys finansowy, ani nie pogorszą znacząco tempa rozwoju głównych gospodarek. Obawy o recesję w USA po raz kolejny nie ziściły się, chociaż narastają wątpliwości co do koniunktury w Europie, wynikające m.in. z przeciągającego się braku ożywienia w Chinach i sygnałów słabnięcia popytu konsumentów w obliczu coraz mocniej odczuwalnych skutków zacieśnienia monetarnego. Myliliśmy się bowiem założywszy, że perturbacje w sektorach bankowych wyraźnie zmniejszą determinację głównych banków centralnych do dalszych podwyżek stóp procentowych. W krajach rozwiniętych trwa cykl zacieśniania polityki pieniężnej, który będzie zapewne kontynuowany po wakacjach. **Nadal zakładamy, że miękkie lądowanie jest scenariuszem bazowym światowej gospodarki w perspektywie najbliższych kwartałów** ([str.7](#)), ale w dalszej perspektywie podwyżki stóp mogą w końcu doprowadzić do wyraźnego przyciągnięcia wzrostu.

Najnowsze dane wskazują, że II kwartał br. był wciąż okresem słabnącej aktywności w głównych sektorach krajowej gospodarki, odzwierciedlonej spadkiem PKB kw/kw po korekcie sezonowej i roczną dynamiką PKB bliską zera. Widzimy jednak sporo powodów, by sądzić, że w II półroczu rozpocznie się stopniowe ożywienie: poprawia się większość wskaźników koniunktury, aktywność kredytowa, sygnały z rynku pracy, rośnie skala ekspansji fiskalnej. **Rok 2023 zamknie się wg nas średnim wzrostem PKB o ok. 1%, ale już ostatni kwartał i cały kolejny rok powinny się charakteryzować dynamiką przynajmniej trzyprocentową, bliską wzrostowi potencjalnemu** ([str.13](#)). Inaczej niż wcześniej sądziliśmy wygląda struktura wzrostu PKB: całe I półrocze minęło pod znakiem słabości popytu konsumpcyjnego, który jednak wg nas będzie się odbudowywał w kolejnych kwartałach m.in. za sprawą poprawy nastrojów i realnych dochodów oraz ożywieniu rynku kredytowego. Nie doceniliśmy za to inwestycji, na których dobre wyniki składa się kilka procesów: dostosowanie sektora prywatnego do wyzwań rynku pracy i energetycznego (automatyzacja, budowa własnych źródeł energii), aktywność samorządów, napływ inwestycji zagranicznych w ramach globalnej reorganizacji łańcuchów dostaw, wydatki militarne. Saldo wymiany z zagranicą, po szybkim przejściu z deficytu w nadwyżkę na przełomie roku, czemu sprzyjała poprawa terms of trade i mniejsze zużycie energii w czasie łagodnej zimy, w kolejnych kwartałach wróci na lekkie minusy za sprawą szybszej odbudowy importu niż eksportu. Silnie ujemny wkład zapasów do PKB utrzyma się do końca br.

Rynek pracy pozostaje zaskakująco odporny na dekonunkturę, co jest cechą nie tylko polskiej gospodarki ale zjawiskiem globalnym. Oczywiście należy pamiętać, że sytuacja rynku pracy jest raczej wskaźnikiem opóźnionym w cyklu, a nie wyprzedzającym. Jednak już na początku br. pojawiły się sygnały zwrotu w stronę wyższego popytu na pracę i rosnącego niedoboru pracowników ([str.19](#)). Bezrobocie jest rekordowo niskie, redukcje etatów w przemyśle są z łatwością absorbowane przez sektory usługowe i sektor publiczny, a napływ migrantów wytraca tempo. **Przewidywane przez nas w kolejnych kwartałach ożywienie gospodarcze powinno w tej sytuacji oznaczać utrzymanie dynamiki płac na dwucyfrowym poziomie, szczególnie w warunkach kolejnego mocnego wzrostu płacy minimalnej w 2024 r.**

**Nasza prognoza inflacji obniżyła się: spadek dynamiki CPI poniżej 10% r/r nastąpi już w III kwartale, a rok zakończy się zapewne w przedziale 7-8%** ([str.24](#)). W przyspieszeniu dezinflacji pomógł m.in. spadek kosztów produkcji i logistyki, umocnienie złotego, ale też słabość popytu krajowego. Na nasze niższe szacunki wpływa też inny niż wcześniej zakładaliśmy sposób uwzględnienia przez GUS zamrożenia cen energii w br. W prognozie na 2024 dużym znakiem zapytania jest zamrożenie cen energii i zerowy VAT na żywność – bez ich przedłużenia dynamika CPI zatrzyma się wg nas w okolicy 7% r/r. Inflacja bazowa w naszym scenariuszu stopniowego ożywienia gospodarki, ciasnego rynku pracy i dwucyfrowych wzrostów wynagrodzeń stabilizuje się w pobliżu 5% r/r.

Najnowsze sygnały z banku centralnego nie pozostawiają wątpliwości: spadek inflacji poniżej 10% będzie sygnałem do rozpoczęcia obniżek stóp, chociaż nowa projekcja NBP nie dała ku temu dodatkowych argumentów. **Pierwsza decyzja RPP o obniżce możliwa jest w październiku, a nawet we wrześniu jeśli CPI zaskoczy pozytywnie. Spodziewamy się redukcji stopy referencyjnej do 6,0% w grudniu br. i do 5,0% w 2024** ([str.29](#)).

Zbliżające się wybory spowodowały wysyp pomysłów, podbijających deficyt fiskalny w tym i przyszłym roku. **Szacujemy deficyt finansów publicznych na nieco ponad 5% PKB w br. i ok. 4% w 2024, z ryzykiem w górę, ponieważ kampania wyborcza jeszcze się nawet oficjalnie nie zaczęła.** Luźna polityka fiskalna nie ułatwi walki z inflacją ([str.32](#)).



# Podsumowanie (ryunki)

## Rynek walutowy

**Złoty był jedną z najlepiej zachowujących się walut gospodarek wschodzących** zarówno wobec euro jak i dolara w II kwartale, ale także licząc od początku roku. Skala umocnienia krajowej waluty mogła być nieco zaskakująca, a wpływ na to mogły też mieć zarówno czynniki lokalne jak i globalne. Walutom regionu z pewnością sprzyjała poprawa terms of trade za sprawą spadku cen surowców, która nie tylko poprawiła przepływy na rachunku obrotów bieżących, ale też sprzyjała przychylności inwestorów. Dodatkowo w ostatnich miesiącach stopniowo obniżała się zmienność na międzynarodowych rynkach, co sprzyjało walutom z wysokim oprocentowaniem, szczególnie tych bez istotnych strukturalnych nierównowag.

**Widzimy obecnie nieco większe szanse na niewielkie osłabienie złotego** niż kontynuację trendu z I połowy roku. Kurs złotego wobec euro, ale także wobec dolara zbliżył się do poziomów progowych opłacalności eksportu według wyników ankiet NBP wśród przedsiębiorstw, co sugeruje mniejszą przestrzeń do umocnienia krajowej waluty. Osłabieniu mogłoby za to sprzyjać spodziewane przez nas pogorszenie salda obrotów bieżących za sprawą oczekiwanego ożywienia konsumpcji prywatnej i importu oraz ryzyka w górę dla cen gazu i ropy. Ponadto do korekty apetytu na ryzyko na świecie mogłyby się przyczynić główne banki centralne zacieśniając politykę pieniężną do tego stopnia, że obawy o recesję i destabilizujący wpływ na rynki wschodzące mogłyby wziąć górę. Złoty może zacząć też tracić, gdy RPP zacznie obniżać stopy, a przed wyborami parlamentarnymi może wzrosnąć niepewność odnośnie kształtu przyszłej polityki gospodarczej. Ruchy w kierunku słabszego złotego będą ograniczane przez aktywną wymianę walut przez Ministerstwo Finansów na rynku, gdyż mocny złoty może być preferowany przed wyborami i z pewnością będzie pożądanym przez NBP ułatwiając obniżanie inflacji. Wobec tego zakładamy, że w dłuższej perspektywie złoty może utrzymywać się na nieco słabszych poziomach niż obecnie, ale przy wciąż wyższej inflacji niż w strefie euro realny efektywny kurs złotego może dalej się umacniać. ([str.38](#))

## Rynek stopy procentowej

**Krajowe stopy procentowe utrzymały się w trendzie spadkowym w ostatnich miesiącach**, a spadek stawek nasilił się po gołębim piwocie prezesa NBP. Po mocnym spadku stóp rynkowych na początku roku i późniejszej korekcie stopy swap i rentowności obligacji obniżały się powoli. Spadkom sprzyjały niższe od oczekiwań odczyty inflacji i miesięcznych danych o aktywności. Od czasu rozpoczęcia kampanii wyborczej i zgłoszeniu pierwszych propozycji wyborczych można było zaobserwować stopniowy wzrost spreadu kredytowego asset swap. W reakcji na zmianę tonu prezesa NBP i sygnalizację obniżek stóp procentowych spadek stóp rynkowych nabrał tempa i wzmocniły go niższej od oczekiwań dane o inflacji z USA. Jednocześnie doszło do dalszego wystramiania się krzywej swap.

**Sądzimy, że spadkowy trend stóp krzywych może zostać utrzymany** w dłuższej perspektywie w związku z oczekiwanym spadkiem inflacji i oczekiwanymi przez nas obniżkami stóp procentowych przez RPP. Sądzimy jednak, że inflacja może w przyszłym roku zaskakiwać w górę, a obniżanie stóp NBP w tym roku jest przedwczesne, co będzie sprzyjać wystramianiu krzywej swap. Sądzimy też, że po ostatnich spadkach stóp rynek wycenia zbyt agresywny scenariusz cięć stóp NBP, co daje potencjał do okresowych korekt w górę. Wysokie emisje netto obligacji skarbowych w III kw. powinny utrzymywać spread kredytowych na wysokim poziomie, a spadek emisji SPW netto w IV kw. może być przejściowy wobec dużych zapadalności skarbowych papierów wartościowych w I połowie przyszłego roku. Głównym nabywcą obligacji zapewne pozostaną krajowe banki i fundusze inwestycyjne przy rosnących napływach do lokalnych funduszy. Inwestorzy zagranicznie redukowali portfele od początku roku. Okresowe korekty stóp w górę będą okazją do wejścia na polski rynek wobec prognoz osłabiania dolara, ale ograniczająco na popyt ze strony inwestorów zagranicznych z pewnością będą wpływać wysokie rentowności na głównych rynkach bazowych. ([str.34](#))



# Prognozy 2023 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2022	Nasze prognozy w lipcu 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.	Kryzys bankowy nie wykołował gospodarki amerykańskiej, ale rosną obawy o recesję w strefie euro. Naszym zdaniem scenariuszem bazowym jest nadal „miękkie lądowanie” światowej gospodarki. Dane o wysokiej częstotliwości sugerują, że II kwartał 2023 mógł być niewiele (jeśli w ogóle) lepszy niż pierwszy pod względem wzrostu PKB, ale nadal spodziewamy się ożywienia krajowej gospodarki w II półroczu.
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.	Bardzo pomyliliśmy się w kwestii inwestycji, których większa odporność może wynikać z wydatków państwa na zbrojenia, firm na automatyzację i autonomię energetyczną, napływu inwestycji zagr. w ramach re-shoringu. Konsumpcja rozczarowała w ostatnich kwartałach ale widzimy wiele przesłanek za rychłym ożywieniem. Redukcja zapasów rozpoczęła w I kwartale potrwa do końca br.
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%.	Scenariusz bliski oczekiwaniom. Osłabienie popytu na pracę nie wywołało wzrostu bezrobocia, wręcz zaskakująco wcześniej zaczynają się pojawiać sygnały rosnącego popytu na pracowników. Spowolnienie płac było mniejsze niż zakładaliśmy, a kolejny duży wzrost płacy minimalnej podtrzyma dwucyfrową dynamikę w 2024 r.
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.	Dezinflacja nabrała tempa w połowie roku i wygląda na to, że jednocyfrową dynamikę CPI zobaczymy już we wrześniu, a rok zakończy się nieco poniżej 8%. Spadek inflacji bazowej wolniejszy z powodu uporczywości cen usług. W 2024 r. dezinflacja wyhamuje z racji ustąpienia efektów wysokiej bazy i ożywienia gospodarki.
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.	Prezes NBP zapowiedział rozpoczęcie obniżek stóp kiedy CPI spadnie poniżej 10%, co sugeruje pierwsze cięcie w październiku. Zakładamy, że stopa referencyjna spadnie do 6,0% na koniec 2023 i 5,0% na koniec 2024 r.
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.	Nowelizacja budżetu zwiększająca deficyt centralny w br. o ok. 0,7% PKB utwierdza nas w przekonaniu, że saldo całego sektora przekroczy -5% PKB. W 2024 r. wstępnie zakładamy ok -4% PKB, ale w toku kampanii wyborczej mogą się jeszcze pojawić obietnice generujące dodatkowe koszty.
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.	Trend spadkowy rentowności i wystramianie krzywych najprawdopodobniej się utrzymają w związku ze stopniowym spadkiem inflacji i oczekiwanymi przez nas obniżkami stóp procentowych przez RPP. Rynek wycenia zbyt agresywny scenariusz cięć stóp, co daje potencjał do okresowych korekt stóp w górę.
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.	Sądzymy, że potencjał do dalszej aprecjacji złotego wyraźnie się zmniejszył wobec zbliżenia się kursu rynkowego do kursu progowego opłacalności eksportu. Oczekujemy niewielkiego osłabienia złotego do euro czemu sprzyjać mogą obniżki stóp przez RPP czy słabsze zachowanie salda obrotów bieżących w II poł. roku. Kurs realny REER może dalej się umacniać.



# Gospodarka

1

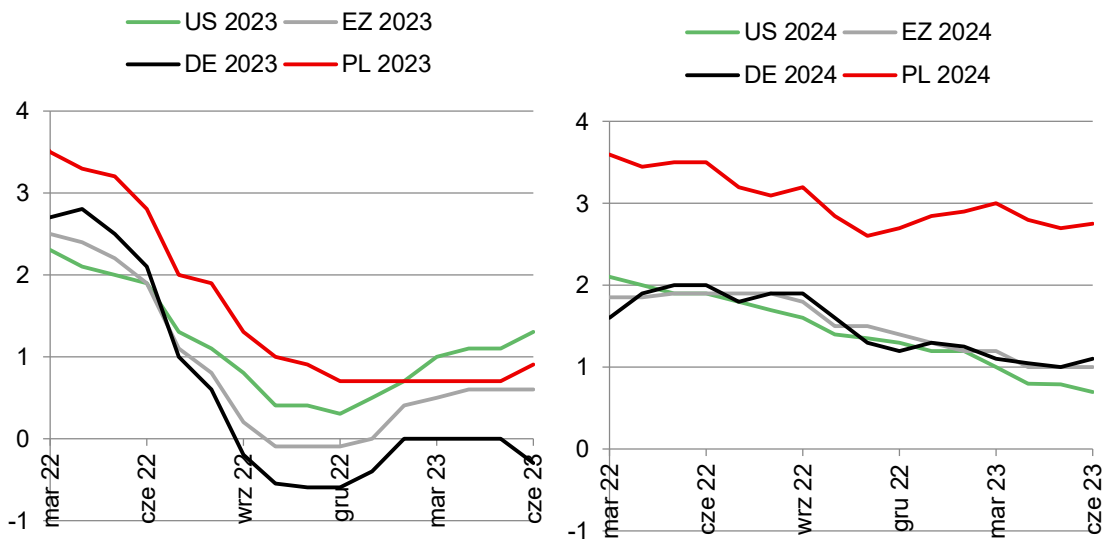


# „Miękkie lądowanie” nadal scenariuszem bazowym

Pytanie o to, jak twarde będzie lądowanie światowej gospodarki, pozostaje aktualne. Zmalały obawy o wpływ zawirowań w sektorze bankowym na gospodarkę amerykańską, ale sygnały z Europy nie są dobre – pogłębia się zastój w przemyśle, do którego w czerwcu dołączyło pogorszenie nastrojów w usługach, będących do tej pory w fazie szybkiej ekspansji (patrz [str.8](#)). Cofnięcie szoku energetycznego i zaburzeń w łańcuchach dostaw powinno pozytywnie wpływać na perspektywy światowego wzrostu, przynajmniej częściowo kompensując coraz bardziej odczuwalne opóźnione efekty zacieśnienia monetarnego (rosnące realne stopy procentowe). Nadal zaskakująco odporne pozostają rynki pracy, co samo w sobie jest sygnałem mniejszej od oczekiwań wrażliwości gospodarek na podwyżki stóp, a realna siła nabywcza wynagrodzeń w większości krajów zaczęła się odbudowywać wraz ze spadkiem inflacji, dobrze wróżąc konsumpcji.

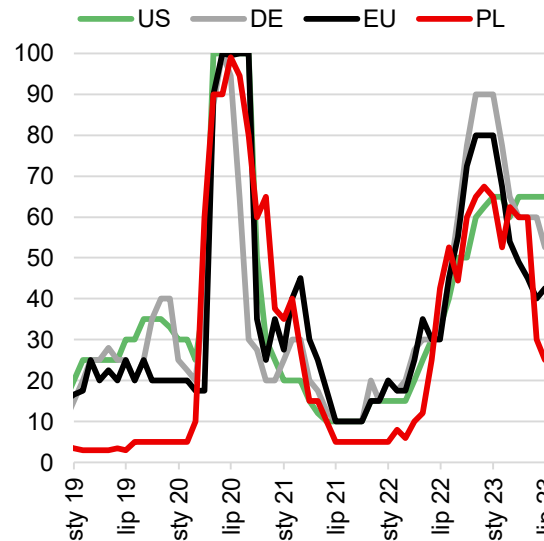
**Pomimo negatywnego wydzźwięku niektórych wskaźników, pozostajemy umiarkowanymi optymistami w kwestii perspektyw gospodarczych dla USA i Europy.** Nie jesteśmy zresztą osamotnieni – najnowsze prognozy głównych banków centralnych nie przewidują czarnych scenariuszy, podobnie jak konsensus prognoz analityków. Recesja techniczna w strefie euro i Niemczech jest już faktem, ale jej znaczące pogłębienie nadal nie jest w naszej ocenie scenariuszem bazowym na najbliższy rok. Z drugiej strony, trudno też liczyć na istotne przyspieszenie gospodarcze za granicą w tym horyzoncie, a im wyżej zajadą stopy procentowe EBC i Fed tym większe ryzyko, że w końcu wywołają mocne schłodzenie koniunktury za kilka kwartałów.

## Mediana prognoz wzrostu PKB w 2023 i 2024 wg ankiety Bloomberg

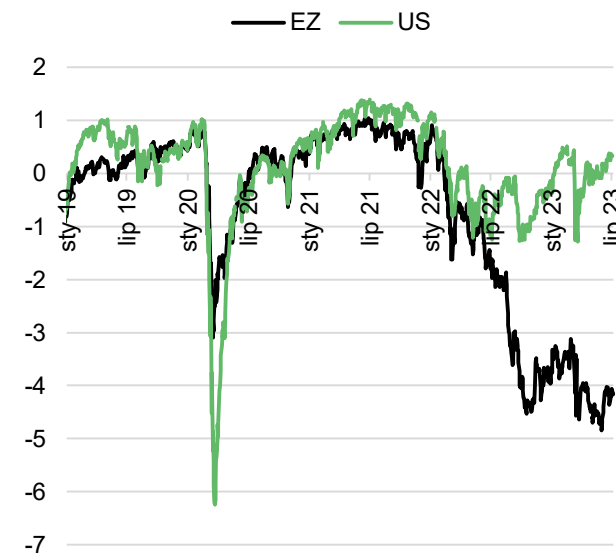


Źródło: Bloomberg, Santander

## Prawdopodobieństwo recesji w horyzoncie 1 roku wg ankiety Bloomberg



## Bloomberg Financial Conditions Index dla USA i strefy euro





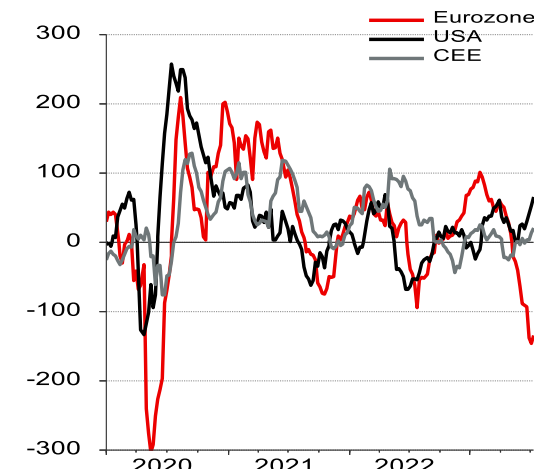
# Koniunktura za granicą zawraca na południe

Indeksy koniunktury w europejskim przemyśle pogłębiają spadki i wyglądają wręcz katastrofalnie, chociaż na razie ten pesymizm nie znajduje (na szczęście) pełnego odzwierciedlenia w „twardych” danych o produkcji. Najgorzej zachowują się wskaźniki dla Niemiec, co szczególnie niepokoi w kontekście roli tego kraju jako naszego głównego partnera handlowego. Coraz bardziej widoczna jest relatywna słabość rozwiniętej Europy na tle innych krajów, w tym USA.

Do niedawna obawy związane z zapaścią w przemyśle były w dużej części studzone powszechnie obserwowanym mocnymżywieniem w usługach, odpowiadających przecież za większą część PKB. Wyraźne pogorszenie wskaźników aktywności w sektorach usługowych zanotowane w czerwcu jest bez wątpienia złym sygnałem, o ile okaże się trwałe.

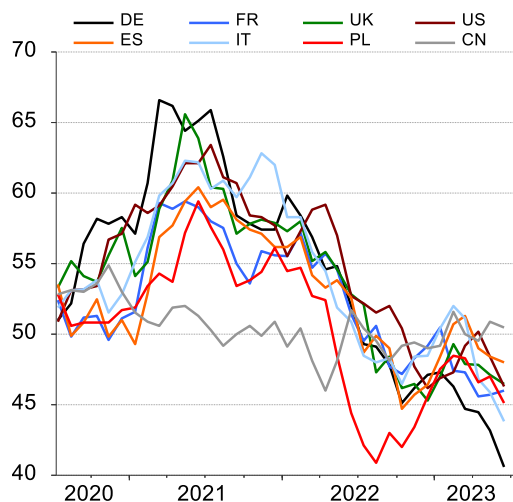
Ankietowe wskaźniki nastrojów potrafiły w ostatnich latach mocno rozjechać się z faktyczną skalą aktywności gospodarczej (przykładem może być zachowanie niemieckiego Ifo, czy polskiego PMI w 2022 r., których gwałtowne spadki zupełnie nie odpowiadały zachowaniu PKB i produkcji), co skłania do ostrożności przy formułowaniu prognoz na podstawie ich obecnego zachowania. **Aktualne indeksy PMI w Europie wyolbrzymiają naszym zdaniem skalę dekonjunktury w realnej gospodarce, o czym świadczy m.in. odporność rynków pracy – niskie bezrobocie, przyspieszenie płac.**

### Indeks zaskoczeń ekonomicznych CESI



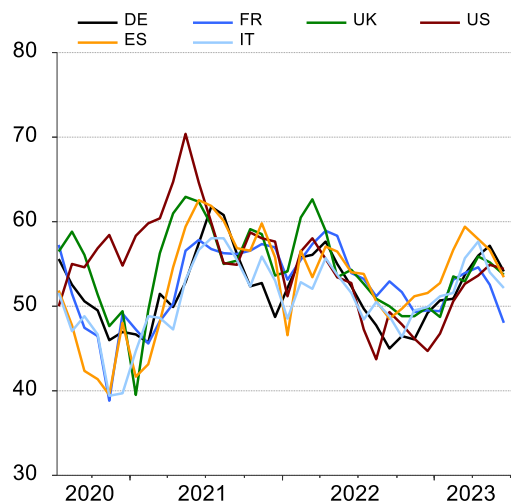
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### PMI w przemyśle



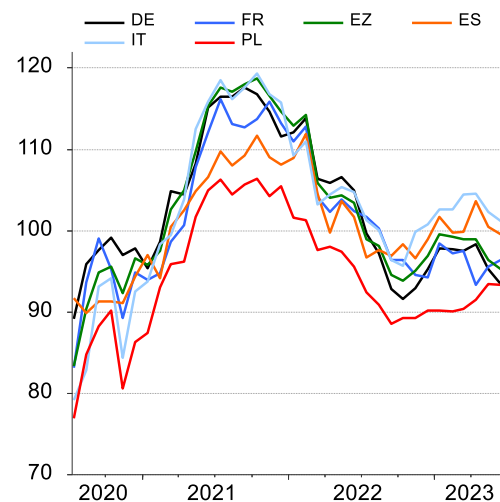
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### PMI w usługach



Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Wskaźniki koniunktury ESI



Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Indeks Ifo a wzrost PKB w Niemczech



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska







# Koniunktura w Polsce się poprawia

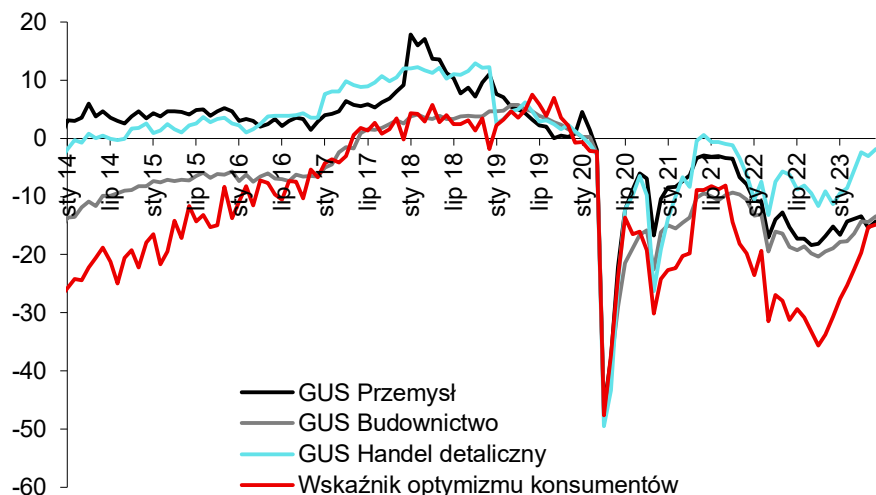
Większość badań koniunktury dla Polski wskazuje na poprawę, a nie pogorszenie nastrojów. Dość spektakularnym wyjątkiem jest przemysłowy indeks PMI, który w ostatnich miesiącach zaczął znowu szybko opadać. Jednak przydatność tego wskaźnika do przewidywania trendów w przemyśle od dawna uważaliśmy za ograniczoną, a jego zachowanie w ostatnich latach jeszcze nas w tej ocenie utwierdza (zob. [str.10](#)).

Sytuacja jest zróżnicowana w różnych branżach, ale nawet w przemyśle (który praktycznie w całej Europie jest obecnie w defensywie) widać lekką poprawę w badaniach koniunktury GUS i KE (ESI).

Konsekwentnie idą w górę nastroje konsumenckie oraz – co ciekawe – koniunktura w handlu, mimo słabej sprzedaży towarów w ostatnich miesiącach.

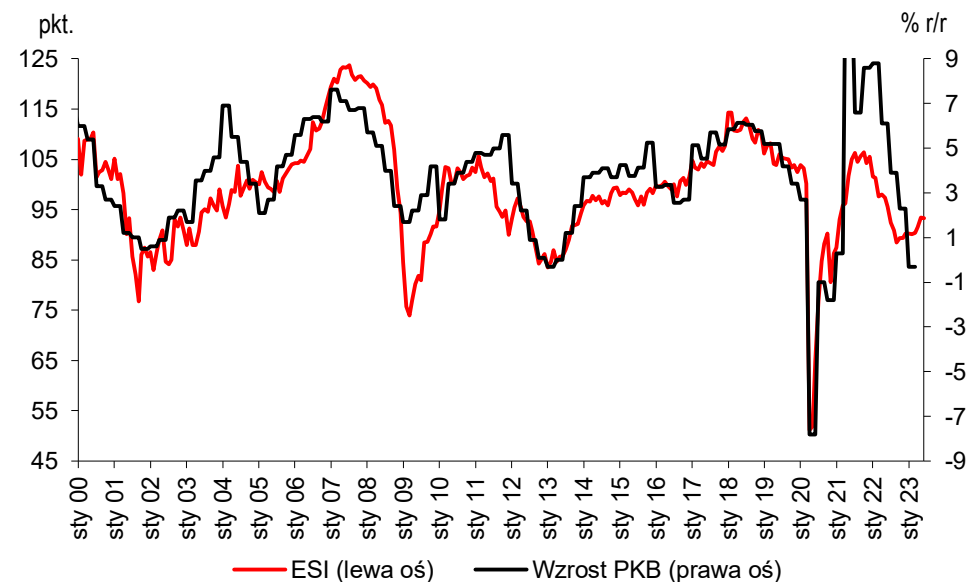
Syntetyczny indeks koniunktury ESI, który przez ostatnie 20 lat w miarę dobrze wyznaczał punkty zwrotne w cyklu gospodarczym zaczął zawiązać w górę, co wydaje się spójne z oczekiwanym przez nas odbiciem od dna dynamiki krajowego PKB w kolejnych kwartałach.

Indeksy koniunktury wg GUS, pkt.



Źródło: GUS, Santander

Indeks koniunktury ESI a wzrost PKB



Źródło: GUS, KE, Santander

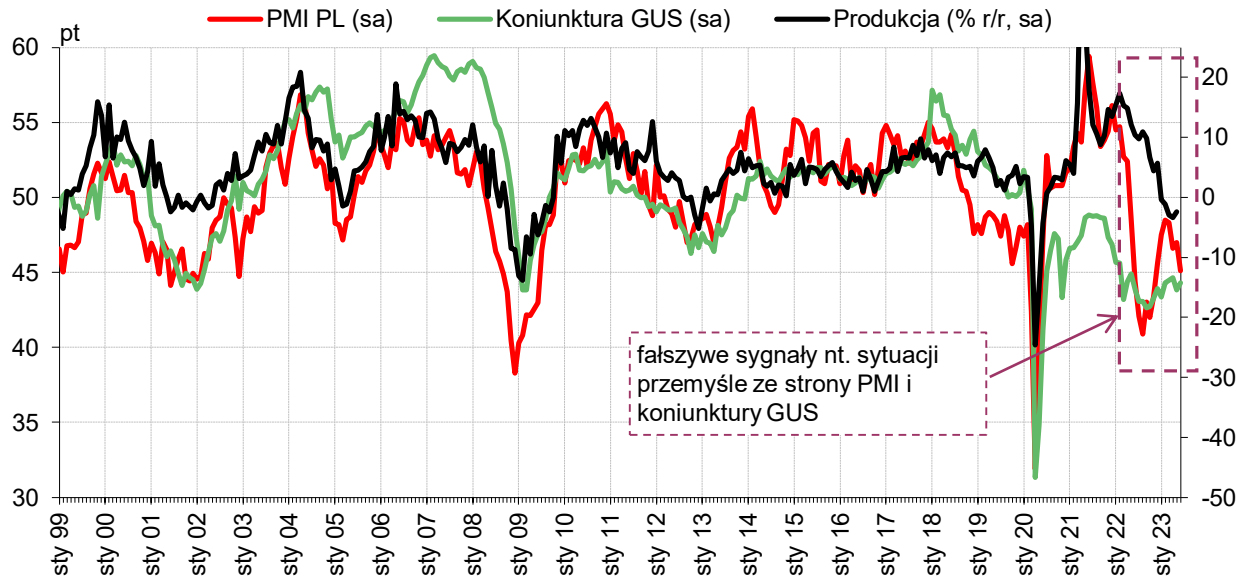


# Przemysł: jak daleko do dna?

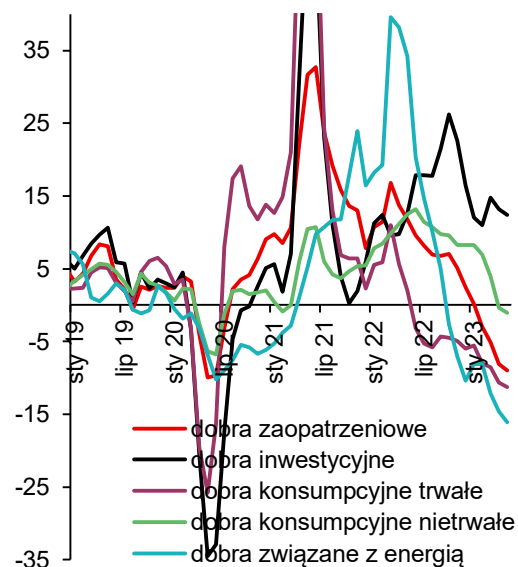
Dokładnie rok temu sygnalizowaliśmy w raporcie, że trend mocnego po-pandemicznego ożywienia w polskim przemyśle się odwraca i od tego czasu produkcja faktycznie hamowała, a negatywny trend przybrał na sile od początku br. Za spadki w ostatnich miesiącach w największym stopniu odpowiadały działy przemysłu związane z energią, górnictwem, dobrami trwałymi i zaopatrzeniowymi. Słabość produkcji sektora energetycznego to m.in. efekt łagodnej zimy i coraz większych inwestycji sektora prywatnego we własne źródła wytwarzania energii. Hamowanie w innych działach to z kolei głównie zasługa przesunięcia popytu (w kraju i za granicą) z towarów na usługi oraz redukcji nadmiernych zapasów, których utrzymanie w środowisku wysokich stóp procentowych okazało się zbyt drogie.

**Poziom produkcji wrócił właśnie do średnioterminowego trendu sprzed pandemii, powyżej którego przebywał przez ok. dwa lata i w naszej ocenie zbliżamy się do kolejnego punktu zwrotnego, tym razem w górę, a pole do dalszych spadków produkcji się wyczerpuje.** Sprzyjać temu będzie naszym zdaniem stopniowe przesuwanie konsumpcji z usług z powrotem w kierunku towarów, zakładane przez nas powolne wychodzenie strefy euro z recesji oraz istotna rola Polski w trwającej reorganizacji globalnych łańcuchów dostaw – wg nas polska gospodarka jest i pozostanie jednym z beneficjentów tzw. re-shoringu, tj. przenoszenia produkcji z odległych lokalizacji bliżej finalnych rynków konsumenckich (choć to przekonanie opieramy głównie na tzw. dowodach anegdotycznych, ponieważ na razie trudno potwierdzić tę tezę w dostępnych danych publicznych).

### Indeksy koniunktury w przemyśle a wzrost produkcji przemysłowej % r/r



### Wzrost produkcji % r/r wg grupowań przemysłowych



### Produkcja sprzedana przemysłu, 2015=100, wyr.sezon.

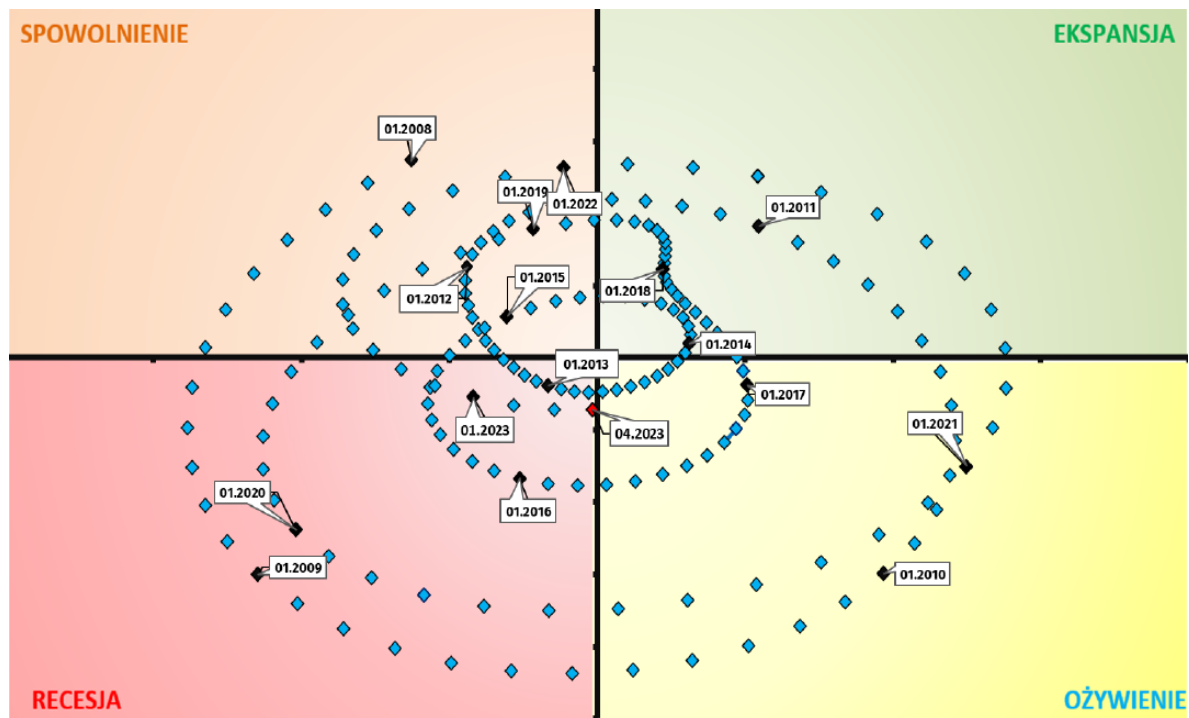




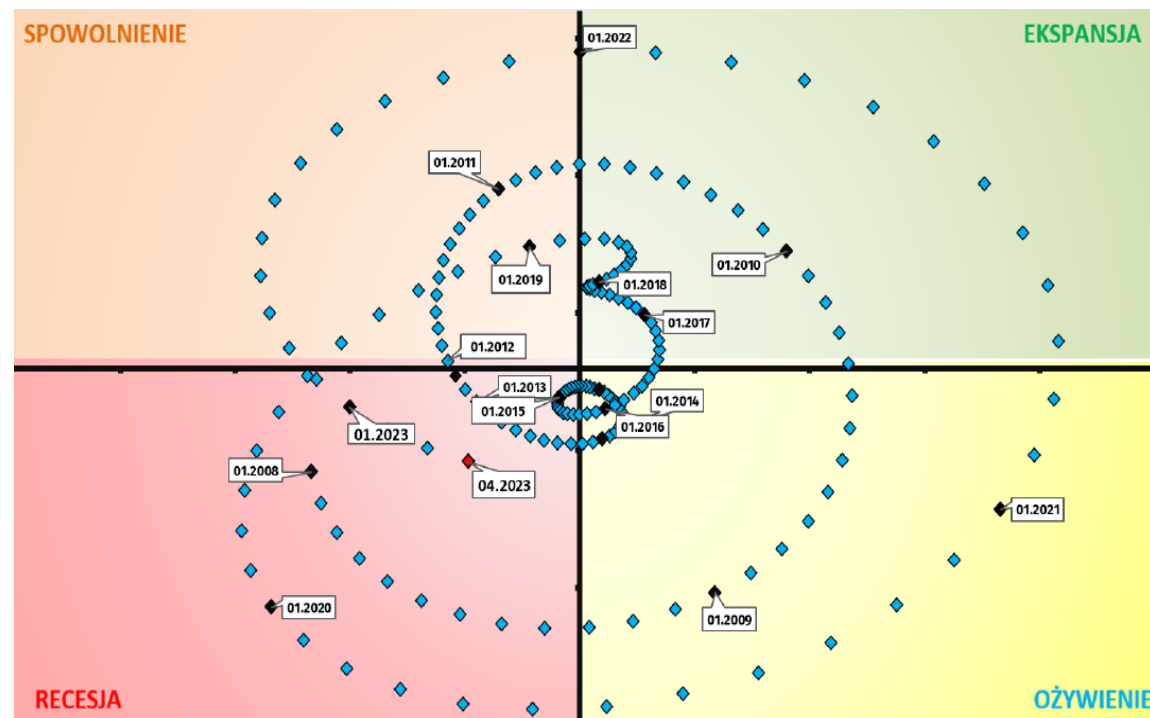
# Zegar koniunktury zakręca w stronę ożywienia

Najnowsza aktualizacja tzw. [zegara koniunktury](#), opublikowana przez GUS pod koniec czerwca, sugeruje wychodzenie zagregowanych wskaźników koniunktury gospodarczej ze strefy recesji w kierunku ożywienia (bardziej widoczne, co ciekawe, na wskaźniku równoległym niż wyprzedzającym), wspierając naszą ocenę, że najgorszy punkt w obecnym cyklu krajowa gospodarka ma już za sobą.

### Równoległy zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej (COINC)



### Wyprzedzający zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej (LEAD)

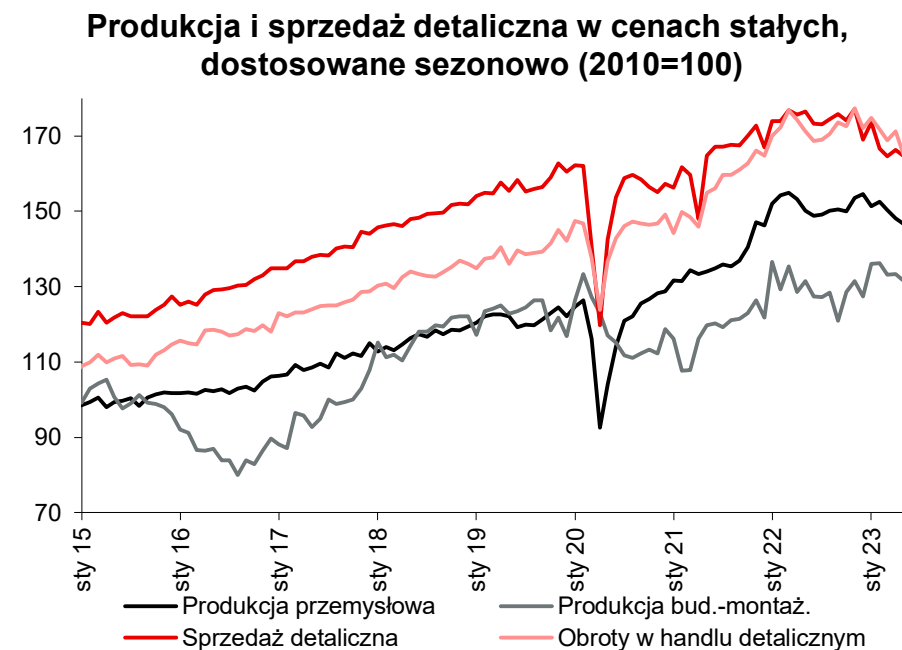
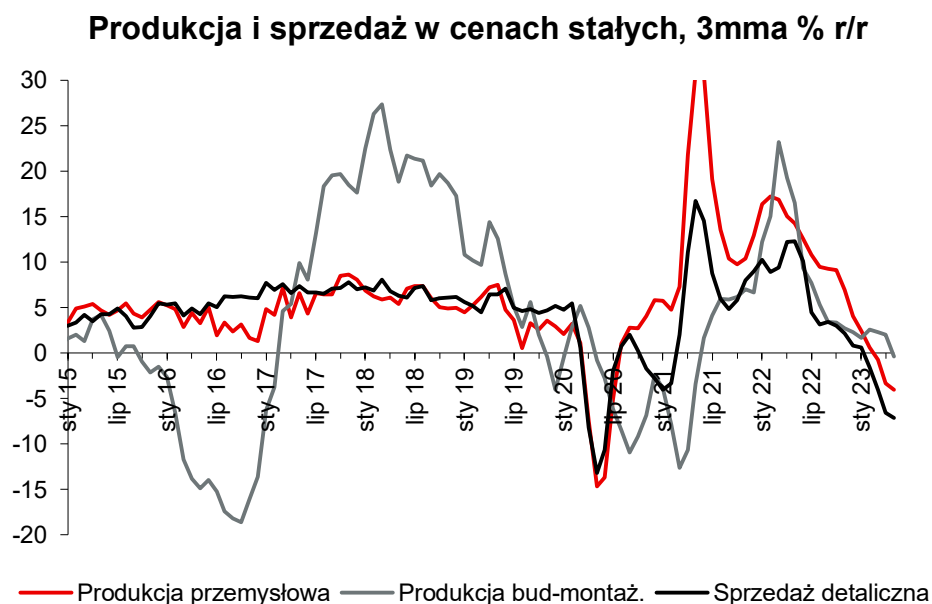




# Miesięczne wskaźniki sugerują gorszy II kwartał

Mimo poprawy szeregu wskaźników koniunktury, „twarde” dane o aktywności ekonomicznej o częstotliwości miesięcznej (produkcja, sprzedaż detaliczna) wskazują na pogłębienie w kwietniu i maju negatywnych tendencji obserwowanych od początku roku. Takie wyniki sugerują słaby wzrost PKB w II kwartale.

Warto pamiętać, że analogiczne sygnały ze strony miesięcznych danych były widoczne już w I kwartale, a jednak wzrost gospodarczy w tym okresie zaskoczył mocno na plus. Wówczas jednak za pozytywną niespodziankę w PKB odpowiadała w dużym stopniu skokowa poprawa eksportu netto, co wydaje się trudne do powtórzenia w II kwartale (przeciwnie – ostatnie dane sugerują raczej stopniowo topniejącą nadwyżkę salda towarów i usług).



Źródło: GUS, Santander



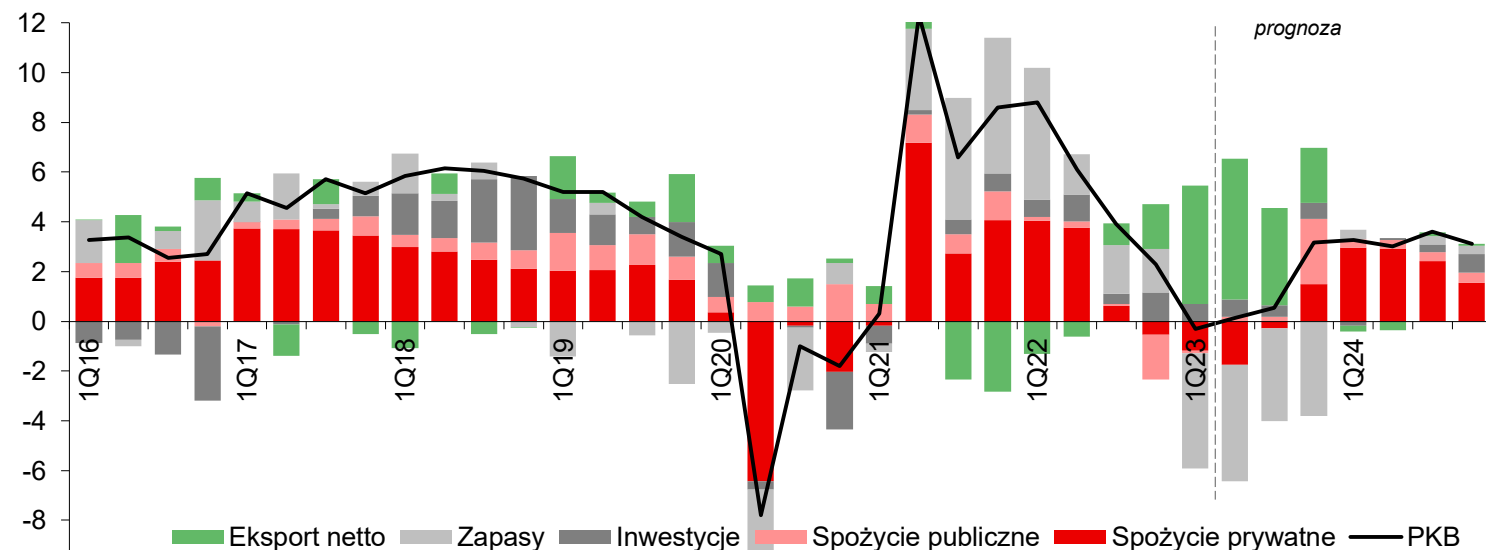


# Wzrost PKB: najgorsze za nami?

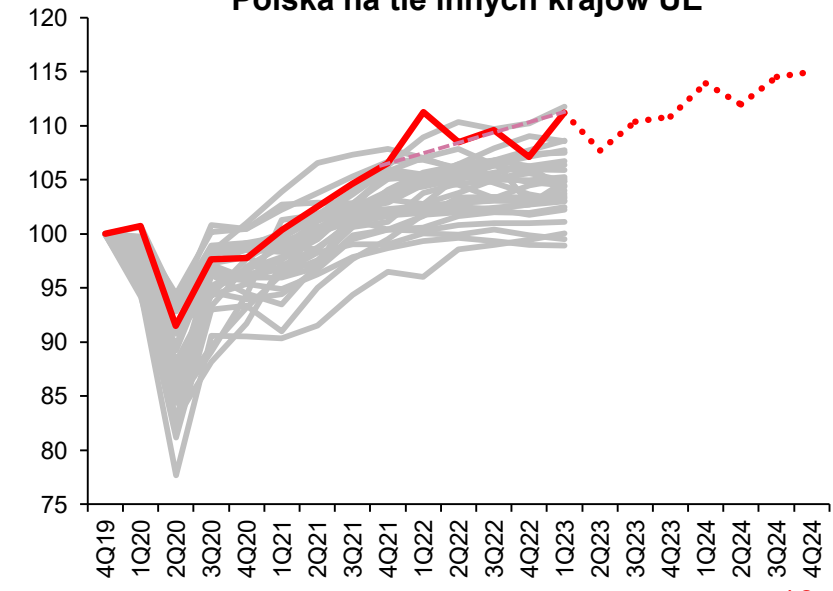
Wzrost PKB w I kw.2023, który wg nas miał być dołkiem w cyklu spowolnienia, był znacznie lepszy od prognoz, ale wskaźniki z II kwartału wskazują, że aktywność ekonomiczna nadal hamowała, przynajmniej w tych sektorach, które jesteśmy w stanie obserwować na bieżąco. Przesunęliśmy nieco w dół naszą prognozę na II kw., ponieważ dostępne dane sugerują przedłużającą się zapaść konsumpcji (szczególnie towarów) i dalszy silny spadek zapasów. **Nadal spodziewamy wzrostu PKB o ok. 1% w całym 2023, widząc na horyzoncie ożywienie w konsumpcji i wciąż dodatnią dynamikę inwestycji. Już pod koniec br. i w kolejnym roku wzrost PKB powinien wg nas przyspieszyć powyżej 3% r/r, wspierany odbudową popytu krajowego przy mniej więcej neutralnym eksporcie netto.**

Dane o PKB wyrównane sezonowo pokazały w ostatnim roku zaskakującą zmienność, trudną w interpretacji i sprawiającą, że trudno z nich obecnie wyciągać daleko idące wnioski nt. stanu gospodarki. Wg ekspertów GUS nie stoi za tym istotna zmiana wzorca sezonowości, tylko jednorazowe zaburzenia dotyczące gospodarkę (w przeciwnych kierunkach) w I i IV kwartale 2022. Gdyby zaakceptować tę teorię i potraktować oba kwartały jako nietypowe obserwacje, wyglądałoby na to, że odsezonowany PKB nadal był w 2022 r. w trendzie po-pandemicznego ożywienia, a nie quasi-recesji wywołanej skutkami wojny w Ukrainie i szokiem energetycznym. Liczymy się jednak z poważną rewizją odsezonowanych szeregów czasowych w kolejnych kwartałach.

### Wzrost PKB w Polsce i jego struktura, %



### PKB, 4Q19=100, wyr. sezon.: Polska na tle innych krajów UE



# Inwestycje powyżej oczekiwań

Jesteśmy bardziej optymistyczni co do tegorocznych inwestycji niż wcześniej i spodziewamy się wzrostu o ok. 4% w ujęciu realnym w tym roku.

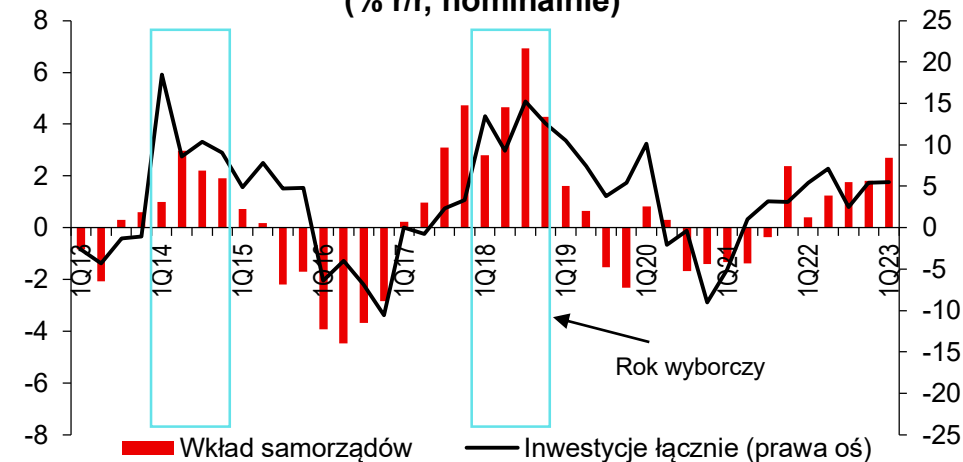
Samorzady zrewidowały w górę swoje plany inwestycyjne, do ok. 110 mld zł z 95 mld zł. Oznacza to, że nominalny wzrost może wynieść nie 10%, jak zakładaliśmy dotychczas, a nawet 25%, mogą zatem dodać ok. 1,5 punktu procentowego do inwestycji ogółem. Wzorec obserwowany w poprzednich latach wskazuje, że szczyt cyklu inwestycyjnego w samorządach przypadał na rok, w którym odbywały się wybory samorządowe (np. 2014 i 2018). Najbliższe wybory samorządowe odbędą się w 2024 r.

Podtrzymujemy swoje oczekiwania, że mocne w tym roku będą nakłady inwestycyjne sektora centralnego, zwłaszcza na infrastrukturę drogową i kolejową oraz na uzbrojenie. Naszym zdaniem wydatki zbrojeniowe dodadzą ok. 2 punkty procentowe do łącznego wzrostu inwestycji. Ten element jednak w zasadzie w całości pochodzi z importu, nie zwiększa zatem PKB.

Firmy krajowe mają dobrą sytuację finansową, ale nie są zbyt optymistyczne co do inwestycji. Poprawa koniunktury może jednak stać się wyzwaczem procesu inwestycyjnego. Dość wyraźnie rosną przy tym inwestycje w energetyce oraz w maszyny i urządzenia (automatyzacja?). W dalszej perspektywie spodziewamy się inwestycji finansowanych kapitałem zagranicznym w ramach nearshoringu (przenoszenia produkcji bliżej do siedziby firm lub głównego rynku) i friendshoringu (przenoszenia produkcji do przyjaznych państw).

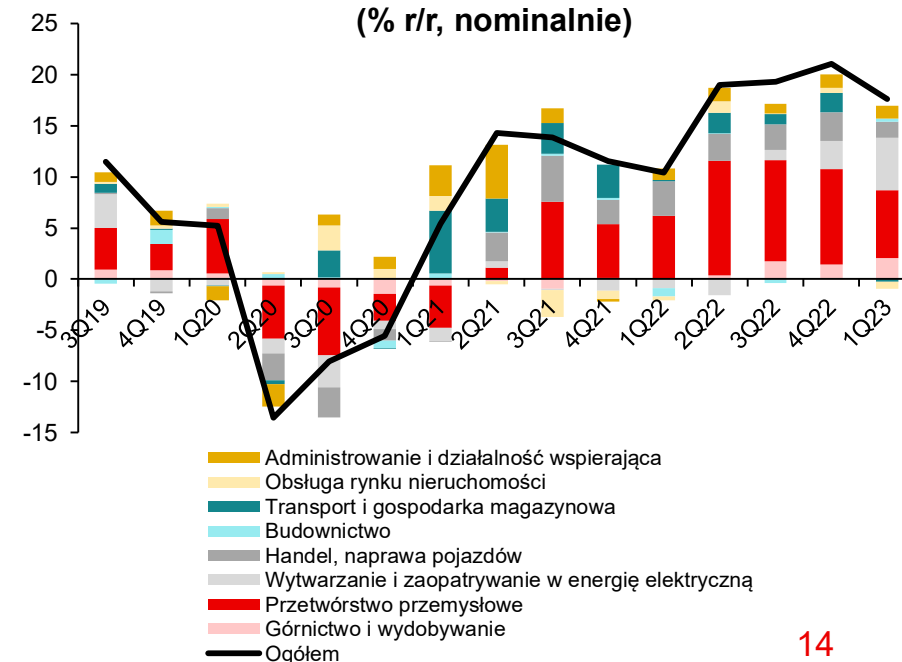
Sprzedż kredytu hipotecznego odbija ([str. 28](#)), co sugeruje ożywienie działalności inwestycyjnej gospodarstw domowych. Całoroczny wynik w ujęciu nominalnym będzie jednak naszym zdaniem zbliżony do tego z poprzedniego roku (czyli realnie spadnie).

Wkład samorządów do wzrostu inwestycji (% r/r, nominalnie)



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Santander

Dekompozycja inwestycji dużych firm wg sektora (% r/r, nominalnie)



Źródło: GUS, Santander



# Czekamy na odbicie konsumpcji (1)

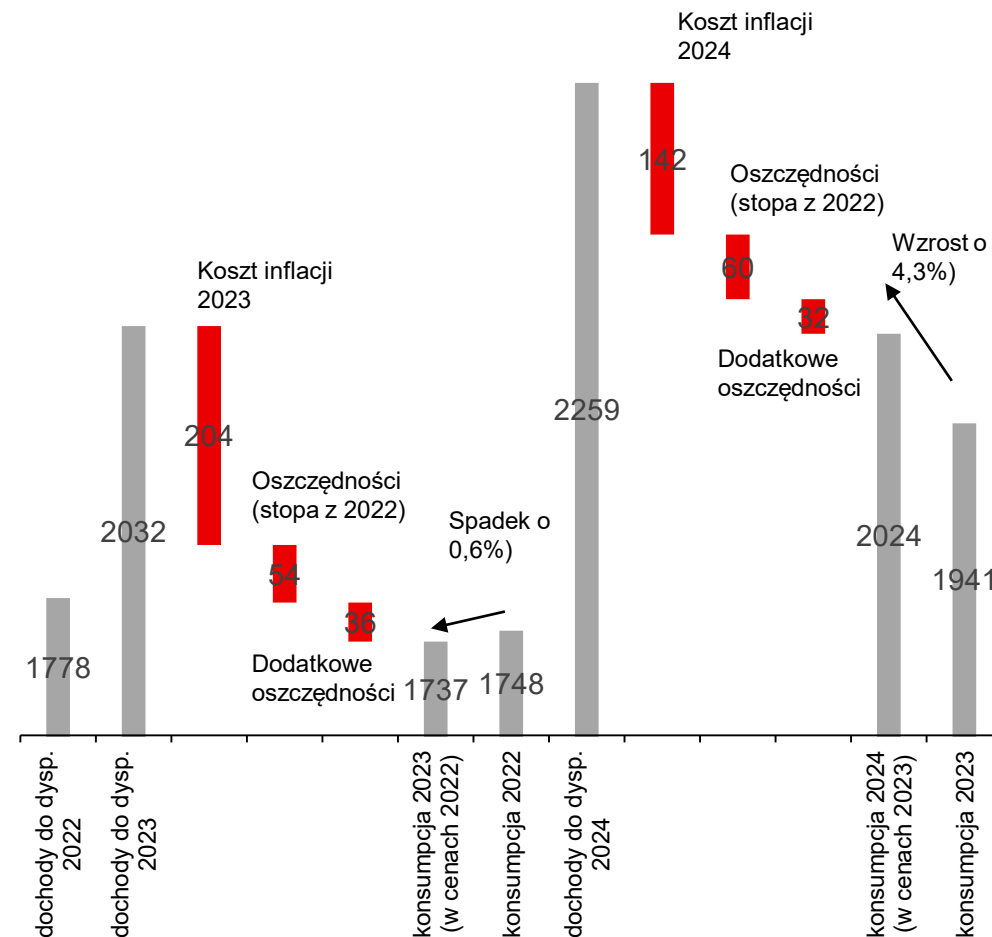
W danych z tego roku (do maja) nie ma wielu dowodów obicia w konsumpcji. Słabo wyglądały dane o konsumpcji prywatnej w I kw. 2023, a także kwietniowe i majowe odczyty sprzedaży detalicznej i obrotów w handlu detalicznym. Poprawa jest natomiast już wyraźnie widoczna w sprzedaży kredytu konsumpcyjnego (patrz [str.28](#)).

Wciąż pozostajemy jednak umiarkowanie optymistyczni co do perspektyw konsumpcji, a wsparciem dla naszej prognozy jest:

- Dobra sytuacja rynku pracy: mimo osłabienia popytu na pracę, bezrobocie pozostaje rekordowo niskie, a wzrost płac pozostaje na dwucyfrowym poziomie. Naszym zdaniem taka sytuacja utrzyma się przez kolejne kwartały, a 20% wzrost wynagrodzenia minimalnego będzie istotnym wsparciem dla dynamiki płac ogółem w przyszłym roku. Więcej o rynku pracy piszemy na stronach [19-23](#)
- Obniżenie inflacji: dzięki spadkowi inflacji płace wzrosły w ujęciu realnym prawdopodobnie już w czerwcu, a w kolejnych miesiącach realna stopa wzrostu dalej będzie się poprawiać. Zakładamy, że lepiej wyglądać będą nie tylko wynagrodzenia z pracy, ale łączne dochody do dyspozycji.
- Obietnice wyborcze: dodatkowym wsparciem dla dochodów będzie trwająca kampania wyborcza. Od stycznia 2024 r. świadczenie na dzieci rośnie z 500 zł do 800 zł (dodatkowe 25 mld zł), a naszym zdaniem pojawiać mogą się kolejne propozycje.
- Poprawa optymizmu konsumentów: od października 2022 r. wskaźniki optymizmu konsumentów prą w górę i osiągnęły już poziomy sprzed lutego 2022 r. Naszym zdaniem te miary będą dalej się poprawiać, chociażby ze względu na dobrą sytuację rynku pracy. Jednak nawet gdyby do tego nie doszło, do dotychczasowa zmiana wartości wskaźników powinna przełożyć się na wyższą konsumpcję. Według naszych analiz, poprawa optymizmu konsumentów przekłada się na poprawę konsumpcji w ciągu 3-4 kwartałów.

Mimo poprawy perspektyw konsumpcji, wynik za cały rok 2023 nadal może być lekko ujemny z racji słabego pierwszego półrocza.

## Dochody do dyspozycji a konsumpcja

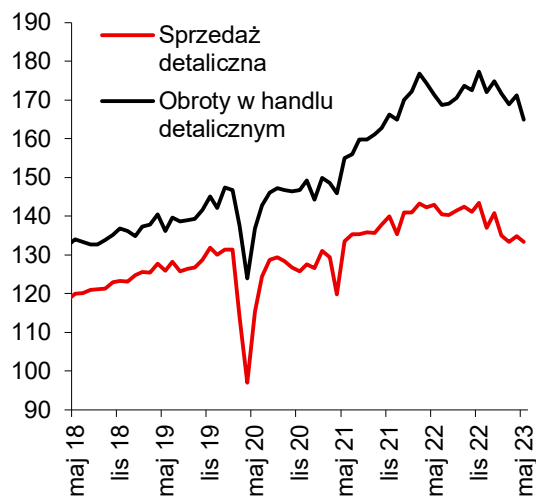


Źródło: GUS, Santander

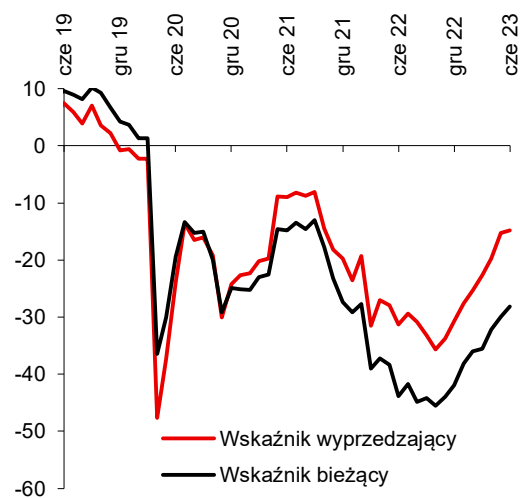
# Czekamy na odbicie konsumpcji (2)



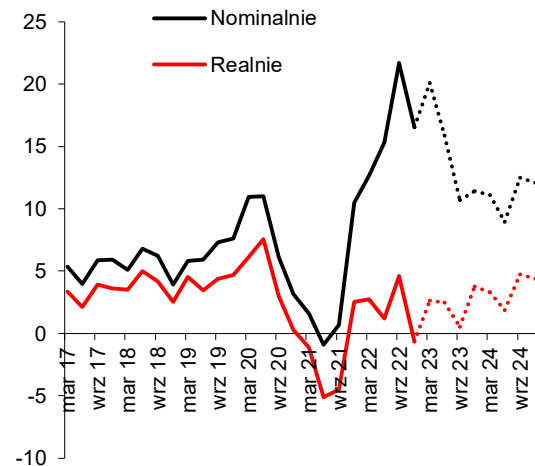
Dane z rynku detalicznego,  
odsezonowany indeks, 2015=100



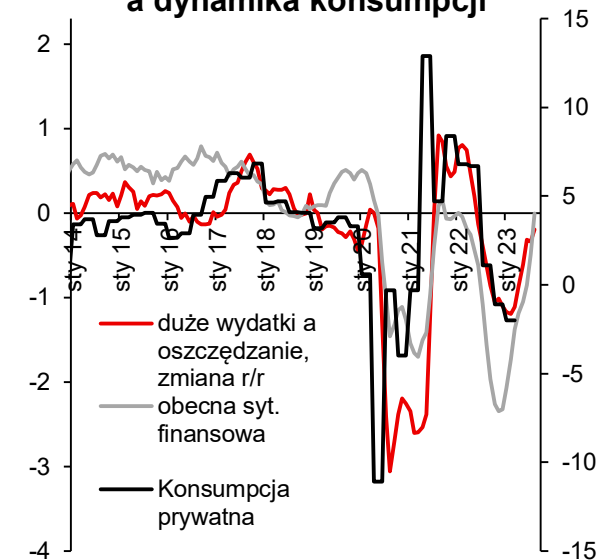
Wskaźniki optymizmu  
konsumentów, pkt



Dochody do dyspozycji, % r/r



Zmiany nastrojów konsumenckich  
a dynamika konsumpcji



Źródło: GUS, Santander



# Rekordowe wyniki firm

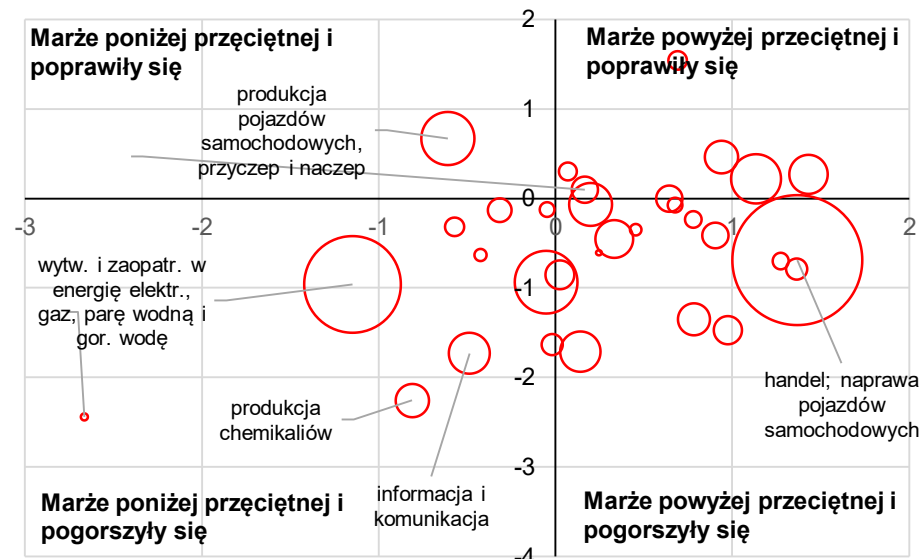


2022 był bardzo dobry dla polskiego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Firmy zatrudniające 10 i więcej osób zarobiły rekordowe 353 mld zł (+13,5% r/r). Bardzo dobry wynik nominalny maskuje jednak fakt, że rentowność spadła – do 6,1% z 6,8% w 2021 r. (choć pozostała powyżej średniej z lat 2014-2021 wynoszącej 5,0%) oraz że wzrósł udział firm notujących straty, a łączna suma strat była jedną z najwyższych w ostatnich latach. Wzrósł zatem nie tylko średni wynik, ale i jego zmienność. Nie wszystkie firmy dobrze odnalazły się w środowisku wysokiej inflacji i spowalniającego wzrostu.

Ponadprzeciętne marże zanotowano m. in w górnictwie, handlu, transporcie i budownictwie. Marże poniżej przeciętnej w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, produkcji chemikaliów, pojazdów samochodowych oraz w informacji i komunikacji.

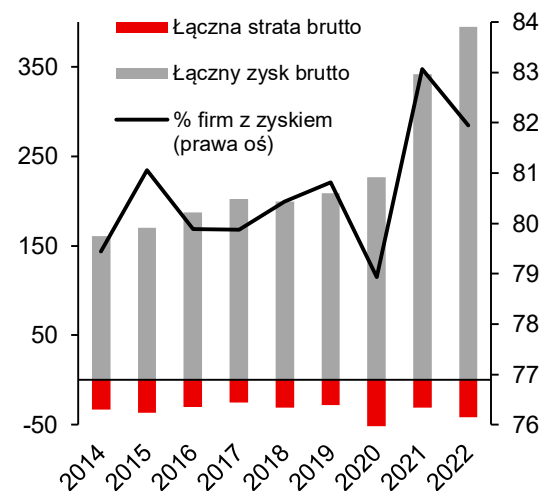
W najbliższych kwartałach oczekujemy poprawy koniunktury oraz niższej inflacji, co powinno poprawić przewidywalność sytuacji gospodarczej i ułatwić firmom funkcjonowanie. **Głównym zmartwieniem po stronie kosztów może być zatem wzrost wynagrodzeń, który naszym zdaniem utrzyma się na dwucyfrowym poziomie. Odczują to przede wszystkim sektory usługowe, gdzie koszty pracy mają wyższy udział w kosztach, oraz te, który notują słabe wyniki. Dobre wyniki firm stanowią jednak solidną bazę do poprawy inwestycji w dalszej perspektywie.**

## Marże\* w okresie II kw. 2022 – I kw. 2023 w firmach 50+



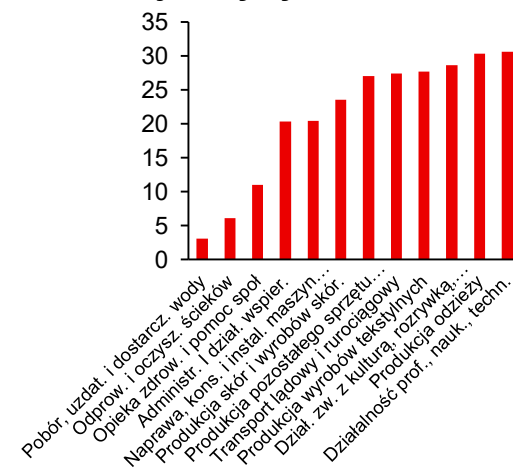
\*Porównanie ze średnimi z okresu 2010-2022, marże (zysk brutto jako % przychodów) znormalizowane. Powierzchnia bąbelków odpowiada przychodom sektora

## Wyniki firm 10+, mld zł



Źródło: GUS, Santander

## Jaki wzrost wynagrodzeń kasuje cały zysk sektora?



Założyliśmy zysk z 2022 r



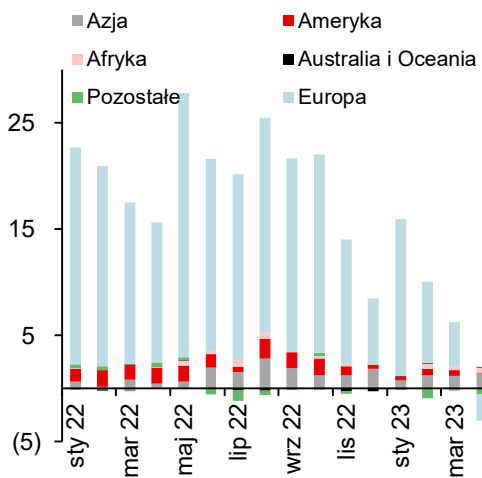
# Bilans płatniczy: nadwyżka trudna do utrzymania

Zakładamy, że po pozytywnych zaskoczeniach z początku roku, opartych m.in. na słabości importu, bilans C/A się skoryguje i wkrótce będzie przeplatał nadwyżki i deficyty w odczytach miesięcznych. Brak odbicia w przemyśle wynika m.in. ze słabości koniunktury w Europie, której wkład do dynamiki polskiego eksportu jest już ujemny. Z drugiej strony, przedłużająca się słabość popytu krajowego powinna przytrzymać import relatywnie nisko. Dla 12M salda C/A oznacza to perspektywę dalszej poprawy, choć coraz wolniejszej, w kolejnych miesiącach, a potem zatrzymania się na przełomie roku na niewielkich plusach. Wg nas w 2024 r. wypadkową ożywienia u głównych partnerów i solidnego odbicia popytu krajowego będzie przeskoczenie skumulowanego salda na lekki minus.

Eksport jest ciągnięty przez sektor samochodowy. Traktujemy to jako nadrabianie zaległości za czas wąskich gardeł logistycznych. Ubytek w europejskiej produkcji aut względem okresu przedpandemicznego jest wciąż duży, więc zaległych zamówień na części i auta z Polski może być jeszcze sporo. Problemem pozostaje sprzęt RTV/AGD, w który Europejczycy obkupili się już w czasie pandemii, a którego Polska jest ważnym dostawcą na kontynencie. Cieszy, że tak jak w poprzednich cyklach koniunkturalnych, w okolicach dołka polscy eksporterzy wciąż są w stanie zwiększać udział w europejskim rynku.

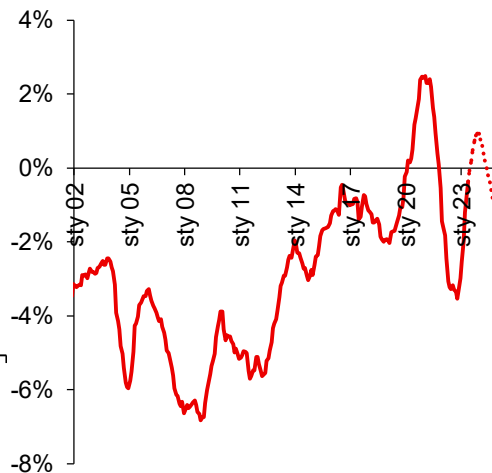
Po stronie importu mamy wyraźne przyhamowanie oparte i na słabszym popycie, i na dezinflacji w sprowadzanych towarach. Import z Korei oderwał się od cyklu (zakupy zbrojeniowe).

**Wzrost eksportu % r/r**  
– dekompozycja geograficzna



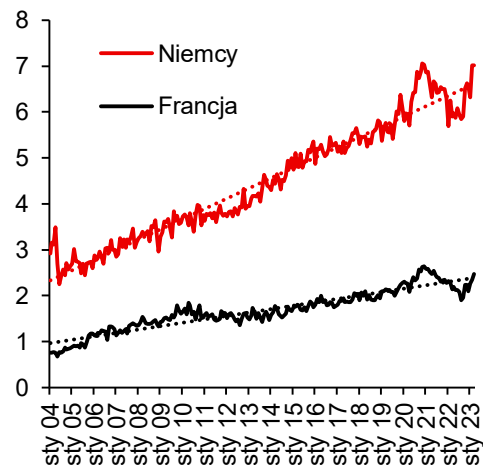
Źródło: GUS, Santander

**Rachunek obrotów bieżących,**  
suma za 12m, % PKB



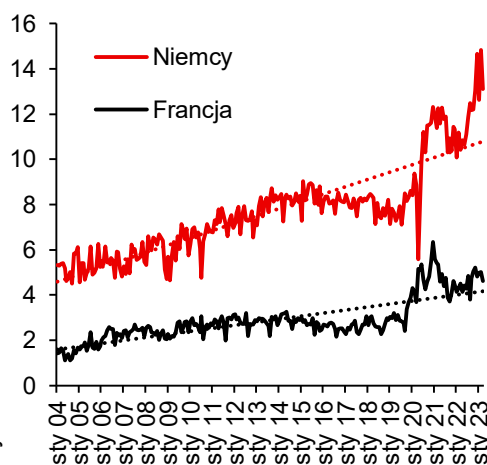
Źródło: NBP, Santander

**Udział Polski**  
w imporcie ogółem (%)

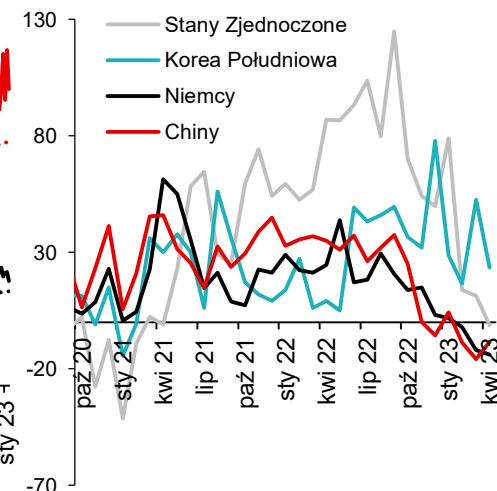


Źródło: Eurostat, Santander

**Udział Polski w imporcie**  
części do środków transportu (%)



**Import Polski**  
z wybranych krajów, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander





# Rynek pracy – co widzą pracodawcy

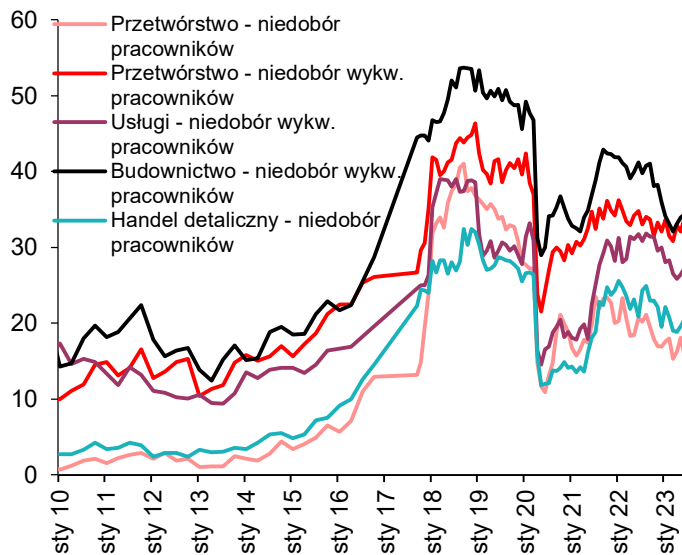
**Od strony pracodawcy rynek pracy nie wygląda na schłodzony. Wręcz przeciwnie – pojawiają się sygnały ponownego wzrostu niedoboru pracowników.**

W górę ruszyły ostatnio, przynajmniej w części sektorów, odsetki odpowiedzi w badaniu koniunktury wskazujące, że firmy napotkały niedobór siły roboczej - zamiast spadać wraz ze spowolnieniem gospodarczym. Tymczasem liczba osób niezatrudnionych, zdolnych i chętnych do podjęcia pracy jest najniższa w historii (434 tys. wg BAEL) i nadal spada, a napływ migrantów zarobkowych już nie przyspiesza ([str.22](#)).

Dane o ofertach pracy w powiatowych urzędach pracy przypadających na każdych 100 bezrobotnych zaczynają po oczyszczeniu z wahań sezonowych pokazywać zakręt w górę, mimo że dostosowanie tej miary w dół w 2022 r. było stosunkowo małe. Zakręt wypadł mniej więcej na przełomie roku.

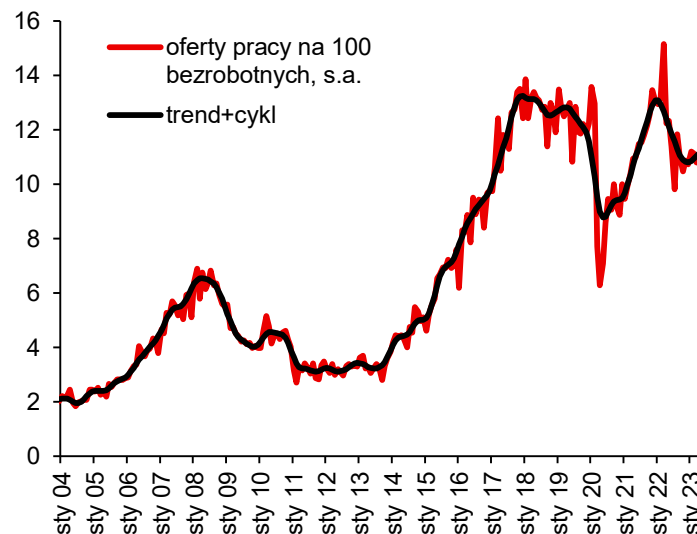
Pozytywne sygnały wysyła też indeks zatrudnienia Manpower: jego najnowsza edycja pokazuje kontynuację odbicia w górę w II kwartale. W przeszłości wzrosty indeksu dość dobrze korelowały się ze spadkiem bezrobocia w ujęciu r/r.

### Odsetek firm zgłaszających niedobór siły roboczej jako barierę rozwoju działalności



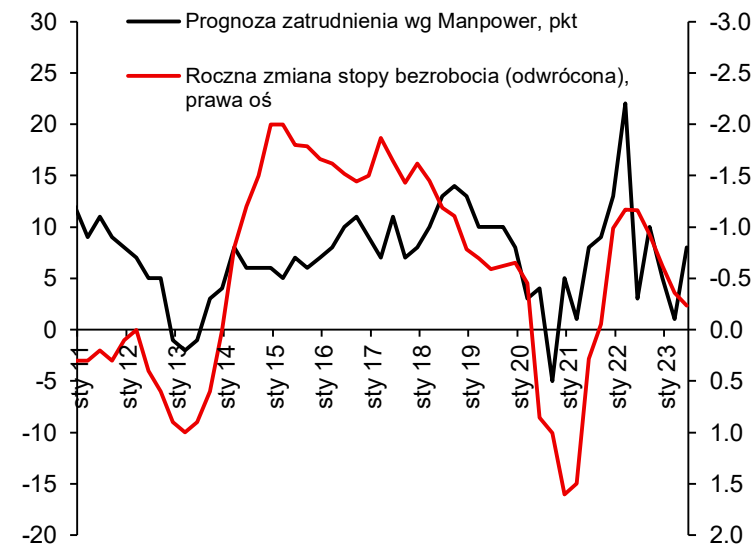
Źródło: GUS, Santander

### Oferty pracy a liczba bezrobotnych



Źródło: GUS, Santander

### Prognozy zatrudnienia Manpower vs zmiana stopy bezrobocia



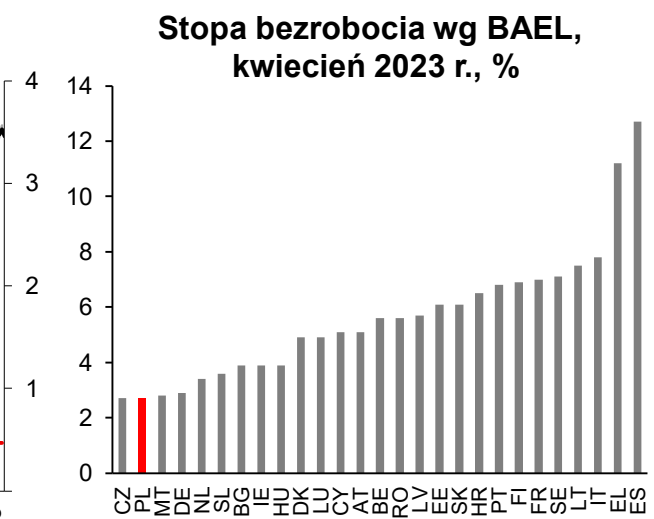
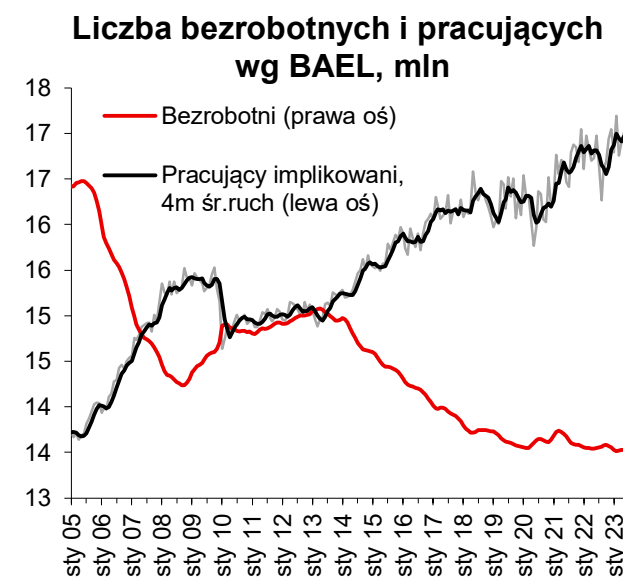
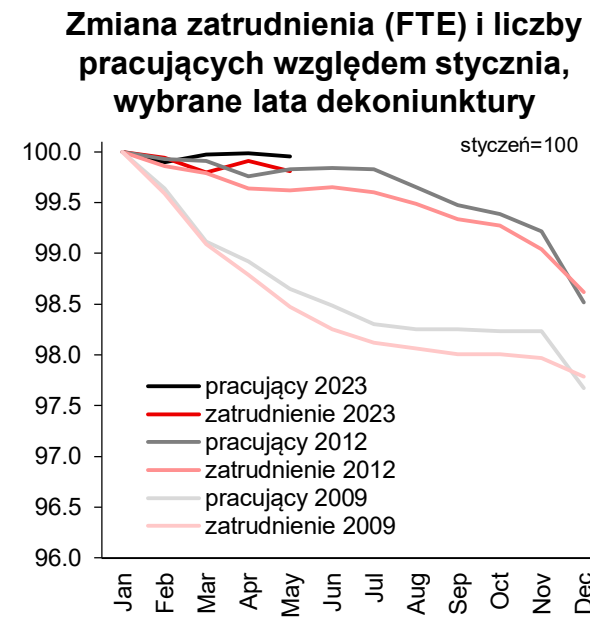
Źródło: GUS, Manpower, Santander



# Rynek pracy – co widzą pracownicy

Na rynku pracy widzianym od strony pracownika mimo spowolnienia wzrostu PKB nie widać istotnego pogorszenia sytuacji.

Bezrobocie jest rekordowo niskie (2,7% wg BAEL) a zatrudnienie rekordowo wysokie (ok. 17 mln osób). Dostosowanie rynku pracy do przejściowo słabszej koniunktury po stronie firm dokonało się bardziej przez zmniejszenie czasu pracy niż mniejszą liczbę pracujących (znane z przeszłości zjawisko chomikowania pracy) – widać to zarówno w danych z sektora firm (wykres obok) jak i z rachunków narodowych. Wygląda na to, że na początku br. popyt na pracowników w skali całej gospodarki ponownie się ożywił, a umiarkowane cięcia etatów w niektórych branżach zmagających się z obniżeniem aktywności, np. w przetwórstwie przemysłowym, były z łatwością absorbowane przez sektory usługowe i sektor publiczny ([str.21](#)). To może tłumaczyć, dlaczego w badaniach nastrojów konsumentów widać coraz mniej obaw o wzrost bezrobocia. Mimo hamowania gospodarki w poprzednich kilku kwartałach, konsumenci coraz pozytywniej patrzą na jej perspektywy.







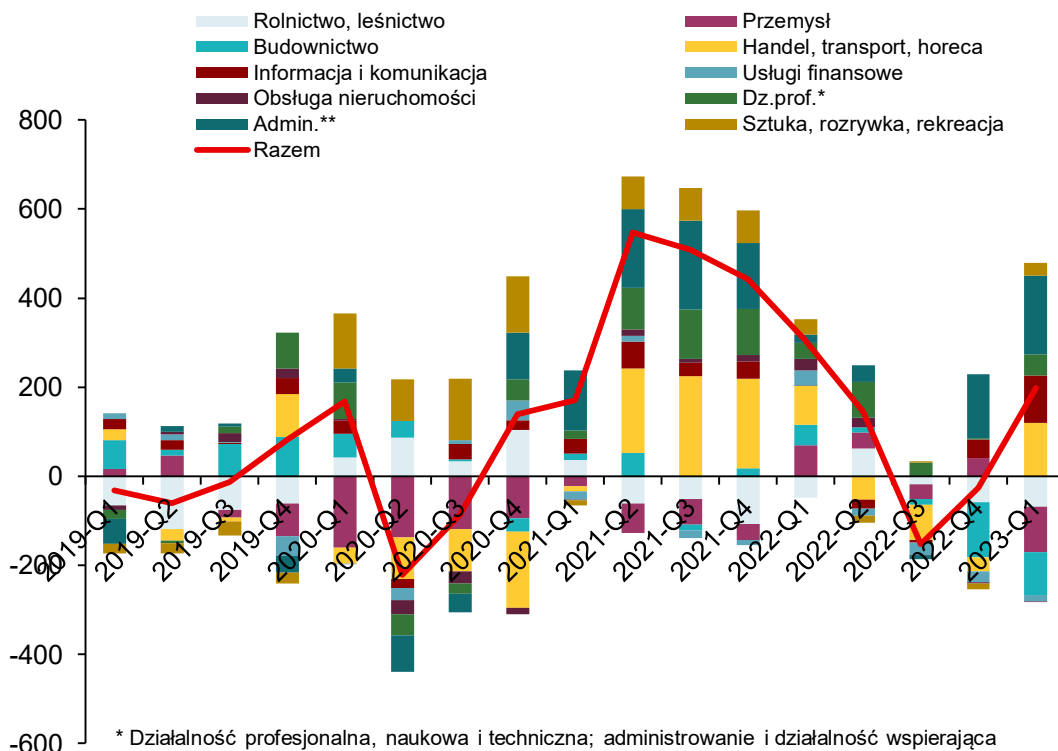
# Rynek pracy – co mówią dane

Dane o pracujących wg rachunków narodowych (RN) i BAEL wskazują, że lekko negatywne tendencje w zakresie popytu na pracę widoczne w 2022 r. wyraźnie się odwróciły na początku br. Liczba pracujących wzrosła w I kwartale 2023 do rekordowego poziomu, a w jeszcze większym stopniu odbiła liczba przepracowanych godzin - sygnalizując, że wykorzystanie dostępnych zasobów pracy nie odbiega już istotnie od tego z góry cyklu po-pandemicznego ożywienia (I kw. 2022). Początek roku przyniósł też odwrócenie trendu w przepływach netto pomiędzy osobami bezrobotnymi i biernymi zawodowo a pracującymi (na korzyść tych ostatnich). **Jeżeli nasze prognozy ożywienia aktywności w II półroczu 2023 okażą się trafne, należy się liczyć z dalszym wzrostem zapotrzebowania na pracowników, przekładającym się na wzrost presji płacowej.**

### Liczba pracujących i liczba godzin przepracowanych wg RN, 2015=100, wyr.sezon.

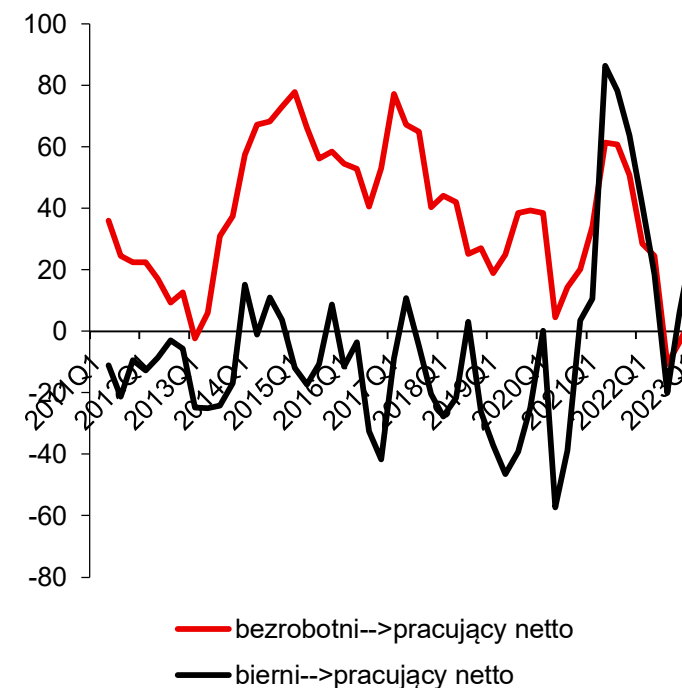


### Zmiana liczby pracujących wg RN, tys. r/r



\* Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna; administrowanie i działalność wspierająca  
\*\* Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe zabezpieczenia społeczne; edukacja; opieka zdrowotna i pomoc społeczna

### Przepływy na rynku pracy wg BAEL, 4kw. śr.ruch., tys. osób



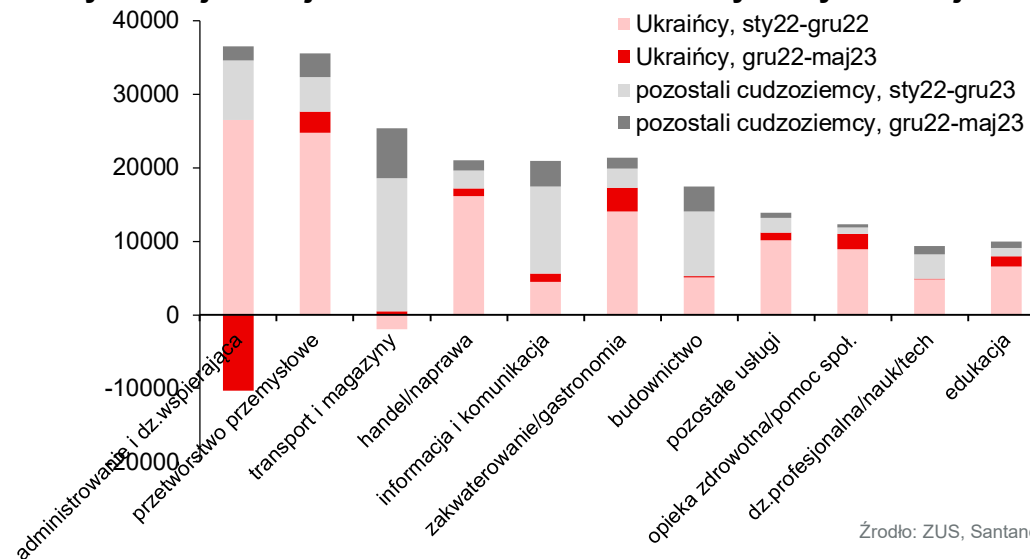
# Obcokrajowcy na rynku pracy

Rynek pracy zrobił się ciśniejszy m.in. przez zmniejszenie skali napływu cudzoziemców, co może oznaczać nasilenie presji płacowej.

Wg danych ZUS w 2022 r. przyrost rejestracji cudzoziemców wyniósł 192 tys. w tym 125 tys. Ukraińców. Od grudnia ub.r. do maja br. przybyło ich 22 tys., w tym obywateli Ukrainy ubyło 2 tys. Dane wskazują równocześnie na stopniowe przesuwanie zarejestrowanych Ukraińców z działów o niskich wymaganiach kompetencyjnych (administrowanie i działalność wspierająca, tj. przede wszystkim sprzątanie) w stronę prac lepiej dopasowanych do doświadczenia (a więc zapewne oferujących wyższe wynagrodzenia).

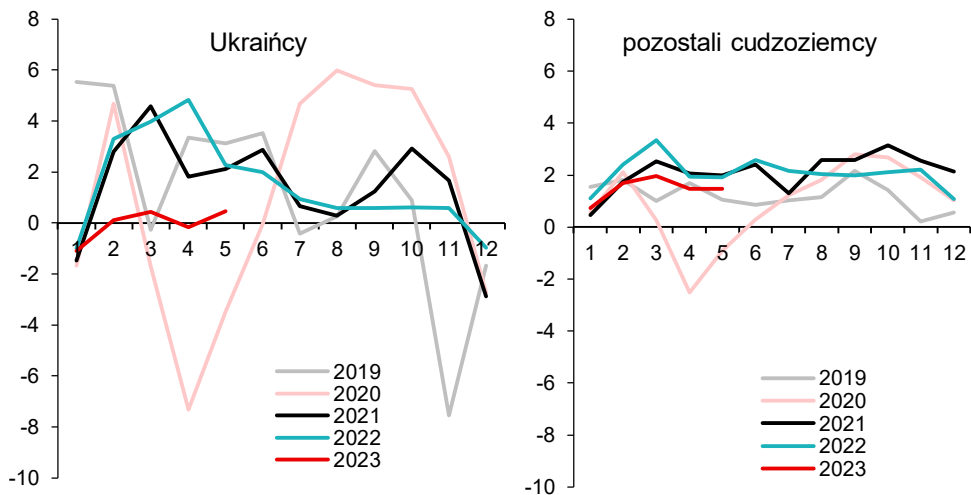
Polska ma jeden z najwyższych na świecie współczynników zatrudnienia wśród cudzoziemców, co oznacza, że zmniejszenie ich napływu bądź wyjazdy relatywnie silnie przekładają się na warunki na rynku pracy.

Przyrost rejestracji w ZUS cudzoziemców w wybranych sekcjach PKD



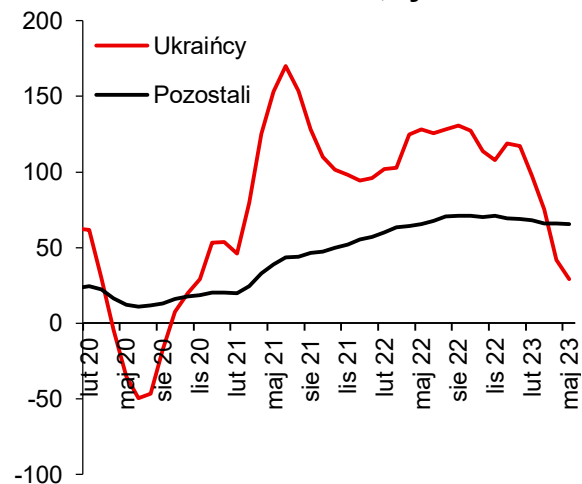
Źródło: ZUS, Santander

Rejestracje cudzoziemców w ZUS, %m/m



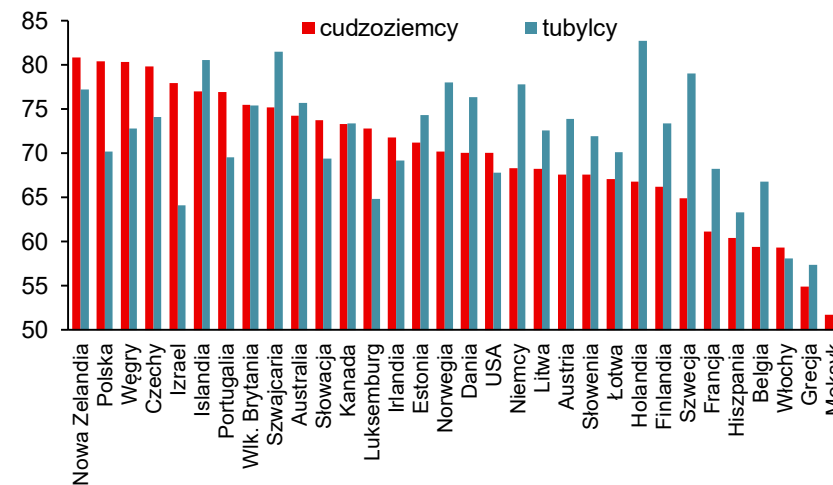
Źródło: ZUS, Santander

Cudzoziemcy zarejestrowani w ZUS, zmiana r/r, tys.



Źródło: ZUS, Santander

Współczynnik zatrudnienia, %



Źródło: OECD, Santander

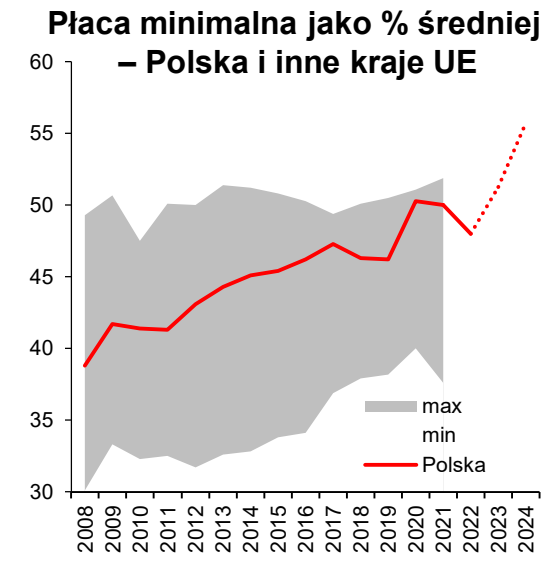
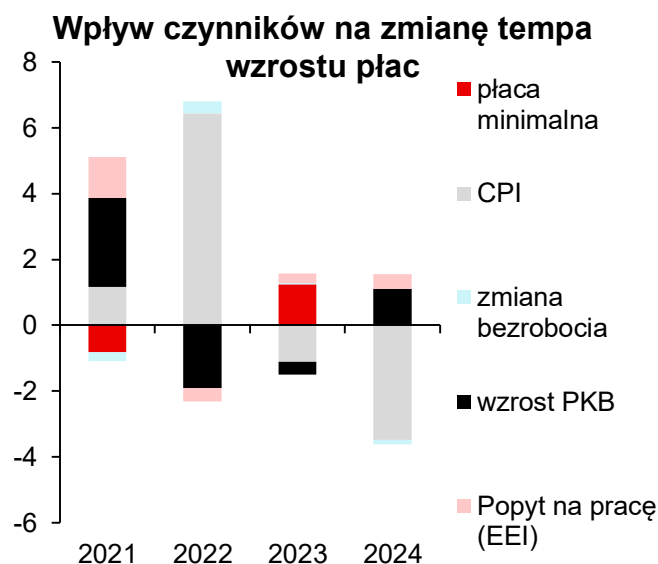


# Płaca minimalna a wzrost wynagrodzeń

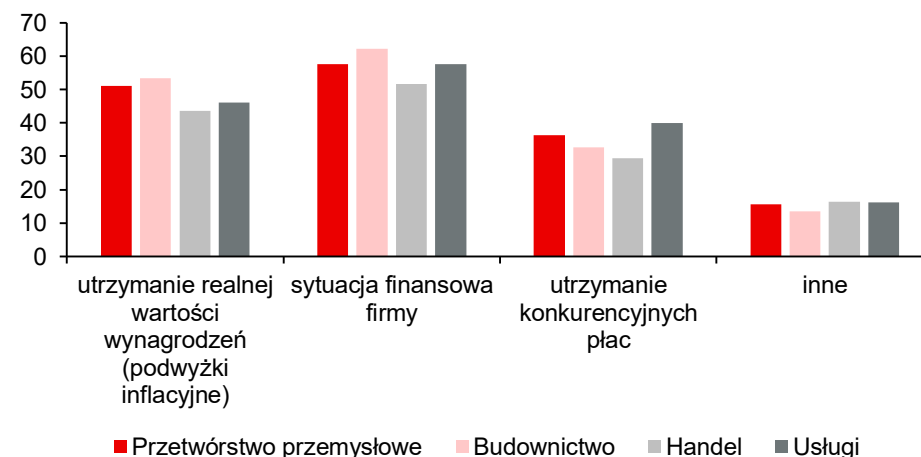
Rząd zaproponował dwuetapową podwyżkę płacy minimalnej (PM) w przyszłym roku o łącznie 19,4%. W tym roku również wzrosła ona o blisko 20%. Tak duże wzrosty są konsekwencją m.in. wysokiego przebiegu inflacji. To z kolei oznacza, że **PM jest w gospodarce jednym z kanałów, przez który przeszła inflacja potrafi rzutować na bieżącą inflację**. Dzieje się to kanałem rynkowym i administracyjnym. Ten pierwszy działa tak: wzrost siły nabywczej osób, których wynagrodzenie reaguje na podwyżkę PM, bezpośrednio lub pośrednio, zwiększa tolerancję konsumentów na wzrosty ceny towarów i usług, czyli zwiększa firmom możliwość przenoszenia na nich kosztów. Kanał administracyjny jest związany z metodą ustalania podwyżki płacy minimalnej, która uwzględnia inflację z poprzedniego roku.

Nasz model tłumaczący zachowanie przeciętnej płacy podpowiada, że skoro podwyżka płacy minimalnej była w 2023 i będzie w 2024 w podobnej skali to i przełożenie na średnią płacę będzie podobne, rzędu 2 pkt. proc. Z punktu widzenia tego czy płace przyspieszą, czy spowolnią w 2024 r. jest to zatem czynnik neutralny – inaczej mówiąc: **przytrzymujący dynamikę płac w gospodarce na bardzo wysokim poziomie**. Wg nas dojdzie do jej lekkiego spadku, gdyż dezinflacja zadziała silniej niż spodziewane przez nas w przyszłym roku odbicie gospodarcze. Poza tym, brak istotnego dostosowania rynku pracy w dół w trakcie spowolnienia gospodarczego zapewne oznaczać też będzie brak wyraźnego odbicia popytu na pracę we wczesnej fazie ożywienia (przetrzymanie pracowników przez słabszy okres zamiast elastyczne dostosowanie popytu na siłę roboczą) i czynnik ten nie będzie miał dużego wpływu na ruchy dynamiki płac.

Powiązania wzrostu płac i inflacji można się też doszukać w wysokim udziale firm, które bieżącą politykę płacową opierają na utrzymywaniu realnej wartości wynagrodzeń (czyli wiążą skalę podwyżek z przeszłą inflacją). Badanie ankietowe GUS mówi, że robi tak 40-50% podmiotów.



## Czynniki wpływające na poziom wynagrodzenia w najbliższych 3 m-cach w istotnym stopniu, odsetek respondentów, cze'23





# Inflacja spada szybciej niż myśleliśmy

Inflacja CPI dalej obniża się szybciej niż zakładaliśmy. Obecnie spodziewamy się spadku do 7-8% na koniec tego roku i potem utrzymania inflacji na podobnym poziomie w 2024 r.

Niższa prognoza na ten rok częściowo wynika z faktu, że GUS inaczej podszedł do cen elektryczności, niż założyliśmy. Zmiana ta odejmuje ok. 1 pkt. proc. od naszej ścieżki CPI (szczegóły na [str.25](#)). Poza tym nieco mocniej od naszych oczekiwań obniżyła się inflacja bazowa. Naszym zdaniem inflacja prawie na pewno będzie jednocyfrowa we wrześniu tego roku. Jest też szansa, że stanie się to już w sierpniu (obecnie nasza prognoza na sierpień to 10,2% r/r).

Na 2024 r. zakładamy w szczególności: normalizację stawek VAT na żywność (+1 punkt procentowy do inflacji) oraz wzrost cen prądu i gazu dla gospodarstw domowych (+2 punkty procentowe do inflacji). Bez tych elementów nasza ścieżka inflacji na kolejny rok oscylowałaby w okolicy 5%.

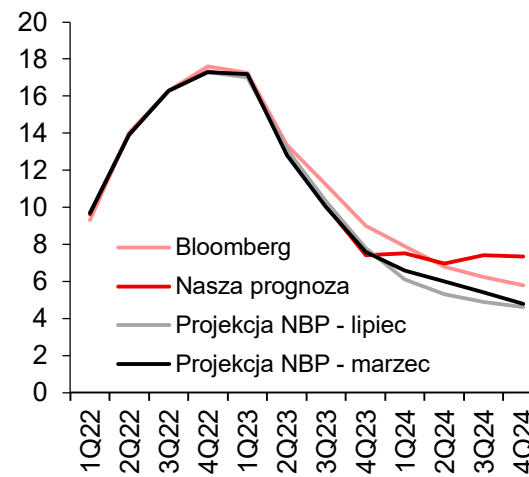
Naszym zdaniem presję inflacyjną wspierać będą:

- Stopniowe ożywienie gospodarki, dwucyfrowy wzrost płac, silny rynek pracy
- Ekspansywna polityka fiskalna
- Postępująca indeksacja świadczeń
- Osłabienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej (więcej kredytów hipotecznych na stałą stopę, wakacje kredytowe)

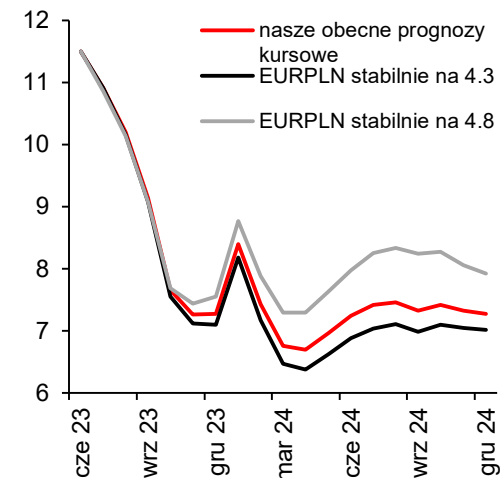
W przeciwnym kierunku natomiast działać będą:

- Globalna dezinflacja, spadek cen surowców i inflacji PPI
- Mocniejszy złoty

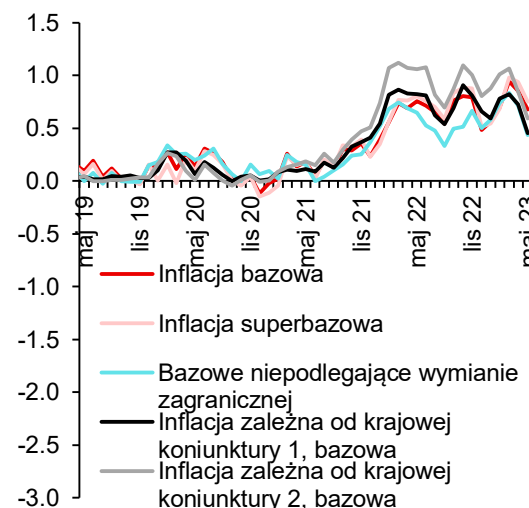
### Prognozy inflacji CPI, % r/r



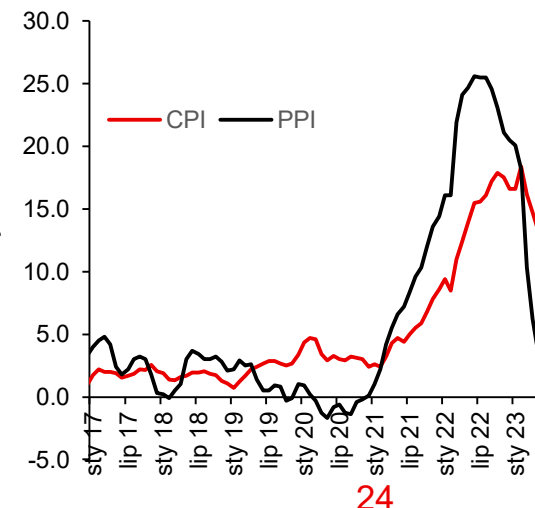
### Nasze prognozy CPI w zależności od kursu EURPLN



### Wskaźniki rozpędu cen konsumpcyjnych



### Inflacja CPI a PPI, % r/r



# Ceny energii wzrosną w 2024 r.

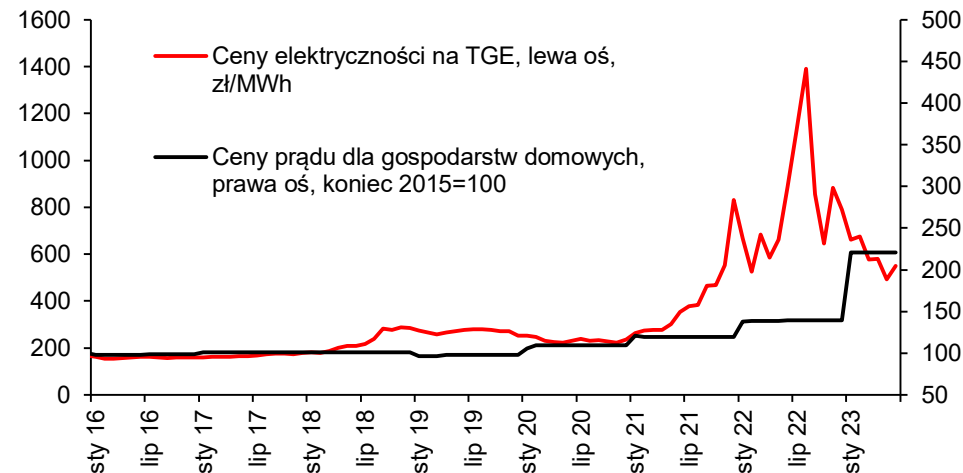
Ceny energii były ważnym czynnikiem inflacjogennym w 2022 r. Wyższe ceny energii przekładały się na CPI bezpośrednio, ze względu na wzrost cen dla gospodarstw domowych, jak i pośrednio, poprzez wzrost kosztów firm, co z kolei powodowało podwyżki cen innych dóbr i usług.

W 2023 r. ceny elektryczności poszły w górę o ok. 60%, ale ze względu na zamrożenie cen do pewnego limitu, gospodarstwa domowe nie odczują tej zmiany w pełni. Dotychczas zakładaliśmy, że w ciągu roku przeciętny będą powoli rosnąć, wraz z przekraczaniem przez gospodarstwa domowe progów zużycia. Okazało się jednak, że GUS w styczniu dodał do inflacji „ryczałtowo” 3,7% do cen elektryczności z tego tytułu, a w pozostałych miesiącach roku ceny już się nie zmieniają. Podwyższenie progów zużycia o 1 MWh rocznie obniży naszym zdaniem ceny elektryczności o 2,5% w miesiącu, w którym zostanie wprowadzony (wrzesień lub październik).

Na 2024 r. zakładamy rezygnację z mrożenia cen energii i jednocześnie obniżkę cen taryfowych, o ok. 10%, co przełoży się na wzrost przeciętnych cen dla gospodarstw domowych o ok. 40%. Niepewność dotycząca tego założenia jest jednak duża. W przypadku cen gazu zakładamy wzrost o 15%. Nie można też wykluczyć, że rząd zdecyduje się na przedłużenie zamrożenia taryf na 2024 r., co obniżyłoby nasze prognozy CPI.

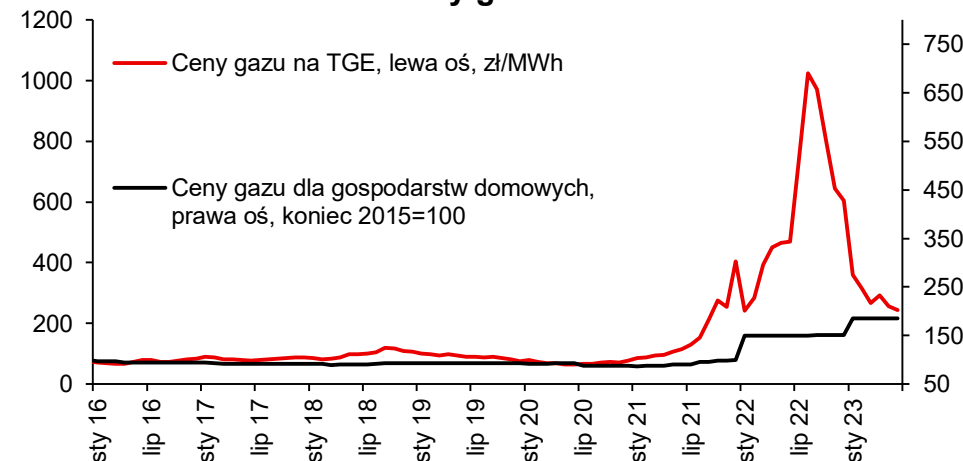
Ministerstwo Klimatu przygotowało zmianę rozporządzenia określającego sposób naliczania taryf dla ciepła. Zmiana ma umożliwić naliczanie taryf w oparciu o wskaźniki publikowane przez prezesa URE, wynikające ze sprawozdań przedsiębiorstw energetycznych za miniony okres, który charakteryzował się wysokimi cenami nośników energii. Powinno to ograniczyć ryzyko znacznych wzrostów cen ciepła w kolejnych latach (powrót do wyliczeń wskaźnikowych będzie możliwy od 1 stycznia 2028), co jednak jest spójne z naszym scenariuszem zakładającym niewielkie zmiany cen ciepła w kolejnych miesiącach.

## Ceny elektryczności



Na wykresie ukazano zmiany cen prądu dla gospodarstw domowych przy założeniu stałych podatków i z pominięciem efektu zamrożenia cen w 2023 r.

## Ceny gazu







# Inflacja bazowa pod presją kosztów pracy

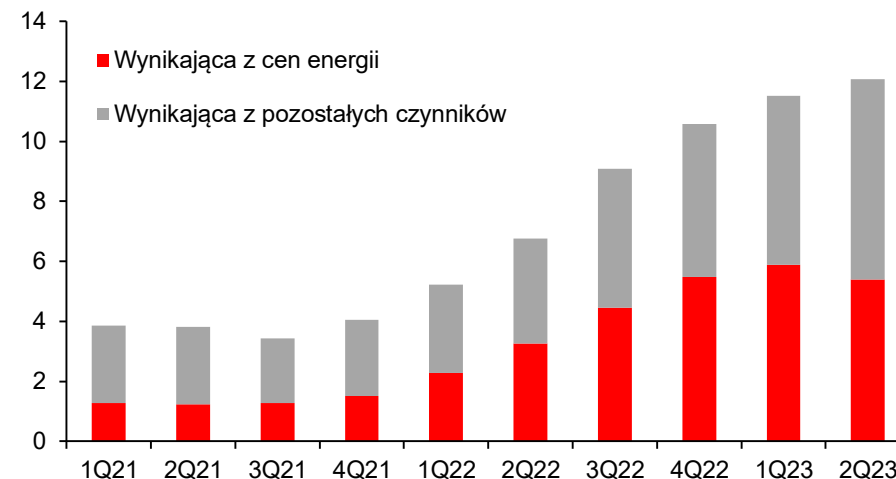
Naszym zdaniem w najbliższych kwartałach inflacja bazowa będzie się obniżała, m.in. ze względu na wygasanie efektów szoku energetycznego. Pozostanie jednak podwyższona przez efekt wysokiego wzrostu płac.

Mocny wzrost inflacji bazowej w ostatnich miesiącach wynikał między innymi z szoku energetycznego. Z naszych szacunków wynika, że wzrost cen energii dla przedsiębiorstw o 10% przekłada się na wzrost inflacji bazowej o 0,5-1,0 punktu procentowego.

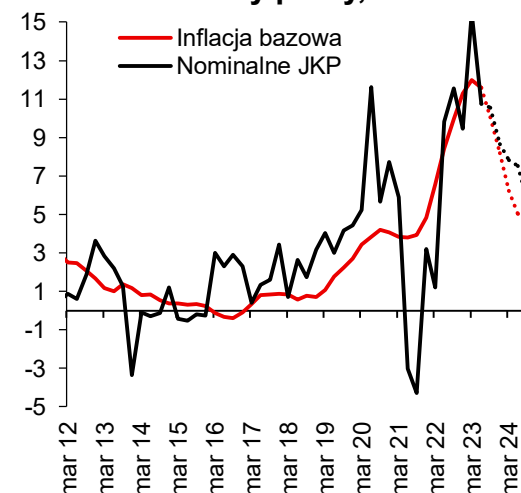
Przełożenie kosztów na ceny detaliczne jest mocniejsze podczas dobrej koniunktury, mocniejszy wpływ na ceny mają też podwyżki cen energii, niż ich obniżki. Na tej podstawie szacujemy, że ok. połowa ze wzrostu cen w kategoriach bazowych w I kw. 2023 r. (inflacja bazowa wyniosła 12,0% r/r w I kw. 2023 r.) pochodziła z wyższych cen energii. Stabilizacja cen energii na poziomie I kw. 2023 r. powinna zatem do końca roku odjąć ok. 2-3 punktu procentowego od inflacji bazowej.

Naszym zdaniem, w kolejnych miesiącach rosnąć będzie efekt oddziaływania innych czynników na inflację bazową, w szczególności kosztów pracy. Będzie to odczuwalne przede wszystkim w sektorach usługowych, gdzie koszty pracy stanowią większą część kosztów ogółem niż w pozostałych branżach. Według naszych szacunków wzrost płac o 1% dodaje do inflacji bazowej ok. 0,5 punktu procentowego, trudno zatem wyobrazić sobie, by przy dwucyfrowym wzroście wynagrodzeń w 2024 r. inflacja bazowa obniżyła się znacząco poniżej 5%.

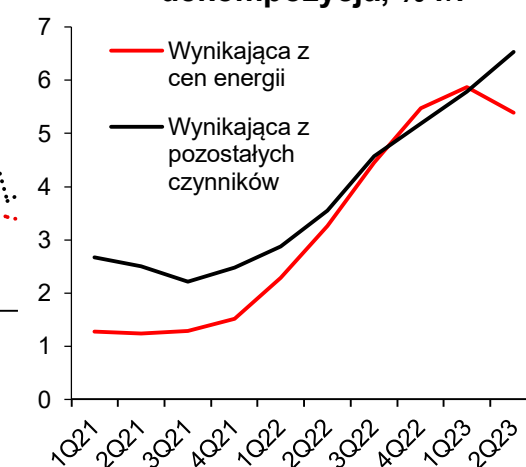
### Inflacja bazowa – dekompozycja, % r/r



### Inflacja bazowa a jednostkowe koszty pracy, % r/r



### Inflacja bazowa – dekompozycja, % r/r





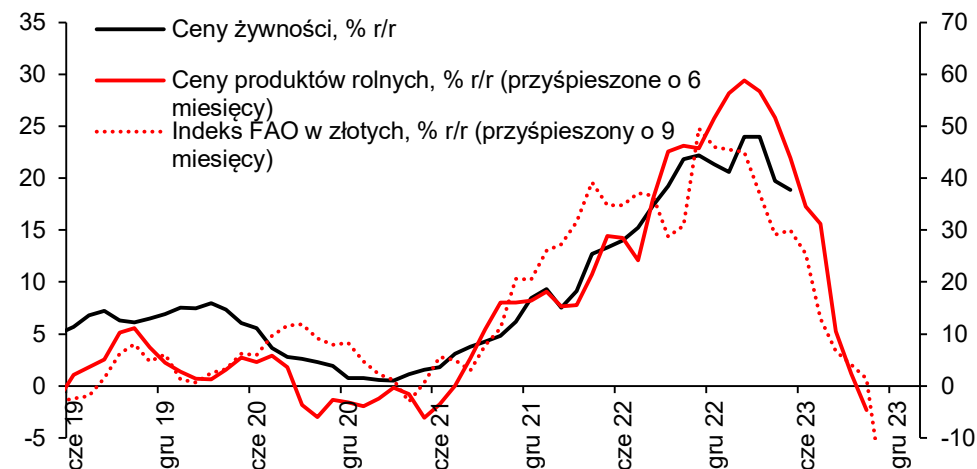
# Ceny żywności rosną wolniej, ale ryzyko rośnie

Wskaźniki wyprzedzające dla cen żywności w Polsce – globalny indeks FAO oraz ceny krajowych produktów rolnych – wyraźnie obniżyły się w ostatnich miesiącach. **Sugeruje to dalsze spowalnianie wzrostu cen żywności w kraju.** Efekt ten był możliwy dzięki wygasaniu szoku podażowego związanego z rosyjską inwazją na Ukrainę oraz zwiększeniu podaży produktów rolnych w innych gospodarkach.

Dla cen żywności ryzyka są jednak asymetryczne w górę – w Polsce trwa obecnie susza rolnicza, jej pogłębienie oznaczać będzie wyższe ceny warzyw i owoców jesienią. Anomalie pogodowe pojawiają się także w innych miejscach globu, np. północny Atlantyk jest rekordowo ciepły, a na Pacyfiku pojawiło się zjawisko El Niño. Dodatkowo, Rosja grozi zerwaniem porozumienia z Ukrainą dotyczącego wywozu zboża przez Morze Czarne.

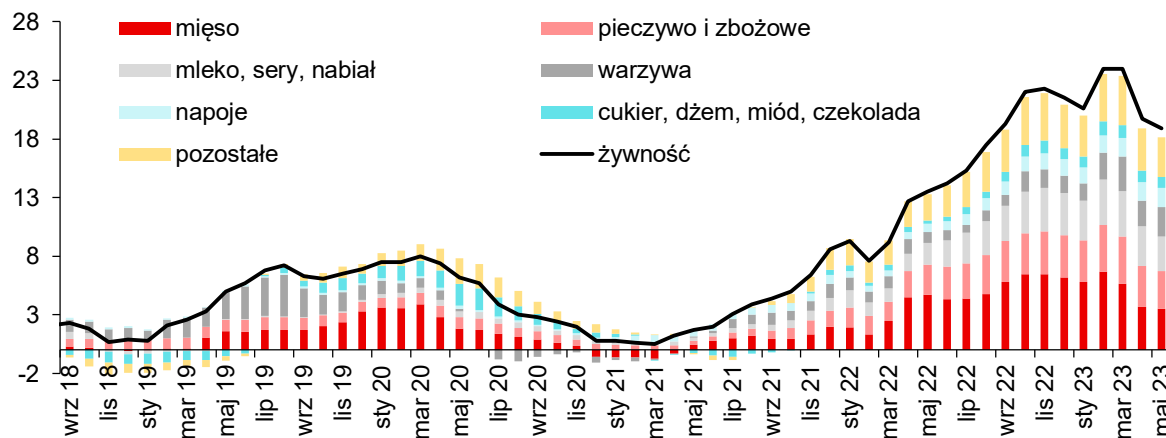
Ze względu na powyższe czynniki oraz zakładane przez nas cofnięcie obniżki stawek VAT na żywność, spodziewamy się, że ceny żywności spowolnią do ok. 8% r/r na koniec tego roku, a w przyszłym mogą być nieznacznie powyżej tego poziomu,

### Ceny żywności w kraju



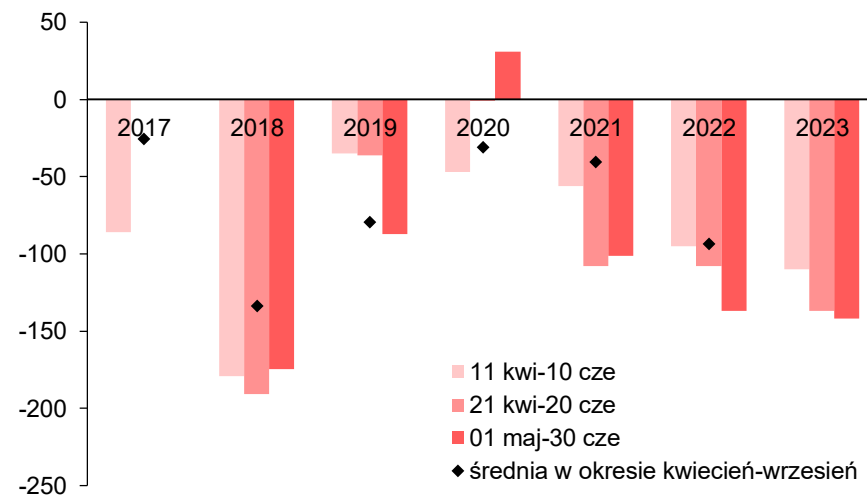
Źródło: GUS, FAO, Santander

### Ceny żywności – dekompozycja rocznego wzrostu



Źródło: GUS, Santander

### Krajowy Bilans Wodny\*, mm



Krajowy Bilans Wodny – różnica między opadami a parowaniem  
Źródło: IUNG-PIB, Santander

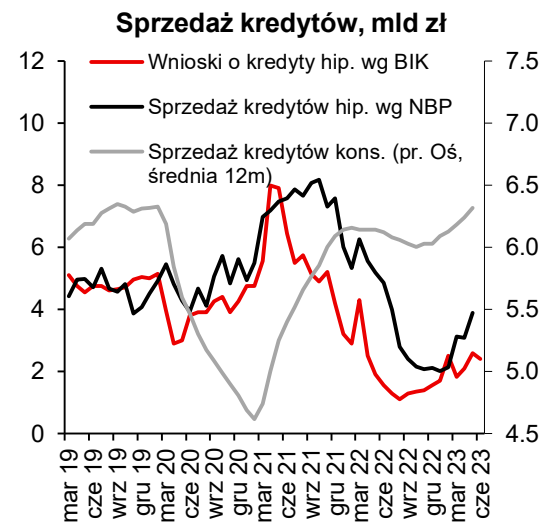
# Sprzedaż kredytów odbija

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, sprzedaż kredytów zaczęła się poprawiać i spodziewamy się kontynuacji tej tendencji w najbliższych miesiącach. Poprawa sytuacji na rynku kredytowym jest spójna z naszymi prognozami odbicia wzrostu PKB.

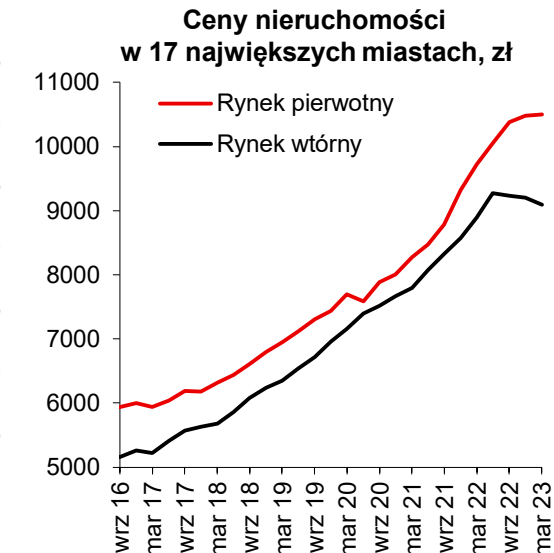
W marcowym MAKROskopie sugerowaliśmy, że popyt na kredyt zacznie odbijać ze względu na: spadek rynkowych stóp procentowych, stabilizację cen nieruchomości, silny wzrost wynagrodzeń, złagodzenie kryteriów udzielania kredytów oraz wprowadzenie kredytu hipotecznego z oprocentowaniem ograniczonym do 2% rocznie. W kolejnych miesiącach popytowi na kredyt powinno też sprzyać odbicie gospodarcze.

Natomiast wolumeny kredytowe cały czas są pod presją ze względu na podwyższoną skłonność do przedwczesnych spłat (choć obniżyła się ona wyraźnie wobec szczytu). W związku z tym spodziewamy się, że na koniec roku łączna wartość kredytów będzie nieznacznie wyższa niż rok wcześniej. Impuls kredytowy (miesięczna zmiana rocznej dynamiki kredytów) zaczął już jednak sugerować poprawę rocznego wskaźnika PKB, co jest spójne z naszymi prognozami wzrostu gospodarczego.

Poprawa na rynku kredytowym będzie przekładała się na sytuację rynku depozytowego. Ponieważ jednak zakładamy pewne pogorszenie salda obrotów bieżących w drugiej połowie roku, wzrost depozytów pozostanie naszym zdaniem z grubsza podobny do tego w pierwszej połowie – na wysokim jednocyfrowym poziomie.

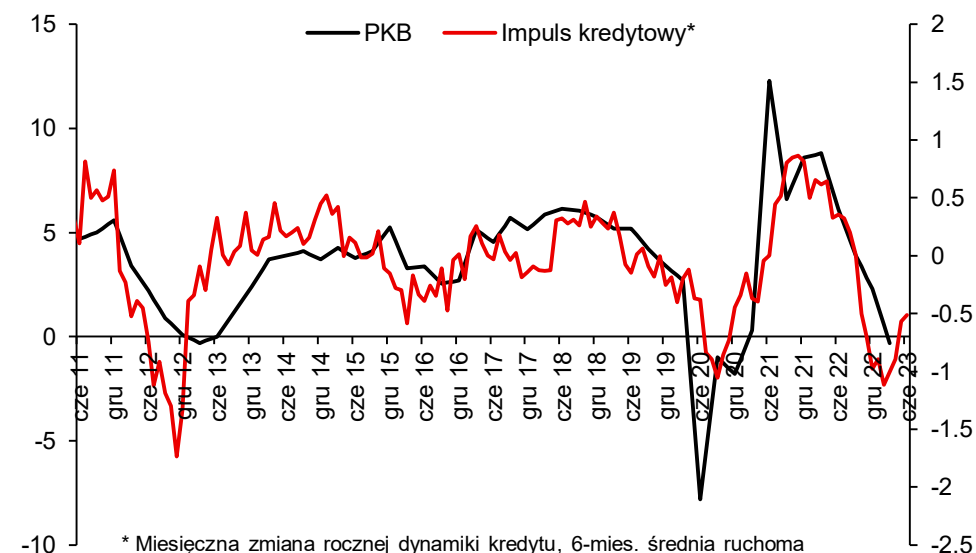


Źródło: NBP, BIK, Santander



Źródło: NBP, Santander

## Realny wzrost gospodarczy a wzrost kredytów, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander



# Polityka pieniężna: obniżki jednak przed wyborami

Zmieniamy przewidywania dotyczące polityki pieniężnej RPP, ponieważ ostatnia konferencja prezesa NBP nie pozostawiła wątpliwości: spadek inflacji do poziomu jednocyfrowego będzie sygnałem do rozpoczęcia obniżek stóp, chociaż nowa projekcja NBP naszym zdaniem nie dała ku temu dodatkowych argumentów, pokazując, że horyzont realizacji celu inflacyjnego się nie przybliżył, a prognozy inflacji bazowej, płac i zatrudnienia zostały zrewidowane w górę.

**Naszym scenariuszem bazowym jest obecnie pierwsza decyzja RPP o obniżce stóp w październiku, ale nie można wykluczyć też września, jeśli CPI zaskoczy pozytywnie i zejdzie poniżej 10% już w sierpniu (nasza obecna prognoza na sierpień to 10,2% r/r).**

Prezes NBP dał do zrozumienia, że RPP rozpocznie obniżki stóp, ponieważ pozwalają na to warunki rynkowe – decyzje mają „skonsumować” to co już i tak wycenia rynek. Jednocześnie, bank centralny ma się poruszać małymi krokami po 25 pb.

Sądzymy, że do końca br. stopa referencyjna może zostać obniżona do 6,0%. Naszym zdaniem scenariusz gospodarczy nie będzie uzasadniał bardziej agresywnego luzowania polityki pieniężnej w krótkim okresie, więc obniżki prawdopodobnie zostaną po tej krótkiej serii wstrzymane i mogą zostać wznowione około połowy 2024 r., o ile inflacja będzie nadal spadać. Na koniec 2024 roku zakładamy stopę NBP na poziomie 5,0%.

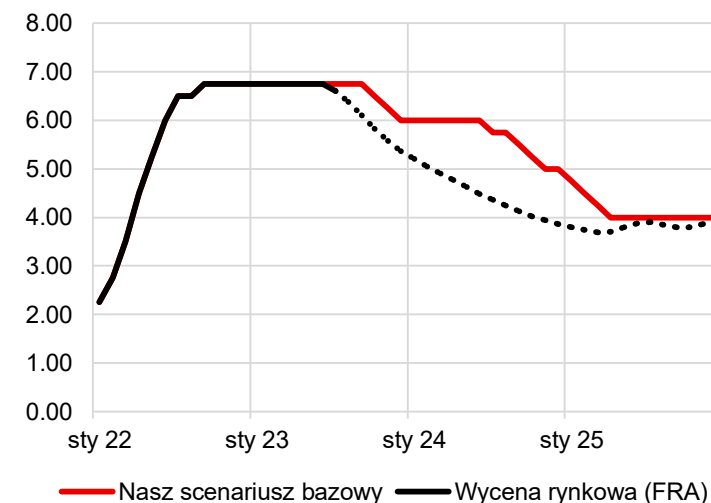
Rozpoczęcie łagodzenia polityki pieniężnej będzie oddziaływało w stronę wyższej trajektorii wzrostu gospodarczego i inflacji na kolejne kwartały. Wg prezesa NBP wpływ obniżek stóp na inflację „nie będzie istotny”. Nasze szacunki, oparte na opublikowanych właśnie wynikach badań NBP nt. transmisji polityki pieniężnej (patrz [str.31](#)) wskazują, że obniżenie stóp procentowych w skali wycenianej przez rynek finansowy podbiłoby dynamikę CPI na koniec 2025 r. o ok. 1pp.

Projekcja NBP: lipiec vs marzec

	lipiec 2023			marzec 2023		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
CPI (% r/r)	11.9	5.2	3.6	11.9	5.7	3.5
Inflacja bazowa	10.5	6.1	4.0	10.3	6.0	3.7
Żywność	16.0	4.0	2.2	14.2	4.2	1.7
Ceny energii	9.9	4.4	4.6	13.0	7.0	5.7
PKB (% r/r)	0.6	2.4	3.3	0.9	2.1	3.1
Konsumpcja indywidualna	-1.8	3.0	4.4	0.9	1.6	2.3
Nakłady brutto na środki trwałe	2.8	2.1	6.7	0.0	1.2	6.0
Luka popytowa (% PKB potenc.)	-0.5	-0.9	-0.5	-0.5	-0.9	-0.6
Wynagrodzenia (% r/r)	12.6	9.2	6.7	12.0	8.1	6.5
Pracujący (% r/r)	0.2	-0.8	-0.4	-0.6	-1.2	-0.4
Stopa bezrobocia (%)	3.0	3.7	4.0	3.3	4.0	4.3
NAWRU (%)	3.9	3.9	3.9	4.1	4.0	4.0
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	12.1	5.8	2.8	10.4	4.6	2.8

Źródło: NBP, Santander

Stopa NBP wg naszej prognozy i wyceny rynkowej z 13/07/2023, %



Źródło: Refinitiv, Santander



# Polityka pieniężna: różnice w stopach realnych

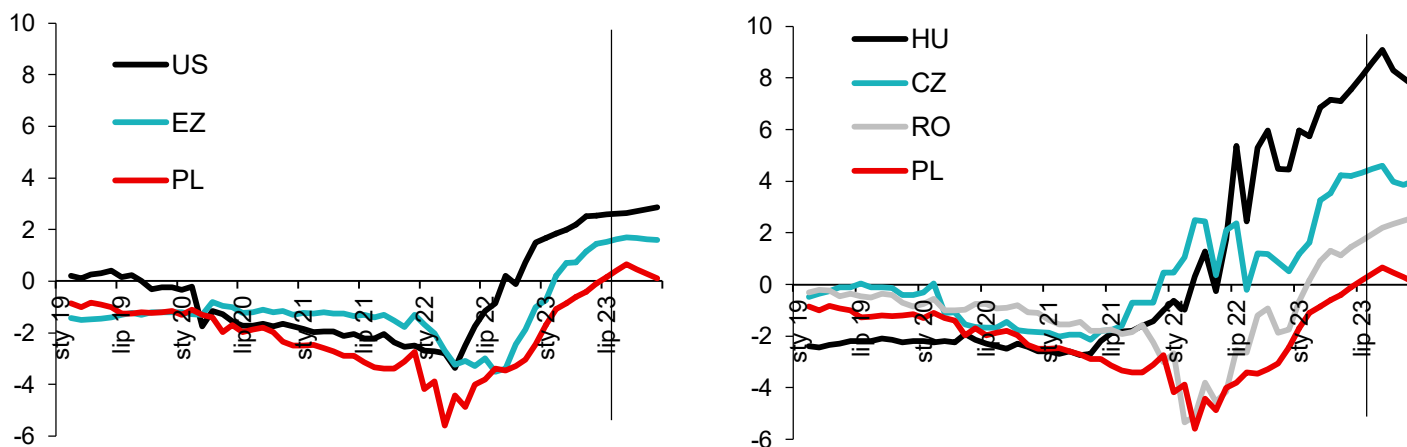
Realne stopy procentowe ex ante, wyliczone na bazie rynkowych oczekiwań inflacyjnych na rok do przodu, pokazują, że Polska jest wyraźnie w tyle za krajami regionu pod względem tej miary zacieśnienia polityki pieniężnej – Węgrom udało się wyjść na dodatnią stopę realną rok temu a Czechom półtora roku temu, natomiast w Polsce w czerwcu br. Dlatego RPP nie powinna naszym zdaniem jeszcze myśleć o łagodzeniu polityki pieniężnej.

Do podobnego wniosku prowadzi porównanie rozpędu inflacji bazowych w regionie – na Węgrzech i w Czechach zakręt dokonał się jesienią ub.r. W Polsce mamy dopiero jedną obserwację sugerującą, że przeszliśmy punkt zwrotny.

Licząc realne stopy przyjęliśmy, że obecne mediany prognoz dla przyszłej inflacji nie będą się zmieniały w kolejnych miesiącach i że stopy banków centralnych urosną jeszcze w tym roku o 25pb w strefie euro i USA, w Polsce spadną o 75pb, w Czechach o 100pb i na Węgrzech o 200pb.

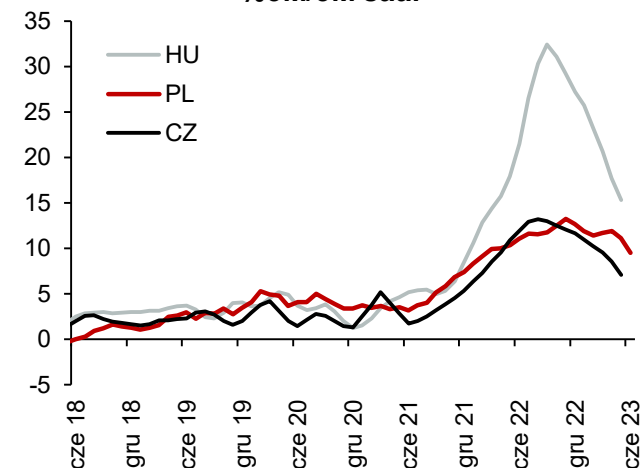
Poziom realnych stóp procentowych mniej więcej wyjaśnia różnice w nastawieniach banków centralnych: MNB zaczął zwrot w polityce pieniężnej ponieważ wg projekcji są dużo bliżej powrotu do celu niż Polska (w I kw. 2024 r. CPI ma być 1pp powyżej pasma celu); skala duszenia popytu realną stopą jest tam wysoka i bez obniżek stóp jeszcze by rosła. CNB jest wciąż ostrożny w komunikowaniu gołębiego zwrotu w polityce pieniężnej, mimo że dużo dalej wywindował realną stopę niż NBP a wg projekcji w pasmo celu tamtejsza inflacja ma wejść już w I kw. 2024 r. Fed i EBC nie myślą o końcu cyklu, ponieważ realne stopy są na tyle nisko, że nie gwarantują powrotu do celu. Na tym tle gotowość RPP do szybkiego obniżania stóp w Polsce wygląda dość nietypowo.

Realne stopy procentowe wybranych banków centralnych ex-ante, %



Źródło: Bloomberg, Santander

Rozpęd inflacji bazowych w regionie, %3M/3M saar



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander





# Polityka pieniężna: mechanizm transmisji

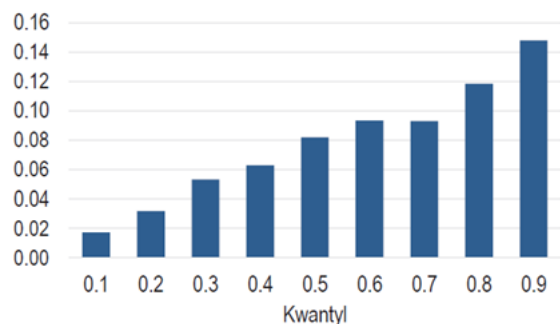
Wg opublikowanego na koniec czerwca [raportu NBP nt. mechanizmu transmisji polityki pieniężnej](#) 100pb podwyżek stóp potrafi zbić inflację o 0,3 pp w drugim roku ich oddziaływania i obniżyć wzrost PKB o 0,3 pp w pierwszym roku od zacieśnienia.

Raport wskazuje na zmniejszenie sztywności cenowych w gospodarce co podnosi efektywność polityki pieniężnej a zmniejsza stratę we wzroście gospodarczym.

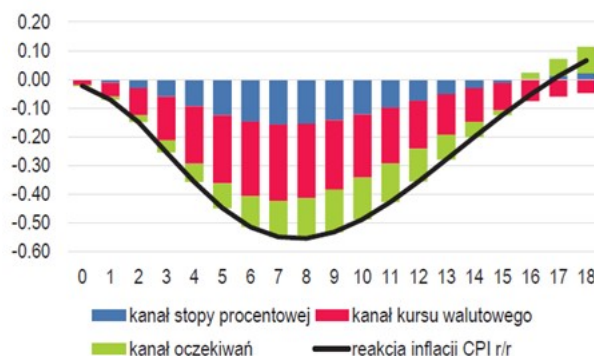
Podkreślono też rolę oczekiwań w mechanizmie transmisji – ten kanał okazuje się wg analiz NBP nawet skuteczniejszy niż bezpośredni kanał stopy procentowej, co mogło być powodem intensywniejszych wysiłków RPP na rzecz obniżenia oczekiwań inflacyjnych – przez pełne optymizmu wypowiedzi co do oczekiwanego szybkiego spadku inflacji.

W raporcie pokazano, że w warunkach wysokiej inflacji kurs walutowy ma dużo silniejszy niż zwykle (poniżej 0,1 pp) wpływ na CPI, sięgający 0,2 pp za każdy 1% zmiany nominalnego efektywnego kursu. W edycji raportu z 2017 r. NBP przedstawił wyniki, że wpływ zmian kursowych w obecnej fazie cyklu koniunkturalnego (tj. na styku depresji i ożywienia) powinien być raczej słabszy niż zwykle.

### Długookresowy efekt kursowego pass-through a poziom inflacji

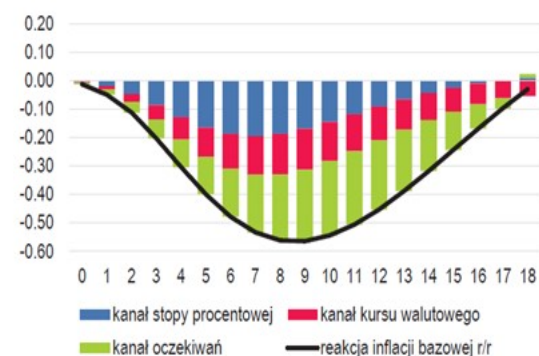


### Siła poszczególnych kanałów mechanizmu transmisji – wpływ na inflację CPI r/r



Uwagi: Na osi poziomej oznaczono kwartały po szoku. Oszacowań dokonano wykorzystując model MMPP.

### Siła poszczególnych kanałów mechanizmu transmisji – wpływ na inflację bazową r/r



Uwagi: Na osi poziomej oznaczono kwartały po szoku. Oszacowań dokonano wykorzystując model MMPP.

Źródło: NBP



# Polityka fiskalna: początek obietnic

## Zestawienie obietnic wyborczych głównych partii

Według aktualizacji programu konwergencji z kwietnia, rząd zakłada deficyt sektora finansów publicznych na poziomie 4,7% PKB w 2023 r. i 3,4% PKB w 2024 r. Naszym zdaniem w tym roku deficyt przekroczy 5% PKB, a w przyszłym będzie co najmniej bliski 4%.

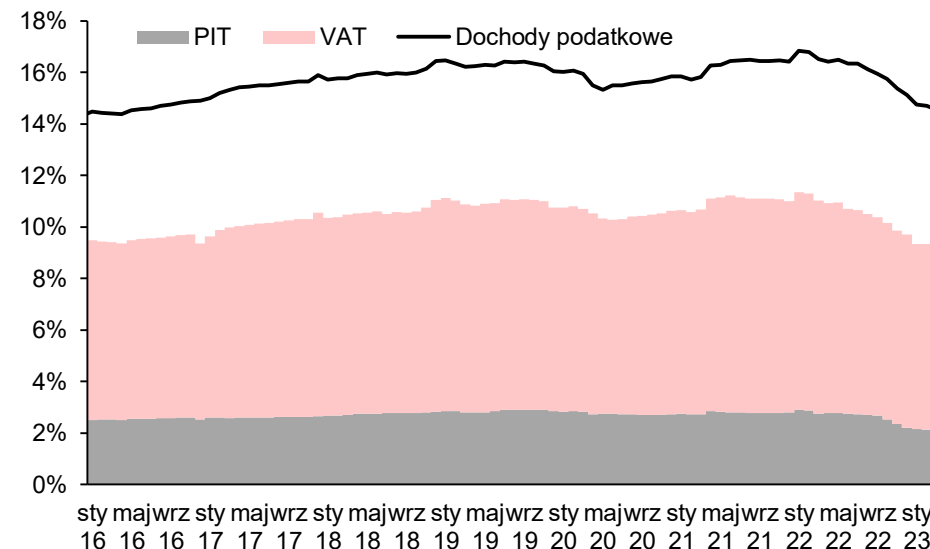
Spodziewamy się deficytu 5,3% PKB w tym roku i nasza prognoza jest z grubsza stabilna. Aktualizacja budżetu (wzrost deficytu budżetowego o 24 mld zł) oraz niższe prognozy inflacji są neutralizowane przez wyższe prognozy wzrostu gospodarczego. Na 2024 r. spodziewamy się deficytu 4% PKB, przy założeniu, że nie pojawiają się żadne dodatkowe obietnice wyborcze zwiększające deficyt. Założenie to prawdopodobnie będzie trudne do obrony, więc widzimy tutaj istotne ryzyko w górę. Więcej będziemy wiedzieć po opublikowaniu projektu ustawy budżetowej (we wrześniu) oraz wraz z nowymi obietnicami wyborczymi; naszym zdaniem konkurujące partie nie powiedziały jeszcze ostatniego słowa. Z drugiej strony, Komisja Europejska ma wrócić do monitorowania przestrzenia reguł fiskalnych. Możliwe, że dotychczasowe zasady zostaną zmienione, niemniej może to ograniczać możliwość rządu do zwiększenia deficytu wyraźnie powyżej 3% PKB.

W ostatnich miesiącach doszło do wyraźnego obniżenia wpływów podatkowych budżetu w porównaniu do PKB. Od szczytu w lutym 2022 r. stosunek dochodów podatkowych do PKB obniżył się o 2,5 punktu procentowego. Spadek dochodów budżetowych może być utrudnieniem dla wprowadzania nowych propozycji wyborczych.

Obietnica wyborcza	Koszt rocznie, mld zł
<b>PIS</b>	<b>27,0</b>
Podwyższenie świadczenia wychowawczego	25,0
Kredyt 2%, zwolnienie z opłat autostradowych, darmowe leki	2,0
<b>PO</b>	<b>88,5</b>
Podwyższenie świadczenia wychowawczego	25,0
Wyższa kwota wolna PIT	45,0
1500 zł dla matek wracających na rynek pracy	9,0
Dopłaty do najmu	6,0
Kredyt 0%, finansowanie absencji chorobowej mikroprzedsiębiorców, dopłaty do kredytów remontowych	3,5

Źródło: NBP, Santander

## Dochody podatkowe budżetu, % PKB



sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz sty majwz 32

Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów Santander

# Rynek finansowy

A close-up photograph of a desk with financial documents. A silver pen lies diagonally across the papers. The documents feature various charts, including a line graph with a blue line and a bar chart with multi-colored bars. The background is blurred, showing more papers and a computer monitor.

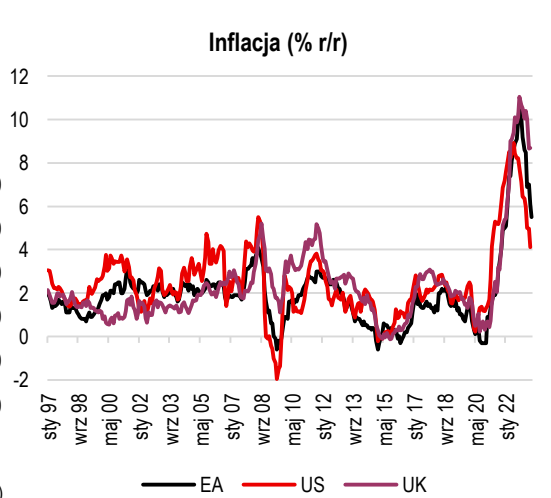
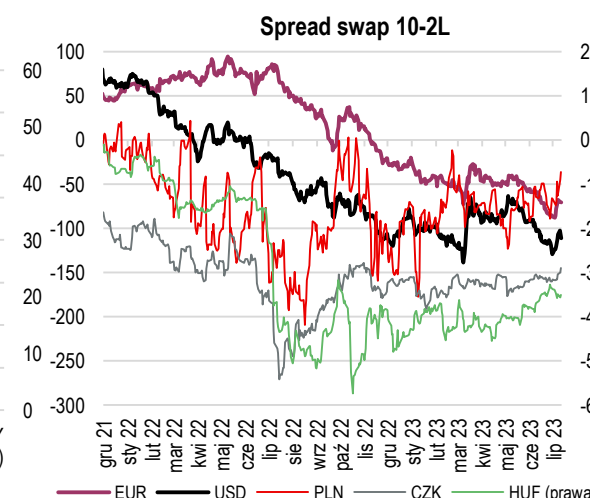
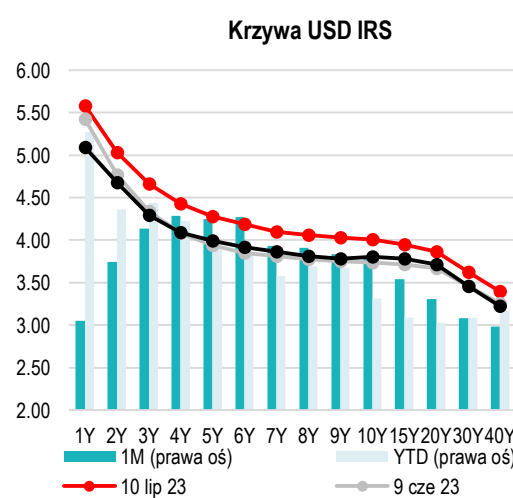
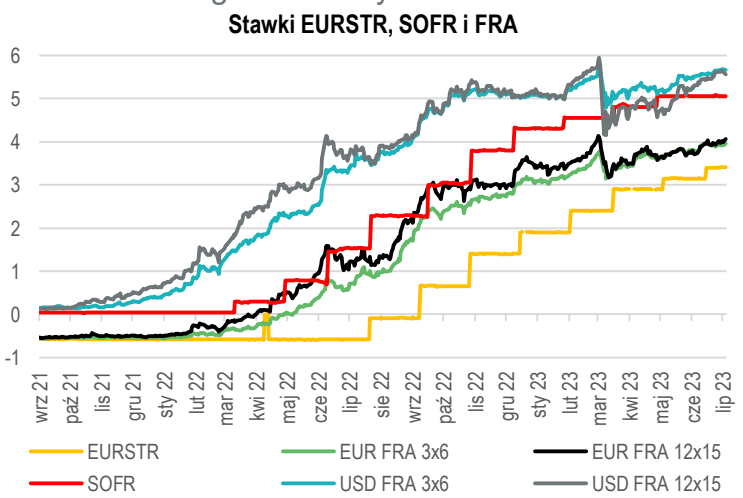
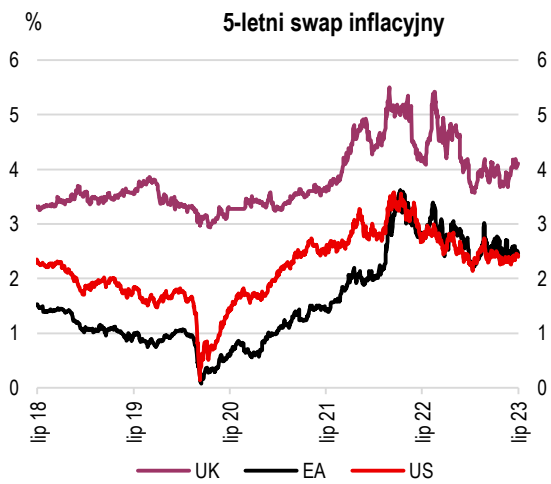
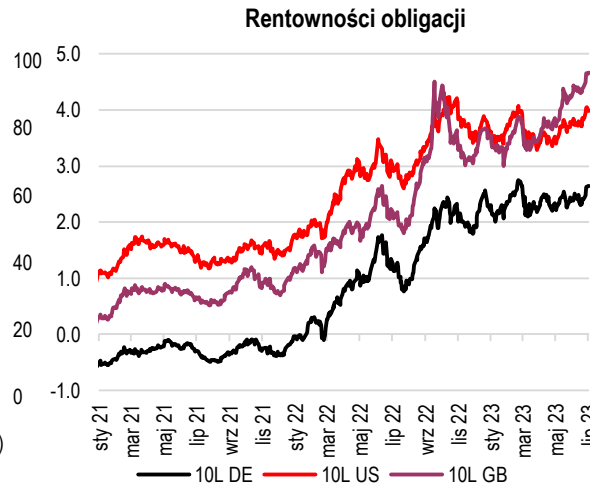
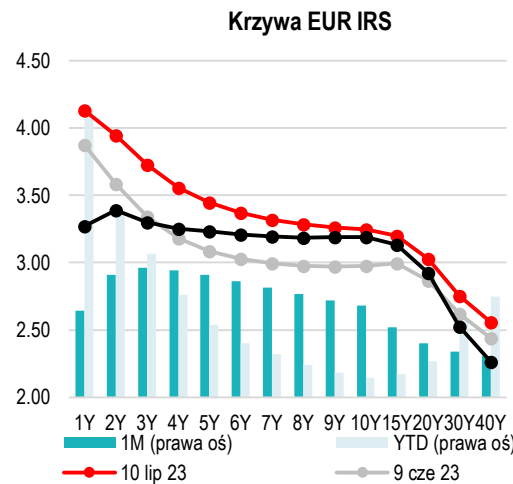
2



# FI: Dalsze podwyżki stóp głównych banków centralnych



Na bazowych rynkach długu doszło do przeszacowania w górę oczekiwań odnośnie do dalszych podwyżek stóp. Wynikało to częściowo z lepszych od oczekiwań danych z USA (szczególnie z rynku pracy) oraz jastrzębich wypowiedzi prezesów Fed i EBC. Zarówno J. Powell jak i C. Lagarde zasignalizowali potrzebę dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej wobec uporczywości inflacji bazowej w strefie euro i mocnego rynku pracy w USA. Oczekujemy jeszcze dwóch podwyżek stóp w strefie euro do 4,5%, w USA w lipcu i listopadzie do 5,75% (a w UK do 6%) i rozpoczęcie cyklu łagodzenia w II poł. 24 r. Oczekujemy też dalszych podwyżek stóp w Norwegii i Szwecji. Krzywe EUR i USD mogą się wystramiać pod koniec cyklu przy dalszym wzroście długoterminowych rentowności Bundów.



Źródło: Refinitiv, Santander

# FI: Spadki krajowych stóp rynkowych

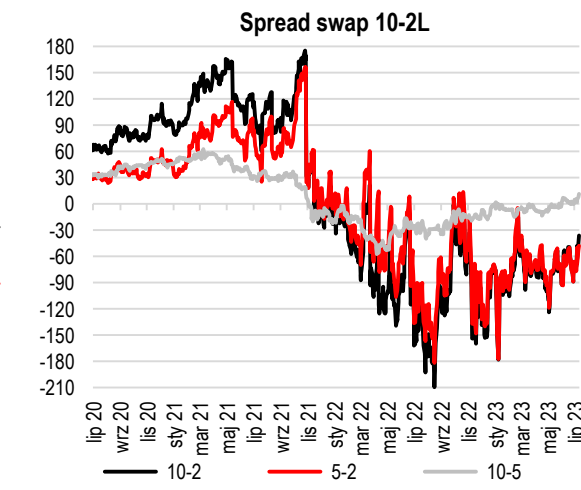
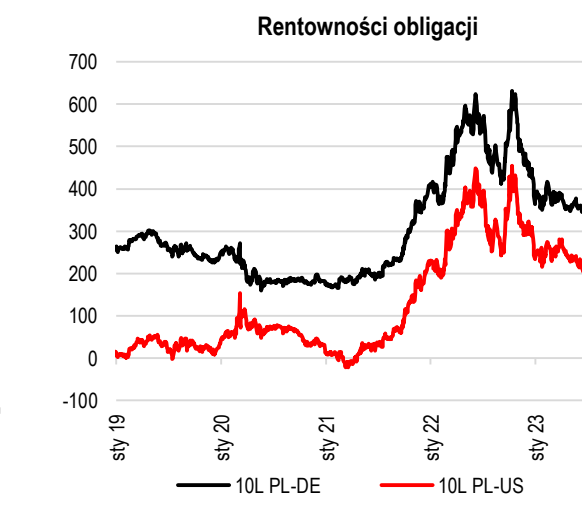
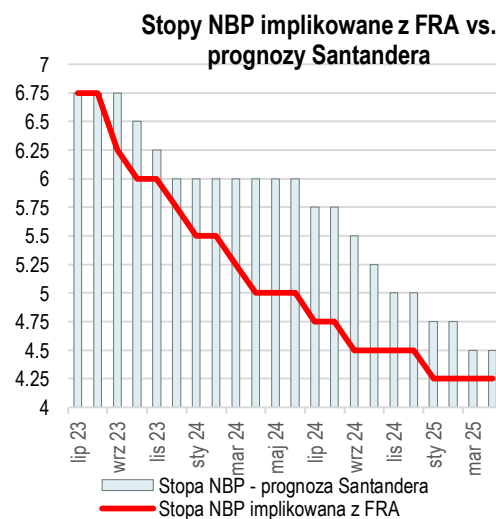
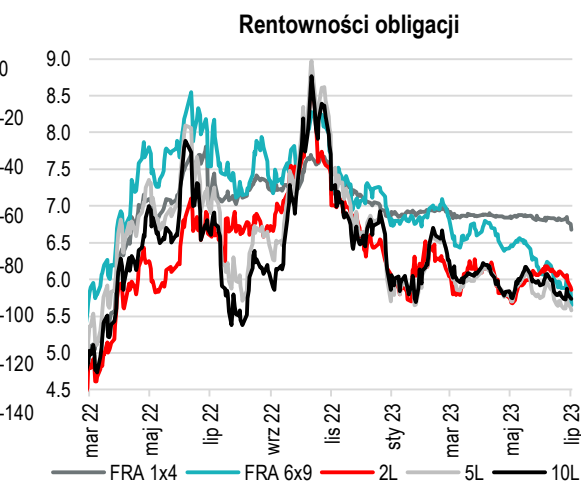
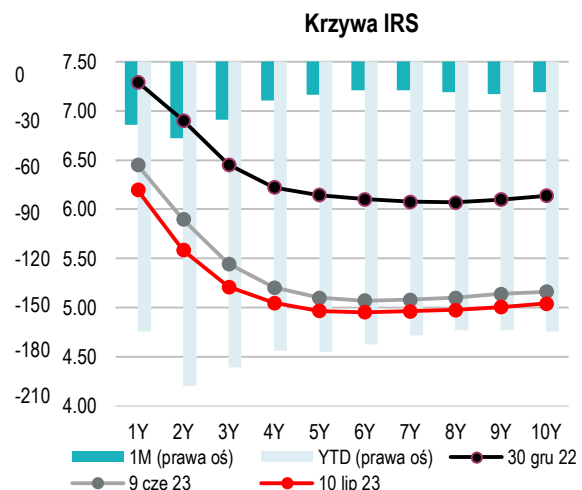
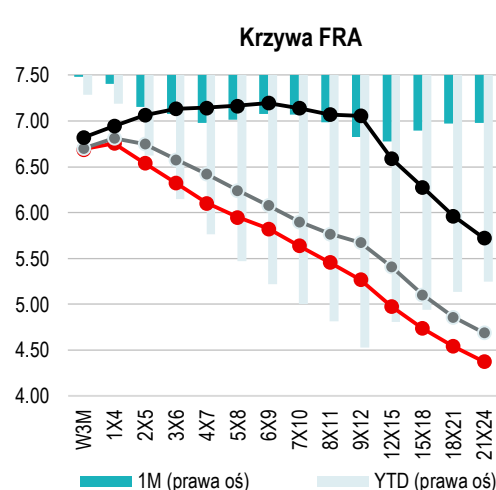


Po znacznym spadku stóp rynkowych w ostatnich miesiącach i wystromieniu krzywych sądzymy, że potencjał do dalszego spadku stóp się wyczerpuje. Rynek wycenia już cztery obniżki stóp do końca roku i 5 w przyszłym, co wydaje się nam zbyt agresywnym scenariuszem.

Rynek wycenia obniżkę stopy NBP we wrześniu o 50 pb. Nasza prognoza zakłada, że CPI nie spadnie w sierpniu poniżej 10%, co by nie otwierało jeszcze drzwi do obniżek we wrześniu. Przy czym zakładamy, że RPP będzie się poruszać małymi krokami po 25 pb. Naszym zdaniem może to dawać okazję do lekkiego wzrostu stóp rynkowych i okresowych korekt, szczególnie w przypadku krótkich stóp FRA.

Jednak trend spadkowy krzywej swap z tendencją do wystramiania pozostanie najprawdopodobniej utrzymany wraz ze spadkiem inflacji. Rynek może nastawiać się, że obniżki stóp zostaną co najwyżej opóźnione do czasu aż inflacja wyraźnie nie zaskoczy w górę, co mogłoby nastąpić dopiero w przyszłym roku. W związku z tym, że obniżki stóp są naszym zdaniem przedwczesne, oczekujemy większego obniżenia krótkoterminowych stóp.

Okresowo mogą pojawić się korekty stóp w górę np. przy okazji niespodzianki w CPI w górę (wolniejsze hamowanie inflacji żywności, odbicie cen ropy), sporej korekty złotego czy kolejnych znacznych obietnic wyborczych.



Źródło: Refinitiv, Santander



# FI: Spore emisje netto w III kw, ale później mniejsze?

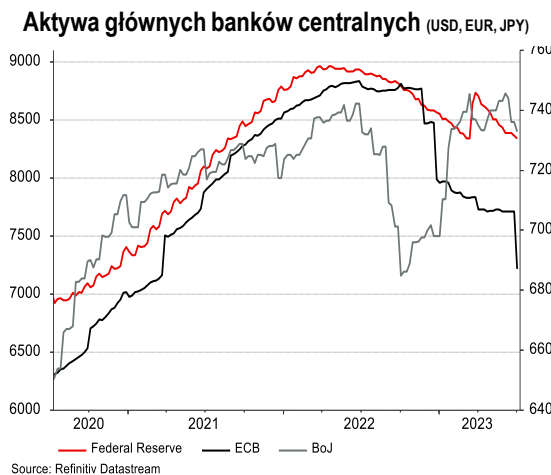
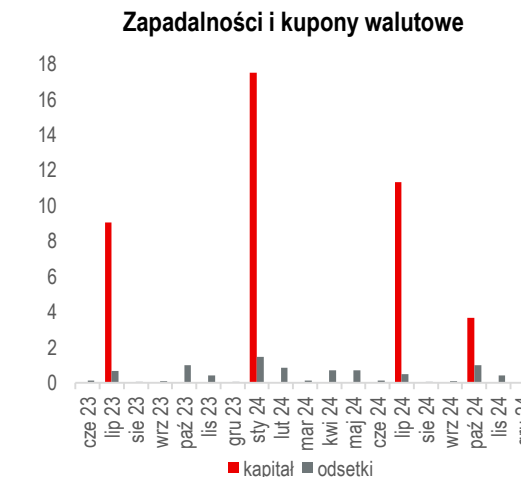
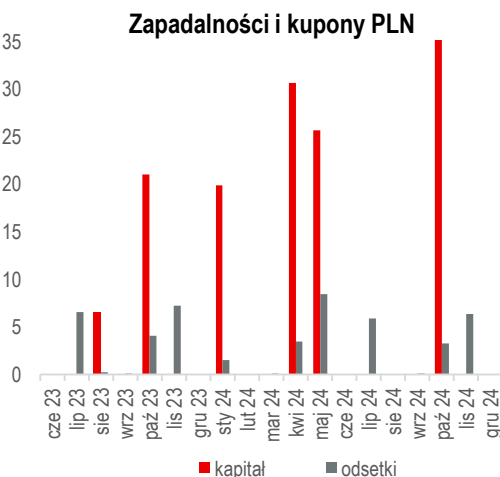
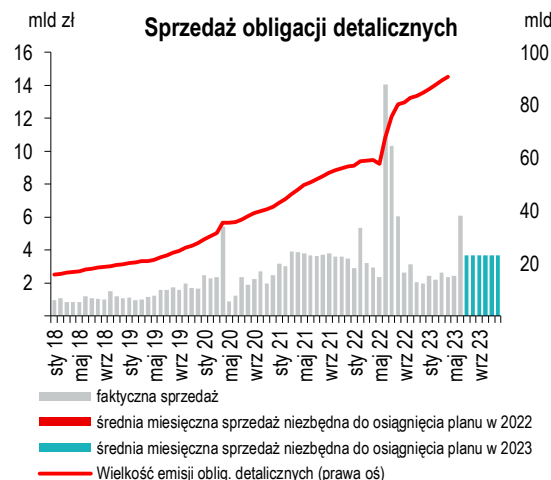
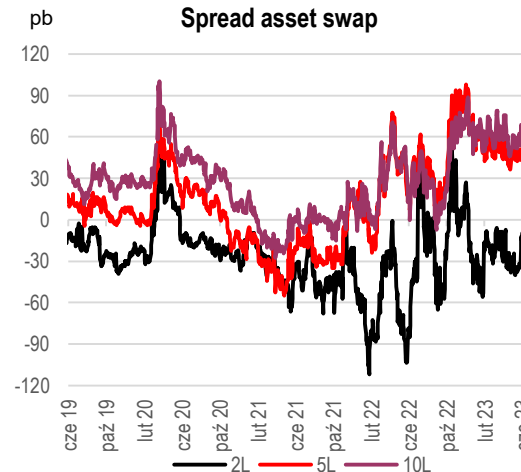
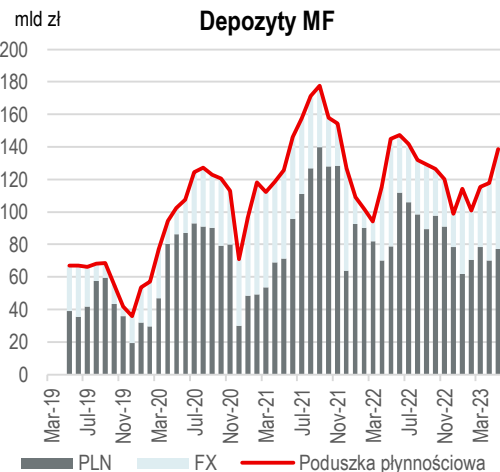


Ministerstwo Finansów poinformowało, że sfinansowało 94% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych wstępnie na poziomie 261 mld zł.

Z ostatniej nowelizacji budżetu wynika, że resort finansów mimo podwyższenia szacunku potrzeb pożyczkowych netto do ok. 150 mld zł z ok. 110 mld zł, pozostawił planowane emisje krajowych SPW na niezmiennym poziomie. Zwiększone potrzeby pożyczkowe miałyby być sfinansowane ze zmniejszenia poduszki płynnościowej (139 mld zł po czerwcu).

Mimo że z nowelizacji wynikają niewielkie potrzeby emisyjne, resort finansów zaplanował dosyć sporą podaż obligacji na III kwartał (18-30 mld zł), co przy niewielkich zapadalnościach daje wysoką emisję netto. Do tego MF sprzedał dużą pulę obligacji na aukcji zamiany (6 mld zł). Sugeruje to jednak chęć utrzymania poduszki na relatywnie wysokim poziomie przed znacznymi zapadalnościami w I połowie roku (ok. 70 mld zł obligacji). Wyższe emisje w III kw. oznaczałyby większą przestrzeń do redukcji emisji w IV kw. otwierając drogę do lekkiego zawężenia spreadów kredytowych asset swap.

Sądzymy jednak, że znaczne zapadalności w 2024 r. i ewentualne kolejne wyborcze wydatki mogą utrzymywać spready kredytowe asset swap na podwyższonych poziomach także w 2024 r.

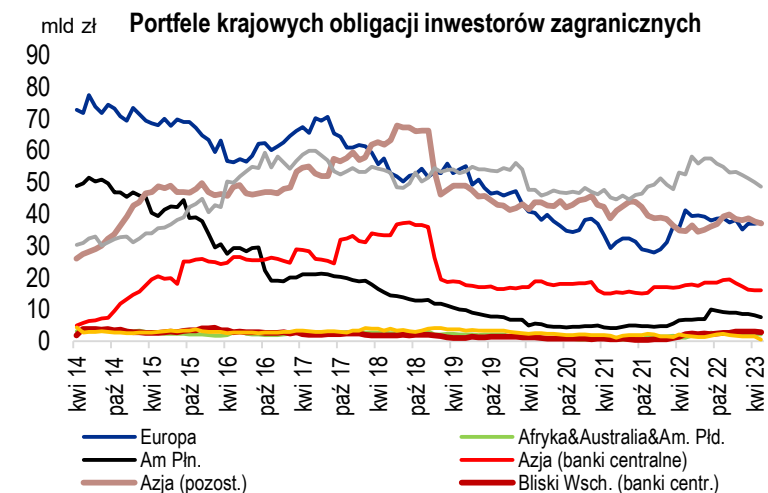
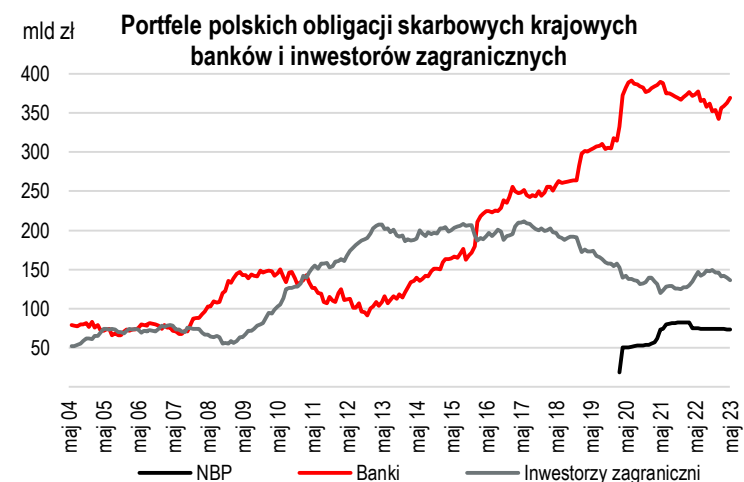
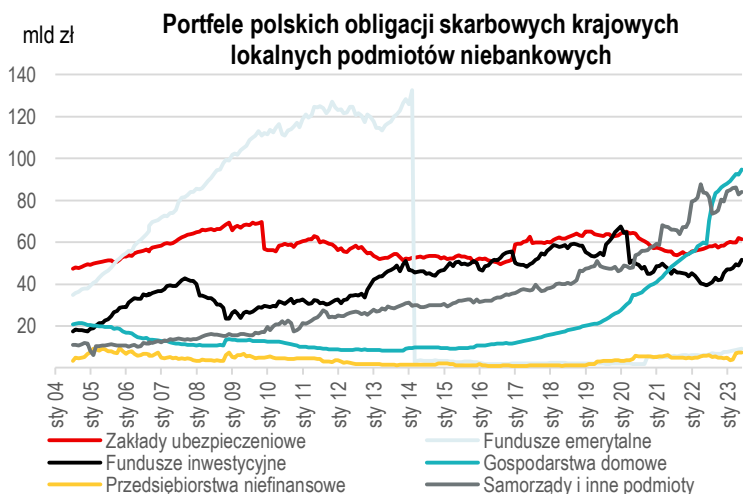




# FI: Inwestorzy zagraniczni wciąż redukują portfele

Głównym inwestorem na rynku krajowych obligacji skarbowych pozostają lokalne banki, które kupiły od początku roku obligacje za ok. 15 mld zł w tym 7 mld zł w samym maju. Do czołowych kupujących należą gospodarstwa domowe, choć skala jest mniejsza niż plany resortu finansów. Dużym nabywcą netto papierów są też krajowe fundusze inwestycyjne w związku ze sporymi napływami od początku tego roku (ok. 7,1 mld zł do funduszy dłużnych w tym 1,5 mld zł w czerwcu). Te trendy mogą zostać utrzymane w kolejnych miesiącach.

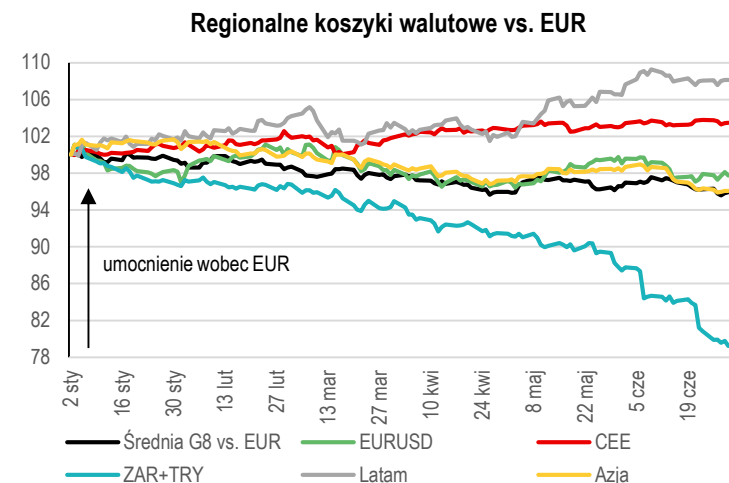
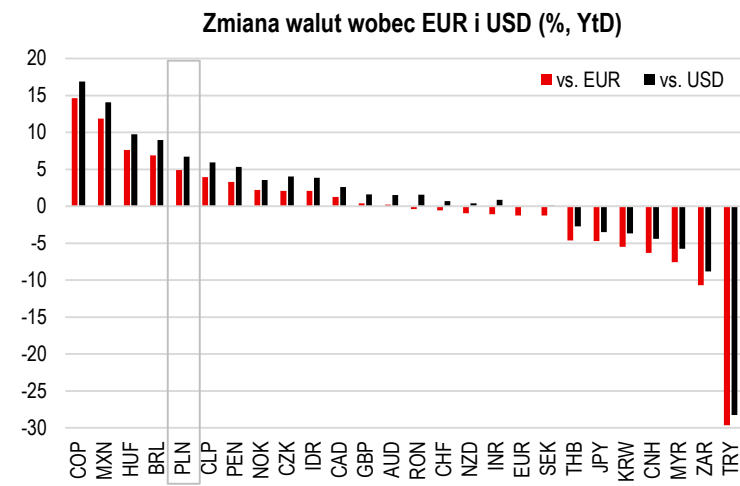
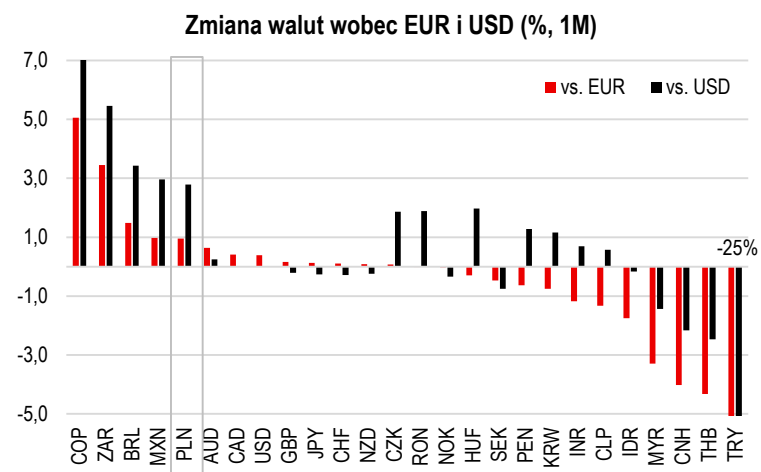
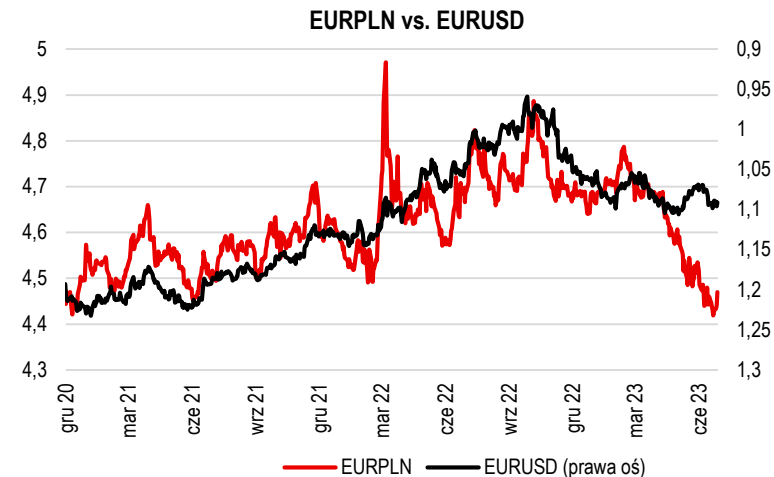
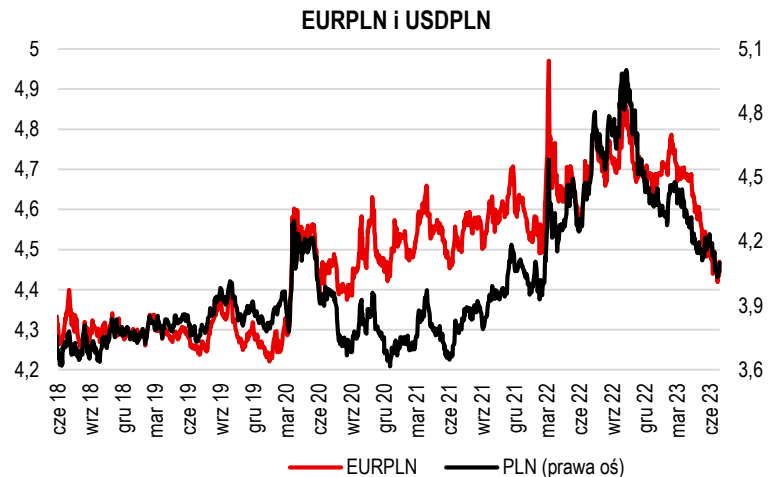
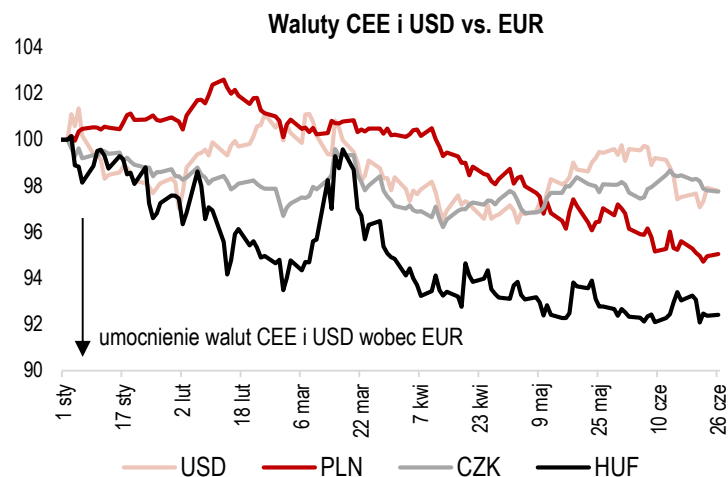
Od początku roku inwestorzy zagraniczni sukcesywnie redukują portfele krajowych SPW, w tym głównie banki centralne i fundusze inwestycyjne, które kupowały polski dług w ubiegłym roku. Wyjątkiem są kupujący inwestorzy z Europy. Perspektywa obniżek stóp procentowych i spadające rentowności mogłyby być zachętą dla inwestorów zagranicznych do powrotu na krajowy rynek. Być może inwestorzy zagraniczni zwiększą swoje zaangażowanie przy okazji korekcyjnych ruchów stóp w górę, skoro długoterminowy trend spadkowy rentowności ma być utrzymany. Sprzyjać temu mogłoby dalsze osłabianie się dolara. Ograniczeniem dla popytu na krajowy dług mogą być wysokie rentowności na rynkach bazowych, szczególnie w USA czy Wielkiej Brytanii, które mogą być preferowane przez klientów tamtejszych funduszy.



**Portfele krajowych SPW inwestorów zagranicznych**

	stan na koniec okresu (mld zł)					zmiana wobec poprzedniego okresu						
	2020	2021	2022	1Q23	kwi	maj	2020	2021	2022	1Q23	kwi	maj
Banki	4,0	2,6	3,1	4,2	3,6	4,0	1,1	-1,4	0,5	1,1	-0,6	0,4
Banki centralne	19,1	17,6	21,4	19,3	19,0	18,9	1,2	-1,5	3,8	-2,1	-0,3	-0,1
Inst. publiczne	0,4	0,3	1,5	1,3	1,6	1,5	0,0	-0,2	1,2	-0,1	0,2	-0,1
Zakłady ubez.	13,0	9,3	5,1	6,0	6,2	6,2	-1,5	-3,8	-4,2	0,9	0,2	0,0
Fundusze emeryt.	13,2	13,6	17,9	17,9	17,5	17,4	1,9	0,4	4,3	-0,1	-0,4	-0,1
Fundusze inwest.	17,4	14,2	20,0	18,4	18,2	17,7	-9,4	-3,2	5,8	-1,5	-0,2	-0,6
Fundusze hedg.	1,7	1,5	1,8	1,7	1,7	1,7	-1,1	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Gosp. domowe	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przed. niefinans.	0,7	0,5	2,1	1,7	1,7	1,4	-0,1	-0,2	1,5	-0,4	0,0	-0,2
Inne	17,4	15,7	19,8	19,9	19,8	18,4	-7,6	-1,8	4,2	0,1	-0,1	-1,4
Rach. zbiorcze	46,6	49,2	53,3	51,2	50,2	48,8	-8,0	2,7	4,1	-2,1	-1,0	-1,4
<b>Razem</b>	<b>133,6</b>	<b>124,4</b>	<b>146,0</b>	<b>141,9</b>	<b>139,6</b>	<b>135,9</b>	<b>-23,6</b>	<b>-9,2</b>	<b>21,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,7</b>

# FX: PLN jedną z najmocniejszych walut EM



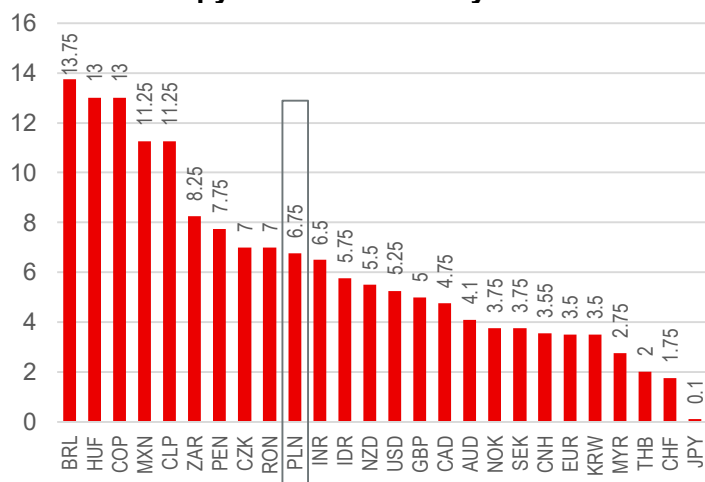
# FX: Niska globalna zmienność i wysokie stopy



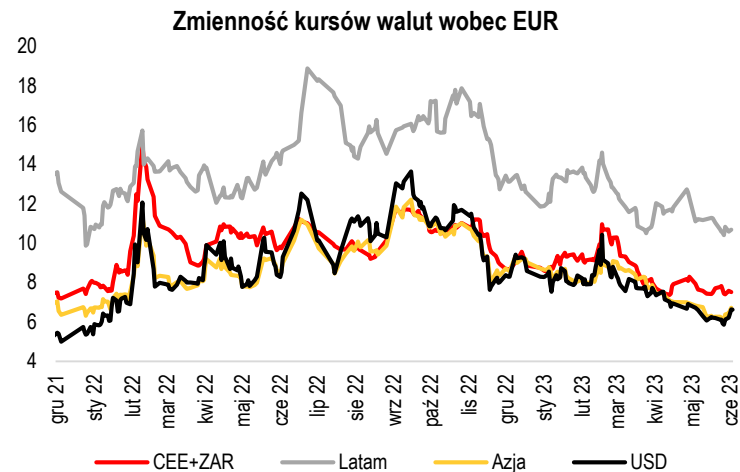
Od połowy lutego złoty znajduje się trendzie aprecjacyjnym wobec głównych walut: EUR i USD. Sprzyja temu spadek globalnej zmienności, którego beneficjentem była większość walut wysoko oprocentowanych, gospodarek bez poważnych strukturalnych nierównowag, szczególnie w Ameryce Płd, gdzie stopy były podnoszone szybciej i szybciej nastąpił też spadek inflacji, co podwyższyło stopy realne, a także w regionie Europy Środkowej.

Odwrócenie pozycji carry trade mogłoby nastąpić przy wzroście awersji do ryzyka. Obecnie trudno wskazać czynnik, który mógłby do tego doprowadzić, ale mógłby nim być dalszy wzrost stopy realnej w USA, interwencja BoJ wspierająca jena, czy powrót napięć geopolitycznych.

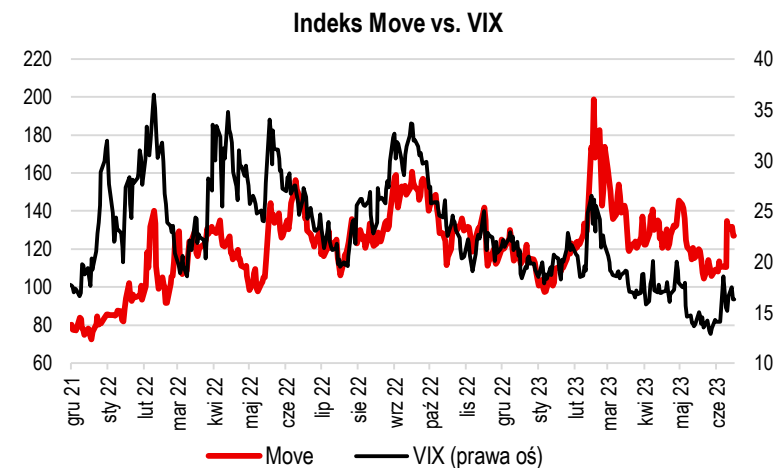
## Główne stopy banków centralnych



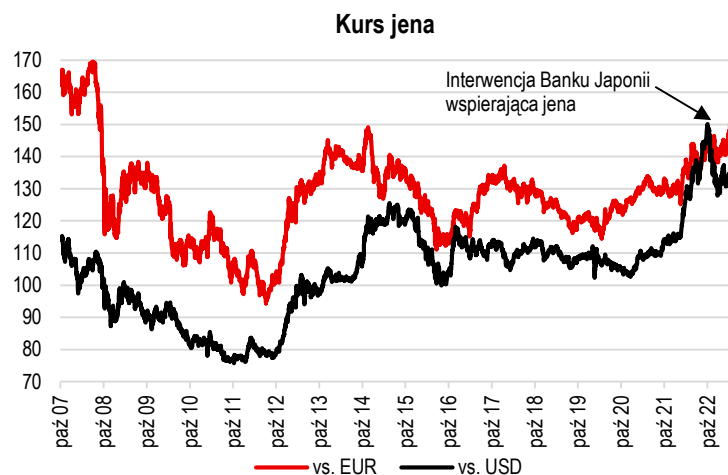
## Spadek zmienności kursów walut gospodarek wschodzących wobec euro



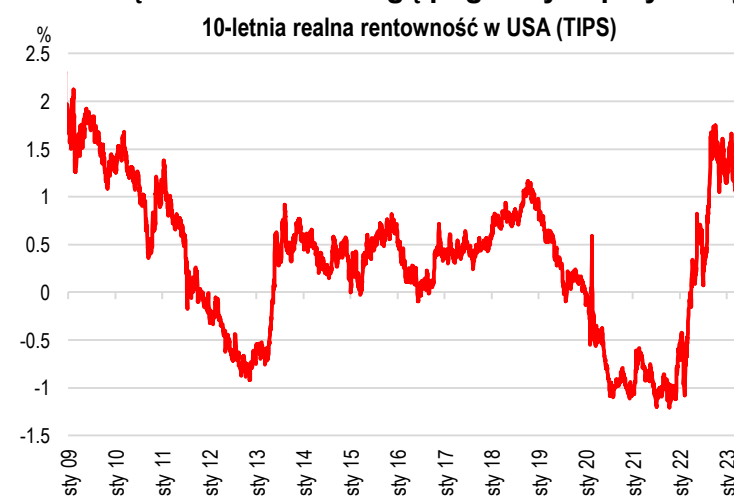
## ... oraz zmienności rynku akcji i obligacji mimo zawirowań na w sektorze bankowym w USA



## Jen mocno się osłabił od początku roku



## Jastrzębie Fed i EBC mogą pogorszyć apetyt na ryzyko



Źródło: Refinitiv, Santander Bank Polska

Nota: CEE: PLN, CZK, HUF, Latam: BRL, MXN, CLP, COP, PEN; Azja: CNH, KRW, MYR, THB, IDR, INR; VIX – indeks zmienności SP500; Move – indeks zmienności obligacji skarbowych USA

# FX: Kolejne miesiące mogą być słabsze dla PLN

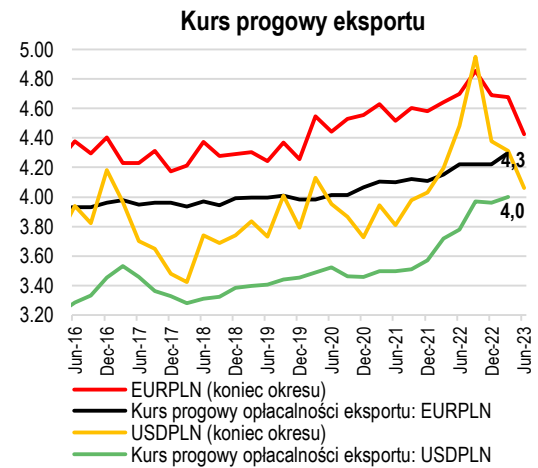


Strukturalnym czynnikiem ograniczającym umocnienie złotego pozostaje wysoki dysparytet inflacji CPI wobec strefy euro, który sprawia, że progowy kurs opłacalności eksportu jest coraz wyższy. Obecnie kurs progowy EURPLN to już 4,30. Co prawda kurs deflowany PPI wyraźnie się osłabił, ale wynikało to głównie z wyższego udziału gazu w przemyśle europejskim i jedynie przejściową poprawą konkurencyjności energetycznej względem strefy euro w 2022 r. Z drugiej strony od października ceny w przetwórstwie spadają w Polsce szybko relatywnie na tle Europy co jest możliwe dzięki umocnieniu złotego, ale być może taka tendencja też sugeruje, że polski przemysł przetwórczy może pozostać konkurencyjny nawet przy nieco mocniejszym złocie.

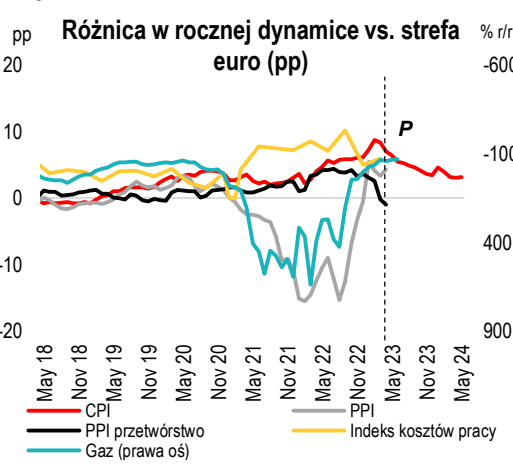
Sądzymy, że w drugiej połowie roku saldo obrotów bieżących może być słabsze z ryzykiem w górę dla importu pod wpływem ożywienia konsumpcji, obaw o dostawy gazu czy ożywienia światowej gospodarki z ryzykiem w górę też dla cen ropy.

Złoty mógłby też tracić w przypadku przedwyborczego wzrostu zmienności, utrzymaniem napięć z UE (brak aprobaty dla ustawy SN przez TK możliwy nawet do końca 2024 r. może oznaczać brak środków KPO), czy wzrostów rentowności na rynkach bazowych.

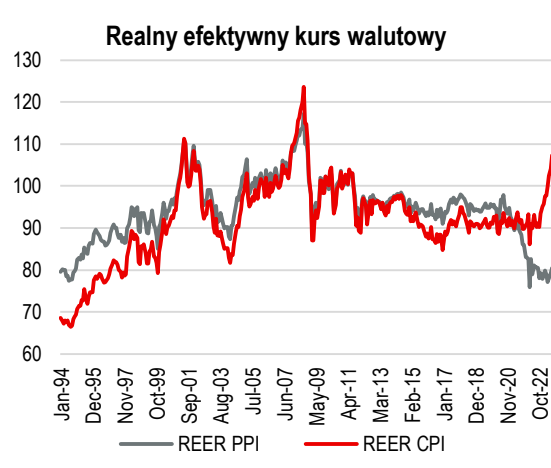
**Inflacja osłabia kurs równowagi złotego**



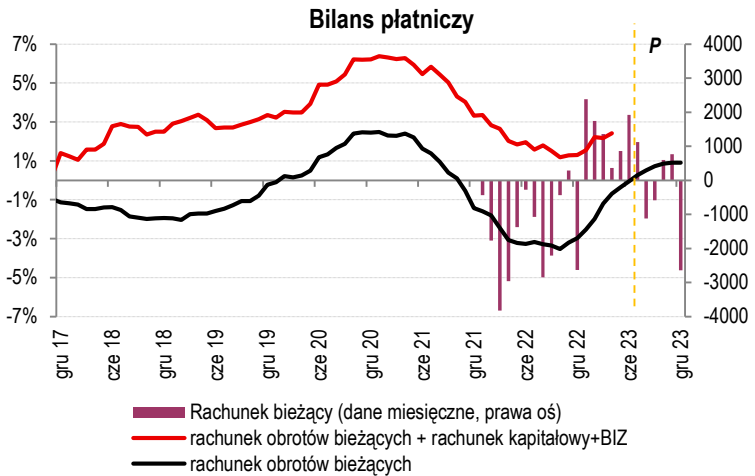
**Dysparytet inflacji do euro wciąż wysoki choć spada**



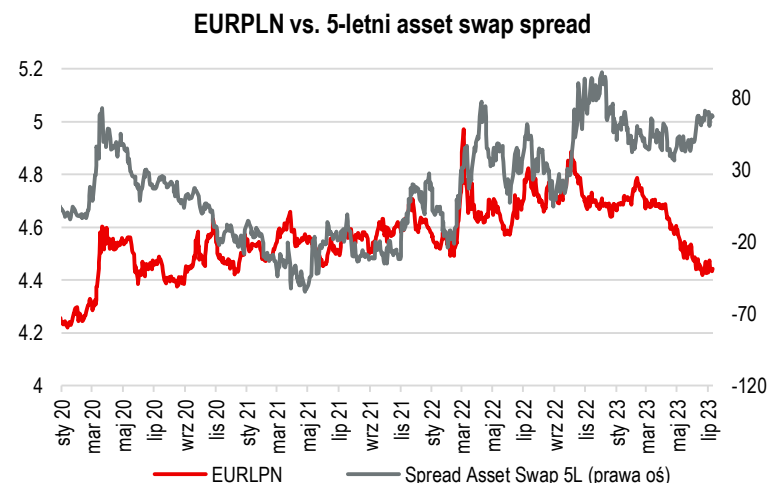
**Oslabienie REER deflowanego PPI głównie za sprawą gazu**



**Ożywienie konsumpcji osłabi saldo obrotów bieżących w II poł. roku przy słabym eksporcie i ryzyku wzrostu cen surowców**



**Ryzyko fiskalne, wyborcze, i ryzyko braku środków UE nie jest w pełni wyceniane na rynku walutowym**



Źródło: NBP, Eurostat, Refinitiv, JP Morgan, Santander





# FX: Ale skala korekty będzie ograniczona

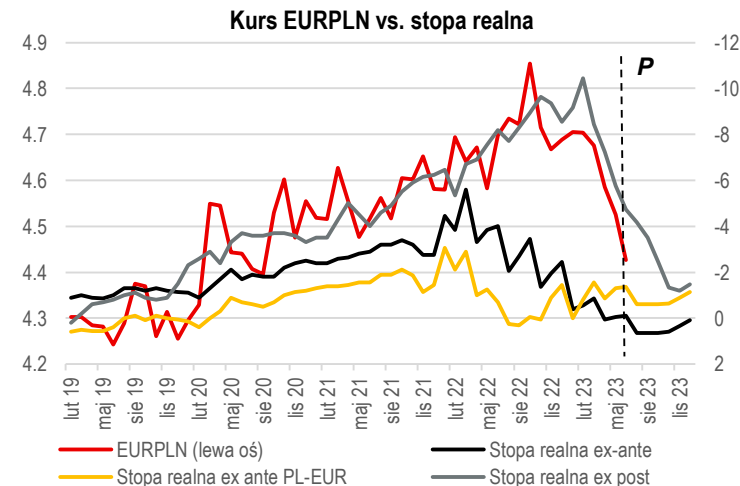
Umocnienie złotego obserwowane od października, które nasiliło się w lutym, zbiega się w czasie ze wzrostem stopy realnej. Sądzymy, że dalszy spadek inflacji zapewni stopniowy wzrost stopy realnej ex-post. Stopa ex-ante stabilizuje się przy naszych obecnych prognozach na stopy zakładające spadek stopy NBP do 6% do końca roku, ale może rosnąć dalej od początku przyszłego roku wraz z dalszym spadkiem inflacji w 2025 r. i powolnym spadkiem stóp NBP. Sądzymy, że RPP po obniżkach w II połowie roku może wstrzymać się z dalszymi ruchami stóp w I pół 2024 r., co będzie wspierało dalszy wzrosty realnej stopy ex-ante i okresowe korekty stóp FRA i IRS w górę.

Korzystnie na złotego mogą wciąż oddziaływać dosyć wysokie stawki basis swap.

W okresach zwiększonej zmienności BGK może aktywować większą sprzedaż walut w celu utrzymania siły złotego, która może być preferowana przez NBP w związku wpływem na inflację, ale także przez MF przed wyborami, podczas gdy sytuacja eksporterów może nie być obecnie najistotniejsza.

Pozytywny wpływ na złotego może mieć też napływ inwestycji bezpośrednich, który może poprawiać strukturalnie eksport w długim terminie.

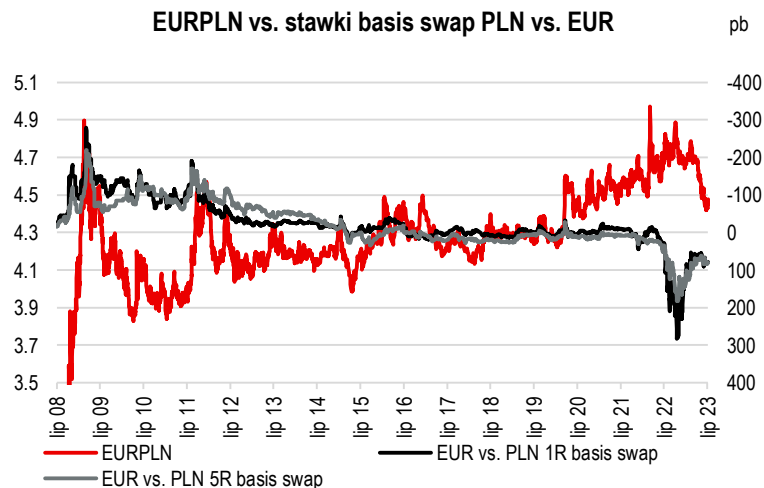
## Dalszy wzrost stopy realnej będzie wspierał złotego



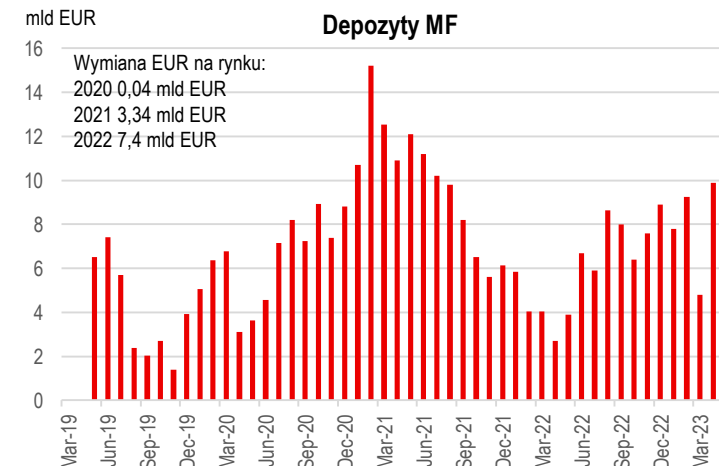
## Oczekujemy, że RPP będzie obniżała stopy wolniej niż wycenia rynek



## Dodatknie basis swapy utrudniają grę na osłabienie złotego



## MinFin może wspierać PLN wymieniając dużą część depozytów FX (z UE, emisji i aukcji CO2) na rynku



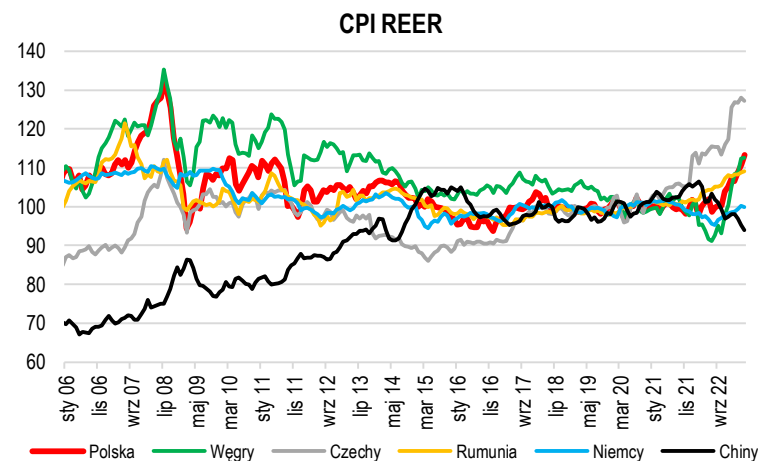
# FX: REER może dalej się umacniać



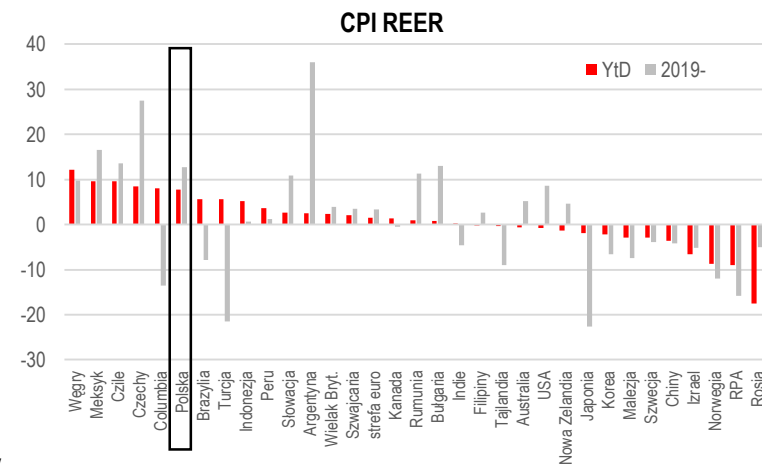
Według [szacunków MFW](#) w 2022 kurs REER był niedowartościowany o ok. 1-3%, przy założeniu, że naturalny poziom salda obrotów bieżących dla Polski jest ujemny. Umocnienie REER w tym roku byłoby spójne z założeniami MFW. Oczekiwana przez nas niewielka skala osłabienia złotego do EUR przy utrzymaniu pozytywnej różnicy inflacyjnej do strefy euro może działać w kierunku dalszego umocnienia realnego kursu złotego. Taki proces działałby w kierunku zrównoważenia polskiej gospodarki obniżając inflację.

W dłuższym terminie wsparciem dla złotego i eksportu będą napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych wynikające z reshoringu.

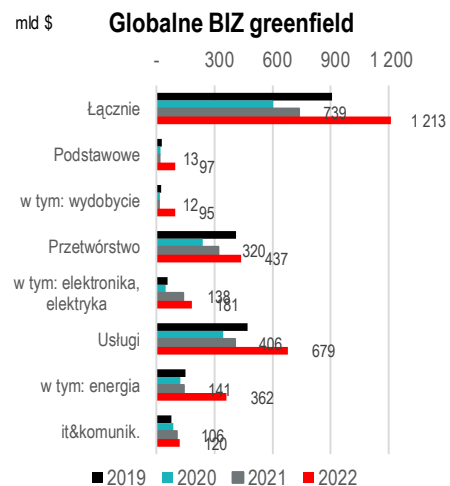
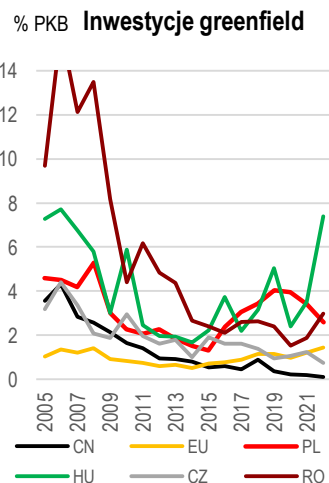
## Realne kursy walut w regionie zyskują ...



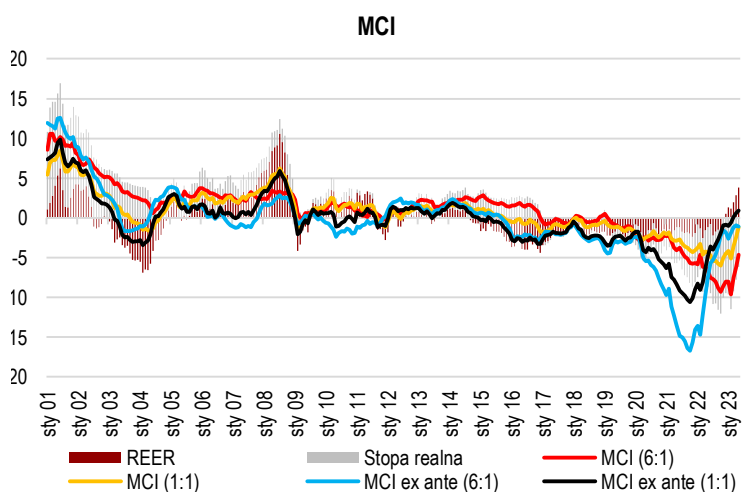
## ... razem z walutami krajów Ameryki Południowej



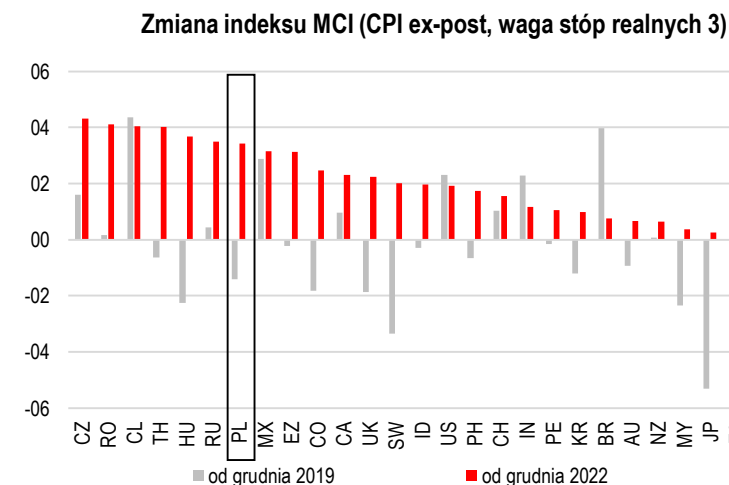
## Napływy FDI mogą wspierać eksport i złotego



## Zacieśnienie warunków monetarnych w Polsce w 23r.



## ... jedno z najmocniejszych globalnie, ale wciąż niewielkie w relacji do 2019 r.



Prognozy

3





# Prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	mld PLN	2,631.3	3,078.3	3,399.7	3,766.8	800.4	805.5	851.8	942.1	863.5	862.0	912.4	1,003.3
PKB	% r/r	6.9	5.1	1.0	3.3	-0.3	0.1	0.5	3.2	3.3	3.0	3.6	3.1
Popyt krajowy	% r/r	8.5	5.1	-3.1	3.5	-5.2	-5.7	-3.4	1.0	3.7	3.6	3.6	3.1
Spożycie indywidualne	% r/r	6.2	3.3	-0.6	4.3	-2.0	-3.0	-0.5	3.0	5.0	5.0	4.2	3.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1.2	5.0	3.7	1.6	5.5	4.5	3.0	3.0	-1.5	0.5	2.0	3.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	14.5	10.4	-2.0	4.5	-0.9	-3.9	-2.6	-0.8	0.6	5.5	6.0	6.1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1.6	7.6	0.5	1.2	1.9	1.2	0.4	-0.7	-8.9	-3.0	5.7	6.9
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	7.4	5.5	-3.7	5.8	-5.3	-6.9	-4.4	1.7	4.3	2.5	4.4	4.4
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	8.9	12.1	12.8	10.7	14.3	11.8	12.1	13.2	11.8	11.4	10.0	9.7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0.4	2.2	0.2	0.6	0.5	0.2	0.1	0.1	0.6	0.4	0.6	0.6
Stopa bezrobocia*	%	5.8	5.2	5.3	5.5	5.4	5.0	5.0	5.3	5.5	5.0	5.1	5.3
Rachunek bieżący	mln EUR	-8,261	-19,612	6,993	-11,129	5,476	2,939	-309	-1,113	1,503	-1,563	-5,129	-5,941
Rachunek bieżący	% PKB	-1.4	-3.0	0.9	-1.3	-1.2	-0.1	0.7	0.9	0.4	-0.2	-0.8	-1.4
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-1.8	-3.7	-5.3	-3.9	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	5.1	14.3	11.9	7.3	17.0	13.1	10.1	7.4	7.5	7.0	7.4	7.3
CPI *	% r/r	8.6	16.6	7.4	7.3	16.1	11.5	9.1	7.3	6.8	7.2	7.3	7.3
Inflacja bazowa	% r/r	4.1	9.1	10.4	5.1	12.0	11.6	10.0	8.1	6.1	4.9	4.8	4.7

\* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



# Prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Stopa referencyjna NBP *	%	1.75	6.75	6.00	5.00	6.75	6.75	6.75	6.00	6.00	6.00	5.50	5.00
WIBOR 3M	%	0.54	6.02	6.75	5.83	6.93	6.90	6.76	6.39	6.18	6.12	5.80	5.23
Rentowność obligacji 2L	%	0.79	6.35	5.77	5.22	6.16	6.00	5.45	5.48	5.33	5.36	5.23	4.97
Rentowność obligacji 5L	%	1.39	6.36	5.81	5.35	6.11	5.92	5.66	5.54	5.45	5.47	5.34	5.15
Rentowność obligacji 10L	%	1.97	6.10	5.90	5.57	6.16	5.99	5.77	5.68	5.65	5.70	5.58	5.37
IRS 2L	%	1.19	6.62	5.85	5.08	6.39	6.18	5.42	5.43	5.24	5.20	5.08	4.81
IRS 5L	%	1.69	5.92	5.10	4.58	5.53	5.37	4.74	4.78	4.67	4.61	4.55	4.47
IRS 10L	%	2.01	5.68	5.15	4.79	5.47	5.34	4.85	4.93	4.87	4.84	4.79	4.68
EUR/PLN	PLN	4.57	4.69	4.56	4.52	4.71	4.55	4.45	4.52	4.55	4.54	4.51	4.50
USD/PLN	PLN	3.86	4.46	4.19	4.04	4.39	4.18	4.03	4.14	4.15	4.08	3.99	3.93
CHF/PLN	PLN	4.22	4.67	4.58	4.26	4.75	4.65	4.48	4.45	4.40	4.30	4.21	4.15
GBP/PLN	PLN	0.18	0.19	0.19	0.18	5.33	5.23	5.15	5.16	5.42	5.46	5.50	5.49

\* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie



Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **13.07.2023** r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)

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

**Piotr Bielski, dyrektor**

691 393 119

**Bartosz Białas**

517 881 807

**Cezary Chrapek, CFA**

887 842 480

**Marcin Luziński**

510 027 662

**Grzegorz Ogonek**

609 224 857

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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)

# 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

