

Na przekór trendom

Polska: Perspektywy 2024

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ PKB	s. 9
■ Zapasy	s. 12
■ Gospodarka światowa	s. 13
■ Wskaźniki koniunktury	s. 15
■ Konsumpcja	s. 17
■ Inwestycje	s. 19
■ Fundusze unijne	s. 23
■ Bilans płatniczy	s. 25
■ Przemysł	s. 21
■ Rynek kredytowy	s. 32
■ Rynek pracy	s. 34
■ Inflacja	s. 38
■ Polityka pieniężna	s. 46
■ Polityka fiskalna	s. 48
■ Rynek długu	s. 50
■ Rynek walutowy	s. 58
■ Tabela z prognozami	s. 63



Podsumowanie (makro)

Od kilku kwartałów światowa koniunktura gospodarcza pozostaje przygaszona i w naszej ocenie to nie ulegnie zasadniczej zmianie w 2024 roku. Nadal nie obstawiamy scenariusza „twardego lądowania” w głównych gospodarkach, ale w środowisku wysokich stóp procentowych trudno też liczyć na silne ożywienie. W światowym przemyśle widać pierwsze sygnały wychodzenia z dołka, czemu sprzyja udrożnienie łańcuchów dostaw, tańsza energia, surowce i koszty transportu, wzrost siły nabywczej konsumentów i odwracanie cyklu zapasów. Zgadza się z dominującymi obecnie prognozami, zakładającymi tylko nieznaczną poprawę dynamiki PKB w Niemczech i strefie euro w przyszłym roku oraz umiarkowane spowolnienie w USA.

Trudne otoczenie międzynarodowe będzie wyzwaniem dla polskich eksporterów, którzy jednocześnie będą się zmagać z utrzymaniem konkurencyjności cenowej w warunkach umocnienia złotego, szybko rosnących kosztów pracy i relatywnie drogiej energii. To jednak nie powinno przeszkodzić krajowej gospodarce w przyspieszeniu wzrostu do ok. 3%. Głównym motorem gospodarki będzie popyt krajowy, wspierany przez solidną odbudowę konsumpcji, dalsze (choć nieco wolniejsze) wzrosty inwestycji i zakończenie gwałtownej redukcji nadmiernych zapasów. Spodziewane zmiany w polityce gospodarczej po wyborach (podwyżki dla budżetówki i nauczycieli, odblokowanie KPO, wydłużenie działań osłonowych w zakresie cen energii i paliw) przesuwają naszym zdaniem bilans ryzyk dla popytu krajowego w stronę szybszego ożywienia i pewnie skłoniłyby nas do podniesienia prognozy PKB, gdyby nie ryzyka po stronie koniunktury za granicą. Nadal sądzimy, że polska gospodarka powinna być beneficjentem globalnej przebudowy łańcuchów dostaw, co powinno zaowocować solidnym napływem inwestycji zagranicznych, stabilizujących wzrost gospodarczy w najbliższych latach.

Powrót gospodarki na ścieżkę wzrostu sprzyja utrzymaniu popytu na pracowników, rekordowo niskiego bezrobocia i wysokiej dynamiki wynagrodzeń. Strukturalny niedobór rąk do pracy i zmiany regulacyjne (kolejny mocny wzrost płacy minimalnej, solidne podwyżki w sektorze publicznym) utrzymają wzrost płac na dwucyfrowym poziomie.

W tym środowisku dalsza dezinflacja będzie coraz trudniejsza. Do niedawna zakładaliśmy stabilizację inflacji w 2024 r. w przedziale 6-7%, ale wydłużenie tarcz antyinflacyjnych przejściowo obniży tę prognozę o 3 pkt. proc. i pozwoli na spadek CPI do ok. 3% r/r pod koniec I kwartału. Wygaszenie działań osłonowych pchnie stopę inflacji z powrotem w kierunku 6-7% w II półroczu i wydłuży jej powrót do celu, co powinno być odzwierciedlone w kolejnych projekcjach NBP.

Rada Polityki Pieniężnej, która we wrześniu i październiku odważyła się obciążyć stopy procentowe łącznie o 100 pb, uzasadniając to „anulowaniem” wysokiej inflacji, wyraźnie straciła zapał do łagodzenia polityki po wyborach parlamentarnych, wskazując na niepewność odnośnie do polityki nowego rządu. Zakładamy, że w nowej rzeczywistości bank centralny będzie znacznie bardziej skupiony na ryzykach inflacyjnych niż do niedawna, w związku z czym przejściowy spadek CPI nie będzie argumentem do wznowienia cyklu obniżek. Politykę banku centralnego może dodatkowo usztywniać konflikt z rządem, u którego podłoża leżą zapowiedzi rozliczenia prezesa NBP z wcześniejszych działań. Zakładamy, że stopa referencyjna pozostanie bez zmian do końca III kwartału 2024 i dopiero pod koniec roku nastąpią dwie obniżki po 25 pb.

Krajowa polityka nie będzie raczej oazą spokoju, a nowy rząd koalicyjny będzie musiał zmierzyć się z szeregiem wyzwań, wśród których jednymi z pierwszych będą odblokowanie funduszy UE i budżet na 2024 r. Wyzwanie będzie dotyczyło zarówno rozmiaru deficytu (w wyniku pojawienia się kosztów nieplanowanych w projekcie z końca sierpnia) ale też tempa prac, ze względu na konstytucyjne terminy. To wszystko będzie się odbywało w warunkach niełatwej zapewne kohabitacji z prezydentem i instytucjami zdominowanymi przez przedstawicieli innego obozu politycznego, a także niemal nieprzerwanej kampanii wyborczej – w kwietniu odbędą się wybory samorządowe, w czerwcu wybory europejskie, a na jesieni ruszy zapewne kampania prezydencka. Te uwarunkowania sprawiają, że naszym zdaniem w najbliższym roku nie należy liczyć na konsolidację fiskalną, a saldo finansów publicznych w 2024 r. może być zbliżone do tegorocznego (ponad 5% PKB).

W sumie, nasze przewidywania dla polskiej gospodarki na 2024 r. idą trochę na przekór trendom światowym: wzrost PKB przyspieszy mimo stagnacji w strefie euro, inflacja od II kwartału odbije w górę mimo dezinflacji za granicą, w polityce pieniężnej NBP utrzyma się przez większość roku bardziej jastrzębi ton niż u Fed i EBC.



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Spodziewamy się mocnego złotego w nadchodzącym roku. Sprzyjać mu będzie późne wznowienie obniżek stóp przez NBP, które zakładamy dopiero na koniec 2024 r., osłabienie dolara w kierunku 1,15 za euro, większe napływy środków unijnych niż zakładaliśmy przed wyborami. Ograniczeniem dla znaczącej i trwałej aprecjacji złotego będzie kurs progowy opłacalności eksportu, który według ostatniej ankiety NBP znajduje się w pobliżu 4,25. Napływy środków unijnych będą na tyle duże, że aby uniknąć nadmiernej aprecjacji, resort finansów mógłby zdecydować się na przekierowanie większej części środków do NBP.

Ryzyka geopolityczne nie znikną z radaru, a wręcz mogą ponownie nabierać znaczenia. Wojna w Ukrainie przez ostatni rok nie była już tematem pierwszoplanowym, ale kto wie, czy nie wróci jako jedno z ważnych zagrożeń, szczególnie gdyby Zachód tracił determinację we wspieraniu ukraińskiej armii. Ważnym wydarzeniem w tym względzie będą wybory prezydenckie w USA na jesieni 2024 roku. W tle trudny do przewidzenia rozwój konfliktu na Bliskim Wschodzie i możliwe napięcia na linii USA-Chiny. Potencjalnym czynnikiem ryzyka dla złotego byłaby znaczna zmiana polityki Banku Japonii, czy wcześniejsze obniżki stóp procentowych przez NBP.

Rynek stopy procentowej

Koniec 2023 r. stał pod znakiem spadków rentowności długoterminowych w kraju i na rynkach bazowych, czemu mogło sprzyjać oczekiwanie na zbliżający się cykl obniżek stóp procentowych. Pierwsze tygodnie roku mogą przynieść korektę stóp rynkowych w górę na fali odreagowania dużej skali obecnego umocnienia. Jednak dalszy spadek inflacji do marca-kwietnia może ponownie przesunąć krzywą w dół, szczególnie na krótkim końcu. W dalszej części roku oczekujemy stopniowego spadku stóp z wraz z wystramieniem krzywej w oczekiwaniu na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych. W trakcie roku stromieniu krzywej i wyższym rentownościom długoterminowym może sprzyjać wysoki deficyt budżetowy i wzrost potrzeb pożyczkowych oraz mocniejszy wzrost PKB i inflacja, która w naszym scenariuszu jest znacznie powyżej konsensusu.



2023: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasza prognoza (w grudniu 2022)	Rzeczywistość
PKB	Pierwszy kwartał 2023 będzie wg nas dołkiem mini-recesji, od którego gospodarka zacznie się stopniowo odbijać w kolejnych kwartałach. Słaby punkt startowy (odwrotność sytuacji z 2022 r.) będzie ważył na średniorocznym tempie wzrostu, które przewidujemy blisko zera.	Cykliczny dołek faktycznie mineliśmy na początku br. i był nawet nieco płytszy niż zakładaliśmy rok temu. Średnioroczny wzrost PKB w 2023 r. będzie zapewne lekko powyżej zera, ale drugie półrocze mija już pod znakiem ożywienia aktywności, głównie w popycie krajowym.
Struktura PKB	Konsumpcja będzie najbardziej odpornym komponentem popytu, ale też wyraźnie spowolni. Inwestycje spadną, podobnie jak eksport i import, odczuwające globalną recesję, jednak wkład eksportu netto do PKB będzie dodatni, podobnie jak w 2022. Wkład zapasów do PKB wyraźnie ujemny.	Odwrotnie do naszych przewidywań: to inwestycje wykazały się największą odpornością, a popyt konsumpcyjny przygasł bardziej niż się spodziewaliśmy w I półroczu. Dodatni wkład eksportu netto i ujemny zapasów zgodne z przewidywaniami.
Rynek pracy	Dekoniunktura i pogorszenie wyników firm przełożą się na spadek popytu na pracowników. Skala zwolnień i wzrostu bezrobocia powinna być umiarkowana. Dynamika płac średnio będzie zbliżona do 2022 r. – mocniejszemu wyhamowaniu zapobiegnie podwyżka płacy minimalnej w sumie o ok. 20%.	Redukcje etatów w przemyśle były z nawiązką kompensowane wzrostem zatrudnienia w innych obszarach (usługi, sektor publiczny), dzięki czemu bezrobocie nie wzrosło. Płace wzrosły nominalnie nawet w nieco większej skali niż w 2022 r.
Inflacja	Po osiągnięciu szczytu w lutym (nieco powyżej 20% r/r) inflacja powinna się osuwać w dalszej części roku, ale zejścia poniżej 10% spodziewamy się dopiero w 2024 r. Inflacja bazowa w podobnym trendzie powolnej dezinflacji – do ok. 6% na koniec 2023.	Szczyt inflacji w lutym okazał się niższy (18,4% r/r) a dezinflacja w dalszej części roku szybsza, w czym pomogły m.in. mocny złoty, szybsza normalizacja cen surowców i dążenie firm do redukcji nadmiarowych zapasów nawet kosztem niższych marż, ale też działania rządu i spółek SP przed wyborami.
Polityka pieniężna	RPP akceptuje wydłużony powrót inflacji do celu i nie zamierza już podnosić stóp procentowych. Nasz scenariusz oznacza jednak brak warunków do rozpoczęcia obniżek, przynajmniej do końca 2023.	RPP zaskoczyła przedwyborczą obniżką stóp we wrześniu i październiku w sumie o 1 pkt.proc., deklarując pokonanie wysokiej inflacji. Po wyborach skłonność do obniżek zniknęła, mimo dalszego spadku CPI.
Polityka fiskalna	Projekt budżetu zakłada wzrost deficytu fiskalnego do 4,5% PKB ale faktyczny będzie wg nas trochę wyższy (ponad 5%) ze względu na nowe wydatki związane z kryzysem energetycznym.	Scenariusz zgodny z oczekiwaniami. Deficyt sektora publicznego prawdopodobnie przekroczy 5% PKB w 2023 r.
Rynek stopy procentowej	Oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego krajowych rentowności obligacji, czemu będą sprzyjać procesy dezinflacyjne w kraju i za granicą – nawet jeżeli ten proces w kraju miałby przebiegać dużo wolniej. Przejściowy wzrost rentowności możliwy jest w pierwszych miesiącach przyszłego roku.	Spadek rentowności mocniejszy niż zakładaliśmy, i to mimo wzrostów rentowności za granicą przez większą część roku. W umocnieniu krajowego długu pomogła szybsza dezinflacja i silne oczekiwania rynkowe na obniżki stóp NBP, a w ostatnim kwartale pozytywna reakcja inwestorów na wynik wyborów.
Rynek walutowy	Pierwsze miesiące 2023 mogą być trudne dla złotego (dołek recesji), ale zakładamy, że w dalszej części roku korzystna dla złotego sytuacja płynnościowa na krajowym rynku oraz stopniowa poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych będą miały dominujący wpływ na kurs, prowadząc do jego stopniowej aprecjacji.	Umocnienie złotego szybsze i bardziej zdecydowane niż zakładaliśmy, przerwane korektą w reakcji na zaskakującą obniżkę stóp przez NBP we wrześniu. W reakcji na wynik wyborów parlamentarnych EURPLN powrócił do poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii Covid-19.



2024: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Kolejny rok słabej koniunktury za granicą. Pomimo mało sprzyjającego otoczenia międzynarodowego oczekujemy stabilnego wzrostu PKB w tempie ok. 3% r/r, napędzanego popytem krajowym. Nasza prognoza jest wciąż powyżej konsensusu, który jednak zaczął przesunąć się w górę po wyborach parlamentarnych. My też myślelibyśmy o podniesieniu prognozy gdyby nie słabość gospodarki niemieckiej.	Zmiany polityki gospodarczej po wyborach (podwyżki dla budżetówki i nauczycieli, odblokowanie KPO, wydłużenie działań osłonowych w zakresie cen energii i paliw) przesuwają bilans ryzyk w stronę szybszego wzrostu. Największym ryzykiem po stronie negatywnej wydaje się (de)koniunktura w strefie euro. Trudno do przewidzenia scenariusze geopolityczne (Ukraina, Bliski Wschód, Tajwan).
Struktura PKB	Słaba koniunktura w strefie euro i mocny złoty oznaczają trudny rok dla eksporterów. Saldo wymiany z zagranicą pogorszy się przy imporcie odbijającym z popytem krajowym. Konsumpcja będzie głównym motorem ożywienia, inwestycje wciąż w trendzie wzrostowym choć wolniejszym niż ostatnio. Odwrócenie cyklu zapasów powinno wspierać przemysł, ale utrudniać dezinflację.	Szansę na odblokowanie funduszy UE naszym zdaniem mocno wzrosły, ale gdyby okazało się to trudniejsze, oznaczałoby ryzyko słabszych inwestycji. Po drugiej stronie widzimy szansę na większy napływ inwestycji w wyniku zmiany układu politycznego. Ożywieniu konsumpcji mogłaby stanąć na przeszkodzie eskalacja ryzyka geopolitycznego.
Rynek pracy	Powrót gospodarki na ścieżkę wzrostu sugeruje, że popyt na pracowników nie będzie hamował. Bezrobocie pozostanie rekordowo niskie. Wzrost płacy minimalnej o kolejne 20%, solidne podwyżki w sektorze publicznym – w tej sytuacji średni wzrost płac w gospodarce pozostanie dwucyfrowy.	Spadające marże mogą skłaniać część firm do restrukturyzacji zatrudnienia. Ewentualne pogłębienie recesji w europejskim przemyśle mogłoby zacząć w końcu promieniować na inne sektory.
Inflacja	Dezinflacja wytraci tempo, ale na początku roku CPI może jeszcze spaść ze względu na wydłużenie zamrożonych cen prądu i zerowego VAT na żywność. W II półroczu zakładamy powrót do 6-7% r/r. Otoczenie zewn. sprzyjające dezinflacji cen towarów, ale ceny usług nadal uporczywe. Perspektywa powrotu CPI do celu nie przybliży się.	Ryzyko w dół: słabość gospodarki globalnej i dalsze spadki cen surowców, umocnienie złotego. Ryzyko w górę: mocniejsze od oczekiwań ożywienie popytu, wtórne efekty silnej konsumpcji i wyjątkowo mocnego rynku pracy, nowa fala wzrostu cen surowców i energii, żywności.
Polityka pieniężna	Po wyborach bank centralny znacznie bardziej skupił się na ryzykach dla dezinflacji niż dla wzrostu PKB i bezrobocia. Stopy pozostaną bez zmian do IV kw. 2024, w końcówce roku możliwe dwie obniżki stóp po 25 pb.	Szybkie obniżki stóp procentowych za granicą i dalsza aprecjacja złotego ułatwiłyby wznowienie cyklu u nas. Po drugiej stronie jest ryzyko eskalacji konfliktu rząd-NBP, co mogłoby usztywnić politykę pieniężną.
Polityka fiskalna	Znikome szanse na przyspieszenie konsolidacji fiskalnej po zmianie władzy, m.in. z powodu cyklu wyborczego i „wrzutek” poprzedniego rządu. Polityka budżetowa będzie wsparciem dla ożywienia PKB, ale nie ułatwi szybkiej dezinflacji.	Impulsem do przyspieszenia konsolidacji fiskalnej mogłaby być negatywna reakcja rynku finansowego na zapowiedź zwiększenia deficytu. Szybszy od prognoz wzrost nominalnego PKB to potencjalny plus dla dochodów.
Rynek stopy procentowej	Początek roku może przynieść korektę stóp rynkowych w górę, jednak spadek inflacji do marca-kwietnia może ponownie przesunąć krzywą w dół, szczególnie na krótkim końcu. W dalszej części roku oczekujemy stopniowego spadku stóp z wraz z wystromieniem krzywej w oczekiwaniu na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp NBP.	Głównym czynnikiem ryzyka jest znacznie wyższy deficyt budżetowy i wzrost potrzeb pożyczkowych oraz mocniejszy wzrost PKB i inflacja, która i tak w naszym scenariuszu jest znacznie powyżej konsensusu.
Rynek walutowy	Spodziewamy się mocnego złotego, czemu będą sprzyjać późne obniżki stóp NBP, słabszy dolar, wyższe napływy środków UE.	Nasilenie ryzyka geopolitycznego w regionie, znaczna zmiana polityki Banku Japonii i szybsze obniżki stóp procentowych NBP mogłyby zaszkodzić złotemu.



Gospodarczy alfabet roku 2024

Audyt – gruntowny przegląd działań poprzedniego rządu zapowiedziany przez D. Tuska, m.in. w sferze wydatków, planów inwestycyjnych, decyzji administracyjnych; efekt na razie nieznan

Budżet – jedno z pierwszych wyzwań nowego rządu, z jednej strony potrzeba sfinansowania wcześniej nieplanowanych działań oznacza, że deficyt może być wyższy, z drugiej konieczność utrzymania zaufania inwestorów oznacza, że nie może wzrosnąć znacząco; wyścig z czasem związany z konstytucyjnymi terminami

Cykl gospodarczy – widmo recesji w USA wciąż się oddala, podobnie jak ożywienia w strefie euro i Chinach; wzrost w kraju odbije dzięki krajowej konsumpcji i inwestycjom

Dezinflacja spowolni wraz z wyczerpaniem jej łatwych źródeł (wysoka baza, cofnięcie szoków) oraz za sprawą ożywienia krajowego popytu, odporności rynku pracy, ekspansji fiskalnej

Energetyka – przyspieszenie transformacji energetycznej jedną z kluczowych kwestii dla średnioterminowych perspektyw gospodarki, uruchomienie funduszy UE powinno pomóc

Fundusze UE – szanse na szybkie odblokowanie KPO i przyspieszenie realizacji projektów finansowanych z UE mocno wzrosły; pozytywne dla perspektyw inwestycji

Geopolityka może być źródłem podwyższonej zmienności na rynkach; dużo znaków zapytania, m.in. dot. rozwoju sytuacji w Ukrainie, konfliktu na Bliskim Wschodzie, wyborów w USA

Himarsy, Kraby, K9, Chunmoo itd. Będą istotną częścią inwestycji sektora publicznego w tym roku, choć ich wkład w łączny wzrost inwestycji będzie niższy niż w 2023 r.

Inwestycje były największym pozytywnym zaskoczeniem tego roku i perspektywy na 2024 nadal są dobre, będzie im sprzyjać odblokowanie KPO, wzrost zaufania do polityki rządu

Jednostkowe koszty pracy – ich szybki wzrost stoi na przeszkodzie trwałemu wygaszeniu presji inflacyjnej, a jednocześnie powoduje erozję konkurencyjności polskich firm

Kohabitacja rządu z prezydentem i instytucjami obsadzonymi przez ludzi poprzedniej ekipy nie będzie łatwa, może prowadzić do politycznych przesileń

Legislacja – poprawa jakości procesu legislacyjnego i jego przejrzystości to jeden z głównych postulatów nowej koalicji rządzącej; sukces w tym temacie może wspierać inwestycje firm

Migracje – słabe perspektywy demograficzne oznaczają, że gospodarka nadal potrzebuje importować pracowników; potrzebujemy przemyślanej polityki migracyjnej

Niedoważenie inwestorów zagranicznych w polskich aktywach w ostatnich latach oznacza przestrzeń do finansowania potrzeb pożyczkowych, jeśli nowy rząd zdobędzie zaufanie rynków

Odbudowa Ukrainy – potencjalnie pozytywny impuls, szczególnie dla sektora budowlanego; perspektywa niestety raczej się nie przybliży ze względu na rozwój sytuacji na wschodzie

Praworządność – jej przywrócenie kluczowe do odblokowania funduszy UE; nowy rząd zapowiada szybkie i głębokie zmiany, m.in. przystąpienie do Prokuratury Europejskiej

Rozliczenia poprzedników, w tym m.in. sugestia Trybunału Stanu dla prezesa NBP – trudno ocenić czy będzie realizowana, może potencjalnie usztywnić politykę RPP

Stopy procentowe – faza podwyżek za nami, pytanie kiedy początek obniżek; naszym zdaniem EBC, Fed rozpoczną cięcia nie wcześniej niż w II kw., RPP w ostatnim kwartale 2024

Tarcze antyinflacyjne zostaną wydłużone, ale tylko na kilka miesięcy, co obniża naszą prognozę CPI o 2-3 pp w I półroczu, ale po raz kolejny wydłuży powrót CPI do celu

Ukraina – działania na froncie nie idą ostatnio w stronę, która zwiększałaby szanse na szybkie zakończenie wojny; potencjalne źródło wzrostu premii za ryzyko dla krajowych aktywów

Wybory – cykl wyborczy zdominuje cały 2024 rok: w kwietniu wybory samorządowe, w czerwcu europejskie, na jesieni początek kampanii prezydenckiej

Zapasy – odwrócenie cyklu zapasów (koniec gwałtownej redukcji, szansa na stopniową odbudowę) powinno wspierać przemysł i PKB, ale utrudniać dalszą dezinflację

Wzrost gospodarczy

1



Polska gospodarka minęła cykliczny dołek (1/2)

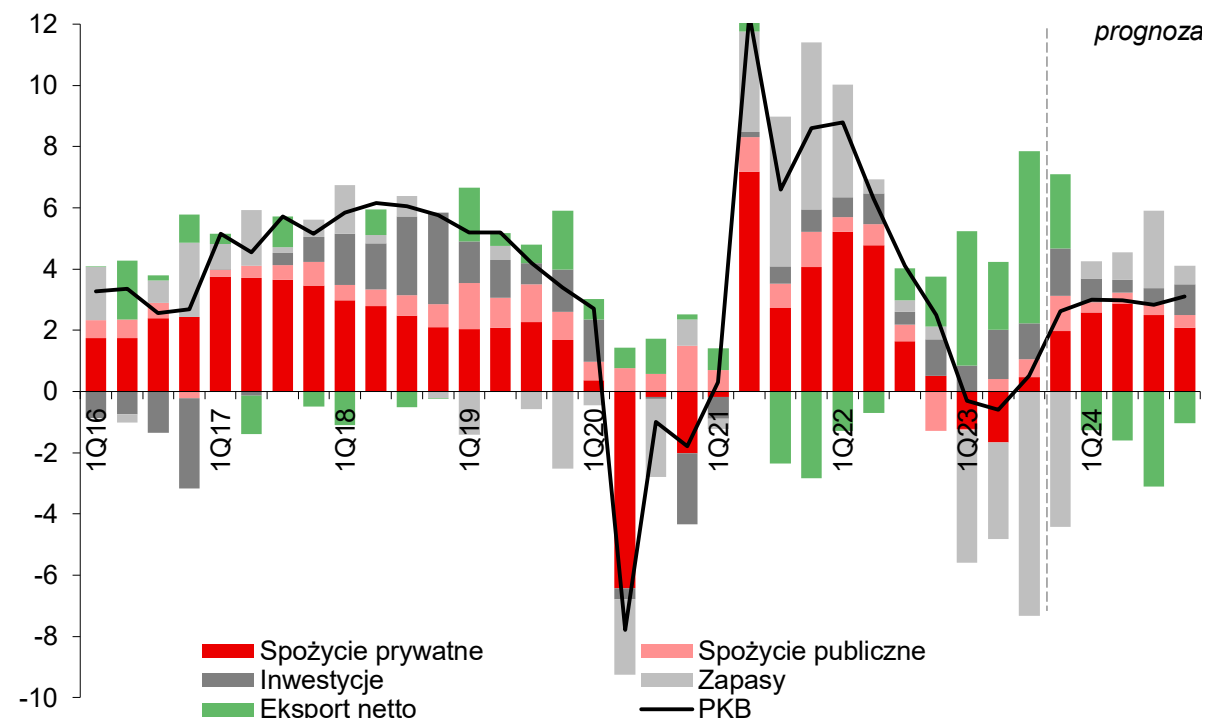
Polska gospodarka minęła kolejny punkt zwrotny w cyklu i po kilku kwartałach wyraźnego spowolnienia wywołanego inwazją Rosji na Ukrainę i kryzysem energetycznym weszła ponownie w fazę wzrostową, mniej więcej zgodnie ze scenariuszem, którego spodziewaliśmy się od ponad roku.

Kiedy dokładnie miał miejsce ten punkt zwrotny, pozostaje kwestią dyskusyjną – różne wskaźniki sugerują nieco inne odpowiedzi.

Tempo wzrostu PKB w ujęciu rok-do-roku zanotowało lokalny dołek (-0,6% r/r) w II kwartale 2023 – w tym ujęciu okazał się on nieco płytszy i nieco bardziej rozciągnięty w czasie niż przewidywaliśmy rok temu.

Trzeba jednak mieć na względzie, że roczne dynamiki wzrostu nie najlepiej radzą sobie ze wskazywaniem punktów zwrotnych w sytuacji dość częstych zmian trendu i szokowych zaburzeń w gospodarce, ponieważ podatne są na tzw. efekty bazy.

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



Źródło: GUS, Santander



Polska gospodarka minęła cykliczny dołek (2/2)

Teoretycznie lepiej w tej roli powinny sprawdzać się dane o kwartalnych zmianach PKB skorygowanych sezonowo. Te jednak muszą być traktowane z ostrożnością, ponieważ na przestrzeni ostatnich kwartałów wykazywały wyjątkową zmienność i podlegały znacznym rewizjom, które dość istotnie zmieniały obraz trendu.

Urząd statystyczny najwyraźniej miał problem z prawidłową identyfikacją zmian w sezonowości, jakie nastąpiły po zaburzeniach z ostatnich trzech lat. Wydaje się jednak, że wraz z kolejnymi rewizjami dane te coraz bardziej przybliżają się do faktycznych tendencji w gospodarce.

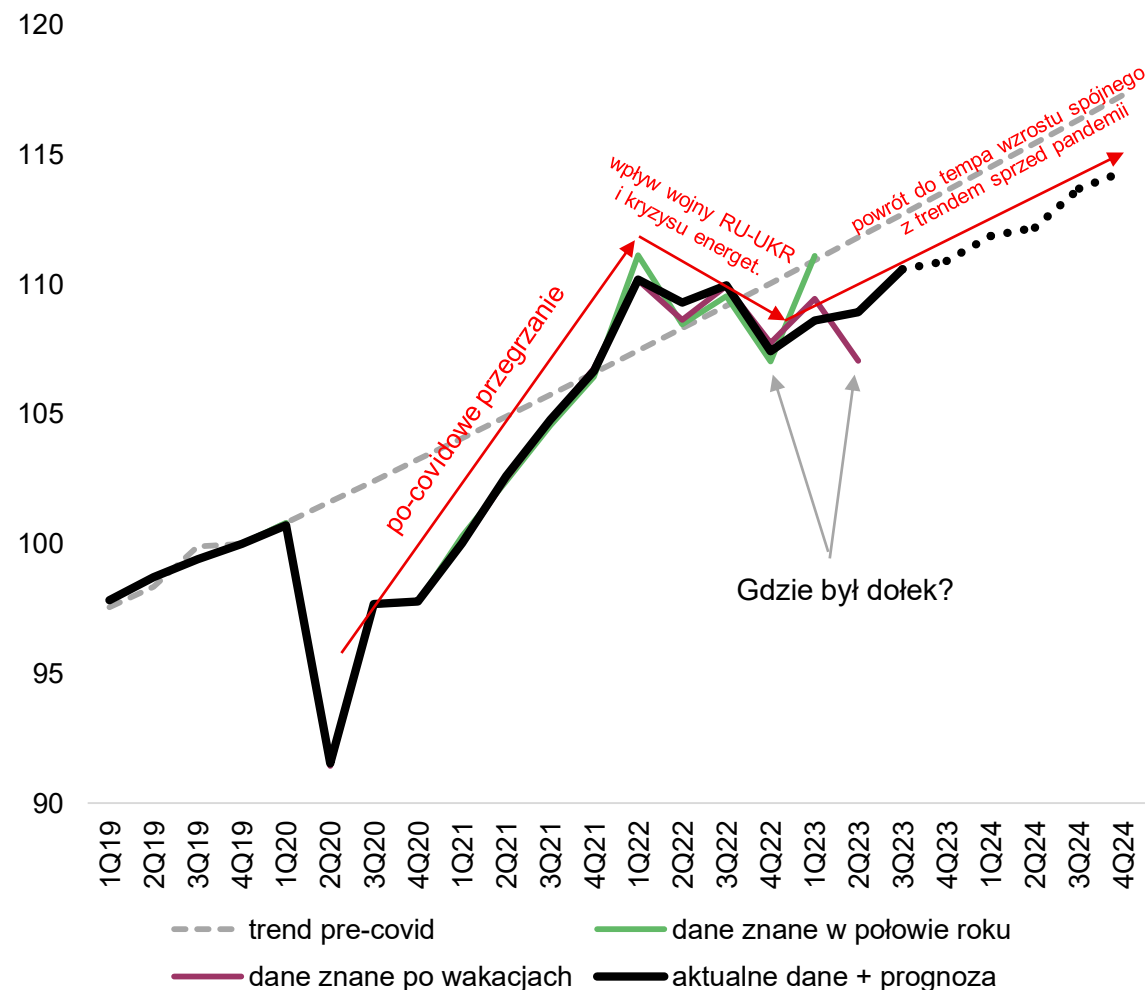
Aktualnie dostępne dane o PKB wyrównanym sezonowo wskazują, że w zasadzie już od początku 2023 roku aktywność gospodarcza w Polsce zaczęła rosnąć w tempie mniej więcej spójnym z trendem sprzed pandemii (ok. 3% rocznie).

Zakładamy, że trend ten zostanie utrzymany, w efekcie czego po ustąpieniu tzw. efektów wysokiej bazy również roczna dynamika PKB powinna w kolejnych kwartałach konwergować do 3%.

Przyspieszenie wzrostu pomimo niekorzystnego otoczenia międzynarodowego (w szczególności słabości koniunktury w strefie euro) będzie możliwe dzięki wzrostowi popytu krajowego.

Kluczową rolę odegra konsumpcja, wzrosną inwestycje (choć wolniej niż w br.), zakładamy też koniec gwałtownej redukcji zapasów. Ten scenariusz powinny wspierać działania nowego rządu: szybkie odblokowanie KPO, podwyżki dla sektora publicznego, lepszy klimat inwestycyjny sprzyjający inwestycjom krajowym i zagranicznym, a w tle procesy globalnego reshoringu, których Polska powinna być beneficjentem.

PKB po oczyszczeniu z wahań sezonowych, 4Q19=100



Źródło: GUS, Santander



... ale każda składowa popytu jest w innej fazie cyklu

Poszczególne składowe popytu znajdują się w zupełnie innych fazach cyklu.

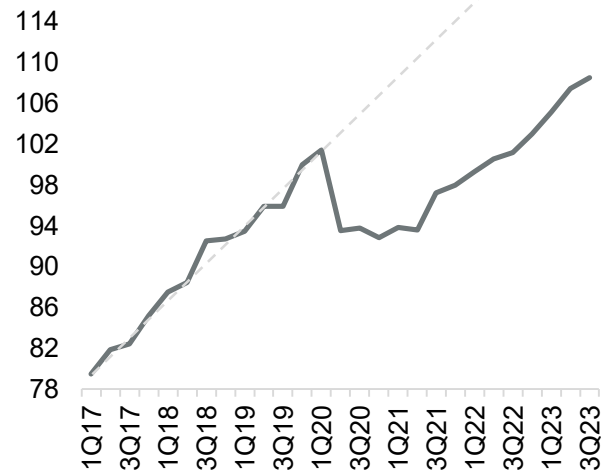
Inwestycje od dwóch lat pozostają w fazie silnej popandemicznej ekspansji. Naszym zdaniem ich wzrostowy trend utrzyma się w kolejnych kwartałach, chociaż nieco zwolni tempo (szczegóły: [str.19](#)).

Konsumpcja, po mocnym tąpnięciu w II półroczu 2022, dopiero w połowie tego roku zaczęła ponownie odbijać. W przyszłym roku to właśnie popyt konsumpcyjny będzie wg nas głównym motorem ożywienia gospodarki ([str.17](#)), czemu będzie sprzyjać wyjątkowa odporność rynku pracy ([str.34](#)), wzrost dochodów realnych, ożywienie kredytowe ([str.32](#)).

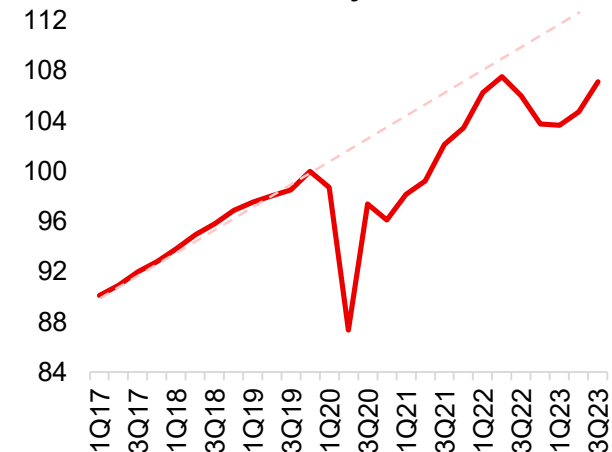
Mimo wzrostu konsumpcji i inwestycji popyt krajowy ogółem nadal wyraźnie spada, co jest możliwe za sprawą przyspieszonej redukcji zapasów (nagromadzonych nadmiernie w fazie ożywienia 2021-22). Oceniamy, że faza korekty zapasów może właśnie dobiegać końca ([str.12](#)), co oznacza z jednej strony lepsze perspektywy dla PKB i przemysłu (bieżący popyt będzie zaspokajany z nowej produkcji), z drugiej mniej sprzyjające warunki dla dalszej dezinflacji.

Oprócz zapasów, mocno tąpnęły w ostatnim okresie obroty handlu zagranicznego, co łatwo przypisać słabości popytu zagranicznego i krajowego, a saldo eksportu netto wyraźnie się poprawiło, wspierając wzrost PKB. Skala spadku importu w cenach stałych jest jednak zdumiewająca, porównywalna z zapaścią w środku kryzysu Covid-19 i naszym zdaniem może wiązać się z błędnie oszacowanym deflatorem (co może być skorygowane w przyszłych rewizjach danych). W kolejnych kwartałach spodziewamy się ponownego pogorszenia bilansu wymiany z zagranicą – eksport pozostanie pod presją z uwagi na słabość gospodarki europejskiej, natomiast import powinien odbijać wraz ze wzrostem konsumpcji i inwestycji ([str.27](#)).

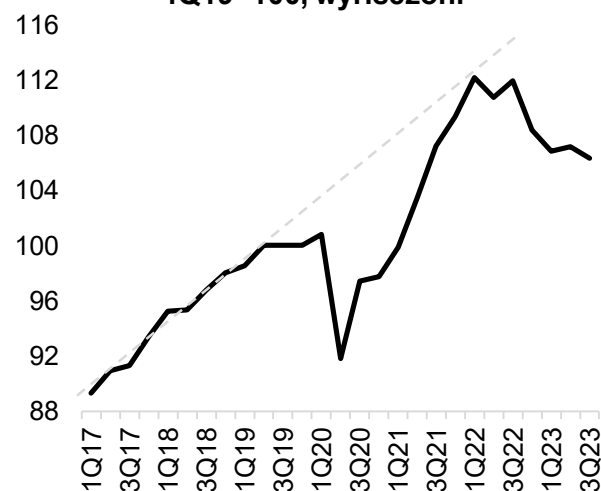
Nakłady inwestycyjne brutto,
4Q19=100, wyr.sezon.



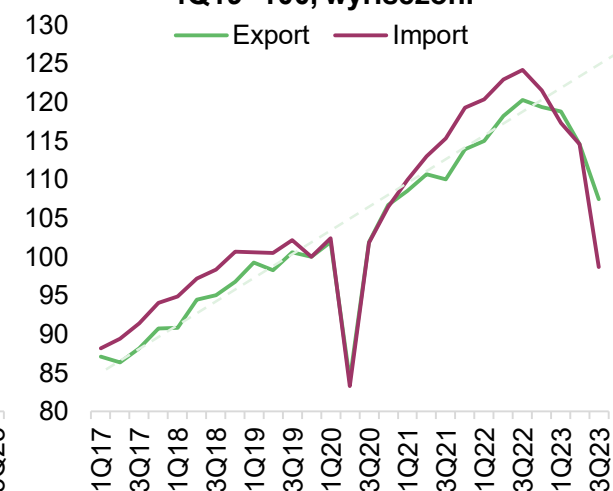
Konsumpcja prywatna,
4Q19=100, wyr.sezon.



Popyt krajowy,
4Q19=100, wyr.sezon.



Handel zagraniczny,
4Q19=100, wyr.sezon.





Odwrócenie cyklu zapasów za pasem?

W okresie 2021-2022 nastąpiła potężna akumulacja zapasów, co wynikało z silnego ożywienia popytu po pandemii, powszechnych oczekiwań, że pozytywny trend utrzyma się dłużej, a jednocześnie obaw o możliwe powtarzające się zaburzenia w łańcuchach dostaw.

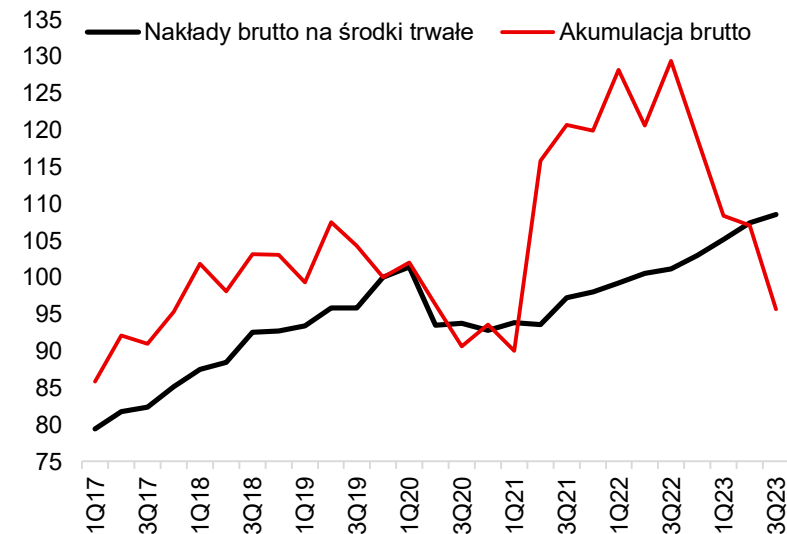
Wkrótce potem popyt na towary przyszedł (częściowo przeniósł się na usługi), kanały dostaw zostały udrożnione, a firmy zorientowały się, że utrzymywanie wysokich stanów magazynowych w świecie wysokich stóp procentowych jest bardzo kosztowne. Na początku 2023 r. rozpoczęła się faza pospiesznej korekty zapasów, co miało dwie istotne konsekwencje: po pierwsze, zapaść w przemyśle – opróżnianie magazynów oznaczało mniejsze zapotrzebowanie na nową produkcję; po drugie, przyspieszenie dezinflacji – firmy chcąc pozbyć się nadmiarowych towarów były skłonne akceptować niższe marże i ceny.

Widzimy powody by sądzić, że cykl gwałtownego schodzenia z zapasów dobiega końca. Akumulacja brutto (na którą składają się inwestycje brutto i przyrost środków obrotowych) wróciła w III kwartale poniżej poziomów sprzed pandemii (indeks w cenach stałych, po korekcie sezonowej). Jako że inwestycje wzrosły w tym czasie o niemal 10%, to sugeruje, że realny poziom zapasów skorygował już z nawiązką całą popandemiczną górkę. Również nominalny poziom zapasów w relacji do PKB powrócił po III kwartale w pobliże wieloletniej średniej, a do końca br. spadnie zapewne znacznie poniżej tego poziomu (do 0,6%).

Sygnaly zapowiadające odwracanie cyklu zapasów pojawiają się też m.in. w badaniach PMI.

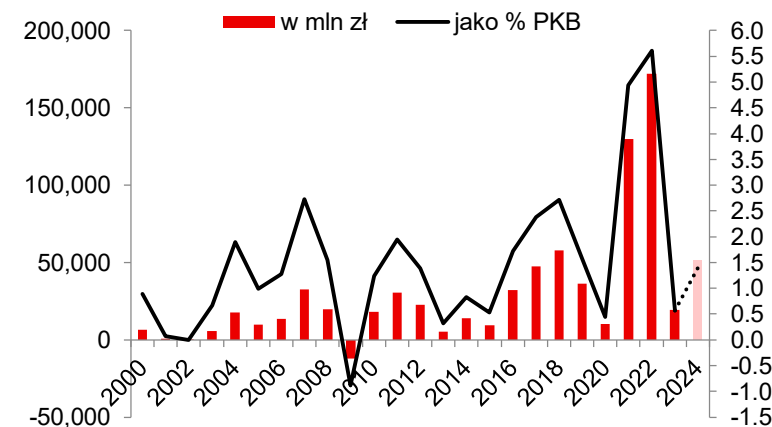
Z kolei wyniki Szybkiego Monitoringu NBP sugerują, że większość firm nadal ocenia stan zapasów jako nadmierny.

Akumulacja brutto i inwestycje, 4Q19=100, wyr.sezon.



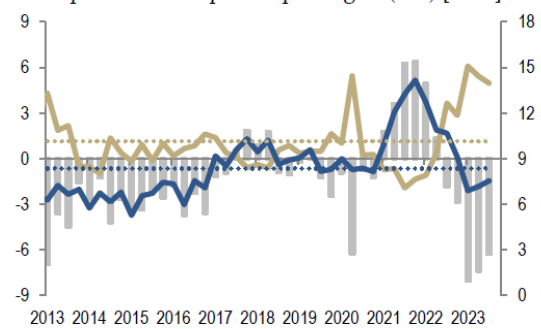
Źródło: GUS, Santander

Zmiana zapasów

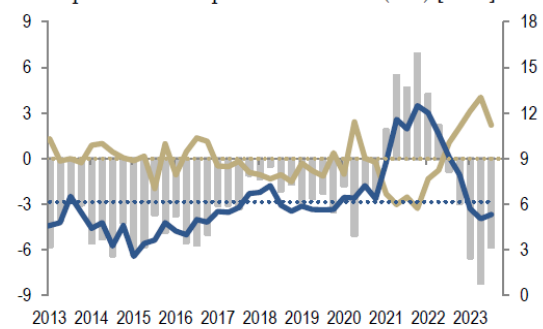


Źródło: GUS, Santander

Wykres 22 Odsetek przedsiębiorstw deklarujących niedopasowanie zapasów prod. got. (s.a.) [w %]



Wykres 23 Odsetek przedsiębiorstw deklarujących niedopasowanie zapasów towarów (s.a.) [w %]



Źródło: NBP Szybki Monitoring, Santander



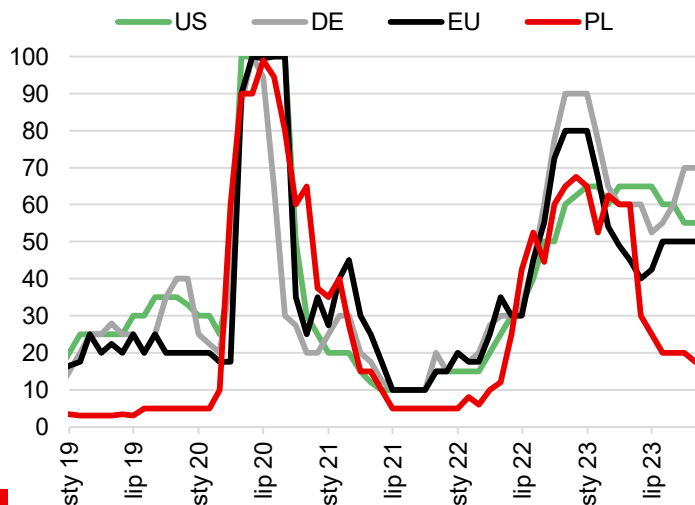
Światowa gospodarka w stagnacji...

Perspektywy światowej gospodarki pozostają niezbyt różowe. W 2024 r. nie spodziewamy się wprowadzić pogłębienia recesyjnych tendencji, ale też trudno liczyć na to, że ożywienie gospodarcze będzie znaczące, w szczególności w strefie euro, która zмага się m.in. ze strukturalnym obniżeniem konkurencyjności przemysłu po rezygnacji z dostaw tanich surowców energetycznych z Rosji.

To powiedziawszy, podzielamy dominujący obecnie pogląd, że rok 2024 powinien przynieść delikatne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Europie i umiarkowane spowolnienie (ale nie recesję) w USA.

Niewielka skala odbicia PKB Niemiec i strefy euro oznacza, że rok 2024 będzie dla polskich eksporterów nadal trudnym okresem.

Prawdopodobieństwo recesji w ciągu 12 mies. wg Bloomberga



Źródło: Bloomberg, Santander

Prognozy wzrostu PKB w latach 2023-2025 dla wybranych gospodarek



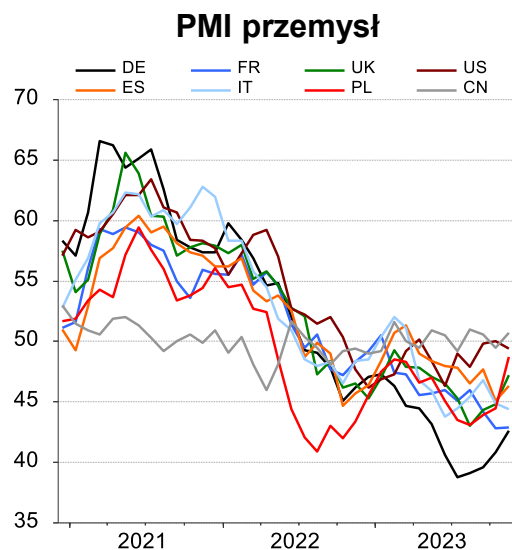
Źródło: Bloomberg, KE, MFW, OECD, Santander



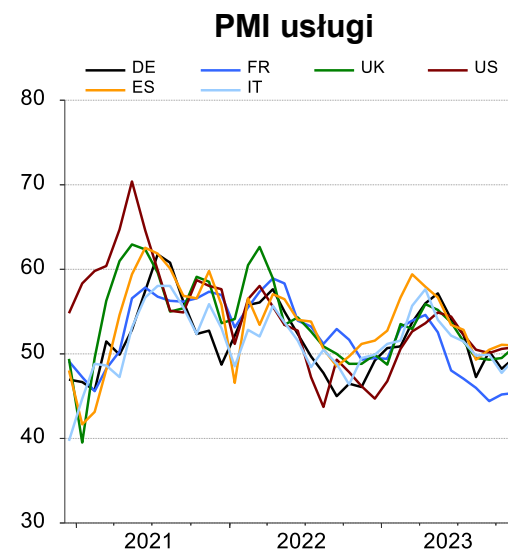
... chociaż widać światełka w tunelu

W ostatnim okresie zaczęło przybywać sygnałów, które mogą zapowiadać punkt zwrotny w globalnej koniunkturze. Wśród nich można m.in. wymienić:

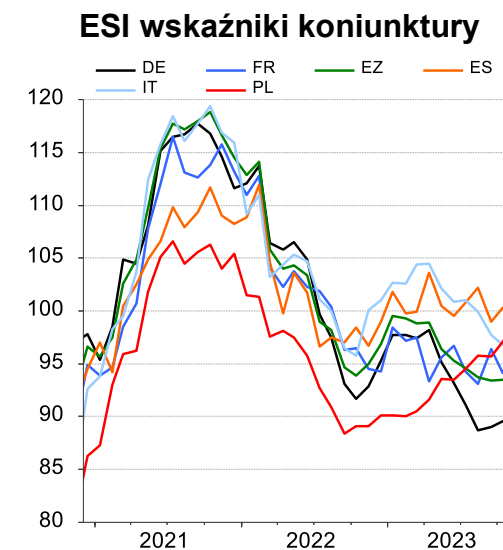
- Koreański eksport, w tym półprzewodników, który jest często traktowany jako sygnał wyprzedzający dla światowego przemysłu i handlu, zaczął odbijać od dna.
- Poprawa globalnego indeksu PMI, odbicie (z niskich poziomów) indeksów przemysłowych dla Niemiec, Wielkiej Brytanii, Chin, Singapuru.
- Sygnały poprawy zamówień zagranicznych w badaniu PMI dla Polski.
- Wzrost cen metali przemysłowych.
- Nieśmiałe odbicie w górę indeksów PMI w usługach.
- Znaczący spadek odsetka firm deklarujących ograniczanie produkcji w celu dalszej redukcji zapasów w globalnym badaniu PMI, co może zapowiadać odwrócenie globalnego cyklu zapasów.



Source: LSEG Datastream, Santander

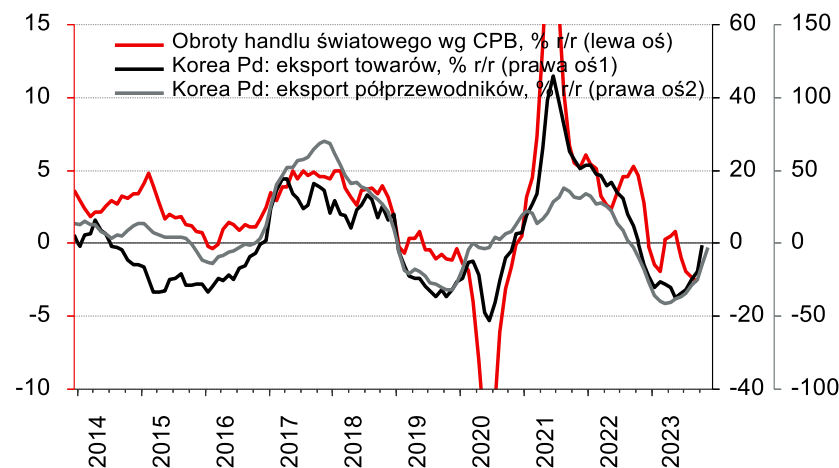


Source: LSEG Datastream, Santander



Source: LSEG Datastream, Santander

Obroty handlu światowego vs eksport Korei Płd., % r/r



Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

S&P Global PMI: companies cutting output to help reduce inventories



Data compiled December 2023. Axis scale 1 = long term average.

Source: S&P Global PMI Comment Trackers.

© 2023 S&P Global.



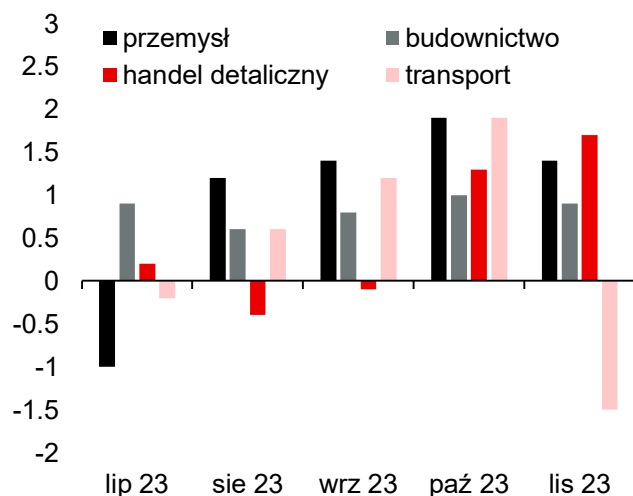
Krajowa koniunktura dalej odbija

Choć wskaźniki koniunktury dla większości sektorów pozostają poniżej wieloletnich średnich i poniżej poziomów sprzed pandemii, to dokonująca się poprawa nastrojów wygląda już na systematyczną, co szczególnie widoczne w przemyśle i budownictwie. Sektor handlu detalicznego jako pierwszy dotarł do historycznej średniej już w połowie br., i po trzymiesięcznej stabilizacji na nowo ruszył w górę, wpisując się tym samym w zakładany przez nas scenariusz „przebudzenia” konsumentów.

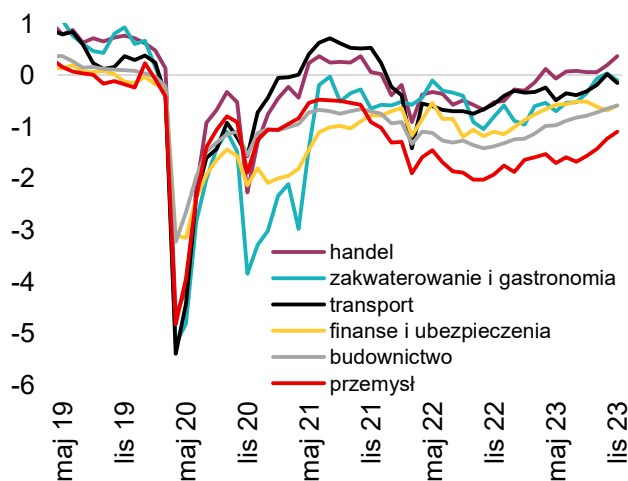
Solidne odbicie pojawiło się też w indeksie PMI dla polskiego przetwórstwa przemysłowego, który wcześniej wbrew alternatywnym miarom nastrojów zaczął układać się w delikatny trend spadkowy. Polski PMI próbuje przeskoczyć ze ścieżki mozolnego wychodzenia z dołka stagflacyjnego (2014) na ścieżkę dynamicznego odbicia ciągniętego popytem (2009).

To **dobra podstawa do oczekiwania kontynuacji ożywienia w realnych danych z gospodarki, nawet jeśli samo tempo poprawy nastrojów jest względnie niskie** (niższe niż w 2010, 2014 czy 2017) lub opisujące je wskaźniki mają dużą zmienność (jak PMI). Tę ostrożność przedsiębiorców przypisujemy brakowi wyraźnego odbicia gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski.

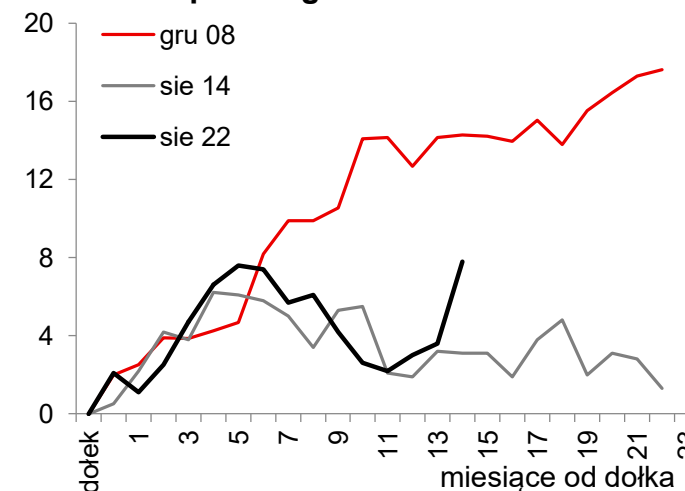
Zmiana m/m wybranych sektorowych wskaźników koniunktury



Wystandaryzowane sektorowe wskaźniki koniunktury, s.a.



Przebieg wybranych faz odbicia polskiego indeksu PMI





Koniunktura konsumencka: czas większych zakupów

Wskaźniki oceniające bieżącą sytuację oraz oczekiwania konsumentów są już powyżej swoich historycznych średnich. Poprawa nastrojów dokonywała się przez ostatnie 13 miesięcy i działo się to w szybszym tempie niż w trakcie wychodzenia gospodarki z dołka w 2013-2015 r. Ważnym zjawiskiem jest szybsze tempo poprawy nastrojów w zakresie apetytu na duże wydatki niż w zakresie oceny własnej sytuacji finansowej oraz możliwości oszczędzania. Historycznie **takie relacje między składnikami badania koniunktury konsumenckiej (np. w 2017 r.) dobrze wróżyły konsumpcji prywatnej**. Powtórzenie takiego układu sugeruje, że w konsumpcja prywatna powinna dalej przyspieszać.

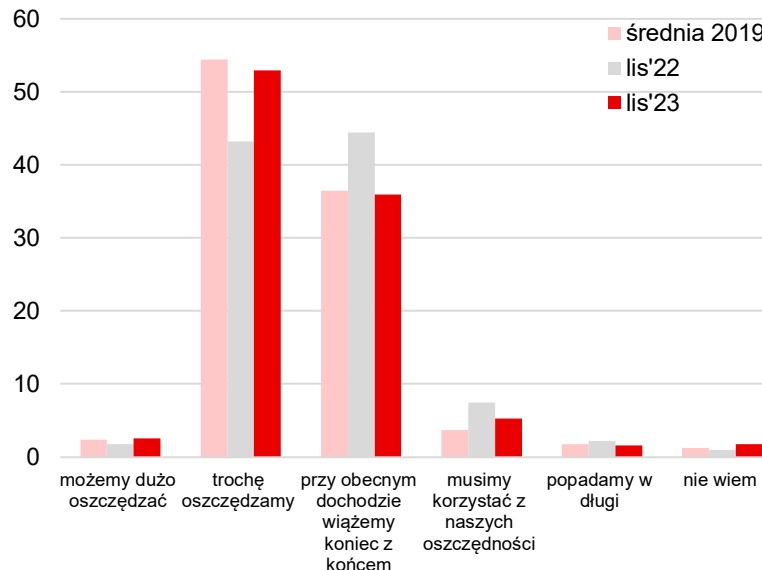
Co ważne dla perspektyw szybszego wzrostu konsumpcji, odczucia konsumentów związane z prowadzeniem domowego budżetu wróciły do normalności. Struktura odpowiedzi na pytanie o sytuację finansową nie odbiega już od obrazu z okresu solidnej koniunktury przed pandemią. To duża zmiana względem stanu sprzed roku, gdy zdecydowanie mniej osób mówiło, że regularnie dysponuje nadwyżkami, możliwymi do przeznaczenia np. na wydatki dyskrecyjne – a to sprzyjało odkładaniu części popytu konsumpcyjnego na finansowo bezpieczniejsze czasy.

Zachowanie wybranych wskaźników koniunktury konsumenckiej



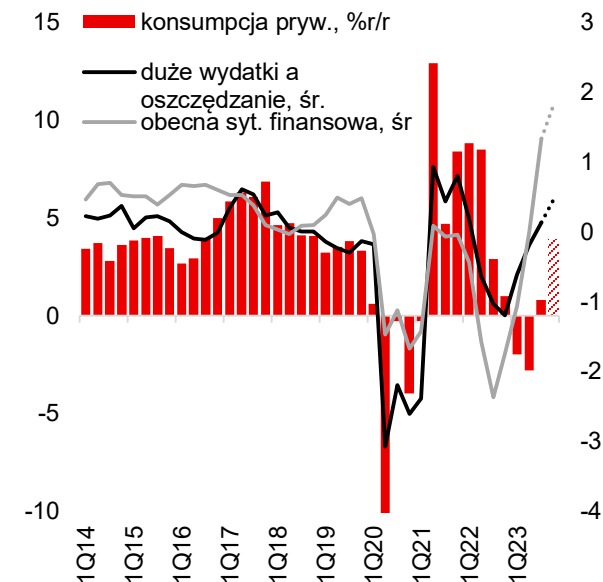
Źródło: Eurostat, GUS, Santander

Nastroje konsumentów: ocena opisowa własnej sytuacji finansowej



Źródło: GUS, Santander

Konsumpcja prywatna a zmienne oparte o wskaźniki koniunktury konsumenckiej



Źródło: GUS, Santander



Konsumpcja: kontynuacja ożywienia

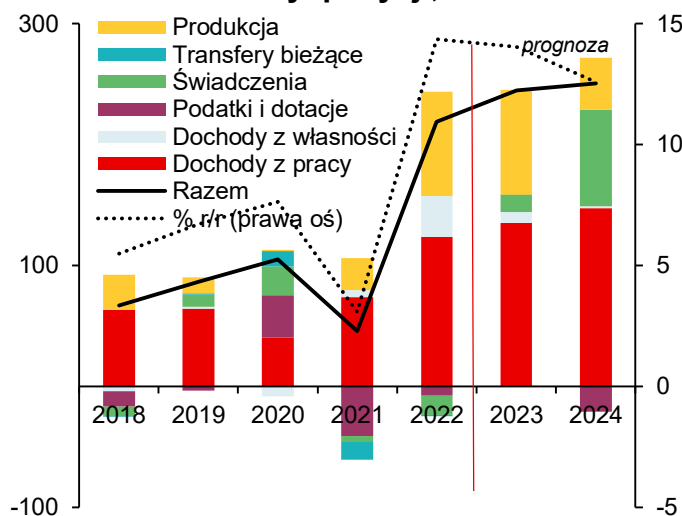
Dane za III kw. oraz rewizja informacji z wcześniejszych okresów wskazują, że mieliśmy rację, założywszy postępujące odbicie konsumpcji prywatnej w 2023 r.

Średni wzrost konsumpcji prywatnej w br. będzie prawdopodobnie bliski zera, natomiast w 2024 r. oczekujemy już przyrostu o ok. 4,5%. Założenie to opieramy na:

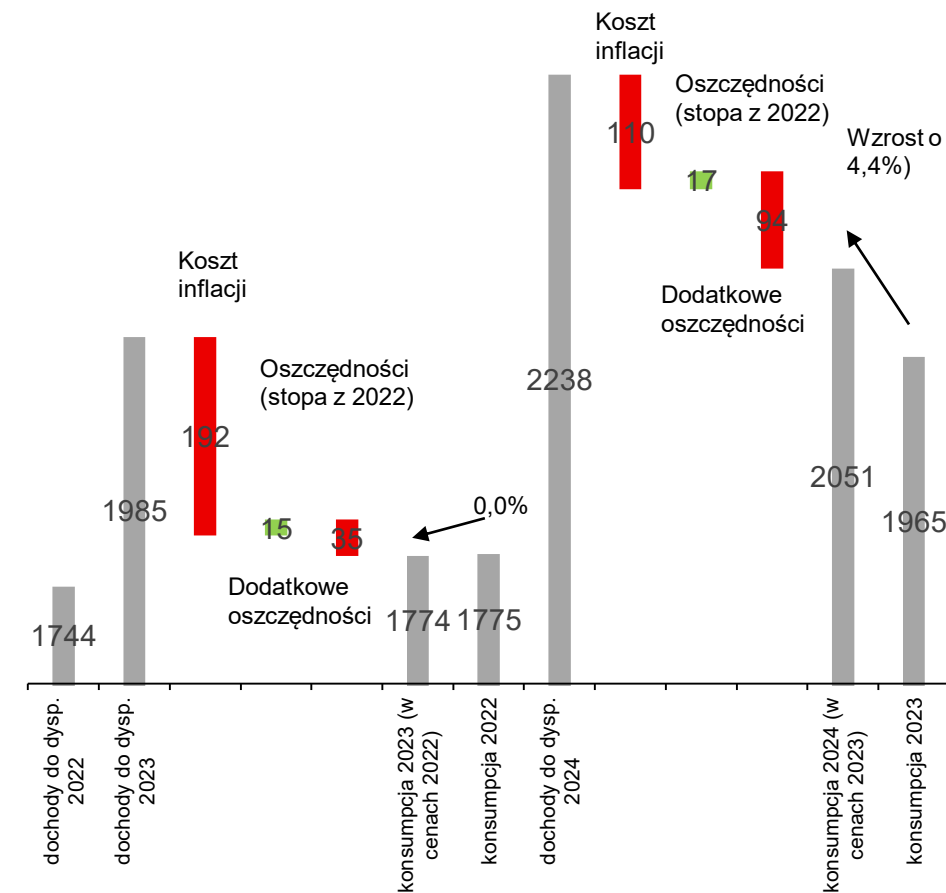
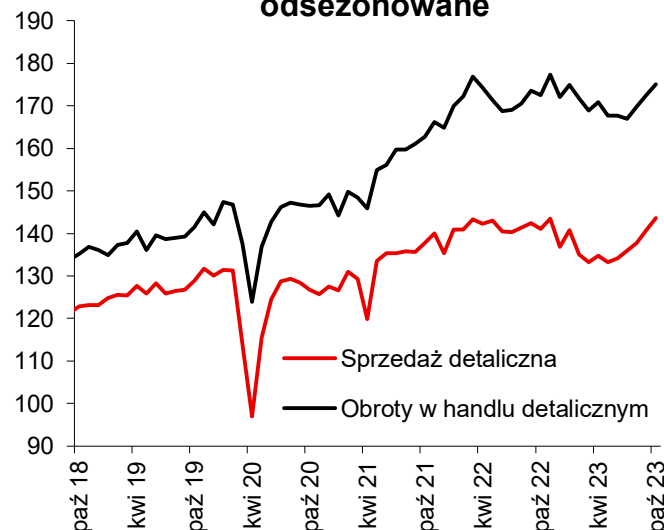
- Solidnym wzroście dochodów do dyspozycji, o ok. 250 mld zł nominalnie. W tym 25 mld zł pochodzi ze zwiększenia świadczenia 500+ do 800 zł, 45 mld zł z waloryzacji świadczeń społecznych na poziomie ok. 11,5%, 15 mld zł z dodatkowych podwyżek pensji dla sektora publicznego, 9 mld zł z tytułu świadczenia dla matek wracających na rynek pracy.
- Wzroście stopy oszczędzania z -0,8% w 2022 r. do 1,7% w 2023 r. i 3,4% w 2024 r.
- Spadku inflacji z ok. 12% średnio w 2023 r. do ok. 5% średnio w 2024 r.

Dochody do dyspozycji a konsumpcja

Dekompozycja wzrostu dochodów do dyspozycji, mld zł



Sprzedaż detaliczna i obroty w handlu detalicznym, indeks, dane odsezonowane

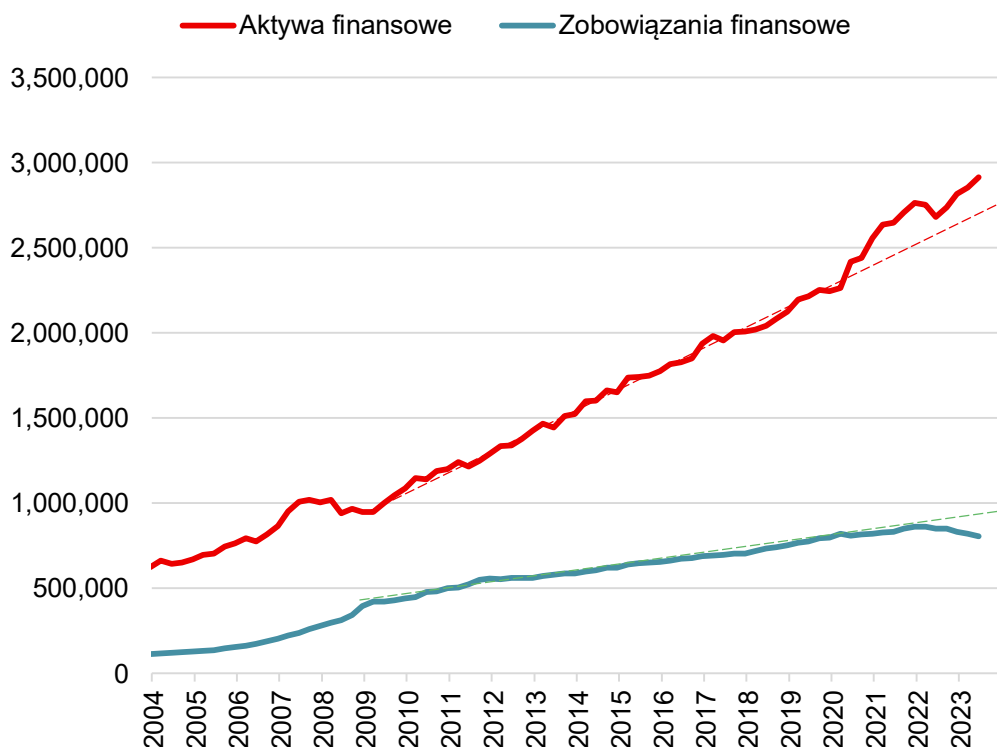




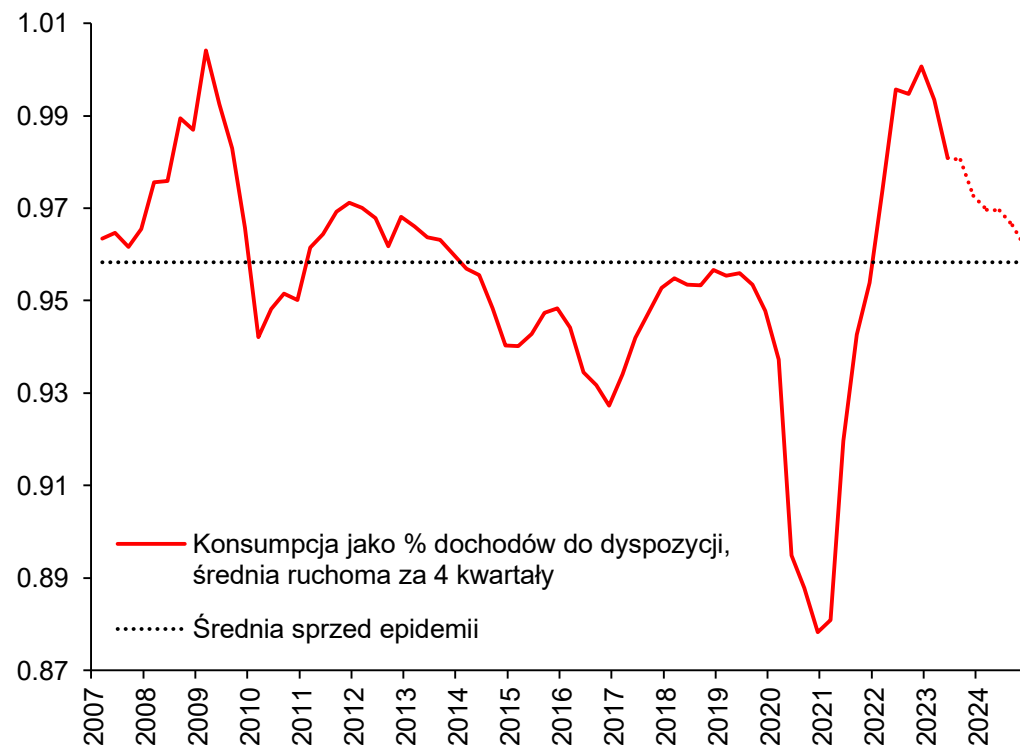
Nadmiarowych oszczędności dużo i wciąż rosną

Zestawienie twardej danych o konsumpcji i dochodach do dyspozycji pokazuje, że mniej więcej od 2022 r. wydatki są nietypowo duże w relacji do dochodu, ale stopniowo wracają do średniej. Po stronie aktywów finansowych gospodarstw domowych uwidoczniło się to w postaci ruchu w kierunku wieloletniego trendu w 2022 roku, ale ani do niego nie doszliśmy ani nie widać, żeby to zbieganie było kontynuowane w trakcie 2023 r. Zamiast tego przyrost aktywów przebiega w ponadprzeciętnym tempie i jest to spójne z naszym scenariuszem dla aktywności konsumentów. Zakładane przez nas odbicie konsumpcji nie jest bowiem oparte na podejmowaniu brawurowej skali wydatków względem dochodów a raczej na spodziewanej sile tych drugich.

Aktywa finansowe gospodarstw domowych, mln zł



Relacja konsumpcji prywatnej do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych





Inwestycje: gwiazda samorządów zgaśnie...

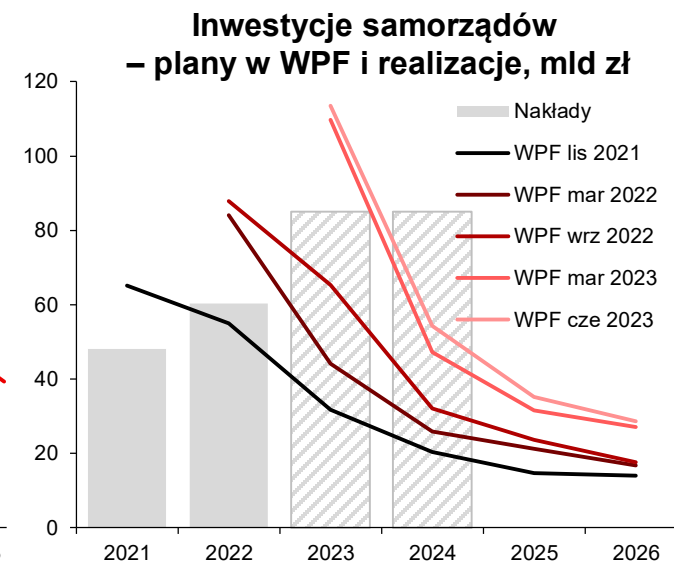
W 2023 r. gwiazdą inwestycji były samorzady – w pierwszych trzech kwartałach roku odpowiadały za około 30% wzrostu inwestycji ogółem, przy ich udziale w łącznym wolumenie nieznacznie powyżej 10%. W tym roku szykuje się rekord, a nominalna wartość inwestycji samorządów może naszym zdaniem zbliżyć się do 90 mld zł.

W MAKROskopie z grudnia 2022 r. byliśmy sceptyczni co do nakładów samorządów w 2023 r., głównie ze względu na wyczerpywanie się środków unijnych oraz umiarkowane plany inwestycyjne sektora w Wieloletnim Planie Finansowym (WPF) z września 2022 r. Tymczasem, prognozy inwestycji zostały mocno zrewidowane w górę w kolejnej edycji WPF (marzec 2023 r.), a samorzady poradziły sobie mimo niskiego napływu środków UE – udział środków majątkowych w inwestycjach spadł do ok. 20% z 40-50% w poprzednich latach. Naszym zdaniem mocny wynik był przede wszystkim pokłosiem cyklu wyborczego oraz koncentracji wydatków na budowie dróg.

Ponieważ inwestycje w 2023 r. były skoncentrowane na drogach, a inwestycje infrastrukturalne mają dość dużą inercję, to zakładamy, że 2024 r. również będzie nominalnie wysoki. Po wyborach samorządowych (w kwietniu 2024 r.) zapal inwestycyjny może jednak maleć, zatem uważamy, że nominalnie przyszły rok zamknie się podobnie do 2023, co **w ujęciu realnym oznacza stagnację lub lekki spadek**. Inwestycje finansowane środkami UE mogą ponownie stanowić relatywnie niski procent nakładów, choć potencjalne odblokowanie KPO może sprzyjać pod koniec roku. Jednakże, zwykle opieraliśmy nasze prognozy inwestycji w samorządach na listopadowej wersji WPF. W tym roku nie została jeszcze ona opublikowana, a jego najnowsza wersja pochodzi z czerwca. Jest ona dużo mniej wiarygodna, więc nasza wiedza o planach samorządów jest mniejsza niż zwykle, a niepewność dotycząca prognozy - większa.



Źródło: GUS, Santander



Źródło: MF, Santander



Źródło: GUS, Santander



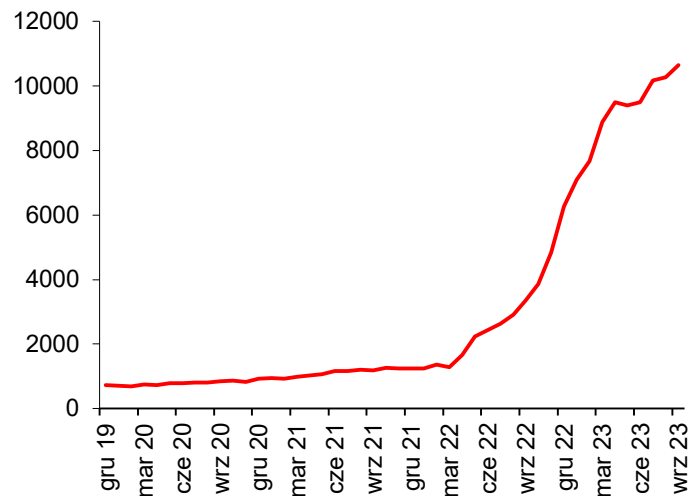
Inwestycje: ... a rozbłyśnie w sektorze centralnym

W pierwszej połowie 2023 r. wzrost realny inwestycji sektora centralnego był bliski zera, pomimo wyraźnego przyspieszenia nakładów na zbrojenia. Działo się tak ze względu na słaby wzrost inwestycji infrastrukturalnych, w szczególności kolejowych, które mocno polegają na finansowaniu unijnym.

Plany GDDKiA oraz PLK zakładają wyraźny wzrost inwestycji drogowych oraz kolejowych w 2024 r. Towarzyszyć mu też będzie przyrost nakładów na zbrojenia, który jednak prawdopodobnie będzie wolniejszy niż w 2023 r. **Na tej podstawie zakładamy, że sektor rządowy zanotuje wzrost nakładów o ok. 10% w ujęciu realnym.**

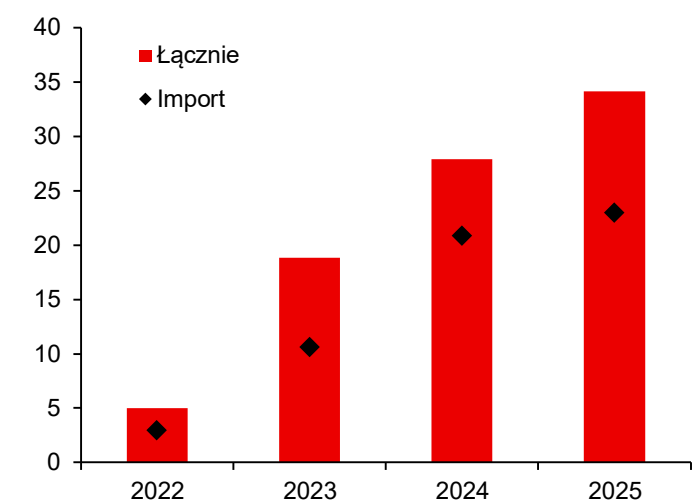
Ryzyko dla tej prognozy jest jednak asymetryczne w dół – po pierwsze ze względu na słaby napływ środków unijnych oraz opóźnienie w odblokowaniu KPO. Naszym zdaniem bez napływu środków unijnych trudno będzie przede wszystkim rozpędzić inwestycje kolejowe. Po drugie, nie można wykluczyć, że nowy rząd będzie chciał nieco zracjonalizować wydatki zbrojeniowe. Niepewność dotyczy też planów odnośnie do CPK.

Import broni, suma za 12 miesięcy, mln zł



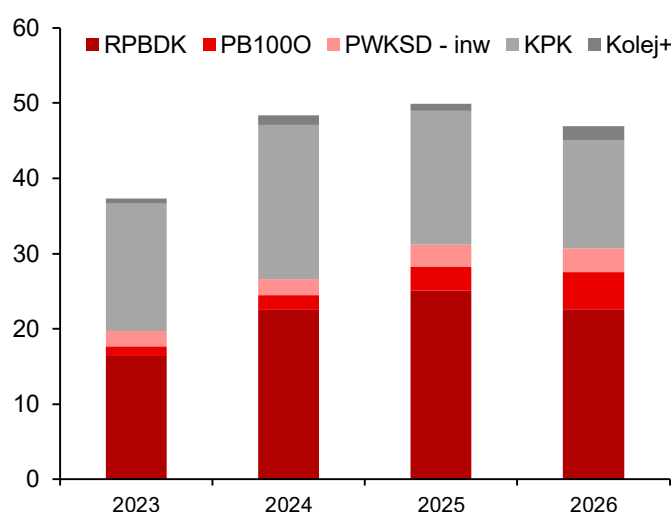
Źródło: GUS, Santander

Wydatki zbrojeniowe, mld zł – nasz szacunek



Źródło: media, Santander

Plany inwestycyjne GDDKiA oraz PLK



Źródło: GUS, Budimex, Santander

Inwestycje sektora publicznego a nakłady na inżynierię lądową, % r/r



Źródło: GDDKiA, Santander



RPBDK – Rządowy Program Budowy Dróg Krajowych
PB1000 – Program Budowy 100 Obwodnic
PWKSD – Program Wzmocnienia Krajowej Sieci Drogowej
KPK – Krajowy Program Kolejowy
Kolej+ - Program Kolej+



Inwestycje: ożywienie w gospodarstwach domowych

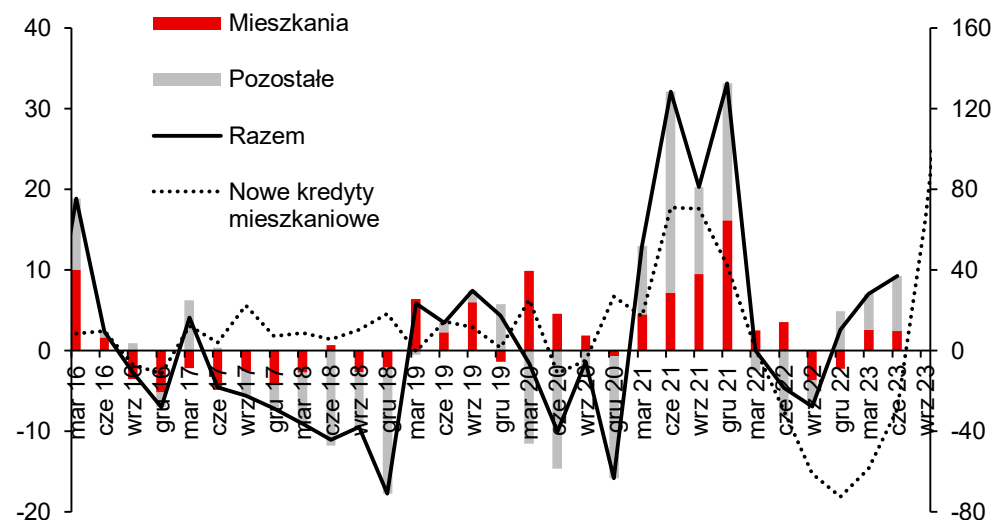
Szacujemy, że po dobrym początku 2023 r. inwestycje gospodarstw domowych jeszcze przyspieszą w drugiej połowie tego roku. **W 2024 r. zakładamy wzrost podobny jak w 2023 r., o ok. 7% realnie.**

Inwestycje gospodarstw domowych wyraźnie odbijały w pierwszej połowie 2023 r. Pewną rolę w tym ruchu grało ożywienie popytu na mieszkania, widoczne też w popycie na kredyty mieszkaniowe. Mocniej jednak rósł pozostały komponent inwestycji gospodarstw domowych. Zgadujemy, że podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw, mogło mieć to związek z nakładami na efektywność energetyczną.

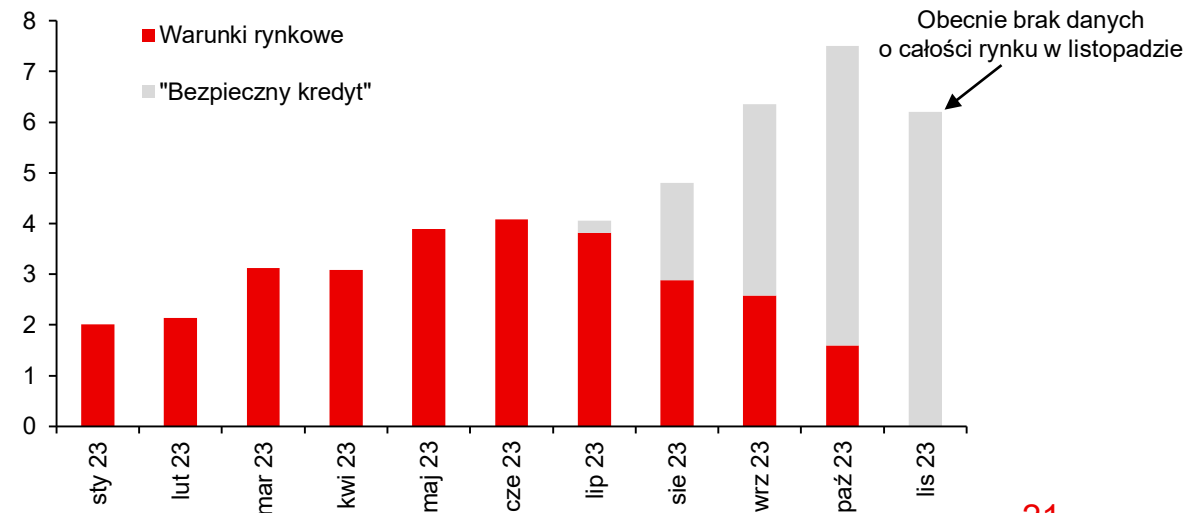
W drugiej połowie 2023 r. ożywienie na rynku mieszkaniowym nabierało tempa, co naszym zdaniem przełoży się na przyspieszenie inwestycji gospodarstw domowych. Uważamy, że także w 2024 r. popyt na mieszkania utrzyma się na wysokim poziomie. Popytowi sprzyjać będzie dobra sytuacja rynku pracy i wyraźny wzrost dochodów w ujęciu realnym, przy spadkowej tendencji stóp rynkowych. Ceny nieruchomości również powinny rosnać w solidnym tempie, przynajmniej do czasu, kiedy na rynku pojawi się nowa podaż, na co jednak naszym zdaniem trzeba trochę poczekać.

Pewnym czynnikiem ryzyka jest los programu „Bezpieczny kredyt”. Uważamy, że w dość wyraźny sposób wpłynął on na ożywienie popytu i przyspieszenie zakupów, choć częściowo zastąpił popyt na kredyt na warunkach rynkowych. O ile utrzyma się dotychczasowe tempo podpisywania umów kredytowych, to naszym zdaniem budżet programu na lata 2023-2024 wyczerpie się w ciągu kilku tygodni. Od I kwartału możliwe jest zatem pewne spowolnienie na rynku kredytowym, chyba że budżet programu zostanie zwiększony, co naszym zdaniem jest bardzo prawdopodobne.

Inwestycje gospodarstw domowych, % r/r



Nowe kredyty hipoteczne, mld zł



Źródło: GUS, NBP, ZBP, Santander



Inwestycje: w firmach 2024 może być słabszy

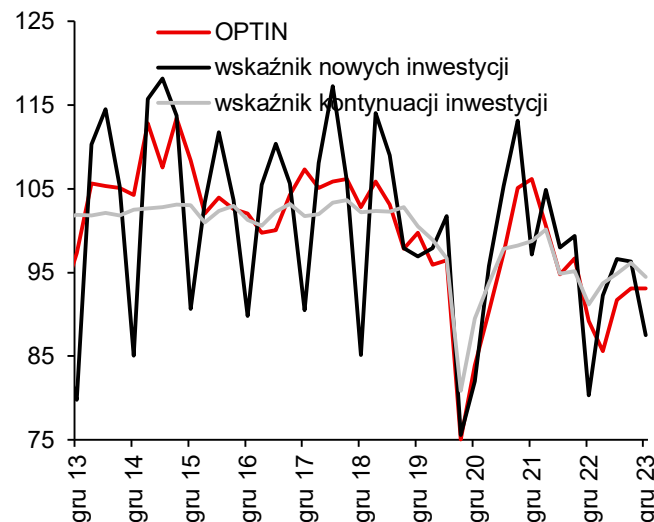
W 2023 r. inwestycje firm wyglądały całkiem nieźle, w pierwszym trzech kwartałach nakłady w dużych firmach (50+) wzrosły realnie o 11,5% r/r (nominalnie o 17,4% r/r), a w pierwszej połowie roku ogólnie w firmach o 17,9% r/r nominalnie. Dekompozycja inwestycji dużych firm wskazuje, że w znacznej mierze wzrost był generowany przez sektor energetyczny, co naszym zdaniem miało związek z transformacją. Tymczasem inwestycje w przetwórstwie spowalniały.

Naszym zdaniem perspektywy inwestycyjne poprawiają się wraz z dobrymi wynikami firm (które uległy lekkiemu pogorszeniu, ale nadal są historycznie wysokie) oraz dobrymi perspektywami gospodarczymi. Ma to odzwierciedlenie w poprawie wskaźników inwestycyjnych, np. OPTIN tworzonych przez NBP.

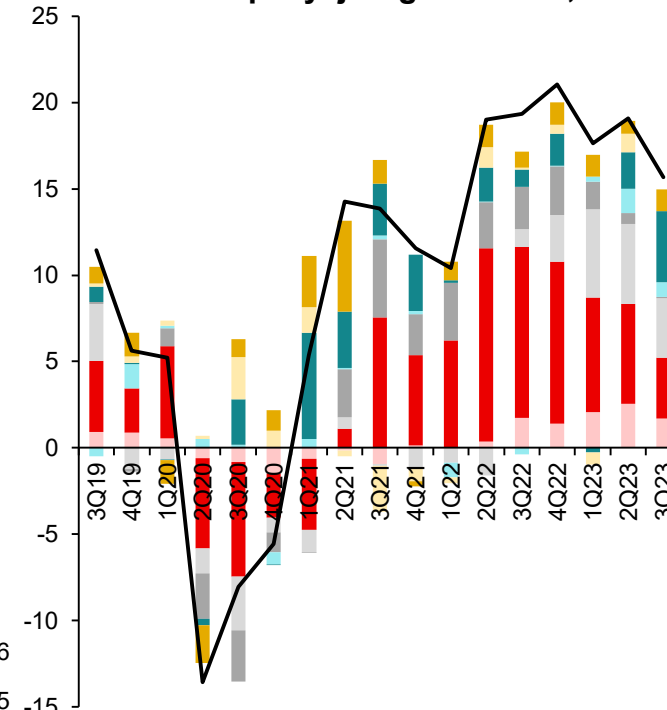
Jednakże, niska absorpcja środków unijnych na przełomie dwóch perspektyw oraz spadek wartości kosztorysowej rozpoczętych inwestycji sugerują, że impet inwestycyjny nie będzie mocny, zwłaszcza w obliczu dość niskiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce. Do tego w 2023 r. inwestycje opierały się głównie na nakładach na maszyny i środki transportu, a tego typu inwestycje mają dużo niższą inercję niż infrastrukturalne.

Zakładamy przyrost inwestycji przedsiębiorstw niefinansowych o ok. 5% r/r w ujęciu realnym w 2024 r.

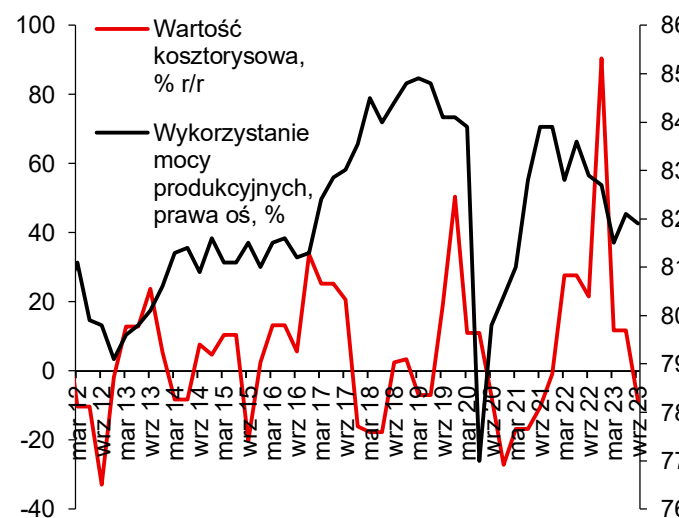
Indeks optymizmu inwestycyjnego NBP, średnia = 100



Inwestycje dużych firm – dekompozycja wg sektorów, % r/r



Wartość kosztorysowa nowych inwestycji, wykorzystanie mocy



- Administrowanie i działalność wspierająca
- Obsługa rynku nieruchomości
- Transport i gospodarka magazynowa
- Budownictwo
- Handel, naprawa pojazdów
- Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną
- Przetwórstwo przemysłowe
- Górnictwo i wydobywanie
- Ogółem



Źródło: GUS, NBP, Santander



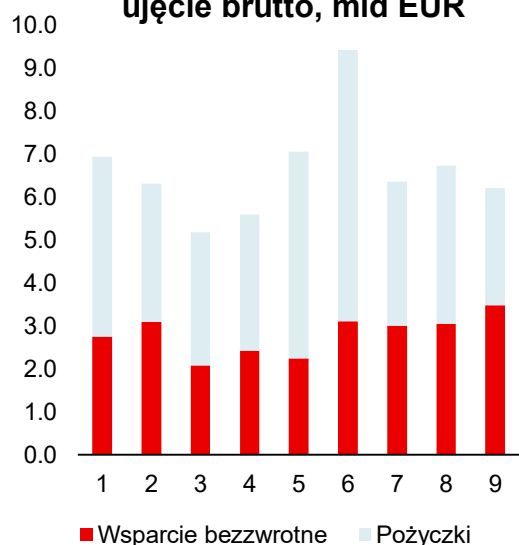
KPO: czy zdążymy wykorzystać środki?

W Instrumencie na Rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności wraz z komponentem REPowerEU przewidziano dla Polski 59,8 mld euro, w tym 25,3 mld euro wsparcia bezzwrotnego i 34,5 mld euro pożyczek. Żadne płatności z Instrumentu nie mogą zostać wykonane przed osiągnięciem przez Polskę dwóch tzw. „superkamieni milowych” związanych z przeprowadzeniem reform dotyczących niezależności i bezstronności sądów oraz poprawy sytuacji sędziów.

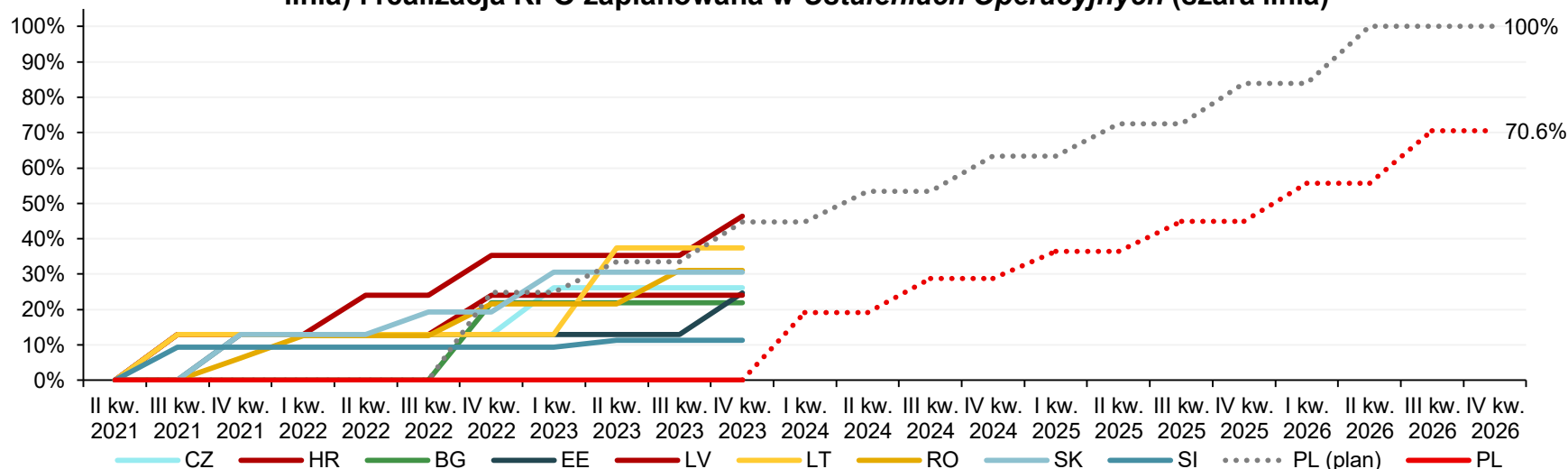
Niemniej, nawet przy założeniu, że ekipie rządzącej uda się spełnić te warunki, nie jest oczywiste, że Polsce uda się w pełni wykorzystać przeznaczone jej środki. Wnioski o płatność z Instrumentu mogą być składane maksymalnie dwa razy w roku, a płatności będą dokonywane do 31 grudnia 2026 r. Jednocześnie, wypłata środków będzie zależna od osiągnięcia odpowiednich kamieni milowych, czyli od postępu reform i inwestycji dokonywanych przy użyciu Instrumentu.

Ponieważ w polskim KPO przewidziano 9 transz finansowania, wypłata 5,06 mld euro zaliczki z REPowerEU, a następnie dwóch transz netto (pomniejszonych o zaliczkę) rocznie szacunkowo pozwoliłoby zrealizować jedynie około 70,6% dostępnej alokacji. Przy alternatywnym założeniu, że w pierwszej płatności otrzymamy naraz dwie transze (jak zaplanowano w *Ustaleniach Operacyjnych* zawartych w grudniu 2022), szacunkowa realizacja wzrosłaby do około 80,3%. Niemniej, nowy rząd zawniioskował o wypłatę jedynie pierwszej transzy, co zmniejsza prawdopodobieństwo takiej implementacji. **Widzimy zatem istotne ryzyko, że nie uda się wykorzystać całości środków przewidzianych dla Polski w ramach KPO.**

Kolejne transze finansowania KPO*,
ujęcie brutto, mld EUR



Przebieg dotychczasowej realizacji Planów Odbudowy i Zwiększania Odporności państw z regionu CEE (bez uwzględnienia funduszy z REPowerEU), potencjalny przebieg realizacji funduszy z KPO (czerwona linia) i realizacja KPO zaplanowana w *Ustaleniach Operacyjnych* (szara linia)





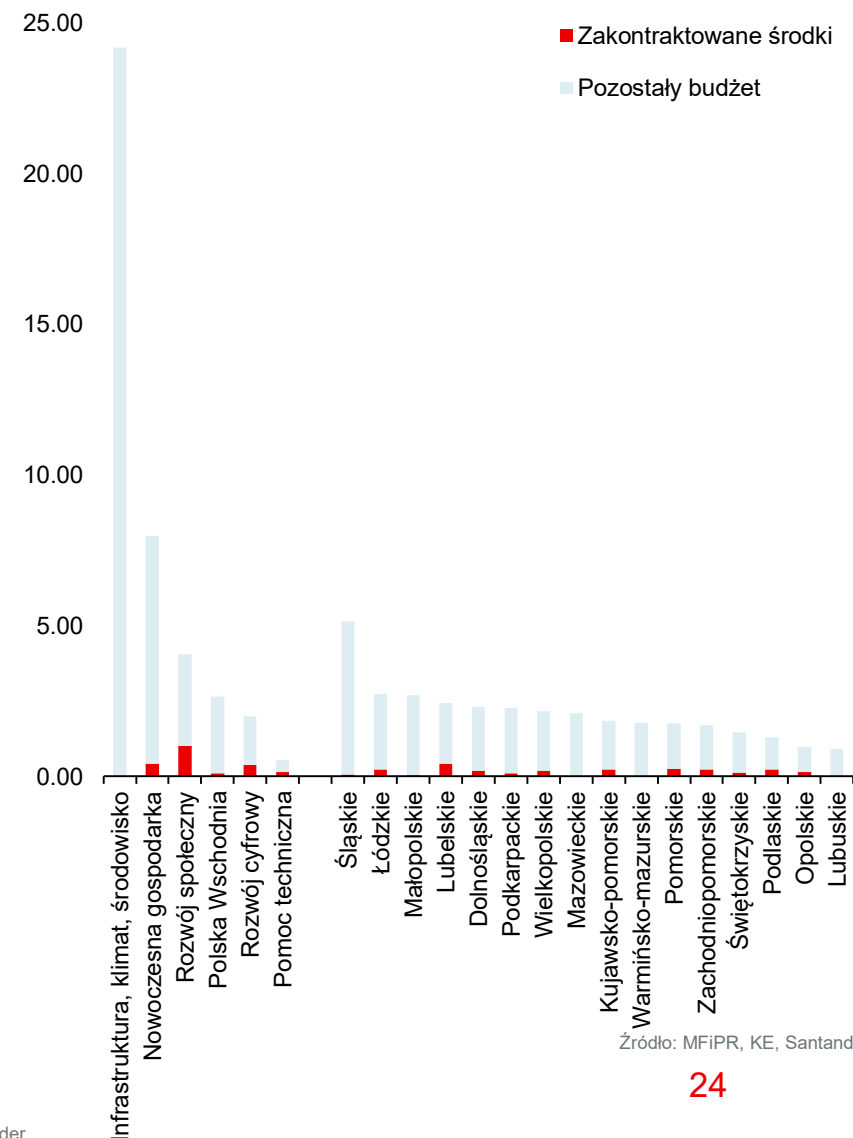
Fundusze UE: gdzie jesteśmy, dokąd zmierzamy

Mniej trudności powinno sprawić odblokowanie środków z Perspektywy finansowej na lata 2021-2027, ponieważ w przeciwieństwie do KPO nie wymaga ono przeprowadzenia konkretnych reform, a jedynie bardziej ogólnego udowodnienia „skutecznego stosowania i wdrażania *Karty praw podstawowych*”.

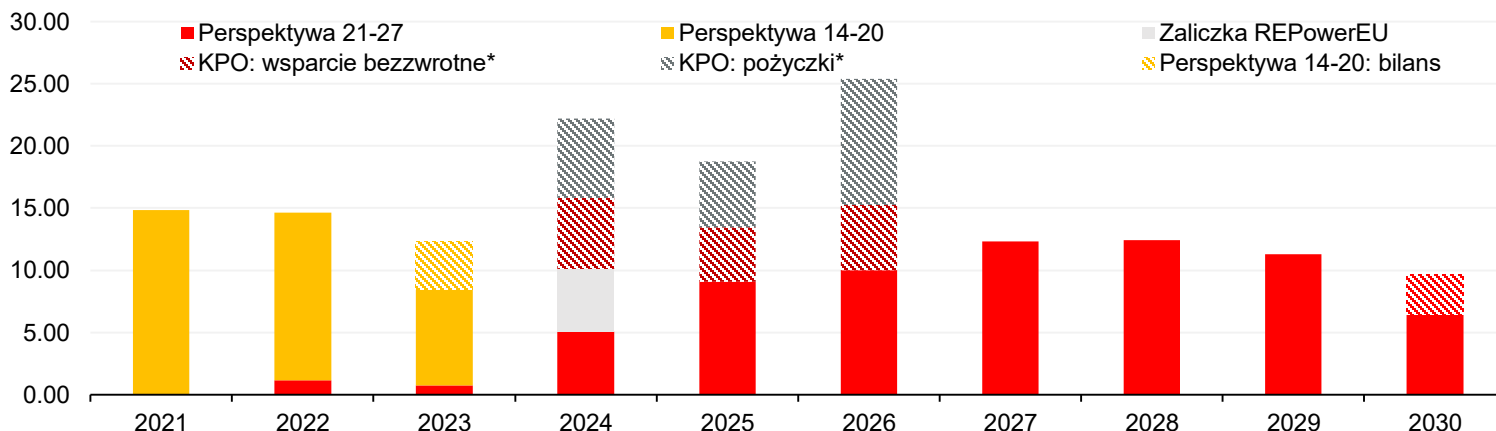
W nowej Perspektywie finansowej zapisano dla Polski ok. 76 mld €. Do kraju napłynęło już ok. 1,9 mld € zaliczek, których wypłata jest niezależna od spełnienia warunków podstawowych. Jednocześnie, według danych MFiPR do 30 listopada na współfinansowanie projektów w ramach nowej Perspektywy przeznaczono 20,85 mld zł, czyli blisko 5 mld € (Polska może przeznaczać fundusze UE na finansowanie projektów, lecz dopóki nie spełni warunków horyzontalnych, nie otrzyma refundacji).

Przy założeniu, że nowy rząd odblokuje zarówno KPO, jak i nową Perspektywę na początku 2024 r., a także, że w kolejnych latach realizacja nowej Perspektywy będzie przebiegać tak, jak przebiegała realizacja poprzedniej (tzn. że w każdym kolejnym roku będziemy otrzymywać z nowej Perspektywy taki procent jej całkowitej alokacji, jaki otrzymaliśmy w odpowiednim roku realizacji starej Perspektywy), ścieżka napływu środków unijnych do Polski mogłaby być zbliżona do tej przedstawionej na wykresie poniżej.

Postęp realizacji programów ogólnokrajowych i wojewódzkich, Perspektywa 2021-2027, mld EUR



Szacunkowy napływ środków UE w kolejnych latach, mld EUR



*Wartości netto, po odliczeniu od każdej z 9 transz 1/9 zaliczki z REPowerEU



Źródło: KE, Santander

Źródło: MFiPR, KE, Santander

Bilans płatniczy: oczekujemy słabszego salda

Od końca 2022 r. zarysowała się wyraźna i szybka poprawa salda obrotów bieżących. **Naszym zdaniem saldo to ulegnie pogorszeniu z +0,8% PKB w 2023 r. do -0,5% PKB w 2024 r.** Głównym czynnikiem stojącym za pogorszeniem ogólnego salda będzie słabszy bilans towarowy. Nasze założenia odnośnie do poszczególnych elementów salda obrotów bieżących pokazujemy na kolejnych stronach. Zwracamy uwagę, że saldo błędów i opuszczeń jest – w porównaniu historycznym – bardzo wysokie. To naszym zdaniem sugeruje potencjał do rewizji w górę danych historycznych o saldzie obrotów bieżących (np. eksportu w górę lub importu w dół).

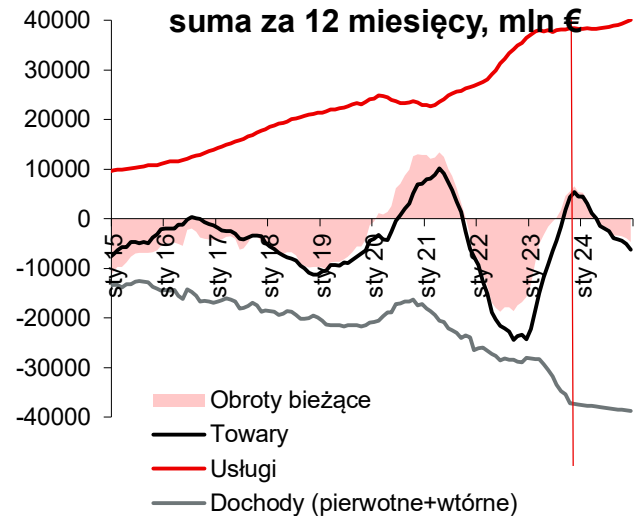
Naszym zdaniem saldo usług lekko się poprawi po dynamicznej poprawie w 2022 r. i stabilizacji w 2023 r. Koniami pociągowymi tego ruchu były: transport, podróże zagraniczne i pozostałe usługi biznesowe. W 2023 r. doszło do zatrzymania poprawy w usługach i dotyczyło to wszystkich trzech wskazanych czynników.

Poprawa w saldzie podróży zagranicznych wynikała głównie z normalizacji sytuacji po Covidowych ograniczeniach i naszym zdaniem w najbliższych kwartałach saldo to nie będzie się poprawiało, a może się nawet lekko pogarszać.

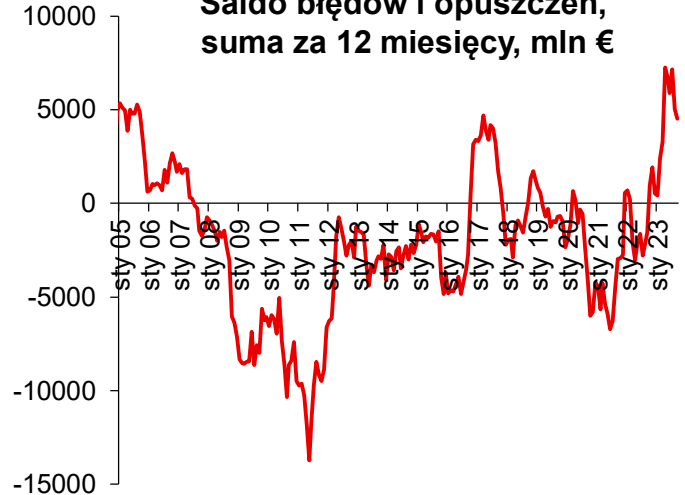
Transport z kolei ucierpiał na spowolnieniu w Europie. Uważamy, że do końca tego roku sytuacja w branży się nie poprawi i dopiero przyszły rok daje szansę na pewną ekspansję, o ile dojdzie do odbicia w strefie euro. Podobnie wygląda sytuacja w przypadku pozostałych usług biznesowych.

Oczekujemy, że do końca tego roku saldo usług może się lekko pogarszać. W 2024 r. dojdzie do poprawy, ale mniej dynamicznej niż w 2022 r.

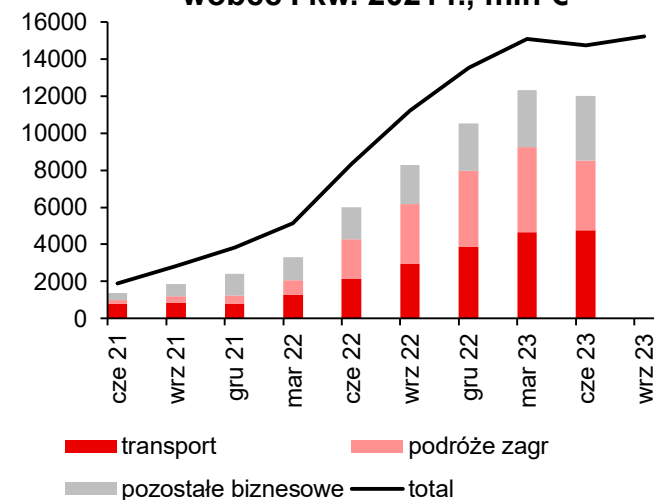
Saldo obrotów bieżących i jego składowe, suma za 12 miesięcy, mln €



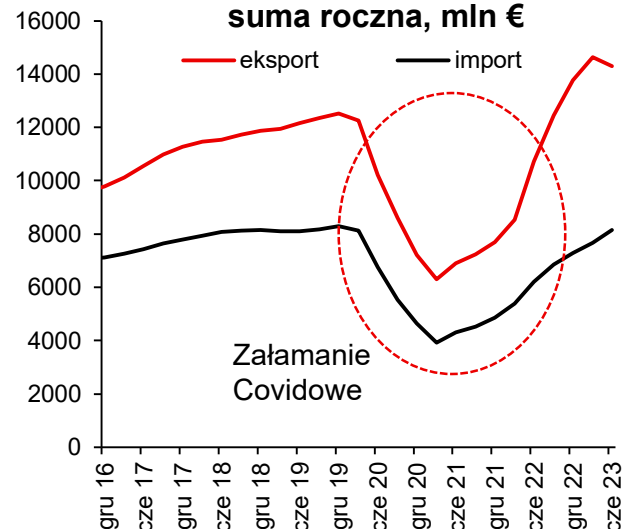
Saldo błędów i opuszczeń, suma za 12 miesięcy, mln €



Zmiana rocznego salda usług wobec I kw. 2021 r., mln €



Eksport i import usług (podróże zagraniczne), suma roczna, mln €



Bilans płatniczy: możliwa poprawa salda dochodów



Saldo dochodów, po stabilizacji w 2022 r., w ostatnich miesiącach zaczęło się pogarszać, głównie ze względu na wyższe dochody zagranicznych podmiotów z inwestycji bezpośrednich w Polsce. **Naszym zdaniem saldo to nie będzie się pogarszać tak szybko jak ostatnio, a nawet może się nieco poprawić.**

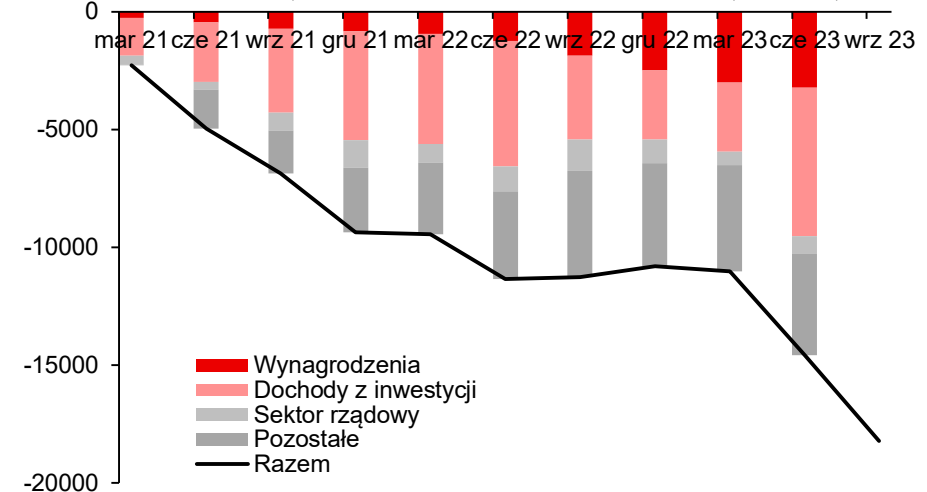
Uważamy, że pogorszenie salda dochodów z inwestycji jest przejściowe – spodziewamy się nieznacznego pogorszenia wyników krajowego sektora przedsiębiorstw w Polsce w najbliższych kwartałach, po rekordowo dobrych w ostatnich okresach. Niższe stopy procentowe będą sprzyjały ograniczeniu dochodów z instrumentów dłużnych.

W przypadku salda wynagrodzeń oczekujemy powolnego pogorszenia, przy czym wysokiemu nominalnemu wzrostowi płac w kraju towarzyszy odpływ obywateli Ukrainy, który będzie łagodzić tempo pogorszenia.

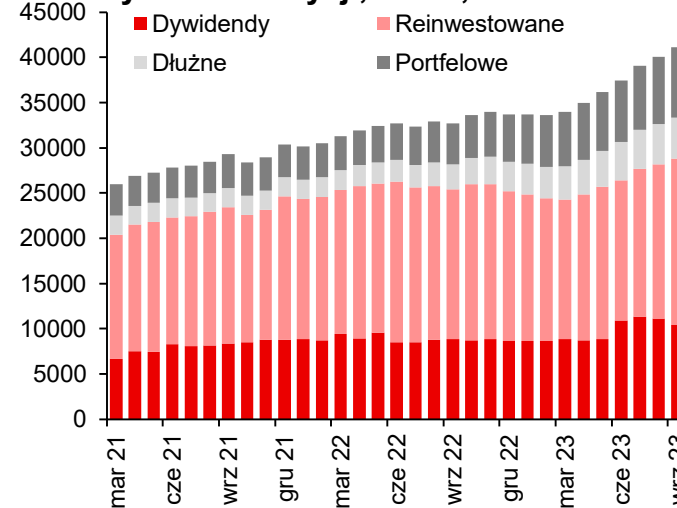
Saldo sektora rządowego zależy głównie od napływu netto środków unijnych. Zakładamy, że ten pogorszy się nieco w najbliższych kwartałach, w związku z wyczerpywaniem środków z perspektywy 2014-2020 oraz wolnym startem kolejnej. Odblokowanie środków z KPO nie będzie miało naszym zdaniem większego wpływu na to saldo, a środki przejdą głównie przez rachunek kapitałowy.

Zachowanie składowej „pozostałe” jest jednak obarczone większą niepewnością, a stanowi ona istotną część ogólnego salda.

Składowe salda dochodów, zmiana wobec IV kw. 2020 r., mln €, suma roczna



Dekompozycja dochodów inwestorów zagranicznych z tytułu inwestycji, mln €, suma roczna



Wynagrodzenia obcokrajowców w BoP a ich liczba w ZUS





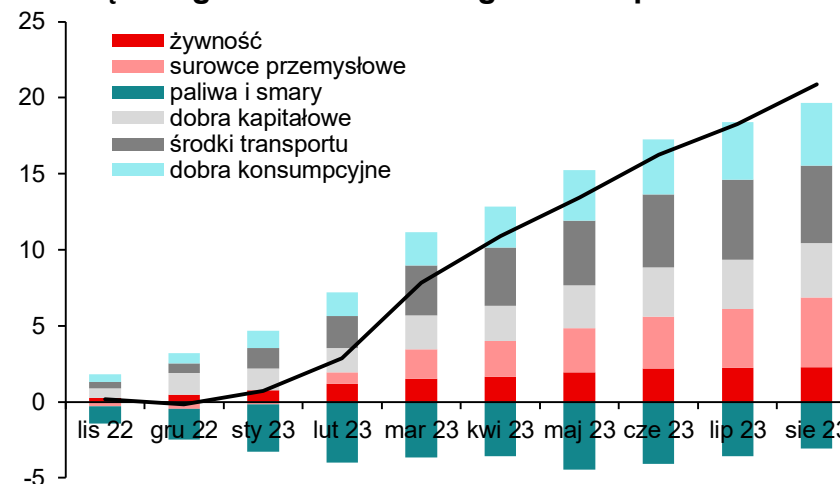
Bilans płatniczy: saldo towarowe pogorszy się

Poprawa salda towarów była najistotniejszym czynnikiem stojącym za poprawą całego salda obrotów bieżących w ostatnich miesiącach.

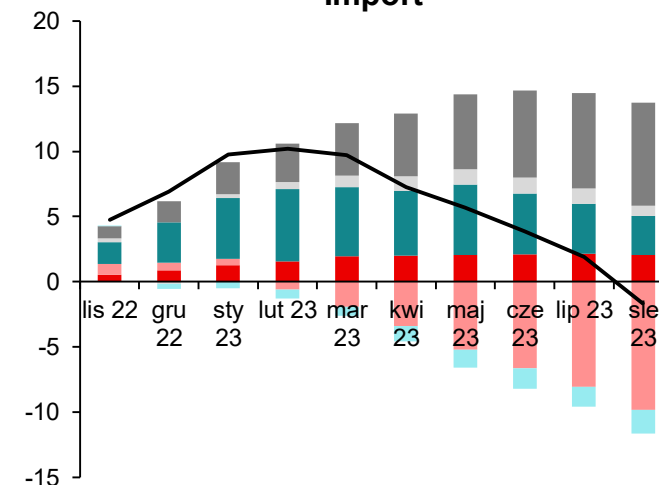
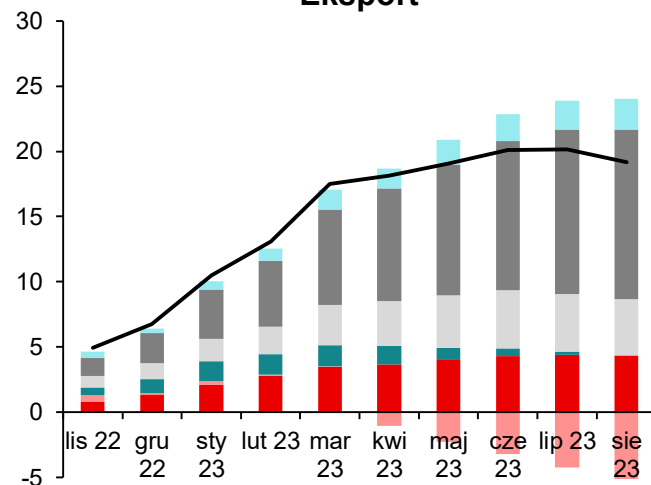
Była ona widoczna w kilku kategoriach towarowych, w szczególności w przypadku:

- 1) środków transportu**, gdzie odblokowanie łańcuchów dostaw w przemyśle samochodowym pozwoliło na zwiększenie eksportu przy jednoczesnym wzroście popytu krajowego i importu. Uważamy, że w tym sektorze nie ma już dużo miejsca do tak szybkiej poprawy, jak w ostatnich miesiącach.
- 2) surowców przemysłowych**, gdzie przede wszystkim doszło do spadku wartości importu gazu, w związku z jego niższymi cenami oraz niższym wykorzystaniem. Niższa koniunktura w przemyśle dotknęła jednak wielu kategorii, mocno spadł też import metali. Uważamy, że to saldo może się pogorszyć, wraz z poprawą koniunktury w przemyśle, ustabilizowania cen gazu i w obliczu potencjalnie zimniejszej zimy w tym roku.
- 3) dóbr konsumpcyjnych i kapitałowych**, co wynikało ze słabego popytu wewnętrznego, przy lekko rosnącym eksporcie tych produktów. Eksport dóbr kapitałowych w znacznej mierze był napędzany sprzedażą akumulatorów elektrycznych, co naszym zdaniem należy wiązać z odbiciem w przemyśle samochodowym. Zakładamy, że odbicie popytu krajowego pogorszy salda dla tych produktów, w szczególności w przypadku dóbr konsumpcyjnych. Zakładamy też wzrost importu wyposażenia wojskowego.
- 4) Import paliw** – w 2022 r. Polska importowała nadmierną ilość węgla w związku z obawami o braki po zrezygnowaniu z zakupu rosyjskiego węgla. Ten efekt jest teraz odwracany.

Zmiana 12-miesięcznego salda towarowego wobec października 2022, mld €



Zmiana 12-miesięcznego salda wobec października 2022, mld €
Eksport Import





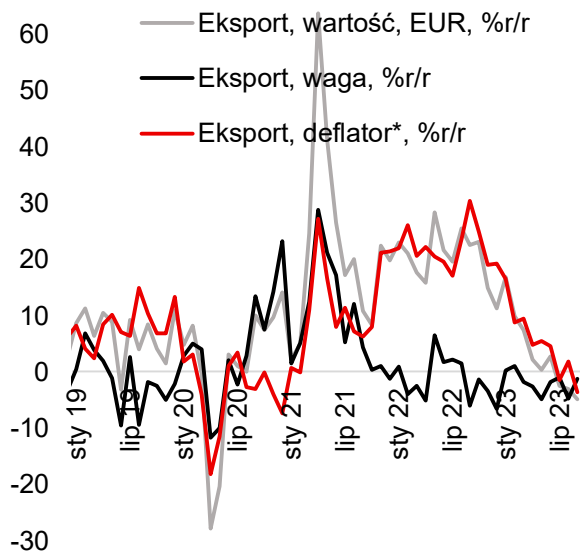
Ekspert: czekamy na Europę

Dynamika eksportu mierzonego masą przewożonych ładunków utrzymuje się tuż poniżej zera r/r od 2022 r. Z kolei dynamika wartości eksportu w EUR spadła w ciągu roku z ponad 20% poniżej zera wskutek stagnacji cen eksportowych. **Za tą stagnacją w eksporcie stoi słabość popytu z Europy, szczególnie na dobra pośrednie – poprawa w tym obszarze jest kluczowa dla osiągnięcia wzrostu wolumenu eksportu w 2024 r.** Na plus działała w 2023 r. większa wysyłka żywności, prawdopodobnie wykorzystująca kłopoty Ukrainy w eksportowaniu swoich produktów, co trudno będzie powtórzyć wobec efektu bazy.

O ile dojdzie do odbudowy popytu z UE (o zwyczajową ekspansję polskich towarów na rynkach UE może być w tym cyklu trudno, patrz [str.30](#) o konkurencyjności) i zakończy się słabość w wysyłce dóbr trwałych, których krajowa produkcja już ostatnio odbija, wychodzimy z prognozą eksportu na 2024 r. na lekki wzrost wartości w EUR rzędu niespełna 10%, co odpowiada ok. 4% w PLN.

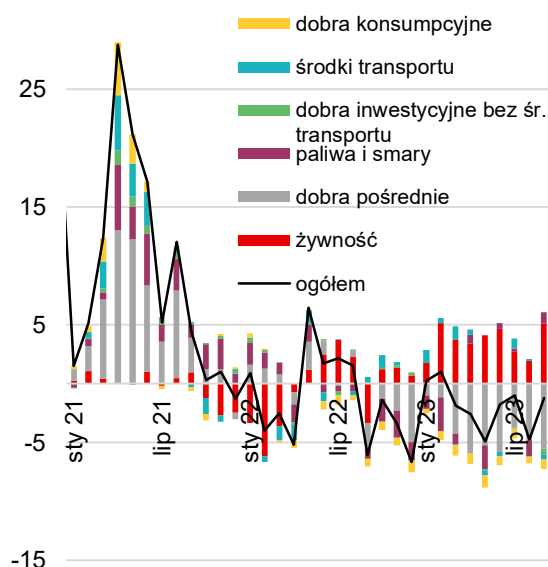
Mimo pewnej asynchronizacji z gospodarką niemiecką, wyrażającą się w zachowaniu przemysłowych wskaźników koniunktury, Polska pozostaje mocno związana z europejskim cyklem gospodarczym (patrz [str.29](#)) i bez odbicia w UE (odbierającej 75% krajowych dostaw) trudno liczyć na istotny wzrost eksportu.

Ekspert towarowy Polski wg wartości i masy



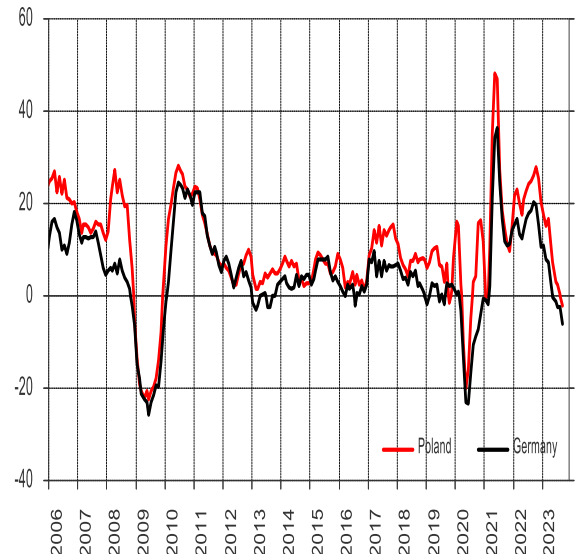
Źródło: GUS, Santander

Struktura wzrostu polskiego eksportu wg kategorii BEC, dane o masie eksportu



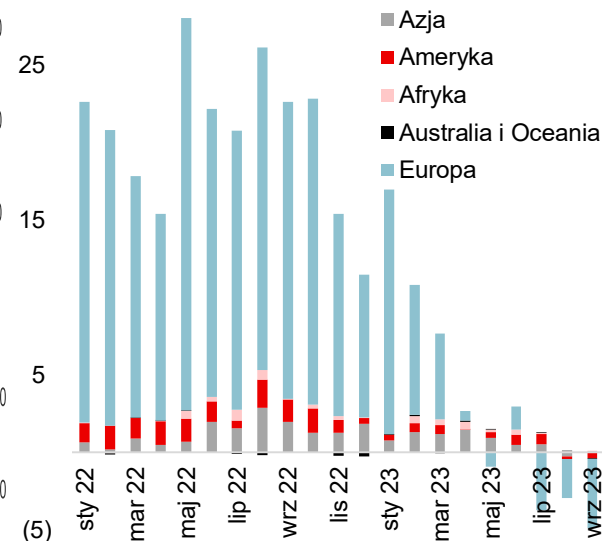
Źródło: GUS, Santander

Ekspert, Polska i Niemcy, %/r, 3M śr. ruchoma



Source: LSEG Datalstream

Struktura wzrostu polskiego eksportu wg kontynentów, %/r w €



Źródło: GUS, Santander



Zależność polskiej gospodarki od Niemiec nie spada

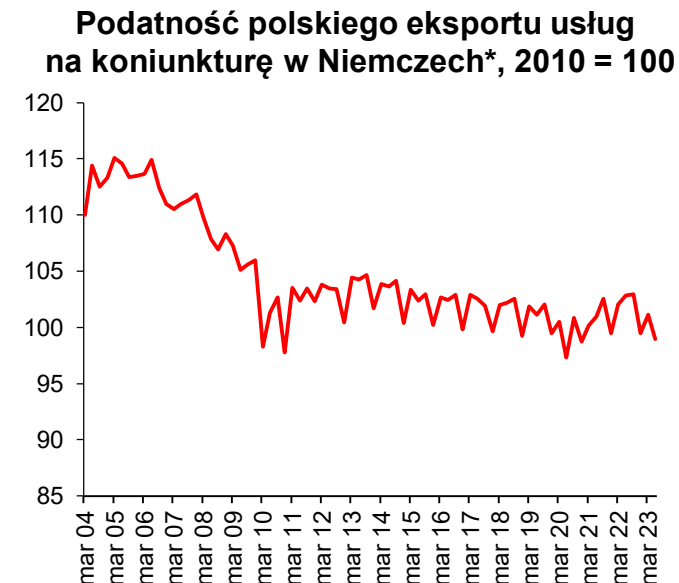
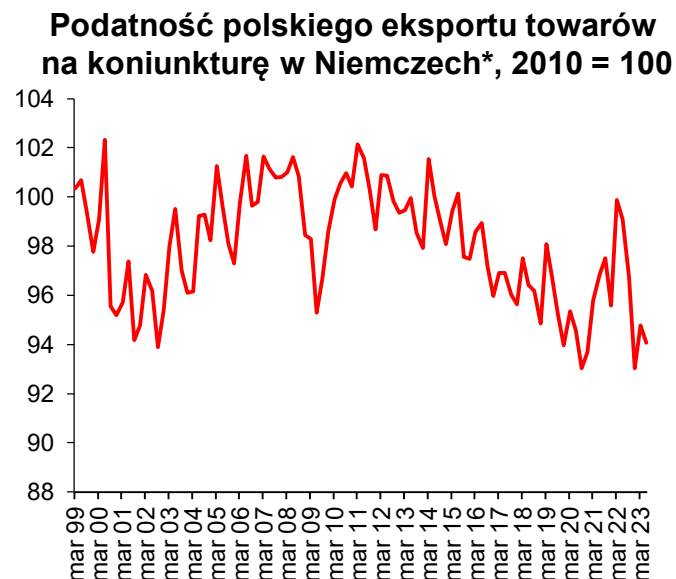
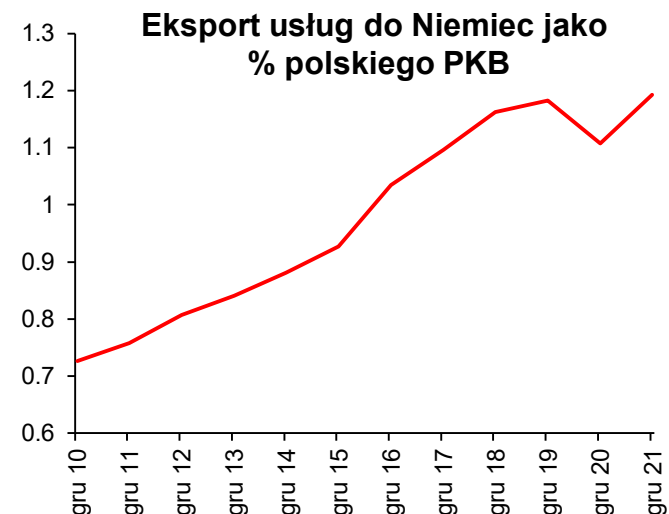
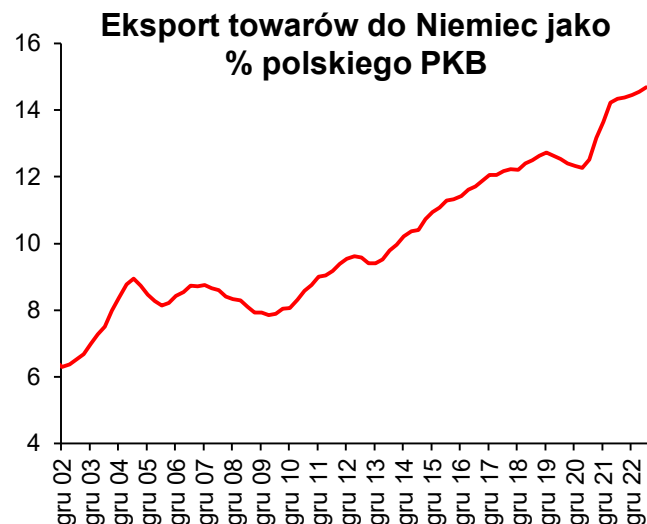
Szacujemy, że w ostatnich latach struktura polskiego eksportu do Niemiec zmieniła się w kierunku większej odporności na wahania koniunkturalne. Jednocześnie jednak, wzrost wolumenu eksportu był na tyle duży, że **podatność polskiej gospodarki na cykl gospodarczy w Niemczech wzrosła, a nie spadła.**

Między 2010 a 2021 udział eksportu do Niemiec w polskim PKB znacząco wzrósł: do 14,4% z 8,8% w przypadku towarów i do 1,2% z 0,7% w przypadku usług – w obydwu przypadkach wzrost tej miary był podobny i wyniósł ok. 60%.

W przypadku eksportu towarów w ostatnich latach doszło jednak do zmian jego struktury i wzrostu udziału towarów, które są mniej podatne na wahania koniunktury, np. żywności, dóbr konsumpcyjnych nietrwałych i półtrwałych. Spadł w związku z tym udział towarów bardziej podatnych na koniunkturę, np. surowców przemysłowych oraz dóbr konsumpcyjnych trwałych.

Szacujemy, że podatność polskiego eksportu towarów na koniunkturę w Niemczech rosła w latach 2001-2009, po czym zaczęła spadać. Spadek ten wyniósł jednakże tylko ok. 5%, zdecydowanie zbyt mało, by zrównoważyć wzrost wartości niemieckiego eksportu do krajowego PKB.

W przypadku eksportu usług zmiana wobec 2010 r. była niezauważalna.





Trzy zaburzenia konkurencyjności przemysłu

Zwykle gdy Europa szykowała się do koniunkturalnego odbicia, polski przemysł potrafił dynamicznie odbijać i zwiększać udziały rynkowe za granicą, korzystając z efektu substytucji i osłabionego złotego. Szczególnie dotyczyło to produkcji dóbr trwałych.

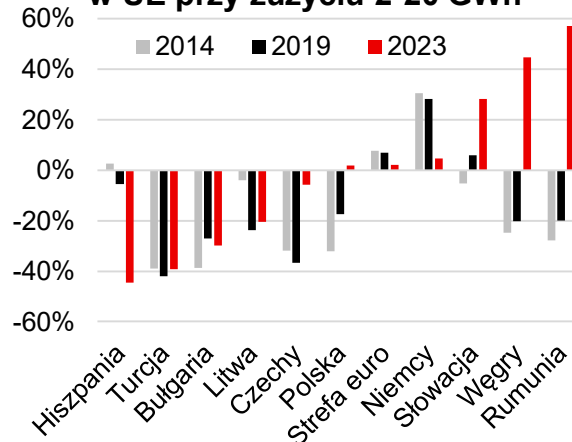
Tym razem, **nietypowo, w fazę odbicia weszliśmy z silnym złotym**, podczas gdy waluty konkurencji (np. Chiny, Turcja) ostatnio deprecjonowały.

Do tego **koszty energii w Polsce rosły na tyle szybko, że przestały odbiegać w dół od średniej unijnej**. To samo dotknęło jednak wiele krajów CEE i generalnie ten czynnik przeszkadza teraz Europie w ożywieniu.

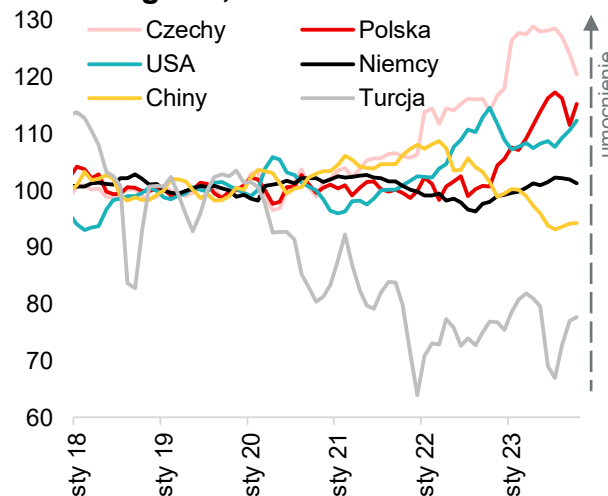
Szybko rosły też w ostatnich latach krajowe płace, w szczególności płaca minimalna, ważna dla konkurencyjności branż pracochłonnych i działających w oparciu o niskie koszty pracy.

Czy zatem tym razem skorzystamy ze spodziewanego europejskiego ożywienia w mniejszym stopniu? Po pierwsze, **konkurencja z wewnątrz UE wydaje się być relatywnie słaba** (tak wnioskujemy na podstawie, m.in.. badania ESI). Po drugie, reshoring zmniejsza znaczenie wymienionych czynników osłabiających polską konkurencyjność (zawęża krajom rozwiniętym listę krajów-dostawców), ale też najwyraźniej nie jest w stanie zlikwidować ich wpływu.

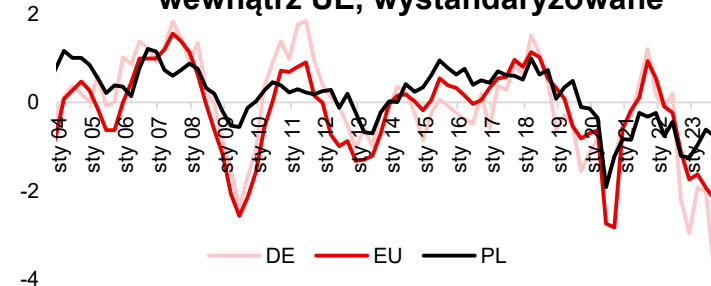
Odchylenie od średniej ceny prądu w UE przy zużyciu 2-20 GWh



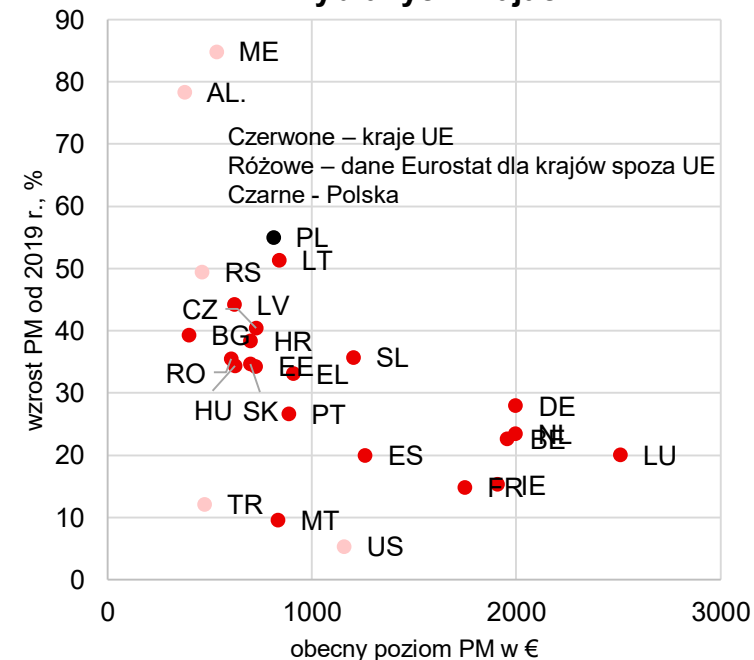
Realne efektywne kursy walutowe wg BIS, średnia 2019=100



ESI, wskaźniki pozycji konkurencyjnej: wewnątrz UE, wystandaryzowane



Poziom i wzrost płacy minimalnej w wybranych krajach





Niewielkie konsekwencje zmian konkurencyjności

Niekorzystny układ czynników wpływających na konkurencyjność polskiego eksportu nie musi odbijać się znacząco na realnych wynikach gospodarki.

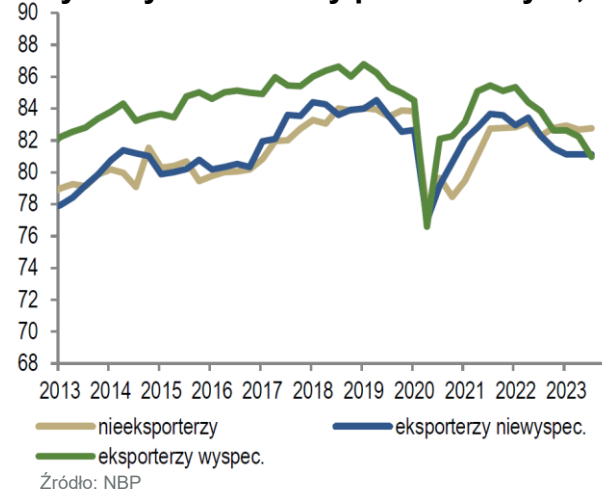
Branże wystawione na popyt zagraniczny pogodziły się z redukcją marż, co jest jedną z metod podreperowania konkurencyjności cenowej. Wydaje nam się też, że relatywnie duże inwestycje z 2022-2023 mogły być motywowane walką z szybko rosnącymi kosztami (jak praca czy energia), co również powinno sprzyjać odbudowie konkurencyjności.

Niepokojąco wygląda spadek wykorzystania mocy przetwórczych eksporterów poniżej tego dla nieeksporterów (wg Szybkiego Monitoringu NBP), co jest nietypowym zjawiskiem. Zauważyliśmy też, że w ub.r. polscy producenci konsumpcyjnych dóbr trwałych zaopatrywali rynek strefy euro w mniejszym stopniu niż rok czy dwa wcześniej (spadek udziału Polski w imporcie strefy euro).

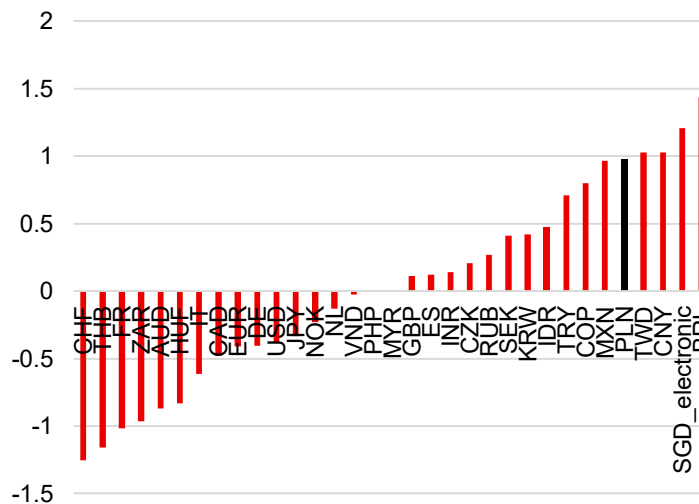
Z drugiej strony póki co indeks PMI dla Polski pokazuje wyjątkowo silne odbicie w skali roku, podobne jak Chiny i Turcja. Do tego produkcja poszczególnych sprzętów AGD wyznaczyła dołek w lipcu-sierpniu (po wyraźnym negatywnym trendzie w I poł roku) i już odbija.

W sumie, trzeba się liczyć z tym, że wyniki sektorów eksportowych mogą być skromne, ale myślimy raczej o umiarkowanym wzroście niż o stagnacji, utracie rynków czy dużych spadkach produkcji. Takie podejście daje pole pod pozytywne niespodzianki ze strony przemysłu.

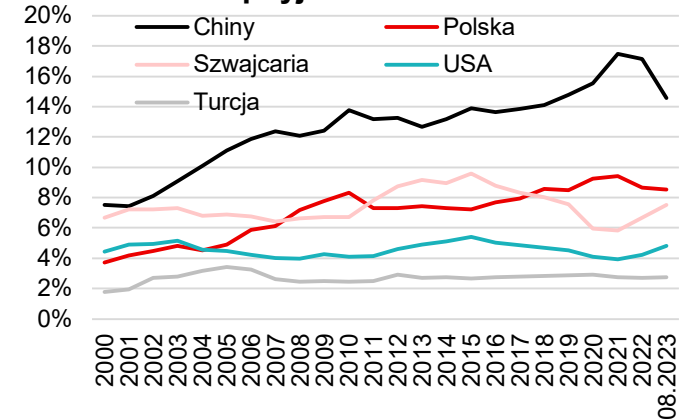
NBP Szybki Monitoring: wykorzystanie mocy przetwórczych, %



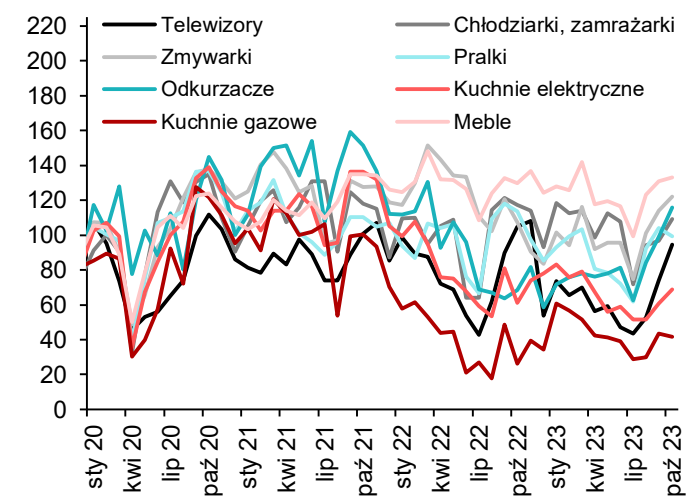
Przemysłowe wskaźniki PMI, zmiana r/r, wystandaryzowane



Udział krajów w imporcie strefy euro konsumpcyjne dobra trwałe



Produkcja wybranych towarów RTV/AGD, śr. 2019 = 100





Wyraźne ożywienie w kredytach

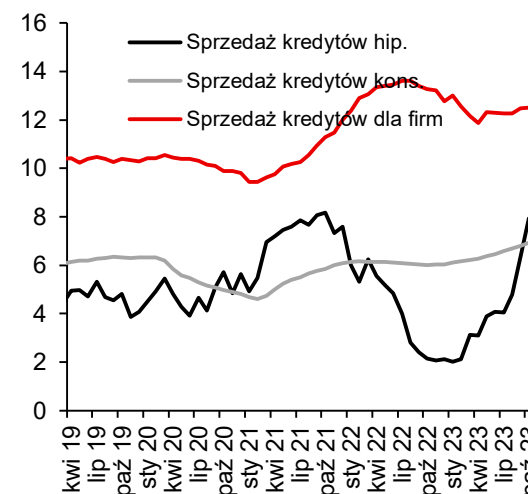
Zgodnie z naszymi prognozami sprzedaż kredytów poprawia się, a impuls pochodzący z programu „Bezpieczny kredyt” jest bardzo silny. Spodziewamy się utrzymania popytu na kredyt na wysokim poziomie w 2024 r.

We wrześniowym MAKROskopie wskazywaliśmy na rosnące w siłę ożywienie rynku kredytowego, zwłaszcza hipotecznego i powrót cen nieruchomości na ścieżkę wzrostową. Nasze oczekiwania okazały się słuszne. Październikowe dane z rynku hipotecznego pokazały sprzedaż na poziomie ok. 8 mld zł, tuż przy szczycie z 2021 r. Zakładamy, że listopad może być nawet mocniejszy. Ożywienie, jakkolwiek widoczne już od początku roku, zostało zdynamiczowane przez kredyt 2%, co wskazujemy na stronie [21](#). Wg danych NBP, już w III kw. doszło do wyraźnego skoku cen nieruchomości. Zakładamy, że środków w programie „Bezpieczny kredyt” wystarczy do końca roku i do tego czasu powinna utrzymywać się presja na wzrost cen na rynku. Później może nieco zelżeć, wraz z prawdopodobnym osłabieniem popytu (czy raczej – normalizacją) oraz wzrostem podaży, już teraz widocznej w większej liczbie pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów.

Ożywienie kontynuowane było też na rynku kredytów konsumpcyjnych, gdzie średnia miesięczna sprzedaż w ostatnich 12 miesiącach wyniosła rekordowe 6,9 mld zł. Uważamy, że ożywienie popytu konsumpcyjnego będzie sprzyjało dalszemu przyspieszeniu w tej kategorii kredytu. Również popyt na kredyt ze strony firm utrzymuje się na dość wysokim poziomie, choć poniżej rekordów z 2022 r., kiedy firmy potrzebowały zwiększonego finansowania ze względu na mocny wzrost cen surowców. Spodziewamy się dalszej poprawy popytu ze strony firm w najbliższych miesiącach.

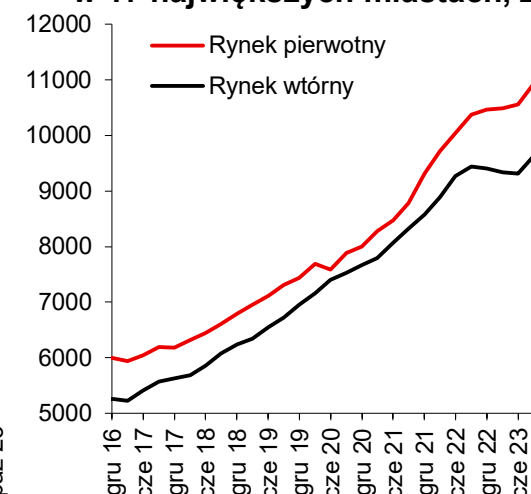
Mimo danych z grubsza zgodnych z naszymi prognozami, zrewidowaliśmy prognozę wzrostu kredytów na koniec 2023 r. do nieco powyżej zera - jest to skutek umocnienia złotego oraz szybszej redukcji portfela kredytów hipotecznych w CHF. W 2024 r. spodziewamy się już solidnego przyrostu wolumenów kredytowych, zbliżającego się do 10% pod koniec roku. Natomiast wzrost depozytów powinien utrzymać się w okolicy 10% w najbliższych kwartałach, przede wszystkim ze względu na ekspansywną politykę fiskalną.

Sprzedaż kredytów, mld zł



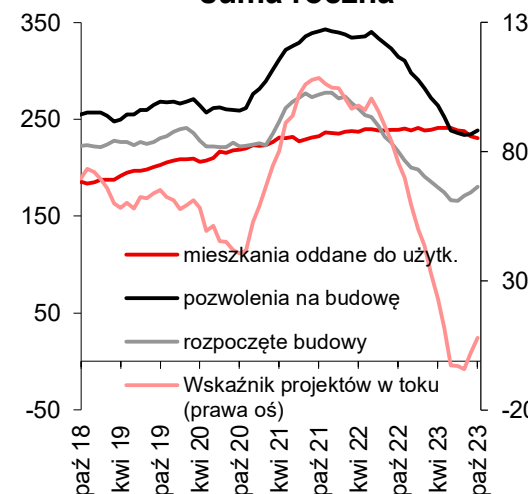
Źródło: NBP, BIK, Santander

Ceny nieruchomości w 17 największych miastach, zł



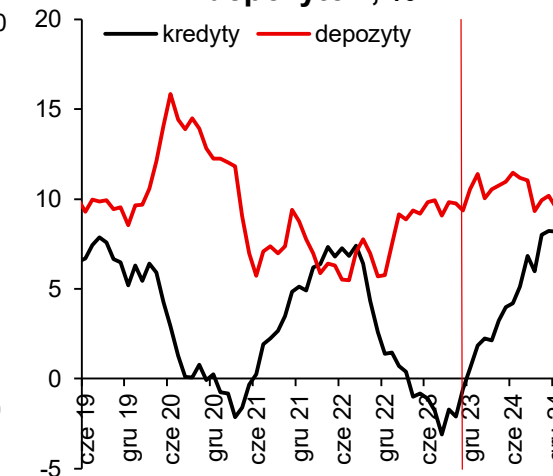
Źródło: NBP, Santander

Statystyki rynku mieszkaniowego, suma roczna



Źródło: GUS, Santander

Wzrost kredytów i depozytów, % r/r



Źródło: NBP, Santander

Rynek pracy

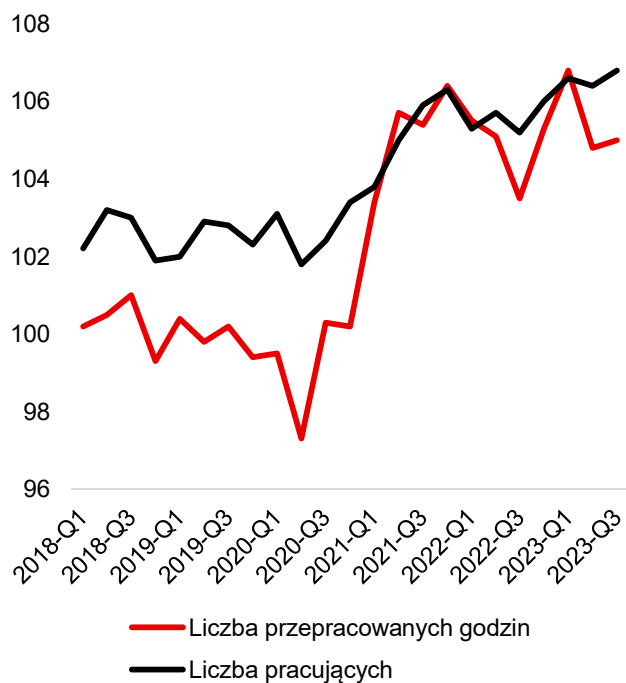
2

Miejsc pracy nadal przybywa

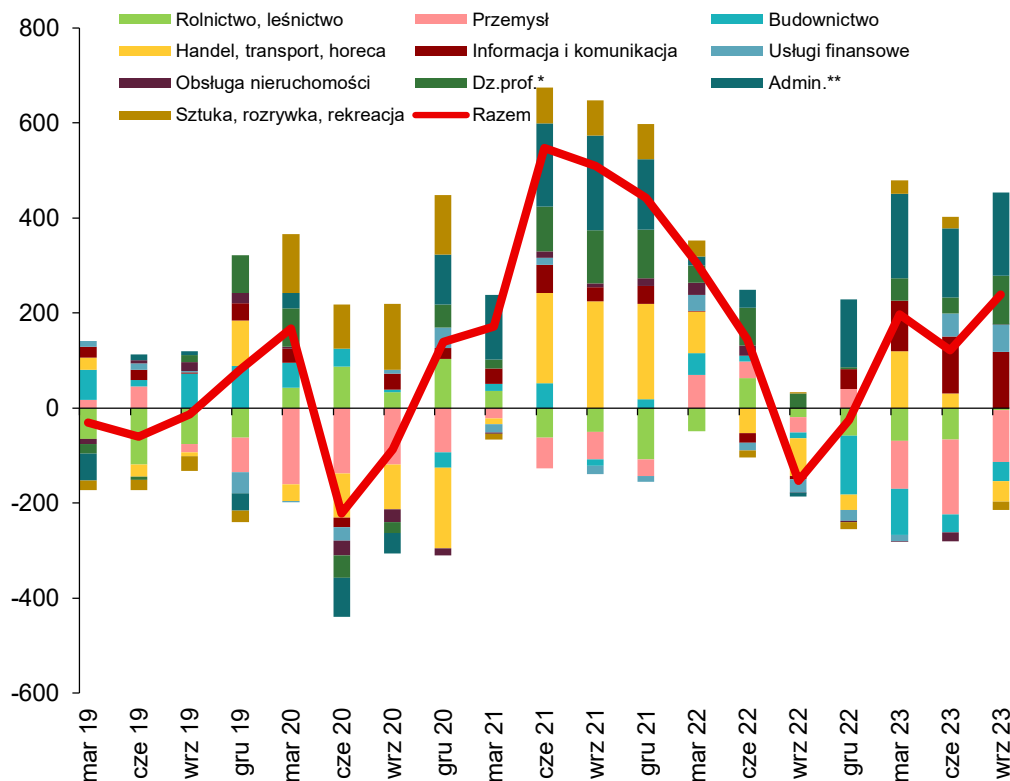
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw stopniowo obniża się od początku br., ale liczba miejsc pracy w całej gospodarce nie spada, tylko wręcz lekko rośnie, co potwierdzają zarówno dane o liczbie pracujących wg Rachunków Narodowych (RN), jak też dane ankietowe BAEL.

Tę rozbieżność tłumaczy kilka czynników: (1) trwają zwolnienia w przemyśle, ale przybywa etatów m.in. w administracji publicznej i sektorze finansowym, które akurat nie wchodzi w zakres sektora przedsiębiorstw, (2) rośnie liczba osób samozatrudnionych, (3) spadek przeciętnego zatrudnienia w sektorze firm częściowo odzwierciedla zmniejszanie wymiaru czasu pracy, a nie cięcia etatów.

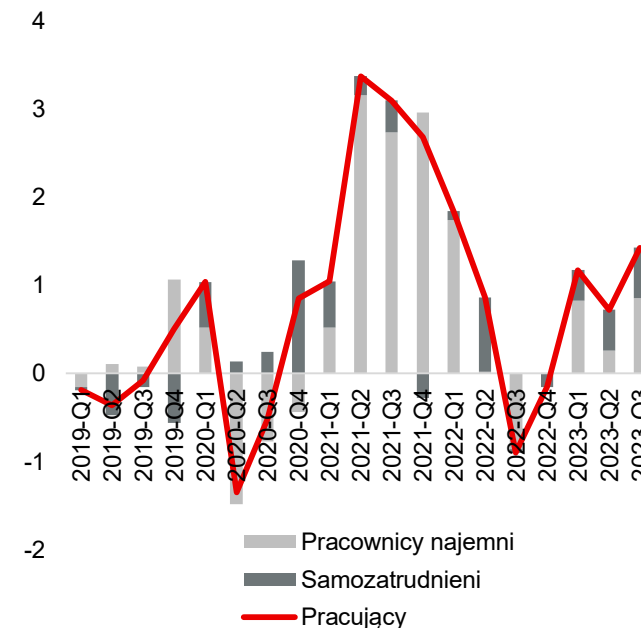
Liczba pracujących i liczba godzin przepracowanych, 2015=100, wyr. sezon.



Liczba pracujących ogółem, tys. osób r/r



Liczba pracujących ogółem, % r/r



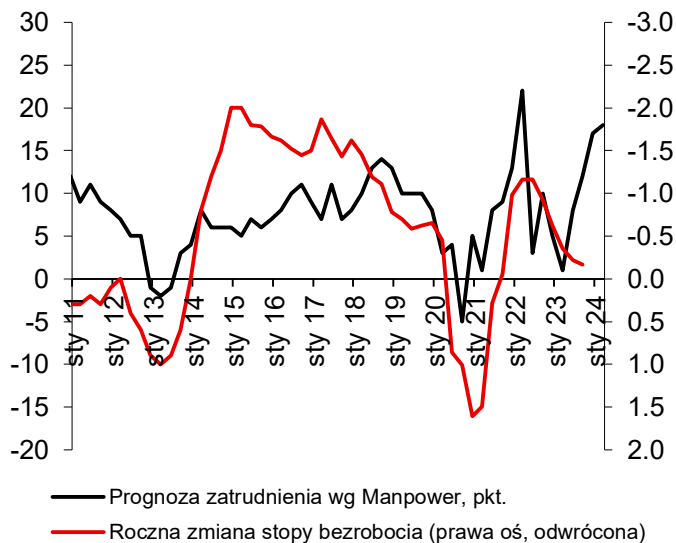


... i trend powinien być kontynuowany

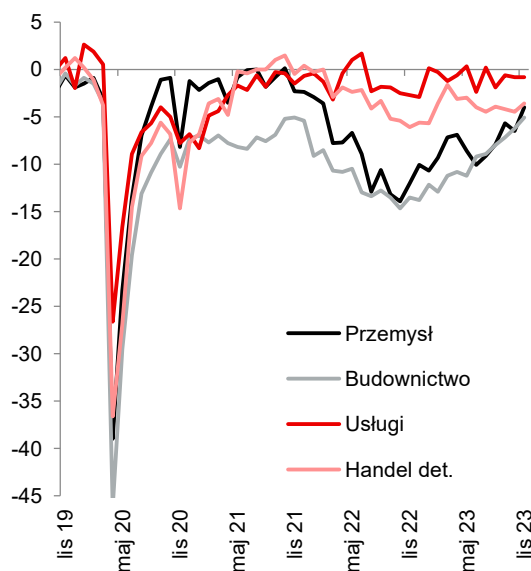
Obraz sytuacji na rynku pracy nie jest jednak jednoznacznie różowy. Redukcja zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym jest dość mocno zaawansowana i w ciągu półtora roku objęła już ok. 250 tys. osób. Zwolnienia widoczne są też w transporcie (który w dużym stopniu zależy od wyników przemysłu) i w budownictwie. Presja na spadek marż może być wciąż impulsem do restrukturyzacji zatrudnienia w niektórych sektorach i firmach. Pojawiają się sygnały z firm dot. planowanych zwolnień grupowych.

Naszym zdaniem ożywienie gospodarcze powinno jednak oznaczać dalszy wzrost, a nie spadek popytu na pracowników w skali całej gospodarki. Liczymy więc na kontynuację umiarkowanie pozytywnych trendów w kolejnym roku. Sprzyja temu odsetek firm raportujących nieobsadzone miejsca pracy utrzymujący się powyżej długookresowej średniej i poprawa prognoz zatrudnienia przez firmy w badaniach koniunktury. Z drugiej strony, skala ożywienia wzrostu PKB nie będzie wymagała znacznego wzrostu liczby osób pracujących, biorąc pod uwagę rezerwy produktywności, więc wzrost zatrudnienia będzie zapewne tylko lekko powyżej zera.

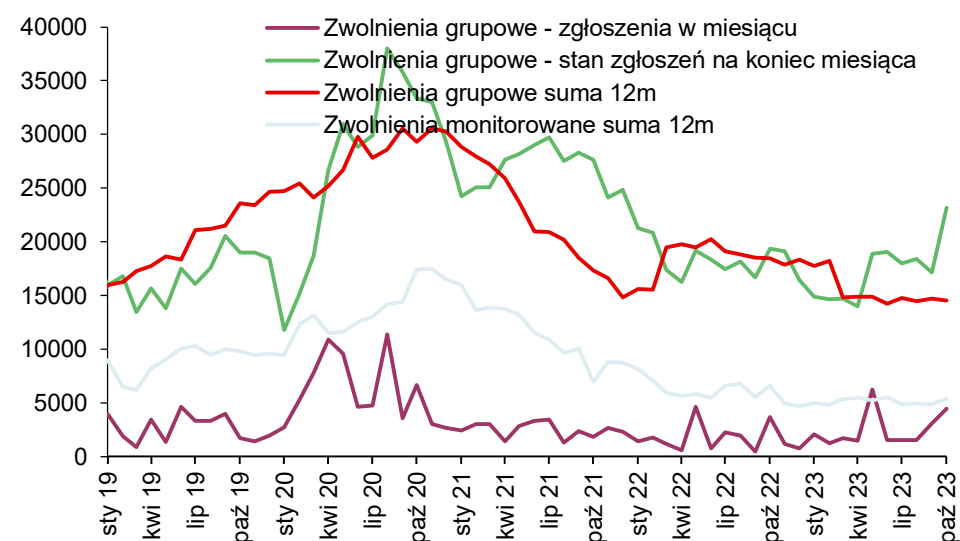
Prognozy zatrudnienia wg Manpower vs. zmiana stopy bezrobocia



Prognozy zatrudnienia wg GUS



Liczba zwolnień grupowych





Wzrost płac pozostanie wysoki

Wynagrodzenia nadal rosą w tempie dwucyfrowym i spodziewamy się, że tak będzie również w 2024 roku, czemu sprzyjać będzie strukturalny niedobór siły roboczej przy utrzymującym się popycie na pracowników i hamującym napływie migrantów zarobkowych oraz działania regulacyjne, w tym przede wszystkim wzrost płacy minimalnej do 4300 zł, czyli drugi rok z rzędu o ok. 20% w ciągu roku.

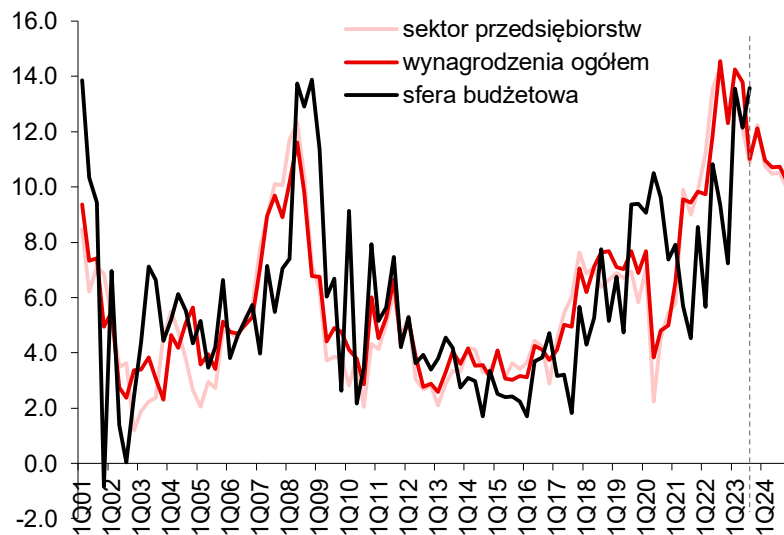
Wg szacunków Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej wzrost płacy minimalnej w 2024 r. obejmie aż 3,6 mln osób, tj. ponad 1/4 pracowników najemnych w całej gospodarce. Jeżeli nowy rząd zrealizuje dodatkowo zapowiedzi dotyczące podwyżki płac o 20% dla sfery budżetowej i o 30% dla nauczycieli, można szacować, że wzrost wynagrodzeń o przynajmniej 20% obejmie w sumie co najmniej 1/3 pracującej populacji. W takich warunkach wdaje się mało prawdopodobne, aby wzrost przeciętnych wynagrodzeń spowolnił w 2024 r. poniżej 10% r/r.

Równoległe utrzyma się wysokie tempo indeksacji świadczeń społecznych (renty i emerytury wzrosną w marcu ponownie o kilkanaście procent), i transferów (800+). Wysokie dochody gospodarstw domowych będą wsparciem dla konsumpcji, ale jednocześnie będą utrudniały dalsze wygaszanie presji inflacyjnej.

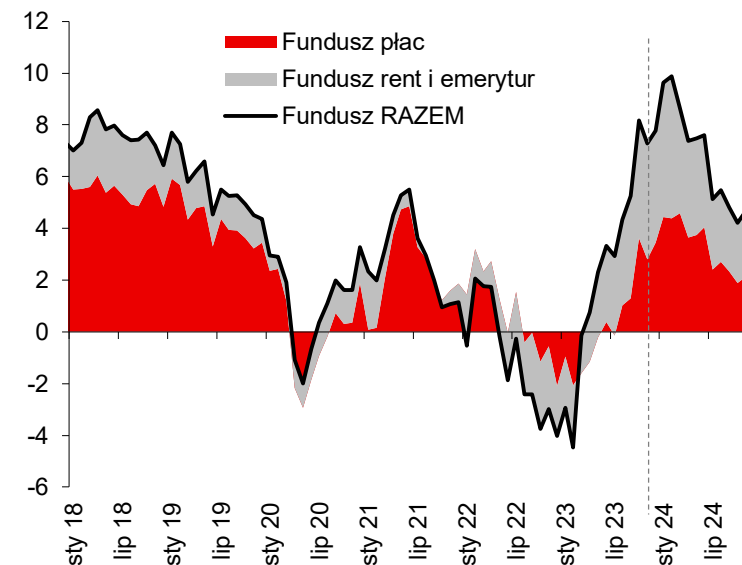
Udział firm zgłaszających presję płacową, %, s.a.



Wzrost wynagrodzeń, % r/r



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



Inflacja

3



Wiele zależy od decyzji regulacyjnych

W 2024 r. spodziewamy się spadku inflacji CPI do ok. 3% r/r w marcu, a potem jej odbicia do ok. 7% r/r pod koniec roku. Przebieg ścieżki inflacji będzie w znacznej mierze zależec od decyzji administracyjnych dotyczących cen żywności i energii. W wariantie bazowym przyjmujemy utrzymanie obniżonej stawki VAT na żywność do końca marca i zamrożenie cen energii do końca czerwca.

Szczegółowe założenia odnośnie do cen żywności, energii oraz rozwiązań administracyjnych przedstawiamy na stronach [43-44](#).

W przypadku inflacji bazowej zakładamy spadek do ok. 5% r/r i jej utrzymywanie się w okolicy tego poziomu przez większość 2024 r.

Ogólnie spodziewamy się utrzymania presji inflacyjnej na względnie wysokim poziomie w 2024 r., znacząco jednak niższym niż w 2022 r. i na początku 2023 r.

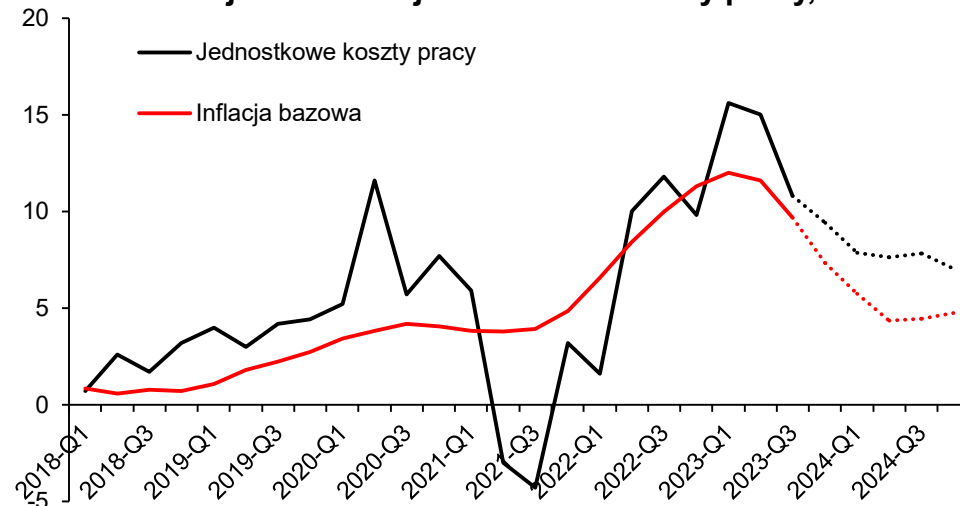
Za spadkiem presji inflacyjnej wobec ostatnich lat przemawiają:

- Wygasanie szoków związanych z rosyjską agresją na Ukrainę, normalizacja cen surowców,
- Umocnienie złotego,
- Wyższe stopy procentowe, słabszy wzrost gospodarczy oraz globalna presja cenowa.

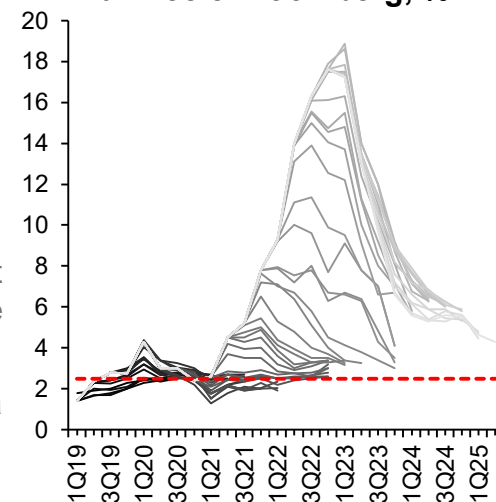
Za jej utrzymaniem na poziomie wyższym niż zwykle natomiast:

- Ożywienie krajowej koniunktury, zwłaszcza konsumpcji,
- Wysoki wzrost dochodów ludności (płace, świadczenia społeczne) i wysoki wzrost jednostkowych kosztów pracy – przy dwucyfrowym wzroście wynagrodzeń i wzroście produktywności o ok. 3% r/r, wzrost JKP to ok. 6-7% r/r,
- Zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie, większa tolerancja konsumentów na wzrost cen.

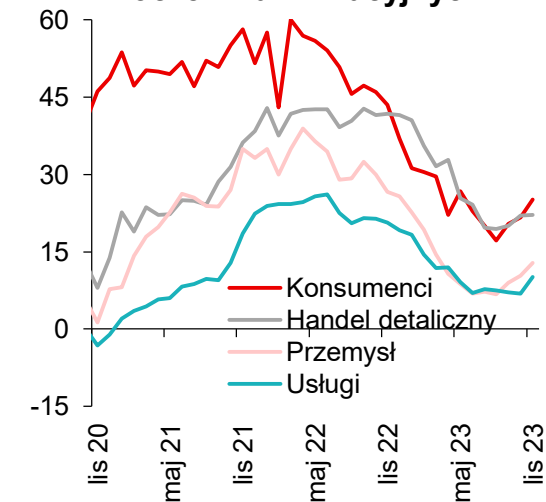
Inflacja bazowa a jednostkowe koszty pracy, % r/r



Inflacja prognozowana w ankiecie Bloomberg, % r/r



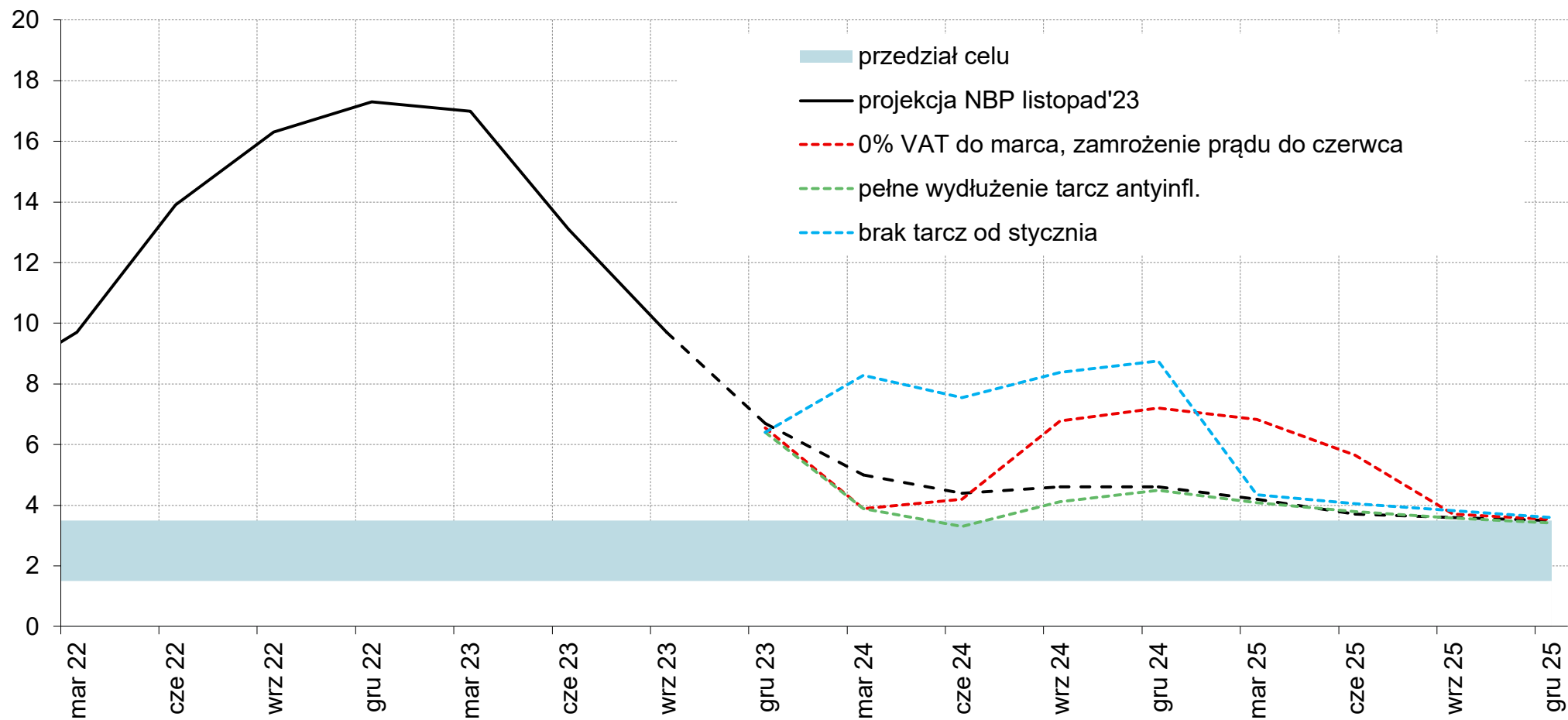
Wskaźniki ESI przewidywanych cen i oczekiwań inflacyjnych





Przebieg inflacji a „tarcza antyinflacyjna”

Prognozy inflacji przy różnych założeniach dot. wygaszania tarcz antyinflacyjnych, % r/r



Źródło: GUS, Santander



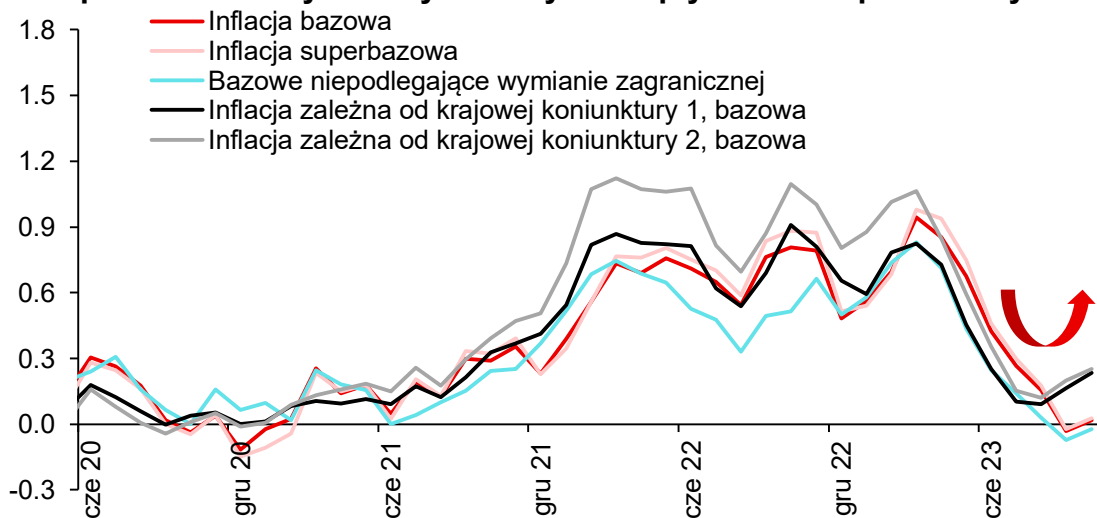
Presja inflacyjna: czy na pewno została zduszona?

Szybki spadek rocznej dynamiki CPI w trakcie 2023 r. wynikał w dużym stopniu z efektów bazy. Duży wpływ miały też działania regulacyjne/administracyjne dotyczące bezpośrednio cen uwzględnianych w CPI (energia, VAT na żywność). Niemniej, dane wskazują, że również w przypadku bazowych komponentów inflacji rozpęd cen (tzw. momentum) drastycznie się zmniejszył w drugiej połowie 2023 roku. Gdyby taka sytuacja się utrzymała, roczna stopa inflacji powinna dalej się istotnie obniżyć w kolejnych kwartałach.

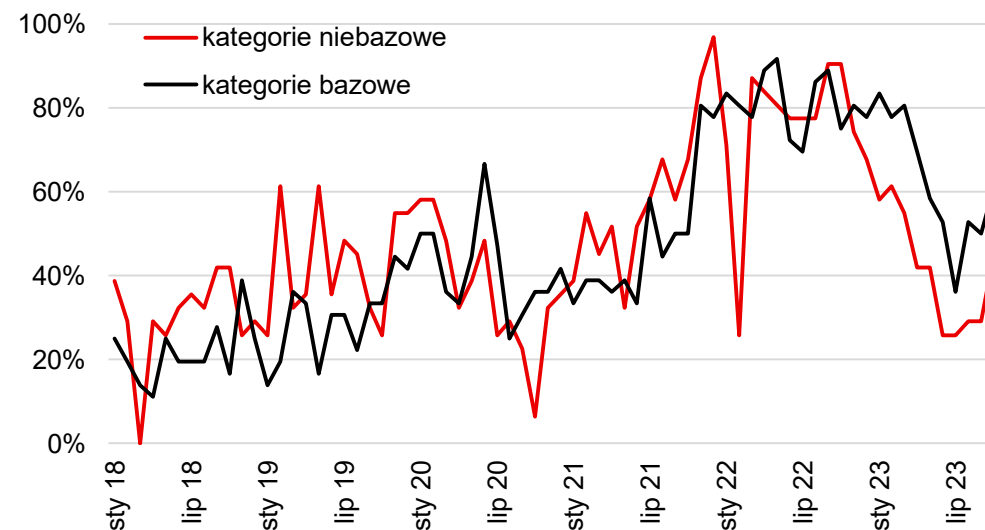
Niemniej **dwie miary presji inflacyjnej koncentrujące się na składnikach CPI podatnych na zmiany krajowej koniunktury po ustabilizowaniu się w sierpniu zaczęły od września odbijać**. Odnotowaliśmy też, że w szczegółowych danych CPI, po serii spadków, ostatnio na nowo zaczęła rosnąć liczba kategorii z cenami rosnącymi w tempie szybszym niż podpowiada normalny wzorzec sezonowy.

Nasz scenariusz makroekonomiczny oparty na zdecydowanym odbiciu konsumpcji podpowiada, że presja inflacyjna może powrócić w 2024 r., choć nie w skali z lat ubiegłych, a to oznaczać będzie, że im bliżej celu inflacyjnego, tym trudniej będzie w postępie dezinflacji.

Miary rozpędu cen: 3-mies. średnie ruchome wzrostów m/m pomniejszonych o historyczną medianę dla danego miesiąca, liczone na podstawie danych oczyszczonych z wpływu zmian podatkowych



Odsetek kategorii CPI, w których miesięczny wzrost cen przekracza medianę dla danego miesiąca



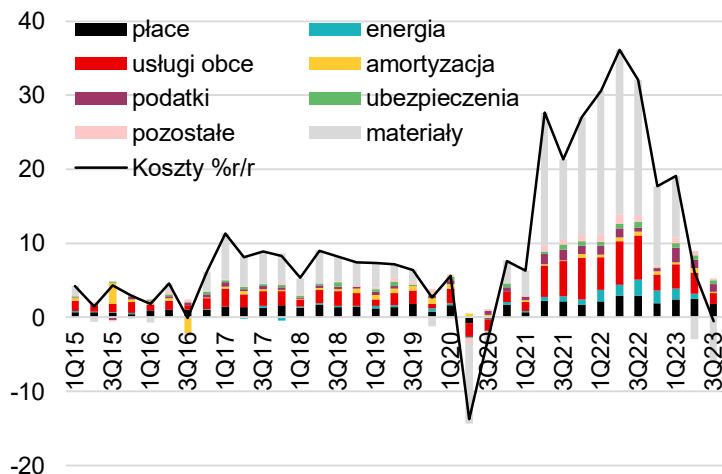


Wyniki firm: już po presji kosztowej?

Koszty w firmach zatrudniających 50+ osób w III kw. br. spadły o 0,5% r/r i był to pierwszy ruch w dół od II kw. 2020 r. To konsekwencja wysokiej bazy (w III kw. 2022 r. koszty rosły o ponad 30% r/r). Hamowanie dynamiki kosztów ogółem to głównie zasługa spadających kosztów materiałowych o 12,6% r/r (w II kw. o 6,2% r/r) i wyzerowania się wzrostu cen energii, (zadziałała bardzo wysoka baza, +93% r/r rok wcześniej). Utrzymująca się ujemna inflacja PPI w Europie oraz niska lub delikatnie ujemna w Azji podpowiadają, że **nie zobaczymy w najbliższym czasie w Polsce presji na wzrost CPI ze strony kosztów produkcji. Mamy jednak uzasadnione obawy, że nie wystąpi też istotna presja w dół.**

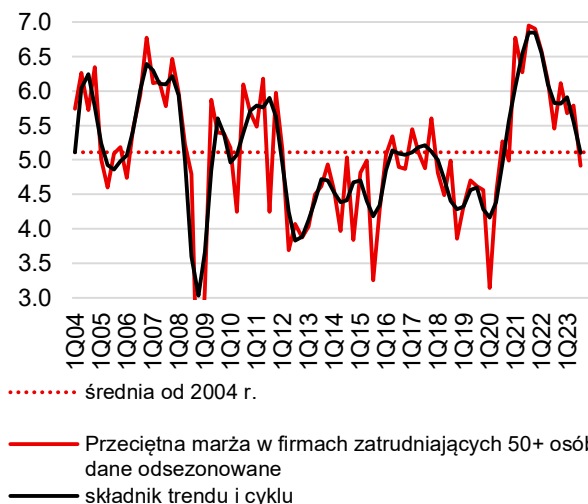
Pozostałe koszty (oprócz materiałów i energii) nadal rosły w tempie ponad 5% r/r, czyli porównywalnym z latami 2017-2019, w tym koszty pracy o 13,6% r/r a najszybciej podatki – o 21,4% r/r. Co więcej, zwykle gdy ruszał nowy cykl koniunkturalny, pozwalało to firmom na przerzucanie wzrostu kosztów na odbiorców, a nawet prowadziło do wzrostu przeciętnego poziomu marż. Relację tę zaburzyła w 2014-2015 r. trauma deflacyjna – obniżona tolerancja konsumentów na wzrosty cen po okresie ich spadków. Tym razem możemy mieć do czynienia z odwrotnym zjawiskiem – **stosunkowo łatwego nawrotu oczekiwań na wzrosty cen, a przez to i większą ich tolerancję.** W kolejnych kwartałach powinien jednak działać też wciąż na marże negatywny efekt ciasnego rynku pracy – w 2018-2019 r. silna presja płacowa zaburzyła relację marż i wzrostu PKB. Na stronie [42](#) pokazujemy, że zachowanie przeciętnej marży ogółem może maskować procesy zachodzące w gospodarce: z jednej strony walkę sektorów eksportowych o rynki kosztem marż, a z drugiej utrzymujące się warunki do wzrostu marż sektorów zorientowanych na popyt konsumpcyjny.

Pozamateriałowe koszty firm nadal rosną w tempie ponad 5% r/r, wyższym niż w latach przed pandemią



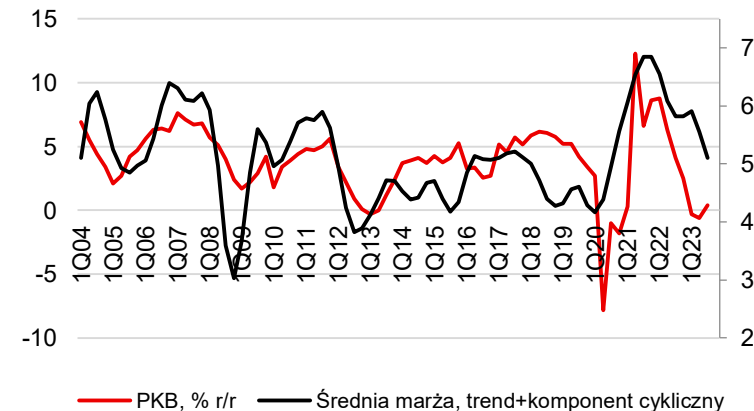
Źródło: Eurostat, GUS, Santander

Marże w dużych i średnich przedsiębiorstwach, %



Źródło: GUS, Santander

Odbicie gospodarcze sprzyja wyższym marżom choć relacja była wyraźniejsza do 2013 roku, trauma deflacyjna i ciasny rynek pracy zaburzyły ją



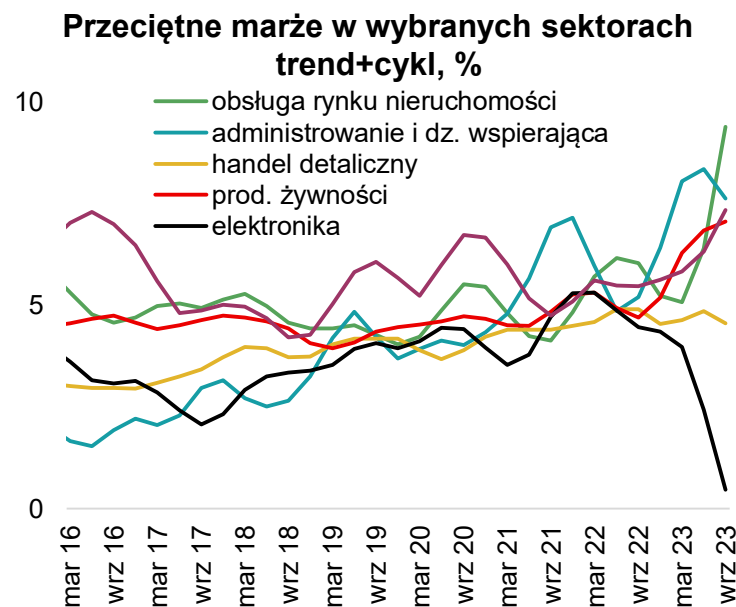
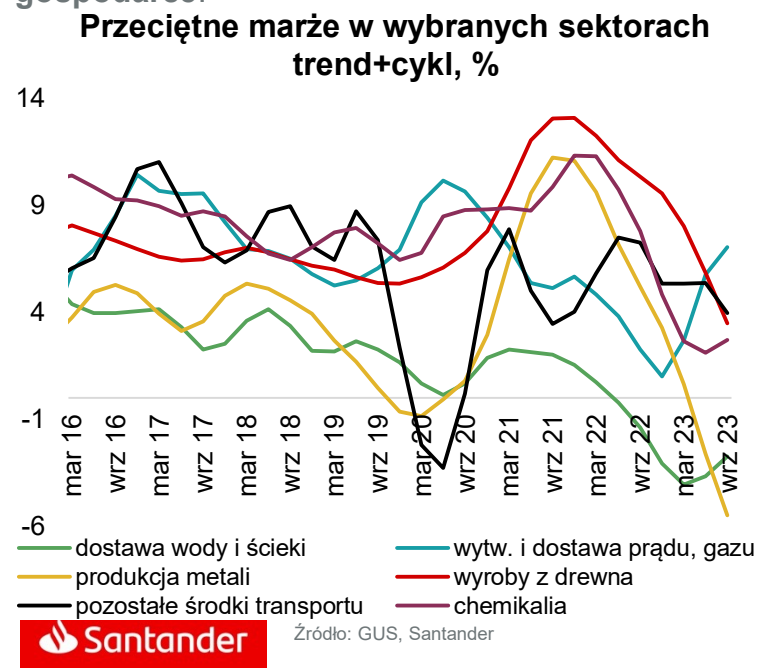
Źródło: GUS, Santander



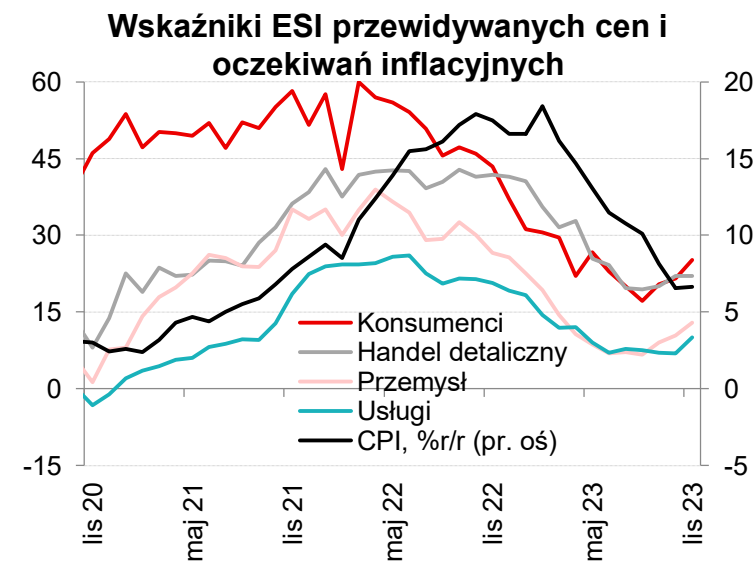
Marże: (tylko) sektory konsumenckie mają się świetnie

Wykryliśmy rozbieżne trendy w przeciętnych marżach wg sektorów. W sektorach nastawionych na B2B (choć nie wszystkich) marże wyraźnie spadają, podobnie jak inflacja PPI. Uznajemy to za kolejny przejaw ogólnego osłabienia konkurencyjności, które trzeba naprawiać obniżką marż. Jednocześnie w badaniu ESI od kilku miesięcy sektory takie jak handel detaliczny, przemysł i usługi zaczęły częściej zgłaszać plany podnoszenia cen własnych. Z kolei **marże w sektorach zorientowanych na konsumentów w większości przypadków nie spadły znacząco, a często nawet rosły w ostatnim czasie**. Wg nas ma to związek z utrzymującą się tolerancją konsumentów na wzrosty cen - ostatnio oczekiwania inflacyjne konsumentów nawet zaczęły się podnosić mimo braku odbicia bieżącej inflacji. Nawet przy osłabionym popycie (konsumpcja i sprzedaż detaliczna walczące o powrót powyżej zera r/r) firmy zaopatrujące konsumentów nie musiały redukować marż. Skoro tak, to w warunkach ożywienia konsumpcyjnego te marże nie muszą się cofać mimo już osiągniętych historycznie wysokich poziomów - a to oznacza dalszą presję inflacyjną. Do tego w sektorach odpowiadających za część kosztów życia gospodarstw domowych (śmieci, dostawa wody, prądu i gazu) dokonał się ostatnio zakręt marż w górę, co oznaczać może presję na odpowiadające im komponenty CPI. W sektorach powiązanych z odbiciem kredytu hipotecznego (obsługa nieruchomości, meble) marże narastają albo pozostają historycznie wysokie pomimo wcześniejszych spadków (budownictwo mieszkaniowe).

Zatem choć marże ogółem wróciły ostatnio do historycznej średniej ([str.41](#)) to nie jest to pełnowartościowy sygnał ustąpienia presji inflacyjnej w gospodarce.



Źródło: GUS, Santander



Źródło: Eurostat, GUS, Santander

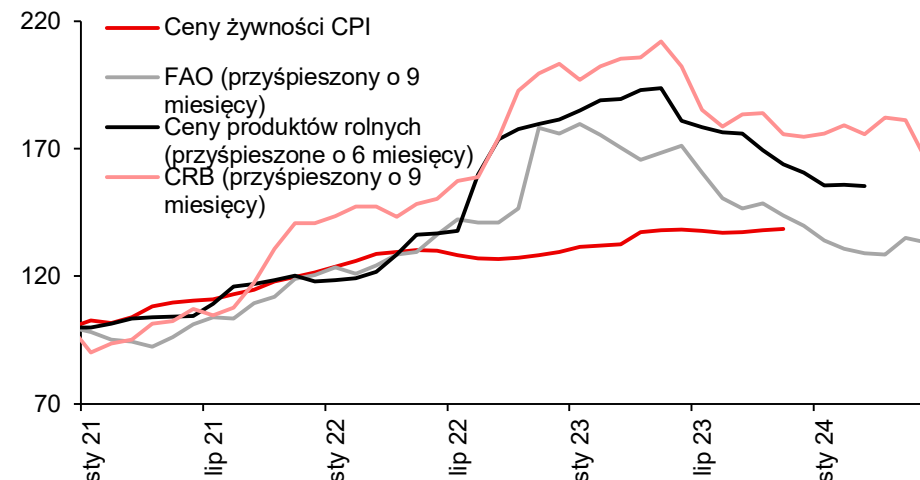
Dynamika cen żywności będzie się stabilizować

W 2023 r. dynamika cen żywności wyraźnie obniżała się, wraz z wygasaniem szoków związanych z rosyjską inwazją na Ukrainę, w szczególności wraz ze spadkiem cen pasz oraz energii. Niższymi cenami sprzyjało także to, że pozostałe kraje zwiększyły skalę produkcji artykułów spożywczych wcześniej importowanych z Ukrainy.

Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach dynamika cen żywności zacznie się stabilizować na poziomie ok. 4% r/r (przy założeniu stałych stawek podatkowych). Ponieważ – zgodnie z nowym rozporządzeniem premiera – stawka VAT na żywność ulegnie normalizacji dopiero w kwietniu, **nasza średnia prognoza na 2024 r. wynosi niecałe 7% r/r**. Wsparciem dla naszej prognozy jest zachowanie indeksów FAO i CRB oraz cen skupu produktów rolnych w Polsce – ich relacja z cenami detalicznymi sugeruje stabilizację dynamiki w kolejnych kwartałach.

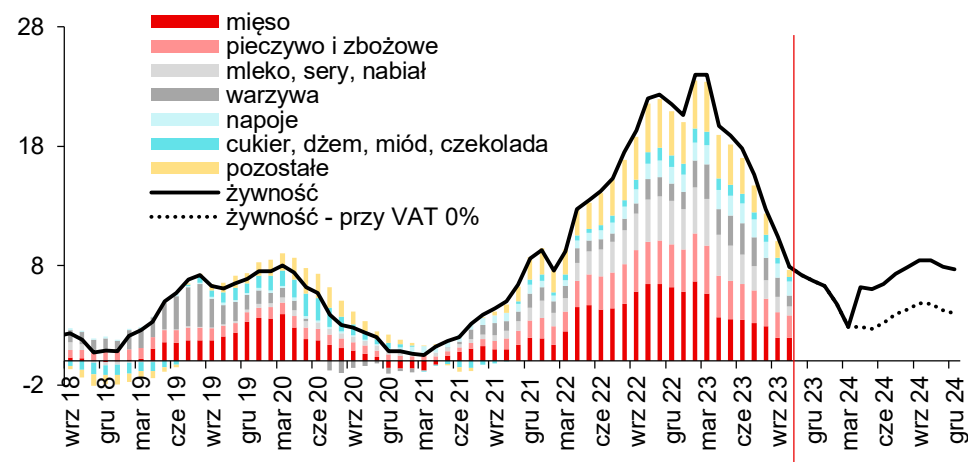
Uważamy, że dobiegły końca tendencje spadkowe na rynku zbóż oraz olejów. Owoce i warzywa będą nieznacznie drożeć ze względu na efekty suszy. Nadal spadać jednak mogą ceny produktów mlecznych oraz mięsa, wskutek postępującej odbudowy podaży ze względu na wciąż wysoką dochodowość w tych sektorach. W dalszej części roku ożywieniu cen sprzyjać będzie poprawa globalnych perspektyw gospodarczych.

Ceny żywności, grudzień 2020 = 100



Źródło: GUS, FAO, Bloomberg, Santander

Ceny żywności – dekompozycja rocznego wzrostu



Źródło: GUS

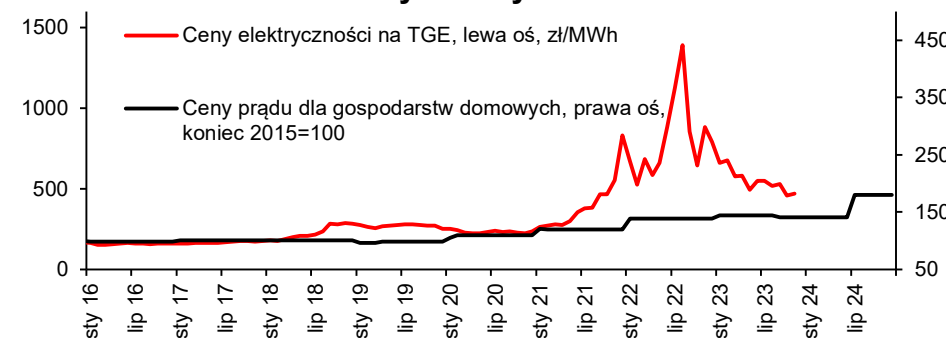
Ceny energii zamrożone do lipca

Zakładamy, że przez pierwszą połowę 2024 r. ceny energii pozostaną stabilne, a od lipca rachunki gospodarstw domowych za elektryczność wzrosną o 30%, a gazu o 20%. Nasze założenia oparliśmy o projekt ustawy w sprawie zamrożenia cen nośników energii przedstawiony przez posłów koalicji. Taka zmiana cen doda do wskaźnika CPI ok. 1,5 punktu procentowego w lipcu.

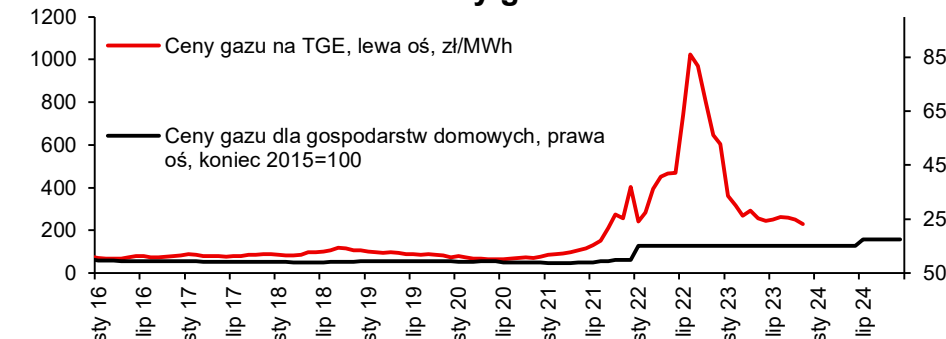
Nasze prognozy są niższe od wzrostów cen przewidzianych w nowych taryfach, opublikowanych 15 grudnia przez URE. Według naszych szacunków, wynika z nich wzrost rachunków za energię o 55% i za gaz o 45%, co dodałoby do inflacji nie 1,5 a ponad 3 punkty procentowe w lipcu. Naszym zdaniem te wzrosty są na tyle mocne, że rośnie ryzyko wprowadzenia pewnej formy złagodzenia wzrostu cen także w drugiej połowie roku. Z związku z tym obstawiamy nieco niższy wzrost, przy czym nowa taryfa URE generuje ryzyko w górę dla naszej prognozy, rzędu ok. 1,5-2,0 punktu procentowego

W przypadku cen energii cieplnej, spodziewamy się tylko nieznacznego wzrostu cen po odmrożeniu w lipcu.

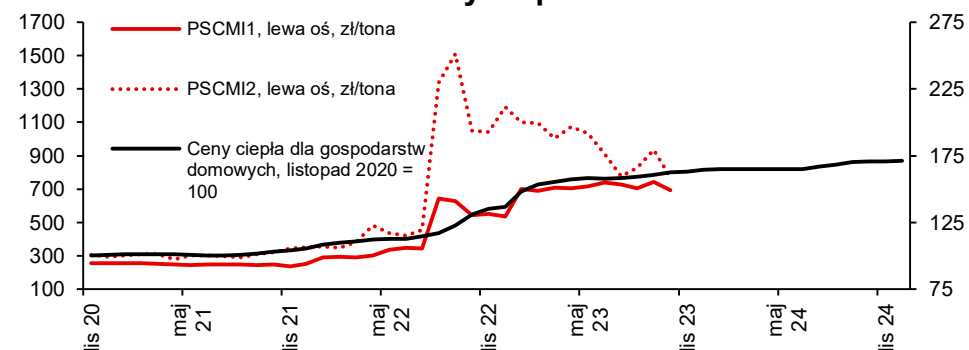
Ceny elektryczności



Ceny gazu



Ceny ciepła



Źródło: GUS, TGE, Santander

Na wykresach pokazujemy zmiany cen surowców na TGE oraz zakładaną wartość całego rachunku dla danego nośnika energii dla gospodarstw domowych (czyli poza ceną surowca też np. opłaty dystrybucyjne i . PSCMI1 – cena węgla dla energetyki, PSCMI2 – cena węgla dla ciepłownictwa

Polityka gospodarcza

4



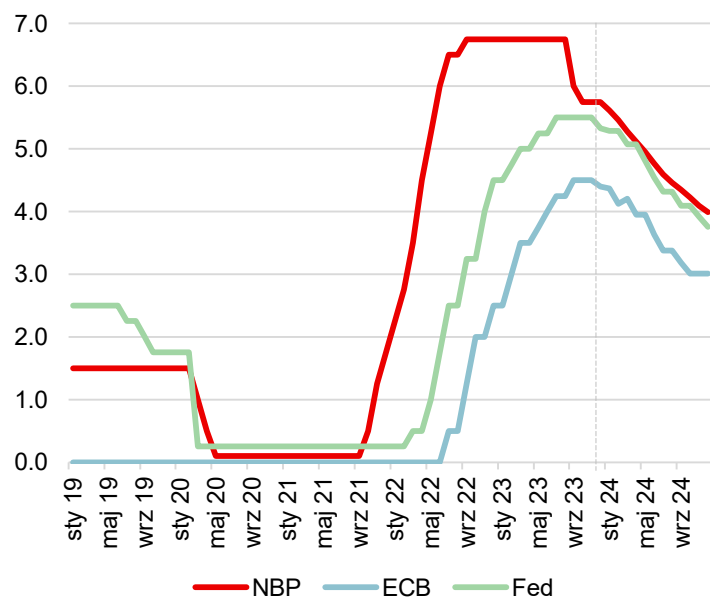
Polityka pieniężna: pauza na dłużej?

Funkcja reakcji banku centralnego najwyraźniej zmieniła się po wyborach parlamentarnych i **wygląda na to, że RPP będzie teraz znacznie bardziej skupiona na sprowadzaniu inflacji do celu** niż na wygładzaniu ścieżki wzrostu gospodarczego.

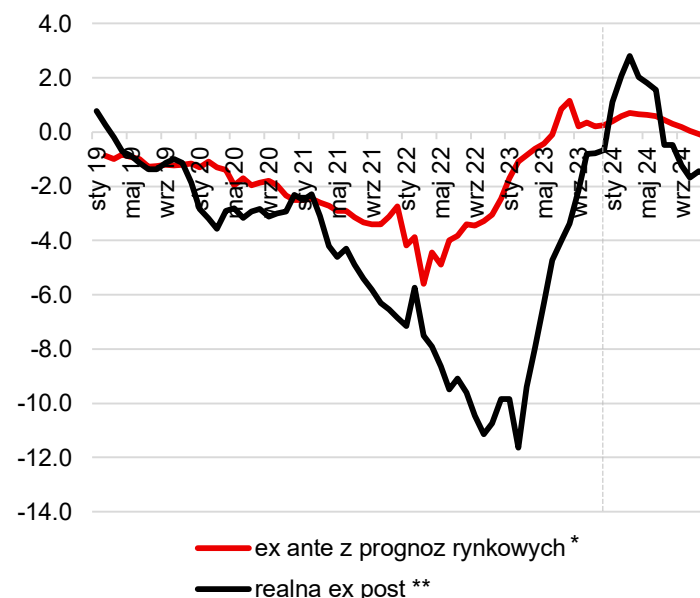
Listopadowa projekcja NBP nie przybliżyła perspektywy powrotu inflacji do celu, a w jej kolejnej edycji w marcu bank centralny uwzględni zapewne tylko czasowe wydłużenie tarcz antyinflacyjnych, działania zapowiadane przez nowy rząd (m.in. podwyżki płac w sektorze publicznym, większy deficyt fiskalny) i być może też lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego i rynku pracy. W efekcie, zakładamy, że **perspektywy powrotu inflacji do celu mogą się nawet lekko oddalić**. Jednocześnie, horyzont projekcji zostanie wydłużony do końca 2026 r.

W naszej ocenie **RPP nie będzie się spieszyć z wznowieniem obniżek stóp procentowych, zwracając uwagę na wciąż wydłużoną ścieżkę powrotu do celu, ożywienie gospodarcze i proinflacyjne skutki działań nowego rządu**. Oczywiście ważny będzie również kontekst międzynarodowy i gdyby główne banki centralne zdecydowały się na szybkie cięcia stóp, mogłoby to przyspieszyć działania NBP. Zakładamy jednak, że rynki finansowe zbyt optymistycznie obstawiają obniżki stóp procentowych zarówno w kraju, jak i za granicą. Naszym zdaniem **stopa referencyjna NBP może pozostać bez zmian na poziomie 5,75% aż do IV kwartału 2024 r., a w końcówce roku możliwe są dwie obniżki po 25 pb, do 5,25%**. Politykę banku centralnego może dodatkowo usztywniać konflikt z rządem, u którego podłoża leżą zapowiedzi rozliczenia prezesa NBP z wcześniejszych działań.

Główne stopy procentowe banków centralnych, %



Realna stopa NBP, %



* Stopa NBP (dla przyszłych miesięcy wyliczona na podst. wyceny rynkowej) skorygowana prognozą inflacji za rok – medianą z ankiety Bloomberg

** Stopa NBP (dla przyszłych miesięcy wyliczona na podst. wyceny rynkowej) skorygowana obserwowaną inflacją (dla przyszłych miesięcy prognozą CPI Santander)



Projekcja uzasadnia stabilizację stóp

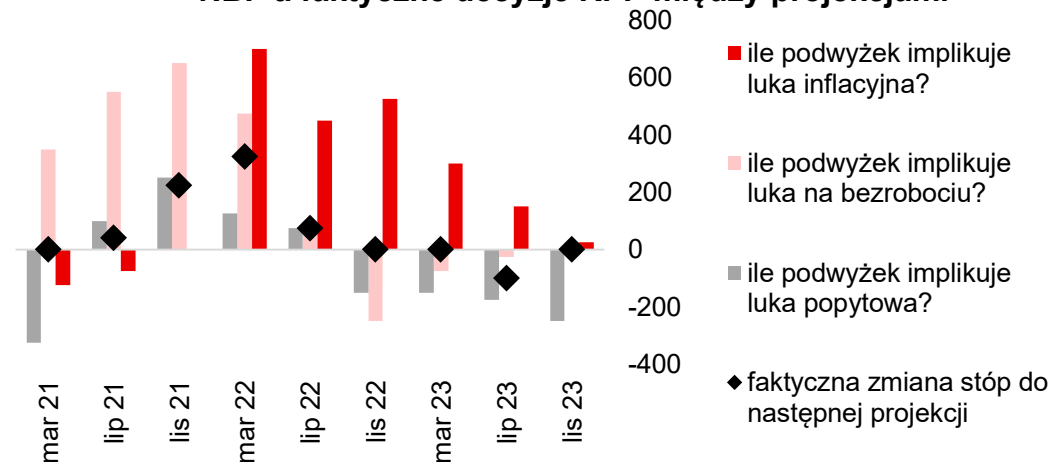
Listopadowa projekcja NBP wg nas nie uzasadniała kontynuacji obniżek stóp. Taki sam przekaz płynął też z lipcowej projekcji, ale nie przeszkodził w jesiennych obniżkach stóp. Do takich wniosków doszliśmy przyjmując, że celem Rady jest sprowadzenie inflacji do 3,5% r/r za osiem kwartałów (czyli trochę później niż zwykle przyjmowany horyzont banków centralnych). Z kolei projekcja luki popytowej (obniżona względem lipcowej wersji w horyzoncie do roku) wskazała na narastającą potrzebę obniżek stóp. Luka na bezrobociu przestała sugerować potrzebę obniżek stóp.

Kolejna projekcja inflacji będzie już liczona przy znanych rozwiązaniach przyjętych przez rząd w kwestii cen energii i żywności. Skoro listopadowa zakładała pełne i bezterminowe przedłużenie tarcz antyinflacyjnych to nie trudno o konkluzję, że **marcowa będzie od niej wyższa**.

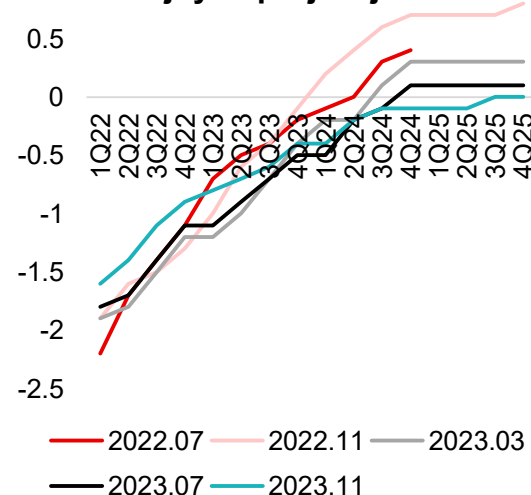
Mamy też wyraźne odchylenie konsumpcji prywatnej w górę od projekcji z listopada: w III kw. urosła o 0,8% r/r (NBP: -1,4% r/r) a w IV kw. wg nas o 3,9% r/r (NBP -0,7% r/r).

Zauważyliśmy też stopniowe osuwanie się szacunków NAWRU (równowagowej stopy bezrobocia) w kolejnych projekcjach – czyli zakładanie, że utrzymujące się rekordowo niskie bezrobocie wywiera w modelu NBP coraz mniejszą presję na wzrost inflacji. Jednocześnie jednak i nawet w większym stopniu korygowana była w dół projekcja stopy bezrobocia, choć nadal jest lekko rosnąca. W rezultacie luka na bezrobociu od poł. 2024 r. ma się już znajdować do końca projekcji na neutralnym poziomie. Dalsze spłaszczanie ścieżki bezrobocia spowodowałoby dodatnią presję na inflację w 2025 r. (i dokładanym w marcowej projekcji roku 2026).

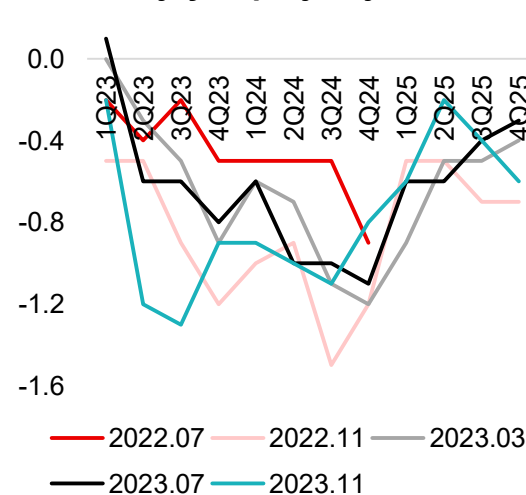
Zmiany stóp implikowane przez odchylenia inflacji od celu, odchylenia bezrobocia od stopy równowagowej i lukę popytową w kolejnych projekcjach NBP a faktyczne decyzje RPP między projekcjami



Szacunki luki na bezrobociu w kolejnych projekcjach NBP



Szacunki luki popytowej w kolejnych projekcjach NBP



Źródło: NBP, Santander



Budżet 2024 pod presją kampanii wyborczej

„Książkowo” można by się spodziewać, że nowy rząd rozpocznie kadencję od porządkowania finansów publicznych i trudnych decyzji, np. cięć wydatków, podwyżek podatków. Jednak tym razem trudno założyć, że tak będzie ze względu na kalendarz wyborczy. Odstęp od wyborów parlamentarnych do kolejnych jest rekordowo krótki: w kwietniu odbędą się wybory samorządowe, w czerwcu europejskie, a na jesieni 2024 rozpocznie się zapewne kampania prezydencka. Jednocześnie proces formowania rządu okazał się rekordowo długi. Cykl wyborczy ogranicza przestrzeń do niepopularnych ruchów.

Lista kosztów budżetowych, wynikających z decyzji podjętych w ostatnim etapie przez poprzednią ekipę rządzącą, ale też z zapowiedzi nowej koalicji jest dość długa i wg naszych szacunków składa się na łączną kwotę niemal 40 mld zł.

Zakładamy, że deficyt na 2024 r. wzrośnie w porównaniu z projektem poprzedniego rządu z września, ale w mniejszej skali, za sprawą oszczędności wynikających z zapowiadanego przeglądu wydatków (w tym ostatnich decyzji poprzedników). Przewidujemy, że deficyt GG w nowym projekcie budżetu będzie nieznacznie powyżej 5% zamiast 4,5% PKB.

Koszty „odziedziczone” od poprzedników, a nie uwzględnione w projekcie budżetu z września:

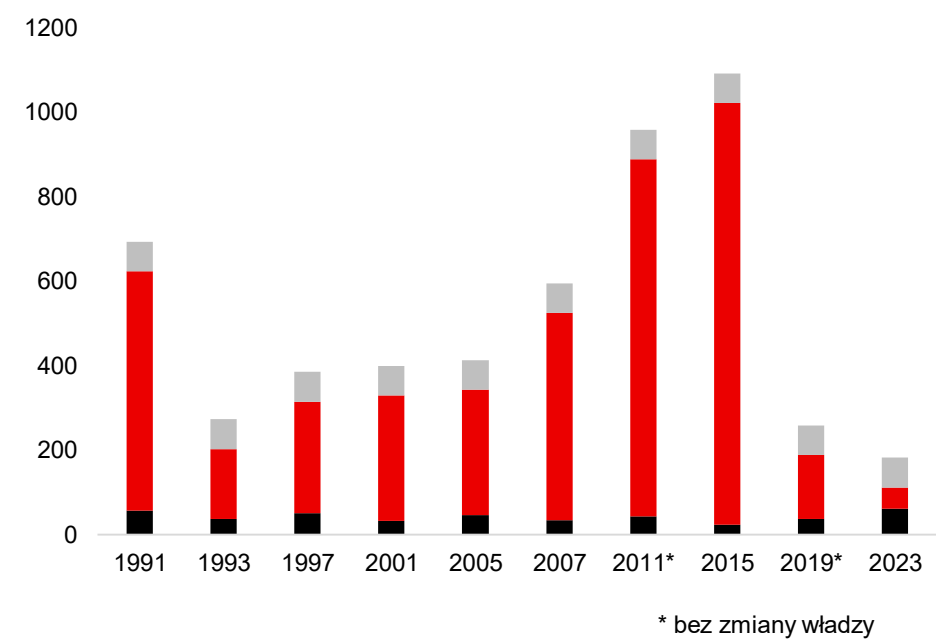
- Wsparcie spółek górniczych: 7 mld zł
- Pozostałe tematy z autopoprawki z 12 grudnia: 6,7 mld zł
- Zwiększenie wynagrodzeń sędziów, prokuratorów: 0,9 mld zł
- Wzrost kosztu modernizacji SORów: 0,75 mld zł
- Dopłaty dla producentów kukurydzy: 0,5 mld zł
- Brak planowanego wcześniej zysku NBP: 6 mld zł
- Zerowy VAT na żywność do końca marca: 2,75 mld zł

Koszty wynikające z prawdopodobnych działań rządu koalicyjnego:

- Zamrożenie cen energii na pół roku: 16,5 mld zł (z czego 14,6 mld finansowane wpłatą Orlenu)
- Podwyżki dla nauczycieli i budżetówki: 15 mld zł
- Babciowe: prawdopodobnie prawie neutralne budżetowo, koszt świadczenie pokryją mniej więcej składki i podatki od pensji zaktywizowanych kobiet
- Druga waloryzacja rent i emerytur kiedy inflacja >5%: nie znamy dokładnych założeń

Odstęp w dniach między wyborami parlamentarnymi a kolejnymi wyborami (prezydenckimi, samorządowymi, do PE, parlamentarnymi)

- średnia długość kampanii wyborczej w dniach
- ile dni od wotum zaufania do początku następnej kampanii wyborczej
- ile dni od wyborów parlamentarnych do wotum zaufania pierwszego rządu



Źródło: PKW, Santander

Rynek finansowy

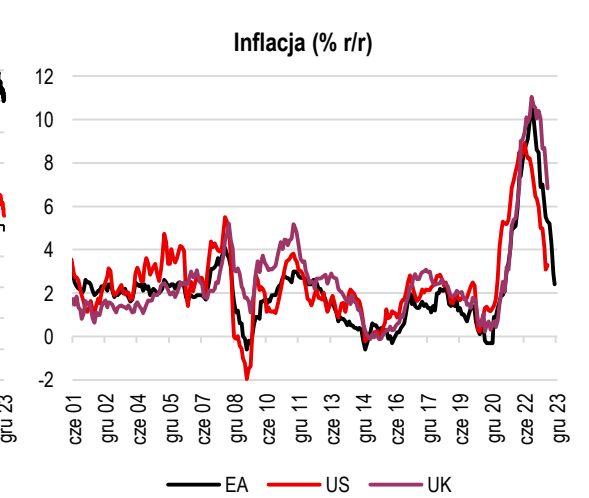
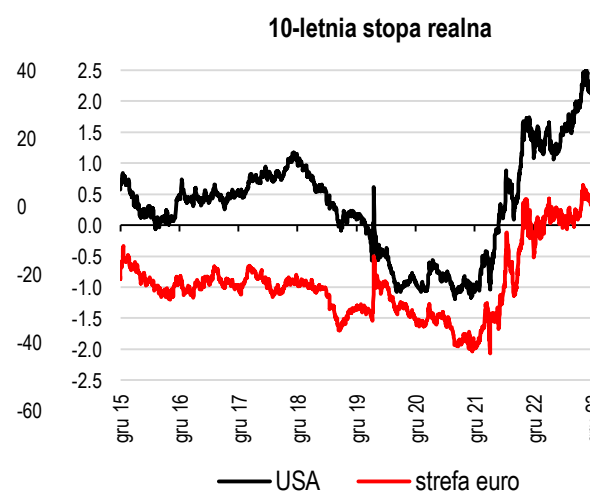
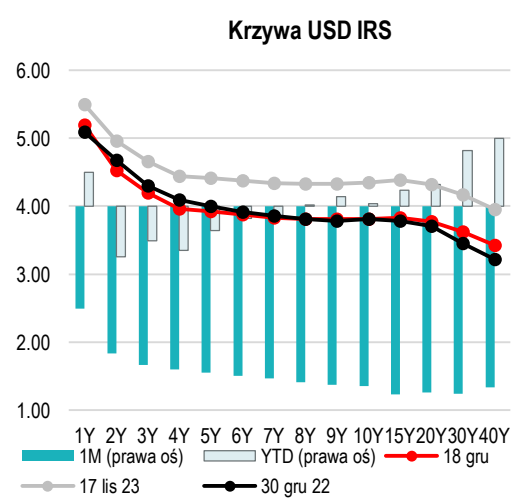
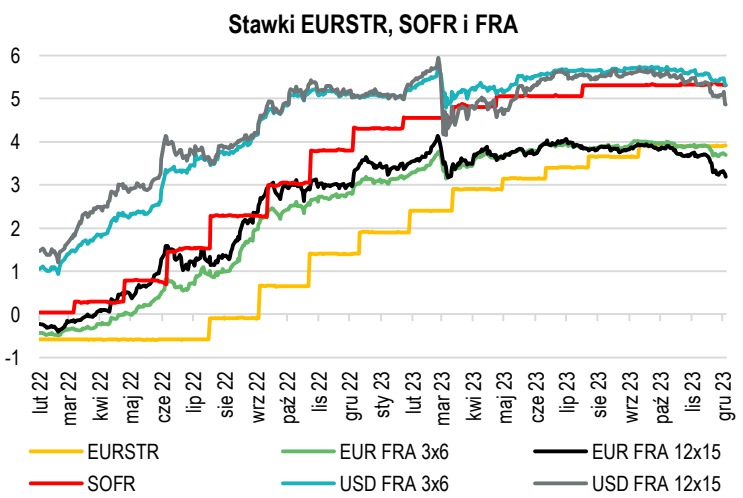
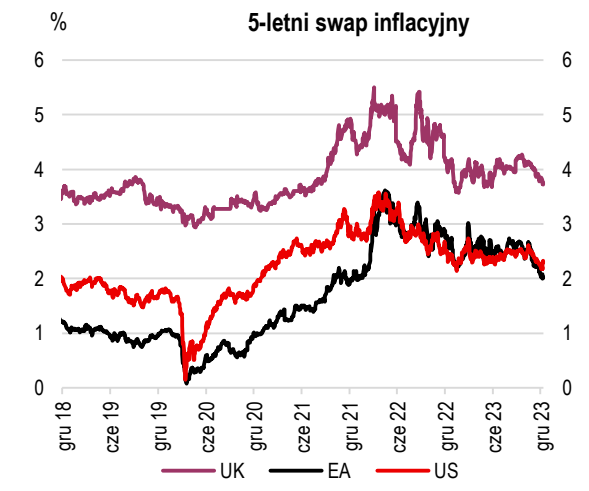
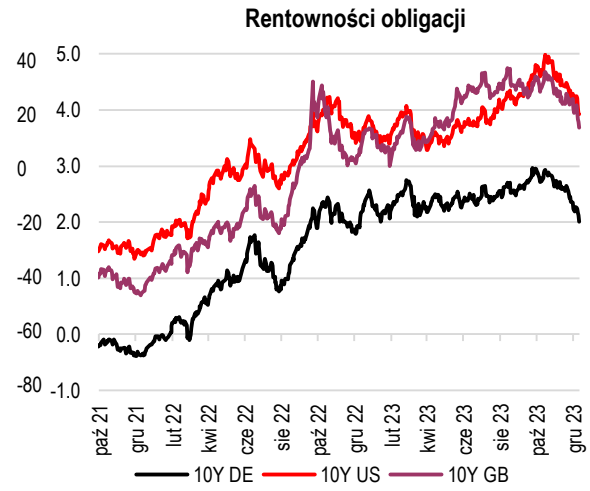
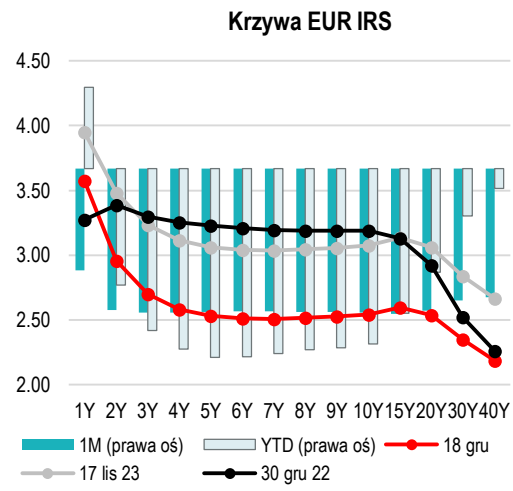
A close-up photograph of a document with various financial charts and graphs. A silver pen is resting on the paper. The background is blurred, showing more of the document and possibly a laptop screen.

5

Kiedy obniżki stóp głównych banków centralnych?



W 2023 r. dość powszechne były oczekiwania spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych. Ruch ten pojawił się jednak dopiero pod koniec roku i może on być początkiem trendu przyszłorocznego. Inflacja w USA i w strefie euro spadła zaskakująco mocno, do poziomu, który doprowadził do zmiany retoryki na łagodniejszy nawet największych jastrzębi (I.Schnabel). Słabe dane gospodarcze i gołębí przekaz z grudniowego posiedzenia Fed doprowadziły do zwiększenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych w 2024 r. Rynek wycenia obecnie bardzo agresywnie scenariusz obniżek stóp procentowych, ok. 5x25pb w USA i 7x25pb w strefie euro.



Źródło: Refinitiv, Santander



Niekoniecznie tak szybko jak zakłada rynek

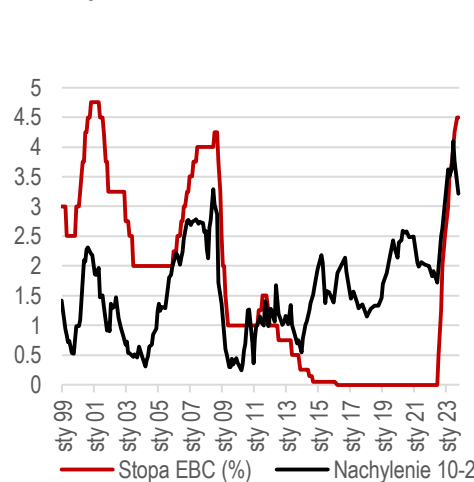
Zakładamy, że mimo stagnacji gospodarczej w I poł. 2024 r. i późniejszego powolnego ożywienia w strefie euro, banki centralne nie będą się aż tak spieszyć z obniżkami stóp jak wycenia rynek, co daje przestrzeń do korekty krótkoterminowych rynkowych stóp w górę, szczególnie w USA.

Pierwsza fala spadkowa rentowności długoterminowych na rynkach bazowych prawdopodobnie jest za nami. Zwykle 10-letnie obligacje w USA i w Niemczech spadały w pierwszych tygodniach po zakończeniu cyklu podwyżek stóp, o 70-150 pb wobec ok. 70-80 pb obecnie. Zatem jest przestrzeń do korekty stóp w górę także na długim końcu.

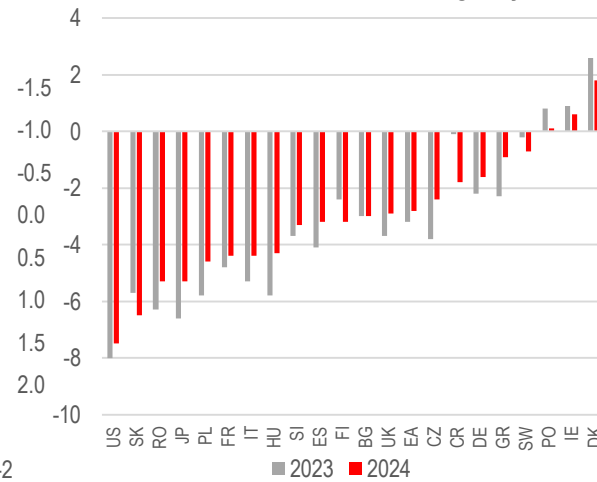
Później zapewne rynek powróciłby do spadku rentowności wraz ze stopniowym spadkiem inflacji i stóp, który przy niskiej zmienności (VIX) może sprzyjać wydłużaniu duration i zwiększaniu ekspozycji zarówno na obligacje, jak i akcje.

Stopa EBC może spaść w 2025 r. do 2,5%, a obniżki stóp będą prowadzić w dalszej perspektywie do wystramiania krzywej euro. Sprzyjać temu będzie ograniczanie sumy bilansowej przez banki centralne, wysokie deficyty fiskalne i emisje.

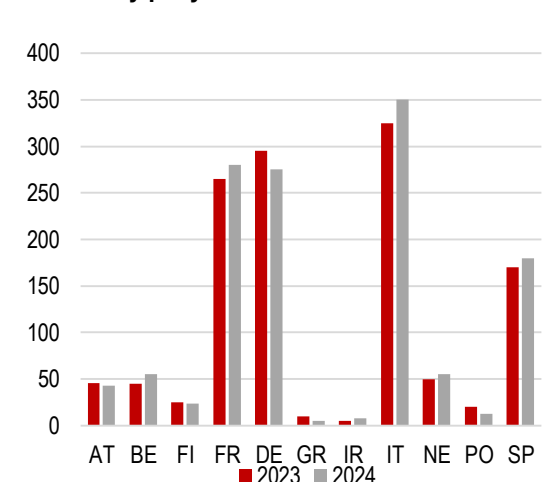
Nachylenie swap 10-2 EUR vs. stopa EBC



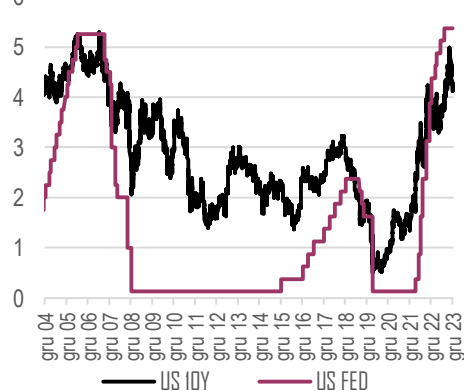
Saldo fiskalne GG (% PKB), prognozy KE



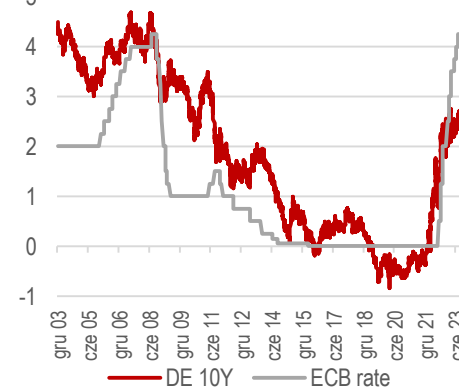
Potrzeby pożyczkowe w UE 2023 i 2024



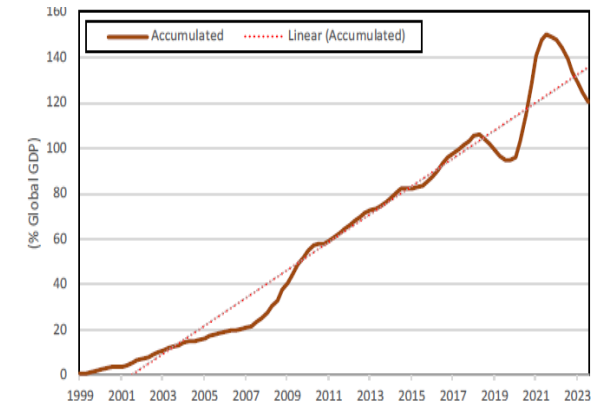
Rentowności obligacji 10L USA vs. stopa Fed



Rentowności obligacji 10L Bundów vs. stopa EBC



Zakumulowane operacje płynnościowe głównych banków centralnych (1999-3Q23)



Rynki wschodzące liderami obniżek stóp



W przeciwieństwie do rynków bazowych, rynki długu regionu Europy Środkowo-Wschodniej doświadczyły w 2023 r. znacznego spadku rentowności (od 100 do 270 pb).

Banki centralne gospodarek wschodzących jako pierwsze zaczęły podnosić stopy procentowe i potem jako pierwsze też rozpoczęły cykl obniżek stóp procentowych (Brazylia, Chile, Węgry).

W naszym regionie wyróżniają się na tym tle Węgry, które będą naszym zdaniem kontynuować obniżki w dosyć szybkim tempie wraz ze spadkiem inflacji. Na Węgrzech prawdopodobnie stopy zostaną obniżone w ciągu roku w największym stopniu: o ponad 4 pkt proc.

Do obniżek zapewne dołączą wkrótce także Czechy, gdzie wzrost gospodarczy rozczarowuje od dłuższego czasu, ale dopiero spadek inflacji w okolice celu pozwoli konserwatywnemu bankowi centralnemu na złagodzenie polityki pieniężnej. Będzie to możliwe przy wsparciu ze strony bardziej restrykcyjnej polityki fiskalnej i relatywnie stabilnej walucie.

W dalszej kolejności obniżki może rozpocząć Rumunia, a do łagodzenia polityki pieniężnej najprawdopodobniej najpóźniej powróci NBP.

Stopy banków centralnych - prognoza Santander

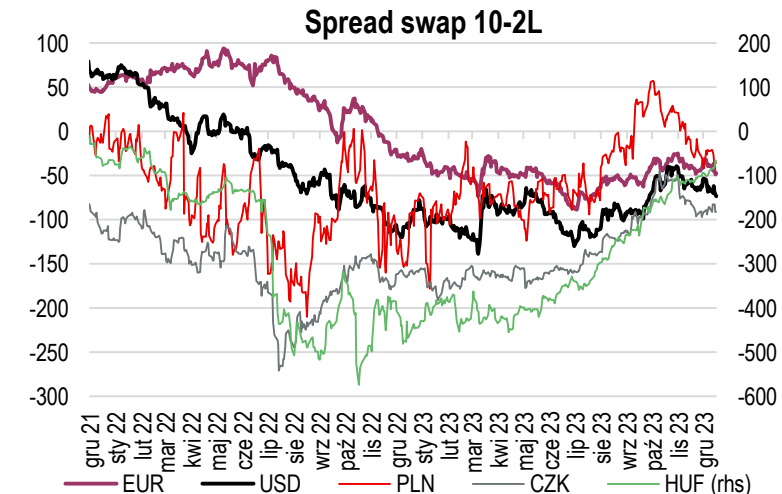
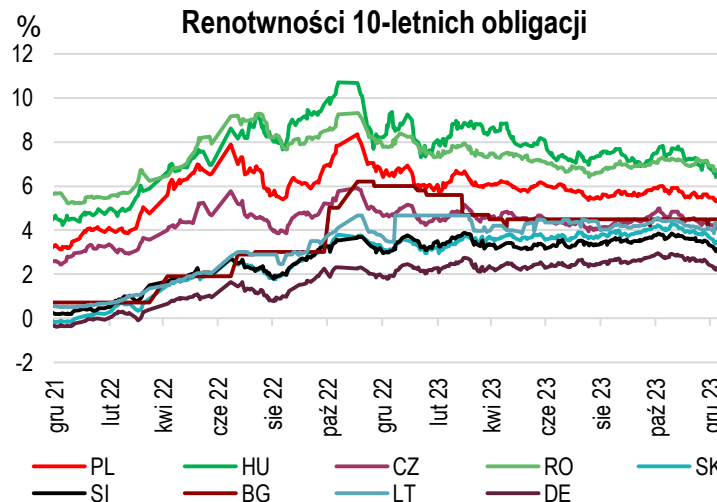
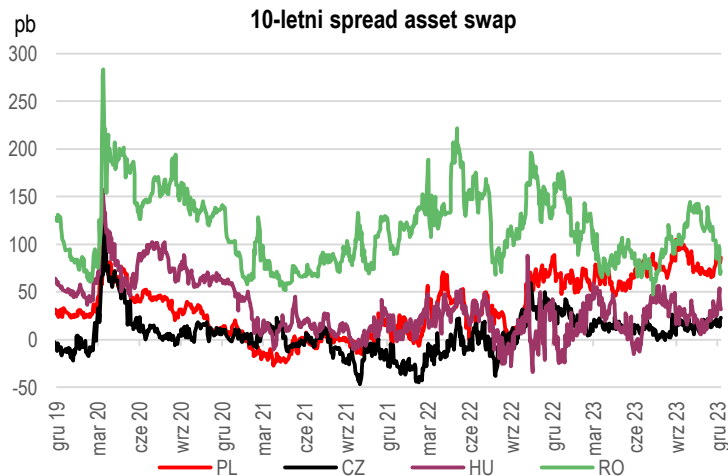
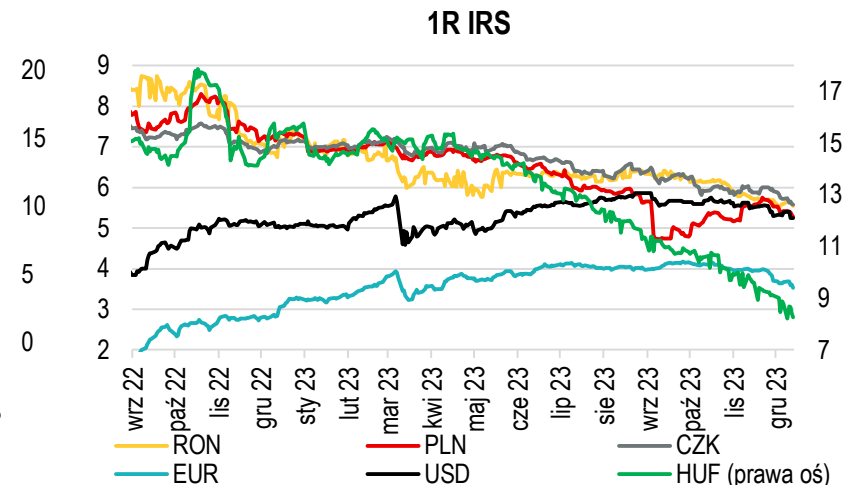
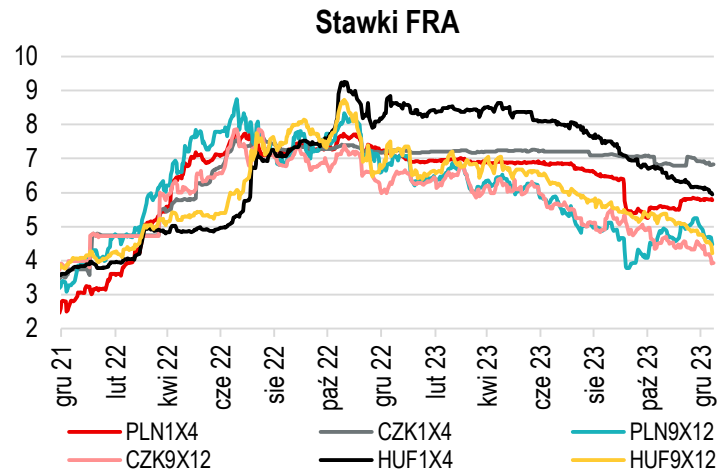
	%, poziom					zmiana, pkt proc. kw/kw				III kw. 24 vs. III kw. 23
	12/13/23	IV kw. 23	I kw. 24	II kw. 24	III kw. 24	IV kw. 23	I kw. 24	II kw. 24	III kw. 24	
Stopa depo EBC	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	0.00	0.00	0.00	-0.25	-0.25
Stopa Fed	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	0.00	0.00	0.00	-0.50	-0.50
Stopa Banku Anglii	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	0.00	0.00	0.00	-0.50	-0.50
Polska	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	0	0	0	0	0
Czechy	7.00	7.00	6.25	5.50	4.75	0.00	-0.75	-0.75	-0.75	-2.25
Węgry	11.50	10.75	8.75	7.75	6.50	-0.75	-2.00	-1.00	-1.25	-4.25
Brazylia	12.25	11.75	10.75	9.75	9.50	-0.50	-1.00	-1.00	-0.25	-2.25
Meksyk	11.25	11.25	11.00	10.75	10.50	0.00	-0.25	-0.25	-0.25	-0.75
Chile	9.00	8.25	7.25	6.50	6.00	-0.75	-1.00	-0.75	-0.50	-2.25
Kolumbia	13.25	13.00	12.25	11.00	9.00	-0.25	-0.75	-1.25	-2.00	-4.00
Argentyna	133	140	150	85	60	7	10	-65	-25	-80
Peru	7.00	6.75	6.00	5.00	4.00	-0.25	-0.75	-1.00	-1.00	-2.75

Oczekujemy wystramiania krzywych w regionie



Spodziewamy się utrzymania tegorocznej tendencji do stopniowego wystramiania się krzywych swap w regionie w kolejnych kwartałach wraz z kontynuacją łagodzenia polityki pieniężnej.

Spready kredytowe asset swap rosły w trakcie roku dla Polski i Węgier, a lekko spadały dla Czech, choć szczyt rentowności był notowany we wrześniu. Sądzymy, że w 2024 r. powinna dominować tendencja zawężania się spreadów kredytowych w trakcie roku wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym i możliwym wzrostem zainteresowania długiem przez inwestorów zagranicznych. Długoterminowe rentowności obligacji CE4 pozostają w trendzie spadkowym przy zawężaniu spreadu do Bundów.



Rynek przeszacowuje skalę obniżek stóp

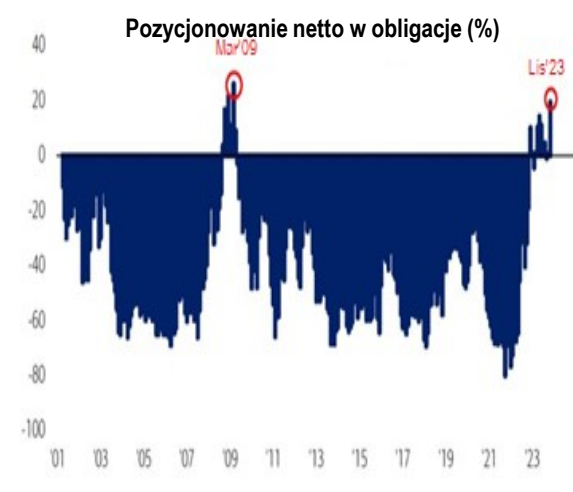
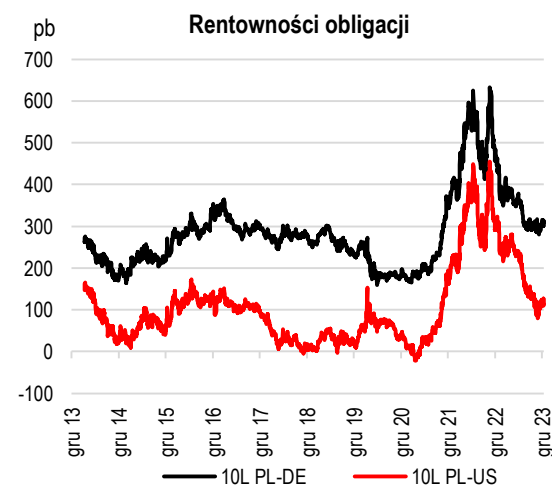
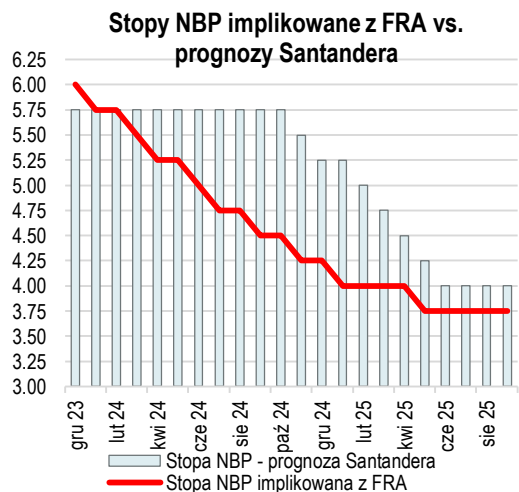
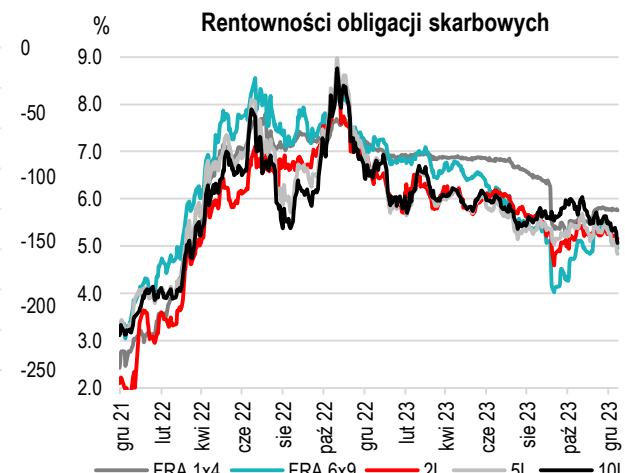
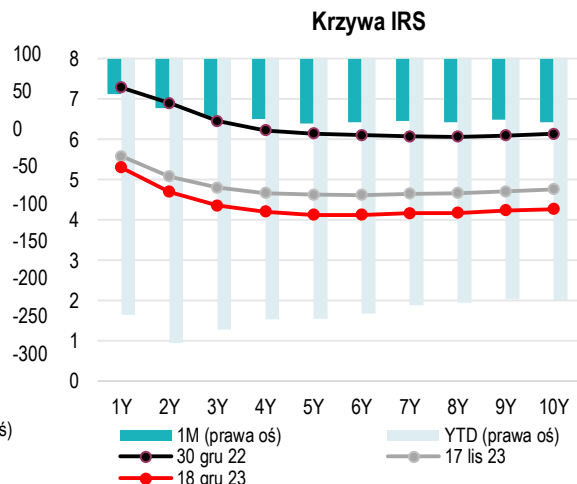
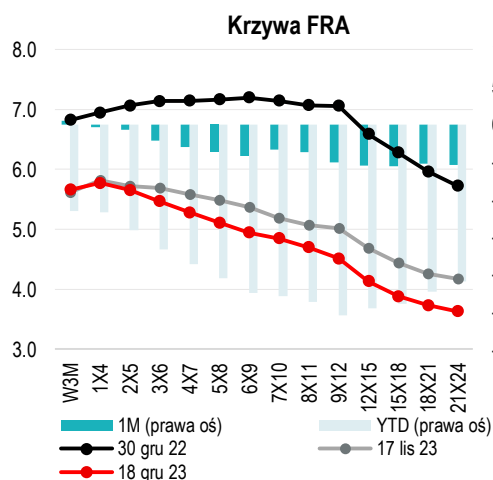


W bazowym scenariuszu zakładamy, że RPP nie obniży stóp procentowych przez długi czas, do IV kw. 2024 r. Jednocześnie zakładamy, że marcowa projekcja inflacji będzie wyższa niż listopadowa i będzie argumentem do utrzymania mało gołejbkiej retoryki. Te czynniki naszym zdaniem mogą prowadzić do korekt w górę zarówno na rynku FRA, jak i na krótkoterminowych swapach i obligacjach.

NBP może prowadzić relatywnie jastrzębią politykę gospodarczą na tle innych krajów regionu, ale też spójną z różnicami w tempie dezinflacji i z szybszym wzrostem PKB.

Koniec roku stoi pod znakiem znacznego spadku rentowności. Jest to efekt zarówno ruchu na rynkach bazowych jak i możliwego budowania pozycji przed globalnym cyklem obniżek stóp. Potencjalnie może to też wynikać ze zwiększonego zainteresowania krajowym długiem ze strony inwestorów zagranicznych po wyborach w związku z wcześniejszym niedoważeniem Polski w portfelach, czego jednak nie widać jeszcze w danych MF nt. struktury inwestorów za październik.

Spread do Bundów jest w okolicy długoterminowej średniej 300 pb i sądzimy, że trudno będzie wyraźnie przełamać ten poziom w perspektywie najbliższego roku. Obniżki stóp w strefie euro zaczną się wcześniej niż w Polsce, a skala emisji długu w kraju będzie wysoka.



Źródło: ankieta Bank of America wśród klientów – zarządzających aktywami

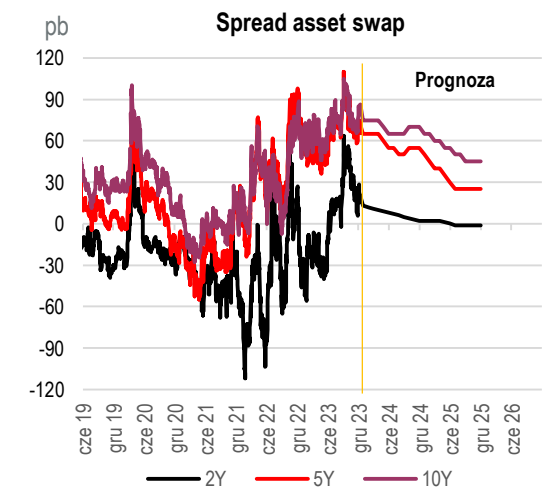
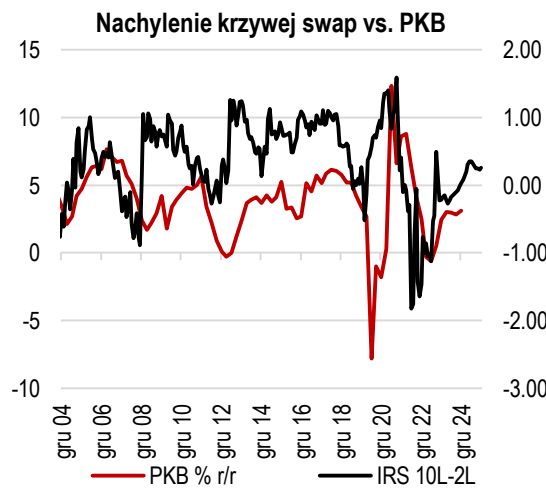
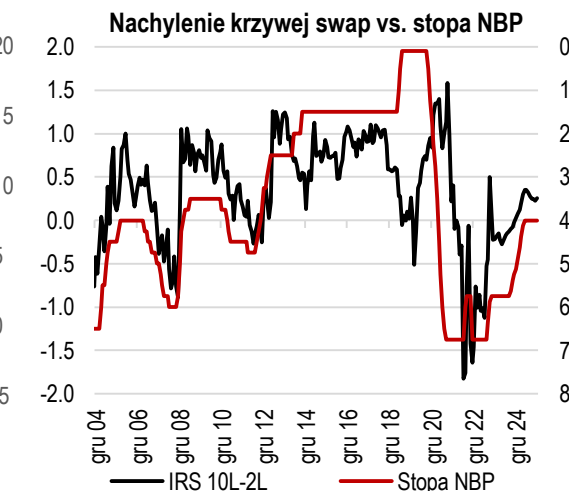
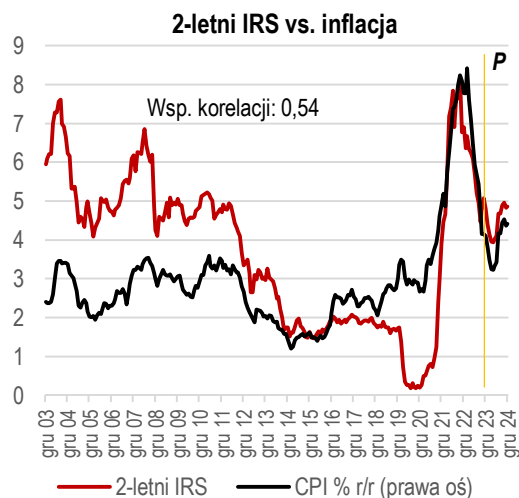
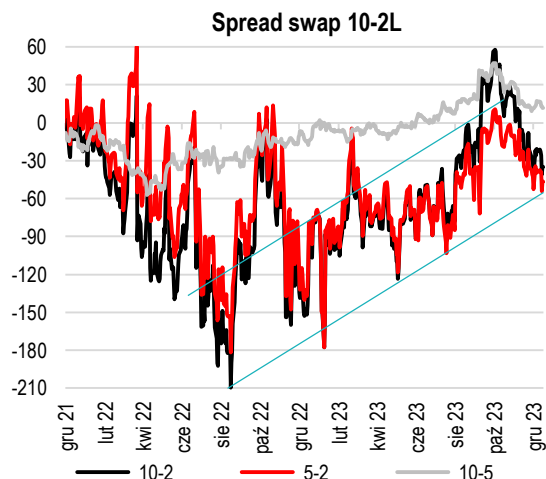
Wystramianie krzywej i powolna poprawa kredytu



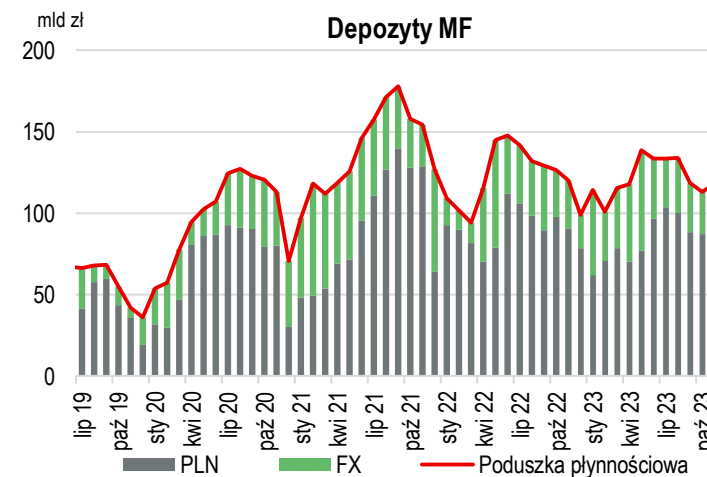
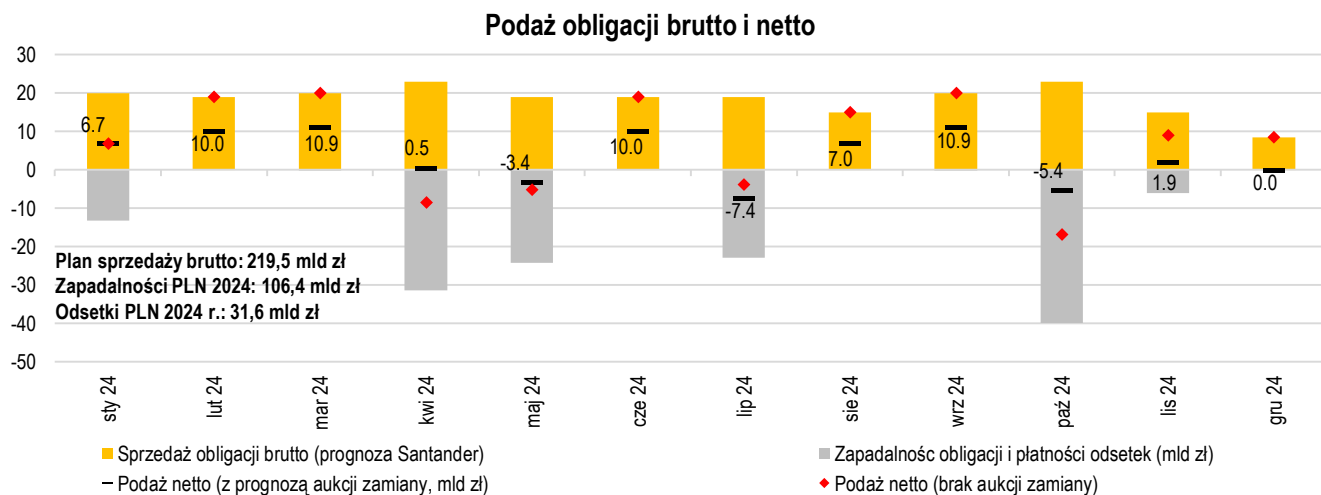
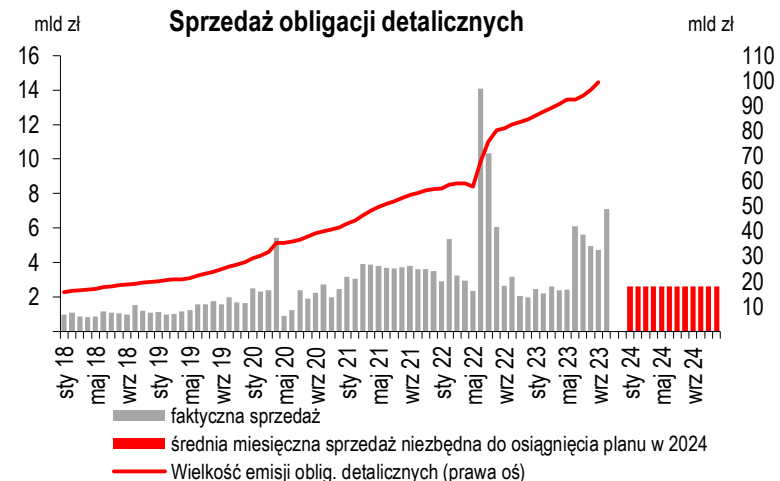
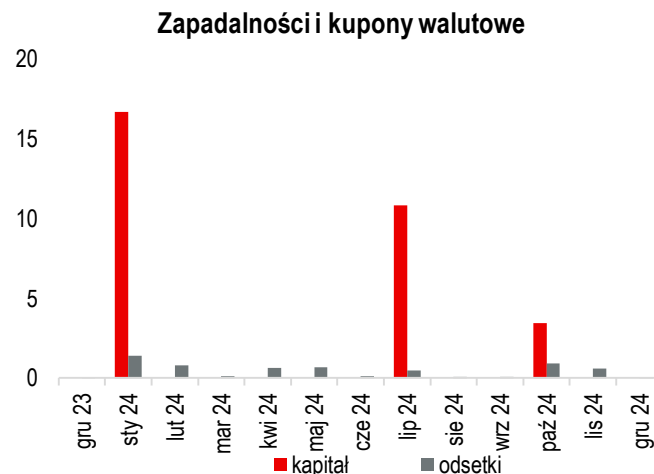
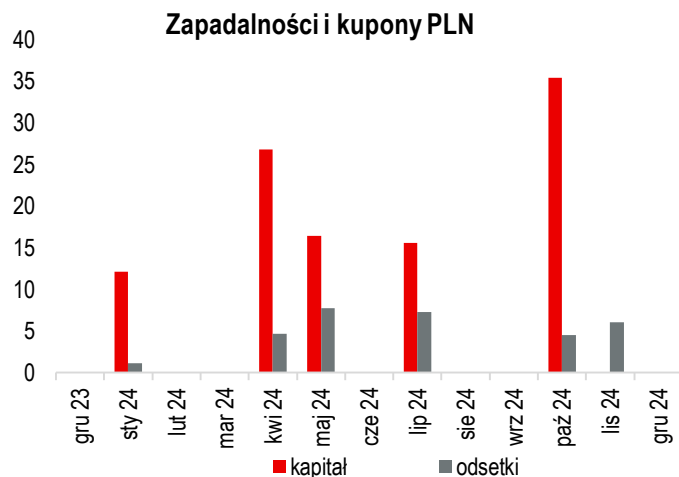
Sądzymy, że w horyzoncie kolejnych kwartałów krzywa swap ma potencjał do dalszego wystramiania. Obecnie wskazuje na to sytuacja techniczna po sporym wyplaszczeniu w ostatnich tygodniach. Wsparciem dla tego scenariusza jest też obniżona prognoza inflacji na I poł. roku, w tym szczególnie na I kw. W dłuższej perspektywie stromienie będzie postępować wraz ze stopniowym spadkiem stóp NBP.

Jednak zakładamy też, że marcowa projekcja NBP ma spory potencjał do zaskoczenia po jastrzębiej stronie i może być argumentem za utrzymaniem stóp NBP na niezmiennym poziomie na dłużej. Wobec tego możliwe jest przejściowe wyplaszczenie krzywej na tym zdarzeniu.

W pierwszych miesiącach roku spready kredytowe mogą się rozszerzać za sprawą znacznych emisji brutto. Przyspieszenie PKB i zwiększony popyt na obligacje przed oczekiwanym cyklem obniżek stóp mogłyby potencjalnie wpływać na zawężenie spreadów w dalszej części roku. Jednak emisje utrzymają się na wysokim poziomie przez cały przyszły rok przy wciąż wysokich zapadalnościach także w 2025 r. W efekcie spready pozostaną sporo powyżej wieloletniej średniej. Ponadto krajowy rynek akcji pozostaje relatywnie bardziej atrakcyjny niż obligacje o czym świadczy kontrastująca chociażby z rynkiem amerykańskim premia za ryzyko rynku kapitałowego.



Duże emisje w trakcie roku



Kupują wciąż głównie banki

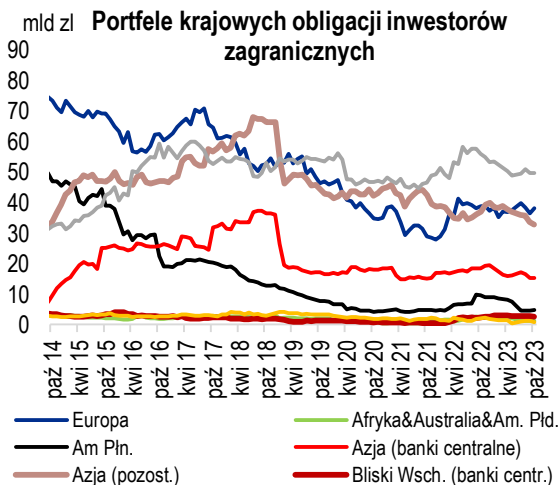
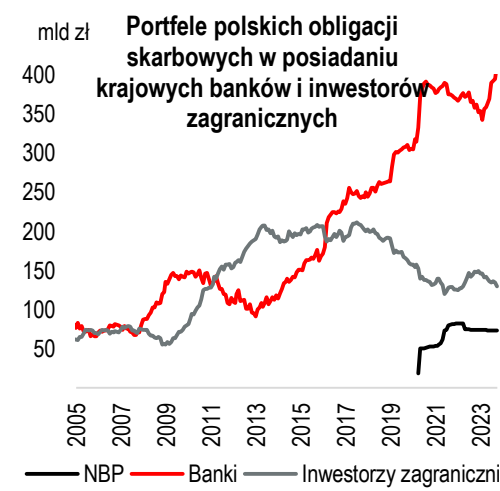
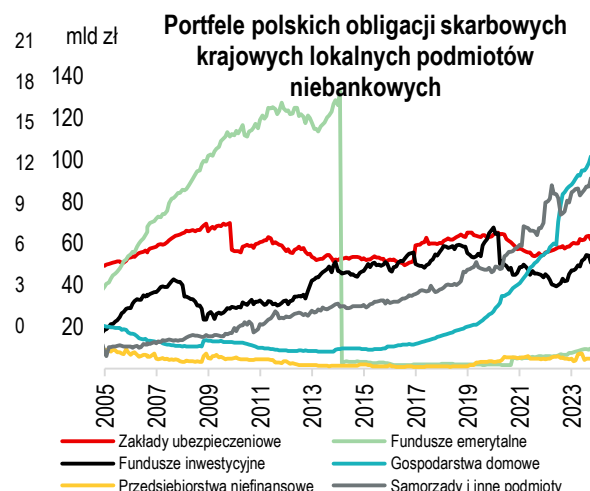
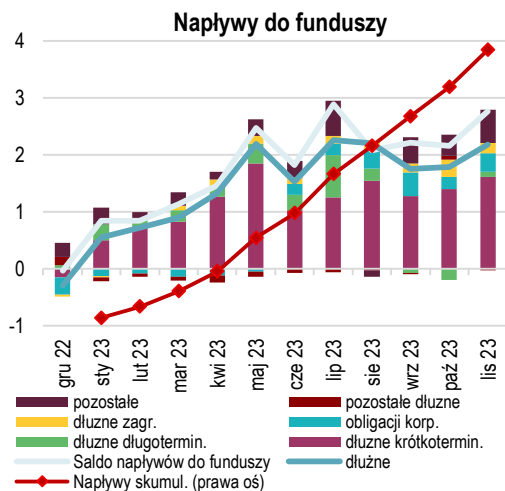


Nieco nieoczekiwanie w III kw. obniżyło się zaangażowanie krajowych funduszy inwestycyjnych w krajowe papiery dłużne, mimo ciągłych napływów od początku roku na łączną kwotę ok. 20 mld zł. Być może to efekt zwiększonej ekspozycji na aktywa zagraniczne wobec wciąż relatywnie wysokiego choć spadającego ostatnio spreadu basis swap. W przypadku jego dalszego spadku zakładamy większe zakupy obligacji krajowych przez fundusze przy zakładanym przez nas napływie środków w 2024 r. na poziomie ok. 10-12 mld zł.

Po tym jak w tym roku już w październiku zakupy inwestorów detalicznych przekroczyły roczny plan emisji, zakładamy, że plan MF na poziomie ok. 7 mld zł netto na 2024 r. również może zostać pobity.

Głównym kupującym krajowy dług zapewne pozostaną krajowe banki. Podtrzymujemy prognozę zakupu przez nie nawet ok. 100 mld zł netto, a sprzyjać temu może wystramianie krzywej.

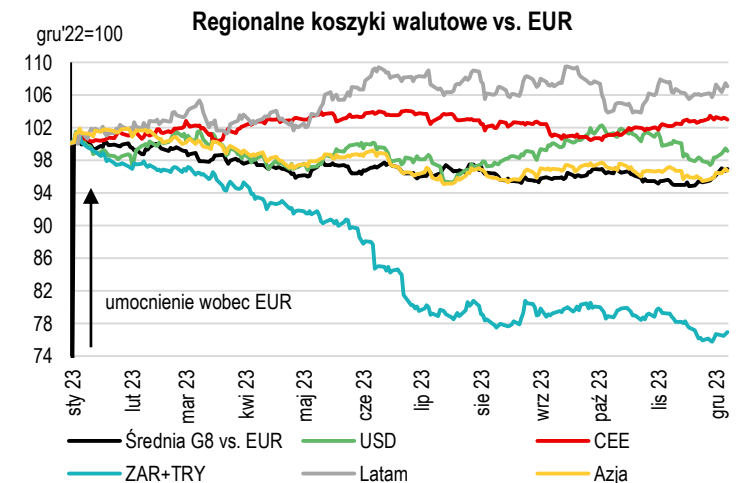
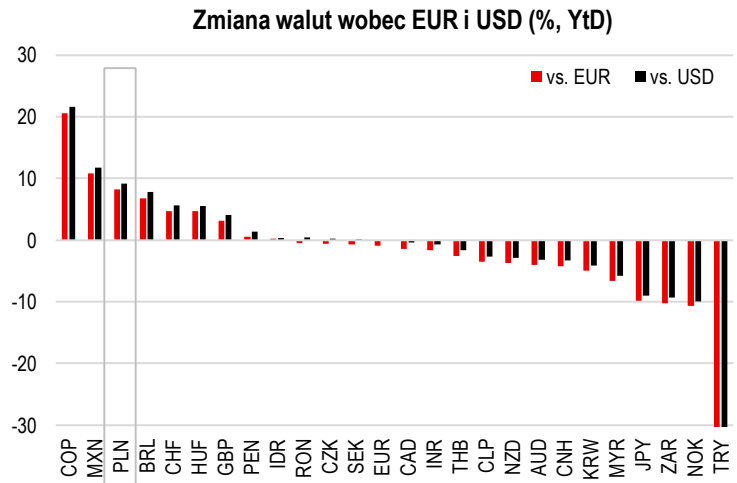
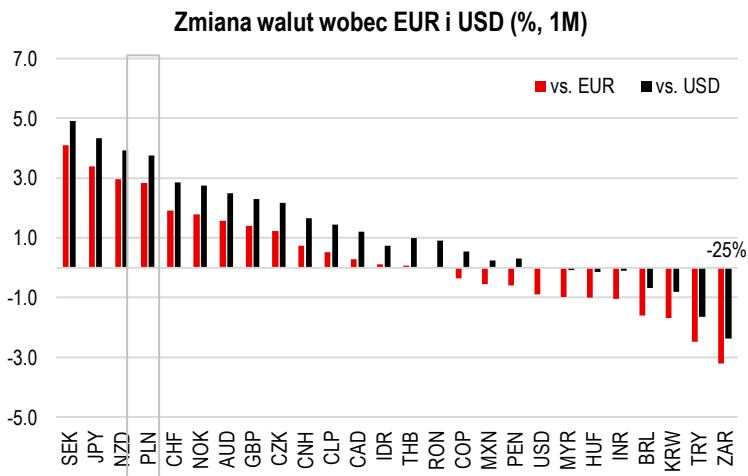
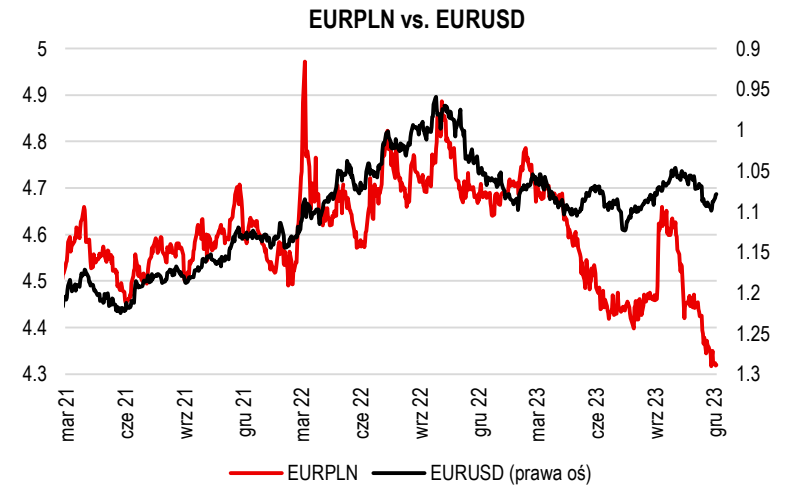
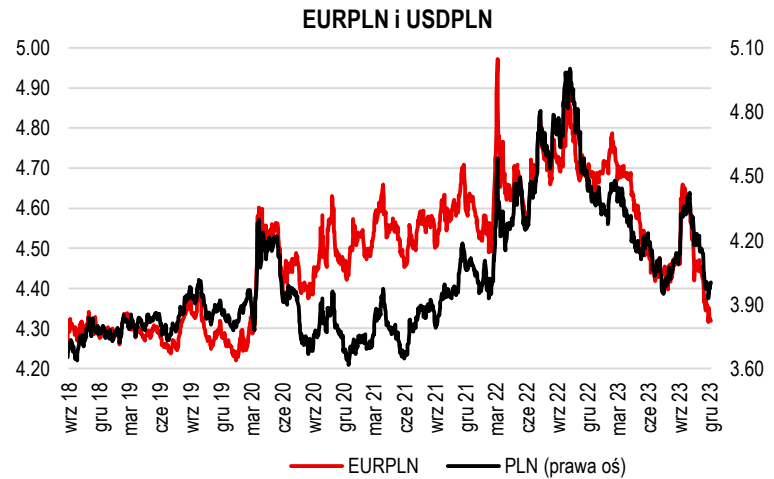
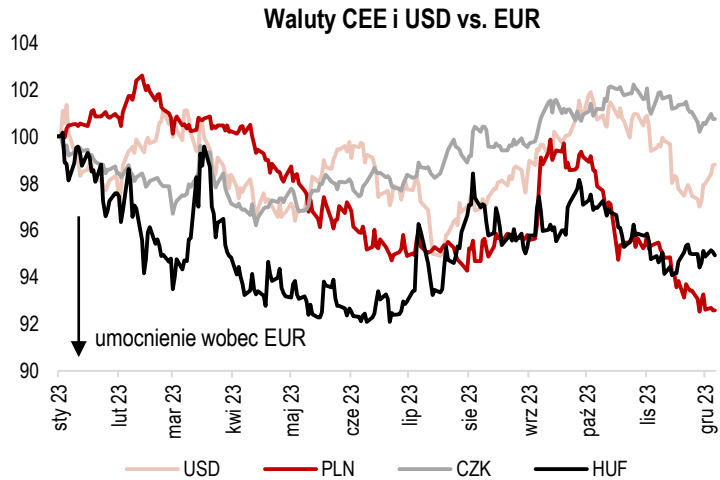
Po wielu latach redukcji zaangażowania na krajowym rynku długu przez inwestorów zagranicznych (z wyjątkiem roku 2022), ich rola w finansowaniu krajowego długu może ponownie wzrosnąć. Odbudowie popytu powinien sprzyjać globalny cykl obniżek stóp, perspektywa słabnącego dolara i zmiana rządu, a zniechęcać mogą wysokie emisje, dosyć atrakcyjne rentowności krajowych obligacji w USD i EUR, czy dodanie Indii do globalnych indeksów obligacyjnych. Atrakcyjność krajowego długu dla zagranicznych inwestorów mogłaby wzrosnąć także przy dalszym spadku spreadu basis swap.



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

	Banki	NBP	Inwestorzy zagraniczni	Fundusze inwestycyjne	Ubezpieczyciele	Gosp. Domowe *	Sektor rządowy i samorządowy	Inni	Ogółem	Ogółem (rynkowe SPW)
2015	20.7	0.0	10.8	0.2	-0.7	1.4	0.8	-0.5	32.7	31.3
2016	64.0	0.0	-14.2	3.1	6.9	1.1	4.4	3.3	68.7	67.6
2017	8.4	0.0	10.2	6.9	0.8	4.2	2.4	2.8	35.6	31.4
2018	20.2	0.0	-11.3	-1.7	5.3	4.1	9.2	9.2	34.9	30.9
2019	40.9	0.0	-34.1	12.0	-0.8	7.4	-0.7	-45.3	-20.6	-28.1
2020	66.9	58.5	-23.6	-18.8	-7.0	13.4	12.6	5.2	107.3	94.0
2021	-10.4	28.4	-9.2	-3.3	-1.6	14.4	20.3	-0.1	38.6	24.2
2022	-11.7	-8.7	21.6	1.8	3.9	32.8	4.7	2.0	46.5	13.6
1-X'23	59.6	-2.0	-16.1	7.2	2.4	18.3	-1.6	10.0	77.9	59.6
2023P	70	-2.0	-16.1	10	4	26.3	-1.6	12.2	102.9	76.5
2024P	100.0	-4.5	20.0	15.0	3.0	15.0	6.0	6.0	160.5	145.5

Mocny koniec roku dla złotego ...





... po wyborach i przy bardziej jastrzębiej RPP

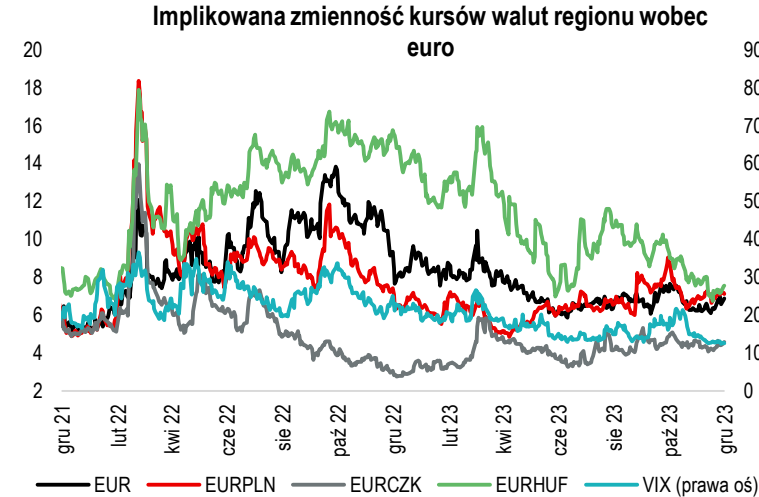
W ostatnich tygodniach złoty był jedną z najlepszych walut gospodarek wschodzących. Przez pewien czas umocnieniu złotego do euro sprzyjało osłabianie się dolara, ale nawet jego późniejsze odreagowanie nie zaszkodziło złotemu.

Korzystny wpływ na złotego miał przede wszystkim wynik wyborów, który zwiększył oczekiwania rynku na napływ środków unijnych, ale także na mniejsze zaangażowanie w spółkach Skarbu Państwa czy lepsze perspektywy fiskalne, co prowadziło do zwiększenia ekspozycji inwestorów zagranicznych na krajowe akcje i potencjalnie zmniejszenia niedoważenia w krajowym długu.

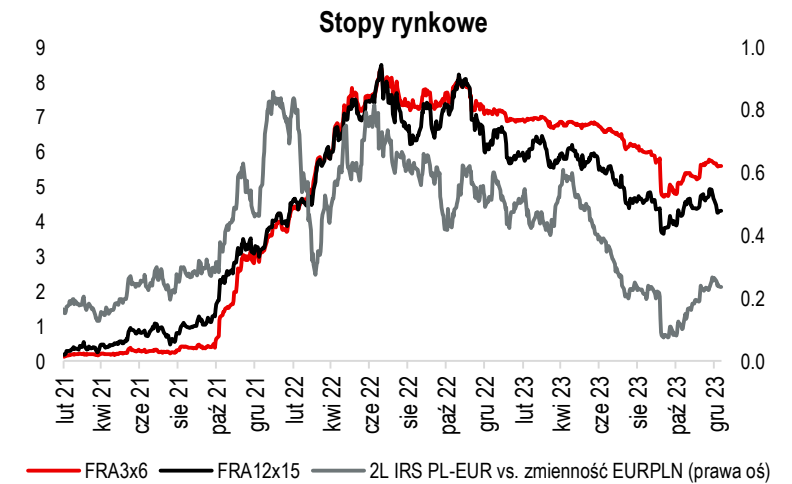
Sądzymy, że w 2024 roku złoty pozostanie stosunkowo mocny. Prognozujemy średni kurs EURPLN poniżej 4,30, przy czym zmienność może okresowo rosnąć pod wpływem napięć politycznych i geopolitycznych.

Czynniki, które sprzyjały złotemu w końcówce 2023 r. pozostaną naszym zdaniem aktualne w kolejnym roku z małymi wyjątkami. Wsparciem dla krajowej waluty będzie prawdopodobny większy napływ środków unijnych, wyższa aktywność gospodarcza, bardziej jastrzębie nastawienie NBP niż wycenia obecnie rynek, słabszy dolar i potencjalnie wyższe zakupy obligacji złotych przez zagranicznych inwestorów.

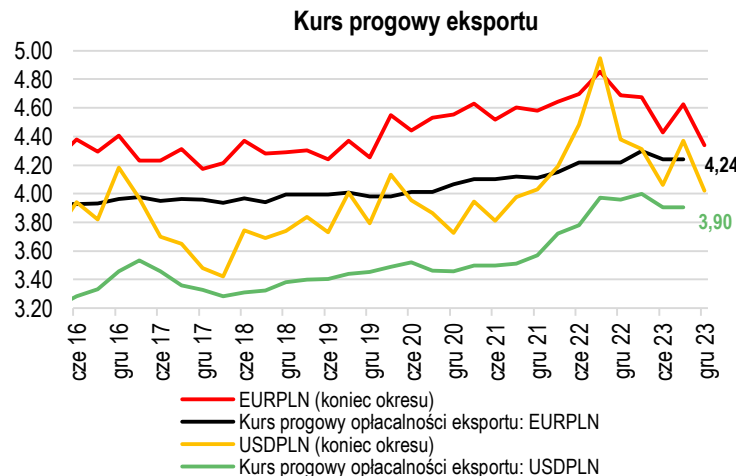
Niska zmienność korzystna dla złotego



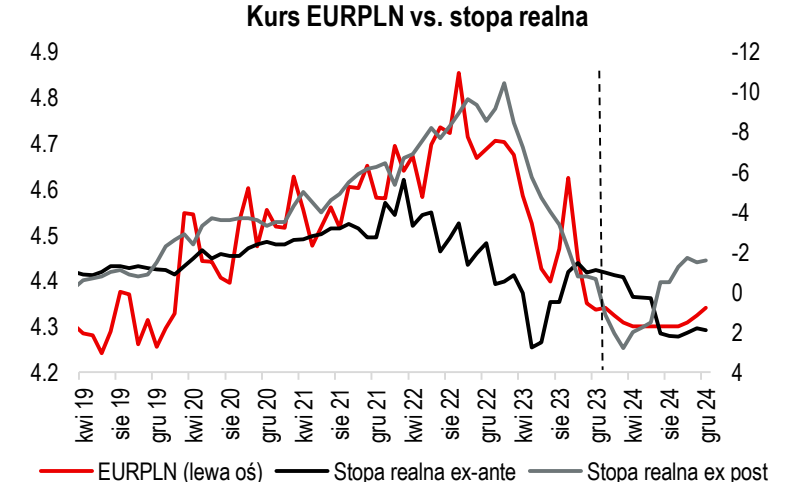
Wzrost dysparytetu stóp wobec strefy euro sprzyjał złotemu



Kurs rynkowy znów bliski prognozy opłacalności eksportu



Stopy realne ex-post i ex-ante dają mieszane sygnały



* Zmiana dla Węgier odnosi się do stopy jednodzinowej

Więcej środków z UE, ale euforia powyborcza opadnie

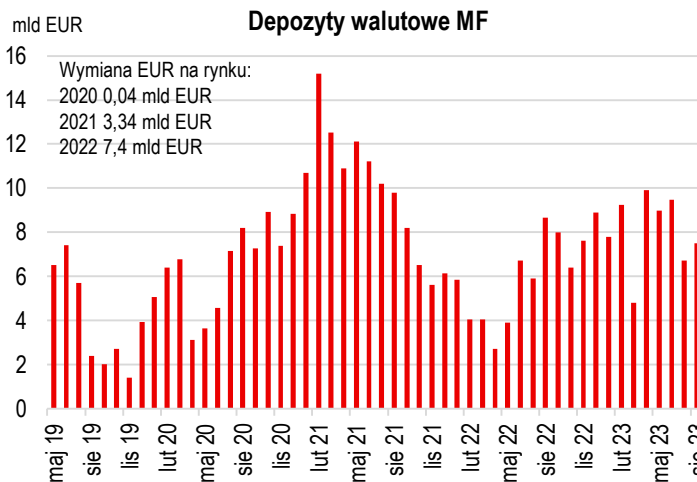


Po zmianie władzy zakładamy większy napływ środków unijnych niż jeszcze kilka miesięcy temu nawet o ok. 10-20 mld EUR. Większy napływ środków unijnych to z jednej strony lepsze nastroje wokół Polski, ale też realnie wyższe depozyty walutowe Ministerstwa Finansów, które będą mogły być wykorzystane do sprzedaży na rynku. Depozyty walutowe będą też powiększane przez emisje obligacji walutowych (6,9 mld EUR netto zaplanowane w budżecie). Przy tej skali napływów walutowych w przyszłym roku, gdyby skala aprecjacji była nadmierna z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego, Ministerstwo Finansów ponownie mogłoby zwiększyć sprzedaż walut w NBP, co sprzyjałoby przyrostowi rezerw walutowych i poprawie pokrycia importu.

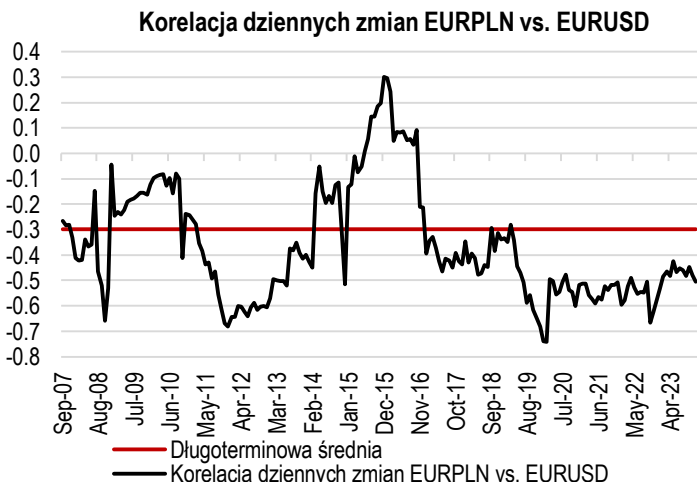
Zakładamy także, że powyborcza euforia może opaść ograniczając popyt na krajowy dług czy akcje, jeśli okaże się, że emisje długu faktycznie są wysokie, a rząd korzysta intensywnie z zasobów finansowych spółek Skarbu Państwa, żeby zaspokoić potrzeby finansowe, szczególnie, że mogą one być wyższe niż wcześniej planowano.

Złoty umocnił się relatywnie bardziej niż zawężyły się spready kredytowe, ale bardziej spodziewamy się opóźnionego spadku spreadów niż znacznie słabszego złotego.

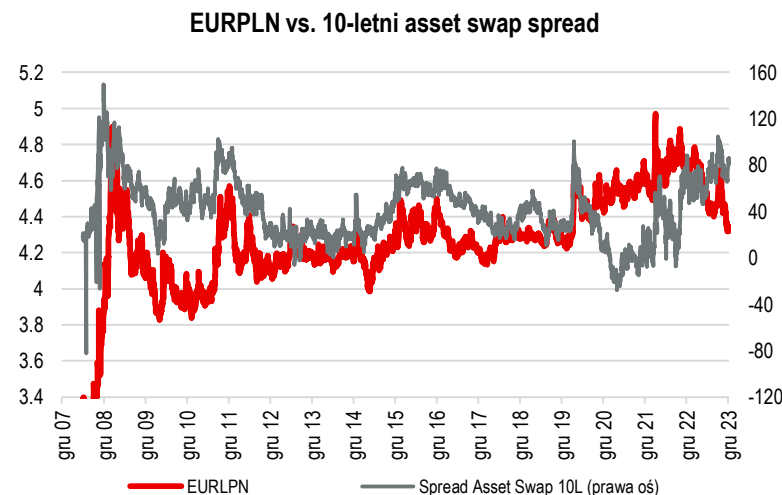
Wysokie depozyty walutowe umożliwią dalszą sprzedaż FX przez MinFin na rynku



Oslabianie dolara do euro może sprzyjać złotemu



Zakładamy powolny spadek spreadu kredytowego



Powrót sprzedaży walut MF w NBP oznaczałoby poprawę relacji pokrycia importu rezerwami



Ryzyko geopolityczne i mocny jen



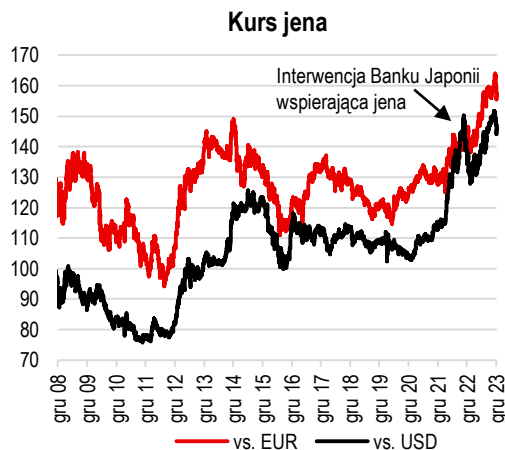
Negatywny wpływ na złotego może mieć pogorszenie w bilansie obrotów bieżących w przyszłym roku za sprawą wysokiej konsumpcji i słabego eksportu, które dopiero przed nami.

Pozycje carry trade oparte o dysparytet stóp procentowych w środowisku obniżek stóp w krajach rozwijających się i potencjalnych podwyżek stóp w Japonii mogłyby działać negatywnie na złotego. Jednak być może skłonność Japonii do podwyżek stóp nie będzie wysoka wobec wysokiego długu publicznego, a obniżki stóp w Polsce nastąpią późno.

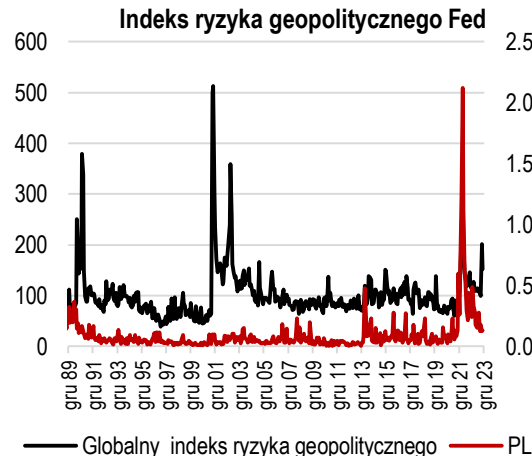
Ryzyko geopolityczne może wzrosnąć przy nierozstrzygniętej wojnie na Ukrainie, a obecna wycena rynkowa tego czynnika ryzyka jest naszym zdaniem relatywnie niewielka. W tym kontekście istotne będą wybory prezydenckie w USA, tym bardziej, że w sondażach prowadzi D. Trump, który preferował mniejsze zaangażowanie USA zagranicą i chce szybkiego zakończenia wojny, a poparcie na finansowanie wojny spadło. Przy wygranej D. Trumpa w 2016 r. dolar się umacniał, a stopy rynkowe w USA rosły.

Mocny złoty oznacza ujemny wynik NBP z tytułu zmian kursowych (według naszych szacunków nawet -20-30 mld zł.) Oznacza to brak wpłaty do budżetu zaplanowanej na 6 mld zł, ale też bez konieczności dokapitalizowania NBP.

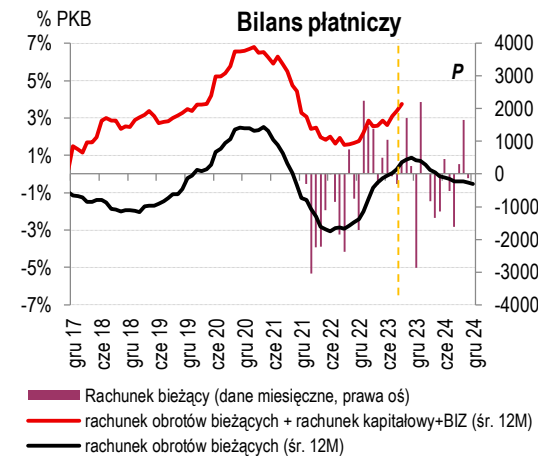
Bank Japonii niekoniecznie musi szybko podnosić stopy



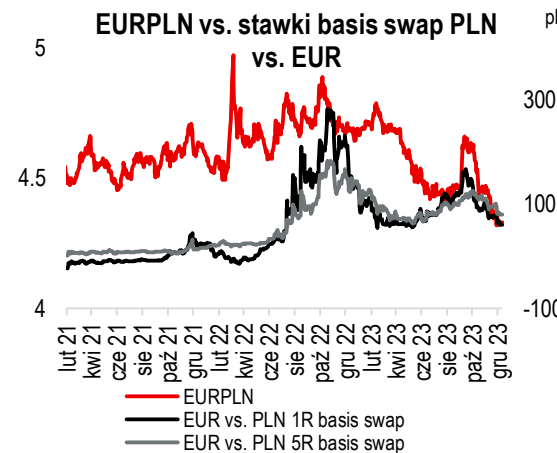
Ryzyko geopolityczne dla regionu może jeszcze wzrosnąć



Oczekujemy słabszego salda obrotów bieżących w 2H23



Basis swapy pozostają wysokie, ale ich spadek może zachęcić do zakupów obligacji przez zagranicznych inwestorów



NBP odnotuje stratę w wyniku umocnienia złotego i nie dostarczy 6 mld zł do budżetu

	USD	AUD	CAD	NZD	EUR	GBP	NOK	Suma
Udział w rezerwach FX	41%	8%	10%	3%	20%	12%	6%	100%
Zasoby FX wg średniego kursu NBP na koniec 22 r. (mld zł)	223	44	53	15	105	63	29	531
Średni kursu 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 gru)	4.01	2.63	2.95	2.45	4.32	5.02	0.37	
Wynik FX (%) (bieżący kurs rynkowy vs. koszt zakupu FX)	-0.4	-11.4	-9.1	-12.9	-6.5	-5.0	-12.2	
Kontrybucja do wyniku NBP YtD (wg bieżącego kursu) mld zł	-0.8	-5.0	-4.8	-1.9	-6.8	-3.2	-3.6	-26.0

Prognozy

6



Prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	mld PLN	2 631.3	3 067.5	3 396.9	3 662.4	799.9	816.7	845.4	934.9	835.2	865.2	936.7	1 025.3
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.6	3.0	-0.3	-0.6	0.5	2.5	3.0	3.0	2.8	3.1
Popyt krajowy	% r/r	8.5	5.2	-3.0	5.0	-4.8	-2.9	-5.2	0.2	4.6	4.9	6.3	4.3
Spożycie indywidualne	% r/r	6.2	5.2	0.0	4.4	-2.0	-2.8	0.8	3.9	4.3	5.0	4.2	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1.2	4.9	7.8	3.9	6.8	10.5	7.2	7.0	6.0	2.5	3.0	4.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	14.5	10.4	-1.6	4.7	-0.9	-3.3	-2.5	0.4	1.3	5.6	6.7	5.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1.6	7.6	4.2	5.9	1.9	0.6	5.4	7.4	-1.2	5.8	9.2	7.2
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	7.4	5.5	-2.9	3.7	-5.3	-6.8	-2.6	2.7	4.8	3.0	3.0	4.0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	8.9	12.1	12.8	10.7	14.3	13.8	11.0	12.1	11.0	10.7	10.7	10.2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0.6	2.0	0.5	0.3	1.0	0.8	0.4	-0.2	0.2	0.1	0.3	0.5
Stopa bezrobocia*	%	5.8	5.2	5.1	4.9	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	4.9	4.8	4.9
Rachunek bieżący	mln EUR	-7 398	-15 716	5 707	-4 681	5 089	1 181	33	-596	1 212	-2 189	-2 002	-1 702
Rachunek bieżący	% PKB	-1.3	-2.4	0.8	-0.5	-0.7	-0.1	0.6	0.8	0.2	-0.2	-0.4	-0.5
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-1.8	-3.8	-5.3	-5.1	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	5.1	14.3	11.6	5.5	17.0	13.1	9.7	6.5	3.9	4.1	6.7	7.2
CPI *	% r/r	8.6	16.6	6.5	7.1	16.1	11.5	8.2	6.5	3.1	4.4	7.2	7.1
Inflacja bazowa	% r/r	4.1	9.1	10.2	5.0	12.0	11.6	9.7	7.3	5.8	4.5	4.6	4.9

* 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	5.75	5.25	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25
WIBOR 3M	%	0.54	6.02	6.52	5.72	6.93	6.90	6.50	5.76	5.85	5.84	5.75	5.42
Rentowność obligacji 2L	%	0.79	6.35	5.67	4.61	6.16	6.00	5.31	5.23	4.80	4.70	4.62	4.34
Rentowność obligacji 5L	%	1.39	6.36	5.67	4.96	6.11	5.92	5.34	5.31	5.05	5.08	4.95	4.78
Rentowność obligacji 10L	%	1.97	6.10	5.84	5.00	6.16	5.99	5.63	5.58	5.13	5.08	4.98	4.83
IRS 2L	%	1.19	6.62	5.65	4.54	6.39	6.18	5.05	4.99	4.64	4.60	4.58	4.33
IRS 5L	%	1.69	5.92	5.03	4.27	5.53	5.37	4.59	4.62	4.28	4.39	4.32	4.08
IRS 10L	%	2.01	5.68	5.11	4.31	5.47	5.34	4.80	4.82	4.38	4.38	4.33	4.15
EUR/PLN	PLN	4.57	4.69	4.54	4.29	4.71	4.55	4.50	4.41	4.28	4.25	4.28	4.35
USD/PLN	PLN	3.86	4.46	4.20	3.82	4.39	4.18	4.13	4.10	3.90	3.82	3.78	3.80
CHF/PLN	PLN	4.22	4.67	4.67	4.12	4.75	4.65	4.68	4.59	4.28	4.11	4.05	4.07
GBP/PLN	PLN	5.31	5.50	5.22	4.80	5.33	5.23	5.23	5.08	4.86	4.75	4.75	4.83

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **18.12.2023** 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. i 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. i 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

