

Wszystkie ręce na pokład

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Spis treści

| | |
|--|-------|
| ■ Podsumowanie | s. 3 |
| ■ PKB | s. 7 |
| ■ Inwestycje | s. 12 |
| ■ Fundusze UE | s. 14 |
| ■ Konsumpcja | s. 16 |
| ■ Rynek pracy | s. 22 |
| ■ Kredyty i depozyty | s. 24 |
| ■ Inflacja | s. 25 |
| ■ Polityka pieniężna | s. 28 |
| ■ Polityka fiskalna | s. 32 |
| ■ Wybory parlamentarne | s. 35 |
| ■ Rynek długu | s. 38 |
| ■ Rynek walutowy | s. 44 |
| ■ Tabela z prognozami | s. 47 |



Podsumowanie (makro)

Przeciąganie liny, o którym napisaliśmy po raz pierwszy ponad rok temu, pomiędzy zwolennikami tezy o nadchodzącej globalnej recesji, która miałaby zmusić banki centralne do szybkich obniżek stóp procentowych, a oczekującymi uporczywej inflacji i stóp pozostających „wyżej na dłużej”, nadal trwa. W USA widmo recesji zdaje się wciąż oddalać, w Europie przeważają negatywne sygnały, skłaniające do rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego. Na obu kontynentach banki centralne zbliżają się najwyraźniej do końca cykli zacieśnienia polityki pieniężnej, otwarta jednak pozostaje kwestia kiedy zaczną te cykle odwracać. Naszym zdaniem nie wcześniej niż w II półroczu 2024 – priorytetem dla EBC i Fed pozostaje inflacja. Liderami w normalizacji stóp procentowych są banki centralne Ameryki Łacińskiej, a we wrześniu w ich ślady podążył NBP, zaskakując redukcją stopy referencyjnej o 75pb. Różnica między nimi jest taka, że kraje LatAm odpowiednio wcześniej i mocno podniosły realne stopy procentowe, zdecydowanie przybliżając powrót inflacji do celu, tymczasem w Polsce perspektywa realizacji celu inflacyjnego pozostaje równie odległa jak rok temu, a restrykcyjność polityki pieniężnej mierzona poziomem realnych stóp jest znacznie mniejsza niż w innych krajach. **Spodziewany dalszy spadek CPI w najbliższych miesiącach pozwala naszym zdaniem oczekiwać kolejnych cięć stóp w tym roku. Roboczo zakładamy, że będą to dwie obniżki po 25pb, w październiku i listopadzie, do 5,50% na koniec br.**, zdając sobie jednak sprawę z dużego ryzyka pomyłki – funkcja celu RPP najwyraźniej mocno zmieniła się po wakacjach i niestety nie jesteśmy w stanie jej jednoznacznie zidentyfikować. ([str.28](#))

Naszym zdaniem rozpoczęcie obniżek stóp w Polsce następuje na tyle szybko i gwałtownie, że zwiększa ryzyko wstrzymania trendu dezinflacji w 2024 r. **Inflacja CPI, po spadku w kilku najbliższych miesiącach, w przyszłym roku będzie oscylować blisko 7% r/r, w połowie roku wręcz lekko odbijając w górę**, w reakcji na akomodacyjną politykę pieniężną i fiskalną, ożywienie popytu krajowego, odwrócenia efektów bazowych. Nasze prognozy zakładają wygaszenie tzw. tarcz antyinflacyjnych (zamrożonych cen energii, zerowego VAT na żywność) od początku 2024 r. – ten czynnik dorzuca do CPI ok. 3 pkt. proc. po Nowym Roku. ([str.25](#))

Odważnemu łagodzeniu polityki monetarnej towarzyszy kolejny rok ekspansji fiskalnej. Wbrew tendencjom z poprzednich dwudziestu lat, zgodnie z którymi nierównowaga w finansach publicznych raczej malała niż rosła w roku wyborów parlamentarnych, wygląda na to, że ten rok zamknie się niedoborem ponad 5% PKB, a na rok kolejny rząd zaplanował deficyt 4,5% PKB, przy bardzo dużej skali przyrostu zadłużenia (rekordowe potrzeby pożyczkowe ponad 420 mld zł brutto). Projekt budżetu wygląda ambitnie i pozbawiony jest „zwyczajowych” zakładek po stronie dochodów i wydatków, a dodatkowo wchodząca właśnie w najgorętszą fazę kampania wyborcza generuje ryzyko pojawienia się nowych obietnic i zobowiązań, które obciążą ten i/lub przyszły rok. ([str.32](#))

Większa od oczekiwań skala ekspansji fiskalnej i monetarnej oznacza „wszystkie ręce na pokład” w zakresie stymulacji popytu krajowego. **Korygujemy w dół prognozę wzrostu PKB na ten i przyszły rok – do odpowiednio 0,7% i 3,0% ([str.7](#)) – z uwagi na słabszy od oczekiwań punkt startowy (pierwsze półrocze) i pogarszające się dane ze strefy euro, ale również większe ryzyko przedłużonego zamrożenia środków z UE ([str.14](#)).** Podtrzymujemy jednak tezę, że najgorsza faza cyklu spowolnienia już za nami, a kolejne kwartały przyniosą stopniową poprawę aktywności ekonomicznej, której motorem będzie przede wszystkim krajowy popyt konsumpcyjny. Będą mu sprzyjać, obok łagodnego policy-mix, utrzymanie wysokiej dynamiki dochodów z pracy i świadczeń socjalnych ([str.23](#)), dodatni impuls kredytowy ([str.24](#)).

Wydarzeniem najbliższych tygodni będą wybory parlamentarne ([str.35](#)), których wynik może istotnie wpłynąć na kształt polityki makroekonomicznej, ramy instytucjonalne i szanse rozwojowe, w tym m.in. rolę Polski w UE i możliwości uruchomienia finansowania ze środków europejskich. **Obecne trendy sondażowe wskazują, że przewidywanie wyniku wyborów obarczone jest ogromną niepewnością.** Niepewność dotyczy również tego jak długo będzie trwał proces tworzenia nowego rządu, a gdyby okazało się, że utworzenie stabilnego układu jest niemożliwe, nie można wykluczyć przedterminowych wyborów na wiosnę 2024.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Od publikacji ostatniego raportu złoty wyraźnie osłabił (ok. 4% do euro) i był jedną z najsłabszych walut gospodarek wschodzących. W okresie wakacyjnym kurs złotego pozostawał relatywnie stabilny, a duża przecena to głównie efekt rynkowej reakcji na „szokową” obniżkę stóp procentowych przez RPP we wrześniu. Słabszemu złotemu sprzyjało też umocnienie dolara, które podobnie jak czynniki regionalne sprawiło, że generalnie waluty regionu Europy Środkowej (CEE) zachowywały się relatywnie słabo na tle innych walut. Kurs złotego jest obecnie pomiędzy poziomami opłacalności eksportu i importu według ankiet NBP.

Sądzimy, że po zaskakującej obniżce stóp przez NBP i oczekiwanym dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej przy podwyżkach stóp ze strony EBC **jest przestrzeń do dalszego osłabiania się złotego.** Sprzyjać temu może większa zmienność kursu w okresie wyborczym, prawdopodobnie wciąż niedoceniona niepewność odnośnie polityki fiskalnej, pogorszenie salda obrotów bieżących w II połowie roku, a także zmiana nastawienia NBP do kursu. W trakcie wrześniowej konferencji prezesa NBP dało się odczuć większą preferencję dla słabego złotego. Poza chęcią wsparcia eksporterów niewykluczone, że może za tym stać chęć uniknięcia straty walutowej z utrzymywanych rezerw wobec zaplanowanego w budżecie 6 mld zł zysku. Ograniczająco na skalę przeceny mogą działać wciąż wysokie stawki basis swap, zwiększające koszty gry przeciwko złotemu dla inwestorów zagranicznych, oraz sprzedaż walut przez BGK w imieniu Ministerstwa Finansów. Zakładamy, że **odreagowanie złotego wraz z ożywieniem gospodarczym i stopniowym osłabieniem dolara na światowych rynkach jest możliwe w przyszłym roku.** W długiej perspektywie korzystanie na waluty regionu mogą wpływać napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych. ([str. 44](#))

Rynek stopy procentowej

Na krajowym rynku stopy procentowej doszło do znacznego spadku stawek w reakcji na dużą obniżkę stóp NBP. Po wcześniejszym znacznym spadku stóp w reakcji na gołębi piwot prezesa NBP w lipcu i zakończenie cyklu podwyżek, stawki rynkowe pozostawały względnie stabilne przez miesiące wakacyjne. Najpierw nowelizacja tegorocznego budżetu, a później publikacja projektu budżetu na 2024 r. z rekordową kwotą potrzeb pożyczkowych i planowanych emisji obligacji przyniosły stopniowy wzrost spreadów kredytowych asset swap. Z kolei zaskakująca co do skali obniżka stóp NBP i gołębia argumentacja prezesa NBP doprowadziły do znacznego spadku stóp oraz wystromienia krzywych IRS i obligacji.

Sądzimy, że rynek przeszacował skalę możliwych obniżek stóp procentowych wobec czego zakładamy przestrzeń do lekkiego wzrostu stóp i wypłaszczenia krzywej w IV kw. Mimo lekkiej korekty stóp w górę w ostatnich dniach przed publikacją raportu rynek wciąż wycenia ok 100 pb obniżek stopy NBP do końca roku i ok. 225pb do połowy przyszłego roku. Sądzimy, że skala łagodzenia będzie mniejsza, a impuls do korekty stóp rynkowych w górę mogą dać niespodzianki w górę w CPI, pierwsza jastrzębia decyzja i konferencja RPP czy dalsze osłabienie złotego. **Spadki stóp rynkowych i dalsze wystramianie się krzywej mogą jednak powrócić w kolejnych kwartałach. Wysokie emisje długu będą utrzymywać podwyższone poziomy spreadów asset swap.** Sądzimy, że większe spadki rentowności mogą nastąpić w trakcie przyszłego roku, co zepchnie spready do Bundów trwale głębiej poniżej 300 pb. ([str. 38](#))



Prognozy 2023 – co się zmieniło

| Wskaźnik | Nasze prognozy w lipcu 2023 | Nasze prognozy we wrześniu 2023 |
|-------------------------|--|---|
| PKB | 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. | Obniżamy lekko prognozy PKB na ten i przyszły rok, ze względu na słabsze wykonanie I półroczu oraz nadal pogarszające się perspektywy gospodarki niemieckiej i strefy euro. Ożywienie nadal jest jednak scenariuszem bazowym, któremu będzie sprzyjać bardziej ekspansywna od oczekiwań polityka gospodarcza: obniżki stóp i wysoki deficyt fiskalny. |
| Struktura PKB | 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. | Inwestycje w tym roku nie przestają zaskakiwać na plus, ale widzimy gęstniejące chmury nad 2024 rokiem z uwagi na ryzyko zastoju w finansowaniu z UE. Nadal zakładamy rychłe ożywienie popytu konsumpcyjnego, któremu będzie sprzyjać wzrost dochodów realnych i ekspansja fiskalno-monetarna. Słaby popyt zewnętrzny i ożywienie popytu krajowego zapowiadają pogorszenie wkładu eksportu netto. |
| Rynek pracy | 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. | Bezrobocie nadal rekordowo niskie, niedobór siły roboczej pozostaje problemem, widzimy wczesne symptomy wzrostu popytu na pracowników. Dynamika płac jest i pozostanie dwucyfrowa, co przy niższej inflacji przełoży się na realny wzrost dochodów do dyspozycji. |
| Inflacja | 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. | Po szybszej niż zakładaliśmy dezinflacji w 2023 r. spodziewamy się zatrzymania tego trendu w 2024 r., na co wpłynie najpierw wygaśnięcie tarcz antyinflacyjnych, a z czasem efekty niskiej bazy, słabszego złotego i ożywienia popytu krajowego stymulowanego fiskalnie i monetarnie. |
| Polityka pieniężna | Prezes NBP zapowiedział rozpoczęcie obniżek stóp kiedy CPI spadnie poniżej 10%, co sugeruje pierwsze cięcia w październiku. Zakładamy, że stopa referencyjna spadnie do 6,0% na koniec 2023 i 5,0% na koniec 2024 r. | Agresywna obniżka stóp NBP we wrześniu zapowiada dalsze cięcia w tym roku. Naszym zdaniem po obniżce stóp do 5,50% RPP zrobi pauzę w 2024 z uwagi na zatrzymanie trendu dezinflacji i prognozy pokazujące oddalający się powrót do celu. |
| Polityka fiskalna | 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. | Projekt budżetu na 2024 r. zakłada deficyt 4,5% PKB, wobec ok. 5,2% w 2023 r. Plan jest ambitny, a zakładki bezpieczeństwa po stronie dochodów i wydatków mniejsze niż w poprzednich latach. Przedwyborcze zapowiedzi sugerują, że faktyczna skala deficytu w 2024 r. (tak jak w br.) może być nawet wyższa od zaplanowanej. |
| Rynek stopy procentowej | 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. | Sądzymy, że rynek przeszacował skalę możliwych obniżek stóp procentowych wobec czego zakładamy przestrzeń do lekkiego wzrostu stóp i wyplaszczenia krzywej w IV kw., a impuls mogą dać też niespodzianki w górę w CPI. Wysokie emisje długu będą utrzymywać wysokie spready asset swap. |
| Rynek walutowy | 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. | Po zaskakującej obniżce stóp przez NBP i przy oczekiwanym dalszym łagodzeniu polityki NBP a jednocześnie podwyżkach stóp EBC widzimy przestrzeń do dalszego osłabienia złotego. Sprzyjać temu może większa zmienność w okresie wyborczym, pogorszenie w obrotach bieżących, czy zależność wyniku NBP od słabego złotego. Odreagowanie PLN jest możliwe w przyszłym roku. |

Gospodarka

1



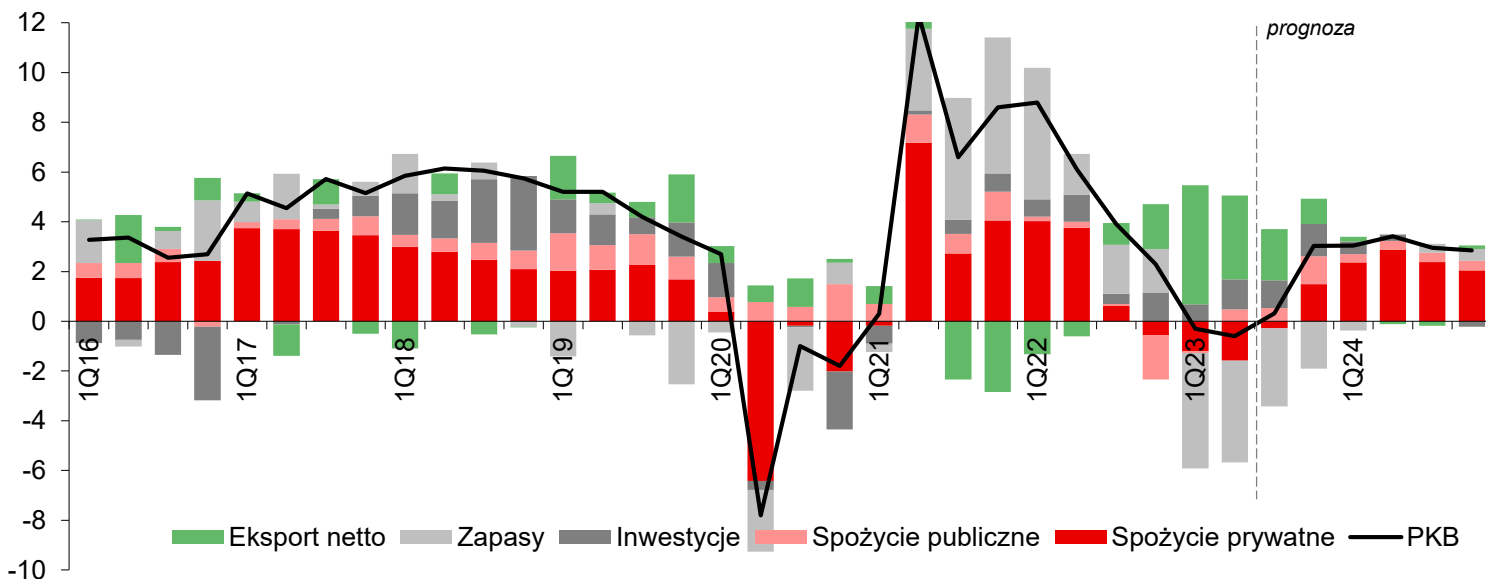
Wzrost PKB: ożywienie nadal na horyzoncie

Polska zanotowała drugi największy po Estonii spadek PKB od po-pandemicznego szczytu w 1Q22 do połowy 2023: o -2.8%. W tym samym czasie Niemcy skurczyły się zaledwie o 0,2% a zdecydowana większość krajów UE zanotowała wzrost. Co do zasady, najgorzej wypadły w tym okresie kraje Europy Śr.-Wsch. (naszym zdaniem to efekt większych powiązań z krajami b.ZSRR, więc również większej ekspozycji na efekty rosyjskiej inwazji na Ukrainę), najlepiej radziły sobie turystyczne kraje południa Europy, co najprawdopodobniej miało związek z po-pandemicznym mocnym ożywieniem w sektorze usług, podróży.

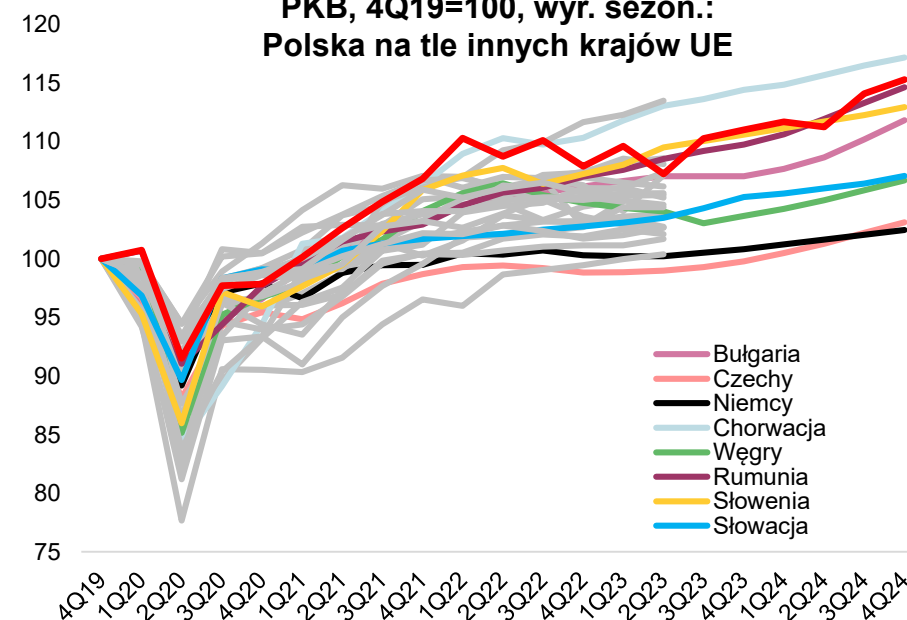
Dekoniunktura okazała się dłuższa niż zakładaliśmy – II kwartał nie był punktem zwrotnym, a dynamika PKB pogłębiła jeszcze dołek z początku roku. Niemniej podtrzymujemy tezę, że przed nami stopniowe ożywienie aktywności ekonomicznej, którego motorem będzie przede wszystkim krajowy popyt konsumpcyjny. **Spodziewamy się wzrostu PKB o 0,7% w 2023 r. i 3.0% w 2024 r.** Główne ryzyka dla wzrostu PKB to (1) słabszy popyt zagraniczny w przypadku pogłębienia recesji w strefie euro, (2) dalsze opóźnienie w uruchomieniu finansowania z UE, osłabiające inwestycje. Przeciwwagą dla tych czynników będą jednak ekspansywne polityki monetarna i fiskalna, wspierające ożywienie popytu krajowego i utrudniające dalszą dezinflację.

Prognozowane trendy dla innych krajów CEE są zbliżone: w całym regionie oczekiwane jest stopniowe ożywienie generowane silną konsumpcją i rynkiem pracy.

Wzrost PKB w Polsce i jego struktura, % r/r



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



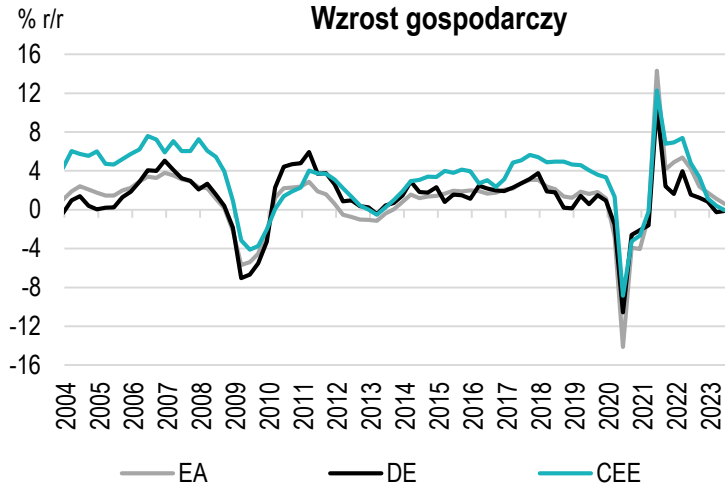
Polska: prognozy Santander, inne kraje: wiosenne prognozy KE

Źródło: Eurostat, KE, Santander

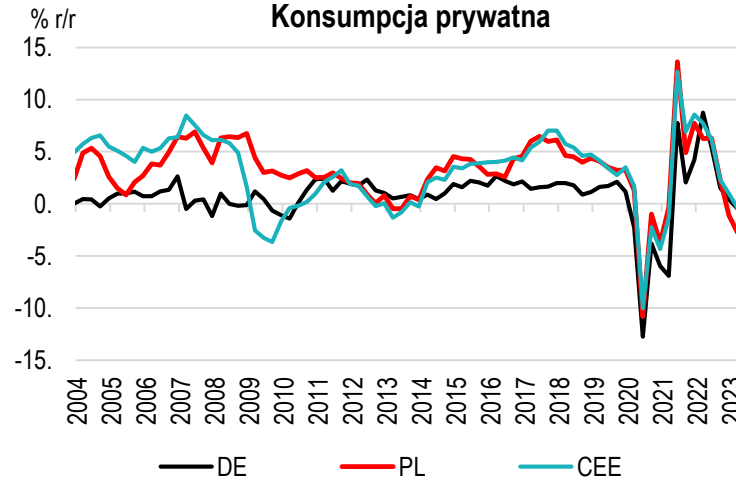
CEE: wzrost w regionie w cyklicznym dołku



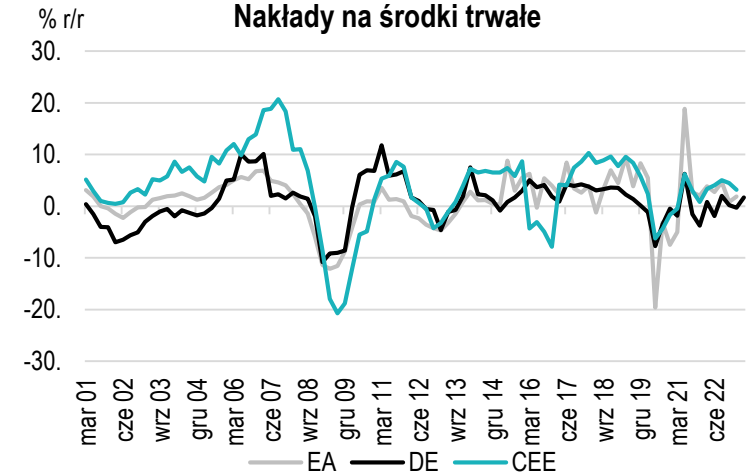
PKB spowolnił w regionie CEE poniżej strefy euro



Słaba konsumpcja prywatna pod wpływem inflacji

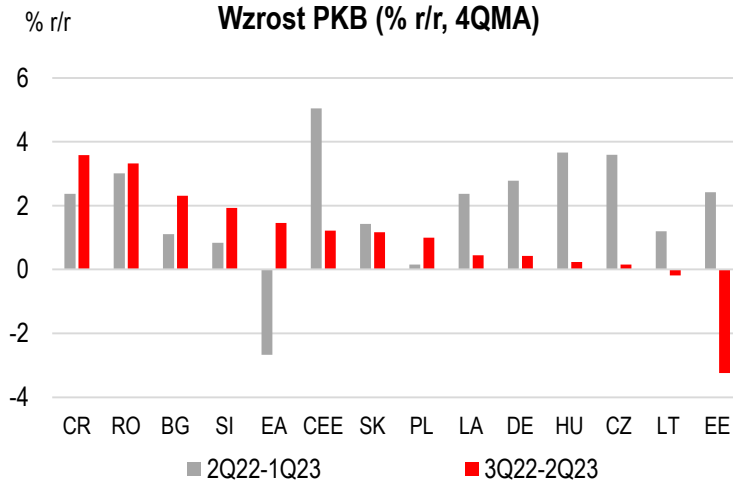


Solidny wzrost inwestycji

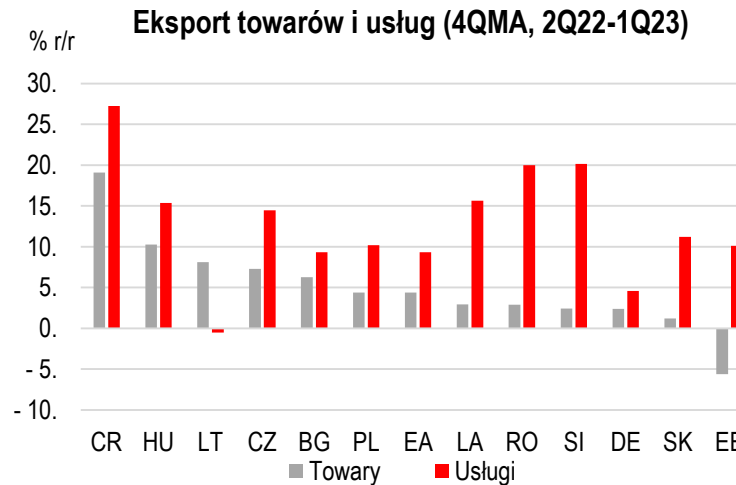


Wzrost PKB najsilniejszy na południu

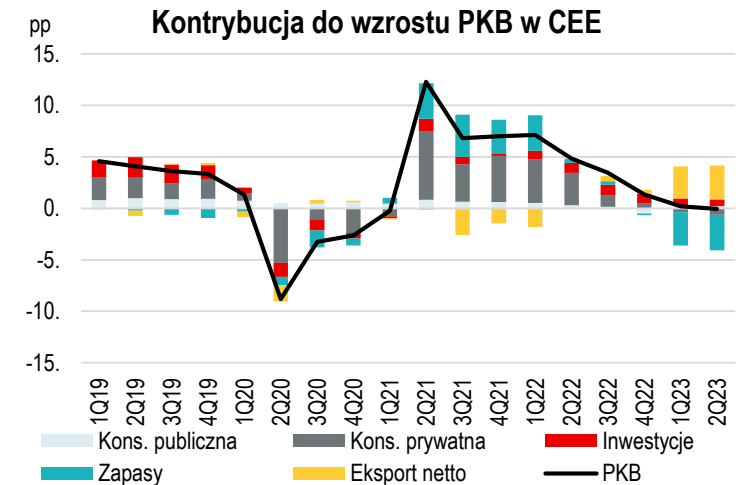
Wzrost PKB (% r/r, 4QMA)



Mocniejszy eksport usług niż towarów



Negatywny wpływ zapasów vs. eksport netto



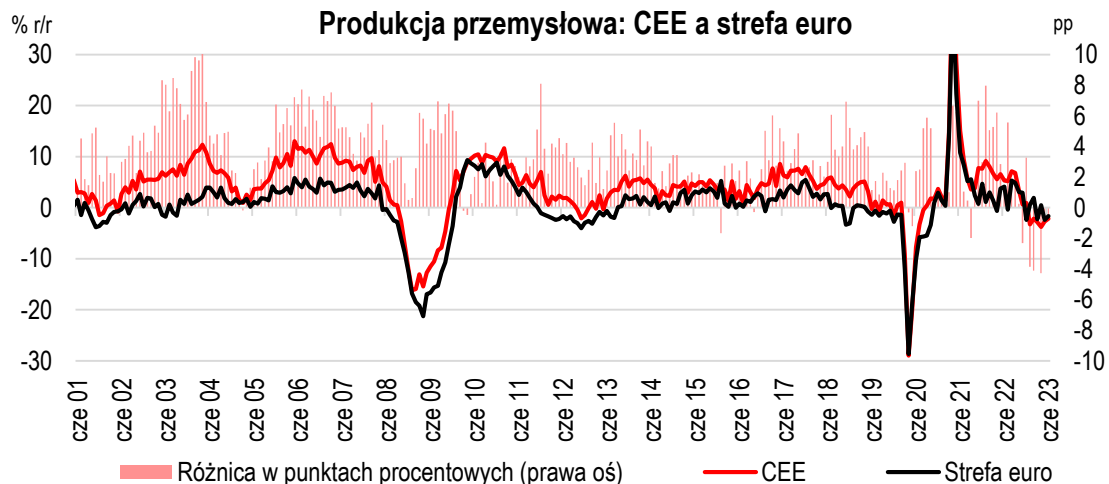
CEE: wzrost poprawi się stopniowo w 2024-25



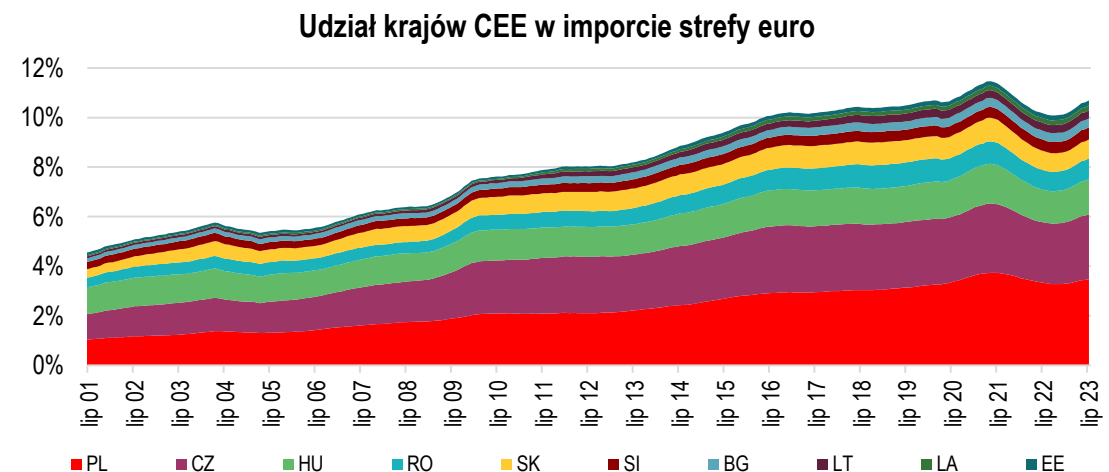
Rynek oczekuje odbicia gospodarczego w Europie Środkowo-Wschodniej w 2024, a perspektywy na 2025 r. są nawet lepsze
Mediana prognoz Bloomberga (w nawiasie nasza prognoza)

| PKB % r/r | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2023 | 2024 | 2025 |
| PL | 0.8 (0.7) | 2.6 (3.0) | 3.3 (3.3) |
| CZ | 0.1 | 2.4 | 3.0 |
| HU | 0.0 | 2.9 | 3.2 |
| RO | 2.5 | 3.3 | 3.4 |
| BG | 1.6 | 2.5 | 3.2 |
| SK | 1.3 | 2.0 | 2.5 |
| SI | 1.4 | 2.5 | 2.7 |
| CR | 2.4 | 2.7 | 2.7 |
| EE | -1.5 | 2.5 | 3.0 |
| LA | 1.1 | 2.4 | 3.0 |
| LT | -0.4 | 2.3 | 2.4 |
| DE | -0.3 | 0.9 | 1.5 |
| EA | 0.6 | 0.9 | 1.5 |
| US | 2.0 | 0.9 | 1.9 |
| Świat | 2.7 | 2.7 | 3.0 |

Wzrost produkcji przemysłowej w regionie rzadko był słabszy od wzrostu w strefie euro



Rosnący udział CEE w imporcie strefy euro to pozytywny sygnał



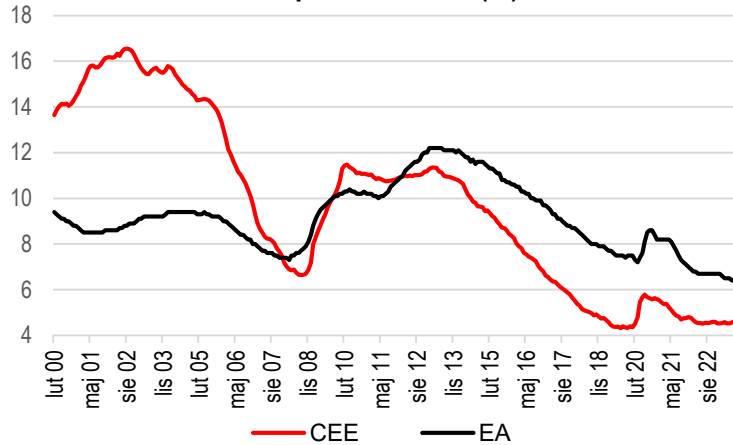
Źródło: Eurostat, Bloomberg, Santander

CEE: ciasne rynki pracy, lepsze nastroje konsumentów



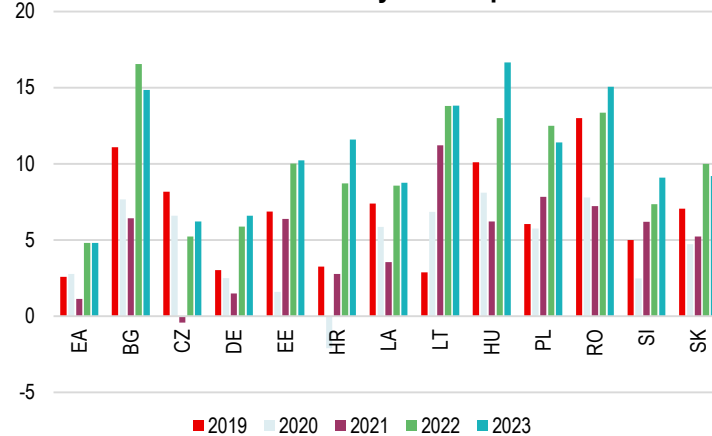
Stopa bezrobocia w CEE trzyma się nisko ...

Stopa bezrobocia (%)



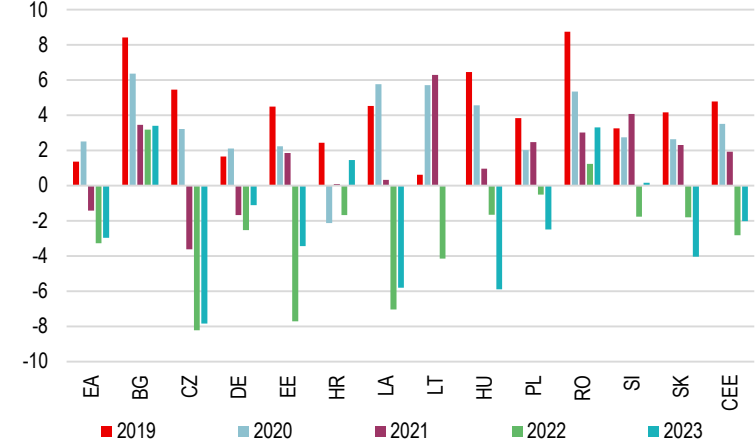
... a nominalny wzrost płac wysoko

Nominalny wzrost płac



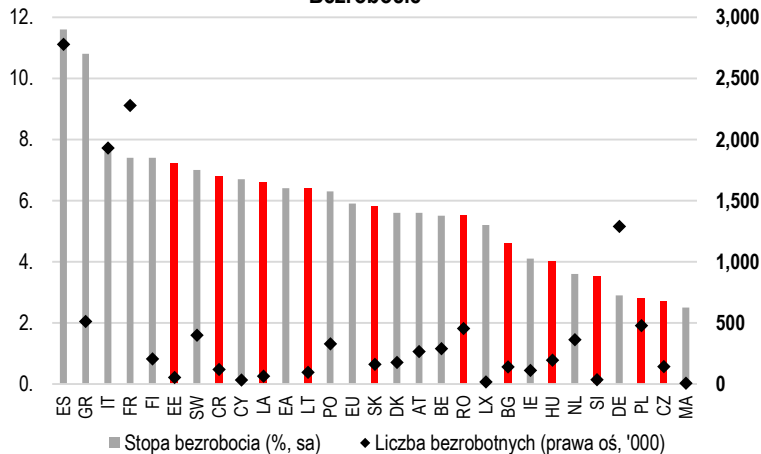
Realny wzrost płac zaczyna przyspieszać

Płace realne



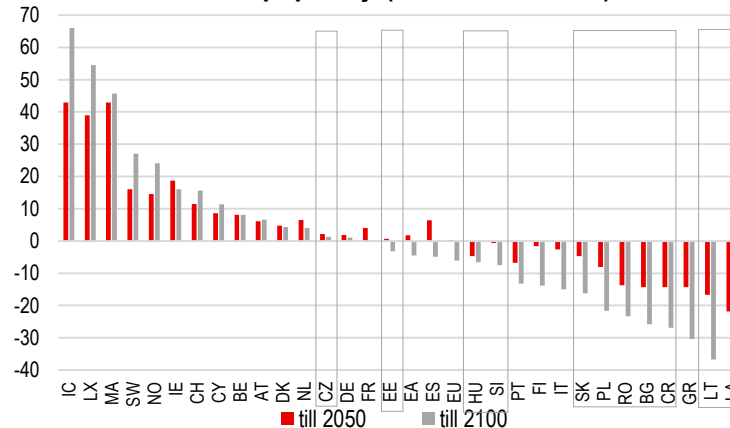
Najniższa stopa bezrobocia w PL&CZ, a najwyższa w Bałtykach i Chorwacji

Bezrobocie



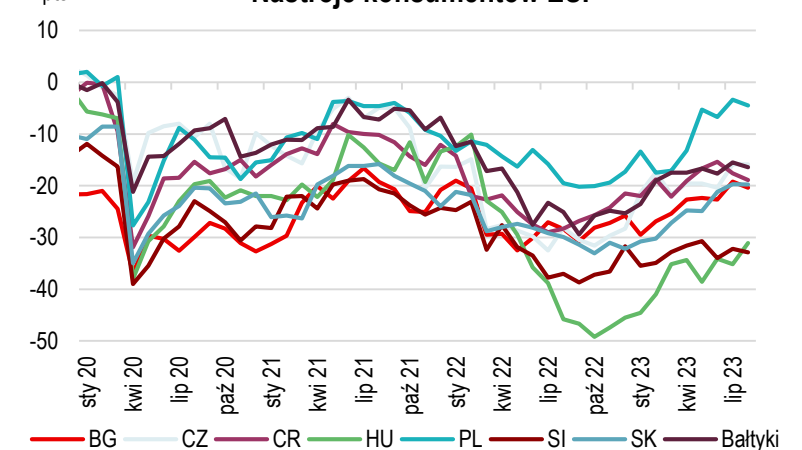
Negatywny wpływ demografii podtrzyma presję na koszty pracy

Zmiana populacji (% stanu z 2023 r.)



Nastroje konsumentów stopniowo się poprawiają

Nastroje konsumentów ESI



Źródło: Eurostat, Santander

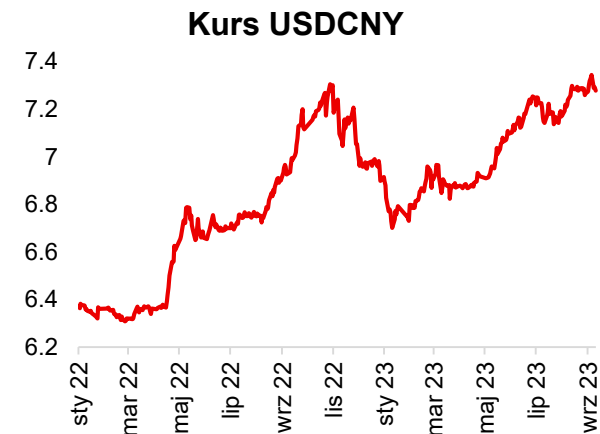
Chiny nie spełniły oczekiwań



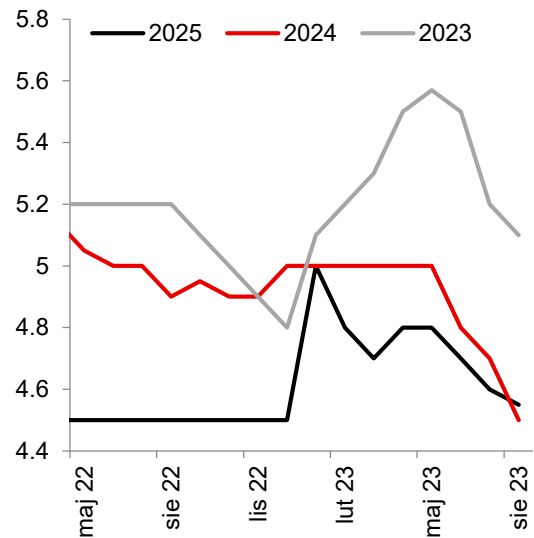
Narastające do wiosny nadzieje na odbicie gospodarcze w Chinach wyraźnie się cofnęły. **Z tym rozczarującym brakiem chińskiego impulsu dla światowej koniunktury trzeba się liczyć, m.in. oceniając szanse na „miękkie lądowanie” Europy i jej przejście do fazy odbicia w nieodległej przyszłości.**

Rynkowe oczekiwania co do wzrostu chińskiej gospodarki w czerwcu ruszyły w dół i nie chodzi tu tylko o przesunięcie w czasie momentu odbicia: korygowane w dół są zarówno oczekiwania na ten rok jak i na dwa przyszłe. Podobnie, za barometr perspektyw chińskiej gospodarki można uznać kurs juana - w ostatnich miesiącach waluta wyraźnie traciła na wartości, do tego stopnia, że bank centralny interweniował na poziomie dziennych fixingów, żeby stawiać opór nadmiernemu tempu deprecjacji.

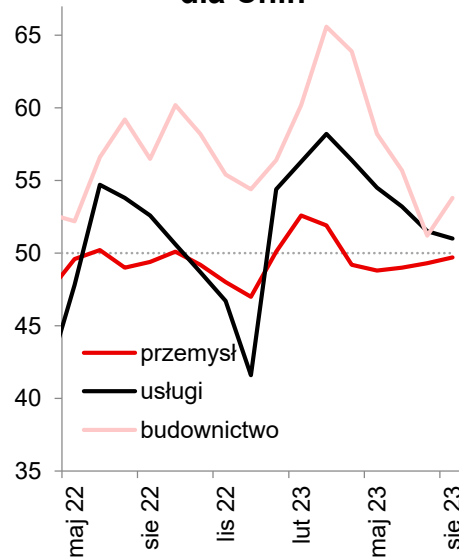
Słabość chińskiej koniunktury i problemy deweloperów, wymusiły łagodniejszą politykę monetarną (cięcia stóp). Dane o kredytowaniu gospodarki ogółem również pokazują, że zryw z I kw. nie przyniósł trwałych rezultatów.



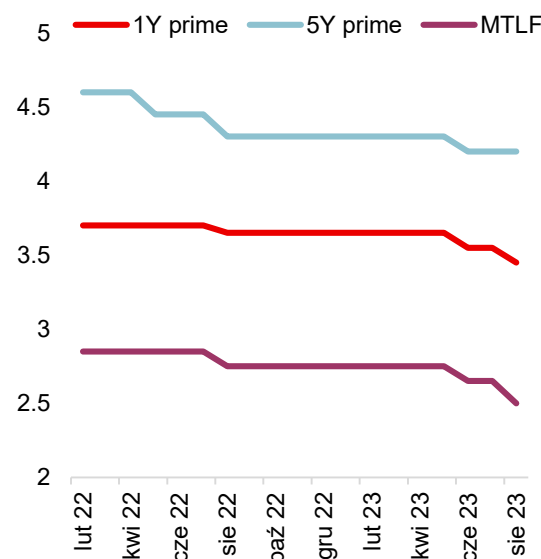
Mediana prognoz wzrostu PKB dla Chin, 2023-2025 wg ankiety Bloomberg



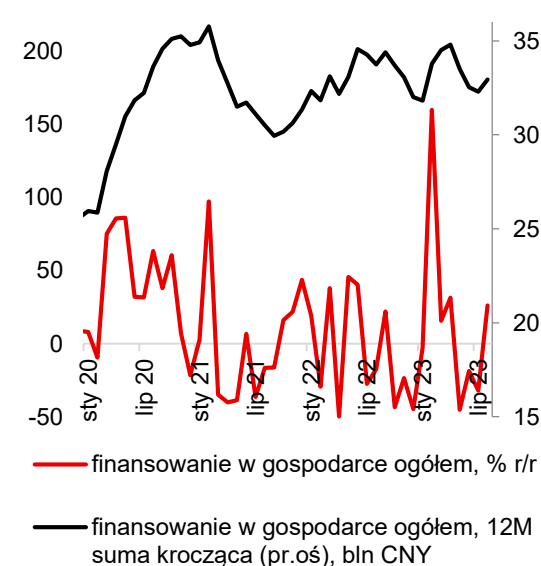
Rządowe wskaźniki PMI dla Chin



Stopy chińskiego banku centralnego



Kredyt w Chinach



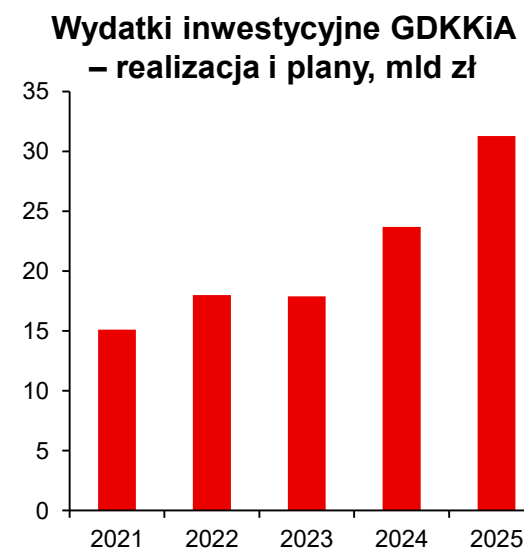
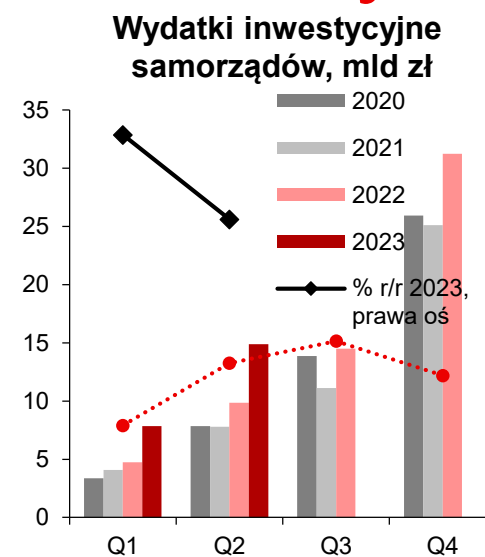


Inwestycje: świetny 2023, 2024 może być wyzwaniem

Po danych o inwestycjach za II kw. 2023 r., które pokazały wzrost o 7,9% r/r, ponownie zrewidowaliśmy w górę nasz szacunek całorocznego wzrostu inwestycji w 2023 r., do 6,6%. Szacujemy, że za połowę tegorocznego wzrostu inwestycji odpowiedzialne będą samorządy oraz wydatki zbrojeniowe. W przyszłym roku sektor publiczny może jednak mieć mniejszy wkład we wzrost inwestycji. Lepiej wyglądać mogą inwestycje gospodarstw domowych, rośnie też optymizm firm (patrz kolejna strona), ale z drugiej strony bardzo niskie plany co do wykorzystania środków unijnych sugerują sceptycyzm ([str.14](#)).

Wyższe wydatki samorządów naszym zdaniem to przede wszystkim nakłady na drogi, w mniejszym stopniu na kulturę, edukację, służbę zdrowia. W ujęciu nominalnym inwestycje samorządowe będą rekordowo wysokie i naszym zdaniem trudno będzie utrzymać im taką formę inwestycyjną także w 2024 r. Obecnie plany samorządów przedstawione w marcowym WPF zakładają wydatki na poziomie 47,2 mld zł w 2024 r. wobec 109,8 mld zł w 2023 r. Liczby te prawdopodobnie będą rewidowane w górę w kolejnych planach (np. WPF z marca 2022 r. zakładały inwestycje w 2023 r. na poziomie 44,2 mld zł). Zakładamy jednak, że w 2024 r. wkład samorządów do wzrostu inwestycji będzie zerowy lub nawet ujemny.

W 2024 r. słabszy wkład ze strony samorządów może zostać jednak częściowo zastąpiony przez wyższe nakłady infrastrukturalne w sektorze centralnym, zwłaszcza na drogi, jako że GDKKiA, zarządzająca drogami krajowymi i autostradami planuje wzrost wydatków inwestycyjnych o ok. 32%. Na 2024 r. zakładamy też dalszy wzrost wydatków zbrojeniowych, jednak do dynamiki inwestycji ogółem doda on mniej niż w 2023 r. (0,5 pp w 2024 r. wobec 1,5 pp w 2023 r.). Większa część zakupów zbrojeniowych pochodzi jednak z importu, nie wpłyną one zatem istotnie na wzrost PKB.





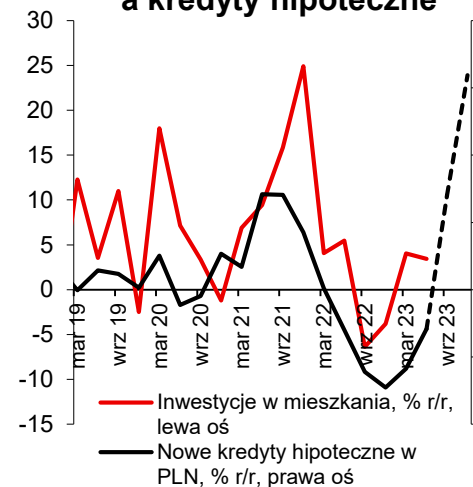
Inwestycje: w 2024 odbicie na rynku mieszkaniowym

Oczekujemy poprawy dynamiki nakładów inwestycyjnych gospodarstw domowych oraz firm w najbliższych kwartałach. Wyzwaniem, szczególnie dla firm, może jednak być zmniejszona dostępność do finansowania unijnego.

Inwestycje gospodarstw domowych, których gros stanowią nakłady na budownictwo mieszkaniowe, wyglądały raczej mizernie w ostatnich kwartałach, głównie ze względu na mocny spadek popytu na nowe mieszkania. Jednakże, popyt na kredyty hipoteczne zaczął już mocno odbijać ([str.24](#)), co naszym zdaniem przełoży się na wyraźną poprawę w tym komponentcie inwestycji w najbliższych kwartałach.

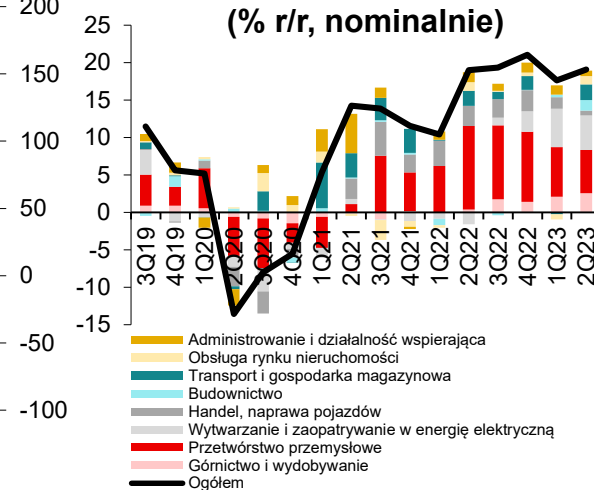
Nastroje inwestycyjne w firmach były raczej negatywne w ostatnich kwartałach. Mimo to, sektor ponosił większe nakłady na efektywność energetyczną, co było szczególnie widoczne w danych na temat inwestycji dużych firm – istotny wkład we wzrost tego wskaźnika ogółem wniósł sektor „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną”. Jednocześnie wzrost inwestycji w przetwórstwie przemysłowym obniżał się. Nastroje w firmach ostatnio przestały się pogarszać, a naszym zdaniem poprawa perspektyw wzrostu w nadchodzących kwartałach stanowić będzie impuls do zwiększenia nakładów. Wyzwaniem może jednak być potencjalny niższy dostęp do funduszy unijnych, w związku z wyczerpaniem środków z perspektywy 2014-2020, wolnym startem środków z perspektywy 2021-2027 oraz wciąż nieodblokowanym KPO (patrz [str.14](#)).

Inwestycje mieszkaniowe a kredyty hipoteczne



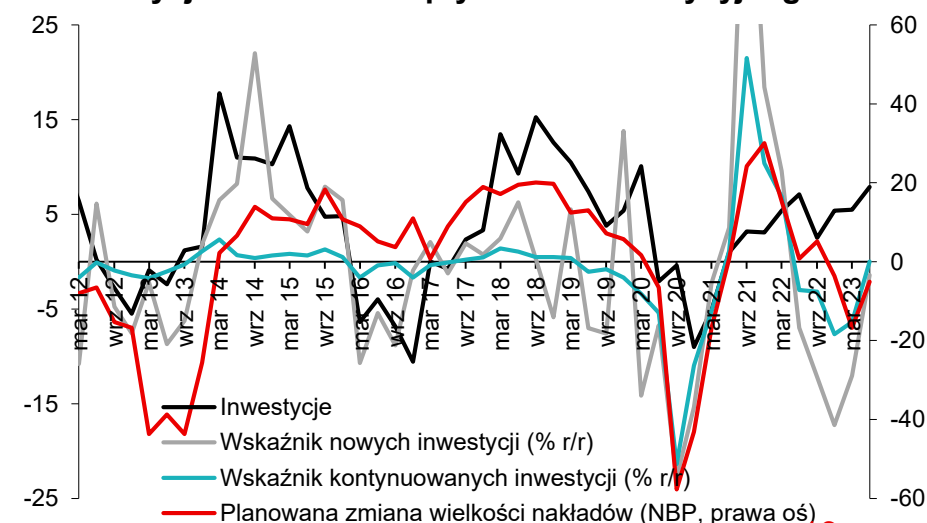
Źródło: Eurostat, NBP, Santander

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



Źródło: GUS, Santander

Inwestycje a wskaźniki optymizmu inwestycyjnego NBP



Źródło: GUS, Santander

Fundusze UE: ostre hamowanie?

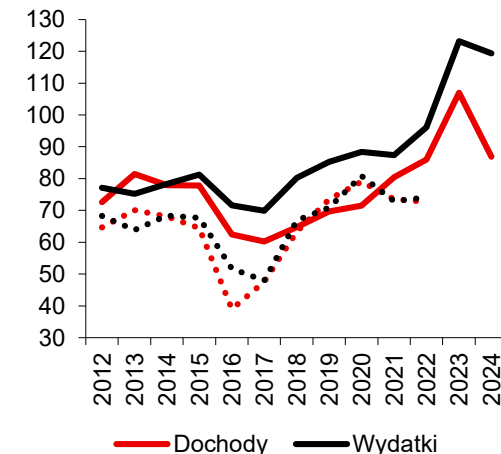
W budżecie UE na lata 2021-2027 przewidziano dla Polski około 76 mld euro. Niemniej, środki nie zostaną wypłacone, jeśli Polska nie spełni ostatniego warunku horyzontalnego, „Stosowanie Karty Praw Podstawowych”. Warto zauważyć, że **transfery z UE prognozowane w projekcie budżetu na 2024 r. są zdecydowanie mniejsze niż w ubiegłych latach**, a deficyt budżetu środków europejskich dużo większy (32,5 mld zł). Pytanie, czy wynika to z wczesnego etapu realizacji nowej perspektywy finansowej i jej mniejszego rozmiaru w porównaniu z poprzednią perspektywą (przy czym efekt mniejszego rozmiaru powinien być w dużej mierze niwelowany przez wyższy kurs EURPLN), czy z założenia, że konflikt z KE wpłynie na ograniczenie funduszy strukturalnych do transferów finansowania wstępnego. Takie założenie stałoby jednak w sprzeczności z uwzględnieniem w budżecie środków funduszu odbudowy, czyli pieniędzy dla KPO.

Wg projektu budżetu na 2024 r., rezerwa celowa przeznaczona na finansowanie programów z budżetu środków europejskich wynosi 39,8 mld zł, a wydatki z perspektywy 2021-2027 17,2 mld zł. Jeżeli Polska nie otrzyma środków z nowej perspektywy, deficyt budżetu środków UE może wzrosnąć o 14,7 mld zł (choć kwota ta powinna być mniejsza po uwzględnieniu transferów z prefinansowania). Deficyt budżetu środków UE nie jest wliczany do deficytu budżetu państwa, ale jest finansowany w ramach potrzeb pożyczkowych państwa. Tym samym, jeżeli środki unijne nie zostaną odblokowane, rekordowe potrzeby pożyczkowe państwa mogą jeszcze bardziej się zwiększyć.

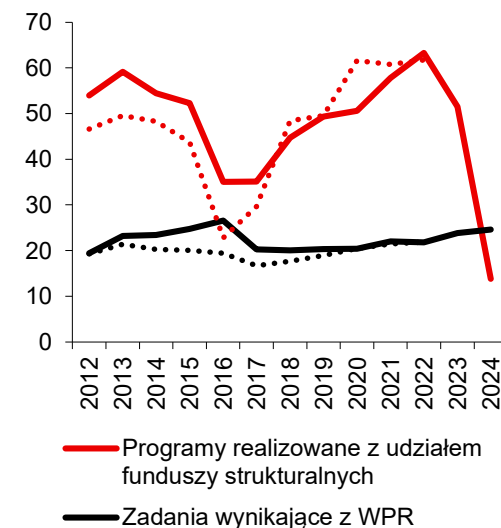
Dochody i wydatki budżetu środków europejskich z perspektywy 2021-2027 w 2024 r., mln zł

| Nazwa programu | Dochody | Wydatki | Saldo |
|--|-----------------|------------------|------------------|
| Perspektywa finansowa UE 2021-2027 | 14 749,1 | 17 203,6 | -2 454,5 |
| Rezerwa na finansowanie programów z budżetu środków UE | - | 39 796,8 | -39 796,8 |
| Perspektywa Finansowa UE 2014-2020 | 10 640,8 | 9 992,2 | 648,6 |
| Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności | 35 950,9 | 35 950,9 | 0,0 |
| Wspólna polityka rolna | 24 620,3 | 15 511,4 | 9 108,9 |
| MF EOG 2014-2021 i NMF 2014-2021 | 906,7 | 872,1 | 34,6 |
| SPPW II | 21,3 | 4,3 | 17,0 |
| Finansowanie wynagrodzeń | - | 66,3 | -66,3 |
| Suma | 86 889,0 | 119 397,5 | -32 508,5 |

Prognoza (linie ciągłe) i wykonanie (linie przerywane) budżetu środków UE w Polsce, mld zł



Prognozowane (linie ciągłe) i otrzymane (linie przerywane) transfery środków z UE do PL, mld zł



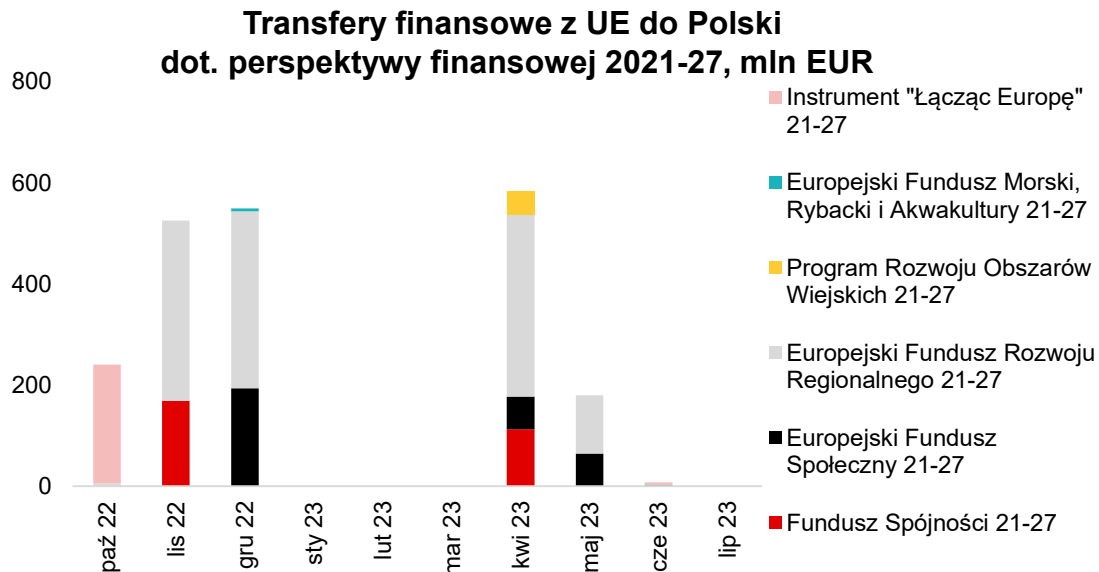
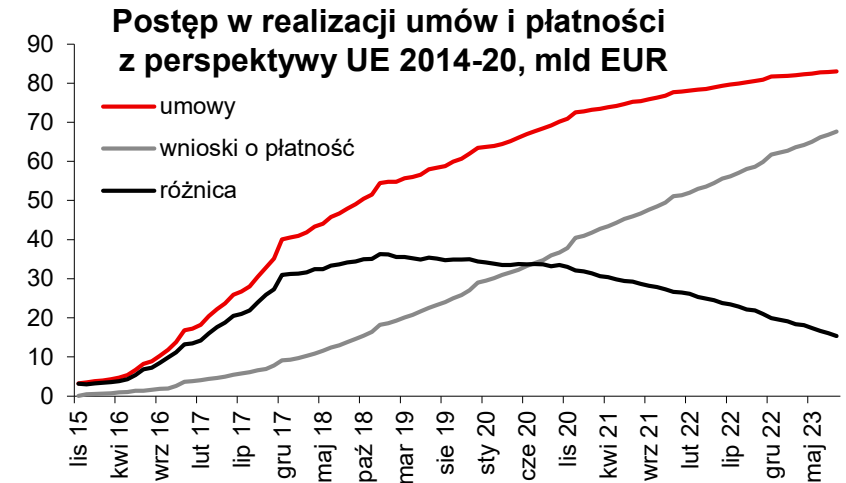
Fundusze UE: saldo transferów może się pogorszyć



Bilans przepływów UE-Polska wyraźnie się poprawił w I półroczu 2023, co jest przede wszystkim zasługą płatności realizowanych w ramach końcówki poprzedniej perspektywy finansowej 2014-20. Wg naszych szacunków podpisane umowy realizują już całość dostępnego budżetu na lata 2014-20, a wniosków o płatność w ramach tej perspektywy zostało już tylko max. ok. 15 mld EUR.

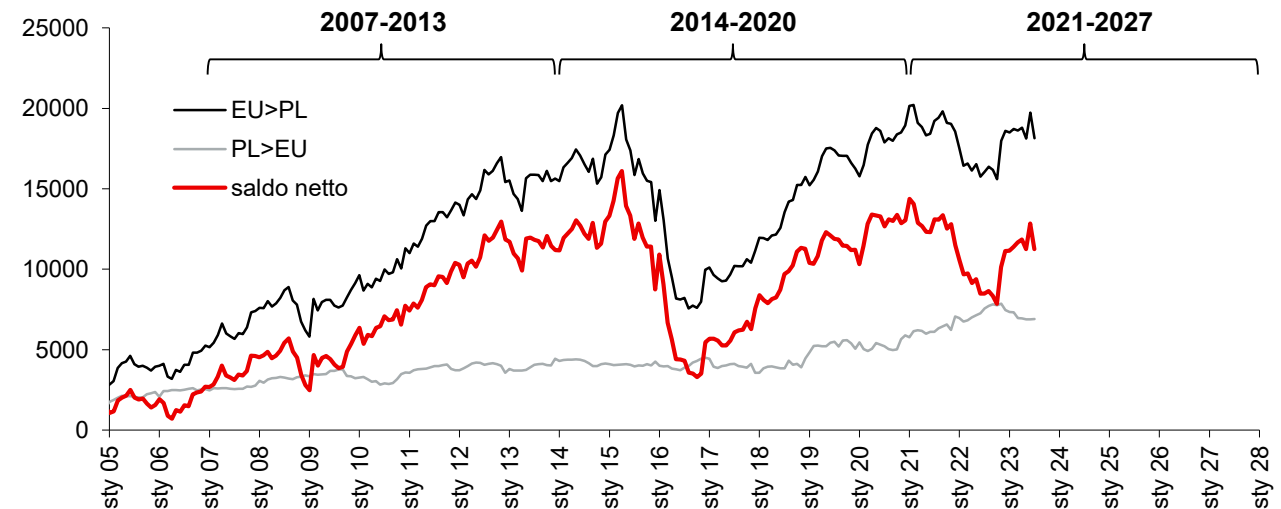
Dane z MF wskazują, że w przepływach finansowych z UE w ramach perspektywy 2021-27 w ostatnich miesiącach bardzo często pojawiają się zera. Pisaliśmy już wcześniej, że brak spełnienia kamieni milowych odblokowujących KPO może oznaczać też wstrzymywanie płatności funduszy strukturalnych w ramach perspektywy 2021-27 i wydaje się, że ten scenariusz właśnie się materializuje.

To źle wróży bilansowi transferów na 2024 r. – saldo przepływów netto (po potrąceniu polskiej składki do budżetu UE) może gość gwałtownie spaść z ponad 10 mld EUR rocznie na bliskie zera, a może i ujemne – jeśli nie uda się odblokować środków z KPO.



Źródło: MF, Santander

Transfery finansowe UE-Polska, 12-mies. suma krocząca, mln EUR



Źródło: MF, Santander



Konsumpcja: wychodzenie z dołka

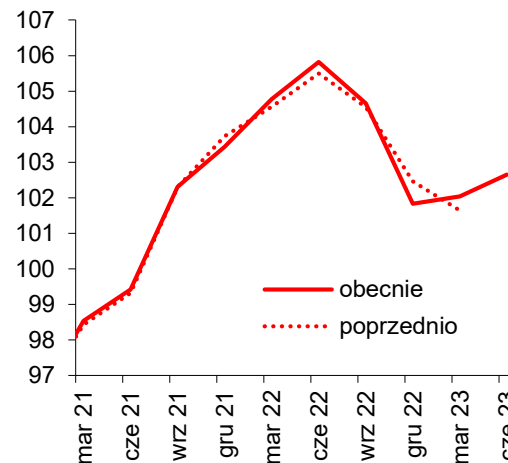
Od dłuższego czasu stawiamy na odbicie konsumpcji w drugiej połowie roku. Ostatnia publikacja danych o PKB oraz rewizja odsezonowanych danych o konsumpcji wzmacnia nasze oczekiwania i sugeruje wręcz, że odbicie to zaczęło się już w I kw. 2023 r. Do odsezonowanych danych o PKB podchodzimy jednak z rezerwą – mocne zmiany tej miary w kolejnych rewizjach nie są niczym niecodziennym. Jednakże, poprawa widoczna jest także w ostatnich danych na temat sprzedaży detalicznej oraz obrotów w handlu detalicznym (czerwcowe i lipcowe). Pozytywnym sygnałem jest też poprawa w sprzedaży dóbr trwałych.

Nasze argumenty za poprawą perspektywy konsumpcji wciąż pozostają takie same:

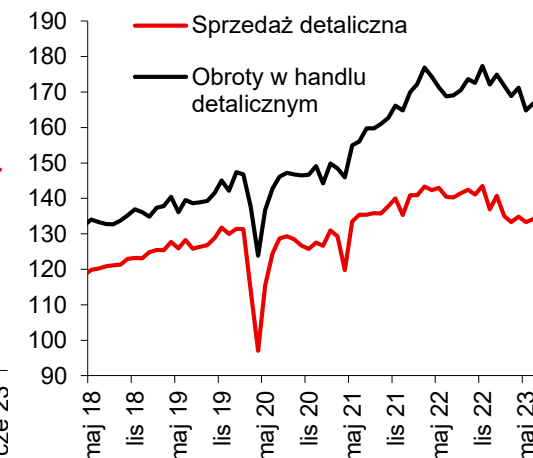
- Dobra sytuacja rynku pracy: bezrobocie pozostaje rekordowo niskie, a wzrost płac jest dwucyfrowy i dodatni w ujęciu realnym. Naszym zdaniem taka sytuacja utrzyma się przez kolejne kwartały, a 20% wzrost wynagrodzenia minimalnego będzie istotnym wsparciem dla dynamiki płac ogółem w przyszłym roku. Więcej o rynku pracy piszemy na stronach [22-23](#).
- Obniżenie inflacji: stanowi ono wsparcie dla dochodów w ujęciu realnym.
- Obietnice wyborcze: dodatkowym wsparciem dla dochodów będzie trwająca kampania wyborcza. We wrześniu wypłacona zostanie 14. emerytura w wysokości 2650 zł zamiast 1588 zł (dodatkowe 7 mld zł w kieszeniach konsumentów), toczą się prace legislacyjne nad podwyższeniem limitu zużycia prądu oraz obniżką cen elektryczności o 5% z mocą wsteczną (dodatkowe 3 mld zł). 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.

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

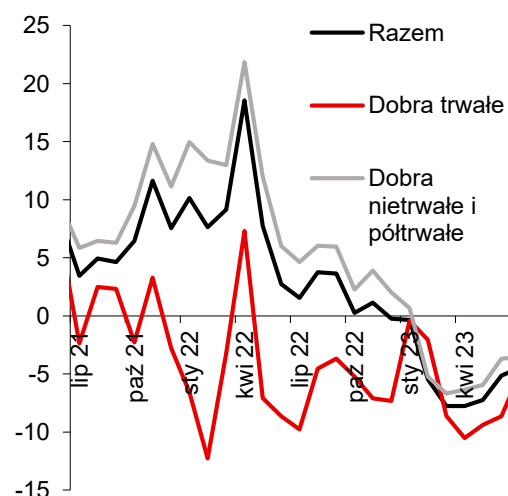
Konsumpcja prywatna, 4Q2019=100, wyr.sezon.



Dane z rynku detalicznego, odsezonowany indeks, 2015=100



Sprzedaż detaliczna, % r/r



Wskaźniki optymizmu konsumentów, pkt



Źródło: GUS, Santander

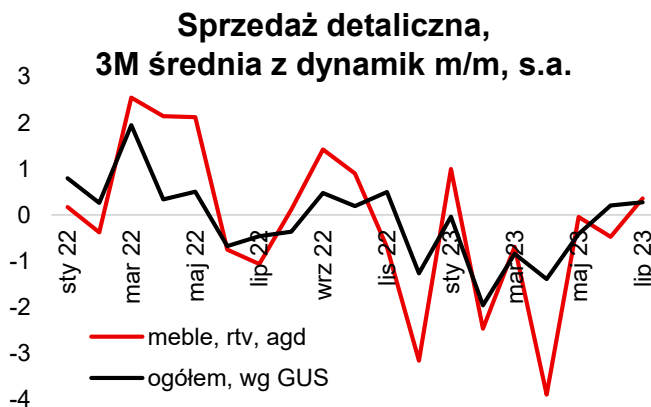


Konsumpcja: rośnie apetyt na większe wydatki

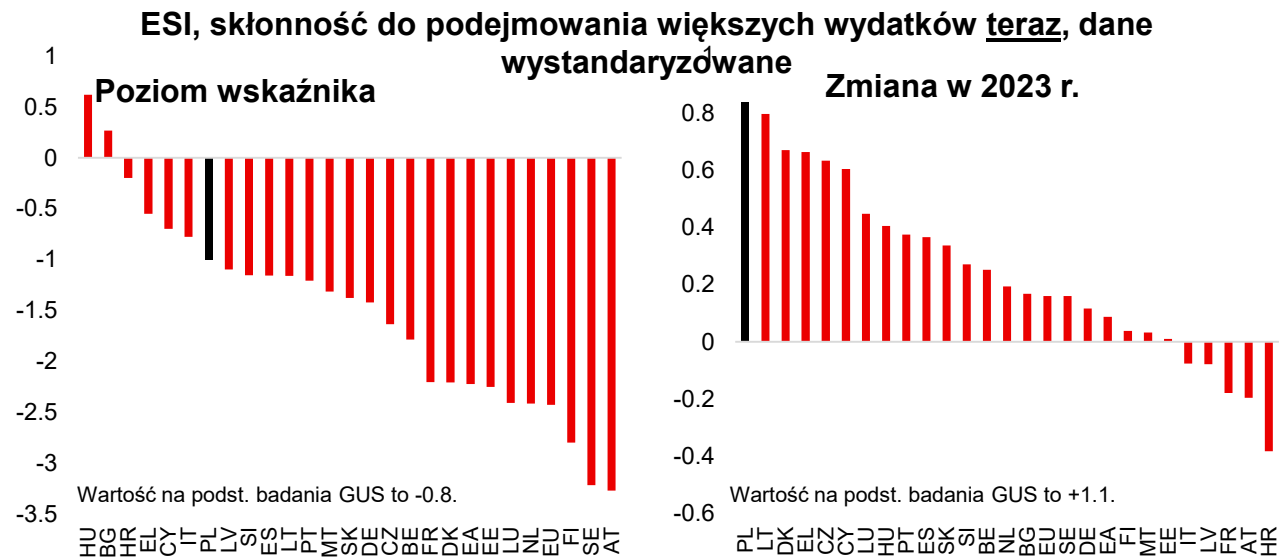
Choć wskaźniki ESI dają mieszane odczucia co do perspektyw gospodarki europejskiej to **w jednym obszarze obawy o oddalanie się ożywienia zdają się być najmniejsze: w nastrojach konsumentów.** Dla Polski to ważne z dwóch względów: konsumpcja ma wg nas ważną rolę do odegrania w nadchodzącym ożywieniu; pobudzenie popytu na dobra trwałe w Europie powinno pomóc wyjść polskiemu przemysłowi z dołka.

Nastawienie konsumentów można ocenić m.in. po ich podejściu do podejmowania wydatków dyskrejonalnych - stosunkowo dużych, ale możliwych do przesuwania w czasie, np. zakupów sprzętu RTV czy AGD. W tym roku w większości krajów UE wskaźniki opisujące skłonność konsumentów do podejmowania większych wydatków poszły w górę, zarówno jeśli chodzi o wydatki, które miałyby być podjęte w niedalekiej przyszłości jak i perspektywę na kolejne 12M.

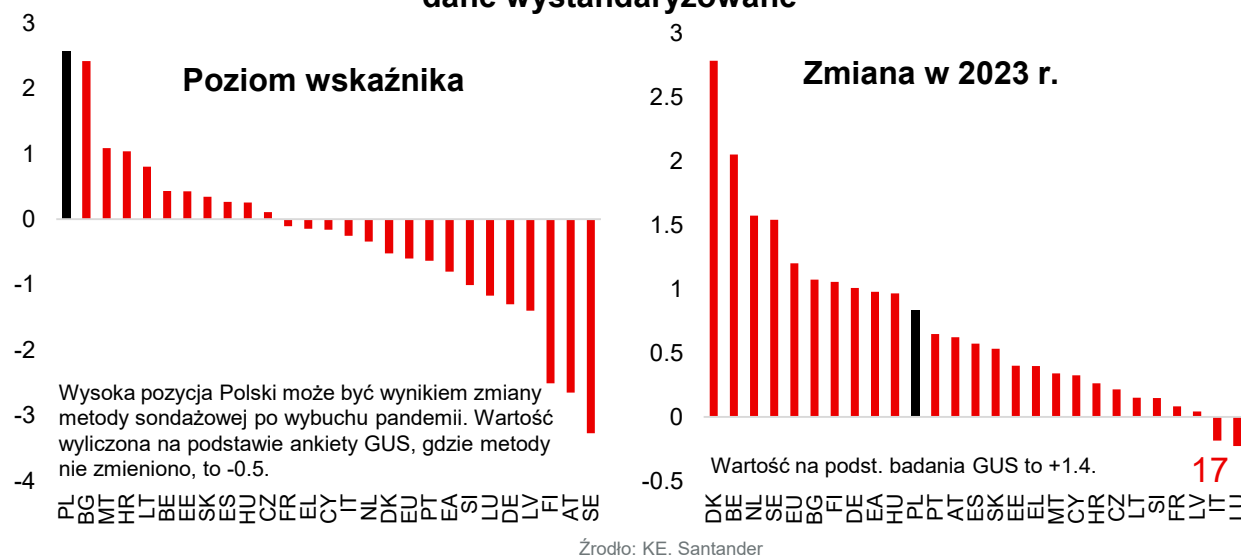
Polscy konsumenci wypadają na tle Europy całkiem dobrze jeśli chodzi o otwieranie się na większe zakupy i liczymy, że ujawni się to również niedługo w realnych danych a poprawa już odnotowana w lipcowej sprzedaży detalicznej nie okaże się jednorazowa.



Źródło: GUS, Santander



ESI, skłonność do podejmowania większych wydatków w następnych 12M, dane wystandaryzowane



Źródło: KE, Santander





Konsumpcja: wydatki na dobra trwałe mogą odbić

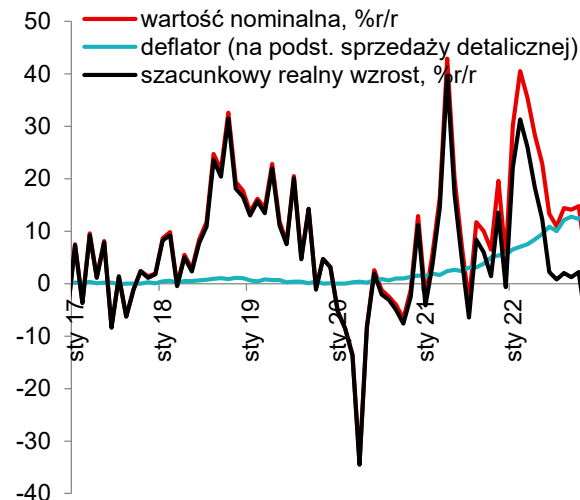
Ostatnie dane o sprzedaży detalicznej ujawniły pewną poprawę w zakresie zakupów dóbr trwałych.

W handlu hurtowym sprzętem RTV/AGD mamy już do czynienia z dodatnią dynamiką sprzedaży w cenach bieżących. W lipcu wyniosła 12,9% r/r, podczas gdy jeszcze w lutym wyznaczyła dołek na -20,1% r/r. Przyłożyliśmy do tych danych deflator wyliczony na bazie danych o sprzedaży detalicznej i tak wyliczony realny wzrost sprzedaży hurtowej również znalazł się już na plusie (+2,5% r/r) po spadkach rzędu 20-30% r/r w I kw.

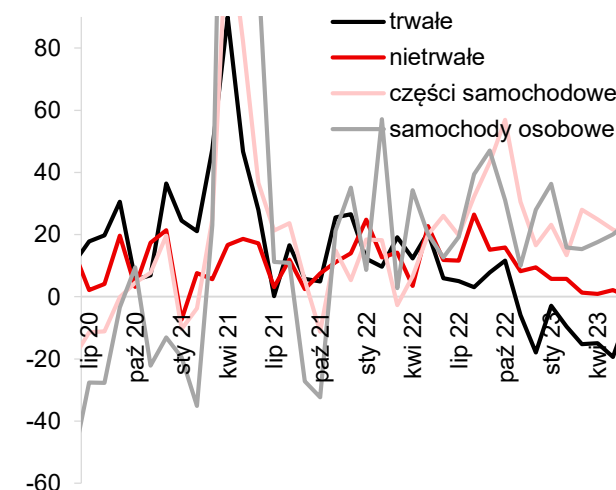
Import dóbr trwałych pozostaje na minusie r/r ale w czerwcu wyraźnie ruszył w stronę zera. Jednocześnie ciągle w solidnym tempie rośnie import aut.

Prognozę odbicia konsumpcji, również w zakresie dóbr trwałych, bazujemy m.in. na wciąż silnym strumieniu oddawanych mieszkań, wymagających wyposażenia. Przyjmujemy, że za słabością konsumpcji prywatnej w ub.r. stała m.in. akumulacja obaw i ryzyk, blokująca decyzje konsumentów nie dotyczących dóbr pierwszej potrzeby i niezwiązane z napływem uchodźców. Liczba oddanych mieszkań już nie rośnie w ujęciu r/r, ale pozostaje wysoka. Jeśli domniemanie o wcześniejszym wstrzymaniu / opóźnieniu wydatków wykończeniowych przez część konsumentów w ostatnim roku jest słuszne, to strumień wydatków na wyposażenie mieszkań może wzrosnąć. Oprócz tego doszło ostatnio do ożywienia na rynku kredytów mieszkaniowych, które pozwoli podtrzymać spodziewane odbicie w sprzedaży dóbr trwałych.

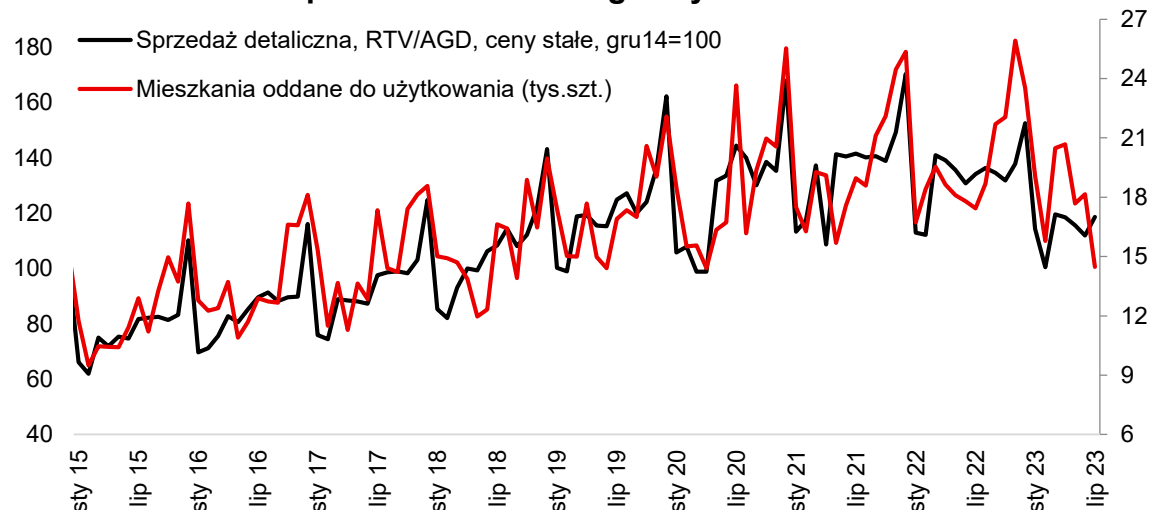
Sprzedaż hurtowa: AGD, RTV, artykuły użytku domowego



Import towarów w €, %r/r, wybrane kategorie



Sprzedaż dóbr trwałego użytku a mieszkania





Produkcja dóbr trwałych na razie na hamulcu

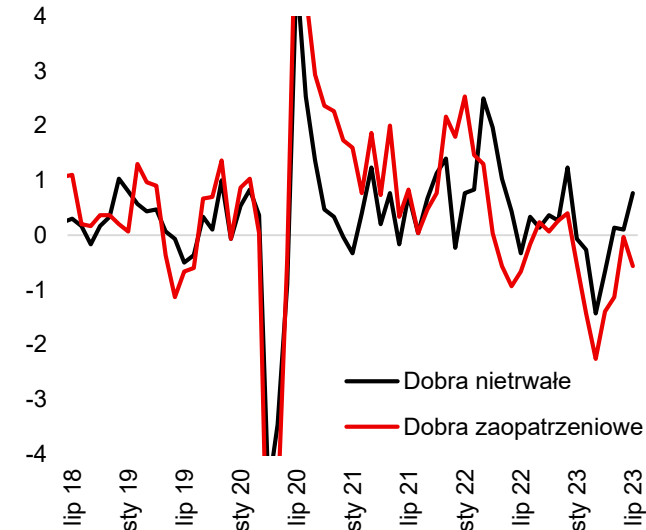
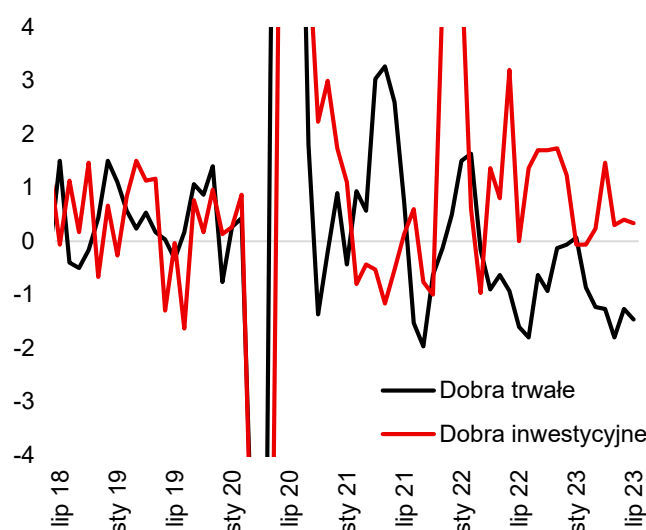
Poprawiające się wskaźniki ESI dotyczące nastawienia konsumentów wobec większych wydatków mają też ważne znaczenie dla Polski jako europejskiego zaplecza produkcyjnego dóbr trwałych. **Ta część polskiego przemysłu zdecydowanie potrzebuje odbicia popytu w Europie, bo póki co twarde dane wyglądają źle.** Jeszcze w czerwcu w eksporcie dóbr trwałych utrzymywał się spadek rzędu 10% r/r.

Produkcja w tym segmencie nie wygląda najlepiej. Co prawda zarysowujące się w ostatnich latach cykle są dosyć krótkie - a to podpowiada, że wkrótce i tu również możemy zobaczyć odbicie - ale te poprzednie krótkie cykle były jednak wywołane nietypową sytuacją. Najpierw pandemia uruchomiła dostosowanie wyposażenia domów, potem popandemiczne otwarcie handlu zachęcało do wykorzystania dodatkowych oszczędności wygenerowanych lockdownami. Teraz brakuje równie czytelnego bodźca, choć generalnie narastający optymizm konsumentów i ustępowanie inflacji powinny sprzyjać większym wydatkom.

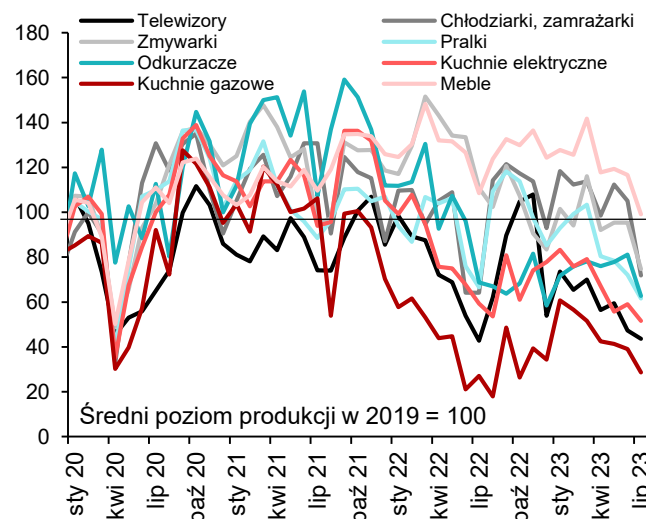
Póki co produkcja większości kategorii dóbr trwałych jest wciąż dużo poniżej poziomu sprzed pandemii.

Jednocześnie zdaje się wygasać rozpęd w dobrach inwestycyjnych, który był w ostatnich kwartałach najsilniejszą podporą wyniku sektora przemysłowego. Oznaki pobudzenia produkcji pojawiły się za to w dobrach pośrednich i konsumpcyjnych nietrwałych.

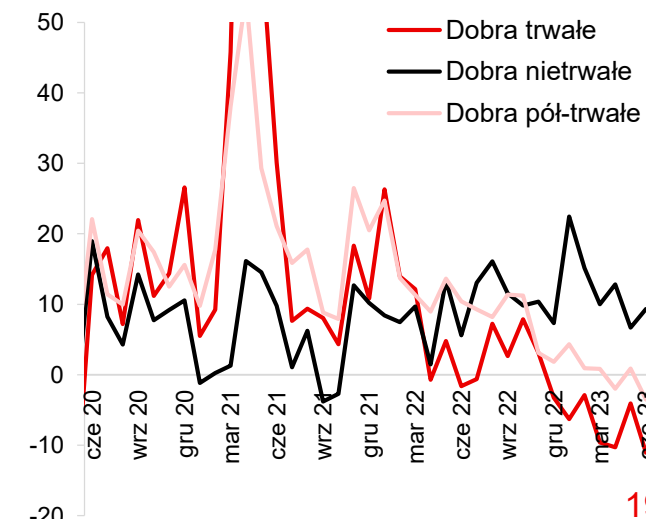
Rozpęd w produkcji wg głównych grup towarów (3M średnia z dynamik m/m, s.a.)



Produkcja wybranych dóbr trwałych



Eksport towarów w €, %/r, wybrane kategorie





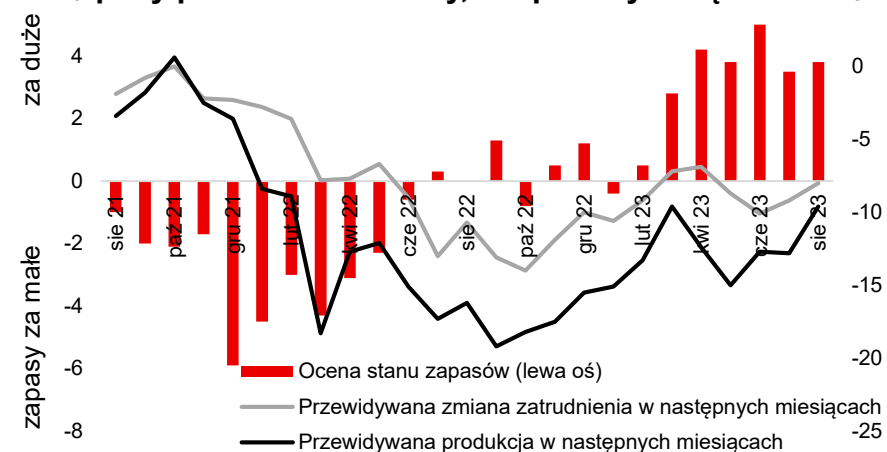
Oczekiwania producentów sugerują poprawę

Wskaźniki koniunktury już zapowiadają poprawę, ale nie jest to ewidentny sygnał. Na razie mówimy o zakręcie w niektórych komponentach, w szczególności w oczekiwanej przez producentów skali aktywności pomimo niezamierzonego akumulowania ostatnio zapasów przez firmy przemysłowe (wskutek słabszego strumienia zamówień). Na bazie tych wskaźników oczekujemy, że **III kw. nie przyniesie jeszcze zdecydowanego odbicia, ale IV kw. już raczej tak.**

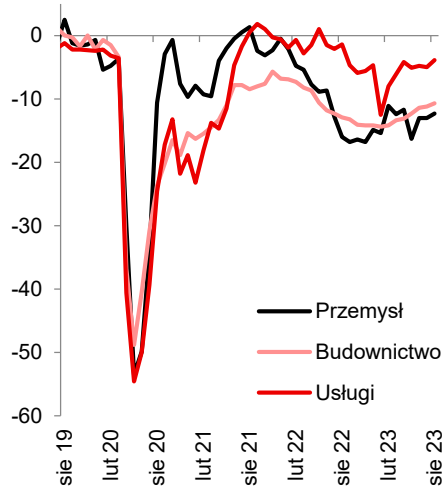
Ustępowaniu ograniczeń w rozwoju biznesu o charakterze podażowym (dostępność surowców, materiałów i sprzętu) towarzyszy sygnalizowanie przez firmy, choć w mniejszym stopniu, problemów z popytem (jako barierą zwiększania aktywności). W efekcie w bieżących realnych danych nie ma jeszcze czytelnego odbicia. Widać za to stabilny popyt na pracę.

Ostatnie załamanie przemysłowego wskaźnika PMI nie musi oznaczać, że zamiast odbicia zobaczymy pogłębianie koniunkturalnego dołka. Ten wskaźnik charakteryzuje duża zmienność.

Zapasy produktów narosły, ale przemysł się nie zraża



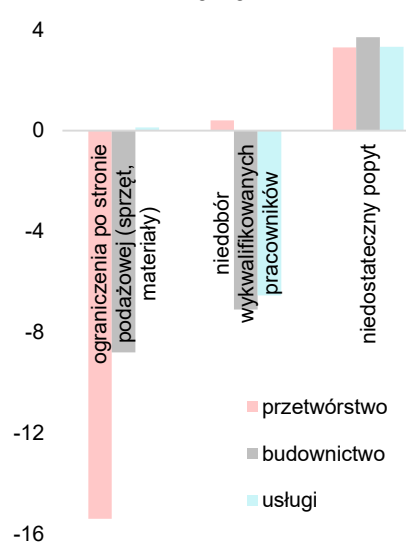
ESI, wskaźniki trendów w bieżącej aktywności w biznesie



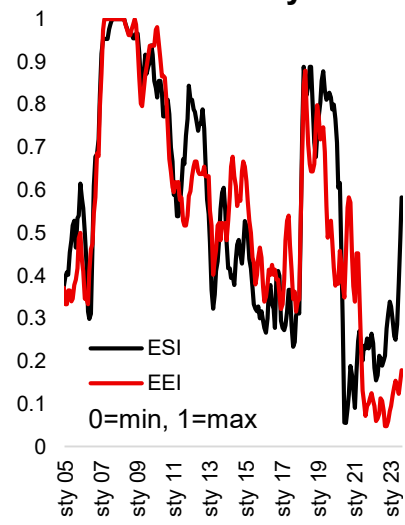
Oczekiwana skala aktywności w kolejnych miesiącach



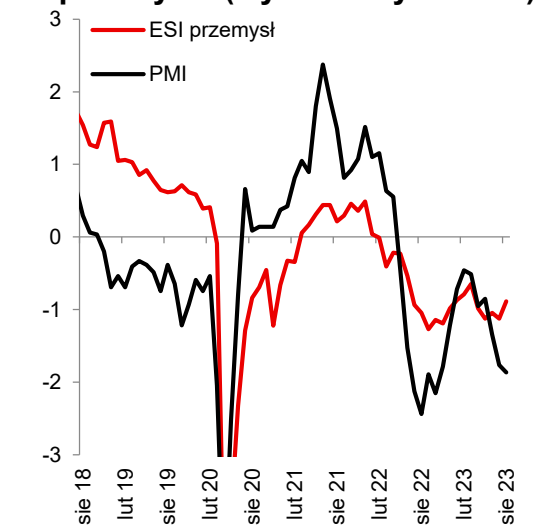
ESI, bariery działalności zmiana r/r



Polski zbiorczy wskaźnik ESI na tle reszty UE



Alternatywne miary nastrojów w przemyśle (wystandaryzowane)



ESI – Economic Sentiment Indicator
EEI – Employment Expectations Indicator

Marże firm wciąż wysokie

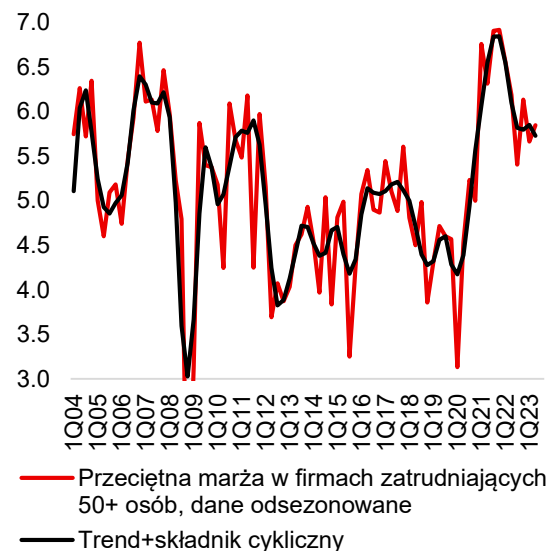
Nie doszło do zderzenia ze ścianą popytu skoro marże firm pozostają historycznie dość wysokie, wyższe niż w latach 2012-2019. Do tego wytraciły impet spadkowy – po wyraźnym dostosowaniu w dół w I-III kw. 2022 r. doszło do ich stabilizacji. We wcześniejszych raportach uznawaliśmy, że skoro firmy najwyraźniej prowadzą politykę ochrony marż i nie dochodzi do załamania ich wyników finansowych to **konsekwencją będzie uporczywość inflacji**. Inflacja bazowa rzeczywiście wykazuje dość powolny spadek.

Zwracamy też uwagę, że przywoływanie ostrego wyhamowania i przejścia poniżej zera inflacji PPI nie oznacza, że w polskich firmach koszty zaczęły spadać. Właściwie wszystkie główne składniki kosztów wykazują nadal dwucyfrowy wzrost. Niektóre z nich zaczęły już hamować, przy czym zakręt w dynamice składników kosztowych nie oznacza, że firmom się poprawia, jedynie, że pogarsza się wolniej – sytuacja wciąż skłania do szukania oszczędności – stąd bodziec do inwestycji we własne źródła energii, automatyzację.

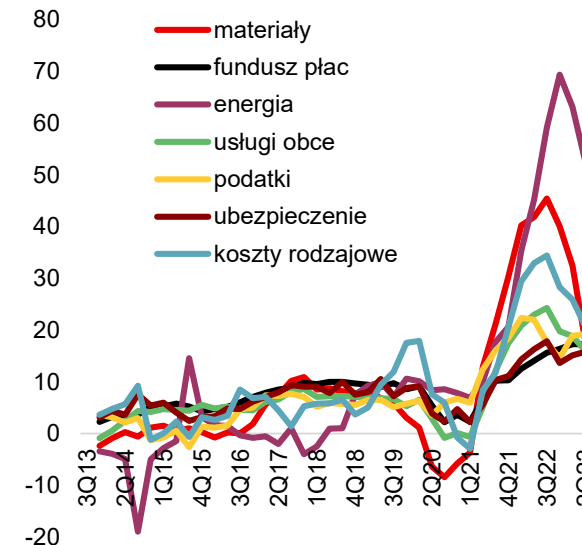
Nie widać zakrętu w dół w tempie wzrostu takich pozycji kosztowych jak fundusz płac, ubezpieczenia czy podatki (razem stanowią średnio ok. 24% kosztów).

Sektory nie powiązane bezpośrednio z globalnymi cenami surowców wykazywały w II kw. marże niewiele niższe niż ich szczytowe wartości osiągnięte w ostatnich dwóch latach. Skoro firmom udaje się chronić poziom marż, to najwyraźniej mają ku temu warunki, a konsumenci, mimo ograniczenia wydatków, wciąż byli skłonni w ostatnich kwartałach akceptować rosnące ceny. To może być jednym z powodów, że inflacja pozostaje uporczywa, co ujawni się, gdy wygasną efekty bazy silnie zbijające CPI w tym roku.

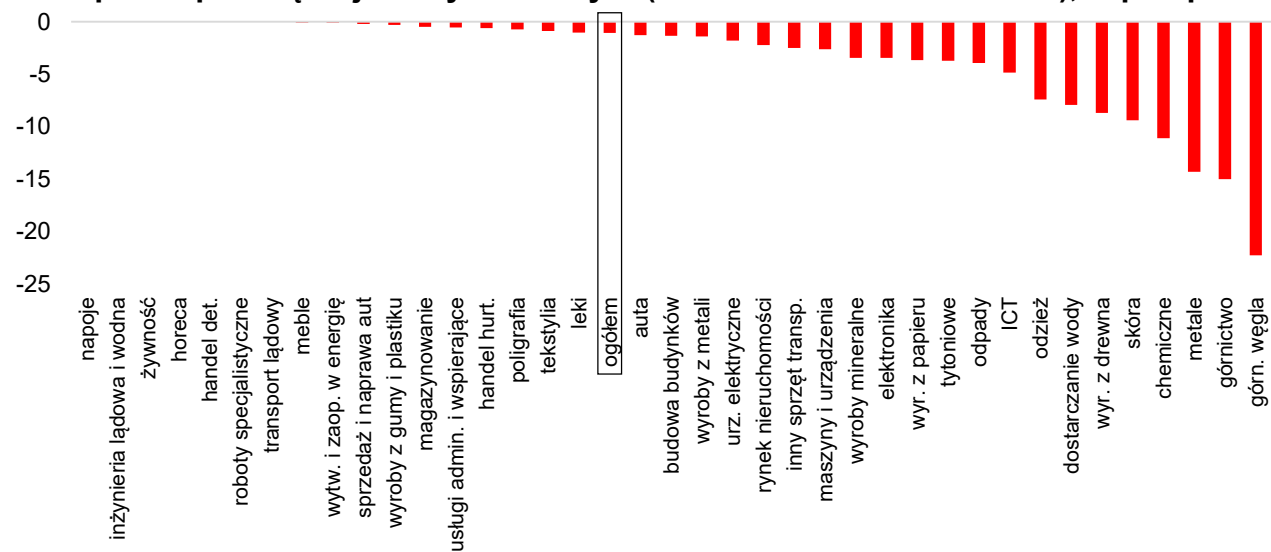
Spadek marż się zatrzymał na wciąż wysokim poziomie



Koszty przedsiębiorstw zatrudniających 50+ osób, 4kw śr. ruchoma, %/r



Spadek przeciętnej marży od szczytu (max z okresu 1Q21 a 2Q23), w pkt. proc.



Źródło: GUS, Santander

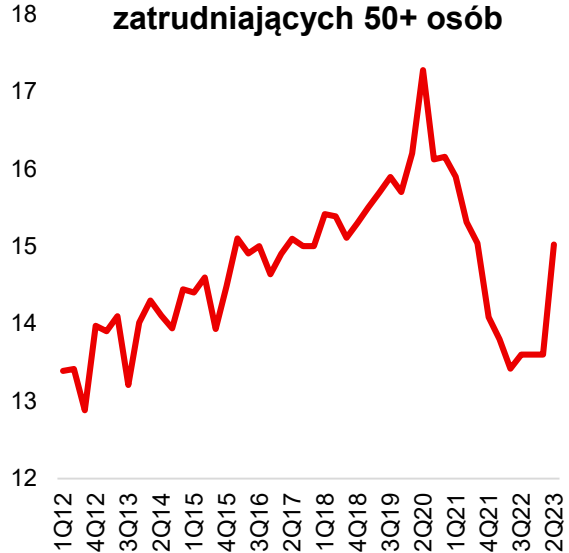
Zatrudnienie się zatrzymało

Udział funduszu płac w kosztach ruszył gwałtownie w górę i w II kw. br. był już na poziomie z 2017-2018 r. i przebył ponad połowę drogi do poziomu sprzed pandemii. To oznacza, że będzie rosnącym problemem dla firm i może hamować decyzje o zwiększaniu zatrudnienia. Z drugiej strony w sektorach gdzie aktywność słabnie wg nas utrzymuje się chomikowanie pracy. W rezultacie **dynamika zatrudnienia może zakotwiczyć się koło zera**.

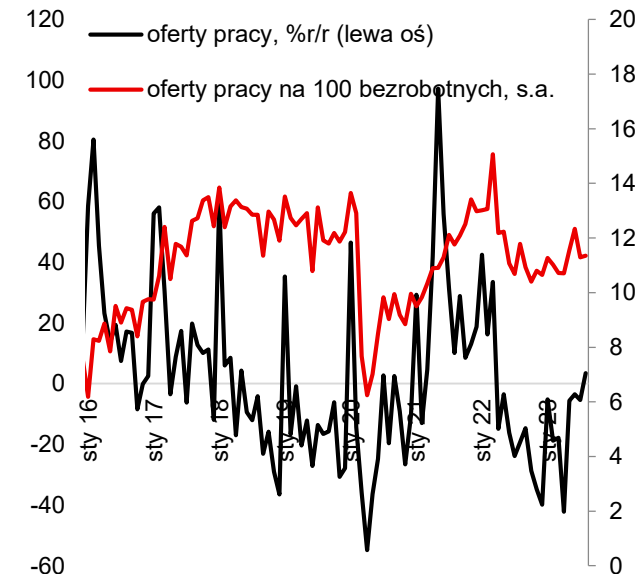
Póki co widzimy odbicie w ofertach pracy a badania nastrojów nie ujawniają narastania obaw o stabilność zatrudnienia – wręcz przeciwnie. Wskaźniki oczekiwanego zatrudnienia z badania ESI są stabilne po stronie sektorów biznesowych, za to w trendzie wzrostowym po stronie konsumentów.

Odbieranie pracowników zwalnianych w przetwórstwie przez inne branże, które widzieliśmy w II poł. ub.r. w tym już nie działa. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było w lipcu o 16,4 tys. niższe niż na początku roku. To jednak obraz wąskiego wycinka rynku pracy. Dane z Rachunków Narodowych mówią nie o ubytku a o wolniejszym wzroście w II kw. niż w I kw.

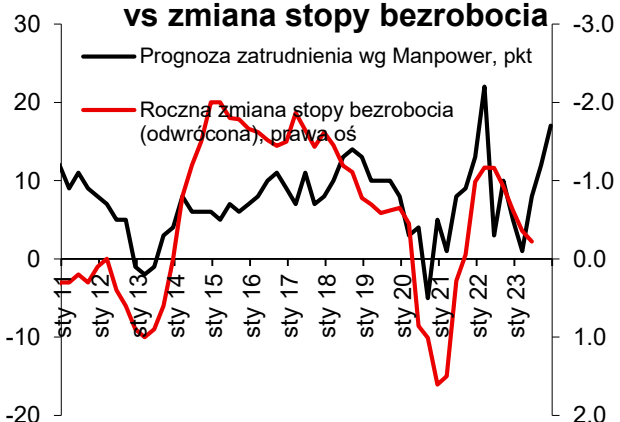
Udział funduszu płac w kosztach firm zatrudniających 50+ osób



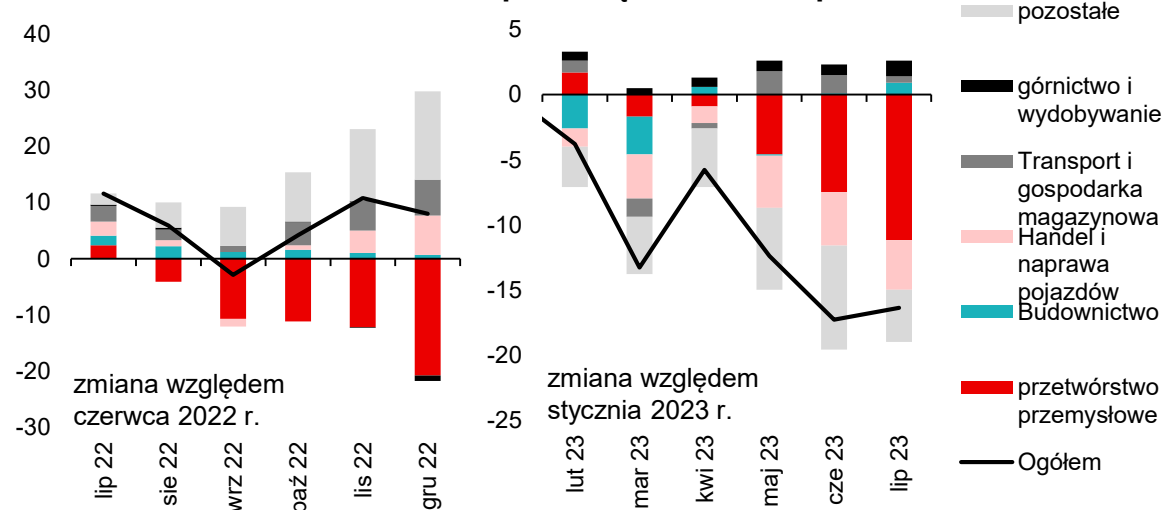
Oferty pracy przestały spadać



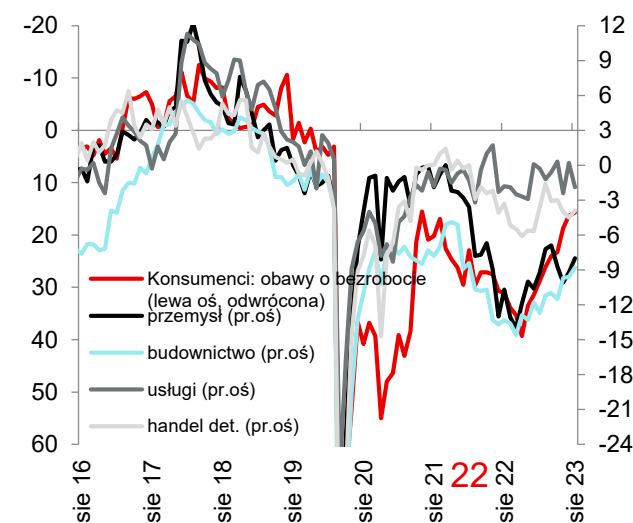
Prognozy zatrudnienia Manpower vs zmiana stopy bezrobocia



Zmiana zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w II poł 2022 r. i w 2023 r.



Sektorowe wskaźniki zatrudnienia



Wzrost płac nadal dwucyfrowy

Wg nas utrzyma się stan stabilizacji zatrudnienia i podwyższonej dynamiki płac. Inflacja nadal jest na poziomie trudnym do tolerowania przez gospodarstwa domowe i daje bodziec do wywierania presji płacowej. **Układ sił jaki wg nas utrzymuje się na rynku pracy, powinien wspierać wysoką dynamikę płac** a przynajmniej jej wolniejsze opadanie niż inflacji. W rezultacie powinniśmy w kolejnych kwartałach (II poł 2023 r. i w 2024 r.) oglądać istotnie dodatnie realne wzrosty płac.

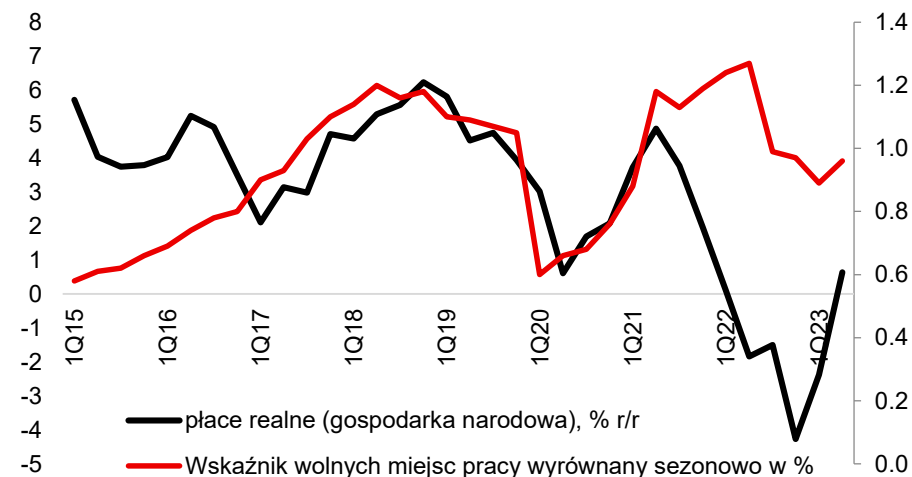
Publikowany przez GUS co kwartał wskaźnik wolnych miejsc pracy lekko odbił w górę, co wydaje się spójne z dalszym odbiciem realnych płac (w II kw. wyszły na plus, liczone na bazie danych z Gospodarki Narodowej). Co prawda indeks wakatów nie wskazuje na tak ciasny rynek pracy jak w 2018-2019 r. (choć bezrobocie jest teraz nawet niższe niż wtedy), ale jest wciąż dostatecznie wysoko, żeby sugerować solidne wzrosty wynagrodzeń.

Wg danych BAEL w I poł br. miał jeszcze miejsce niewielki przyrost pracujących, ale w całości opierał się na aktywizacji biernych zawodowo. Pula bezrobotnych jest rekordowo niska (443 tys. w II kw. br.) - dla porównania w poprzednich fazach wczesnego odbicia w latach 2010 i 2014 firmy mogły wybierać spośród 1,6-1,7 mln bezrobotnych. Stąd trudno nam sobie wyobrazić, żeby spodziewane ożywienie nie wywoływało wyraźnej presji płacowej.

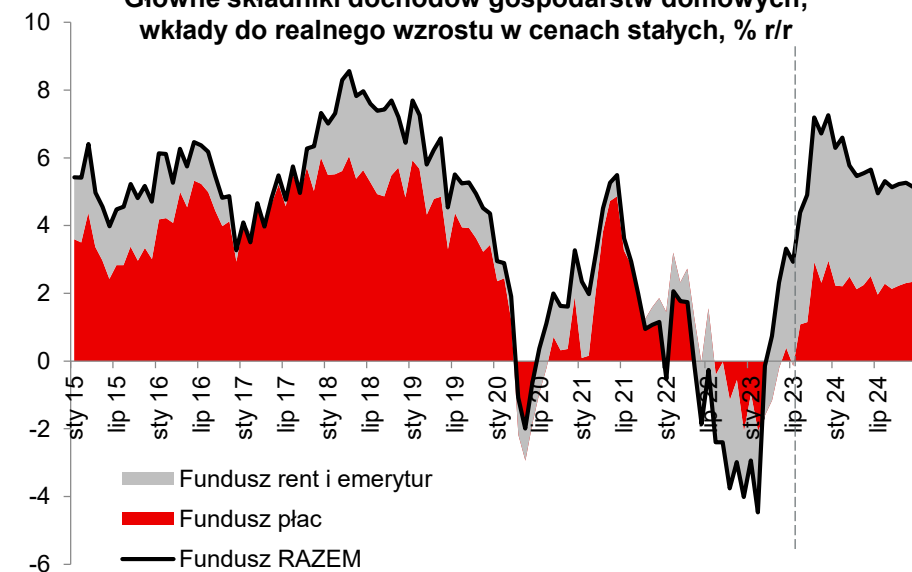
Napływ cudzoziemców, obserwowany przez pryzmat danych ZUS, był kontynuowany, przy czym roczny przyrost zarejestrowanych nadal mała: 73 tys. w lipcu (w tym 13 tys. Ukraińców) vs. 108 tys. w kwietniu (42 tys. z UA), 186 tys. w styczniu (117 tys. z UA). Wg nas taki ich napływ nie pozwoli na redukcję presji płacowej, zwłaszcza, że wg doniesień medialnych coraz częściej decydują się przenosić dalej na zachód.

Perspektywa stabilnego zatrudnienia i relatywnie wysokiej dynamiki płac składają się na korzystny obraz dochodów gospodarstw domowych. Jeśli uzupełnić ten obraz o świadczenia społeczne (emerytury i renty) to sytuacja będzie sprzyjać zakładanemu odbiciu konsumpcji w 2024 r. Realna dynamika takiej miary dochodów, niepełnej, ale obejmującej kluczowe składniki, wg nas odbije jeszcze przed końcem 2023 r. do poziomów nie widzianych od 2019 r.

Wskaźnik wolnych miejsc pracy a płace



Główne składniki dochodów gospodarstw domowych, wkłady do realnego wzrostu w cenach stałych, % r/r



Popyt na rynku kredytowym rośnie



Sprzedaż kredytów poprawia się, a niedługo na rynku może pojawić się impuls związany z ofertą kredytów z 2% oprocentowaniem oraz obniżką stóp przez RPP. Poprawa sytuacji na rynku kredytowym jest spójna z naszymi prognozami odbicia wzrostu PKB.

Ożywienie na rynku kredytowym jest coraz bardziej widoczne. Średnia sprzedaż kredytów konsumpcyjnych w ciągu ostatniego roku osiągnęła w lipcu 6,6 mld zł, czyli najwięcej od kiedy dostępne są porównywalne dane (2014 r.). Sprzedaż kredytów hipotecznych wyniosła w lipcu 4,1 mld zł, a więc wciąż wyraźnie mniej niż w szczycie (ok. 8 mld zł), ale i sporo więcej niż w dołku pod koniec 2022 r. (ok. 2 mld zł). Do tego, wprowadzenie kredytu 2% spowodowało wystrzał liczby wniosków o kredyt hipoteczny. W lipcu zarejestrowano wnioski o wartości 17,8 mld zł wobec średniej 8,6 mld zł w poprzednich trzech miesiącach. Naszym zdaniem ten mocny napływ wniosków może ujawnić się w danych kredytowych już w sierpniu.

Według danych Ministerstwa Rozwoju, do końca sierpnia w ramach programu kredytu 2% zarejestrowano 41,8 tys. wniosków i podpisano 5,7 tys. umów o wartości 2,16 mld zł.

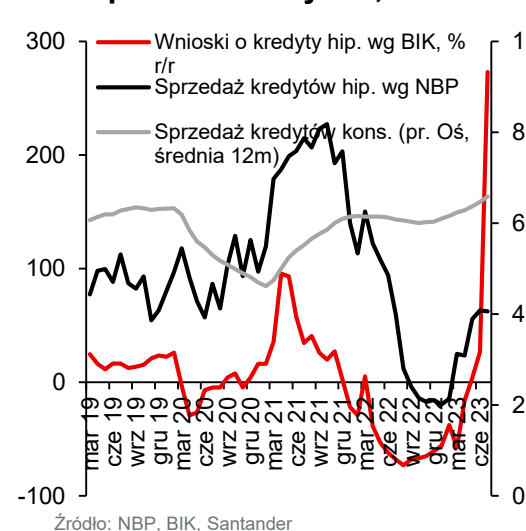
Wzmocnienie popytu na kredyt hipoteczny przy niskiej podaży nowych mieszkań oznacza, że ceny nieruchomości mieszkalnych wkrótce wrócą na trend wzrostowy.

Nieco słabiej wygląda popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Częściowo jest to pochodna efektu wysokiej bazy, bo w 2022 r. firmy potrzebowały zwiększonego finansowania ze względu na mocny wzrost cen surowców. Natomiast sprzedaż kredytów dla firm jest obecnie powyżej średniego poziomu z poprzednich lat.

Podtrzymujemy naszą prognozę, że rok może się zamknąć kilkuprocentowym wzrostem całkowitego wolumenu rynku kredytowego. Natomiast wzrost depozytów powinien utrzymać się w okolicy 10% w najbliższych kwartałach, ze względu na dodatnie saldo obrotów bieżących oraz ekspansywną politykę fiskalną.

Nasz szacunek impulsu kredytowego (miesięczna zmiana rocznej dynamiki kredytów) jest spójny z prognozami przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

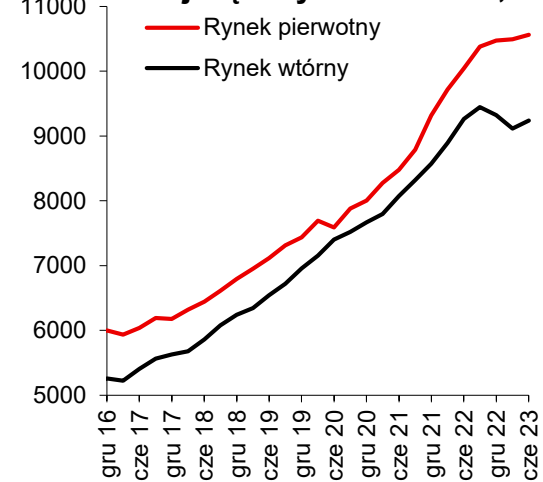
Sprzedaż kredytów, mld zł



Źródło: NBP, BIK, Santander

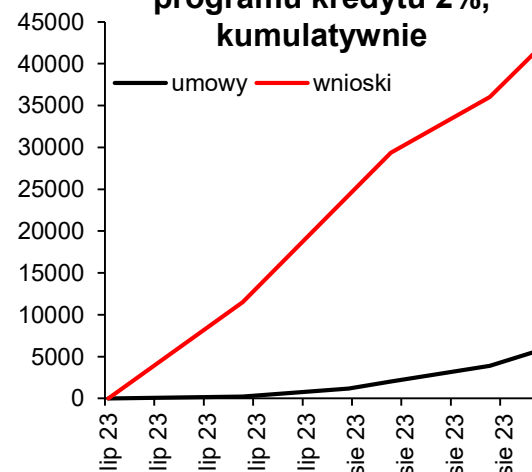
Ceny nieruchomości

w 17 największych miastach, zł



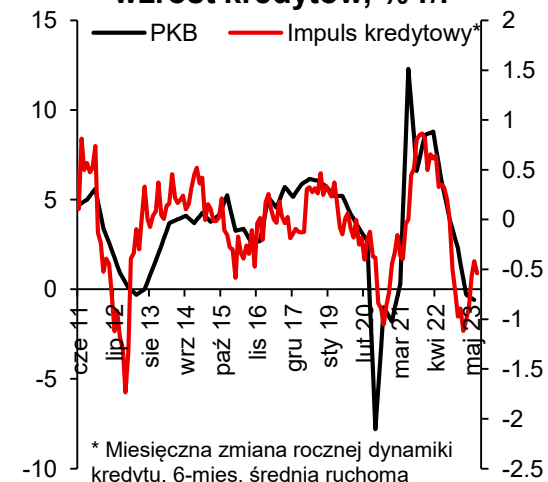
Źródło: NBP, Santander

Umowy i wnioski w ramach programu kredytu 2%, kumulatywnie



Źródło: GUS, NBP, Santander

Realny wzrost gospodarczy a wzrost kredytów, % r/r



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



Inflacja: zatrzymanie trendu spadkowego w 2024 r.

W porównaniu do naszego poprzedniego MAKROskopu z lipca nieco obniżyliśmy nasze prognozy inflacji CPI na 2023 - naszym zdaniem CPI zakończy ten rok nieco poniżej 7%. Rewizja wynika głównie z niższego przebiegu cen żywności w ostatnich dwóch miesiącach.

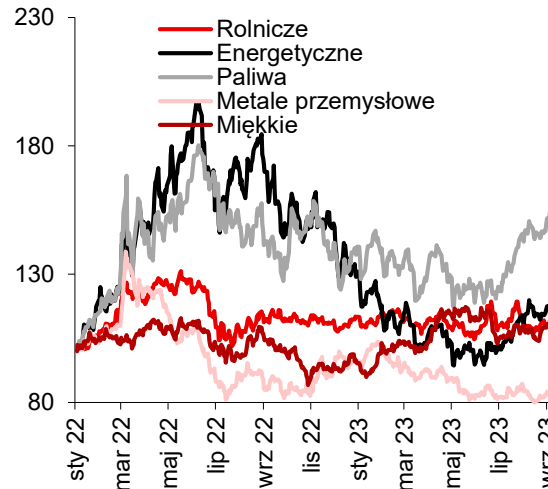
Ale w 2024 r. trend dezinflacji najprawdopodobniej się zatrzyma. Dynamika CPI może nawet lekko odbić w górę, najpierw w styczniu (wygaśnięcie tarcz) a potem w II półroczu (niska baza, ożywienie gosp.). Inflacja bazowa ustabilizuje się na poziomie ok. 5%.

W poprzednim MAKROskopie przedstawialiśmy argumenty pobudzające inflację w 2024 r. (ożywienie gospodarki, wzrost płac, polityka fiskalna, indeksacja świadczeń, słabszy mechanizm transmisji polityki) oraz obniżającą ją (globalna dezinflacja, spadek cen surowców, mocniejszy złoty). Naszym zdaniem ten bilans zmienił się ostatnio w kierunku wyższej inflacji: deficyt finansów publicznych w 2024 r. będzie wyższy niż zakładaliśmy, polityka pieniężna łagodniejsza, ceny surowców wyższe. W szczególności decyzja o obniżeniu stóp o 75 punktów oraz osłabienie złotego podbiją inflację o ok. 0,5 punktu procentowego. Presja na wzrost cen mogłaby się okazać niższa w razie wyraźnego pogorszenia perspektyw gospodarczych, ale nie jest to nasz bazowy scenariusz.

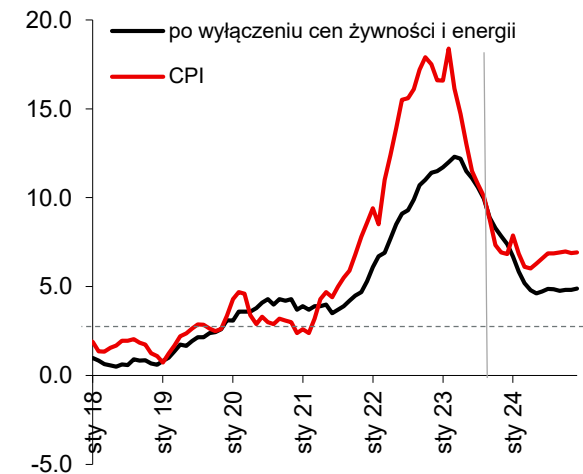
Istotnym elementem naszych założeń na 2024 r. pozostaje odmrożenie cen prądu (+2 punkty procentowe) oraz cofnięcie obniżki VAT na żywność (+1 punkt procentowy).

W ostatnich miesiącach 2023 r. spodziewamy się dalszego spadku inflacji CPI, do nieco poniżej 7% w grudniu. Naszym zdaniem zwiększenie limitu zużycia prądu odejmie od cen elektryczności w CPI ok. 2,5% m/m (ok. 0,1% od CPI). Natomiast tzw. „wsteczna obniżka cen energii” nie wpłynie naszym zdaniem na CPI, gdyż de facto jest to jednorazowa dopłata, a nie zmiana cen.

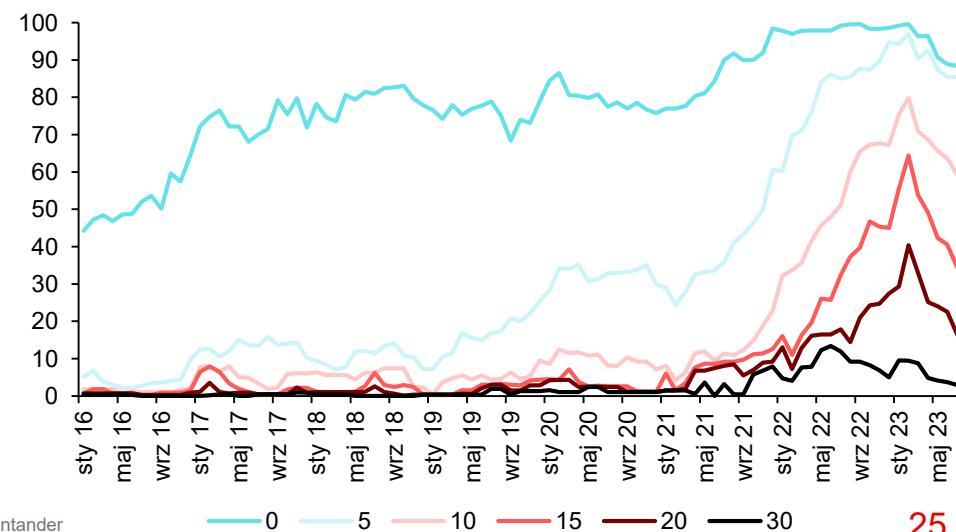
Ceny surowców wg Bloomberg, 03/01/2022 = 100



CPI i inflacja bazowa, nasza prognoza, % r/r



Procent koszyka inflacyjnego rosnący więcej niż x% r/r



0 5 10 15 20 30

25

Źródło: Bloomberg, Santander

Inflacja: susza nie taka straszna

Oczekujemy dalszego spadku dynamiki cen żywności w najbliższych miesiącach. Na koniec roku oczekujemy wzrostu o ok. 6% r/r, przy czym efekty suszy dodadzą do wzrostu cen niecałe 0,5 punktu procentowego.

W ostatnich tygodniach siła suszy rolniczej zelżała. Niemniej, średnia wartość klimatycznego bilansu wodnego tego lata była wyraźnie niższa niż w poprzednich latach, na czym ucierpiały uprawy.

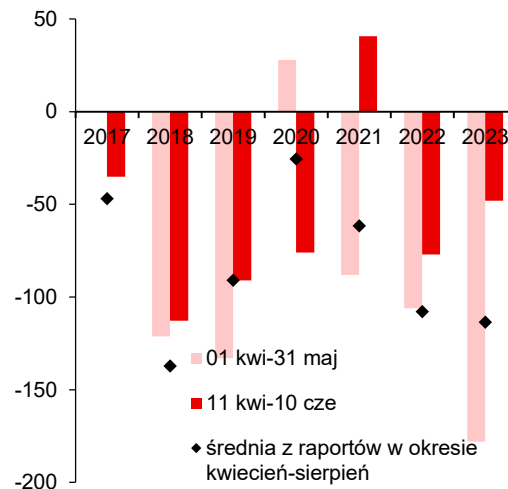
Straty jednak były mniejsze, niż się obawialiśmy. Według wstępnego szacunku głównych ziemiopłodów rolnych i ogrodniczych GUS, zbiory zbóż podstawowych obniżyły się o 4% r/r, warzyw gruntowych o 3% r/r, owoców z drzew o 9% r/r, a owoców z krzewów i plantacji jagodowych o 1%. Mocniejsze przełożenie suszy na zbiory jest zatem widoczne tylko w przypadku owoców.

Zakładamy zatem, że ceny owoców wzrosną od sierpnia do końca roku o ok. 4% (wobec średniej w latach 2016-2021 na poziomie -2,3%), a ceny warzyw o ok. 13% (wobec średniej 12,2% w latach 2016-2021). Efekt suszy doda zatem do cen żywności w grudniu ok. 0,4 punktu procentowego, a do inflacji ogółem ok. 0,1 punktu procentowego.

W przypadku pozostałych artykułów żywnościowych spodziewamy się normalizacji lub nawet przebiegu poniżej wzorca sezonowego (przetwory mleczne, oleje roślinne), w związku z globalną nadpodażą.

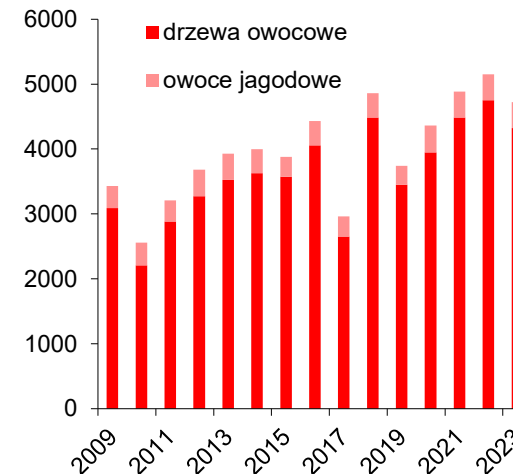
Na koniec roku spodziewamy się dynamiki żywności na poziomie ok. 6,0% r/r.

Klimatyczny Bilans Wodny, mm



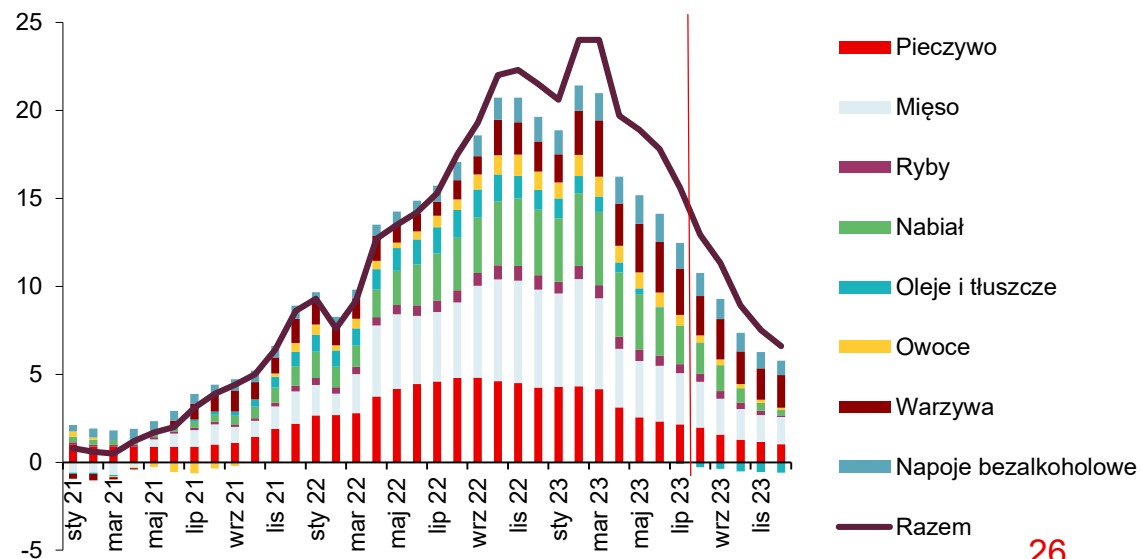
Źródło: IUNG-PIB, Santander

Zbiory owoców, tys. ton



Źródło: GUS, Santander

Ceny żywności, % r/r, dekompozycja



Źródło: Bloomberg, Santander

Spadek inflacji w Polsce wolniejszy niż w regionie

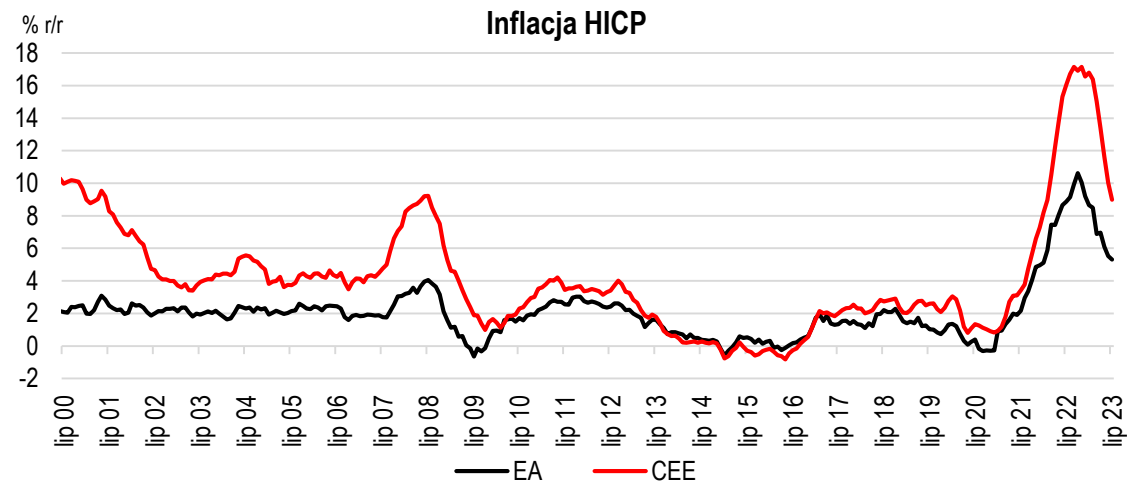


Inflacja będzie stopniowo spadać w całym regionie, ale jej powrót do celu może zająć w Polsce dłużej

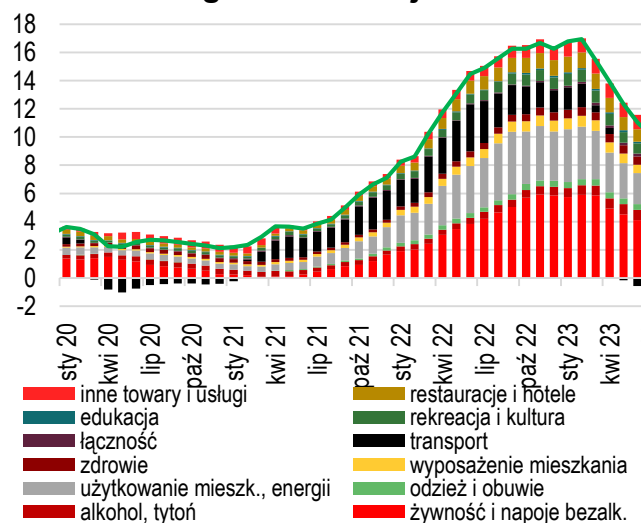
mediana prognoz Bloomberga (w nawiasie prognoza Santander)

| | CPI % r/r | | |
|-------|-------------|-----------|-----------|
| | 2023P | 2024P | 2025P |
| PL | 12.0 (11.7) | 6.0 (7.0) | 4.0 (4.4) |
| CZ | 10.9 | 2.5 | 2.1 |
| HU | 17.9 | 5.1 | 3.4 |
| RO | 10.5 | 5.5 | 4.0 |
| BG | 9.7 | 4.0 | 3.0 |
| SK | 11.2 | 5.1 | 3.5 |
| SI | 7.0 | 3.2 | 2.5 |
| CR | 7.8 | 3.6 | 2.7 |
| EE | 9.8 | 3.5 | |
| LA | 9.0 | 2.5 | |
| LT | 9.4 | 1.9 | |
| DE | 6.1 | 2.8 | 2.1 |
| EA | 5.5 | 2.5 | 2.1 |
| US | 4.1 | 2.6 | 2.3 |
| Świat | 6.0 | 2.7 | 3.7 |

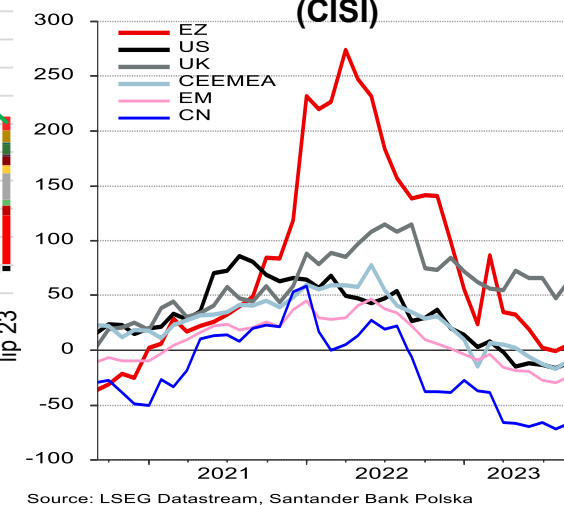
Inflacja minęła szczyt i zaczęła się obniżać za sprawą niższej dynamiki cen energii i żywności, ale też inflacji bazowej



Wkład kategorii do inflacji HICP w CEE



Indeks niespodzianek inflacyjnych (CISI)



Źródło: Eurostat, Bloomberg, Santander

Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Polityka pieniężna: ostra zmiana kursu

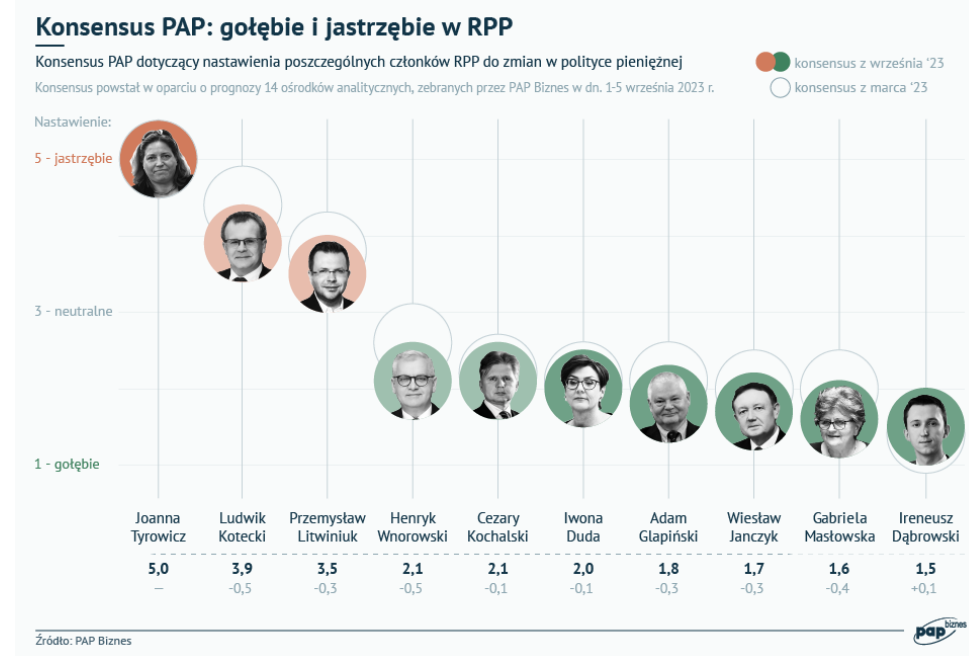
Zaskakująco mocna wrześniowa obniżka stóp procentowych przez RPP (-75pb, do 6,0%) oraz przebieg konferencji prezesa NBP oznaczają naszym zdaniem, że należy się liczyć z dalszym łagodzeniem polityki w najbliższych miesiącach. Przewidujemy jeszcze dwie obniżki po -25 pb: w październiku i w listopadzie, do 5,50%, a następnie pauzę co najmniej do połowy 2024 roku.

Wg A.Głapińskiego Radę do działania skłoniło pogorszenie perspektyw gospodarczych oraz spadek inflacji – RPP chciała zapobiec, aby realne stopy procentowe stały się dodatnie, co mogłoby nadmiernie schłodzić popyt. Wrześniowa obniżka była przy tym „zaległa”, a nie „wyprzedzająca”. Inflacja jego zdaniem zeszła do poziomu jednocyfrowego w pierwszych dniach września, spełniając postawiony w lipcu warunek do obniżek stóp, tym samym nie jest już „wysoka” tylko „umiarkowana”, a pod koniec roku zbliży się do 6%, tj. inflacji „pełzającej”, która zdaniem Głapińskiego jest niedostrzegalna dla społeczeństwa. Prezes NBP przyznał, że inflacja umiarkowana może okazać się „uporczywa”, ale „to jest co innego”.

Zwraca uwagę zmiana podejścia NBP do kursu walutowego: po skokowym osłabieniu złotego w reakcji na obniżkę stóp prezes NBP zadeklarował, że Polska, w przeciwieństwie do Czech i Węgier, nie musi wpływać na kurs waluty i że jeśli osłabienie złotego się utrzyma to RPP nie będzie się martwić.

Dostrzegamy istotną zmianę w sposobie działania RPP po wakacjach, sugerującą, że dalszy spadek CPI (a ten jest b.prawdopodobny do końca br.) w może wyzwolić kolejne obniżki stóp. Słabość kursu walutowego nie musi przy tym być tak istotną przeszkodą do działania jak myśleliśmy.

Takie poluzowanie polityki pieniężnej, naszym zdaniem przedwczesne i nadmierne, pogorszy perspektywy inflacji, ale będzie sprzyjać ożywieniu gospodarczemu, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w kolejnych projekcjach inflacji. Najbliższa projekcja NBP w listopadzie może jednak nie być na tyle gorsza od poprzedniej, aby przerwać cykl łagodzenia polityki pieniężnej, tym bardziej, że horyzont prognozy zostanie prawdopodobnie wydłużony do 2026 r., co pozwoli wciąż pokazywać CPI zbiegające w pobliże celu na samym końcu tego okresu. **Uważamy, że obniżki stóp procentowych zostaną wstrzymane pod koniec br., ponieważ trend dezinflacji najprawdopodobniej zatrzyma się w 2024 r.** Dynamika CPI może nawet lekko odbić w górę, najpierw w styczniu (wygaśnięcie tarcz antyinflacyjnych, wyższe ceny paliw i słabszy złoty) a potem w połowie roku (niska baza, ożywienie gospodarcze, ekspansja fiskalna).





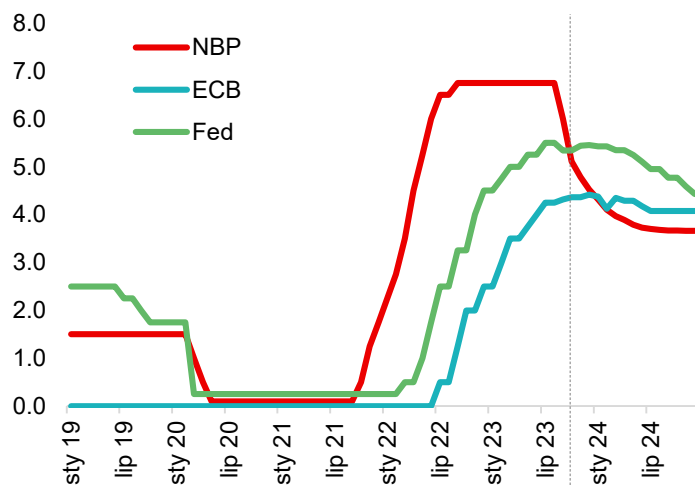
Polityka pieniężna: nadmierne oczekiwania rynkowe

Rynek finansowy zareagował na zaskakująco gwałtowny zwrot w polityce pieniężnej RPP, dyskontując jeszcze większą skalę obniżek stóp w przyszłości: kontrakty FRA i IRS wyceniają obecnie spadek stopy NBP o ponad 200pb w horyzoncie roku, w efekcie zakładając, że spadnie ona poniżej głównej stopy Fed i EBC w 2024 r. Wg nas to mało prawdopodobny scenariusz, ale takie oczekiwania mogą się utrzymać jeszcze miesiąc-dwa, skoro inflacja będzie dalej spadać a RPP jeszcze obniży stopy przed końcem br. Punktem zwrotnym może być koniec cyklu wraz z odbiciem w górę CPI na początku 2024 r.

Dla przypomnienia: wg opublikowanych niedawno badań NBP nad mechanizmem transmisji polityki pieniężnej **spadek stóp procentowych o 100pb może podnieść inflację o ok. 0,3 pp w drugim roku ich oddziaływania i przyspieszyć wzrost PKB o 0,3 pp w pierwszym roku od zmiany polityki.**

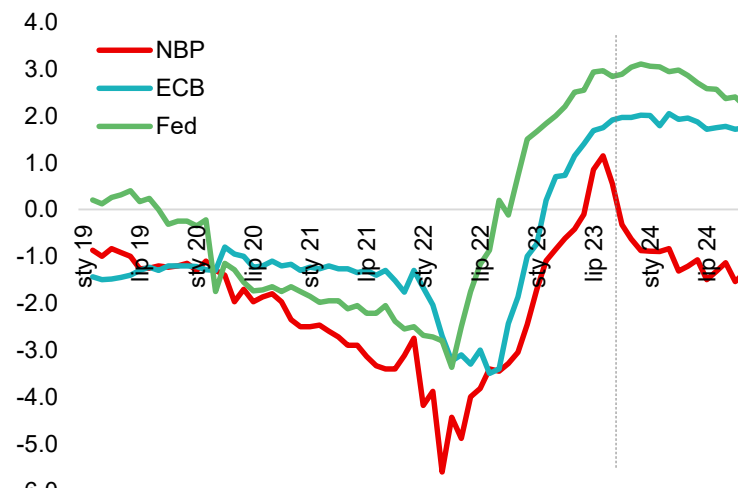
Te same badania sugerują, że **w warunkach wysokiej inflacji osłabienie kursu walutowego o 10% może podwyższyć inflację nawet o 2pp**, przy czym siła pass-through kursowego wyraźnie spada wraz z poziomem inflacji.

Główne stopy procentowe banków centralnych na podstawie wyceny rynkowej z 13.09.2023, %



Źródło: Bloomberg, Santander

Realne stopy procentowe banków centralnych, na podstawie wyceny rynkowej i prognoz inflacji %



realna stopa proc. ex ante: stopa banku centralnego wyceniona przez rynek minus mediana inflacji r/r za rok wg ankiety Bloomberga

Źródło: Bloomberg, Santander

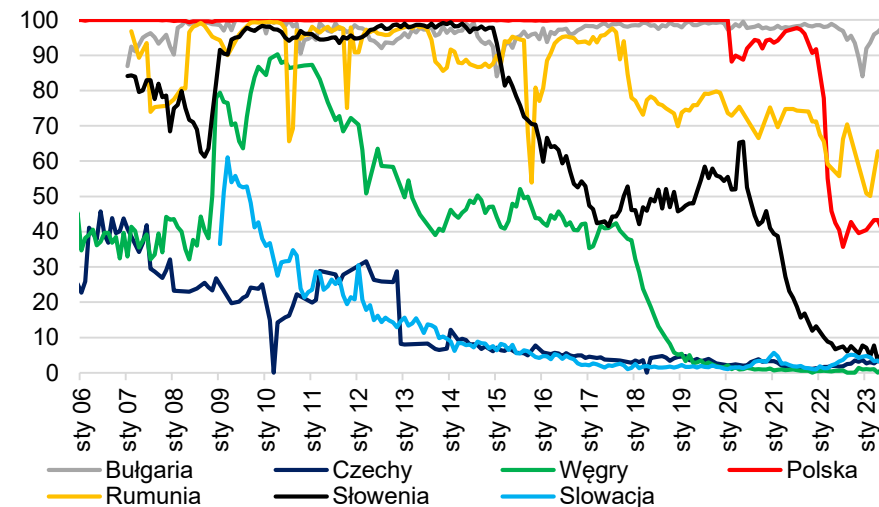
Polityka pieniężna: dodatkowe złagodzenie

W ostatnich sześciu kwartałach gwałtownie wzrósł odsetek nowych kredytów mieszkaniowych udzielanych w oparciu o stałą stopę procentową: z blisko zera do ok. dwóch trzecich nowej produkcji.

Ten fakt, plus odważna antycypacja obniżek stóp przez rynek finansowy (oznaczająca mocne spadki IRS) spowodowały, że **w segmencie kredytów mieszkaniowych nastąpiło efektywnie znaczne złagodzenie warunków kredytowych, nawet zanim jeszcze RPP rozpoczęła obniżki stóp procentowych**. Ten efekt uległ jeszcze pogłębieniu po agresywnej obniżce stóp procentowych NBP we wrześniu.

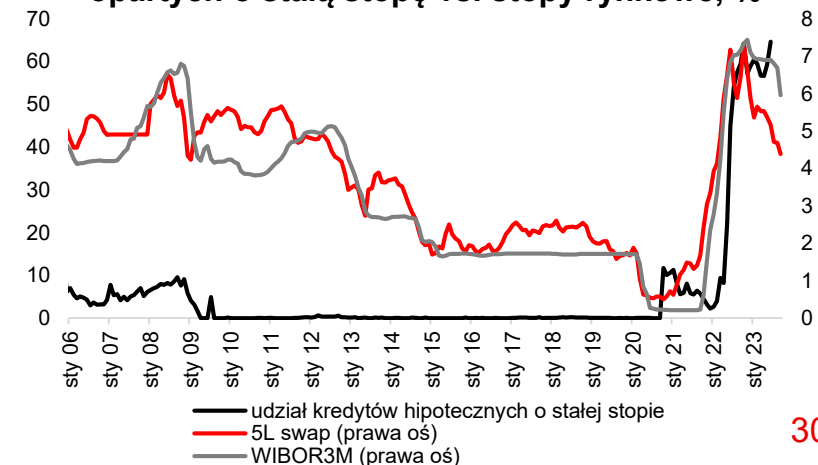
Ten czynnik w połączeniu z uruchomieniem rządowego programu Bezpieczny Kredyt 2% przyczynił się do ożywienia popytu na kredyt hipoteczny, a w efekcie do przyspieszenia wzrostu cen nieruchomości.

Udział kredytów opartych o zmienne oprocentowanie w nowoudzielonych kredytach mieszkaniowych, %



Źródło: EBC, Eurostat, Santander

Udział nowych kredytów hipotecznych w Polsce opartych o stałą stopę vs. stopy rynkowe, %



Źródło: Eurostat, Bloomberg, Santander

Indeks Cen Mieszkań



źródło: Grupa Morizon-Gratka

Obniżki stóp w regionie nieco później

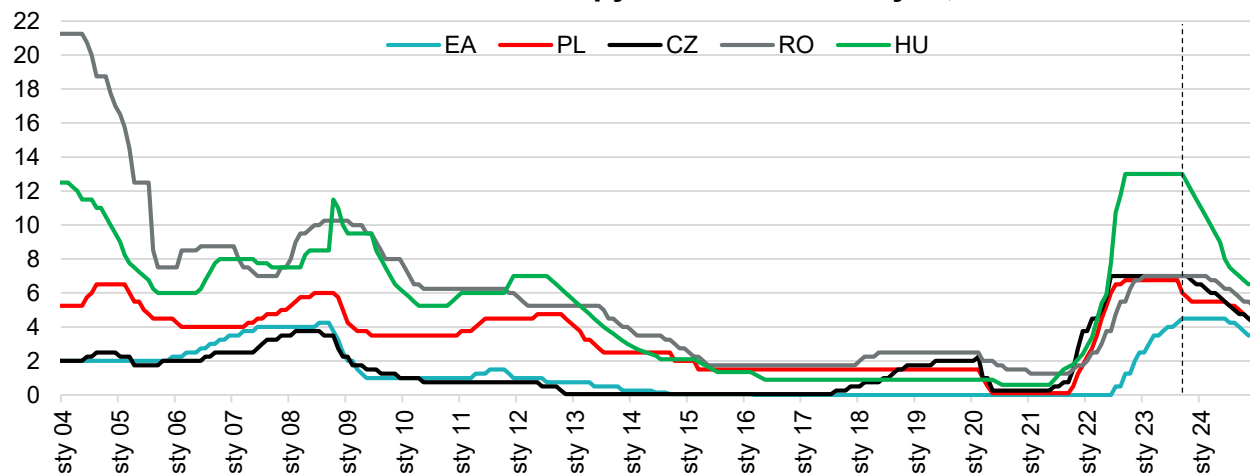
Choć inne banki w regionie mają prawdopodobnie więcej powodów by szybciej obniżyć stopy procentowe, to brzmią mniej gołębio niż NBP, ale będą również stopniowo łagodzić politykę pieniężną w tym lub na początku przyszłego roku wobec szybkiego spadku inflacji i osłabionego popytu. MNB najprawdopodobniej ponownie obniży stopy krótkoterminowe we wrześniu, a obniżki głównej stopy będą w większym stopniu zależne od zmienności forinta. O ile aprobata dla słabej korony ze strony CNB mogła wzrosnąć to znaczne osłabienie waluty może opóźnić pierwsze obniżki głównej stopy w Czechach.

Główne stopy banków centralnych, %

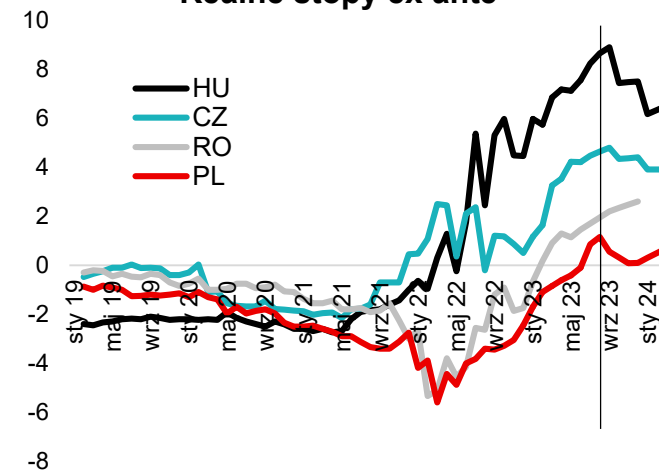
(prognoza Santander krajów CE3 i strefy euro, mediana prognoz Bloomberg dla Rumunii)

| | 2Q23 | 3Q23F | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 4Q25F |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EA | 4.00 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.00 | 3.50 | 3.00 |
| PL | 6.75 | 6.00 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.00 | 4.50 | 3.50 |
| CZ | 7.00 | 7.00 | 6.50 | 6.00 | 5.50 | 4.75 | 4.25 | 3.00 |
| RO | 7.00 | 7.00 | 7.00 | 6.75 | 6.25 | 5.75 | 5.25 | 5.00 |
| HU | 13.00 | 13.00 | 11.50 | 10.00 | 8.00 | 7.00 | 6.50 | 5.00 |

Główne stopy banków centralnych, %



Realne stopy ex ante



realna stopa proc. ex ante: stopa banku centralnego wg prognozy Santander minus mediana prognoz CPI % r/r za rok wg ankiety Bloomberg



Budżet 2024: kolejny rok z wysokim deficytem

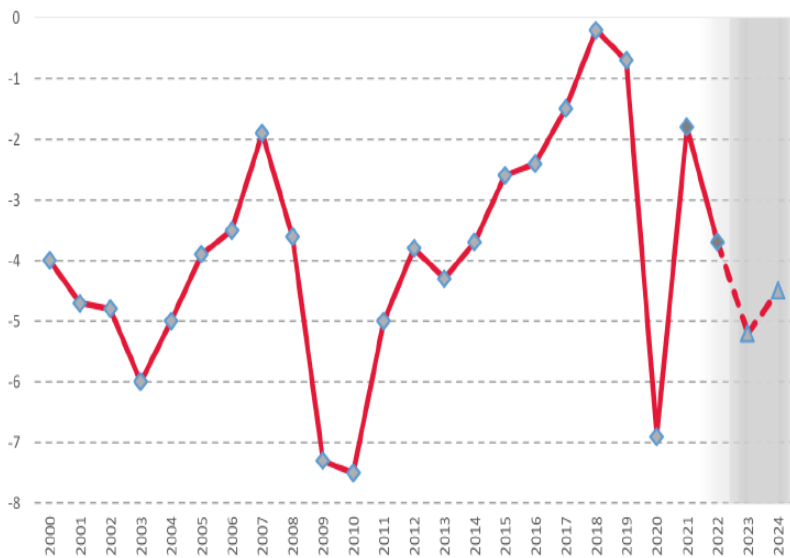
Rząd przyjął projekt budżetu na 2024 r. z deficytem budżetowym 164,8 mld zł i deficytem całego sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) na poziomie 4,5% PKB (ok. 170,0 mld zł). W 2023 r. rząd spodziewa się deficytu GG ok. 5,2% PKB, co jest zbliżone do naszej prognozy. W porównaniu do naszego ostatniego [MAKROskopu z lipca](#), do wydatków doliczyć należy podwyżkę 14. emerytury z 1588,44 zł do 2650 zł (koszt netto ok. 7 mld zł).

Założenia makroekonomiczne wydają się realistyczne, ale nie ostrożne - w tym sensie, że nie tworzą naszym zdaniem „zakładki bezpieczeństwa” dla dochodów. Jednocześnie (co jest nowością), prognoza na 2024 r. zakłada, że wydatki będą zrealizowane poniżej limitów i z tego tytułu odjęto 1,1% PKB. Oznacza to, że również po stronie wydatkowej poduszka bezpieczeństwa jest mniejsza. W efekcie, widzimy większe niż w poprzednich latach ryzyko tego, że realizacja budżetu w 2024 r. może przebiegać gorzej niż zaplanowano.

Projekt budżetu implikuje kolejny rok ekspansywnej polityki fiskalnej z bardzo wysokim wzrostem wydatków, która powinna sprzyjać ożywieniu popytu krajowego, ale jednocześnie utrudnić dalszą skuteczną dezinflację.

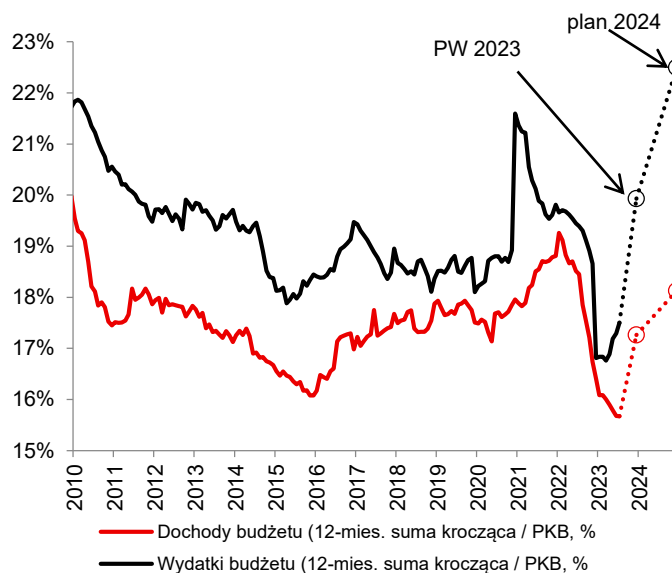
Więcej na temat projektu budżetu na 2024 r. napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Saldo sektora GG, % PKB



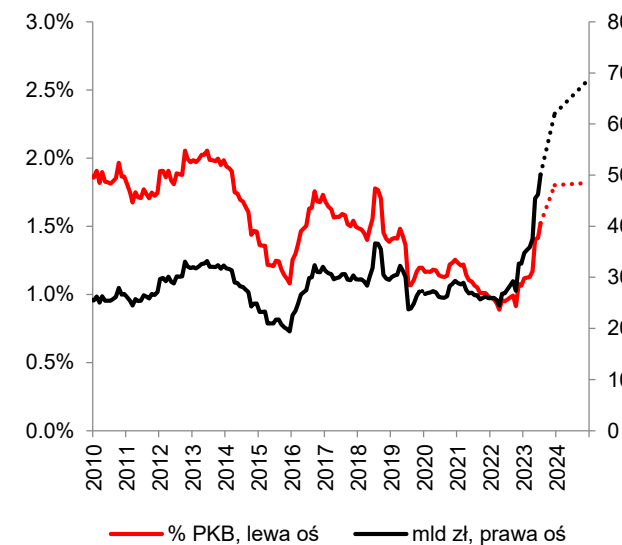
Źródło: Uzasadnienie ustawy budżetowej

Dochody i wydatki budżetu w relacji do PKB (12-mies. suma krocząca, % PKB)



Źródło: MF, Santander

Wydatki na obsługę długu SP, 12-mies. suma krocząca



Źródło: MF, Santander





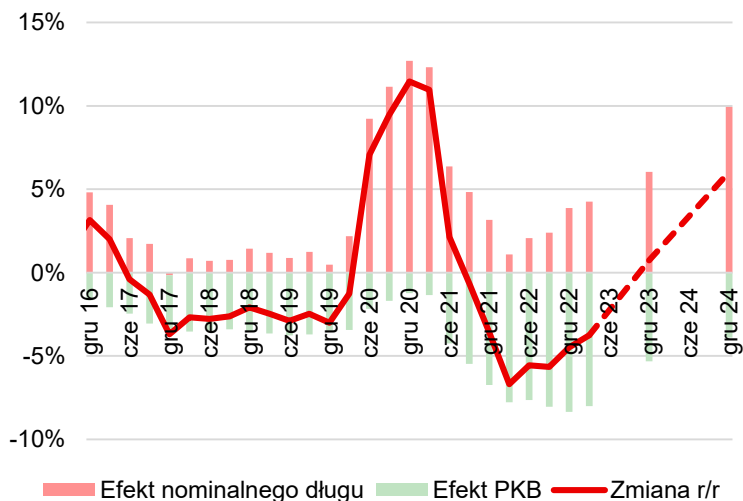
Budżet 2024: mocny wzrost zadłużenia

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) ma w 2024 r. wzrosnąć do 54% PKB z 49,3% PKB planowanych w 2023 r.

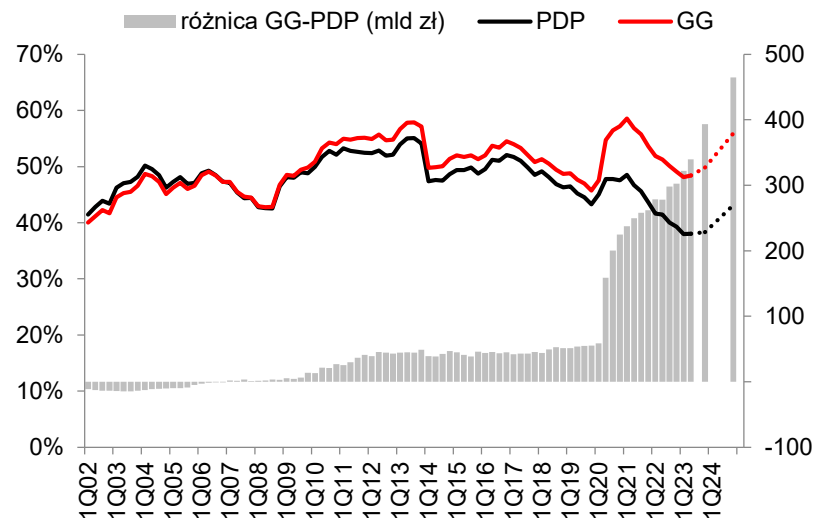
Państwowy dług publiczny wg definicji krajowej (PDP) oraz dług skarbu państwa mają wzrosnąć o ok. 270 mld zł, a zadłużenie GG o ok. 340 mld zł – różnica wynika zapewne głównie z przyrostu zadłużenia Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych związanego z finansowaniem wydatków na zakup sprzętu wojskowego, które wg projektu budżetu przekroczy 80 mld zł. Plan finansowania FWSZ został utajniony, ale wg informacji medialnych jego wydatki zostaną sfinansowane głównie kredytami kupieckimi: media informowały m.in. o planie linii kredytowej z Korei Południowej.

Przyrost wartości zadłużenia GG (ok. 340 mld zł) nominalnie ok. dwukrotnie większy niż wartość deficytu GG (170 mld zł) wynika m.in. z tego, że deficyt liczony jest w ujęciu memoriałowym a nie kasowym, czyli np. uwzględnia wydatki militarne tylko w skali odpowiadającej faktycznym dostawom sprzętu (wg projektu ok. 32 z 81 mld zł), a także nie uwzględnia deficytu środków europejskich (33 mld zł).

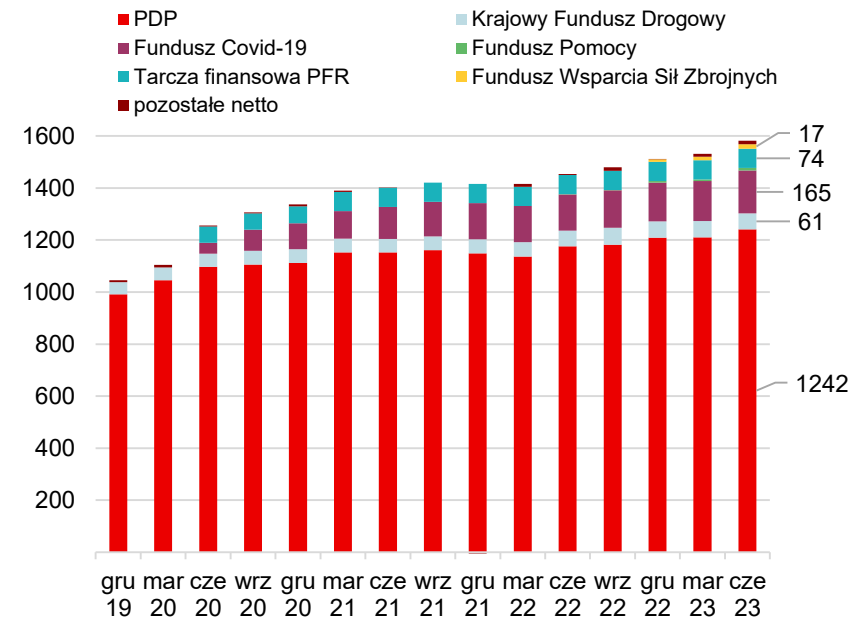
Dekompozycja rocznej zmiany długu GG w relacji do PKB



Państwowy dług publiczny wg definicji krajowej (PDP) i general government (GG), jako % PKB



Różnica między zadłużeniem GG a państwowym długiem publicznym (PDP), mld zł





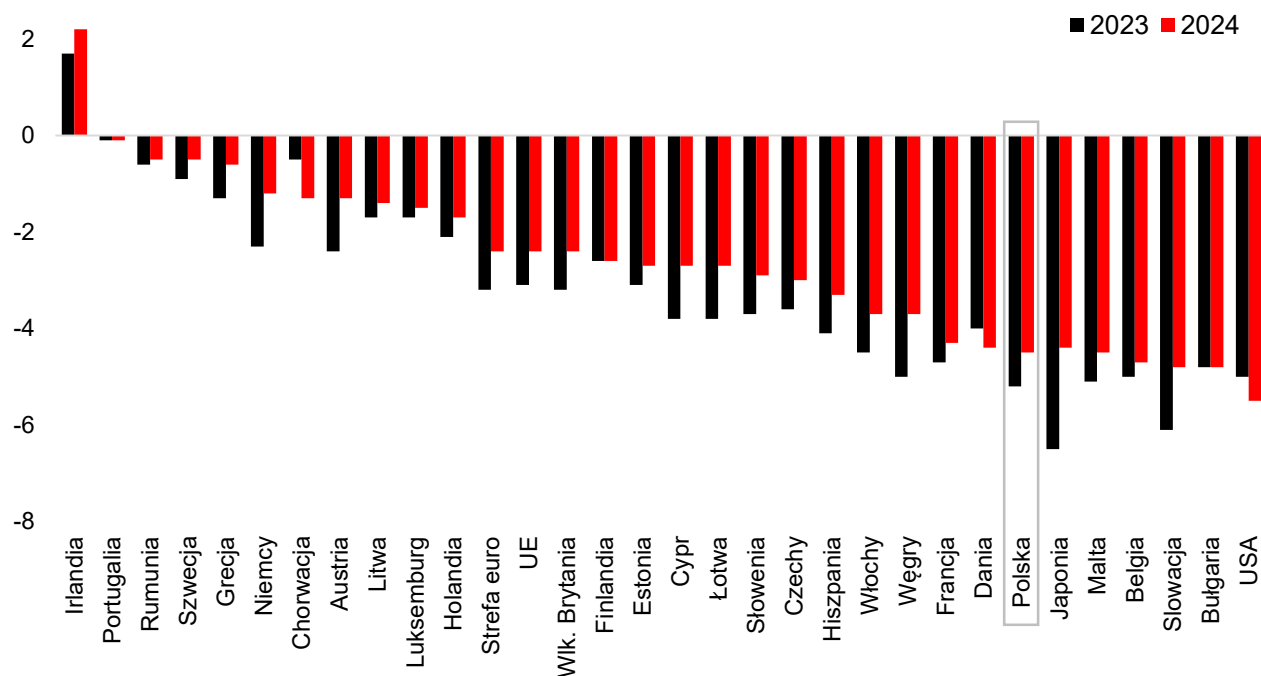
Budżet 2024: Polska na tle UE

Od 2024 r. ponownie będą obowiązywać reguły fiskalne UE, zawieszane na kilka lat wskutek pandemii. Reguły te wskazują, że deficyt finansów publicznych nie powinien przekraczać 3% PKB, a dług 60% PKB.

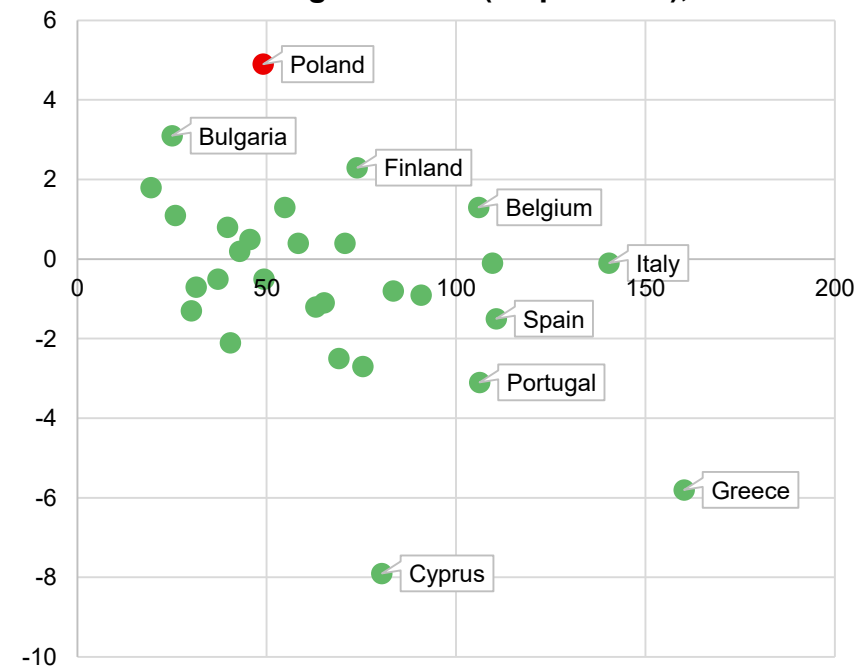
Planowany przez rząd deficyt fiskalny będzie jednym z większych w UE i wyraźnie powyżej prognozy 3%, co oznacza ryzyko objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu (EDP). KE będzie oczekiwać redukcji nierównowagi fiskalnej w skali przynajmniej 0,5% PKB na rok (w ujęciu deficytu strukturalnego) i polski projekt budżetu teoretycznie spełnia to wymaganie (m.in. za sprawą dyskrecyjnej korekty wydatków o 1,1% PKB).

Poziom długu jest i pozostanie wyraźnie poniżej średniej UE (ok. 83% PKB), chociaż Polska wyraźnie wyróżnia się na tle pozostałych krajów skalą wzrostu zadłużenia w 2024 r.

Saldo GG 2023-24: Polska wg projektu budżetu, inne kraje wg wiosennych prognoz KE, % PKB



Poziom długu GG 2023 (oś pozioma) vs zmiana długu 2023-24 (oś pionowa), % PKB



Polska wg projektu budżetu, inne kraje wg wiosennych prognoz KE

Źródło: MF, KE, Santander

Wybory 2023: sondaże

Wybory parlamentarne odbędą się 15 października 2023 r.

Uśrednione wyniki sondaży wskazują, że po umiarkowanym spadku poparcia dla partii rządzącej w okresie letnim, nastąpił wzrost jej notowań. PiS nadal cieszy się największym poparciem Polaków, ok. 38%.

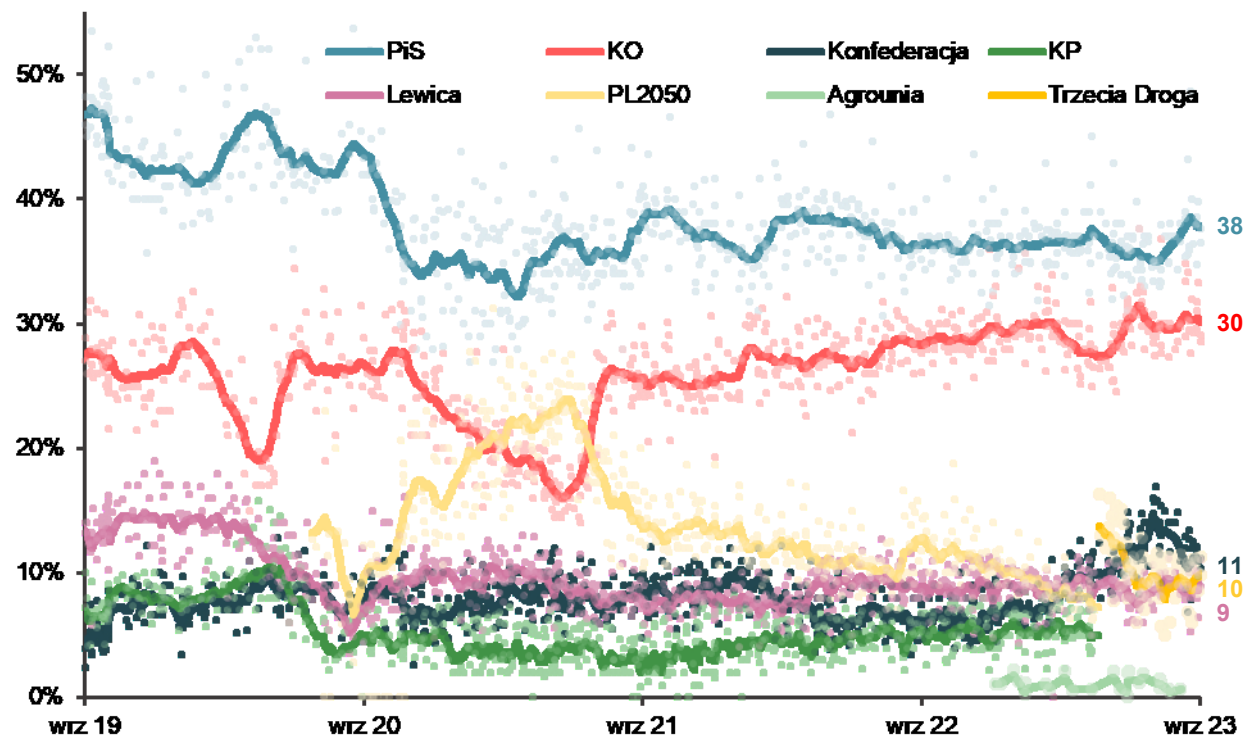
Takie poparcie nadal oznacza niewielkie szanse na ponowne zdobycie liczby mandatów w Sejmie gwarantujących samodzielnią większość. Szanse te mogłyby wzrosnąć, gdyby któraś/eś z partii opozycyjnych nie zdołała/y przekroczyć progu wyborczego i wejść do Sejmu.

W przypadku partii opozycyjnych tendencje poparcia w ostatnich tygodniach ulegały sporym wahaniom. Próg wyborczy dla pojedynczych partii to 5%, dla koalicji (Trzecia Droga) to 8%.

Na tym etapie wszelkie przewidywania dot. wyniku wyborów obarczone są naszym zdaniem ogromną niepewnością.

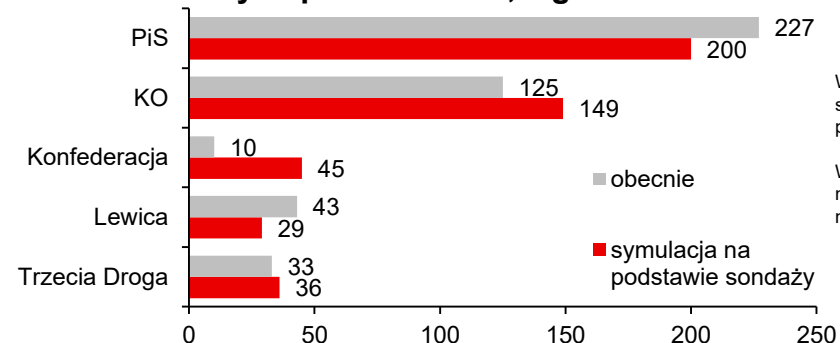
Według naszych oszacowań, wynik wyborów zgodny z obecnym trendem z sondaży opublikowanym przez portal Politico (na podstawie sondaży do 9 września), dałby PiS zwycięstwo i 200 mandatów w Sejmie, podczas gdy Koalicja Obywatelska zdobyłaby 149 mandatów, Konfederacja 45, Lewica 29, a Trzecia Droga 36. Podkreślamy, że nie jest to nasza prognoza wyniku wyborów, a jedynie szacunek liczby mandatów na podstawie aktualnych uśrednionych sondaży, które przez najbliższe tygodnie będą jeszcze ulegały zmianom.

Poparcie dla głównych ugrupowań politycznych wg sondaży opinii publicznej



Źródło: Politico.eu

Symulacja podziału mandatów w Sejmie na podstawie wyników sondaży uśrednionych przez Politico, wg stanu na 9 września



Wykres obrazujący obecną sytuację pomija małe kluby poselskie i posłów niezależnych

W symulacji założono jeden mandat dla przedstawiciela mniejszości niemieckiej



Wybory 2023: kalendarz

W tabeli obok przedstawiamy kalendarzowe ramy dalszych wydarzeń w ramach procesu wyborczego i procedury tworzenia rządu po wyborach.

Wskazane daty „nie później niż” oznaczają maksymalne terminy poszczególnych etapów wynikające z zapisów Konstytucji RP. Faktyczne decyzje na każdym z etapów mogą zapadać szybciej.

Wyłonienie nowego rządu po wyborach możliwe jest wg nas w optymistycznym scenariuszu na przełomie listopada i grudnia, w pesymistycznym pod koniec stycznia.

Gdyby układ sił w parlamencie uniemożliwił wybranie nowego rządu, kolejne przedterminowe wybory odbędą się najpóźniej na początku marca 2024.

W przypadku przedterminowych wyborów, I półrocze 2024 będzie okresem aż trzech kampanii wyborczych: ponownych do Sejmu i Senatu, samorządowych oraz do Parlamentu Europejskiego.

| Wybory do Sejmu i Senatu RP | 15/10/2023 |
|---|----------------------------|
| Kolejne kroki w procedurze wyłaniania rządu wynikające z Konstytucji: | Nie później niż: |
| Pierwsze posiedzenie Sejmu (max +30 dni) | 14/11/2023 |
| Powołanie premiera i rządu przez prezydenta (max +14 dni) | 28/11/2023 |
| Expose premiera, głosowanie wotum zaufania dla rządu (max +14 dni) [bezwzględną większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów] <i>Jeżeli rząd nie uzyska wotum zaufania, wówczas:</i> | 12/12/2023 |
| I procedura rezerwowa: wybór premiera i rządu przez Sejm (max +14 dni) [bezwzględną większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów] <i>Jeżeli rząd nie uzyska wotum zaufania, wówczas:</i> | 26/12/2023 |
| II procedura rezerwowa: prezydent powołuje premiera i rząd (max +14 dni) | 09/01/2024 |
| Expose premiera, głosowanie wotum zaufania dla rządu (max +14 dni) [większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów] <i>Jeżeli rząd nie uzyska wotum zaufania, wówczas:</i> | 23/01/2024 |
| Przedterminowe wybory (max +45 dni) | 08/03/2024 |
| Kolejne istotne wydarzenia polityczne: | Data: |
| Wybory samorządowe | 7, 14 lub 24 kwietnia 2024 |
| Wybory do Parlamentu Europejskiego | 9 czerwca 2024 |
| Wybory Prezydenta RP | II połowa 2025 |

Źródło: opracowanie własne Santander

Rynek finansowy

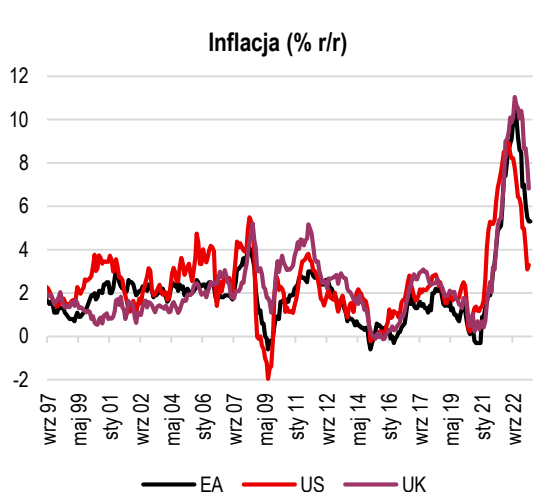
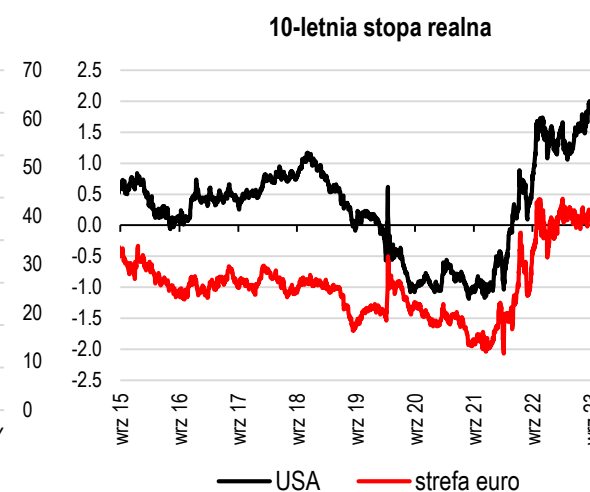
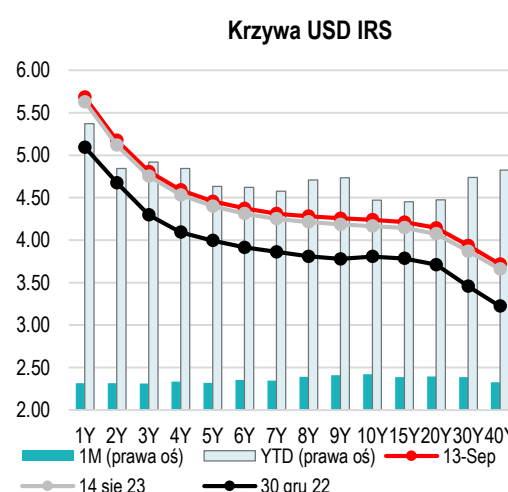
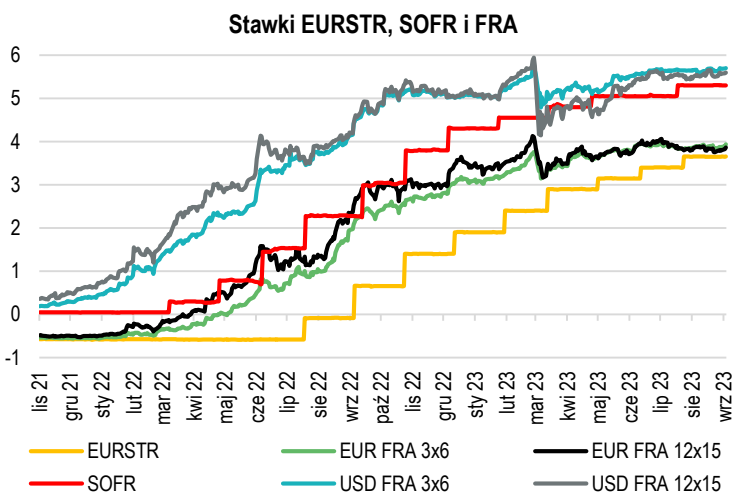
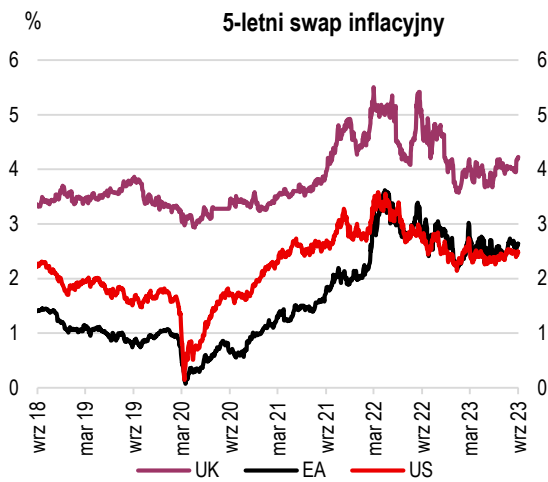
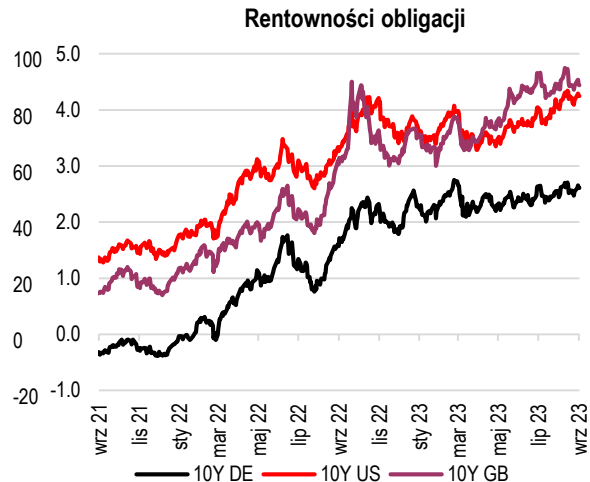
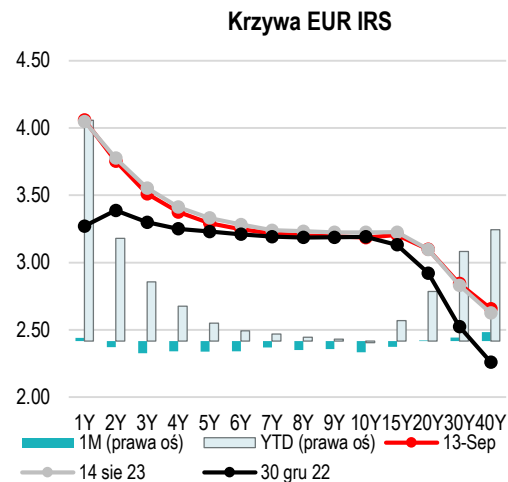
A close-up photograph of a document with various financial charts, including line graphs and bar charts. A silver pen is resting on the document. The background is blurred, showing more of the document and a laptop screen.

2

Dalsze podwyżki stóp głównych banków centralnych



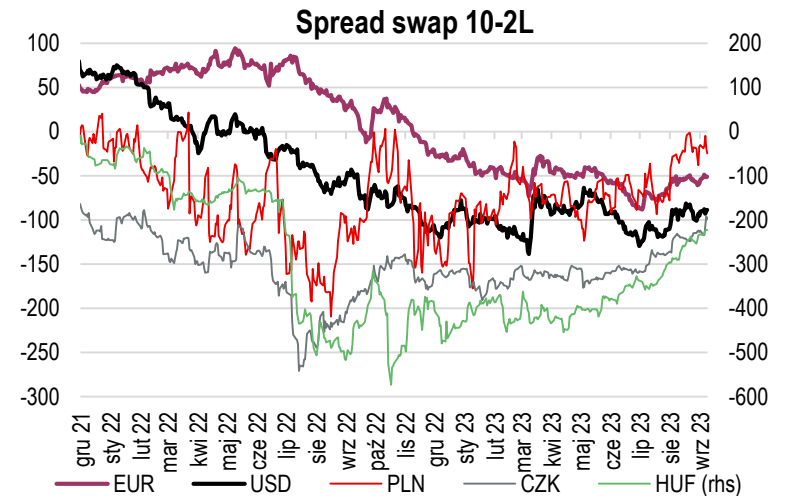
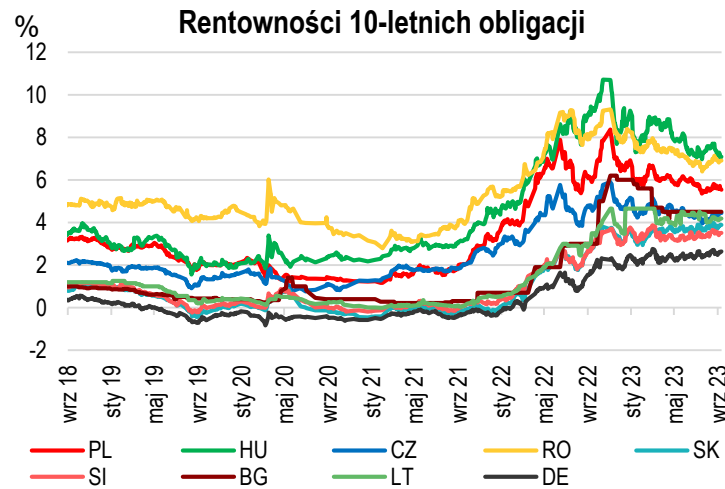
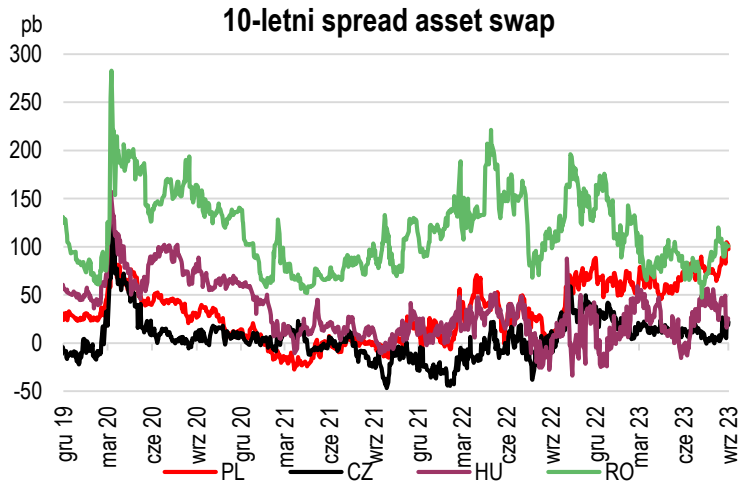
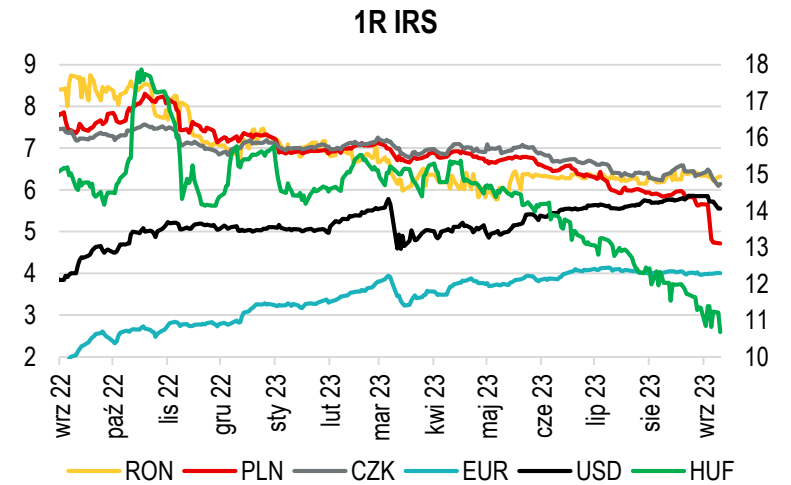
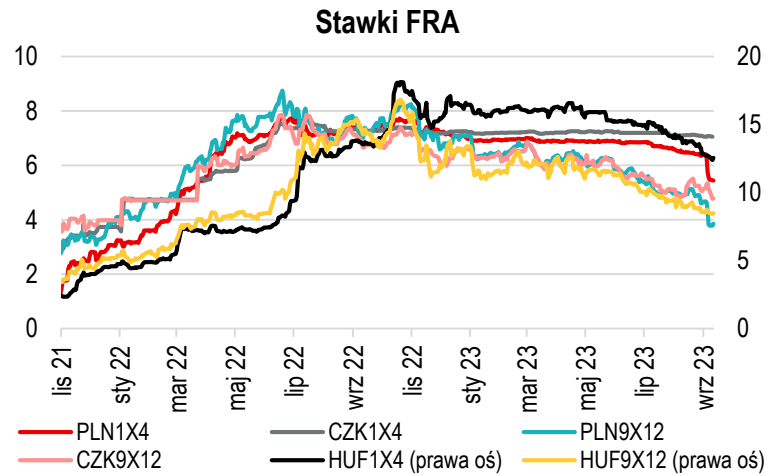
Na bazowych rynkach doszło do dalszego wzrostu oczekiwań odnośnie poziomu stóp. Wynikało to z lepszych od oczekiwań danych z USA i jastrzębiego Fed na sympozjum w Jackson Hole, gdzie zwracano uwagę, że stopy mogą być utrzymane wysoko na dłużej. Choć zarówno twarde dane jak i miękkie wskaźniki dla strefy euro zaskakiwały negatywnie to rynkowe stawki swap przesunęły się także lekko w górę. Niewykluczone jest podwyżka EBC o 25 pb we wrześniu lub październiku, w USA możliwa jest jastrzębia pauza we wrześniu przy mniejszych szansach na podwyżkę w listopadzie, a w UK widzimy szanse na dwie podwyżki stóp do 5,75%. Krzywe EUR i USD mogą się wystramiać pod koniec cyklu.





Wystromienie krzywych w regionie

W regionie krzywe swap stopniowo się wystramiały. Doszło do znacznych spadków stóp krótkoterminowych. Stawki FRA1x4 spadły najmocniej na Węgrzech w oczekiwaniu na dalszą normalizację stóp jednodniowych, ale także być może rozpoczęcie obniżek także głównej stopy MNB, która może się naszym zdaniem jednak nieco opóźnić. Czeskie stopy długoterminowe rosły jako jedyne wobec jastrzębiego CNB przy osłabiającej się koronie. Skala wystromienia krzywej swap i rozszerzenie spreadów asset swap było największe dla Polski wobec nieoczekiwanej obniżki stóp NBP oraz planowanych dużych emisji obligacji w kolejnych kwartałach. Długoterminowe rentowości obligacji CE4 pozostają w trendzie spadkowym przy zawężaniu spreadu do Bundów.

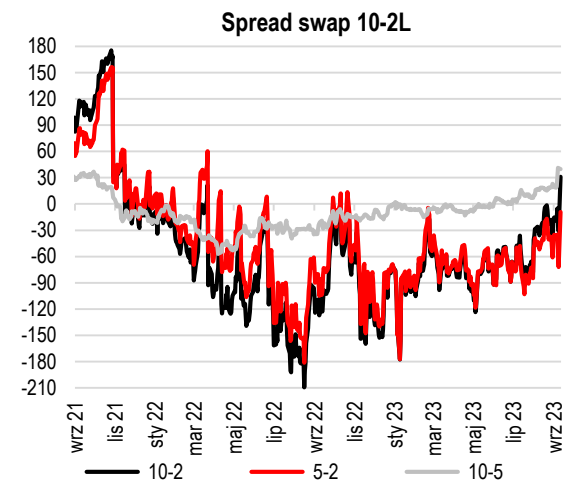
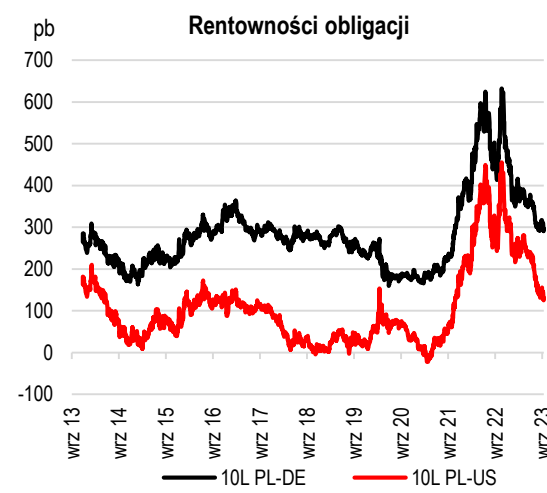
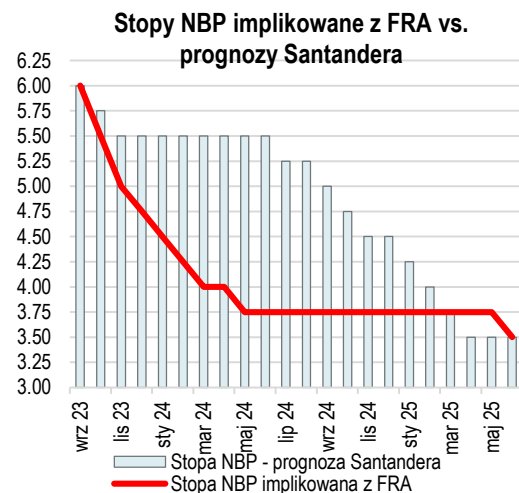
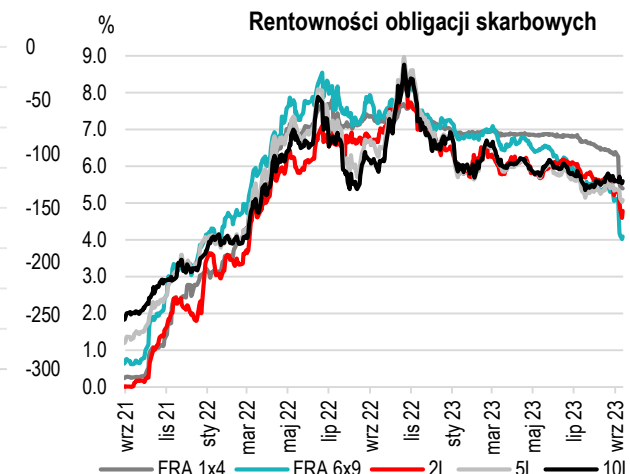
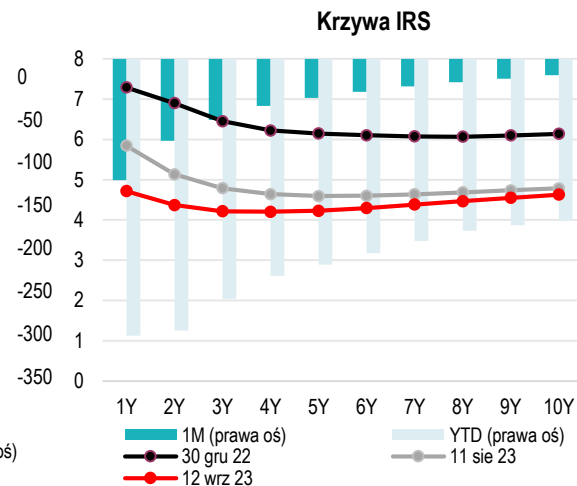
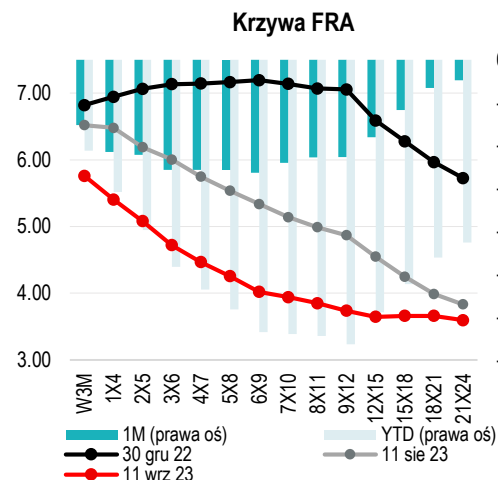


Oczekiwania na obniżki stóp NBP przesadzone



Od ostatniego raportu z połowy lipca krótkie FRA do 6x9 spadły o ok. 130 pb (głównie po obniżce stóp przez RPP), choć 21x24 utrzymały się niemal bez zmian w okolicy 3,6-3,8. To oznacza, że po ruchu RPP rynek zaczął dalej bardzo agresywnie wyceniać dalsze obniżki stóp procentowych, zakładając, że zakończą się one poniżej 4%.

Nie wykluczamy, że docelowo stopa NBP może faktycznie ustabilizować się w okolicy 3,50%, ale naszym zdaniem zejście do tego poziomu będzie znacznie wolniejsze. Spodziewamy się, że RPP nie będzie redukować stóp w tempie wycenianym obecnie przez rynek. Widzimy szanse na wzrost stawek IRS do końca roku przy zakładanym spadku stóp NBP o 50 pb wobec oczekiwanych przez rynek ok 100-125pb. To otwierałoby drogę do lekkiego spłaszczenia krzywej w IV kw. Impulsem do podejścia krótkoterminowych stawek w górę może być pierwszy mniej gołębi sygnał ze strony RPP i niespodzianka inflacyjna w górę, co może się zdarzyć zarówno w IV kw. jak i całym 2024 r. Gdyby RPP zdecydowała się na dalsze mocne obniżki wówczas stopa oczekiwana w dłuższym horyzoncie może zacząć odbijać w górę. Spready asset swap utrzymają się naszym zdaniem na podwyższonym poziomie w obliczu znacznych emisji SPW. Sądzymy, że większe spadki rentowności mogą nastąpić w trakcie przyszłego roku, co zepchnie spready do Bundów trwale głębiej poniżej 300 pb.



Zdublowane potrzeby pożyczkowe w 2024 r. ...



Potrzeby pożyczkowe budżetu rosną w 2024 r. do rekordowych poziomów 225,4 mld zł netto i 420,6 mld zł brutto, co jest pochodną wysokiego deficytu jak i rosnących zapadalności długu. Oznacza to podaż krajowych SPW w 2024 r. na poziomie ok. 23 mld zł / miesiąc (wobec średnio ok. 9,5 mld zł w tym roku). Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla i tak już ambitnych planów jest m.in. uwzględnienie w nich niemal 30 mld zł pożyczek w ramach KPO (które mogą, podobnie jak w br., okazać się trudne do odblokowania) oraz zapowiedź kolejnych kosztownych propozycji wydatkowych w kampanii wyborczej.

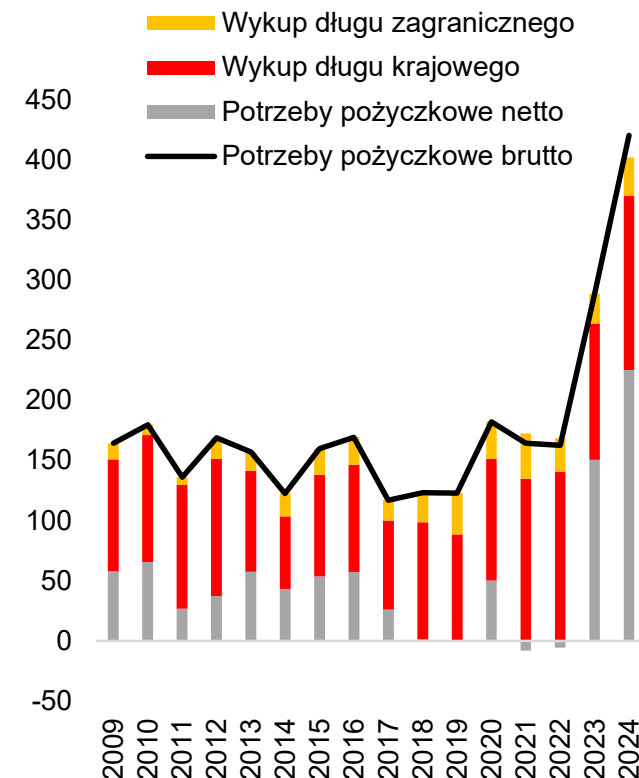
Potrzeby pożyczkowe budżetu, mln zł

| | 2023 ustawa (1) | 2023 PW (2) | 2024 plan (3) | 2024-23 zmiana (3) - (2) |
|---|--------------------|----------------|------------------|--------------------------------|
| SUMA (potrzeby pożyczkowe netto) | 107 516 | 142 968 | 225 394 | 82 426 |
| Z tego: | | | | |
| 1. Finansowanie krajowe | 74 655 | 127 281 | 160 721 | 33 440 |
| 1.1 SPW | 74 655 | 62 944 | 160 721 | 97 777 |
| 1.2 Środki na rachunkach budżetowych | 0 | 64 337 | 0 | -64 337 |
| 2. Finansowanie Zagraniczne | 32 861 | 15 687 | 64 673 | 48 986 |
| 2.1 Obligacje skarbowe | -9 137 | 13 325 | 37 810 | 24 485 |
| 2.2 Kredyty otrzymane | -1 038 | -863 | -1 612 | -749 |
| 2.3 Pożyczka z SURE (2023) / KPO (2024) | 13 471 | 0 | 28 642 | 28 642 |
| 2.3 Przepływy związane z rachunkiem walutowym | 29 566 | 3 225 | -167 | -3 392 |

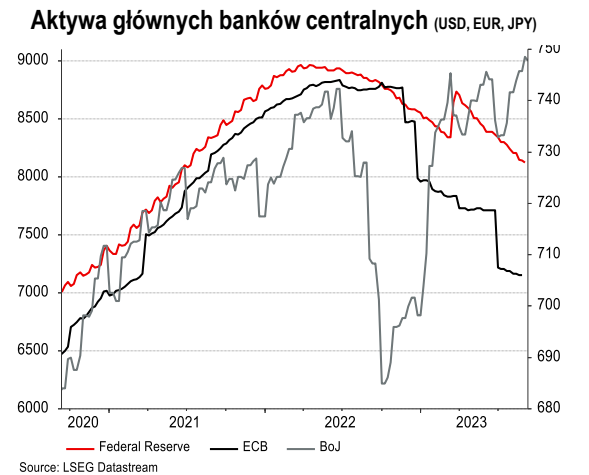
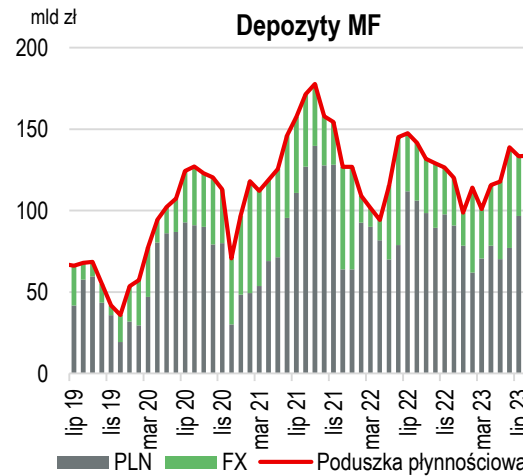
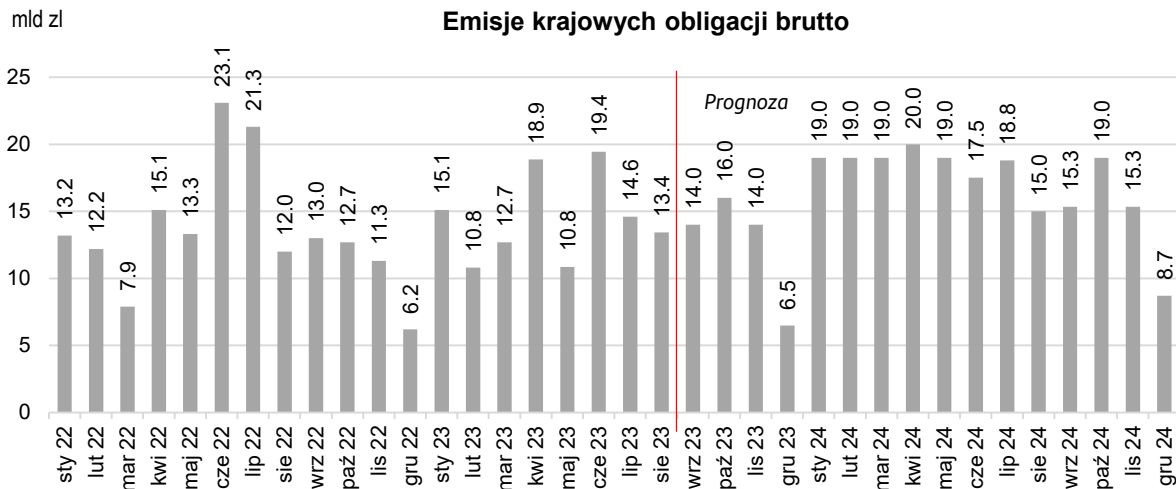
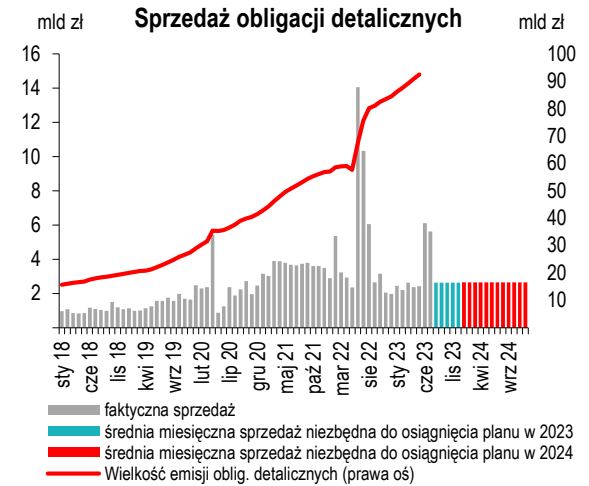
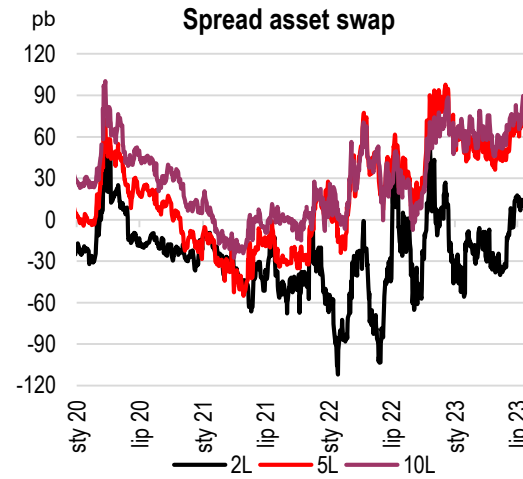
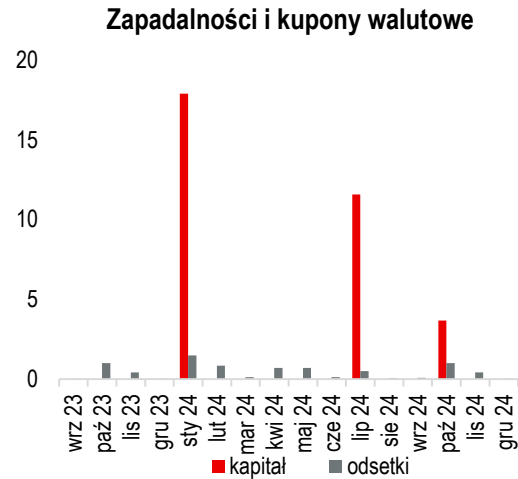
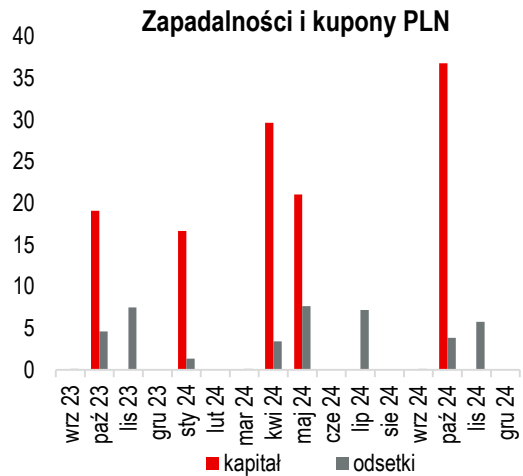
Planowane emisje krajowych SPW, mln zł

| | 2024 plan | | | 2023 PW | Zmiana (2024 – 2023 PW) |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------------------|
| | Netto | Wykupy | Brutto | Netto | Netto |
| Bony skarbowe | 54,478 | 0 | 79,051 | 0 | 54,478 |
| Obligacje rynkowe - stały kupon | 72,087 | 83,064 | 155,151 | 20,687 | 51,400 |
| Obligacje rynkowe - zmienny kupon | 27,153 | 37,190 | 64,343 | 33,842 | -6,689 |
| Obligacje rynkowe - indeksowane | 0 | 0 | 0 | -6,518 | 6,518 |
| Obligacje oszczędnościowe | 7,004 | 24,868 | 31,871 | 14,931 | -7,927 |
| SUMA | 160,721 | 145,122 | 305,843 | 62,944 | 97,777 |

Potrzeby pożyczkowe budżetu w kolejnych latach, mld zł



... oznaczają duże emisje



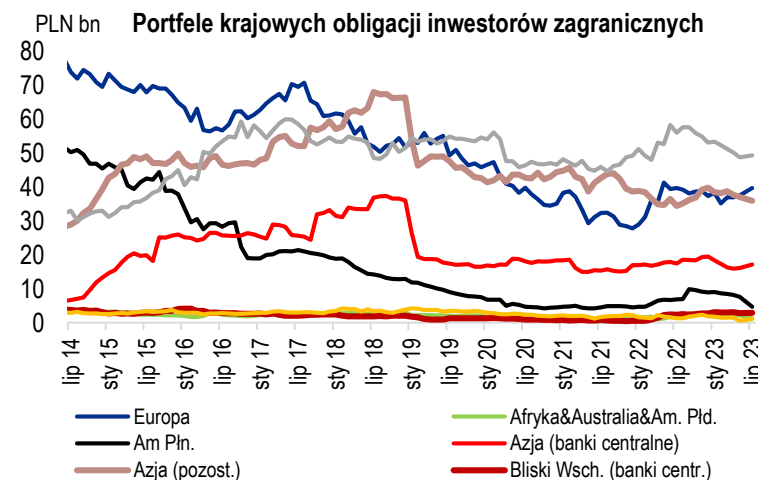
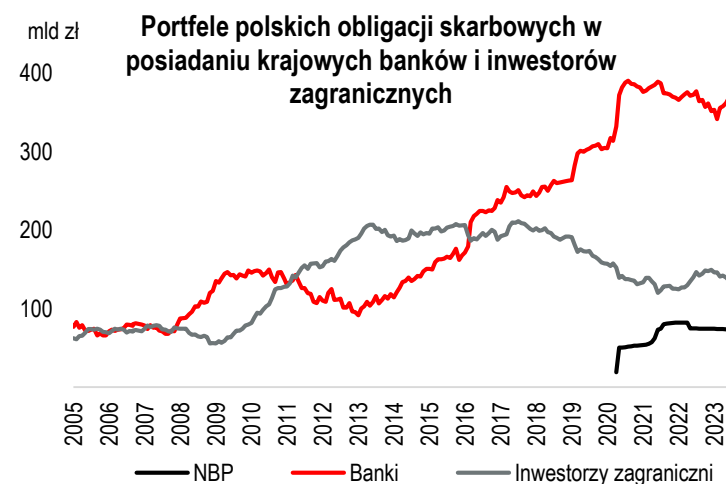
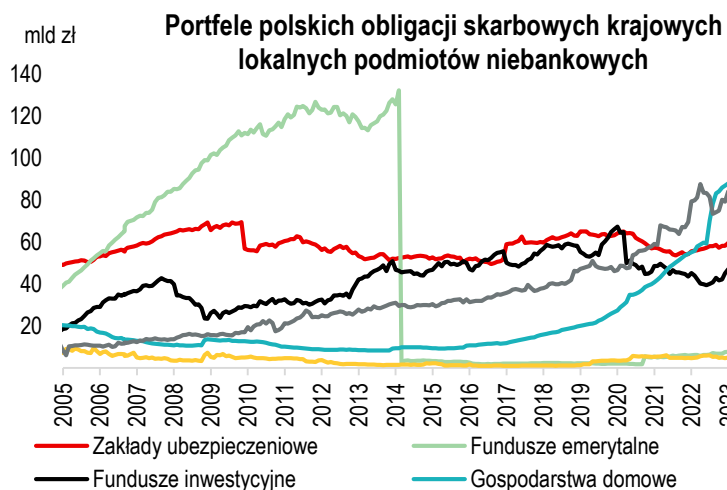
Cała nadzieja w krajowych bankach



Głównym inwestorem na rynku krajowych obligacji skarbowych pozostają lokalne banki, które kupiły od początku roku obligacje za ok. 38 mld zł w tym 20 mld zł w czerwcu i 2 mld zł w lipcu. Do czołowych kupujących należą też gospodarstwa domowe, a w ostatnich miesiącach przyspieszyły zakupy funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeniowych. Te trendy mogą zostać utrzymane w kolejnych miesiącach.

Na przyszły rok zakładamy napływ do funduszy dłużnych na poziomie ok. 10-12 mld zł. Zakładamy, że zakupy netto obligacji detalicznych przez gospodarstwa domowe mogą wynieść ok. 7 mld zł, co realizowałoby plan resortu finansów. Po wielu latach redukcji zaangażowania na krajowym rynku długu (z wyjątkiem roku 2022) przez inwestorów zagranicznych trudno być wyjątkowym optymistą jeśli chodzi o popyt nierezidentów na SPW w przyszłym roku. Rentowności obligacji na rynkach bazowych są stosunkowo wysokie, a choć obniżki stóp procentowych NBP mogą zachęcić inwestorów zagranicznych do zakupów, to zniechęcać może trudniejsza sytuacja fiskalna i nieprzewidywalność polityki gospodarczej.

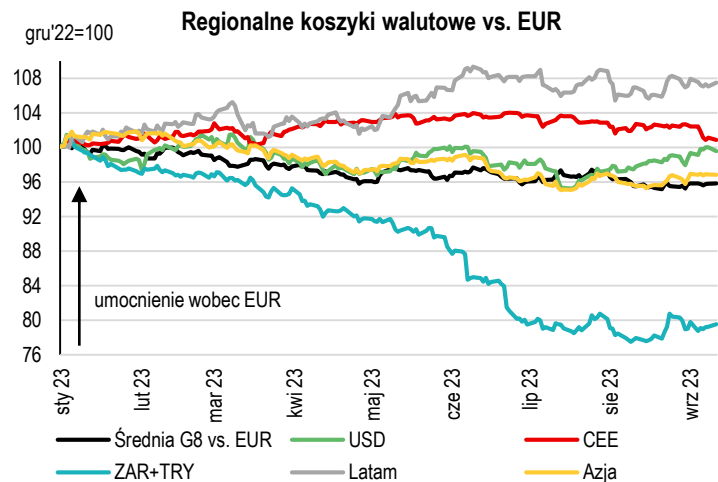
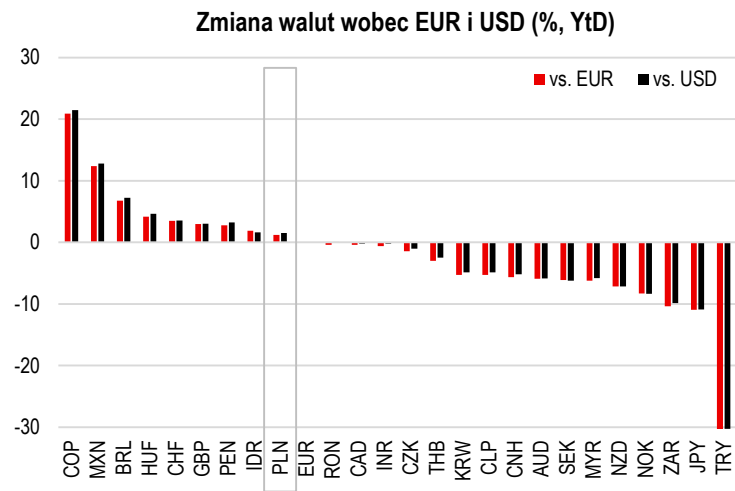
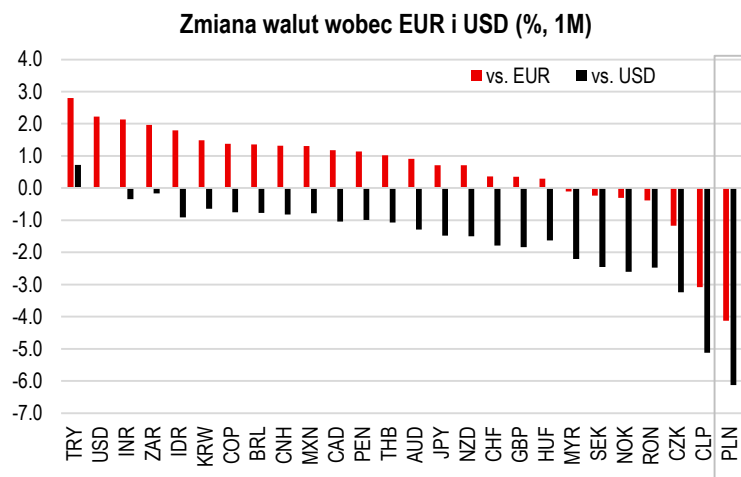
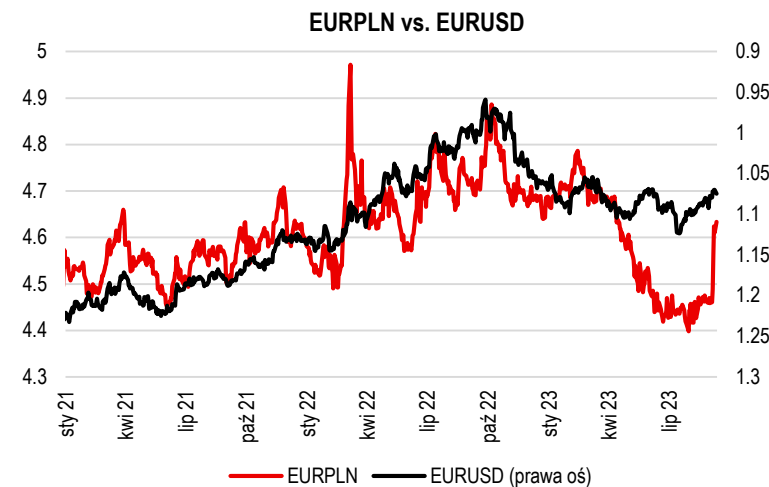
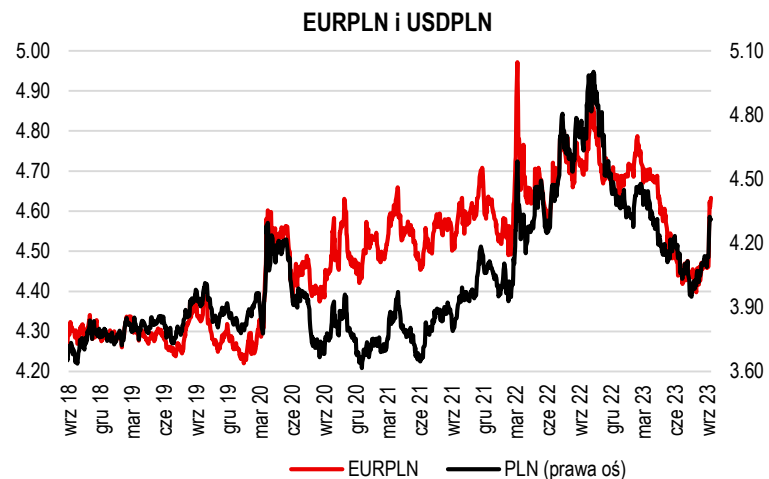
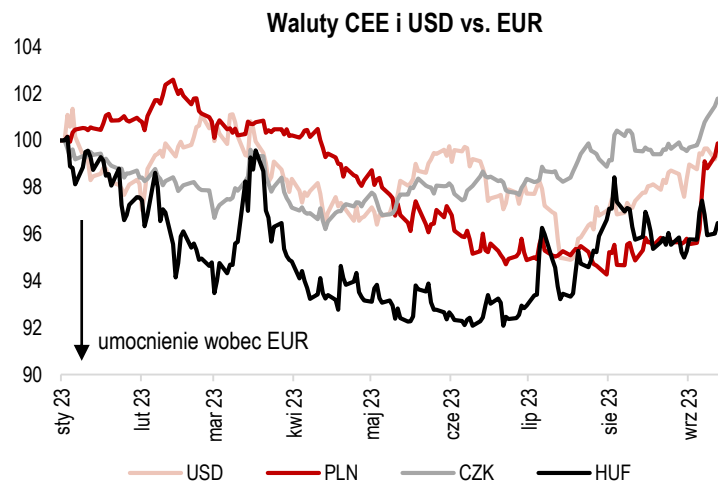
Głównym kupującym krajowy dług zapewne pozostaną krajowe banki. Zakładamy, że sama skala przyrostu depozytów może wygenerować popyt rządu 70 mld zł, a do większych zakupów może zachęcić stroma krzywa.



Zakupy krajowych SPW (prognoza Santander na 23-24 r.)

| | Banki | NBP | Inwestorzy zagraniczni | Fundusze inwestycyjne | Ubezpieczyciele | Gosp. domowe i samorządowy | Sektor rządowy | Inni | Ogółem |
|-------|-------|------|------------------------|-----------------------|-----------------|----------------------------|----------------|-------|--------|
| 2015 | 20.7 | 0.0 | 10.8 | 0.2 | -0.7 | 1.4 | 0.8 | -0.5 | 32.7 |
| 2016 | 64.0 | 0.0 | -14.2 | 3.1 | 6.9 | 1.1 | 4.4 | 3.3 | 68.7 |
| 2017 | 8.4 | 0.0 | 10.2 | 6.9 | 0.8 | 4.2 | 2.4 | 2.8 | 35.6 |
| 2018 | 20.2 | 0.0 | -11.3 | -1.7 | 5.3 | 4.1 | 9.2 | 9.2 | 34.9 |
| 2019 | 40.9 | 0.0 | -34.1 | 12.0 | -0.8 | 7.4 | -0.7 | -45.3 | -20.6 |
| 2020 | 71.9 | 53.6 | -23.6 | -18.8 | -7.0 | 13.4 | 12.6 | 5.2 | 107.3 |
| 2021 | -10.5 | 28.5 | -9.2 | -3.3 | -1.6 | 14.4 | 20.3 | -0.1 | 38.6 |
| 2022 | -12.6 | -7.8 | 21.6 | 1.8 | 3.9 | 32.8 | 4.7 | 2.0 | 46.5 |
| 1H23 | 35.9 | -0.7 | -11.3 | 5.5 | 2.2 | 6.7 | -7.1 | 9.6 | 40.7 |
| 2023E | 60.6 | -0.7 | -17.0 | 8 | 3 | 13 | -14 | 10 | 62.9 |
| 2024 | 105.0 | -4.5 | 17.2 | 15.0 | 5.0 | 7.0 | 10.0 | 6.0 | 160.7 |

Mocna przecena złotego ...





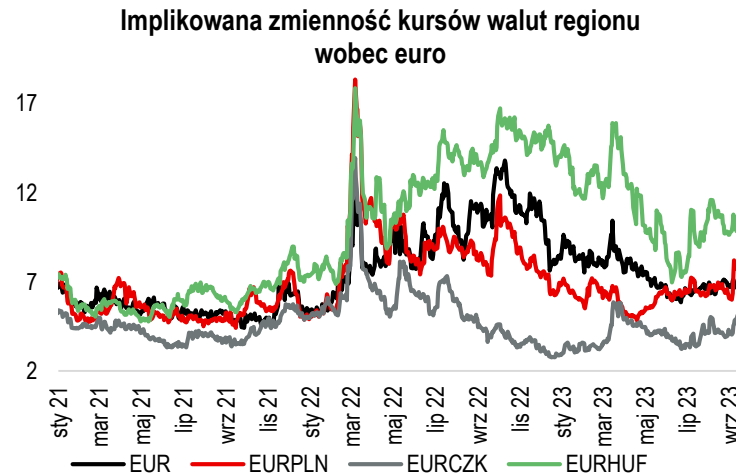
... w reakcji na obniżki stóp

Od ostatnich dni sierpnia złoty stopniowo tracił do euro. Taki trend widoczny był już od pewnego czasu na innych walutach regionu. Forint tracił od czerwca, a czeska korona od kwietnia. Na waluty regionu od połowy lipca negatywnie wpływał umacniający się dolar. Poza tym waluty regionu były pod wpływem czynników lokalnych.

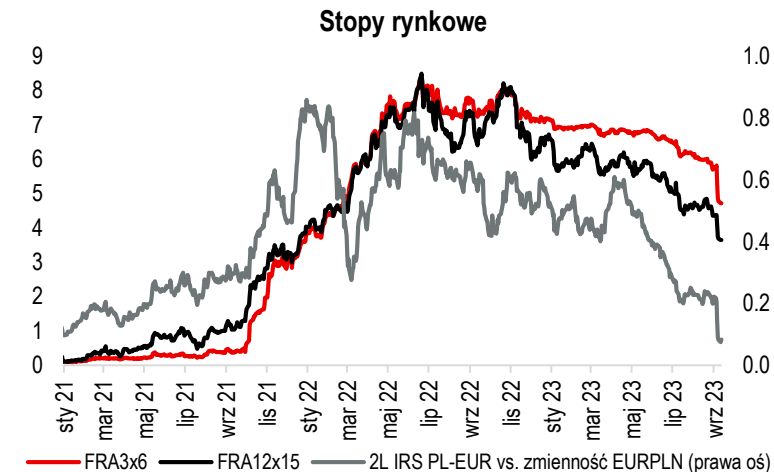
W przypadku korony osłabienie to efekt najsłabszych w regionie wyników gospodarczych. Czeska gospodarka wciąż nie odrobiła strat z pandemii. Poza tym wraz ze spadkiem inflacji CNB zaakceptował możliwość słabszej waluty i zrezygnował z interwencji walutowych. Na Węgrzech do osłabienia forinta przyczyniły się obniżki stóp jednodniowych, które stabilizowały walutę w okresie rosnącej inflacji. W Polsce rosnące oczekiwania na obniżki stóp mogły również nieco negatywnie wpływać na notowania złotego, jednak szokowa obniżka stóp, którą zaserwowała RPP spotkała się z gwałtowną reakcją kursu. W efekcie złoty w ciągu ostatniego miesiąca był drugą najsłabszą walutą gospodarek wschodzących po argentyńskim peso.

Mimo wciąż niskiej globalnej zmienności sądzimy, że lokalne czynniki, w tym znacznie łagodniejsza polityka pieniężna i fiskalna niż w innych krajach regionu mogą negatywnie wpływać na złotego w najbliższym kwartale.

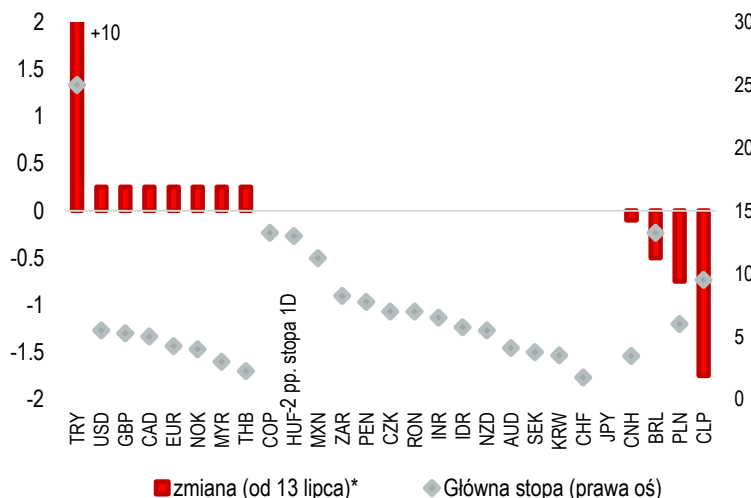
Wzrost zmienności kursu złotego do najwyższych poziomów w br. mimo niskiej globalnej zmienności



Istotny spadek dysparytetu stóp wobec strefy euro

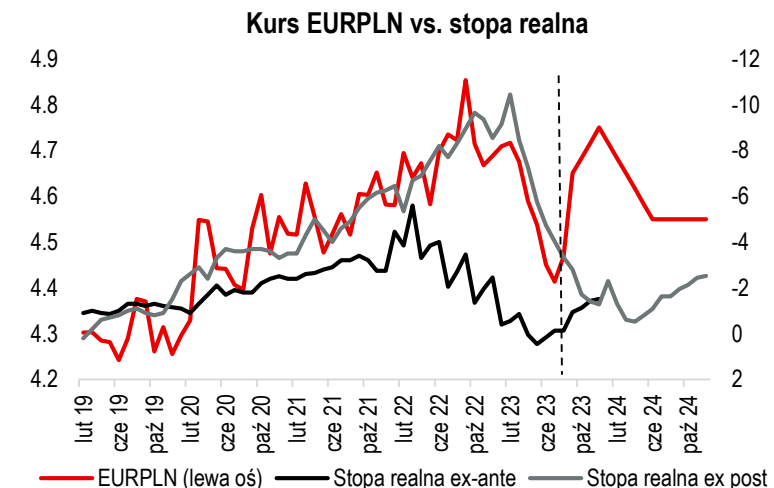


Stopy banków centralnych



* Zmiana dla Węgier odnosi się do stopy jednodniowej

Bez wzrostu stóp realnych trudniej o umocnienie PLN



Zmiana podejścia RPP negatywna dla PLN



Choć RPP utrzymała w ostatnim komunikacie sformułowania na temat możliwych interwencji walutowych oraz podtrzymała ocenę, że umocnienie złotego byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki to sądzimy, że podejście RPP mogło ulec zmianie.

W trakcie konferencji prasowej prezes NBP powiedział, że bank centralny nie będzie interweniował na rynku i dodał, że w przeciwieństwie do Czech i Węgier, Polska nie musi wpływać na kurs waluty, a jeśli osłabienie złotego się utrzyma to Rada nie będzie się martwić. Warto przypomnieć, że w projekcie budżetu 2024 uwzględniono m.in. wpłatę 6 mld zł zysku z NBP i wynik ten będzie naszym zdaniem trudno wypracować bez deprecjacji kursu.

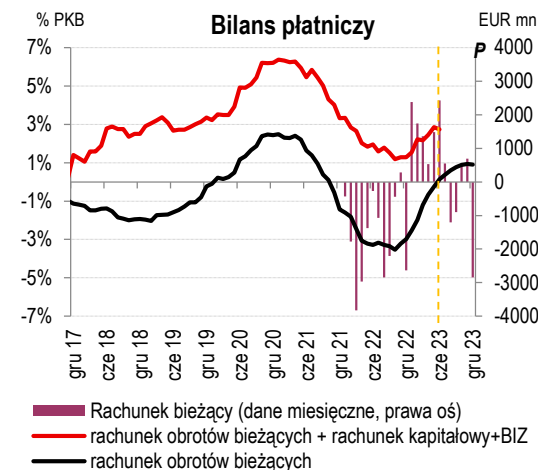
Negatywny wpływ na złotego w II poł. roku może mieć osłabienie salda obrotów bieżących, ryzyko fiskalne i wyborcze, dalsze obniżki stóp procentowych. Widzimy także ryzyko pogorszenia transferów z UE w kolejnych kwartałach. Wówczas środki MF i BGK będą dysponować znacznie skromniejszą amunicją do stabilizacji złotego.

Ograniczająco na osłabienie złotego mogą wpływać wciąż wysokie stawki basis swap, interwencje werbalne, a w dłuższym terminie wsparciem będą napływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych wynikające z reshoringu.

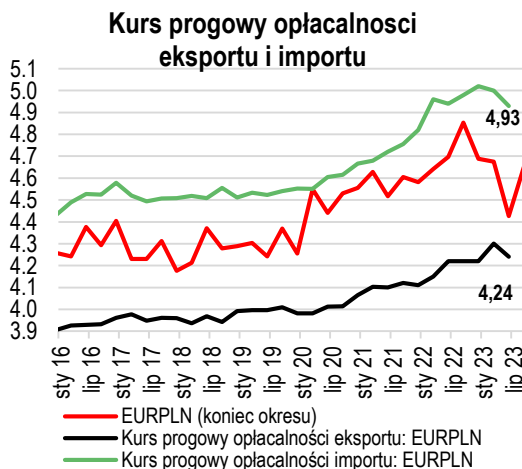
Aby uniknąć strat walutowych w tegorocznym wyniku NBP złoty nie powinien być na koniec roku średnio mocniejszy niż obecnie

| | USD | AUD | CAD | NZD | EUR | GBP | NOK | Suma |
|---|-------------|------|------|------|-------------|------|------|------|
| Udział w rezerwach FX | 41% | 8% | 10% | 3% | 20% | 12% | 6% | 100% |
| Zasoby FX wg średniego kurs NBP na koniec 22 r. (mld zł) | 223 | 44 | 53 | 15 | 105 | 63 | 29 | 531 |
| Średni kurs NBP na koniec 22 r. | 4.40 | 2.99 | 3.25 | 2.79 | 4.69 | 5.30 | 0.45 | |
| Zasoby FX NBP wg średniego kursu zakupu (mld zł) | 204 | 43 | 53 | 15 | 103 | 63 | 27 | 509 |
| Średni kurs zakupu walut NBP | 4.03 | 2.97 | 3.25 | 2.81 | 4.62 | 5.29 | 0.42 | |
| Bieżący kurs (13 wrz) | 4.33 | 2.78 | 3.19 | 2.56 | 4.64 | 5.40 | 0.40 | |
| Wynik FX (%) (bieżący kurs rynkowy vs. koszt zakupu FX) | 7.4 | -6.3 | -1.8 | -8.9 | 0.6 | 2.0 | -2.6 | |
| Kontrybucja do wyniku NBP YtD (wg bieżącego kursu) mld zł | 3.7 | -0.9 | -0.3 | -0.5 | 0.1 | 0.2 | -1.7 | 0.7 |

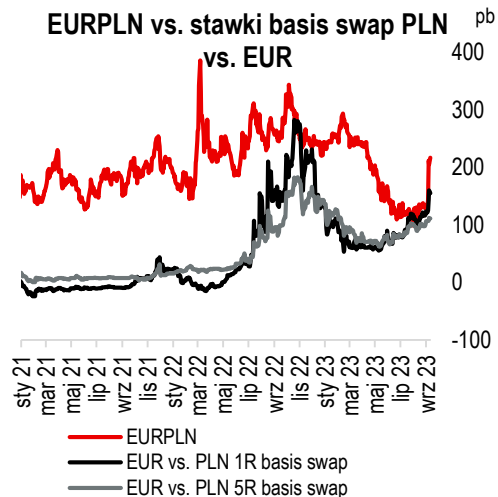
Oczekujemy słabszego salda obrotów bieżących w 2H23



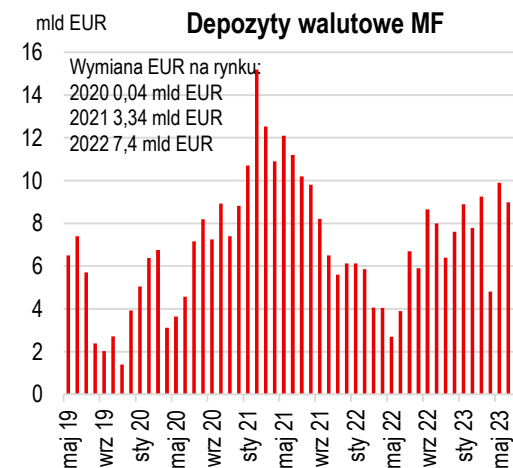
NBP zwrócił uwagę na kurs opłacalności eksportu



Dodatnie basis swapy mogą ograniczać skalę przeceny złotego



Podobnie jak utrzymanie sprzedaży walut przez BGK na rynku



Prognozy

3

Prognozy

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| PKB | mld PLN | 2 631.3 | 3 078.3 | 3 406.2 | 3 747.8 | 800.4 | 806.7 | 859.5 | 939.7 | 858.5 | 867.2 | 919.5 | 998.8 |
| PKB | % r/r | 6.9 | 5.1 | 0.7 | 3.0 | -0.3 | -0.6 | 0.3 | 3.0 | 3.0 | 3.3 | 3.0 | 2.9 |
| Popyt krajowy | % r/r | 8.5 | 5.1 | -2.0 | 3.2 | -5.2 | -4.1 | -1.8 | 2.1 | 3.1 | 3.8 | 3.3 | 2.8 |
| Spożycie indywidualne | % r/r | 6.2 | 3.3 | -0.5 | 4.3 | -2.0 | -2.7 | -0.5 | 3.0 | 4.0 | 5.0 | 4.2 | 4.0 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | 1.2 | 5.0 | 6.6 | 0.7 | 5.5 | 7.9 | 7.0 | 6.0 | 4.0 | 1.5 | 0.0 | -1.0 |
| Produkcja przemysłowa | % r/r | 14.5 | 10.4 | -1.9 | 4.2 | -0.9 | -3.3 | -2.6 | -0.9 | 0.5 | 4.7 | 5.8 | 6.1 |
| Produkcja budowlano-montażowa | % r/r | 1.6 | 7.6 | 0.6 | 1.7 | 1.9 | 0.6 | 0.6 | 0.0 | -8.3 | -1.8 | 6.2 | 6.9 |
| Sprzedaż detaliczna (ceny stałe) | % r/r | 7.4 | 5.5 | -3.8 | 5.8 | -5.3 | -6.8 | -4.6 | 1.3 | 3.8 | 2.0 | 4.2 | 4.4 |
| Płace brutto w gospodarce narodowej | % r/r | 8.9 | 12.1 | 12.4 | 9.6 | 14.3 | 13.8 | 10.6 | 11.1 | 9.7 | 9.4 | 9.4 | 9.6 |
| Zatrudnienie w gospodarce narodowej | % r/r | 0.6 | 2.3 | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| Stopa bezrobocia* | % | 5.8 | 5.2 | 5.2 | 5.4 | 5.4 | 5.0 | 5.0 | 5.2 | 5.4 | 5.0 | 4.9 | 5.2 |
| Rachunek bieżący | mln EUR | -8 261 | -19 612 | 7 017 | -6 189 | 5 476 | 4 439 | -1 490 | -1 408 | 2 747 | 981 | -4 837 | -5 080 |
| Rachunek bieżący | % PKB | -1.4 | -3.0 | 0.9 | -0.8 | -1.2 | 0.1 | 0.8 | 0.9 | 0.6 | 0.1 | -0.3 | -0.8 |
| Wynik government balance (ESA 2010) | % PKB | -1.8 | -3.7 | -5.3 | -4.5 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| CPI | % r/r | 5.1 | 14.3 | 11.8 | 6.8 | 17.0 | 13.1 | 9.9 | 7.0 | 6.9 | 6.3 | 6.9 | 6.9 |
| CPI * | % r/r | 8.6 | 16.6 | 6.8 | 7.0 | 16.1 | 11.5 | 8.8 | 6.8 | 6.1 | 6.6 | 6.9 | 7.0 |
| Inflacja bazowa | % r/r | 4.1 | 9.1 | 10.3 | 5.0 | 12.0 | 11.6 | 9.8 | 7.8 | 5.9 | 4.7 | 4.8 | 4.8 |

* 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 | 5.50 | 4.50 | 6.75 | 6.75 | 6.00 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.00 | 4.50 |
| WIBOR 3M | % | 0.54 | 6.02 | 6.54 | 5.33 | 6.93 | 6.90 | 6.53 | 5.79 | 5.65 | 5.62 | 5.30 | 4.73 |
| Rentowność obligacji 2L | % | 0.79 | 6.35 | 5.61 | 4.68 | 6.16 | 6.00 | 5.34 | 4.95 | 5.01 | 4.81 | 4.58 | 4.35 |
| Rentowność obligacji 5L | % | 1.39 | 6.36 | 5.68 | 5.15 | 6.11 | 5.92 | 5.36 | 5.33 | 5.47 | 5.30 | 5.03 | 4.82 |
| Rentowność obligacji 10L | % | 1.97 | 6.10 | 5.88 | 5.43 | 6.16 | 5.99 | 5.60 | 5.78 | 5.77 | 5.58 | 5.31 | 5.07 |
| IRS 2L | % | 1.19 | 6.62 | 5.55 | 4.39 | 4.68 | 7.21 | 7.21 | 7.38 | 6.39 | 6.18 | 5.08 | 4.55 |
| IRS 5L | % | 1.69 | 5.92 | 4.97 | 4.28 | 4.31 | 6.53 | 6.22 | 6.62 | 5.53 | 5.37 | 4.59 | 4.39 |
| IRS 10L | % | 2.01 | 5.68 | 5.09 | 4.56 | 4.10 | 6.16 | 5.95 | 6.49 | 5.47 | 5.34 | 4.78 | 4.78 |
| EUR/PLN | PLN | 4.57 | 4.69 | 4.61 | 4.60 | 4.71 | 4.55 | 4.49 | 4.70 | 4.70 | 4.60 | 4.55 | 4.55 |
| USD/PLN | PLN | 3.86 | 4.46 | 4.26 | 4.11 | 4.39 | 4.18 | 4.11 | 4.35 | 4.28 | 4.14 | 4.03 | 3.97 |
| CHF/PLN | PLN | 4.22 | 4.67 | 4.66 | 4.34 | 4.75 | 4.65 | 4.63 | 4.63 | 4.54 | 4.36 | 4.25 | 4.19 |
| GBP/PLN | PLN | 5.31 | 5.50 | 5.33 | 5.56 | 5.33 | 5.23 | 5.25 | 5.50 | 5.60 | 5.54 | 5.55 | 5.55 |

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **13.09.2023** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

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

Piotr Bielski, dyrektor

691 393 119

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, 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

