

Przedwiośnie

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ PKB	s. 7
■ Eksport	s. 9
■ Wskaźniki koniunktury	s. 10
■ Konsumpcja	s. 12
■ Inwestycje	s. 14
■ Fundusze unijne	s. 17
■ Rynek mieszkaniowy	s. 20
■ Inflacja	s. 21
■ Rynek pracy	s. 24
■ Polityka pieniężna	s. 26
■ Polityka fiskalna	s. 29
■ Rynek długu	s. 32
■ Rynek walutowy	s. 39
■ Tabela z prognozami	s. 45



Podsumowanie (makro)

Ponad dwa lata od rozpoczęcia pełnoskalowej inwazji rosyjskiej na Ukrainę i mniej więcej rok od zawirowań w sektorach bankowych w USA i Europie, wizja tzw. twardego lądowania w światowej gospodarce nie tylko się nie zrealizowała, ale wciąż się oddala w bliżej nieokreśloną przyszłość. Nie oznacza to, że wszystko jest świetnie, ponieważ np. koniunktura w gospodarce niemieckiej wciąż wyróżnia się mocno negatywnie na tle innych krajów, co dla dużej części polskich firm jest nie lada wyzwaniem. Niemniej, pojawia się coraz więcej sygnałów, że światowy przemysł najgorsze ma już za sobą ([str.11](#)).

Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w Polsce na ten rok na poziomie ok. 3%, wierząc, że umiarkowany wzrost konsumpcji i inwestycji oraz odwrócenie cyklu zapasów będą w stanie zrównoważyć utrzymującą się jeszcze jakiś czas słabość popytu zewnętrznego. Wydatkom konsumentów ([s.12](#)) będzie sprzyjać solidny wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych, a inwestycjom ([s.14](#)) m.in. realizacja projektów infrastrukturalnych w tym finansowanych ze środków UE, których odblokowanie zostało już potwierdzone przez Komisję Europejską. Strumień środków unijnych napływających do Polski może się okazać nawet większy niż szacowaliśmy do niedawna ([s.17](#)), o ile rządowi uda się, zgodnie z najnowszymi sugestiami, przyspieszyć wnioski o płatności kolejnych transz.

Gospodarka wchodzi w nową fazę ożywienia z bardzo niskim bezrobociem ([s.24](#)), co z jednej strony oznacza, że presja płacowa nie da o sobie szybko zapomnieć, z drugiej strony powinno skłaniać firmy do większej skali inwestycji w zakresie unowocześniania i automatyzacji produkcji.

Scenariusz inflacyjny na ten rok nieco się zmienił od naszego grudniowego raportu, ale nie co do kształtu trajektorii, tylko skali wahań ([s.21](#)). Nadal zakładamy spadek stopy inflacji CPI do marca, kiedy osiągnie ona 2,5% r/r lub nawet nieco poniżej (lekkie przesunięcie najniższego punktu w dół to efekt głównie niższych niż oczekiwaliśmy cen żywności). W dalszej części roku stopa inflacji zacznie odbijać w górę pod wpływem odwracania efektów bazy i wycofywania tzw. tarcz antyinflacyjnych. Decyzje rządu w tej sprawie nie zostały jeszcze ostatecznie podjęte, ale pod wpływem ostatnich wypowiedzi obniżamy skalę przewidywanych wzrostów cen energii w II półroczu, w efekcie czego nasza prognoza na koniec br. przesuwana się z niemal 7% na nieco powyżej 5% r/r. Prognozy inflacji bazowej jednak istotnie się nie zmieniły – nadal spodziewamy się jej zakotwiczenia na kilka kwartałów w przedziale 4,5-5,0% r/r pod wpływem wysokiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

RPP utrzymuje stopy procentowe bez zmian i taka sytuacja może się naszym zdaniem utrzymać do końca tego roku ([s.26](#)). Za komunikacją ze strony RPP trudno ostatnio nadażyć: jeden z członków sugerował w styczniu możliwość ilościowego zacieśnienia (QT), a miesiąc później skup obligacji przez NBP, prezes NBP w lutym sugerował brak większości za obniżką do końca roku, w marcu nie był w stanie przewidzieć dalej niż do czerwca. Teoretycznie wszystkie drzwi pozostają otwarte, ale w naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie status quo, szczególnie jeśli Sejm rozpocznie procedurę związaną z zapowiadany wnioskiem o odpowiedzialność konstytucyjną wobec prezesa NBP, która naszym zdaniem dodatkowo usztywni politykę pieniężną.

Perspektywy fiskalne na razie istotnie się nie zmieniają: nadal oceniamy, że deficyt finansów publicznych w tym roku może być zbliżony do zeszłorocznego i zapewne przekroczy 5% PKB ([s.29](#)). Z jednej strony, rząd zapewne wolałby uniknąć nowelizacji tegorocznego budżetu (m.in. z uwagi na możliwe veto prezydenta), z drugiej strony niektóre założenia ustawy budżetowej po stronie dochodowej będą trudne w realizacji, a po stronie wydatkowej rozważane są propozycje, które w sumie mogą generować koszty rządu kilkudziesięciu miliardów złotych. Dobrą wiadomością jest w tej sytuacji wysoki stan zaawansowania w finansowaniu potrzeb pożyczkowych (który wg MF osiągnął już 50%).



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Od dłuższego czasu kurs złotego utrzymywał się w wąskim przedziale wahań, po tym jak wygaśł powyborczy aprecjacyjny rozpęd. W połowie marca kurs EURPLN przebił wyraźniej 4,30 w dół i sądzimy, że złoty ma szansę umocnić się wobec euro w kierunku 4,20. Na rzecz umocnienia powinien działać napływ środków unijnych i walut obcych z emisji zagranicznych na rachunek Ministerstwa Finansów. Oceniamy, że MF będzie preferować wymianę większej części środków walutowych na złote w NBP, aby uniknąć nadmiernej aprecjacji złotego. Czynnikiem wspierającym polską walutę będzie także zapewne jastrzębi ton RPP i znacznie późniejszy moment wznowienia obniżek stóp procentowych u nas niż rozpoczęcie ich w strefie euro. W drugiej połowie roku prawdopodobny jest wzrost zmienności na rynkach międzynarodowych związany z wyborami w USA, który może sprzyjać przejściowemu osłabieniu złotego. W dłuższym terminie wsparciem dla złotego będzie w naszej ocenie słabszy dolar i potencjalnie większe zakupy obligacji złotych przez inwestorów zagranicznych. ([str.39](#))

Rynek stopy procentowej

Początek roku 2024 stał pod znakiem zmniejszenia oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych. W rezultacie rosły stawki FRA dotyczące odleglejszych okresów, wzrosły stawki swap, a zbudowana z nich krzywa uległa wypłaszczeniu. Ponadto odnotowano wyraźny spadek spreadów kredytowych dla obligacji skarbowych mimo kumulacji emisji przez resort finansów w I kwartale, co doprowadziło z kolei do lekkiego wystromienia krzywej obligacyjnej i spadku krótkoterminowych rentowności. Sądzimy, że w krótkim terminie jest potencjał do lekkiego wystromienia krzywej swapowej wobec wyraźnego spadku inflacji, ale przejściowość tego zjawiska i względnie jastrzębi wydźwięk RPP będą prowadzić do okresowej fluktuacji nachylenia krzywej. Dłuższy trend wystromienia rozpocznie się dopiero pod koniec roku wraz z prawdopodobnym zbliżaniem się momentu obniżek stóp, który oddalił się naszym zdaniem mniej więcej do połowy 2025 r. Zasadniczo jednak przewidujemy stopniowy spadek stóp swap i rentowności obligacji w perspektywie do końca roku. Widzimy potencjał do korekcyjnego wzrostu spreadów kredytowych w krótkim terminie i niewykluczone, że mógłby on nastąpić także w II połowie roku w okolicach wyborów w USA. Jednak skala apetytu na polski dług sugeruje, że spready kredytowe pozostaną względnie nisko. ([str.32](#))



Prognozy 2024 – co się zmieniło?

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2023	Nasze prognozy w marcu 2024
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 przesuwać się w górę po wyborach parlamentarnych. My też myślelibyśmy o podniesieniu prognozy gdyby nie słabość gospodarki niemieckiej.	Scenariusz bez zmian.
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.	Scenariusz bez zmian.
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.	Scenariusz bez zmian.
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.	Trajektoria inflacji podobna, chociaż ostatnie sygnały z rządu sugerują, że skala wzrostu cen energii od lipca może być mniejsza niż zakładaliśmy w grudniu, w efekcie czego poziom CPI na koniec roku raczej nie przekroczy 6% r/r. Niemniej, prognoza inflacji bazowej na ten rok nadal w przedziale 4,5-5,0%.
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.	Zmiana funkcji reakcji banku centralnego wydaje się nawet większa niż sądziliśmy, w związku z czym nie spodziewamy się obniżek stóp procentowych przynajmniej do końca br.
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.	Scenariusz bez zmian.
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.	Początek roku przyniósł korektę stóp w górę. Możliwe, że spadek inflacji przejściowo obniży stopy rynkowe i doprowadzi do tymczasowego wystromienia krzywej, ale dłuższy trend stromienia rozpocznie się dopiero pod koniec roku wraz ze zbliżaniem się obniżki stóp. Stopy rynkowe mogą się stopniowo obniżać.
Rynek walutowy	Spodziewamy się mocnego złotego, czemu będą sprzyjać późne obniżki stóp NBP, słabszy dolar, wyższe napływy środków UE.	Scenariusz bez zmian.

Gospodarka

1



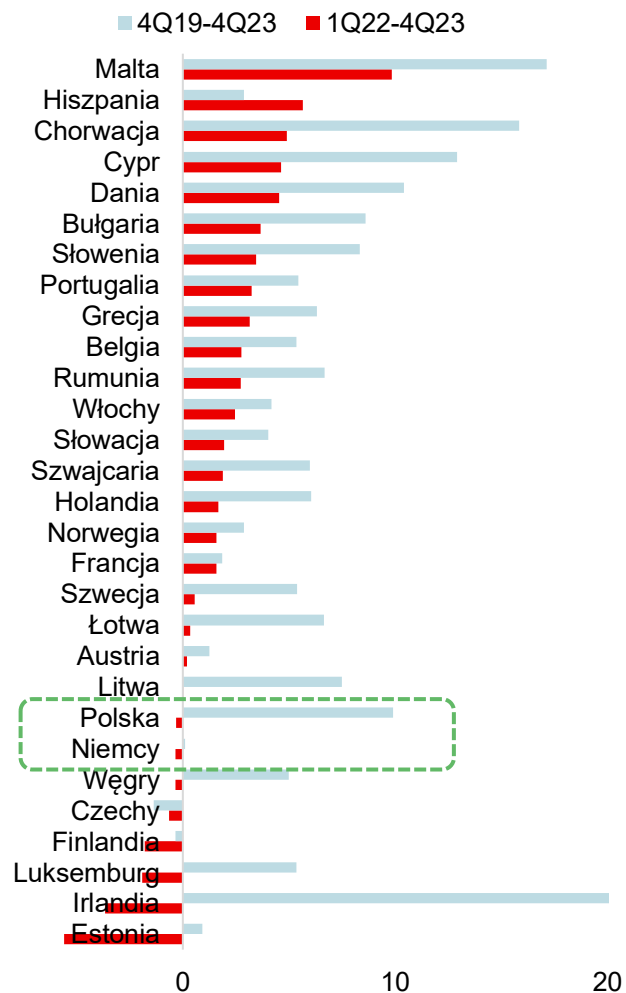
Odbicie PKB w 2023 było rozczarowujące

Wg wstępnych danych polska gospodarka urosła w 2023 r. o 0,2%, co, pomijając pandemiczny rok 2020, jest najniższym wynikiem przynajmniej od połowy lat 90.

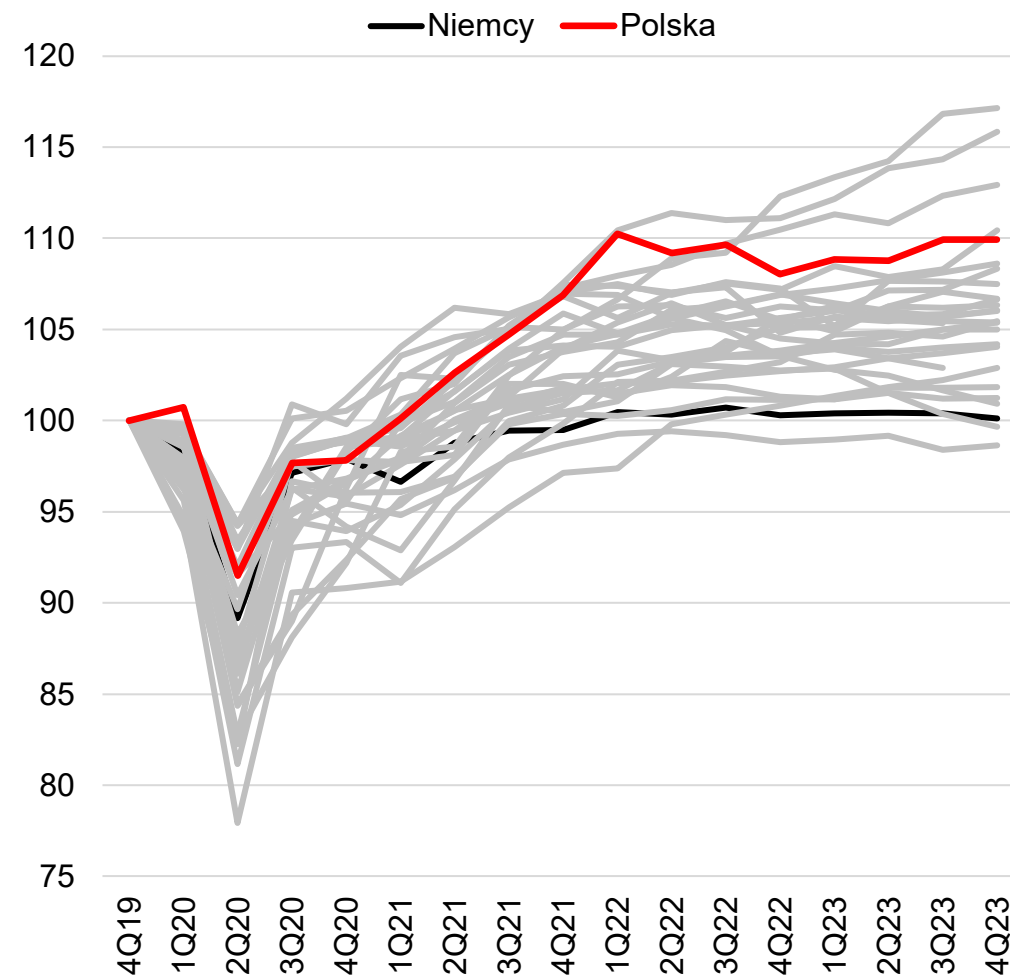
W trakcie roku aktywność ekonomiczna stopniowo wychodziła z dołka, niemniej na tyle niemrawo, że na koniec 2023 r. znajdowała się wciąż nieznacznie poniżej poziomu z początku 2022, na który przypadała kulminacja ożywienia gospodarczego po pandemii Covid-19. W tym porównaniu polska gospodarka wypadła analogicznie jak Niemcy – w obu krajach poziom PKB po korekcie sezonowej w IV kw. 2023 był o 0,2% poniżej poziomu z I kw. 2022 r.

Warto jednak pamiętać, że wstępne wyniki dot. wzrostu gospodarczego mogą z czasem ulegać znacznym rewizjom – tak było np. ze wzrostem PKB w 2022 r. który ostatecznie został skorygowany w górę o 0,4pp. (z 4,9% do 5,3%).

Zmiana PKB w cenach stałych (wyr. sezon.), %



Kraje UE: PKB w cenach stałych (wyr. sezon.), 4Q19=100



Źródło: Eurostat, Santander



... ale nadal stawiamy na przyspieszenie

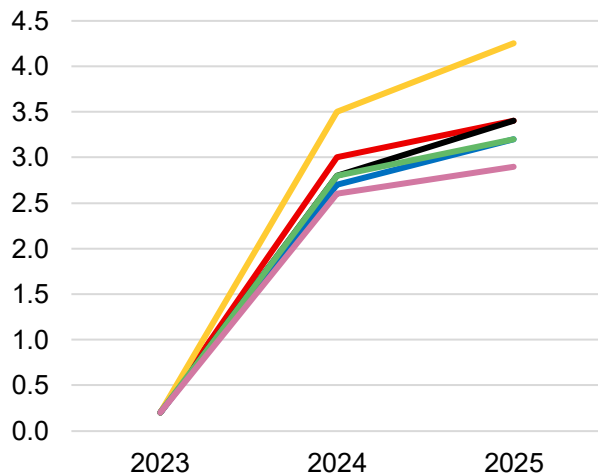
Niezmiennie przewidujemy stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, którego źródłem będzie przede wszystkim poprawa w popycie krajowym: rosnąca dynamika wydatków konsumenckich gospodarstw domowych, dalszy wzrost (choć wolniejszy niż do tej pory) inwestycji, któremu z czasem coraz bardziej będzie sprzyjać rozwiązanie worka z funduszami UE, stopniowe odwrócenie cyklu redukcji zapasów. W najbliższych kwartałach nie liczymy na znaczącą poprawę dynamiki eksportu, ze względu na utrzymującą się stagnację w strefie euro, w szczególności w gospodarce niemieckiej. Przedłużająca się słabość popytu zewnętrznego przy ożywieniu w popycie krajowym powinny prowadzić do umiarkowanego pogorszenia bilansu handlu zagranicznego, co będzie lekko obniżało dynamikę PKB.

Trend ożywienia gospodarki powinien być kontynuowany w 2025, o ile w międzyczasie nastąpi wyczekiwane odbicie od dna koniunktury w strefie euro. Przyspieszeniu wzrostu PKB powinno mocno sprzyjać rosnące wykorzystanie funduszy UE z KPO i aktualnej perspektywy finansowej, opóźnione względem pierwotnych harmonogramów z powodu problemów poprzedniego rządu z praworządnością.

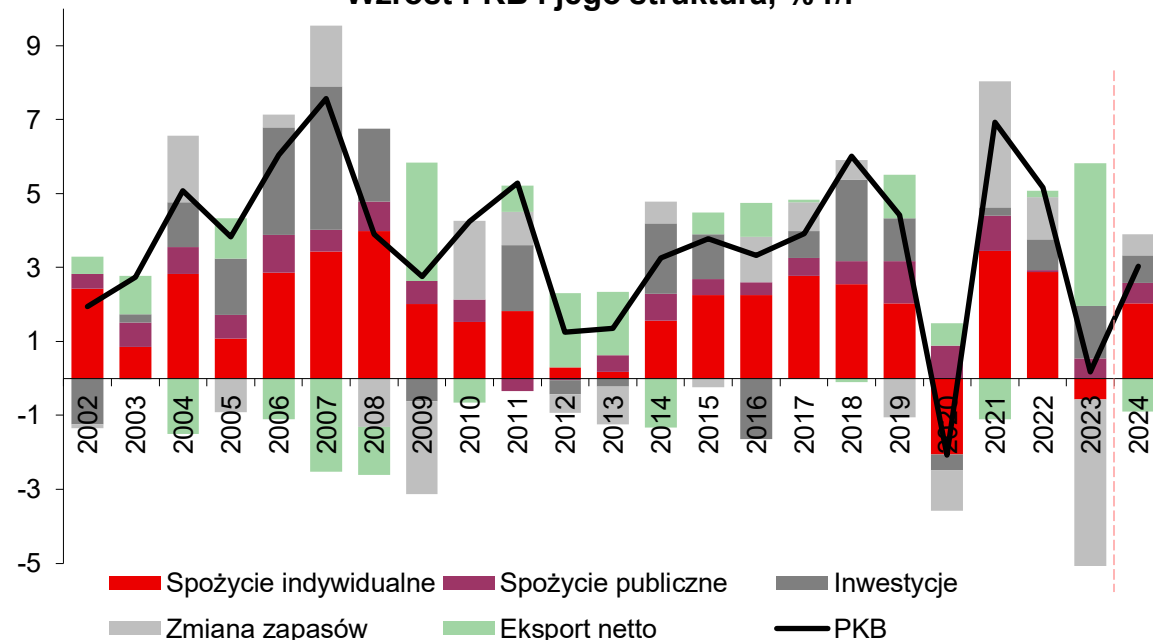
Prognozy wzrostu PKB, %

Źródło (data publikacji)

- Santander (2024/03)
- Bloomberg (2024/03)
- NBP (2024/03)
- KE (2024/02)
- MFW (2024/01)
- OECD (2023/11)



Wzrost PKB i jego struktura, % r/r



Źródło: GUS, Santander





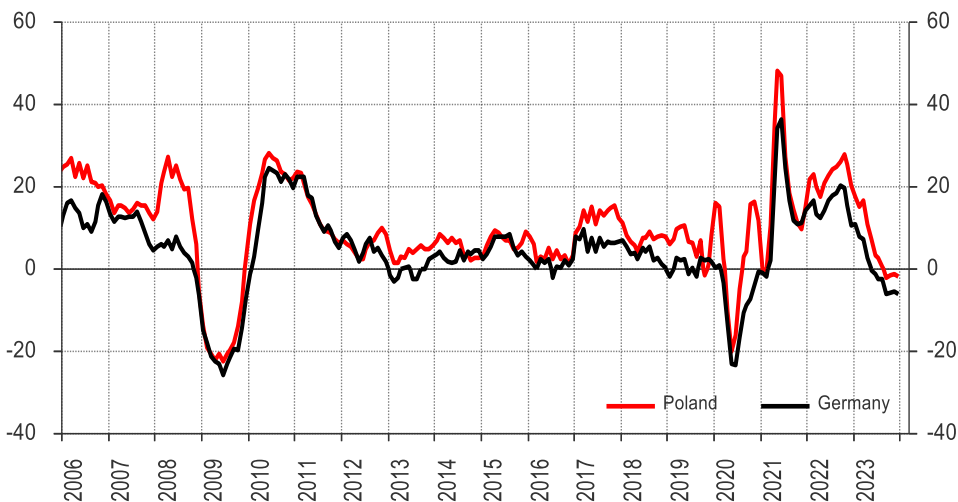
To nie jest dobry czas dla eksporterów

Słabość gospodarki zachodnioeuropejskiej, a w szczególności niemieckiej, będącej głównym odbiorcą polskiego eksportu, coraz wyraźniej przekłada się na wyniki polskich firm, szczególnie z sektora przetwórczego. Oprócz słabości popytu krajowym producentom i eksporterom dodatkowo nie sprzyja pogorszenie warunków konkurencyjności cenowej wynikające m.in. z umocnienia złotego i wyższych niż na zachodzie Europy cen energii.

W tym roku nie powinno to naszym zdaniem przeszkodzić w ożywieniu krajowej gospodarki, ponieważ słabość popytu zewnętrznego będzie kompensowana odbiciem od dna krajowej konsumpcji. Oznaki tego procesu można już zresztą zaobserwować w badaniach NBP nt. sytuacji firm: spadek sprzedaży zagranicznej przy jednoczesnym odbiciu sprzedaży krajowej, pierwszy w historii okres większego wykorzystania mocy produkcyjnych w sektorze nieeksporterów niż eksporterów.

W dłuższym horyzoncie bez ożywienia gospodarczego Niemiec trudno będzie Polsce trwale powrócić na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego. Gdyby negatywne tendencje w strefie euro się utrzymywały, kłopoty eksporterów i przetwórstwa przemysłowego mogą stopniowo rozlewać się na inne sektory gospodarki, m.in. przez kanał rynku pracy i nastrojów konsumentów. Dobrą wiadomością jest to, że takiego scenariusza się nie spodziewamy, a w danych z gospodarki światowej pojawia się ostatnio coraz więcej sygnałów odbijania koniunktury od dna (choć niemiecki przemysł jest w tym względzie cały czas w ogonie).

Wzrost eksportu: Polska vs Niemcy, % r/r, 3-mies. śr. ruchoma



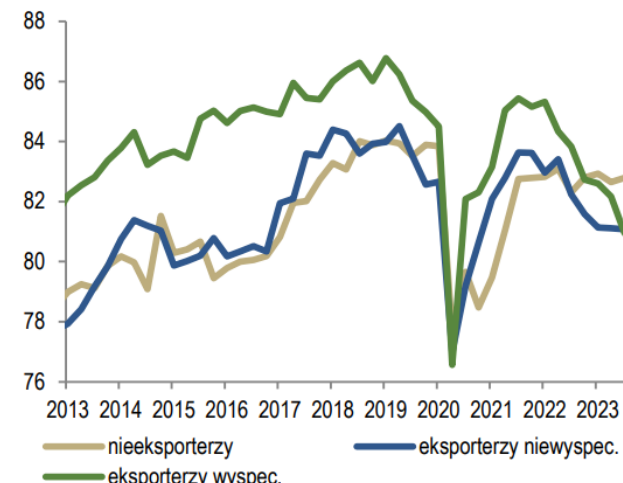
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Realna (wg PPI) dynamika przychodów ze sprzedaży, % r/r



Źródło: Szybki Monitoring NBP

Stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych, %, wyr. sezon.



Źródło: Szybki Monitoring NBP

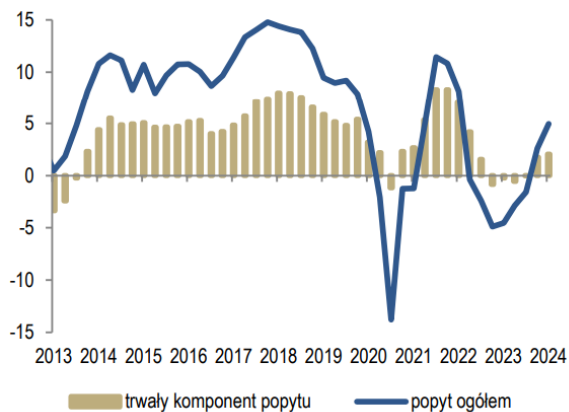


Firmy widzą ożywienie na horyzoncie

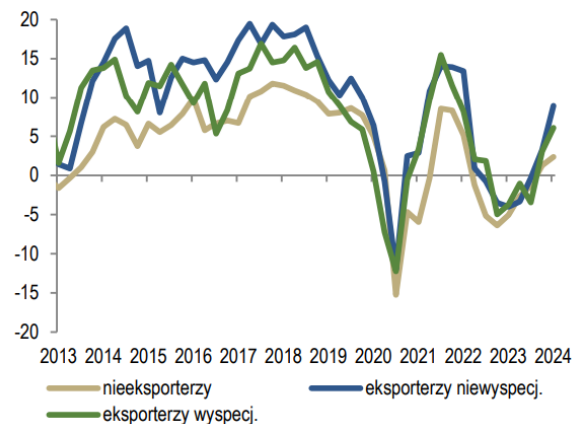
Wyniki badań koniunktury są spójne z prognozowanym przez nas ożywieniem wzrostu gospodarczego.

O ile w ocenach dot. sytuacji bieżącej wyraźnie widać większą poprawę wśród firm działających głównie na rynku krajowym niż eksporterów, w ocenie perspektyw przyszłego popytu większą skalę optymizmu wykazują przedsiębiorcy działający na rynkach zagranicznych, którzy najwyraźniej dostrzegają już nadchodzącą zmianę trendu w globalnym przemyśle. Tę zmianę coraz wyraźniej widać też w globalnych badaniach koniunktury (patrz [str.11](#))

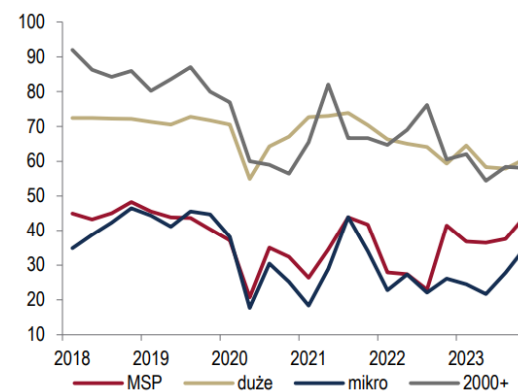
Wskaźnik kwartalnych prognoz popytu, pkt. proc., s.a.



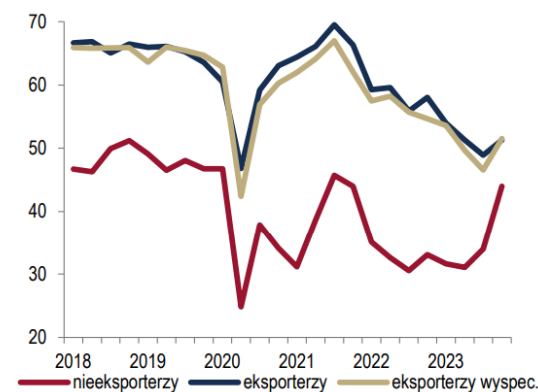
Wskaźnik kwartalnych prognoz popytu wg zaangażowania w eksport, pkt. proc., s.a.



Wskaźnik ocen sytuacji bieżącej w wybranych sekcjach PKD, saldo w pkt. proc.



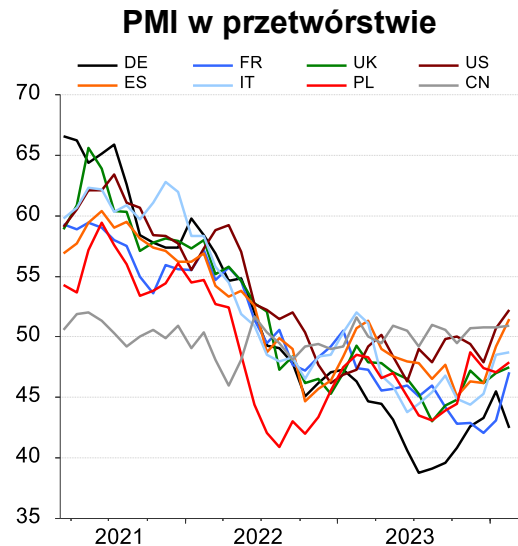
Wskaźnik ocen sytuacji bieżącej w grupie eksporterów i nieeksporterów, saldo w pkt. proc.



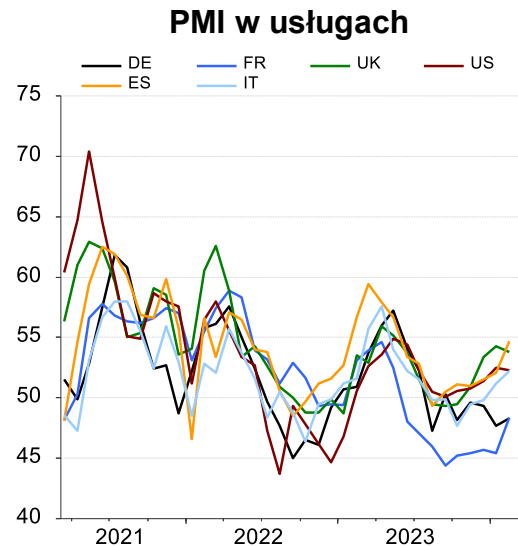
Źródło: Szybki Monitoring NBP



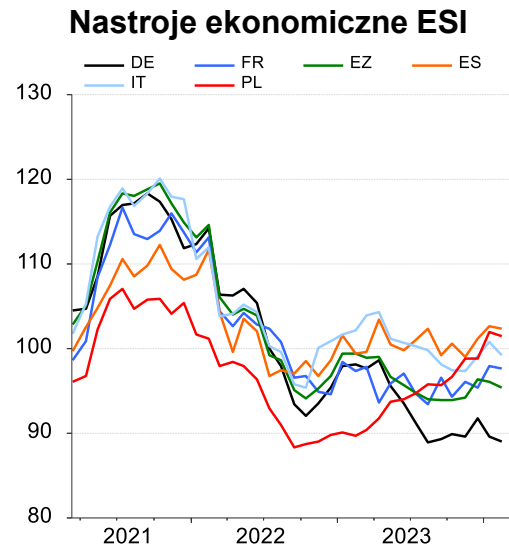
Kolejne sygnały poprawy koniunktury za granicą



Source: LSEG Datastream, Santander



Source: LSEG Datastream, Santander

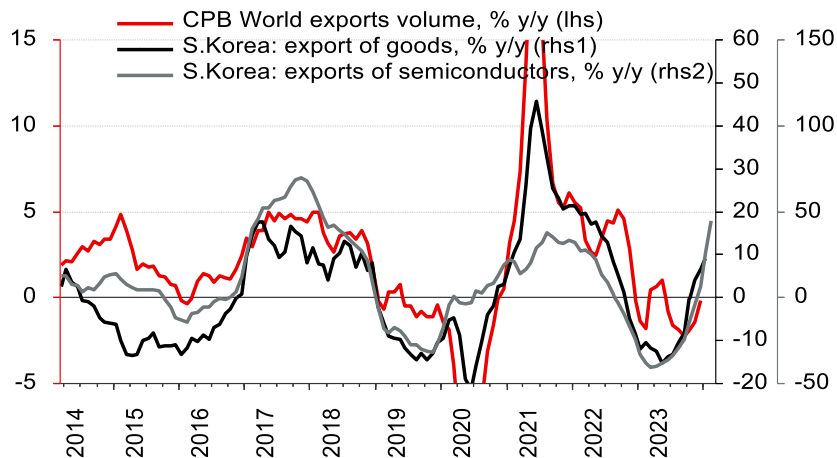


Source: LSEG Datastream, Santander



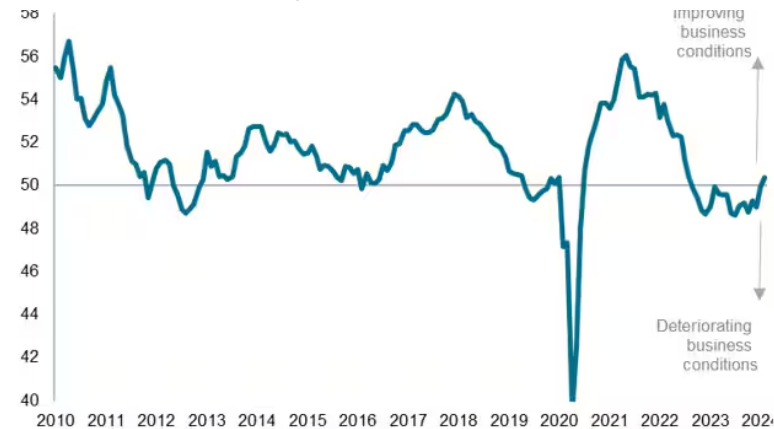
Source: LSEG Datastream, Santander

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



Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Globalny PMI w przetwórstwie



Data compiled March 2024 using PMI data updated to February 2024.

PMI (Purchasing Managers' Index) 50 = no change on prior month

Source: S&P Global PMI with J.P. Morgan, S&P Global Market Intelligence.

© 2024 S&P Global.

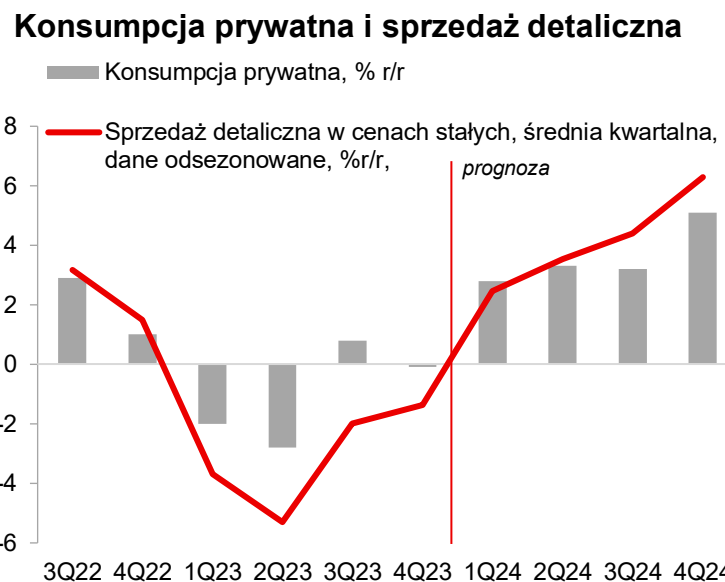
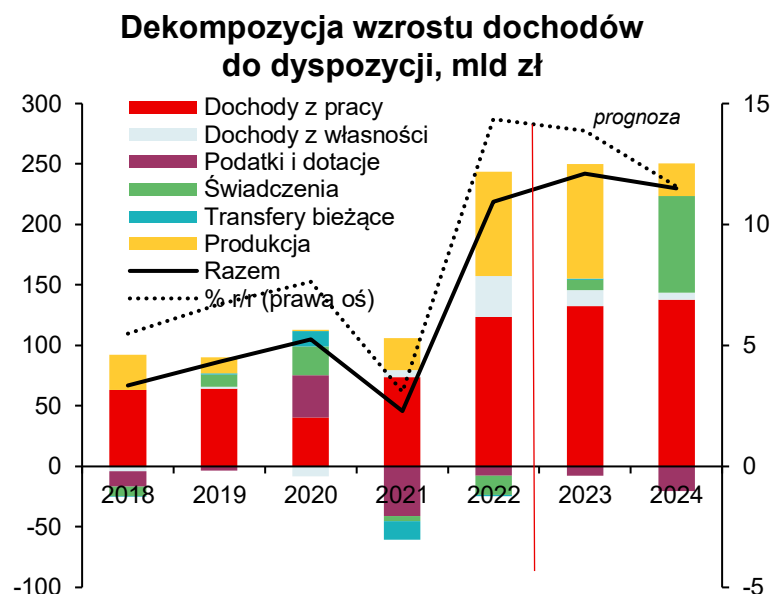


Konsumpcja: kontynuacja ożywienia (1/2)

Popyt konsumpcyjny przyszał pod koniec 2023 r.: konsumpcja prywatna zamiast nabierać tempa zatrzymała się (-0,1% r/r w IV kw.) a sprzedaż detaliczna po rewizji pokazuje w II poł. 2023 r. stagnację, a nie postępujące ożywienie. Wg nas to przejściowa słabość związana z wychodzeniem konsumentów z okresu wysokiej inflacji. Jako taka nie podważa naszych prognoz, że to właśnie **konsumpcja prywatna będzie w 2024 r. głównym motorem wzrostu gospodarczego. Zakładamy, że konsumpcja prywatna wzrośnie w tym roku o 3,6%, a w samym I kw. dotrze już do 2,5% r/r.**

W pierwszej reakcji na poprawę realnych dochodów konsumenci najwyraźniej generalnie pozostali ostrożni w wydatkach i w miarę możliwości rozpoczęli odbudowę oszczędności. Stopa oszczędzania (liczona na podstawie cztero-kwartalnych sum ruchomych oszczędności i dochodów) spadła w 2022 r. i na początku 2023 r. poniżej zera, po czym zaczęła odbijać. Zakładamy, że w I kw. 2024 r. dotrze już ona w okolice średniej z lat 2006-2019 (4,8%) a na koniec roku dojdzie do 6,8%, czyli blisko górnej granicy zakresu wahań obserwowanego w dekadzie przed pandemią.

Przy naszych założeniach dotyczących realnego wzrostu dochodów do dyspozycji **wystarczy miejsca i na odbicie konsumpcji, i na przywrócenie stopy oszczędzania nawet wyraźnie powyżej przeciętnego przedpandemicznego poziomu.**





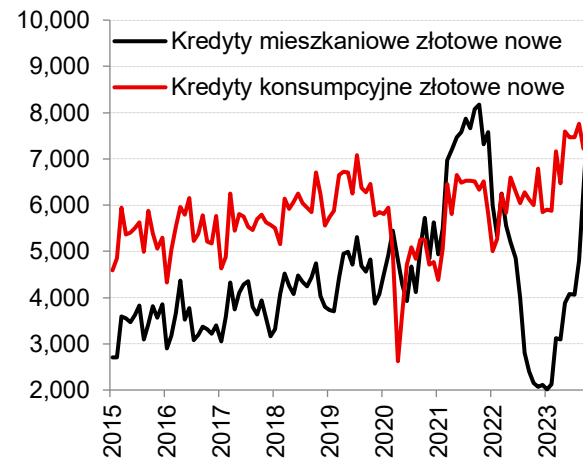
Konsumpcja: kontynuacja ożywienia (2/2)

Nie tylko skierowanie większej niż dotąd części dochodów w oszczędności podpowiada nam, że słabość konsumpcji w IV kw. należy uznać za przejściową. **Brak wzrostu konsumpcji kłócił się zarówno z lepszą sytuacją dochodową**, w tym wzrostem płac realnych, **jak i z konsekwentnie polepszającymi się nastrojami konsumentów**, m.in. w zakresie oceny własnej sytuacji finansowej i skłonności do podejmowania dużych wydatków. Podobnie, trudno pogodzić słabość konsumpcji w końcówce roku z **postępującym odbiciem w kredytach konsumpcyjnych**, ani tym bardziej z **wyraźnie rosnącą dynamiką wpływów podatkowych z VAT** (zaskakująco słaby był tylko wynik z grudnia, ale okazało się to efektem przyspieszonych zwrotów podatku).

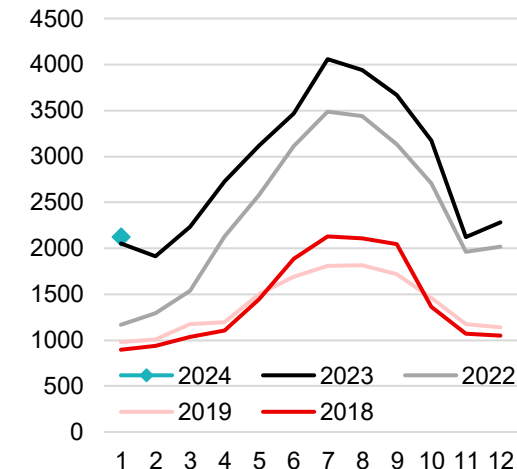
Za rozbieżność konsumpcji prywatnej z odbijającymi dochodami realnymi gospodarstw domowych w części mogły odpowiadać **liczniejsze wyjazdy za granicę**. W wielu krajach, w tym w Polsce, rok 2023 minął pod znakiem powrotu ruchu turystycznego do przedpandemicznych poziomów. Wyjazdy za granicę stymulował m.in. mocny złoty. Skala tego zjawiska może jednak wg nas wyjaśnić tylko niewielką część rozczarowania wynikami konsumpcji, podobnie jak ewentualne **ograniczenie bieżących wydatków przez osoby starające się o Bezpieczny Kredyt 2%** na ostatniej prostej programu.

Nie można wykluczyć, że zagadkowa słabość konsumpcji w IV kw. zostanie z czasem skorygowana w górę – takie sytuacje już się zdarzały, a tym razem może je uzasadniać m.in. obserwowane w wielu krajach przeniesienie wydatków konsumentów z dóbr materialnych na „doświadczenia”, czyli usługi, które urzędowi statystycznym sprawiają znacznie większe problemy z prawidłowym pomiarem.

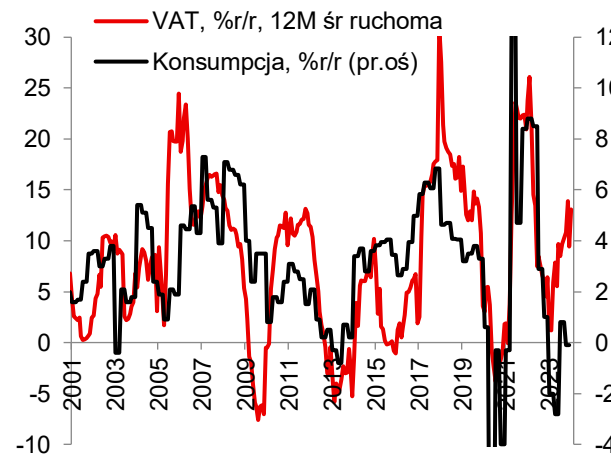
Miesięczne wartości sprzedaży kredytów, mln zł



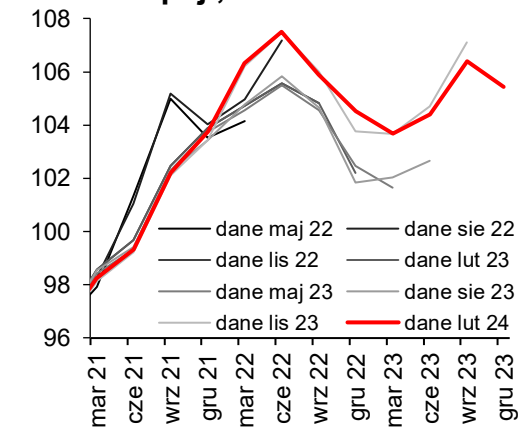
Przewozy wg miesięcy, transport lotniczy, w tys. pasażerów



Konsumpcja a wpływy z VAT



Kolejne rewizje ścieżki konsumpcji, dane odsezonowane





Inwestycje: oczekujemy spowolnienia w 2024 r.

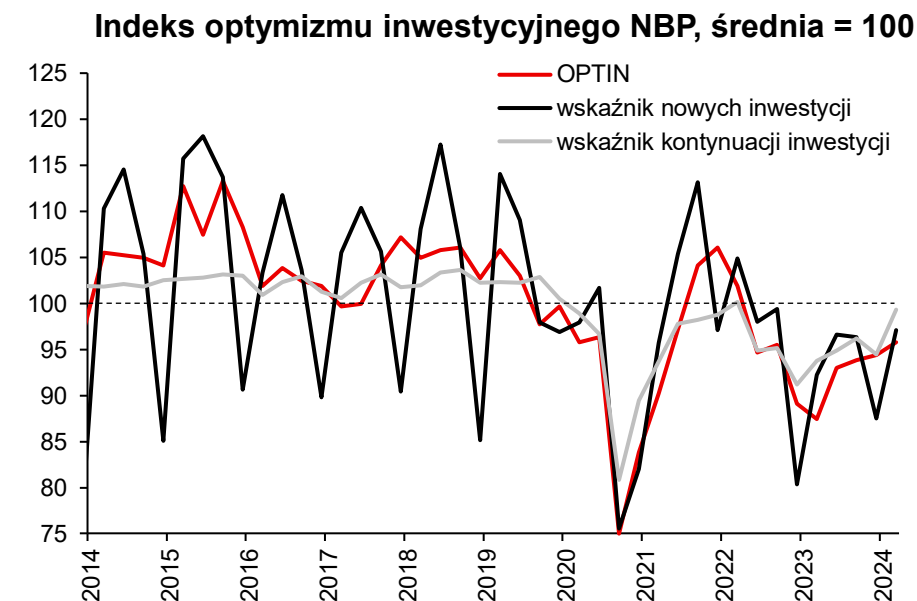
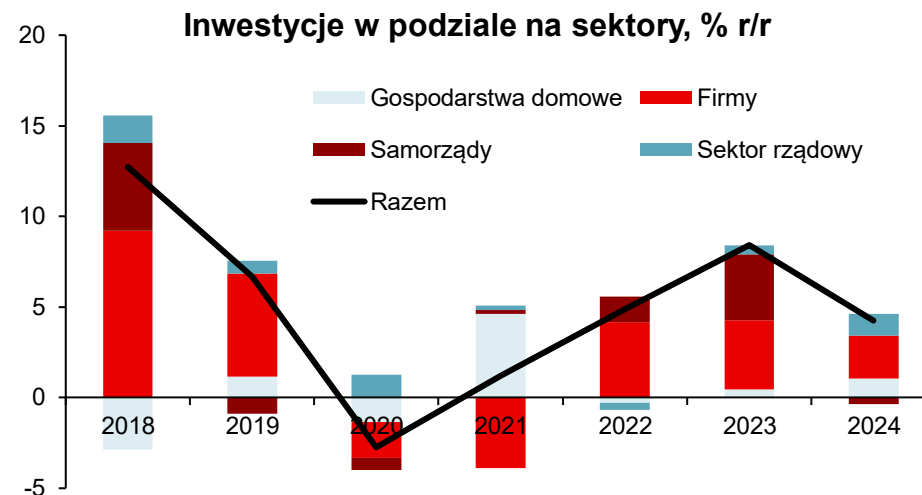
Podtrzymujemy nasze prognozy z grudnia 2023 r. o spowolnieniu inwestycji w 2024 r. do ok. 4% z 8% w 2023 r. Odblokowanie środków unijnych umożliwi naszym zdaniem dynamizację wzrostu nakładów inwestycyjnych w 2025 r.

Głównym źródłem spowolnienia będą samorzady, gdzie naszym zdaniem wygaśnie przedwyborczy boom inwestycyjny. Nakładom w tym sektorze nie będzie też sprzyjać wolne rozpędzanie się perspektywy unijnej, choć należy pamiętać, że w 2023 r. nie przeszkodziło to w uzyskaniu wysokiej stopy wzrostu. Na 2024 r. oczekujemy lekkiego spadku inwestycji w tym sektorze w ujęciu realnym.

Poprawi się dynamika inwestycji w sektorze centralnym, głównie ze względu na wzrost nakładów na zbrojenia oraz plany inwestycyjne GDDKiA i PLK. Zakładamy, że sektor rządowy zanotuje wzrost nakładów o ok. 10% w ujęciu realnym.

W sektorze gospodarstw domowych spodziewamy się ożywienia w drugiej połowie roku wraz z uruchomieniem nowej wersji programu „Bezpieczny Kredyt 2%”. Pierwsza połowa roku może być spokojniejsza. W skali całego roku oczekujemy wzrostu o 6% realnie.

W przypadku firm spodziewamy się stopniowej poprawy optymizmu inwestycyjnego, wraz z odbiciem gospodarki oraz szerszym dostępem do środków unijnych. Obecnie jednak wskaźniki optymizmu firm utrzymują się na niskim poziomie i raczej wskazują one na wstrzymywanie się przed rozpoczynaniem nowych projektów. Zakładamy przyrost inwestycji przedsiębiorstw niefinansowych o ok. 4% r/r w ujęciu realnym w 2024 r.



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Santander



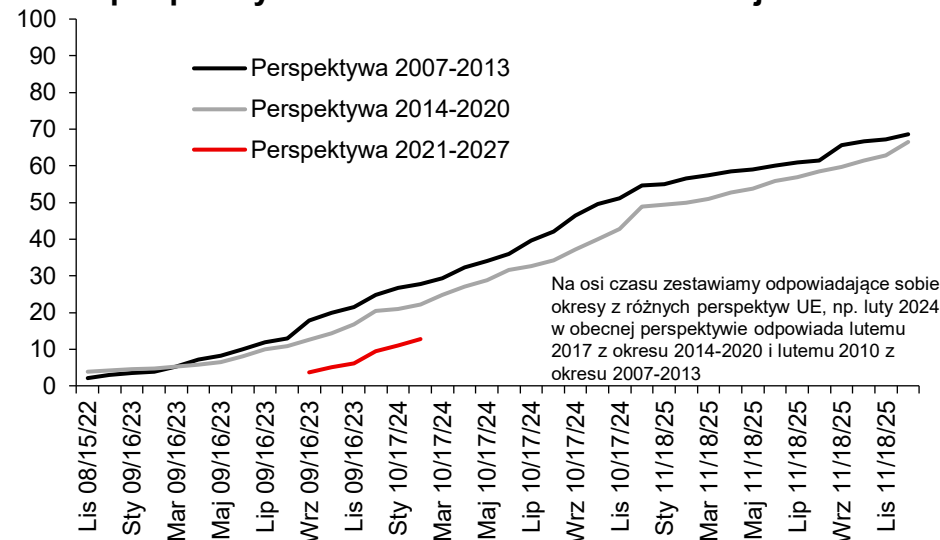
Inwestycje: wolny start nowej perspektywy

Odblokowanie środków unijnych dla Polski przez Komisję Europejską pozwala na nieco więcej optymizmu co do nakładów inwestycyjnych w Polsce. Jednakże, przypominamy, że finansowanie unijne wiąże się z procedurą – samo odblokowanie środków to nie wszystko, potrzebne są jeszcze wnioski o finansowanie, po których następuje podpisanie stosownych umów.

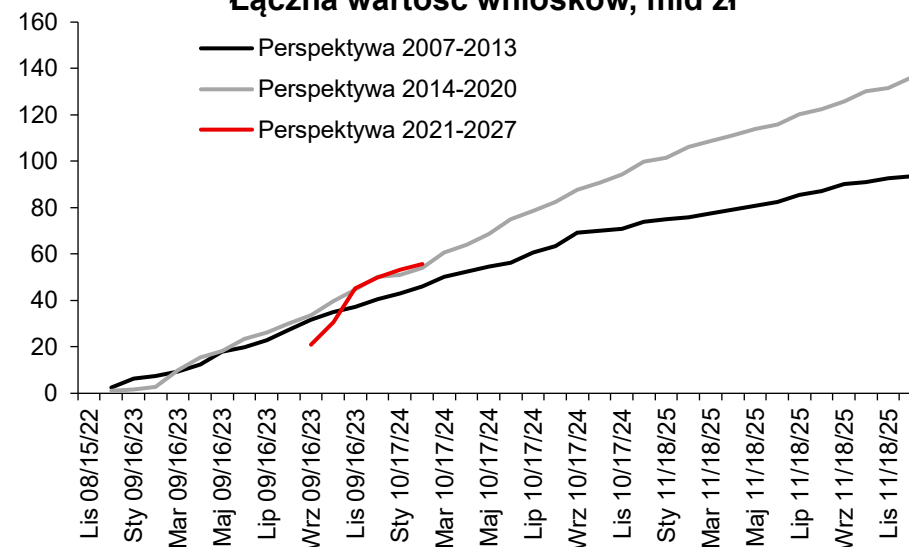
Wg stanu na koniec lutego 2024 r., **wartość podpisanych umów na finansowanie unijne wyniosła ok. 13% środków alokowanych dla Polski, wyraźnie poniżej liczb uzyskanych w analogicznym okresie poprzednich perspektyw** (22% w Perspektywie 2014-2020 i 28% w Perspektywie 2007-2013). Mała liczba podpisanych umów sugeruje, że wpływ środków unijnych na inwestycje w 2024 r. może być niewielki.

W ostatnich miesiącach doszło do **wyraźnego przyspieszenia tempa składania wniosków o finansowanie unijne**, a ich łączna wartość w trzech miesiącach (listopad-styczeń) wyniosła prawie 100 mld zł, co jest wartością rekordową. Na tej podstawie wnioskujemy, że liczba umów będzie szybko rosła i prawdopodobnie możliwe będzie częściowe nadrobienie opóźnienia wobec poprzednich dwóch perspektyw. To wspiera nasze oczekiwania na wyraźniejszy wzrost wolumenu inwestycji finansowanych środkami unijnymi w 2025 r.

Wartość podpisanych umów na finansowanie z UE jako % budżetu



Łączna wartość wniosków, mld zł



Źródło: MFIPR, Santander



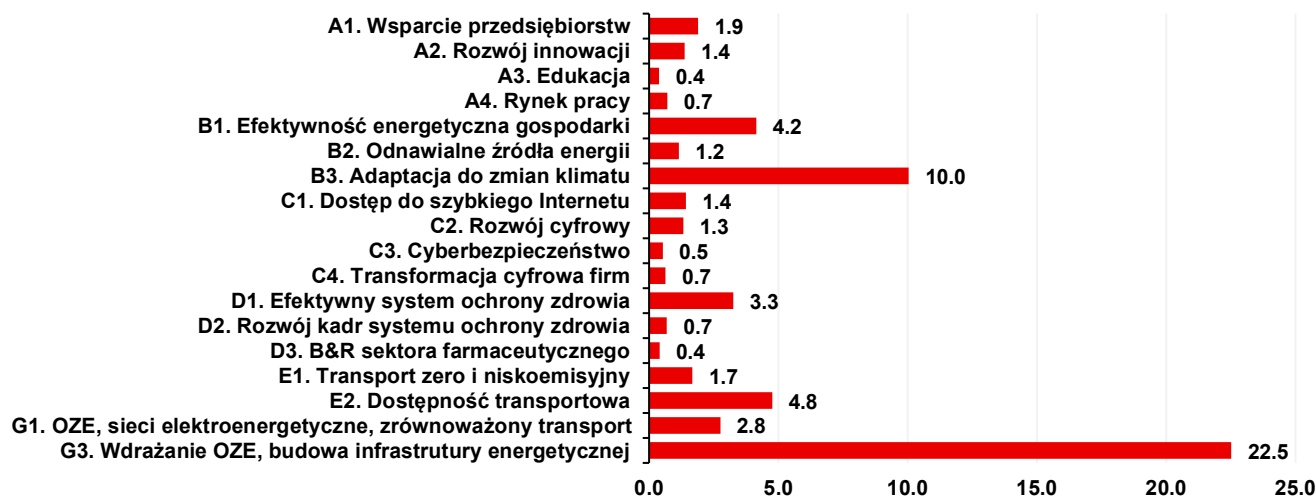
Inwestycje: KPO

Dodatkowe wsparcie dla inwestycji zapewnią także odblokowane pod koniec lutego fundusze KPO, które mogą dostarczyć do 59,8 mld euro finansowania. Ich znaczna część została przeznaczona na inwestycje związane z zieloną transformacją, w tym inwestycje w odnawialne źródła energii i wydajne wykorzystanie energii. Według informacji KE 46,6% środków z polskiego KPO (27,86 mld euro) ma wspomóc osiągnięcie celów klimatycznych.

Poza tym, fundusze z KPO przyczynią się do cyfrowej transformacji (według KE 21,3%, czyli 7,38 mld euro, funduszy ma zadziałać w tym kierunku), modernizacji systemu ochrony zdrowia i sektora farmaceutycznego (blisko 4,4 mld euro), czy wsparcia gospodarstw rolnych i podmiotów uczestniczących w łańcuchu dostaw produktów rolno-spożywczych (około 1,4 mld euro).

Niemniej, z powodu znacznego opóźnienia w realizacji KPO, być może nie wszystkie przyznane Polsce fundusze zostaną wykorzystane.

Wartości celów szczegółowych KPO, mld euro



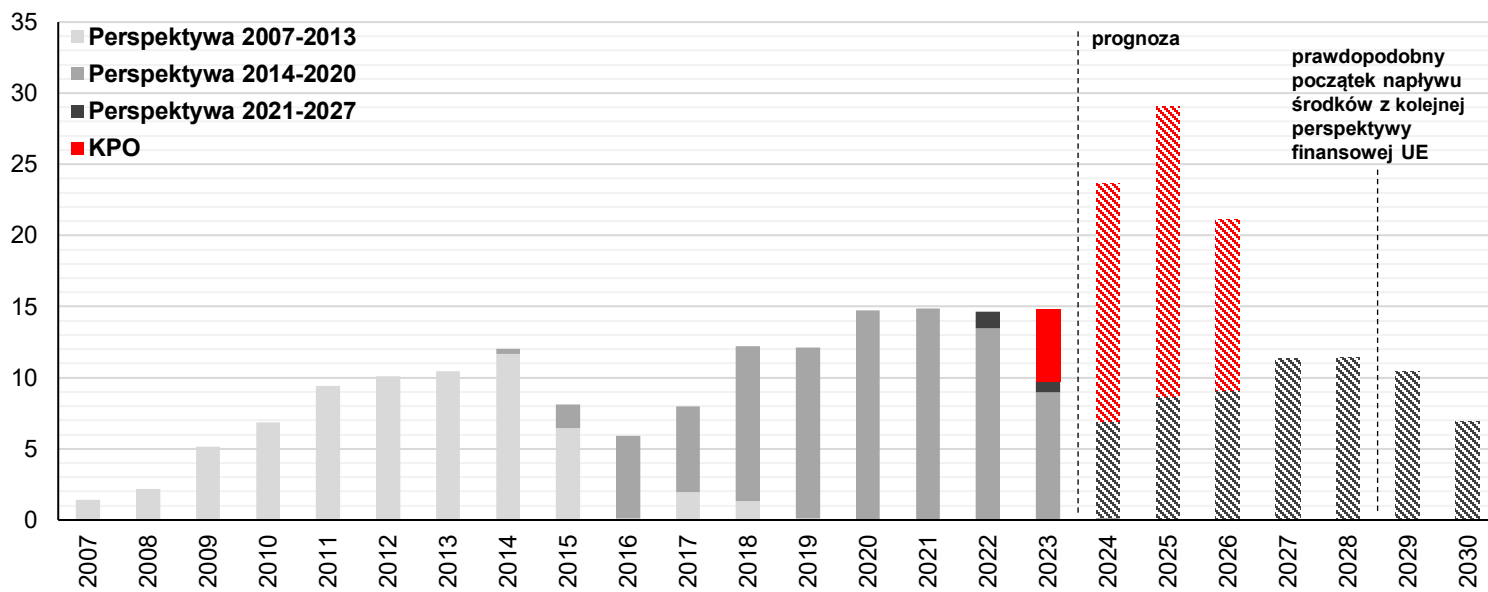
Wybrane inwestycje zawarte w KPO	Wartość, mln euro
Wsparcie na rzecz krajowego systemu energetycznego – inwestycje w sektorach, które bezpośrednio ponoszą koszty transformacji energetycznej (G3.1.4.)	17 069
Inwestycje na rzecz zielonej transformacji miast (B3.4.1.)	8 879
Niskoemisyjny transport zbiorowy - autobusy, tramwaje, koleje (E1.1.2. - E2.2.2. & G1.3.2.)	6 097
Morska energia wiatrowa (G3.1.5. & B2.2.3.)	5 151
Wymiana źródeł ciepła i poprawa efektywności energetycznej w budynkach mieszkalnych i szkołach (B1.1.2. & B1.1.3.)	3 490
Poprawa stanu infrastruktury podmiotów leczniczych w obszarach priorytetowych (D1.1.1.)	2 119
Instalacja OZE, budowa sieci przesyłowych i dystrybucyjnych, magazynów energii (G1.1.2., G1.1.3., G1.2.3., G1.2.4., G3.3.1.)	1 996
Zapewnienie nowoczesnej infrastruktury telekomunikacyjnej na terenie kraju (C1.1.1.)	1 431
Zwiększenie odporności łańcucha dostaw produktów rolnych i spożywczych, a także konkurencyjności gospodarstw rolnych (A1.4.1.)	1 382
Wsparcie transformacji cyfrowej przedsiębiorstw z wykorzystaniem chmury obliczeniowej (C4.1.1.)	650
Budowa infrastruktury gazu ziemnego w celu zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego (G3.2.1.)	631
Budowa i remont budynków przeznaczonych do opieki dzieci do lat 3 (A4.2.1.)	610
Inwestycje wodne i wodno-kanalizacyjne na terenach wiejskich (B3.1.1. & B3.3.1.)	493
Inwestycje w rozbudowę potencjału badawczego (A2.4.1.)	490
Robotyzacja i cyfryzacja w przedsiębiorstwach (A2.1.1.)	450
Zmiana/rozszerzenie profilu działalności podmiotów z sektorów najbardziej poszkodowanych w wyniku pandemii COVID-19 (A1.2.1.)	320
Efektywność energetyczna i OZE w przedsiębiorstwach (B1.2.1.)	300

Fundusze UE: napływ

Jeżeli MFiPR dotrzyma zapowiedzianego harmonogramu składania kolejnych wniosków o płatność, to na podstawie aktualnie dostępnych informacji można oszacować, że w 2024 r. do Polski powinno napłynąć ponad 16 mld euro z pierwszych trzech transz KPO (wniosek o płatność z pierwszej został złożony w grudniu, kolejne dwa mają zostać złożone w połowie roku). W 2025 r. transfery z samego KPO mogą wynieść nawet 20 mld euro, przy założeniu, że MFiPR wyśle, jak zapowiadało, wniosek o płatność czwartej i piątej transzy w grudniu br., a także że złoży wniosek o płatność przynajmniej jednej transzy w ciągu 2025 r.

Należy podkreślić, że powyższa prognoza została stworzona na podstawie aktualnych wartości transz KPO, a te najprawdopodobniej ulegną zmniejszeniu w wyniku audytu zapowiadanego przez MFiPR. W rezultacie, faktyczny napływ funduszy z KPO na pewno będzie mniejszy niż ten prognozowany, ale skala ich różnicy pozostanie trudna do oszacowania, dopóki nie zostaną opublikowane szczegóły rewizji KPO.

Napływ funduszy europejskich, mld euro



Źródło: KE, Prognoza Santander



Postęp realizacji kamieni milowych i wskaźników drugiej i trzeciej transzy KPO; na zielono kamienie i wskaźniki zrealizowane do 26.02.2024 i wstępnie zaakceptowane przez KE

Wniosek o płatność 2. - część grantowa					
A13G (A1.3.1.)	A49G (A3.1.1.)	A51G (A4.1.)	A53G (A4.1.)	A65G (A4.4.)	A67G (A4.5.)
B4G (B1.1.)					
C3G (C1.1.)	C9G (C2.1.)	C10G (C2.1.)	C16G (C2.1.3.)	C21G (C3.1.)	
D1G (D1.1.)	D2G (D1.1.)	D3G (D1.1.)	D4G (D1.1.)	D9G (D1.1.1.)	D25G (D2.1.)
D27G (D2.1.)	D32G (D3.1.)	D33G (D3.1.)	D34G (D3.1.1.)		
E1G (E1.1.)	E9G (E1.1.1.)	E15G (E2.1.)	F4G (F3.1.)		
Wniosek o płatność 2. - część pożyczkowa					
A1L (A2.5.)	A2L (A2.5.1.)				
B2L (B1.2.1.)	B14L (B3.2.)	B34L (B2.2.)	B36L (B2.2.)	B40L (B2.2.)	
C8L (C2.2.)	C9L (C2.2.1.)				
D2L (D1.2.)					
E5L (E2.3.)					
Wniosek o płatność 3. - część grantowa					
A12G (A1.3.)	A33G (A2.3.)	A57G (A4.2.)			
B2G (B1.1.)					
C2G (C1.1.)					
D7G (D1.1.)	D10G (D1.1.1.)				
E2G (E1.1.)					
Wniosek o płatność 3. - część pożyczkowa					
B32L (B2.2.)	B37L (B2.2.)				
C10L (C2.2.1.)					
D3L (D1.2.1.)	D6L (D3.2.)				

Uwagi: Oznaczenia inwestycji lub reform, których realizacji dotyczą poszczególne kamienie milowe lub wskaźniki, znajdują się w nawiasach. Ich pełne nazwy i wartości znajdują się na następujących dwóch slajdach.

Źródło: MFiPR, Santander



Reformy i inwestycje KPO: część I

Reforma	Powiązane inwestycje	Wartość, mln euro	Reforma	Powiązane inwestycje	Wartość, mln euro
A1.1. Reforma ram fiskalnych			B1.1. Czyste powietrze i efektywność energetyczna	B1.1.1. Inwestycje w źródła ciepła w systemach ciepłowniczych	300
A1.2. Dalsze ograniczenia obciążeń regulacyjnych i administracyjnych	A1.2.1. Inwestycje dla przedsiębiorstw w produkty, usługi i kompetencje pracowników oraz kadry związane z dywersyfikacją działalności	320	B. Zielona energia i zmniejszenie energochłonności	B1.1.2. Wymiana źródeł ciepła i poprawa efektywności energetycznej w budynkach mieszkalnych	3 200
A1.3. Reforma planowania i zagospodarowania przestrzennego	A1.3.1. Wdrożenie reformy planowania i zagospodarowania przestrzennego	200		B1.1.3. Wymiana źródeł ciepła i poprawa efektywności energetycznej szkół	290
A1.4. Reforma na rzecz poprawienia warunków konkurencyjności i ochrony producentów/ konsumentów w sektorze rolnym	A1.4.1. Inwestycje na rzecz dywersyfikacji i skracania łańcucha dostaw produktów rolnych i spożywczych oraz budowy odporności podmiotów uczestniczących w łańcuchu	1 382		B1.1.4. Zwiększenie efektywności energetycznej obiektów lokalnej aktywności społecznej	67
A2.1. Przyspieszenie procesów robotyzacji i cyfryzacji i innowacji	A2.1.1. Inwestycje wspierające robotyzację i cyfryzację w przedsiębiorstwach	450		B1.2. Ułatwienie przedsiębiorstwom energetycznym realizacji obowiązków oszczędności energii	300
A2.2. Stworzenie warunków do przejścia na model gospodarki o obiegu zamkniętym GOZ	A2.2.1. Inwestycje we wdrażanie technologii i innowacji środowiskowych, w tym związanych z GOZ	162		B2.1. Poprawa warunków dla rozwoju technologii wodorowych oraz innych gazów zdekarbonizowanych	800
A2.3. Zapewnienie instytucjonalnych i prawnych podstawy rozwoju bezzałogowych statków powietrznych (BSP)	A2.3.1. Rozbudowa i wyposażenie centrów kompetencji (specjalistyczne ośrodki szkoleniowe, wsparcia wdrożeń, centra monitorowania) oraz infrastruktura do zarządzania przemysłem pojazdów bezzałogowych, jako Ekosystem Innowacji	40		B2.2. Poprawa warunków dla rozwoju odnawialnych źródeł energii	366
A2.4. Wzmocnienie mechanizmów współpracy pomiędzy sektorem nauki oraz przemysłem	A2.4.1. Inwestycje w rozbudowę potencjału badawczego	490		B2.3. Wsparcie inwestycji morskich farm wiatrowych	
A2.5. Wzmacnianie potencjału sektora kultury i przemysłów kreatywnych na rzecz rozwoju gospodarczego	A2.5.1. Program wspierania działalności podmiotów sektora kultury i przemysłów kreatywnych na rzecz stymulowania ich rozwoju	95		B2.4. Ramy prawne dla rozwoju magazynów energii	
A2.6. Reforma – Rozbudowa krajowego systemu serwisów monitoringowych, produktów, narzędzi analitycznych i usług i towarzyszącej infrastruktury wykorzystującej dane satelitarne	A2.6.1. Inwestycja - Rozbudowa krajowego systemu serwisów monitoringowych, produktów, narzędzi analitycznych i usług i towarzyszącej infrastruktury wykorzystujących dane satelitarne	150		B3.1. Wsparcie zrównoważonej gospodarki wodno-ściekowej na terenach wiejskich	204
A3.1. Kadry dla nowoczesnej gospodarki - poprawa dopasowania umiejętności i kwalifikacji do wymogów rynku pracy w związku z wdrażaniem nowych technologii w gospodarce oraz zieloną i cyfrową transformacją	A3.1.1. Wsparcie rozwoju nowoczesnego kształcenia zawodowego, szkolnictwa wyższego oraz uczenia się przez całe życie	400		B3.2. Wsparcie rekultywacji środowiska i ochrony przed substancjami niebezpiecznymi	93
A4.1. Efektywne instytucje na rzecz rynku pracy	A4.1.1. Inwestycje wspierające reformę instytucji rynku pracy	52	B3.3. Wsparcie dla zrównoważonego gospodarowania zasobami wodnymi w rolnictwie i na obszarach wiejskich	289	
A4.2. Reforma na rzecz poprawy sytuacji rodziców na rynku pracy poprzez zwiększenie dostępu do wysokiej jakości opieki nad dziećmi do lat 3	A4.2.1. Wsparcie programów dofinansowania miejsc opieki nad dziećmi 0-3 lat (żłobki, kluby dziecięce) w ramach MALUCH+	610	B3.4. Ramowe warunki dla inwestycji w zieloną transformację na obszarach miejskich	8 879	
A4.3. Wdrożenie ram prawnych dla rozwoju ekonomii społecznej	A4.3.1. Programy wsparcia inwestycyjnego umożliwiające w szczególności rozwój działalności, zwiększenie udziału w realizacji usług społecznych oraz poprawę jakości reintegracji w podmiotach ekonomii społecznej	45	B3.5. Reforma budownictwa mieszkaniowego dla gospodarstw domowych o niskich i średnich dochodach, uwzględniająca wyższą efektywność energetyczną budynków	582	
A4.4. Uelastycznienie form zatrudnienia, w tym wprowadzenie pracy zdalnej			Całkowita wartość		15 370
A4.5. Przedłużanie kariery zawodowej i promowanie pracy po przekroczeniu ustawowego wieku emerytalnego			C1.1. Ułatwienie rozwoju infrastruktury sieciowej zapewniającej powszechny dostęp do szybkiego internetu	C1.1.1. Zapewnienie dostępu do bardzo szybkiego internetu na obszarach białych plam	1 431
A4.6. Wzrost uczestnictwa niektórych grup w rynku pracy poprzez rozwój opieki długoterminowej			C1.2. Podniesienie poziomu dostępności i wykorzystania nowoczesnej łączności przewodowej i bezprzewodowej na potrzeby społeczne i gospodarce		
A4.7. Ograniczenie segmentacji rynku pracy			C. Transformacja cyfrowa	C2.1. Zwiększenie skali zastosowań rozwiązań cyfrowych w sferze publicznej, gospodarce i społeczeństwie	100
				C2.1.1. E-usługi publiczne, rozwiązania IT usprawniające funkcjonowanie administracji i sektorów gospodarki oraz technologie przełomowe w sektorze publicznym, gospodarce i społeczeństwie	550
				C2.1.2. Wyrównanie poziomu wyposażenia szkół w przenośne urządzenia multimedialne - inwestycje związane ze spełnieniem minimalnych standardów sprzętowych	184
			C2.2. Reforma podstaw cyfryzacji systemów oświaty i wychowania	C2.2.1. Wyposażenie szkół/instytucji w odpowiednie urządzenia i infrastrukturę ICT w celu poprawy ogólnej wydajności systemów edukacji	494
			C3.1. Zwiększenie cyberbezpieczeństwa systemów informacyjnych, wzmocnienie infrastruktury przetwarzania danych oraz optymalizacja infrastruktury służb państwowych odpowiedzialnych za bezpieczeństwo	C3.1.1. Cyberbezpieczeństwo – CyberPL, infrastruktura przetwarzania danych oraz optymalizacja infrastruktury służb państwowych odpowiedzialnych za bezpieczeństwo	532
				C4.1.1. Wsparcie transformacji cyfrowej przedsiębiorstw z wykorzystaniem chmury obliczeniowej	650
Całkowita wartość			Całkowita wartość		
4 395			3 940		



Reformy i inwestycje KPO: część II

	Reforma	Powiązane inwestycje	Wartość, mln euro		Reforma	Powiązane inwestycje	Wartość, mln euro
D. Efektywność, dostępność i jakość systemu ochrony zdrowia	D.1.1. Zwiększenie efektywności, dostępności i jakości świadczeń zdrowotnych	D1.1.1. Rozwój i modernizacja infrastruktury centrów opieki wysokospecjalistycznej i innych podmiotów leczniczych	2 119	F. Poprawa jakości instytucji i warunków realizacji KPO	F.1.1. Reforma wzmacniająca niezależność i bezstronność sądów		
		D1.1.2. Przyspieszenie procesów transformacji cyfrowej ochrony zdrowia poprzez dalszy rozwój usług cyfrowych w ochronie zdrowia	1 000		F.1.2. Reforma mająca na celu naprawienie sytuacji sędziów dotkniętych orzeczeniami Izby Dyscyplinarnej Sądu Najwyższego w sprawach dyscyplinarnych i immunitetów sędziowskich		
	D1.2. Zwiększenie efektywności, dostępności i jakości usług opieki długoterminowej świadczeniodawców opieki zdrowotnej na poziomie powiatowym	D1.2.1. Rozwój opieki długoterminowej poprzez modernizację infrastruktury podmiotów leczniczych na poziomie powiatowym	150		F.2.1. Reforma w zakresie usprawnienia procesu stanowienia prawa		
	D2.1. Stworzenie odpowiednich warunków dla zwiększenia liczebności kadry medycznej	D2.1.1. Inwestycje związane z modernizacją i doposażeniem obiektów dydaktycznych w związku ze zwiększeniem limitów przyjęć na studia medyczne	700		F.3.1. Reforma w zakresie poprawy warunków realizacji Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności		
	D3.1. Podniesienie efektywności i jakości systemu ochrony zdrowia poprzez wsparcie polskiego potencjału badawczo-rozwojowego w dziedzinie nauk medycznych i nauk o zdrowiu	D3.1.1. Kompleksowy rozwój badań w zakresie nauk medycznych i nauk o zdrowiu.	273		Całkowita wartość		N/A
	D3.2. Stworzenie sprzyjających warunków dla rozwoju sektora leków i wyrobów medycznych	D3.2.1. Rozwój potencjału sektora leków i wyrobów medycznych – inwestycje związane z produkcją w Polsce API	140		G1.1.1. Wspieranie rozwoju lokalnych społeczności energetycznych		
	Całkowita wartość				4 381	G1.1.2. Instalacje odnawialnych źródeł energii realizowane przez społeczności energetyczne, w tym inwestycje o zwiększonej skali	189
	E1.1. Wzrost wykorzystania transportu przyjaznego dla środowiska	E1.1.1. Wsparcie dla gospodarki niskoemisyjnej	1 114		G1.1.3. Systemy magazynowania energii (wsparcie bezzwrotne)	200	
		E1.1.2. Zero i niskoemisyjny transport zbiorowy (autobusy)	377		G1.1.4. Wsparcie dla instytucji wdrażających reformy i inwestycje w ramach REPowerEU	41	
	E1.2. Zwiększenie udziału zero i niskoemisyjnego transportu oraz przeciwdziałanie i zmniejszenie negatywnego oddziaływania transportu na środowiska	E1.2.1. Zeroemisyjny transport zbiorowy w miastach (tramwaje)	200		G1.2.1. Rozwiązania regulacyjne służące szybszej integracji odnawialnych źródeł energii z sieciami dystrybucyjnymi		
E. Zielona, inteligentna mobilność		E2.1.1. Linie kolejowe	2 390	G1.2.2. Usuwanie barier ograniczających integrację odnawialnych źródeł energii z sieciami elektroenergetycznymi			
	E2.1. Zwiększenie konkurencyjności sektora kolejowego	E2.1.2. Pasażerski tabor kolejowy (krajowy, regionalny)	1 160	G1.2.3. Rozwój sieci przesyłowych, inteligentna infrastruktura elektroenergetyczna, w tym inwestycje o zwiększonej skali	600		
		E2.1.3. Projekty intermodalne	175	G1.2.4. Budowa lub modernizacja sieci dystrybucyjnych energii elektrycznej na obszarach wiejskich w celu umożliwienia przyłączenia nowych odnawialnych źródeł energii	972		
	E2.2. Zwiększenie bezpieczeństwa transportu	E2.2.1. Inwestycje w bezpieczeństwo transportu	700	G1.3.1. Wspieranie zrównoważonego transportu			
		E2.2.2. Cyfryzacja transportu	341	G1.3.2. Zeroemisyjny transport zbiorowy (autobusy)	754		
	E2.3. Zwiększenie dostępności transportowej, bezpieczeństwa i cyfrowych rozwiązań			G3.1.1. Usprawnienie procesu wydawania pozwoleń dotyczących odnawialnych źródeł energii			
	Całkowita wartość			6 457	G3.1.2. Umiejętności na potrzeby zielonej transformacji		
				G3.1.3. Zwiększenie efektywności energetycznej oraz przyspieszenie stopniowego wycofywania paliw kopalnych w ogrzewaniu budynków mieszkalnych			
				G3.1.4. Wsparcie na rzecz krajowego systemu energetycznego (Fundusz wsparcia energetyki)	17 069		
				G3.1.5. Budowa morskich farm wiatrowych (Fundusz na rzecz morskiej energetyki wiatrowej)	4 785		
			G3.2.1. Budowa infrastruktury gazu ziemnego w celu zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego	631			
			G3.3.1. Systemy magazynowania energii (wsparcie zwrotne)	35			
Całkowita wartość			6 457	Całkowita wartość		25 276	

Rynek mieszkaniowy: czas na oddech?



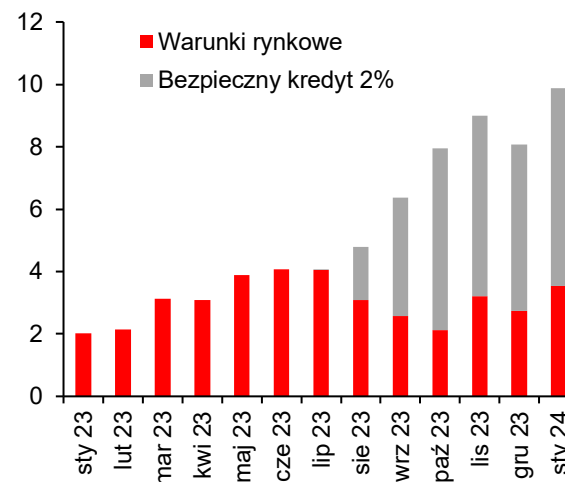
W styczniu pobity został rekord nowy rekord sprzedaży kredytów hipotecznych na poziomie 9,9 mld zł. Ponad 60% nowych kredytów zostało wygenerowanych w ramach programu „Bezpieczny Kredyt 2%”. Ponieważ jednak budżet tego programu został już wyczerpany, spodziewamy się wyraźnego spowolnienia na rynku hipotecznym w najbliższych miesiącach – do 4-5 mld zł miesięcznie, nim w życie wejdzie nowy program wspierania popytu na rynku.

Wyższy popyt na kredyty przekłada się też na wyższy popyt na rynku mieszkaniowym. W sześciu największych miastach Polski suma sprzedanych mieszkań przekroczyła w 2023 r. 50 tys. wobec ok. 35 tys. w 2022 r. Gwałtowne pobudzenie popytu wpłynęło na wystrzał cen na rynku nieruchomości, które w dwa kwartały wzrosły o 7% na rynku wtórnym i o 9% na rynku pierwotnym.

Od połowy roku widoczne jest postępujące ożywienie podaży na rynku mieszkaniowym. Dane GUS obejmujące całą gospodarkę wskazują na wzrost liczby pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów przy wciąż słabnącej liczbie mieszkań oddanych do użytkowania. W sześciu największych miastach widać już wzrost liczby mieszkań wprowadzanych do oferty.

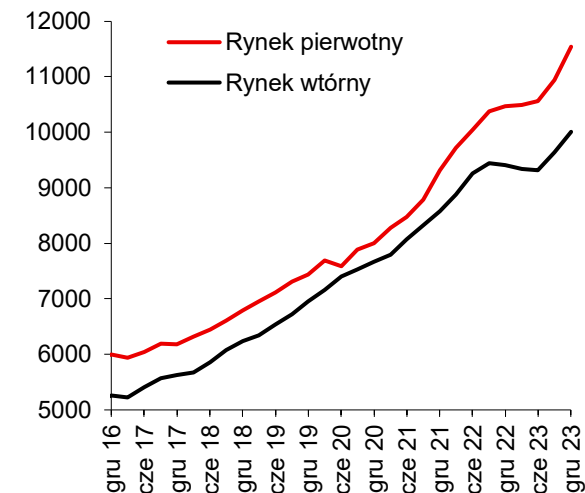
Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach popyt na rynku mieszkaniowym nieco przygaśnie, co powinno też ograniczyć wzrostowe tendencje cenowe, zwłaszcza w obliczu odbudowy podaży. Wejście w życie nowego programu wspierania popytu może oznaczać ponowne zdynamizowanie rynku.

Nowe kredyty hipoteczne, mld zł



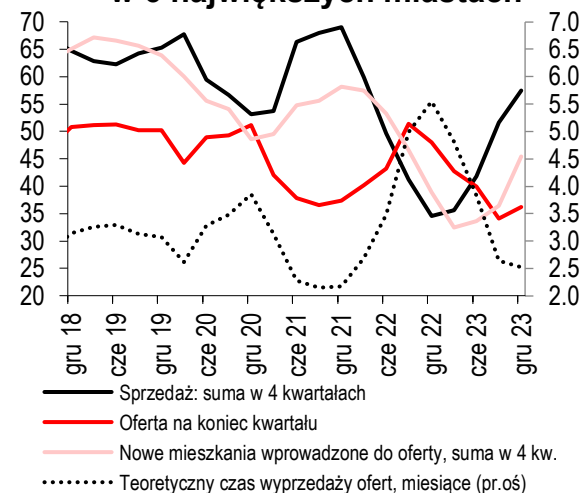
Źródło: NBP, SARFIN, Santander

Ceny nieruchomości w 17 największych miastach, zł za m²



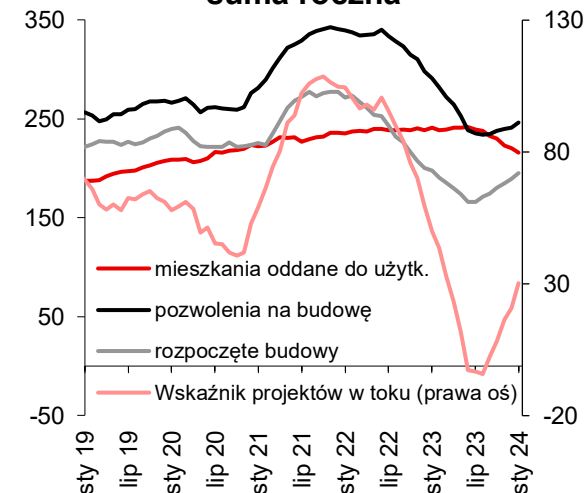
Źródło: NBP, Santander

Rynek mieszkaniowy w 6 największych miastach



Źródło: JLL, Santander

Statystyki rynku mieszkaniowego, suma roczna



Źródło: NBP, Santander

Inflacja: rewizja w dół



Inflacja bazowa osiągnęła szczyt w marcu 2023 r. i od tego czasu obniża się. Według naszych szacunków, ten spadek wynikał przede wszystkim z efektu wygasania szoku energetycznego, podczas gdy komponent zależny od pozostałych czynników, po początkowym spadku, ustabilizował się na podwyższonym poziomie.

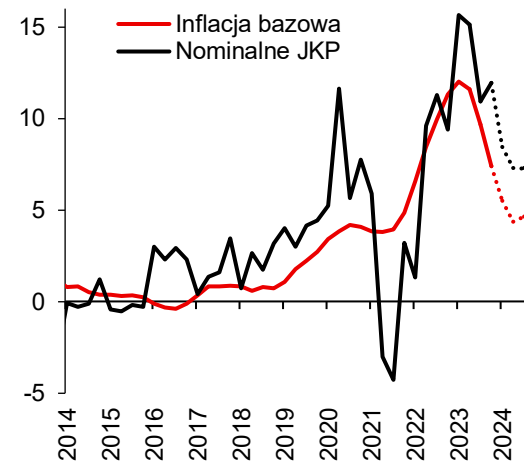
Spodziewamy się dalszego spadku inflacji bazowej w okolice 4% r/r w połowie 2024 r. Wskutek narastającej presji ze strony wzrostu jednostkowych kosztów pracy spadek inflacji bazowej zostanie wg nas zatrzymany, a w II połowie roku dojdzie nawet do jej lekkiego wybicia. **Na koniec roku spodziewamy się inflacji bazowej na poziomie 5%.**

Niższy przebieg cen żywności na początku 2024 r. oraz dalsza obniżka globalnych indeksów cen produktów spożywczych (FAO, CRB) skłoniły nas do obniżenia prognozy dotyczącej tego kawałka CPI w dalszej części roku. Według zapowiedzi Ministerstwa Finansów, z początkiem kwietnia stawki VAT na żywność wracają do normalnego poziomu. W związku z tym spodziewamy się przeciętnego wzrostu **cen żywności w 2024 r. o ok. 4,0% r/r** lub ok. 1,5% r/r jeśli pominąć efekt przywrócenia stawki VAT.

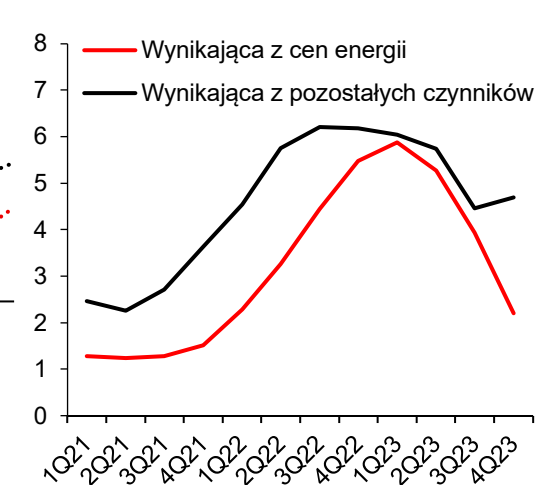
Obecny stan prawny wskazuje na mocny wzrost rachunków za energię elektryczną i gaz od lipca (odpowiednio o 55% i 40%). W [grudniowym MAKROskopie](#) przedstawiliśmy nasze szacunki, że wzrost cen zostanie ograniczony do odpowiednio 30% i 20%, a teraz, **po wypowiedziach minister klimatu i środowiska, sugerujących wzrost o 15%, zmieniamy nasze założenia na taką właśnie wartość.**

Ze względu na niższe założenia dotyczące cen energii oraz niższy przebieg cen żywności na początku roku obniżamy naszą prognozę inflacji CPI do 4,1% z 4,9% średnio w 2024 r. i do 5,3% z 6,7% na koniec roku.

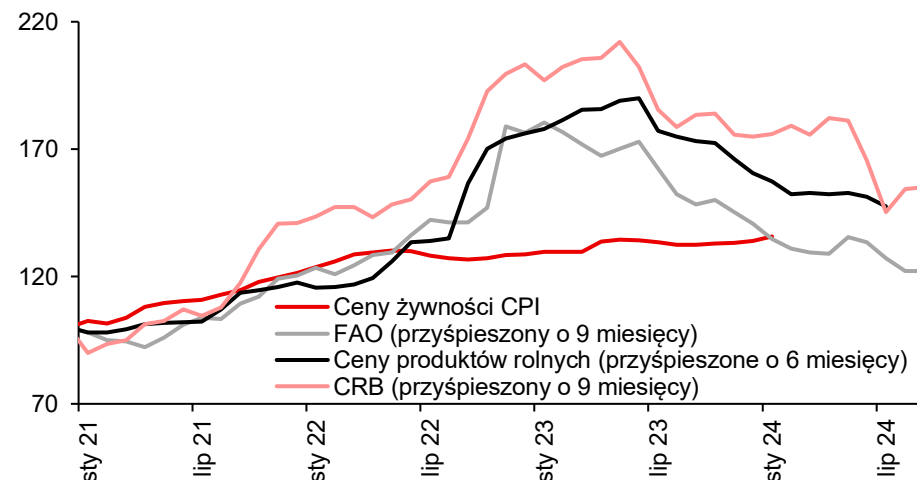
Inflacja bazowa a jednostkowe koszty pracy, % r/r



Inflacja bazowa – dekompozycja, % r/r



Ceny żywności, grudzień 2020 = 100

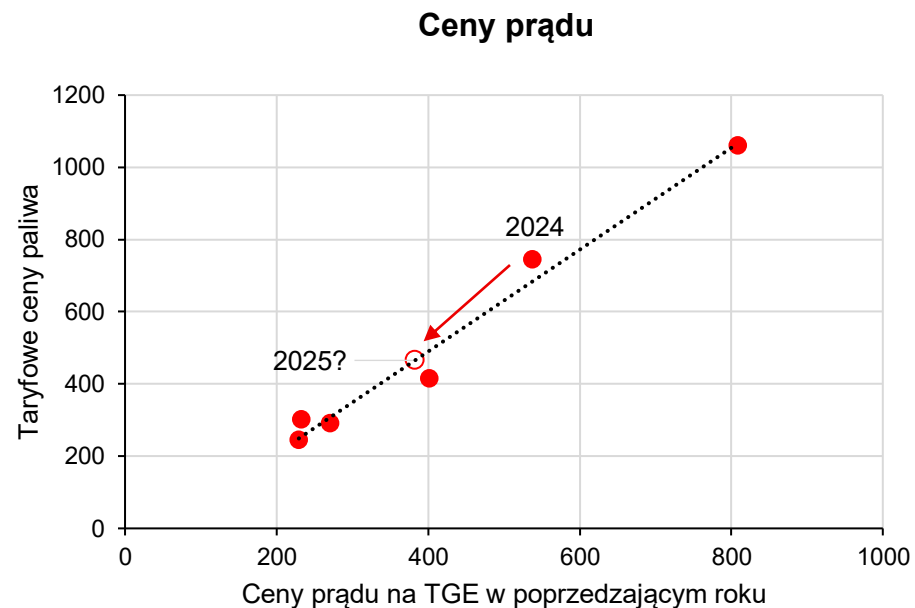
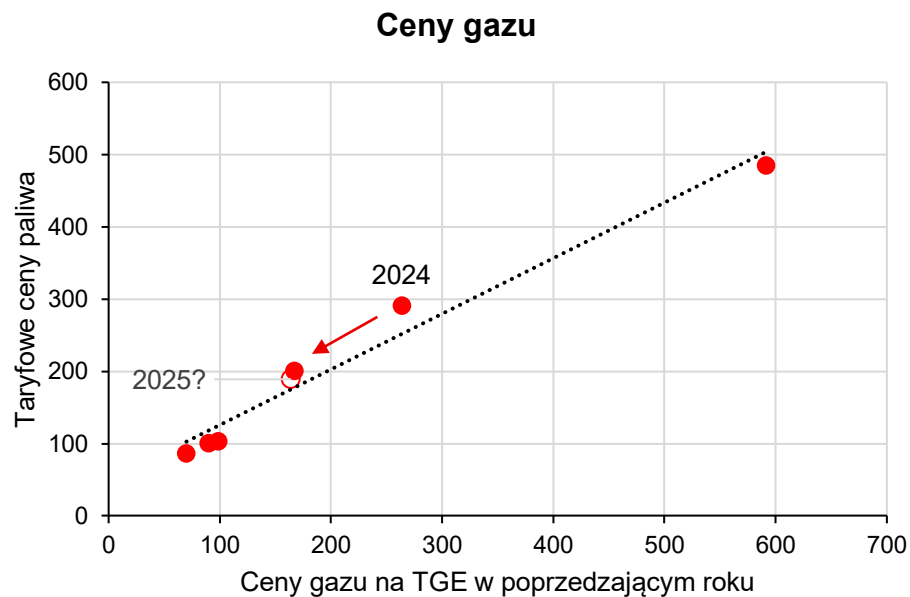




Co z cenami energii w 2025 r.?

Spadek hurtowych cen energii elektrycznej i gazu sugeruje potencjał do dalszych obniżek taryf dla gospodarstw domowych na 2025 r. Zakładamy obecnie, że ten efekt odejmie 0,3 punktu procentowego od CPI w 2025 r.

Ceny taryfowe zależą w znacznej mierze od kosztu zakupu surowców energetycznych przez przedsiębiorstwa taryfowe, a ten jest zależny od hurtowych cen tych surowców. Na podstawie danych za dwa pierwsze miesiące roku, widzimy potencjał do spadku taryfowych cen energii elektrycznej do ok. 460 zł / MWh oraz cen gazu do ok. 190 zł / MWh. Wpływ tych zmian na CPI będzie zależny od punktu wyjściowego, czyli cen energii po decyzji rządu w sprawie osłon (lub URE w sprawie zmian taryf). Przy realizacji naszych obecnych założeń, czyli wzrostu cen prądu i gazu o 15% w lipcu 2024 r., w 2025 r. ceny gazu spadłyby o ok. 12%, a elektryczności byłyby z grubsza stabilne. Taka zmiana odjęłaby 0,3 punktu procentowego od CPI w 2025 r.

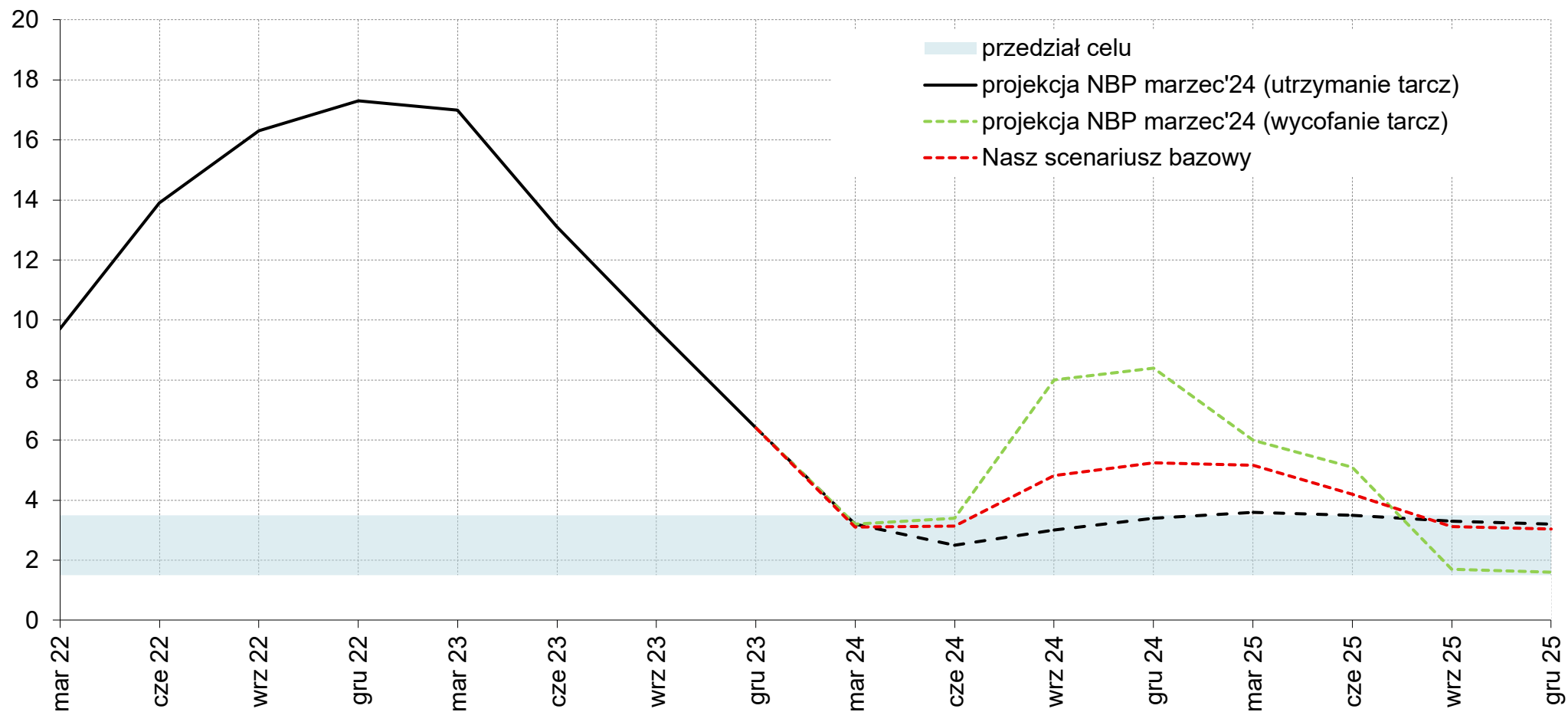


Źródło: TGE, URE, Santander

Przebieg inflacji a „tarcza antyinflacyjna”



Prognozy inflacji CPI – wg nas i marcowej projekcji NBP, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Zatrudnienie na szczycie, bezrobocie w dolinie



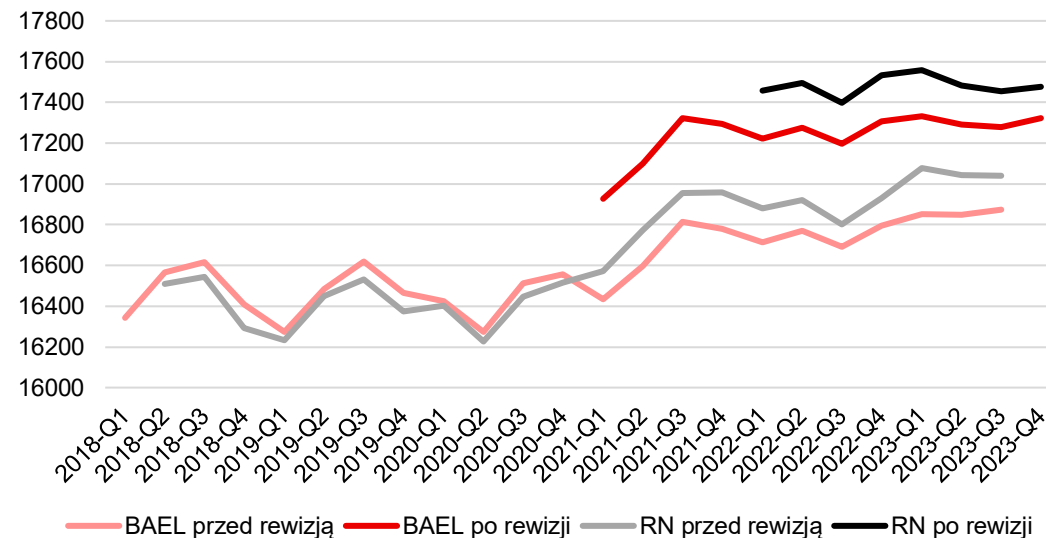
Dane nt. sytuacji na rynku pracy zostały ostatnio dość mocno skorygowane w wyniku uwzględnienia wyników Narodowego Spisu Powszechnego 2021. Wygląda jednak na to, że dostępne zasoby wolnej siły roboczej są mniejsze niż można było do tej pory oceniać – liczba pracujących po rewizji wzrosła o ok. pół miliona osób, zwiększyła się też stopa aktywności zawodowej i stopa zatrudnienia.

Z drugiej strony, tendencje w ostatnich kilku kwartałach wyglądają teraz nieco mniej optymistycznie niż przed rewizją – zamiast umiarkowanego wzrostu liczby pracujących w ostatnim roku mieliśmy do czynienia raczej ze stagnacją, choć blisko rekordowo wysokich poziomów.

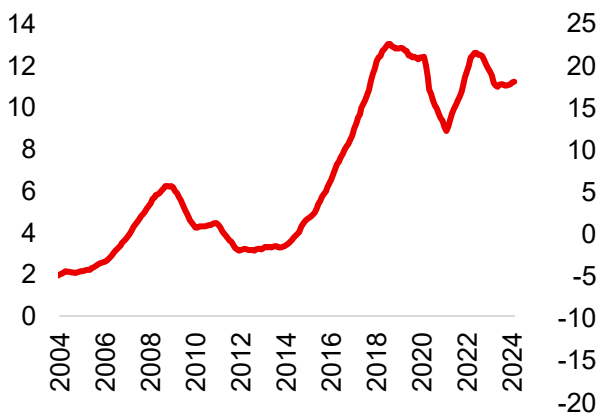
Niemniej, styczniowe dane o bezrobociu pokazały kolejny spadek stopy bezrobocia skorygowanej sezonowo (do 2,9%), a Polska przeskoczyła pod tym względem Czechy.

W praktyce oznacza to gospodarkę wchodzącą w kolejny cykl ożywienia w trybie „pełnego zatrudnienia” i braku wolnych rezerw siły roboczej: pula bezrobotnych jest 2-3 razy mniejsza niż w podobnym momencie poprzednich cykli koniunkturalnych (wg BAEL teraz <0,5 mln, w 2016 r. ponad 1 mln, w 2010 r. ok. 1,6 mln).

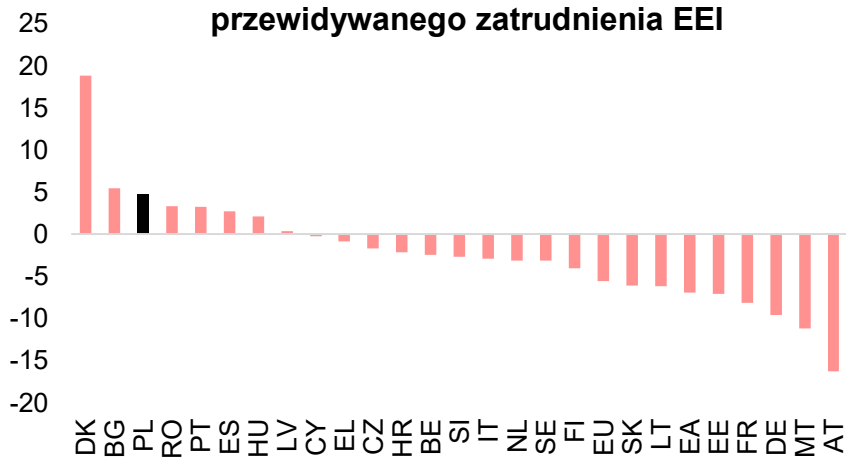
Liczba pracujących wg BAEL i Rachunków Narodowych, tys.



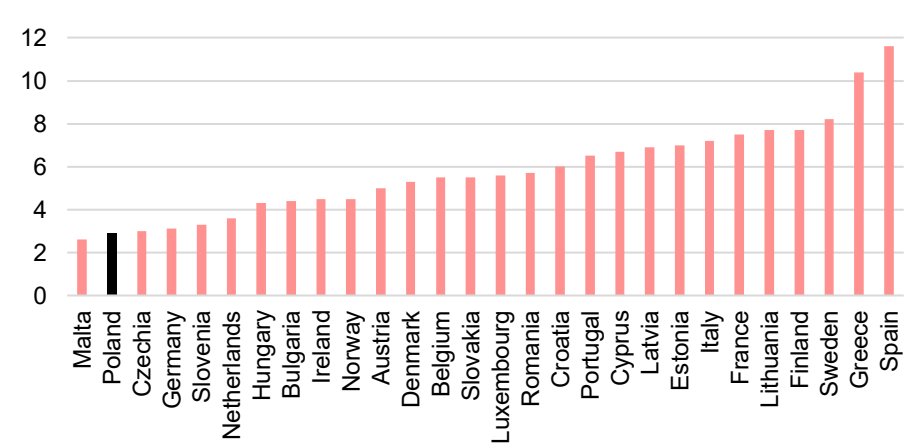
Liczba ofert pracy na 100 bezrobotnych



Roczna zmiana wskaźników przewidywanego zatrudnienia EEI



Stopa bezrobocia wg BAEL (styczeń 2024), wyr. sezon., %



Zatrudnienie ciągle rośnie, presja płacowa się trzyma



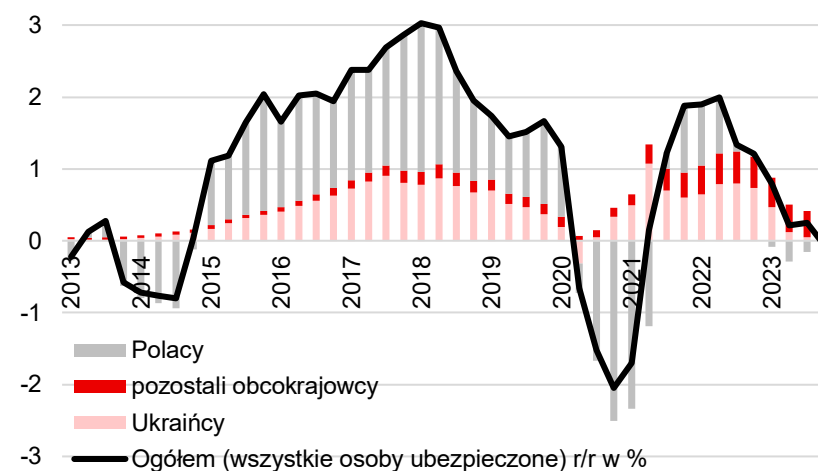
Popyt na pracę odżywał w trakcie ub.r. i w niektórych sektorach (usługi, budownictwo) najwyraźniej jest już silniejszy niż w poł. 2021 r. (lokalny szczyt) - to podpowiadają wskaźniki ESI. Poprawa wskaźników przewidywanego zatrudnienia (EEI) w badaniu ESI wystąpiła tylko w niektórych krajach UE, w tym w Polsce, co podpowiada, że popyt na pracę mamy relatywnie silny w skali europejskiej.

Spadek liczby ofert pracy przypadających na jednego zarejestrowanego bezrobotnego zatrzymał się wiosną ub.r. na wciąż historycznie wysokich poziomach. Nawet w dołku cyklu rynek pracy nie przestał być zatem ciasny.

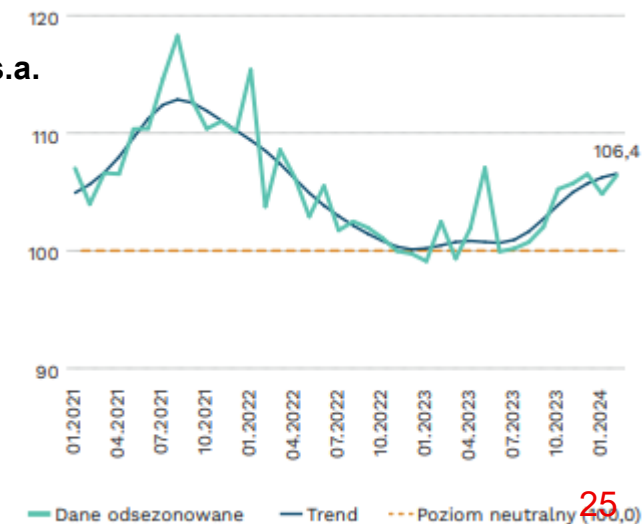
Zdarzało się już w historii polskiej gospodarki, że problemy z podażą pracy rozwiązywał import siły roboczej. Jednak stosunkowo mały napływ netto cudzoziemców na polski rynek pracy (wg danych ZUS) oznacza coraz mniejszą szansę, że istotnie ulżą oni w presji płacowej, szczególnie, że w trakcie 2023 r. nasiliła się skala spadku r/r liczby Polaków ubezpieczonych w ZUS.

W takich warunkach na rynku pracy trudno spodziewać się czegoś innego niż utrzymania się presji płacowej. Potwierdza się to w badaniu NBP Szybki Monitoring: udział firm poddanych presji płacowej wciąż przekracza poziomy z lat 2018-2019 a liczba zgłoszeń narastania presji jest podobna jak w tamtych latach „rynku pracownika”. **Podtrzymujemy zatem pogląd, że wzrost płac w tym roku pozostanie dwucyfrowy.**

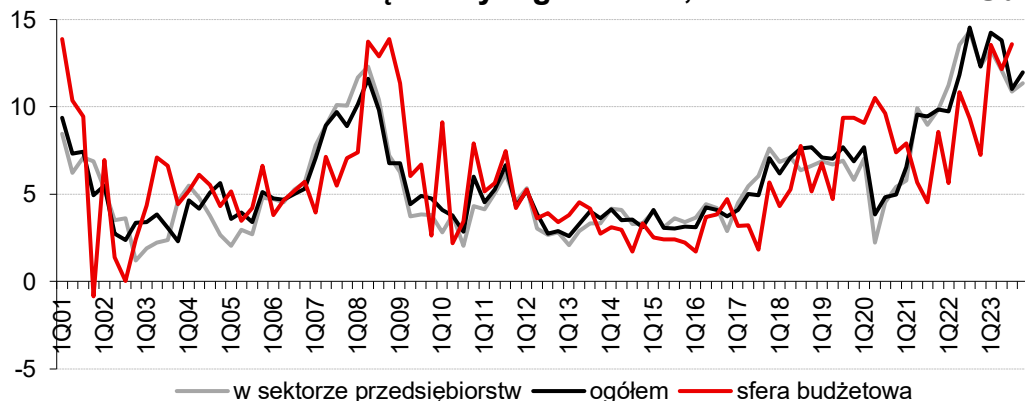
Ubezpieczeni w ZUS, struktura wzrostu r/r, pkt. proc.



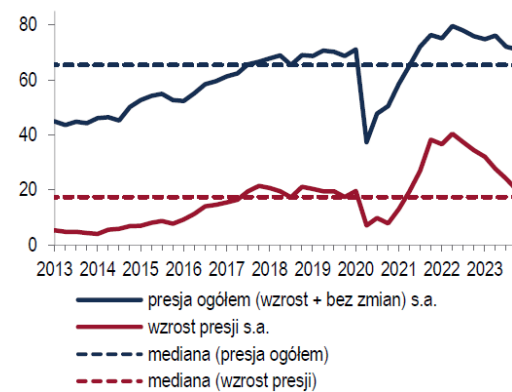
Wskaźnik planowanych zmian poziomu zatrudnienia PIE-MIK



Przeciętne wynagrodzenie, % r/r



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



Źródło: Szybki Monitoring NBP

Źródło: Eurostat, GUS, PIE, NBP, ZUS, Santander





Polityka pieniężna: stopy stop do końca roku?

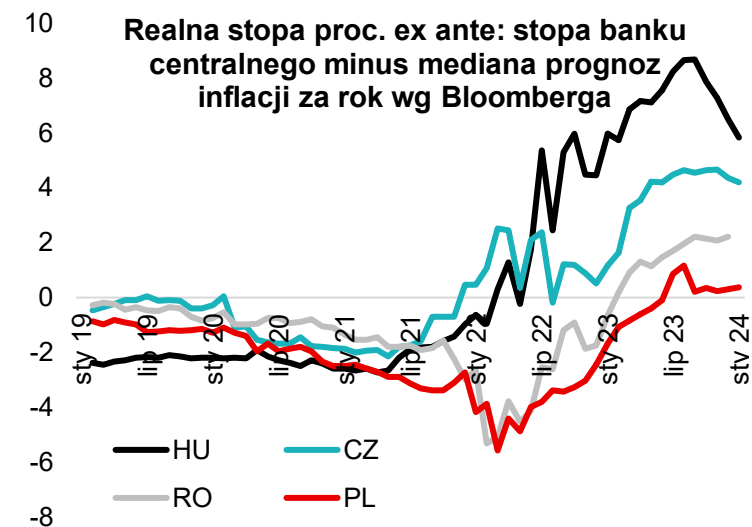
RPP od listopada ub.r. utrzymuje stopy procentowe bez zmian i z jej komunikatów odczytujemy wyraźną intencję, żeby nie spieszyć się z dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej. **Naszym zdaniem stopy NBP pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca tego roku.** W marcu prezes NBP odmówił komentarza nt. możliwych decyzji w II półroczu, ale miesiąc wcześniej dość wyraźnie sugerował prawdopodobny brak większości dla obniżek stóp w tym roku.

Stanowisko polskiego banku centralnego idzie w poprzek komunikacji ze strony innych banków centralnych w regionie CEE. Niemniej, NBP nie musi teraz konkurować z nimi pod względem tempa łagodzenia polityki z kilku powodów. Po pierwsze, skala podwyżek stóp w Polsce była mniejsza i zatrzymała się wcześniej niż np. w Czechach i na Węgrzech. Po drugie, NBP we wrześniu i październiku dokonał już korekty stóp w sumie o -100pb. Po trzecie, lokalne perspektywy gospodarcze przemawiają za większą uporczywością inflacji i późniejszym (trwałym) dotarciem do celu. Po czwarte, dla Polski oczekiwana jest mniejsza skala konsolidacji fiskalnej. Dodatkowo, obecny stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce trudno wg nas uznać za wysoki, skoro nie przeszkodzi on gospodarce wejść w nową fazę przyspieszenia (która wg najnowszych prognoz NBP ma pchnąć wzrost PKB w 2025 r. wyraźnie powyżej poziomu potencjalnego).

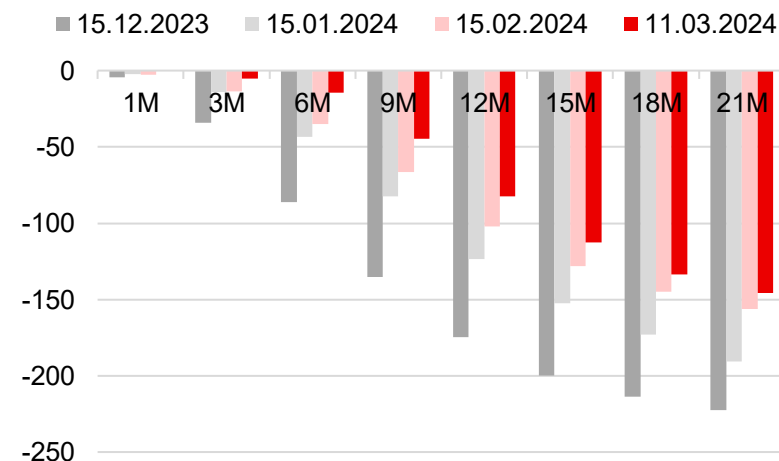
Teoretycznie RPP pozostawiła sobie wszystkie opcje otwarte, jednak w praktyce odczytujemy to tak, że będzie skłonna utrzymać stopy na obecnym poziomie niezależnie od rządowych decyzji w sprawie tarcz antyinflacyjnych - w scenariuszu ich szybszego wygaszenia argumentem będzie wyraźny wzrost CPI w krótkim horyzoncie, w scenariuszu utrzymania większa ekspansywność polityki fiskalnej skutkująca większą uporczywością inflacji w średnim terminie.

Brak pośpiechu w łagodzeniu polityki mają też wg RPP uzasadniać obawy o inne czynniki niepewności dla inflacji: przyspieszenie wzrostu gospodarczego, wzrost kosztów transportu morskiego, ewentualne odbicie globalnych cen energii i żywności.

Politykę RPP w kolejnych miesiącach może wg nas dodatkowo usztywniać zapowiadane przez posłów koalicji rządzącej rozpoczęcie w Sejmie procedury postawienia prezesa NBP przed Trybunałem Stanu. Z kolei zaniechanie tego postępowania zwiększyłoby naszym zdaniem szanse na rozpoczęcie obniżek stóp w II półroczu.



Rynkowa wycena zmian stóp procentowych w Polsce w przeciągu kolejnych miesięcy





Projekcja NBP: szybszy wzrost PKB i inflacja bazowa

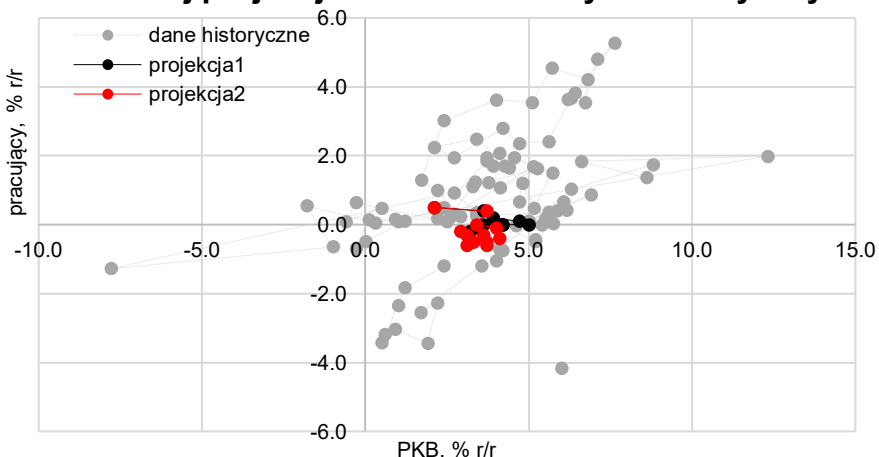
Marcowy Raport o Inflacji NBP zawiera nietypowo dwa scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce – jeden stworzony przy założeniu przedłużenia tzw. tarcz antyinflacyjnych do końca horyzontu projekcji (czyli do IV kw. 2026 r.), a drugi przy założeniu ich pełnego wygaśnięcia już w 2024 r.

W scenariuszu z tarczami inflacja CPI trzyma się blisko 3,5% r/r, czyli górnego krańca pasma wokół celu inflacyjnego, do połowy 2025 r. (pomijamy tu chwilowe zejście w okolice celu w marcu br.), a w IV kw. 2026 r. schodzi do 2,7% r/r. Z kolei w tym bez tarcz, po wzroście do 8,4% r/r w IV kw. 2024 r. inflacja spada do 1,6% r/r w IV kw. 2025 r., by pod koniec 2026 r. osiągnąć 2,4% r/r. W obu scenariuszach dokonano rewizji ścieżki inflacji w 2025 r. w dół względem projekcji z listopada – aktualne scenariusze zakładają, że średnia inflacja w 2025 r. wyniesie 3,4% przy utrzymaniu tarcz lub 3,5% przy ich wygaszeniu, poniżej 3,7% zakładanego w listopadzie.

Rewizja ścieżki PKB w górę względem projekcji z listopada (z 2,9% w 2024 r. i 3,5% w 2025 r. do odpowiednio 3,5% i 4,2%) wynikała z wyższej przewidywanej konsumpcji prywatnej – napędzanej z jednej strony większymi niż zakładano podwyżkami dla pracowników sfery budżetowej, a z drugiej zwiększonymi transferami społecznymi – a także z szybszego wygasania presji kosztowej i większych napływów środków unijnych.

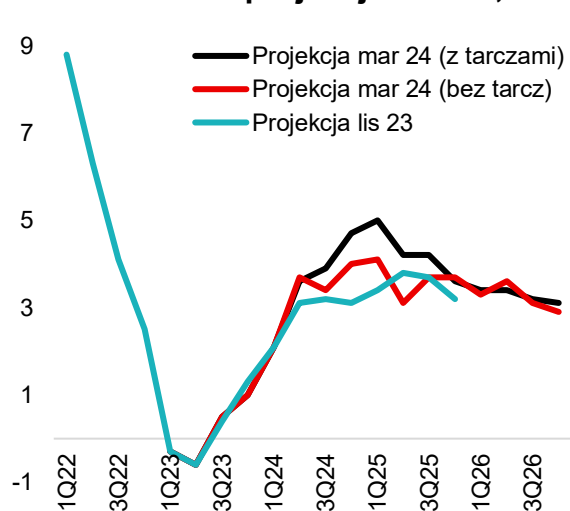
Mimo przyśpieszenia wzrostu PKB powyżej tempa potencjalnego (ok. 3,5%), w marcowej projekcji założono brak wzrostu lub nawet lekki spadek liczby pracujących, co wygląda na silnie inflacjogeny układ, a jednak nie podbija mocno ścieżki CPI. Można się mimo to w obu wariantach nowej projekcji dopatrzeć większej uporczywości inflacji, chociażby w przebiegu inflacji bazowej, przy czym gorszy pod tym względem jest wariant przedłużania tarcz antyinflacyjnych na kolejne lata (jako wariant z luźniejszą polityką fiskalną). Podejrzewamy, że w świetle projekcji członkowie RPP będą trzymać się podejścia 'wait and see'.

Relacja wzrostu PKB i zmiany pracujących w marcowej projekcji NBP oraz w danych historycznych

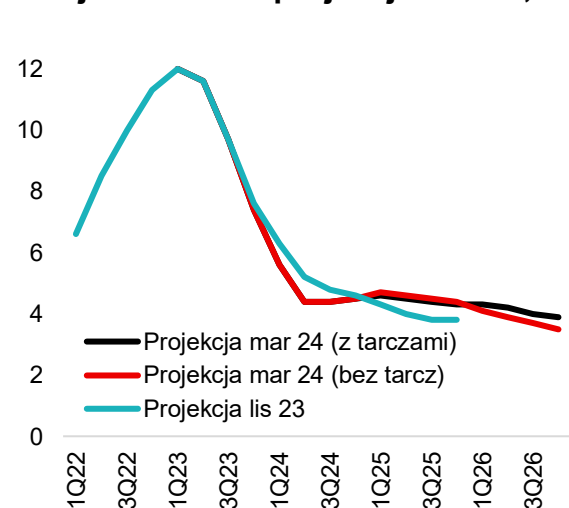


Źródło: GUS, NBP, Santander

Wzrost PKB w projekcjach NBP, %r/r



Inflacja bazowa w projekcjach NBP, %r/r



Zmienność opinii w RPP

„Nastawienie” większości członków RPP do polityki pieniężnej w ocenie analityków wyraźnie się zmieniło od września ub.r. w kierunku bardziej „jastrzębiego”.

Wypowiedzi I. Dąbrowskiego dot. możliwego rozważenia zacieśnienia ilościowego (QT) jak na razie nie znalazły szerszego poparcia w Radzie, a sam ich autor po miesiącu zaproponował kolejną rundę QE.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej

Konsensus powstał w oparciu o prognozy 14 ośrodków analitycznych, zebranych przez PAP Biznes w dn. 28 lutego -1 marca 2024 r.

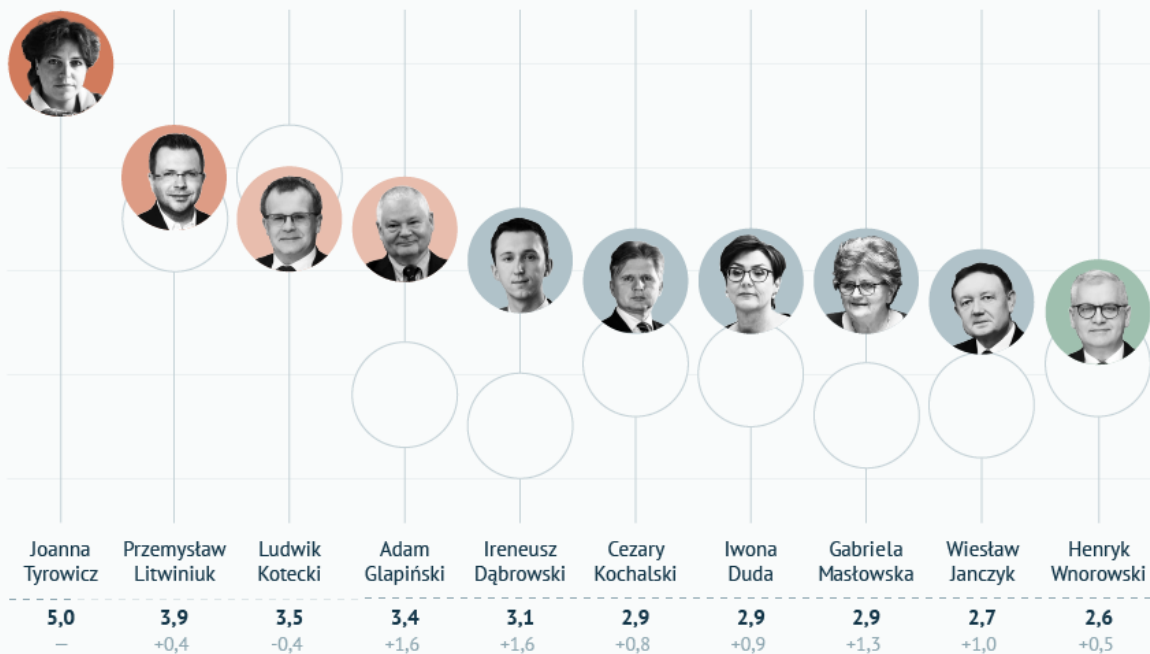
● konsensus z marca '24
○ konsensus z września '23

Nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



Źródło: PAP Biznes



Ireneusz Dąbrowski, członek RPP:

28 grudnia (PAP): Wydaje się, że na razie - przy niezmiennych parametrach rynku - **nie ma dużego ryzyka podniesienia stóp procentowych. Raczej jest to wybór między utrzymaniem a obniżaniem.**

12 stycznia (Bloomberg): Jeżeli rząd zrezygnuje po I poł. 2024 r. z mrożenia cen energii (obowiązują do końca VI) i zerowego VATu (obecnie do końca III), to **możliwe do rozważenia mogą być podwyżki stóp lub rozpoczęcie zacieśniania ilościowego.**

12 stycznia (Gazeta Bankowa): Może się okazać, że gdy pojawi się tak duży popyt, **NBP będzie musiał rozważyć skrócenie swojej pozycji w obligacjach covidowych i część tych papierów sprzedać na rynku żeby ściągnąć nadwyżkę pieniądza.** Jeżeli dojdzie do gwałtownego wzrostu cen, NBP – jak sądzę - będzie musiał w jakiś sposób na to odpowiedzieć.

17 stycznia (Rzeczpospolita): Decyzje będą podejmowane na przełomie lutego i marca. Zobaczymy wtedy, czy spadek inflacji jest trwały, czy oczekiwania inflacyjne są zakotwiczone. Jeśli nie, to **moim zdaniem będzie trzeba wykonać jakiś ruch. (...)** gdyby pojawiła się potrzeba zacieśnienia polityki pieniężnej, to **Rada będzie miała do dyspozycji dwa narzędzia: podwyżki stóp procentowych i zacieśnienie ilościowe (QT).**

19 lutego (Rzeczpospolita): Trzeba budować huby komunikacyjne i logistyczne, czyli m.in. CPK. (...) Te wszystkie inwestycje (a nie bieżącą konsumpcję) finansować powinien rząd, a **obligacje emitowane na ten cel, skupowane przez banki komercyjne, powinien móc odkupować NBP.**

Polityka fiskalna: ryzyko nieco większego deficytu



Widzimy lekkie ryzyko w górę dla deficytu finansów publicznych w tym roku. Naszym zdaniem niższe od założeń wpływy z VAT zostaną częściowo tylko nadrobione wyższymi dochodami z PIT i składek oraz dywidendami. Oczekujemy 5,5% PKB wobec założeń rządowych 5,1% PKB.

Uważamy, że rządowe plany zwiększenia wpływów z VAT o prawie 30% do 316 mld zł w 2024 r. były mało realistyczne już w momencie tworzenia. Od tego czasu nieco obniżyły się prognozy wzrostu PKB i inflacji, co stawia dodatkowy znak zapytania. Szacujemy, że **faktyczne dochody z VAT mogą być o 25-30 mld zł niższe** niż założone w budżecie.

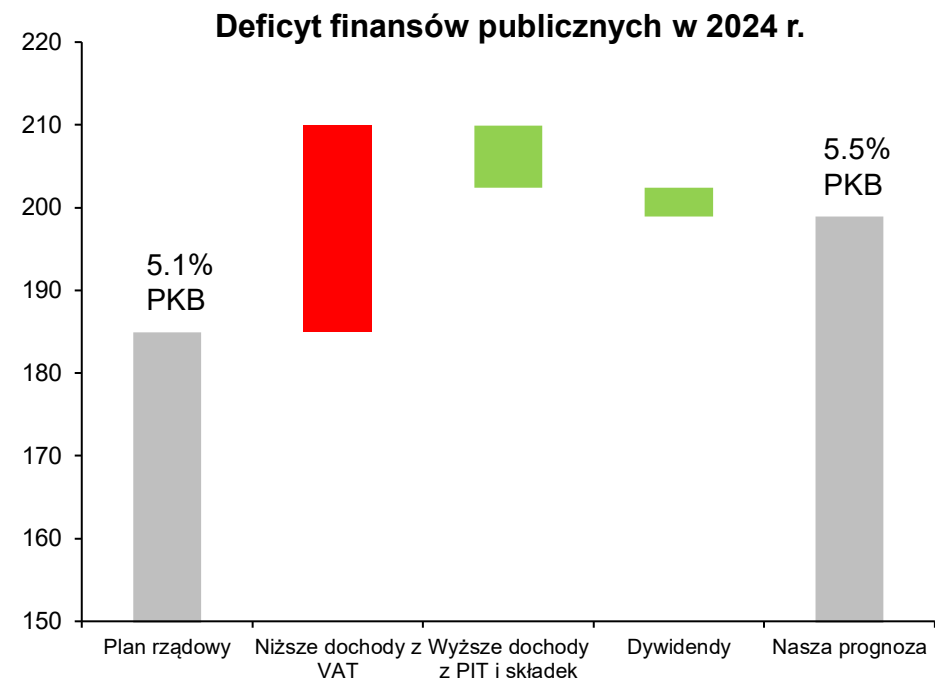
W grudniu 2023 r. Ministerstwo Finansów przyspieszyło zwroty tego podatku, o ok. 10 mld zł, co nieco zmniejszy niedobór wpływów z VAT w tym roku, ale nie będzie miało wpływ na saldo sektora w ujęciu GG.

Oczekujemy, że w tym roku dochody gospodarstw domowych będą rosły nieco mocniej niż założono w budżecie, co pozwoli na nieco wyższe wpływy z PIT oraz składek na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne. Zakładamy, że dochody z tego tytułu mogą być o ok. 1% wyższe od założeń, czyli o ok. 7,5 mld zł.

Dywidendy mogą okazać się lepsze od 2,5 mld zł założonych w budżecie. Obecnie szacujemy, że może to być ok. 6 mld zł.

Niemal pewne jest, że NBP nie zanotuje zysku za 2023 r., co oznacza, że zakładanej wpłaty 6 mld zł do budżetu jednak nie będzie. Media donoszą o stracie na poziomie ok. 21 mld zł. Natomiast zysk NBP nie jest uwzględniany w dochodach sektora finansów publicznych w definicji Eurostatu (GG).

Rząd myśli też o wprowadzeniu dodatkowych pozycji wydatkowych – zdecydowano już o obniżce VAT dla branży beauty (koszt ok. 150 mln zł), rozważane jest wprowadzenie nowej wersji programu „Bezpieczny Kredyt 2%”, zmiany w podatku od zysków kapitałowych, w składce zdrowotnej dla przedsiębiorców, wakacje składkowe dla firm oraz działania osłonowe związane z cenami energii. Trudno w tym momencie oszacować koszt tych propozycji, ale w wariancie pesymistycznym mogą sięgnąć kilkudziesięciu miliardów złotych.



Źródło: MF, Santander

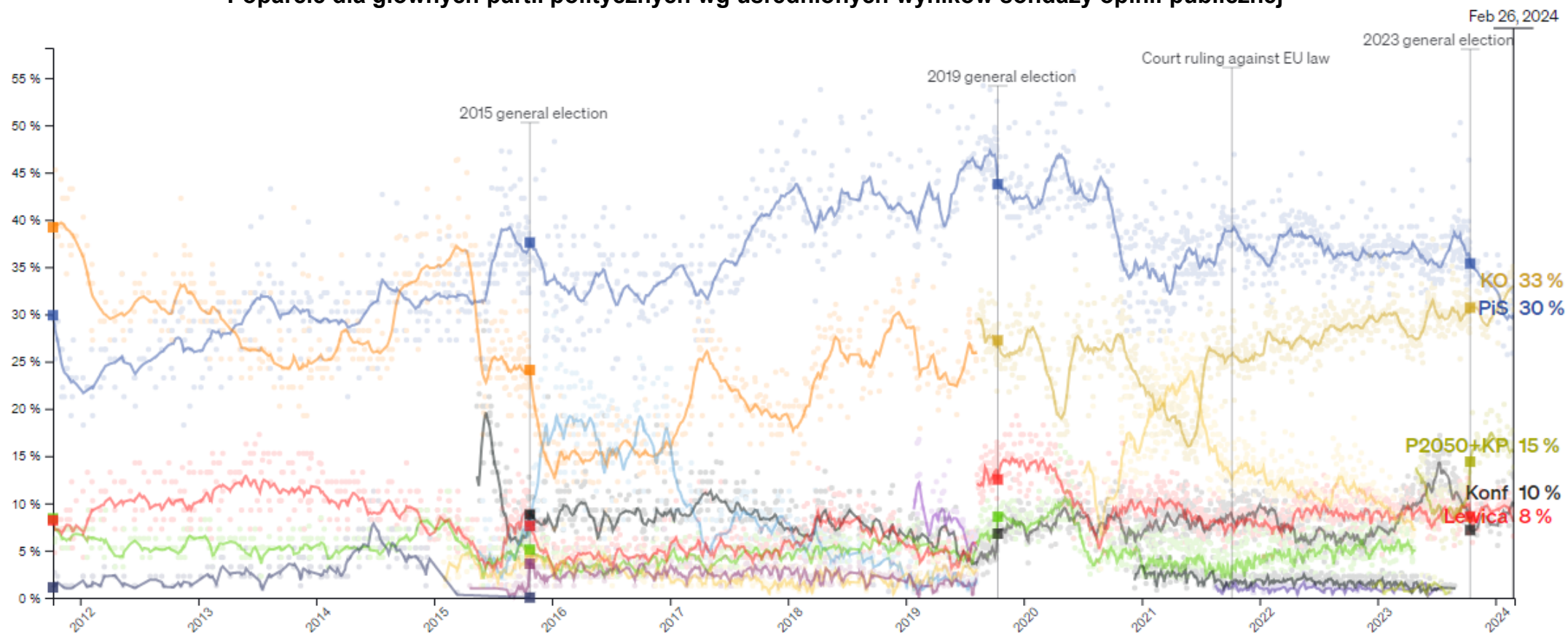
Działanie	Nasz szacunek kosztu
Bezpieczny Kredyt – nowa odsłona	do 2 mld zł
Zmiany w podatku od zysków kapitałowych	do 10 mld zł
Działania osłonowe w związku z energią	do 15 mld zł – możliwe przerzucenie na sektor energetyczny
Powrót do starych zasad naliczania składki zdrowotnej dla przedsiębiorców	ok. 10 mld zł
Wakacje składkowe dla przedsiębiorców	ok. 2 mld zł



Sondaże sprzyjają koalicji rządzącej

Przed nami kolejne rundy wyborcze: wybory samorządowe na początku kwietnia, europejskie na początku czerwca, prezydenckie w połowie 2025 r. Uśrednione wyniki sondażowe wskazują na stopniowy spadek poparcia dla PiS i wzrost wyników partii wchodzących w skład koalicji rządzącej.

Poparcie dla głównych partii politycznych wg uśrednionych wyników sondaży opinii publicznej



Źródło: Politico.eu

Rynek finansowy

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

2

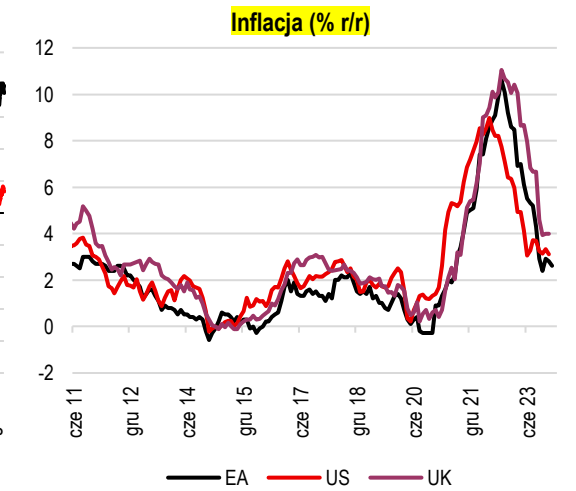
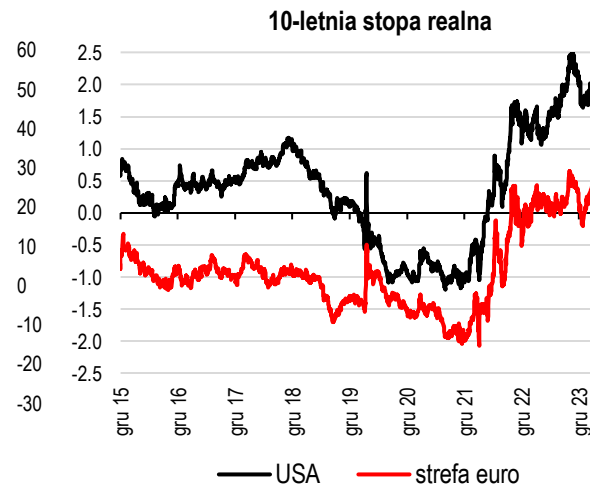
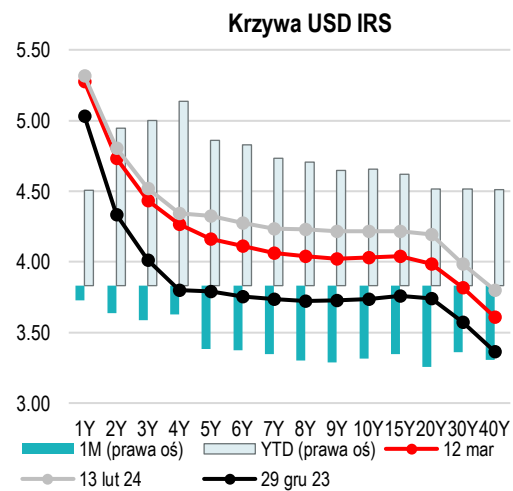
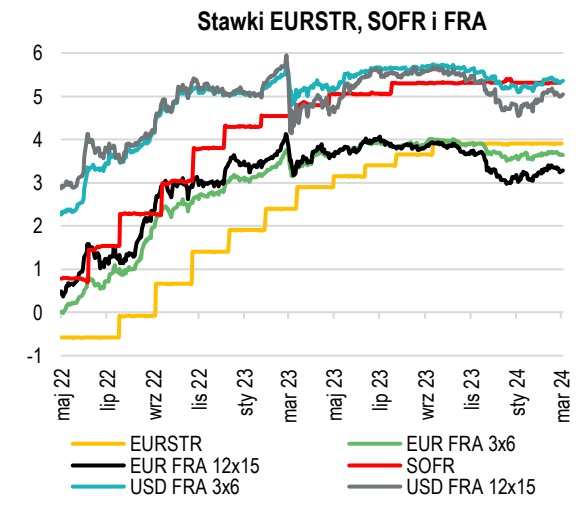
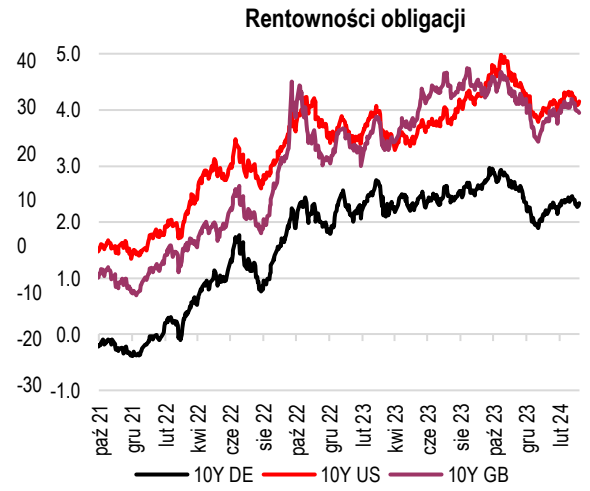
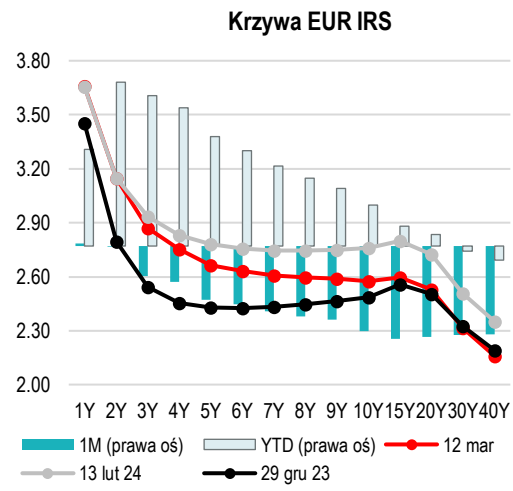
Mniej obniżek stóp z EBC i Fed



Tak, jak zakładaliśmy, w I kw. doszło do korekty rentowności na rynkach bazowych w górę. Jednak początek 2024 r. stał też w kontraście do głównych trendów zakładanych na bieżący rok: stopniowego stromienia krzywych rentowności pod wpływem spadającej inflacji i stóp procentowych. Mimo spadku miar inflacji w Europie i USA komentarze bankierów centralnych były przez pewien czas mało gołębne, co przy pozytywnych niespodziankach w danych makro (szczególnie w USA) prowadziło do wypłaszczenia krzywych bazowych.

Najnowsze dane o zatrudnieniu w USA były relatywnie słabe przy wzroście stopy bezrobocia w USA, a najnowsze komentarze J. Powella i C. Lagarde sygnalizujące zbliżanie momentu obniżek stóp zaczęły ponownie przesuwając rynkowe oczekiwania w kierunku nieco większej liczby obniżek. Obecnie rynek zakłada obniżkę stóp czerwcu i ok. 4 obniżek stóp do końca roku ze strony EBC i Fed wobec 5-7 oczekiwanych pod koniec ubiegłego roku. Jednocześnie rosły długoterminowe stopy realne.

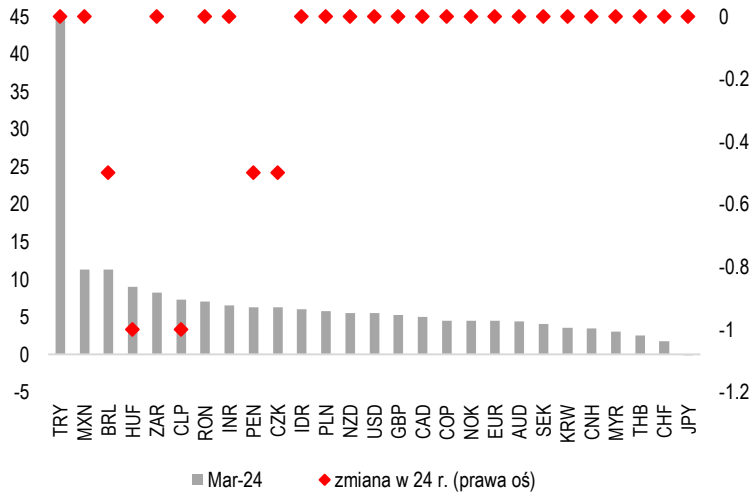
My spodziewamy się 4 obniżek stóp w USA i 5 w strefie euro w tym roku.



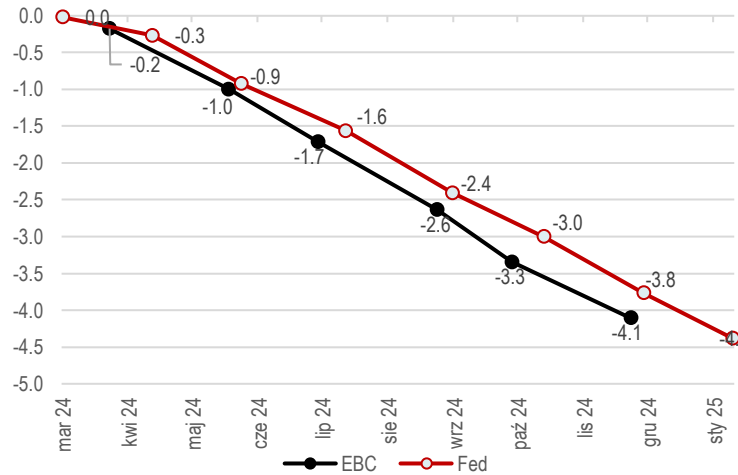
Wzrost ceny ropy i wysoki apetyt na ryzyko



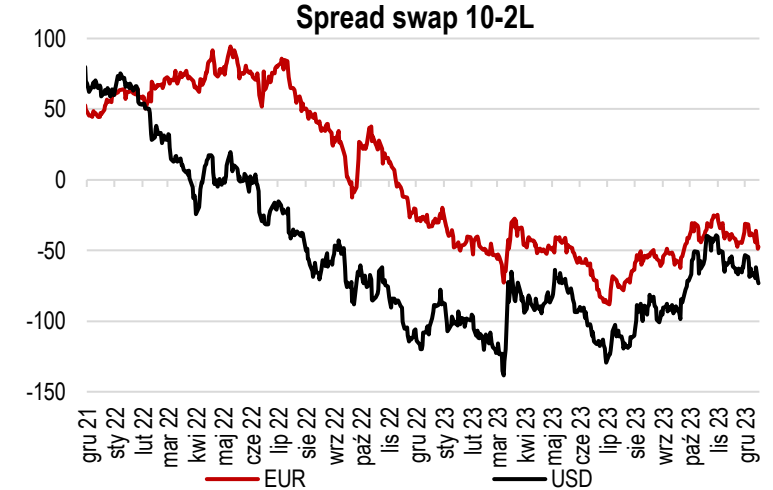
Główne stopy banków centralnych (obecny poziom i zmiana od początku)



Skala oczekiwanych obniżek w strefie euro i USA (10-03-2024)



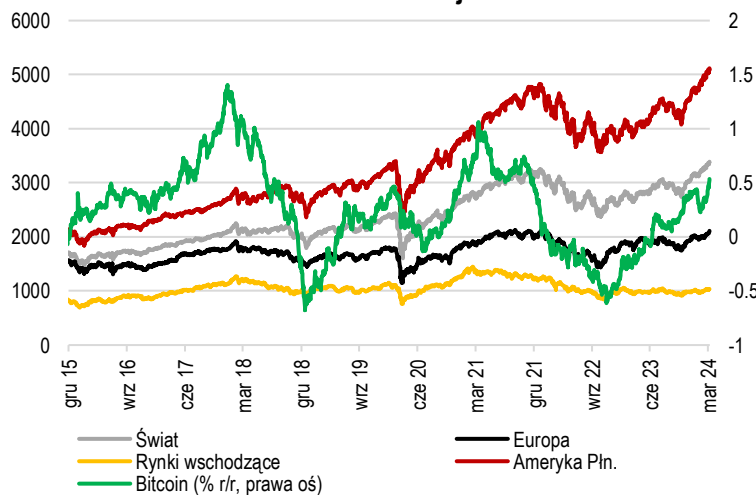
Nachylenie krzywych swap w euro i \$



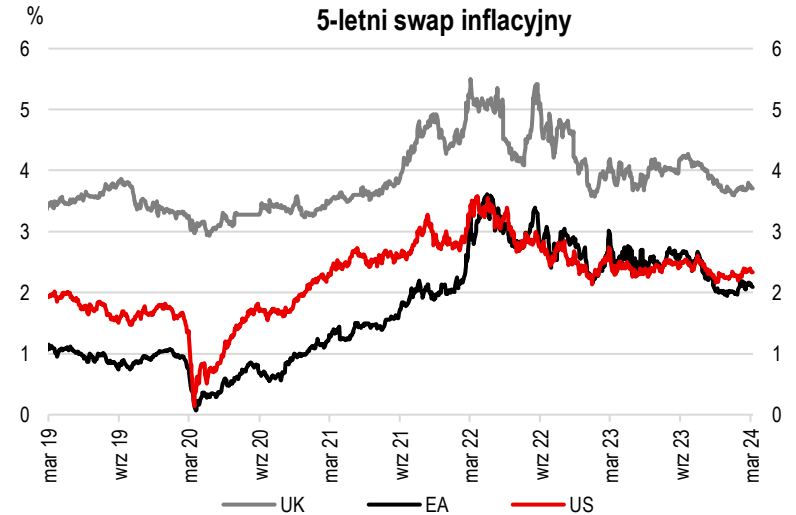
Cena ropy Brent (USD za baryłkę)



Indeks MSCI akcje vs. Bitcoin



5-letni swap inflacyjny

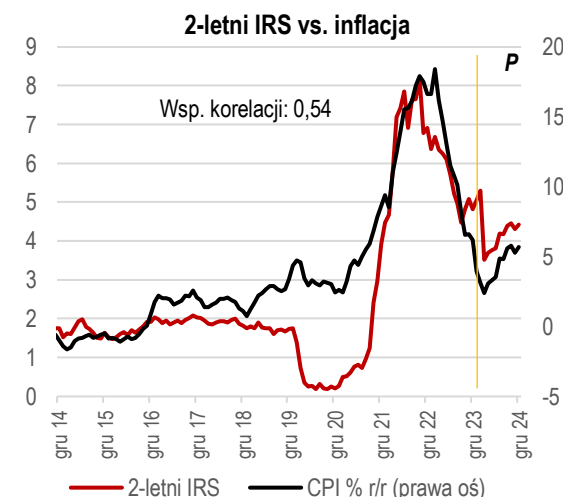
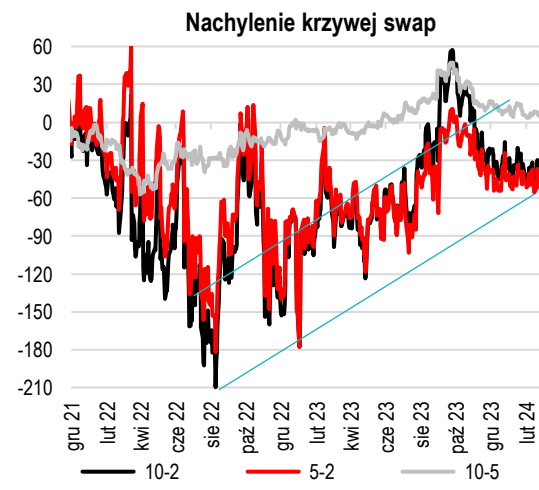
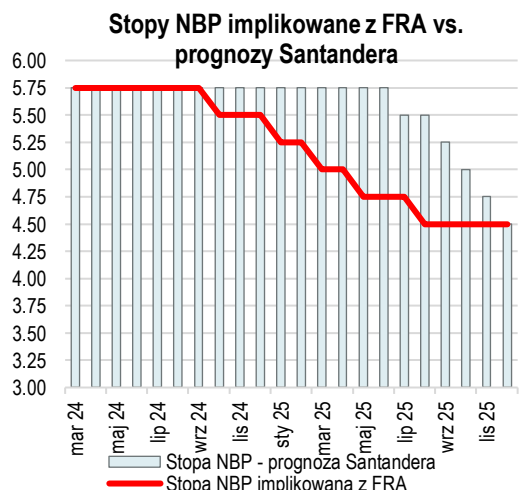
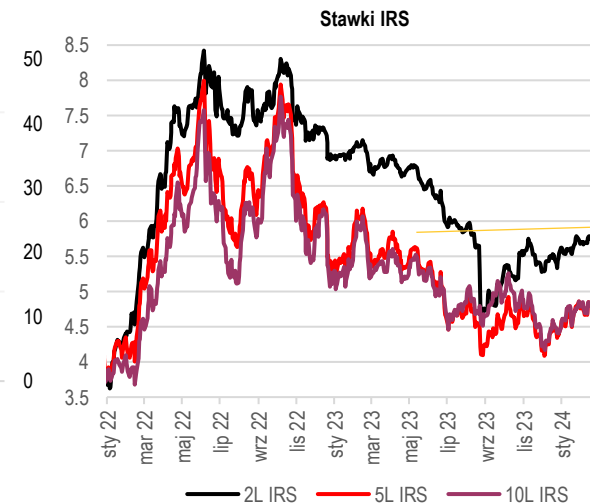
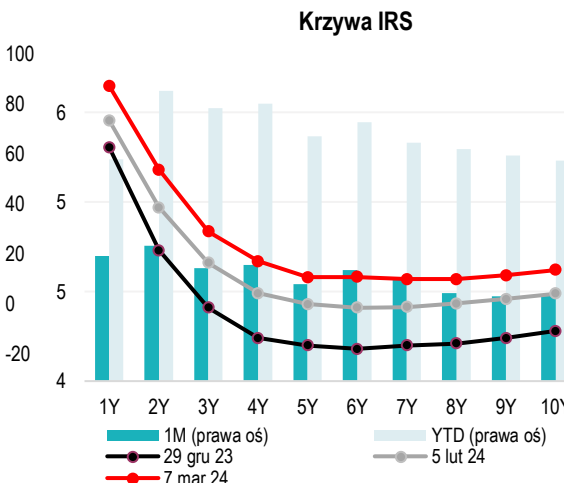
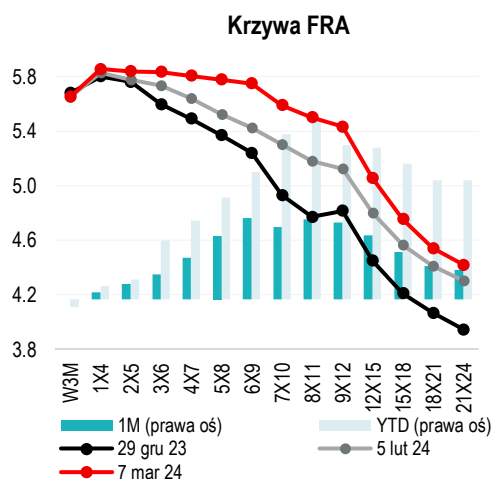


Wyplaszczenie krajowej krzywej chwilowo za nami?



Od dłuższego czasu wskazywaliśmy, że rynek przeszacowuje skalę redukcji stóp w Polsce. Zmiana funkcji reakcji RPP po wyborach oraz korekta stóp na rynkach bazowych sprzyjały zmniejszeniu skali wycenianych obniżek stóp. Mogła temu sprzyjać niejednoznaczna, a zinterpretowana jastrzębio marcowa projekcja NBP. W rezultacie nachylenie 2-10L krzywej swap lekko się zmniejszyło, zarówno na odcinku 2-5L jak i 5-10L.

Chociaż FRA wciąż wyceniają 1 obniżkę stóp w tym roku, to sądzimy, że obecnie rynkowo lepiej pozycjonować się na spadek stóp swap. Mogą temu sprzyjać dane o inflacji, które przynajmniej przy najbliższych dwóch odczytach mają potencjał do niespodzianki w dół. Dawałoby to też potencjał do przejściowego wystromienia krzywej. Jednak na wykształcenie dłuższego trendu stromienia najprawdopodobniej trzeba będzie zaczekać znacznie dłużej niż wydawało się to na początku roku. Zwykle następuje ono wraz ze zbliżaniem się momentu obniżki stóp, a tę odłożyliśmy w czasie na III kw. 25 r. Po wybiciu inflacji w kwietniu możliwe jest ponowne płaszczenie krzywej, a nachylenie może fluktuować przez znaczną część roku. Stromienie mogłoby przyspieszyć, gdyby zostały wprowadzone dalsze obniżki cen energii np. z początkiem 25 r. i inflacja spadłaby szybciej do celu lub konsumpcja zaskakiwałaby w dół.



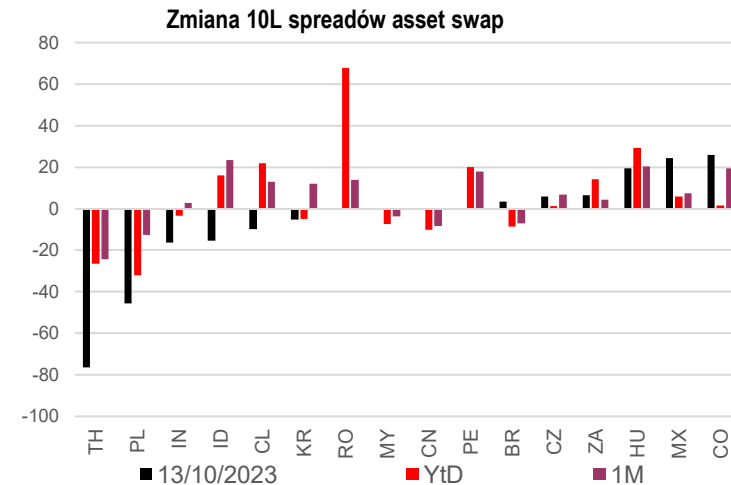
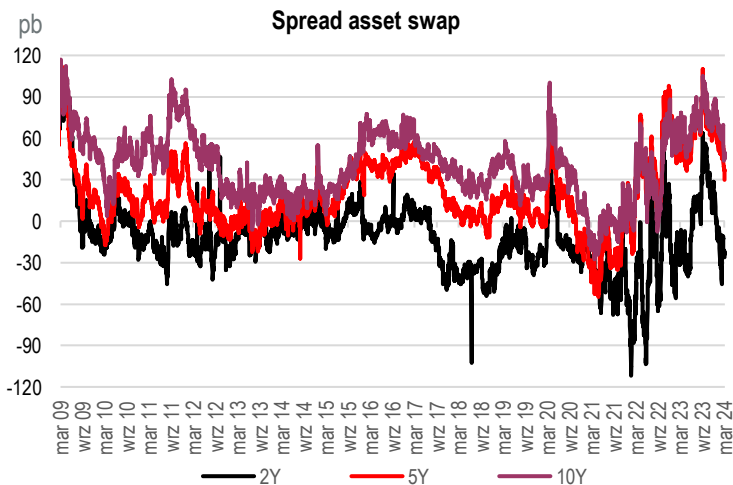
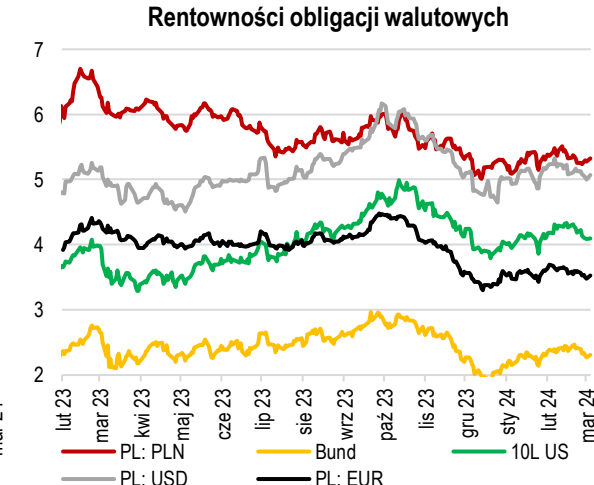
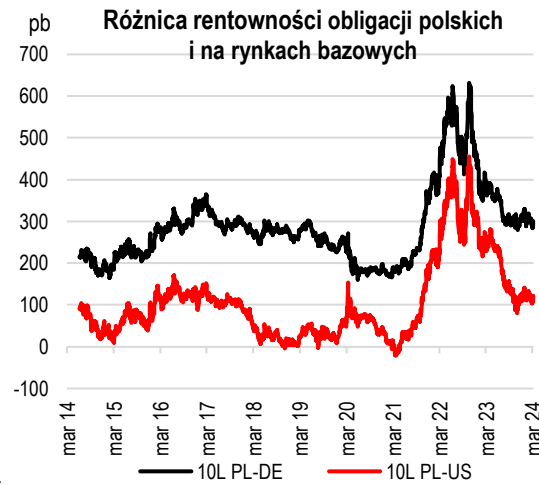
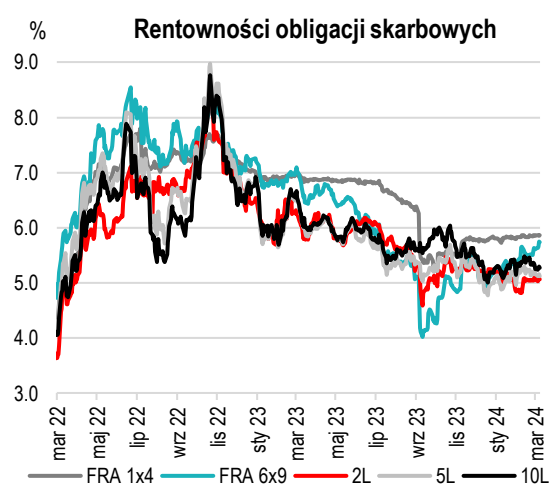
Czy to koniec spadku spreadów kredytowych?



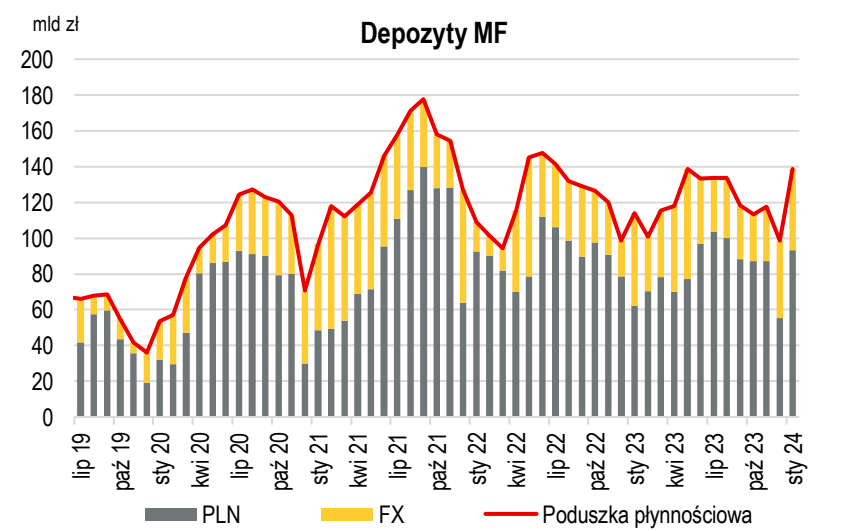
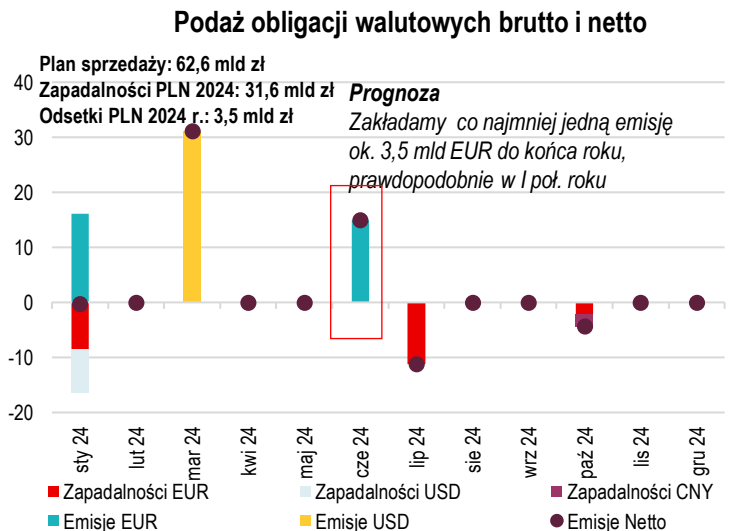
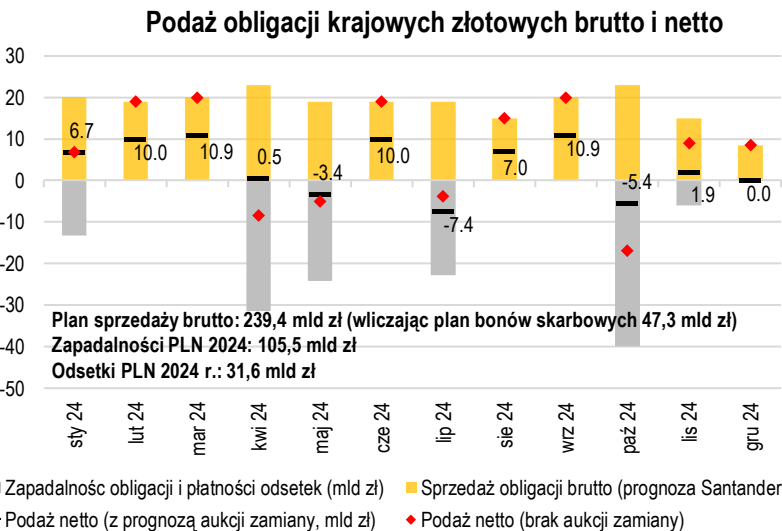
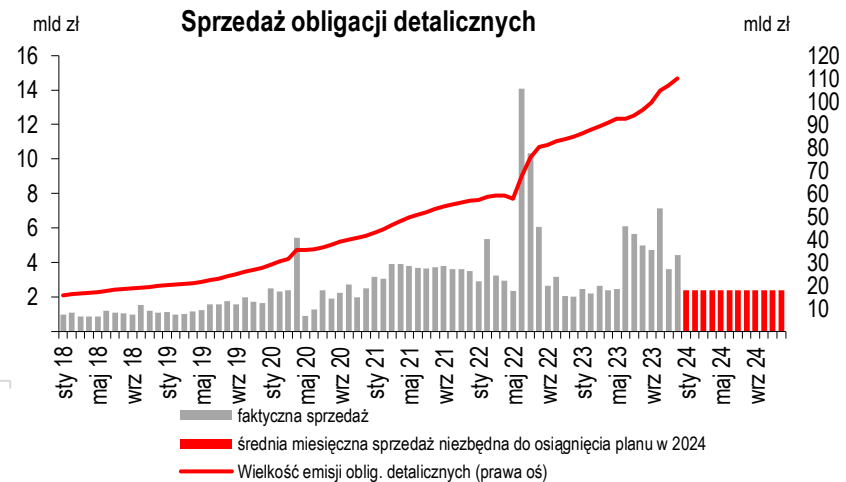
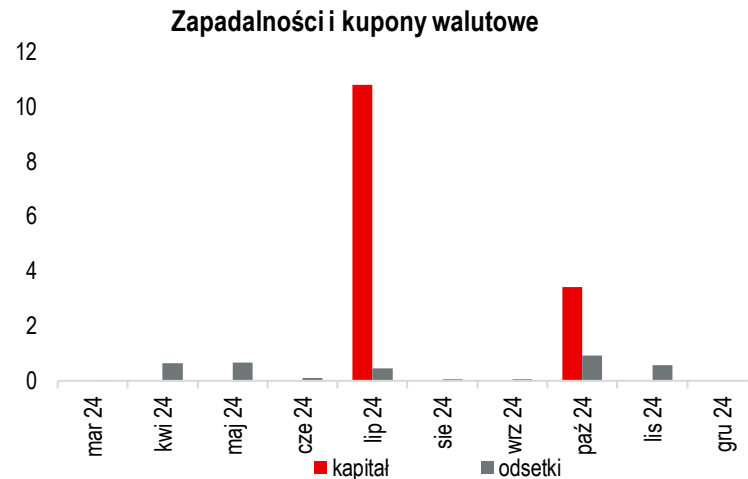
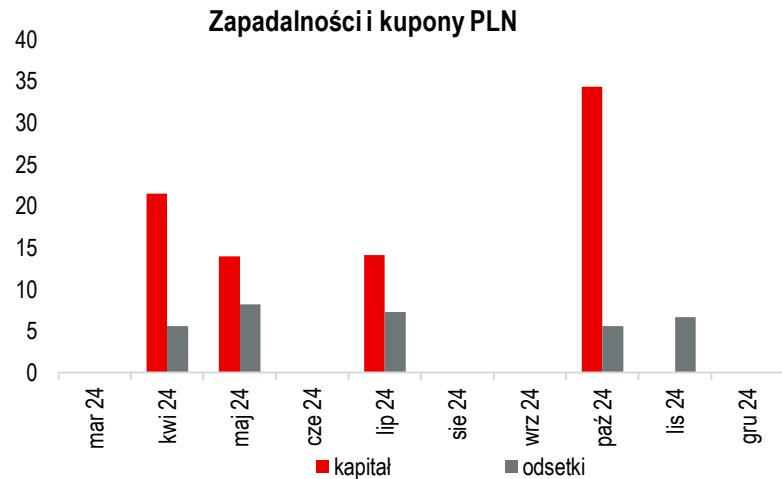
Odwrotnie niż krzywa swap, krzywa obligacji wystromiła się za sprawą spadku i stromienia krzywej asset swap. To po części zasługa popytu banków. Spadek spreadów dla dłuższych terminów to prawdopodobnie efekt nadziei powyborczych na poprawę perspektyw gospodarki. Spadek długoterminowych spreadów był jednym z największych wśród gospodarek wschodzących. Mniej więcej połowa tego ruchu nastąpiła w ostatnim miesiącu, co może oznaczać, że swoje pozycje w końcu zwiększyli inwestorzy zagraniczni.

Wobec tego, że już obecnie spready kredytowe są poniżej wieloletnich średnich dla 2 i 10 lat sądzymy, że 5-letni może się w najbliższym czasie zachowywać nieco lepiej. W marcu skala emisji netto jest dodatnia, co może finalnie doprowadzić do pewnej korekty spreadów w górę. Jak dotąd nie miała ona miejsca pomimo wysokich podaży. Sądzymy, że do większego rozszerzenia się spreadów asset swap mogłoby dojść w dalszej części roku przy okazji pogorszenia nastrojów, np. w związku z wyborami w USA. Wzrost popytu na krajowy dług ze strony inwestorów zagranicznych i niższe emisje (MF już sfinansował 50% tegorocznego planu) mogą utrzymywać spread na niskich poziomach.

Zakładamy, że spready do Bundów najprawdopodobniej spadną wyraźniej poniżej 300 pb dopiero pod koniec roku.



Kumulacja emisji w I poł. roku ...

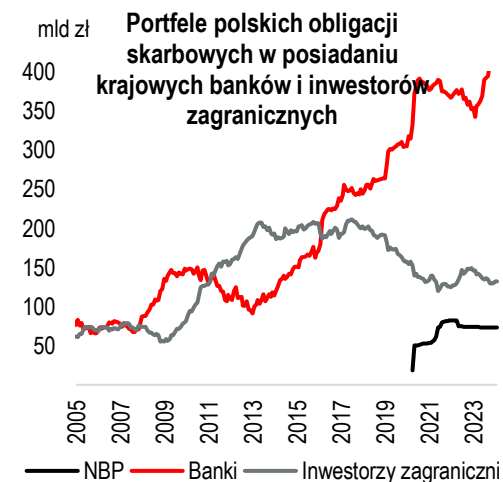
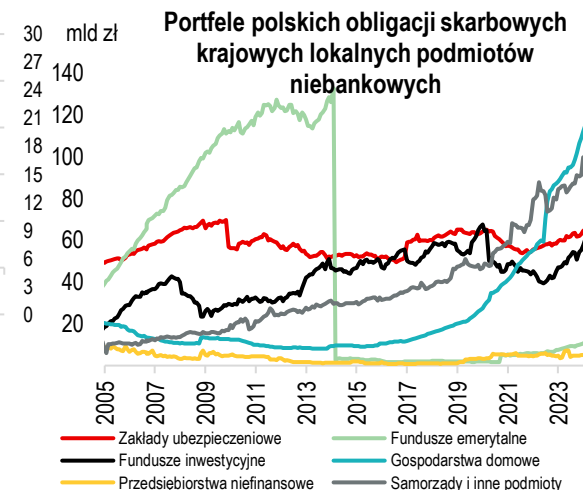
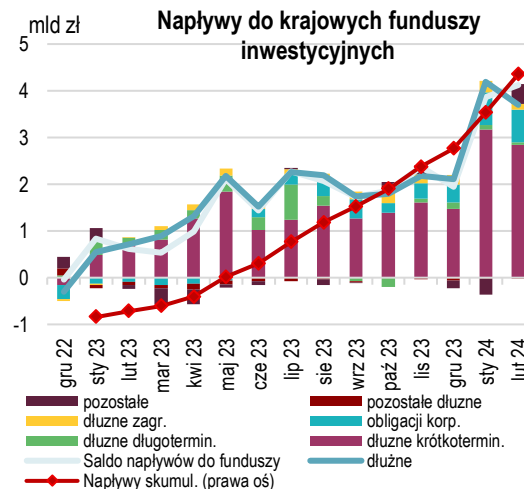


Źródło: LSEG, Ministerstwo Finansów, Bloomberg, Santander

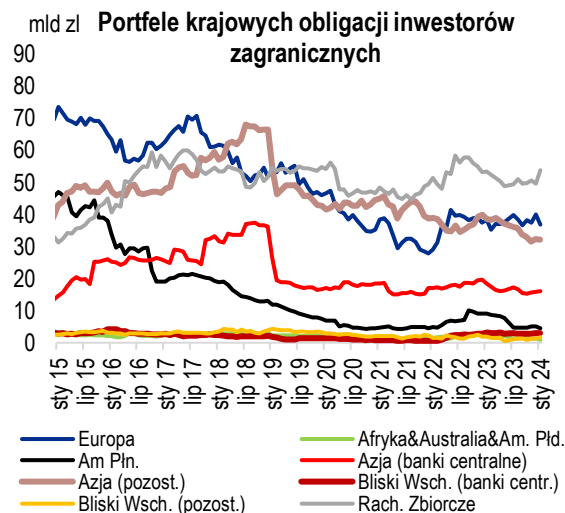


... napotyka wysoki popyt (krajowych banków i TFI)

Początek roku, podobnie jak większość minionego roku stał pod znakiem zakupów obligacji skarbowych przez krajowy sektor bankowy. Banki powiększyły swoje portfele w styczniu o ok. 9 mld zł netto. Drugim głównym kupującym były krajowe fundusze inwestycyjne, które kupiły obligacje za ok. 2 mld zł. Byłoby to spójne z kontynuacją a nawet przyspieszeniem napływów do funduszy w styczniu. Prawdopodobnie krajowe fundusze wciąż utrzymują wysoką ekspozycję na dług walutowy przy stopniowym spadku wciąż dodatnich basis swapów. Zakupy obligacji detalicznych przez gospodarstwa domowe wyniosły w styczniu ponad 3 mld zł netto i ok. 6 mld w poprzednich 2 mies., co jest pokłosiem utrzymania wysokich rentowności.



Spodziewamy się kontynuacji tych trendów w kolejnych miesiącach. Choć spadki stóp NBP mogą nastąpić później niż wcześniej zakładaliśmy, podobnie jak trwalsze stromienie krzywych, to sądzimy, że banki będą kontynuować zakupy obligacji i pozostaną głównym kupującym na krajowym rynku długu. Dla funduszy dłużnych podtrzymujemy prognozę napływu środków w 2024 r. na poziomie ok. 10-12 mld zł z ryzykiem w górę. W przypadku obligacji detalicznych tegoroczny plan emisji netto na poziomie ok. 7 mld zł może być zrealizowany z nawiązką.



Zakupy krajowych SPW (prognoza Santander na 2024r. r.)

	Banki	NBP	Inwestorzy zagraniczni	Fundusze inwestycyjne	Ubezpieczyciele	Gosp. domowe	Sektor rządowy i samorządowy	Inni	Ogółem
2015	20.7	0.0	10.8	0.2	-0.7	1.4	0.8	-0.5	32.7
2016	64.0	0.0	-14.2	3.1	6.9	1.1	4.4	3.3	68.7
2017	8.4	0.0	10.2	6.9	0.8	4.2	2.4	2.8	35.6
2018	20.2	0.0	-11.3	-1.7	5.3	4.1	9.2	9.2	34.9
2019	40.9	0.0	-34.1	12.0	-0.8	7.4	-0.7	-45.3	-20.6
2020	71.9	53.6	-23.6	-18.8	-7.0	13.4	12.6	5.2	107.3
2021	-10.5	28.5	-9.2	-3.3	-1.6	14.4	20.3	-0.1	38.6
2022	-12.6	-7.8	21.6	1.8	3.9	32.8	4.7	2.0	46.5
2023	60.6	-0.7	-17.0	8.0	3.0	13.0	-14.0	10.0	62.9
I 2024	9.6	0.0	0.0	4.0	0.8	3.4	0.1	1.1	19.1
2024P	105.0	-4.5	10.0	10.8	5.0	14.5	5.0	3.0	148.8

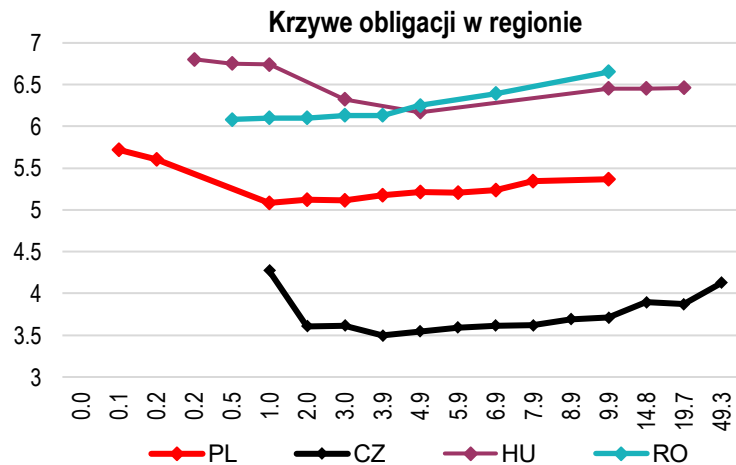
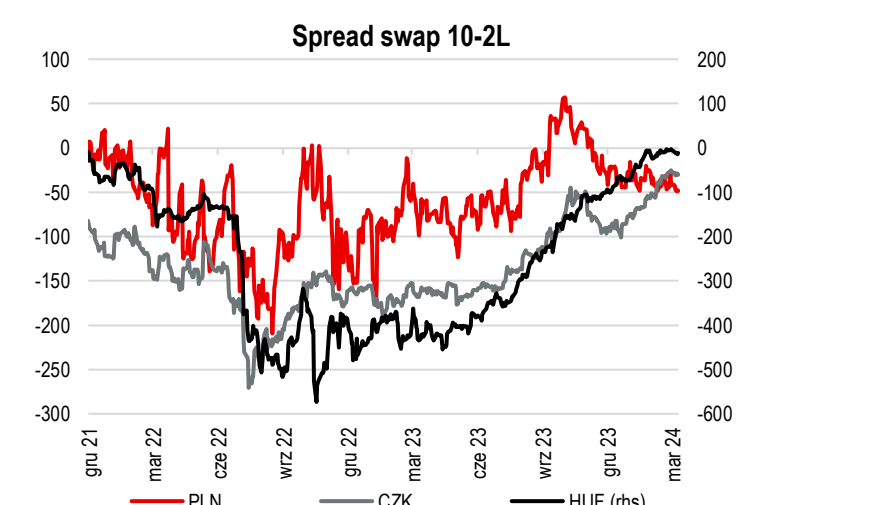
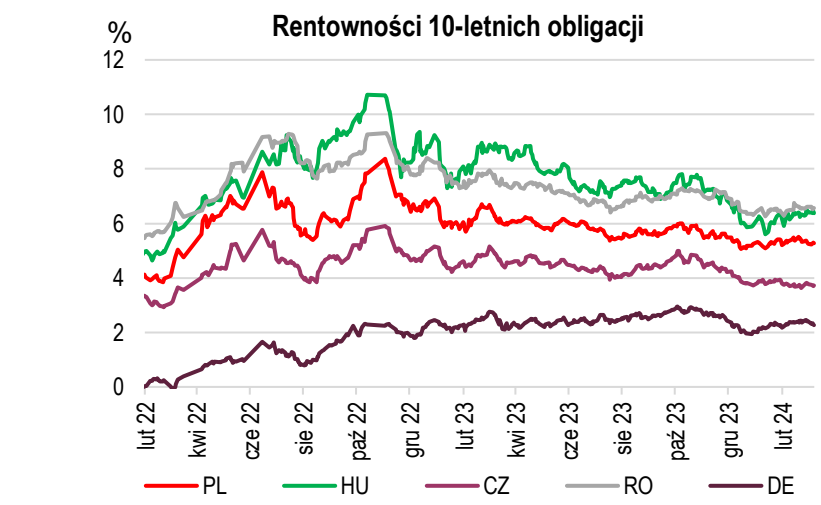
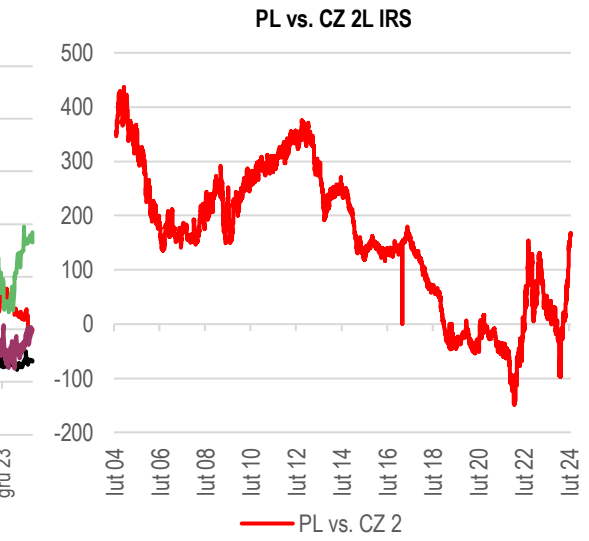
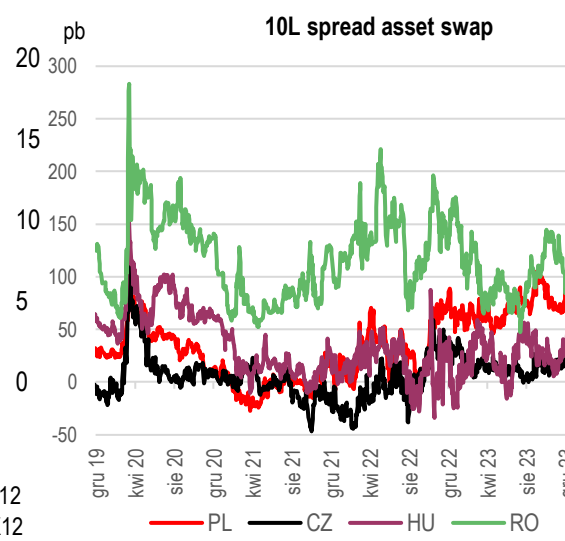
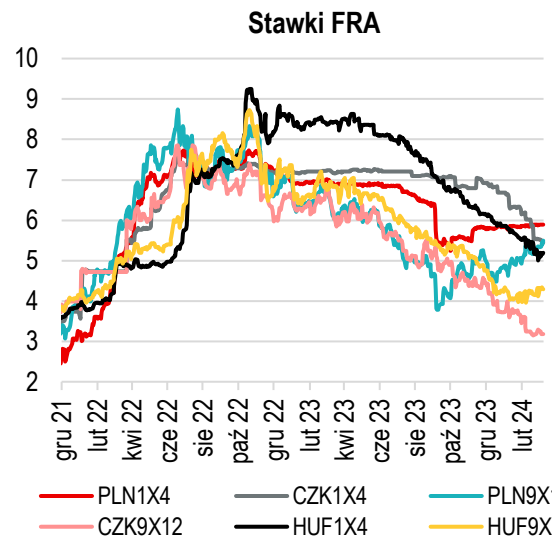
Choć w portfelach inwestorzy zamieniają krótkoterminowy dług na długoterminowy, to wciąż nie widać w danych istotnego wzrostu zaangażowania. Być może sprzyjać temu będzie w dalszej części roku trend osłabienia dolara i spadku spreadu basis swap.

Szybsze obniżki stóp sprzyjają stromieniu w regionie



Zgodnie z naszymi założeniami krzywe swap w regionie stopniowo się wystramiły od początku roku (o ok. 50-70 pb) i są obecnie niemal płaskie, a sprzyjały temu szybsze od naszych założeń obniżki stóp ze strony CNB i MNB. Spora skala redukcji stóp była możliwa dzięki szybszemu od prognoz spadkowi inflacji (także w lutym) i wciąż słabemu popytowi.

Wolniejszy wzrost inflacji bazowej daje przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, szczególnie w Czechach. Rynek wycenia już sporo obniżek, a część luzowania może się dokonać przez słabszą koronę, więc w krótkim terminie jest szansa na lekki spadek spreadu 2-letniej stawki swap Polska vs. Czechy. W dłuższym terminie zakładamy dalsze stromienie krzywych HUF i CZK.



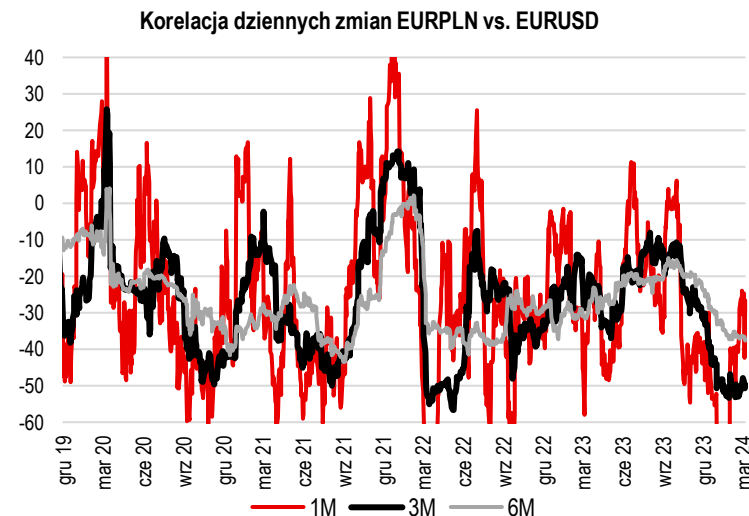
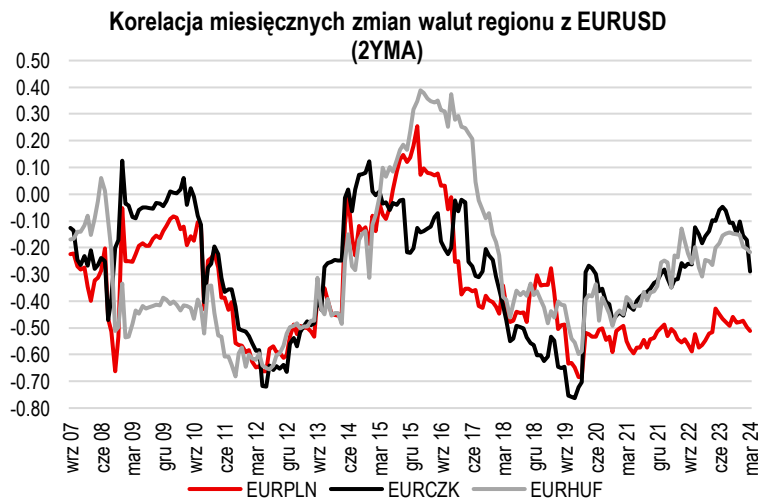
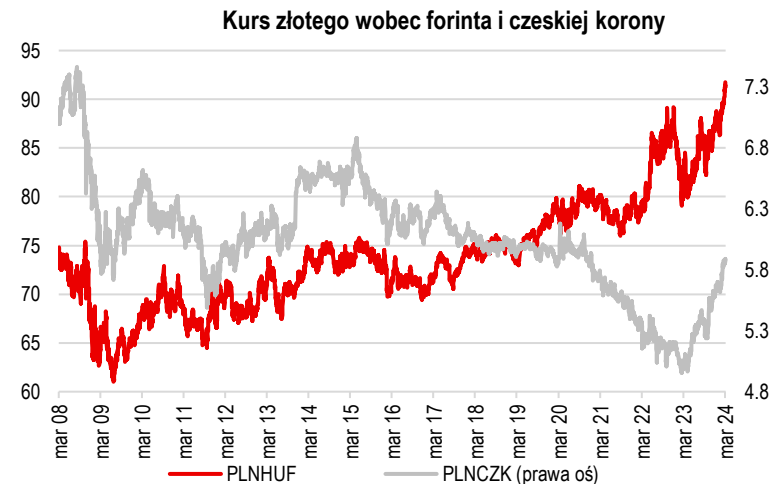
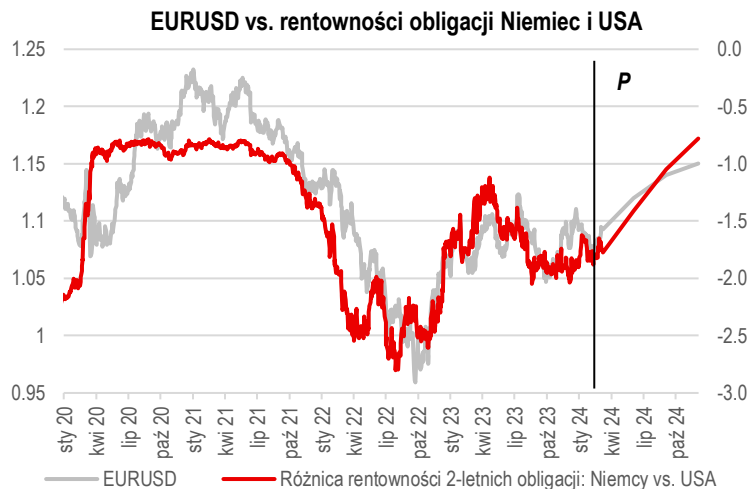
Słabszy dolar i waluty regionu

Dolar był najgorzej zachowującą się walutą gospodarek rozwiniętych w ostatnim miesiącu i zakładamy, że w dalszej części roku trend osłabienia dolara do euro będzie utrzymany.

Rosnący kurs EURUSD może mieć proporcjonalnie większy wpływ na złotego niż na inne waluty regionu. Bardziej ujemna korelacja EURUSD z EURPLN niż z pozostałymi walutami sugeruje, że są one w większym stopniu pod wpływem czynników lokalnych.

Zakładamy dalsze umocnienie złotego do czeskiej korony i forinta w najbliższych miesiącach. Negatywnie na CZK i HUF będą działać dalsze szybkie obniżki stóp. Modele CNB sugerują, że korona weszła w pasmo lekkiego niedoszacowania dopiero na początku roku. Z kolei ostatnie redukcje stóp przez CNB pokazały, że kurs EURCZK jest dosyć wrażliwy na cięcia, co może oznaczać mniejszą ich skalę niż wycenia rynek, przy nieco słabszym kursie. O potrzebie łagodzenia polityki pieniężnej świadczy wciąż słaby popyt i restrykcyjność polityki pieniężnej.

Na Węgrzech, podobnie jak w Czechach popyt krajowy jest słaby, a bank centralny łagodzi politykę pieniężną wobec szybszego od oczekiwań spadku inflacji. Negatywnie na forinta działają też napięcia między rządem a bankiem centralnym oraz UE.



Więcej walut dla MF, niska zmienność, jastrzębia RPP



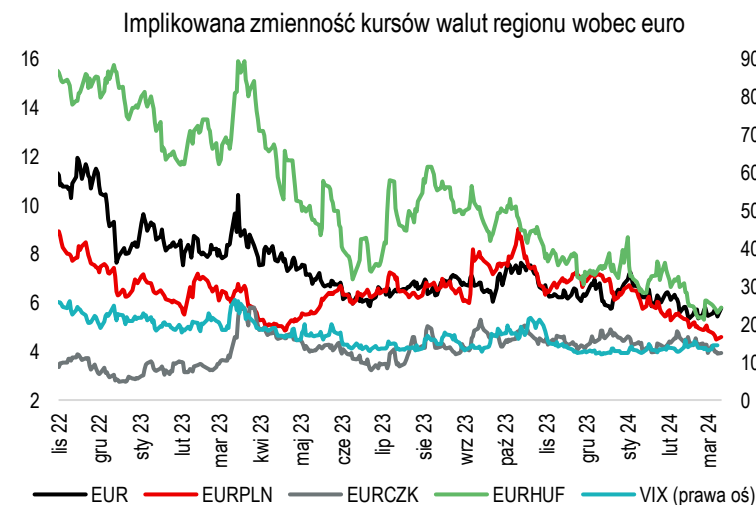
Od początku roku złoty był względnie stabilny i był jedną z najlepiej zachowujących się walut wobec euro i dolara mimo spadku kursu EURUSD. Sprzyjać temu mogło zmniejszenie oczekiwań na obniżki stóp i spadająca zmienność. Mimo że impuls wygenerowany przez wynik wyborów wygasł, to kurs EURPLN dalej obniżał się w kierunku 4,30 i poniżej po odblokowaniu środków unijnych i dzięki jastrzębiej RPP, a trwale pokonał ten poziom dopiero w połowie marca.

Widzimy nieznaczną przestrzeń do umocnienia złotego w najbliższych miesiącach. Kurs EURPLN może osiągnąć poziom 4,20 z ryzykiem w dół.

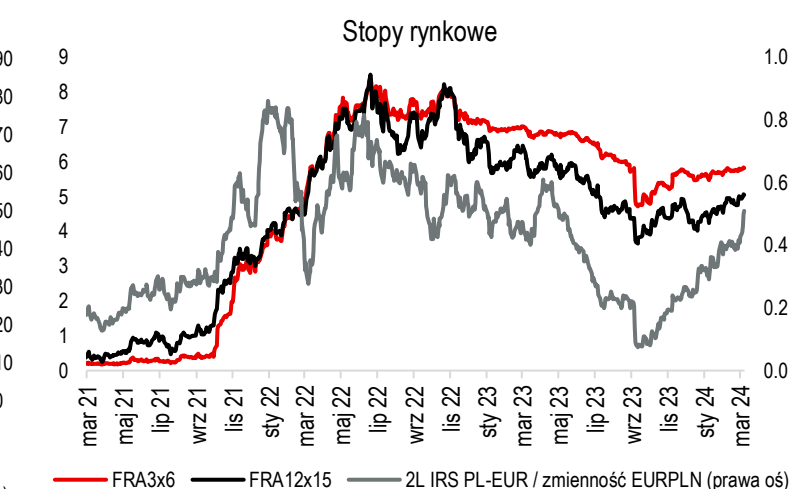
Złoty będzie wspierany przez napływ walut na rachunki Ministerstwa Finansów, który może przekroczyć w tym roku 20 mld EUR (obecne depozyty ok. 10,5 mld EUR, napływ 6,3 mld EUR na początku kwietnia z UE i ok. 5 mld EUR z pozostałych emisji obligacji FX do końca roku). Jeśli limit na sprzedaż walut przez MF w NBP to co ok. 20 mld EUR (taki obowiązywał w 2021 r.), to resort finansów będzie zmuszony do sprzedaży części walut na rynku.

Późne obniżki stóp (III kw. 2025 r.) przy szybszym łagodzeniu ze strony EBC i Fed powinny korzystnie wpływać na złotego.

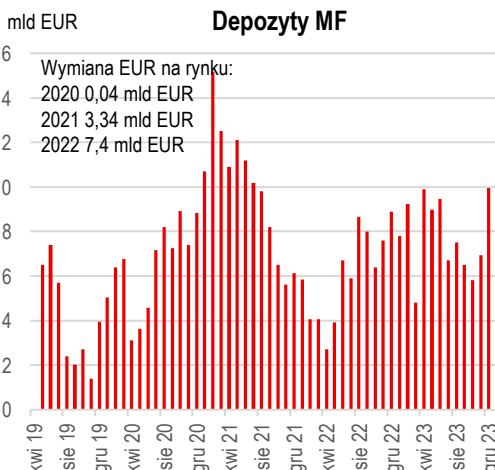
Niska zmienność korzystna dla złotego



Wzrost dysparytetu stóp wobec strefy euro sprzyjał złotemu



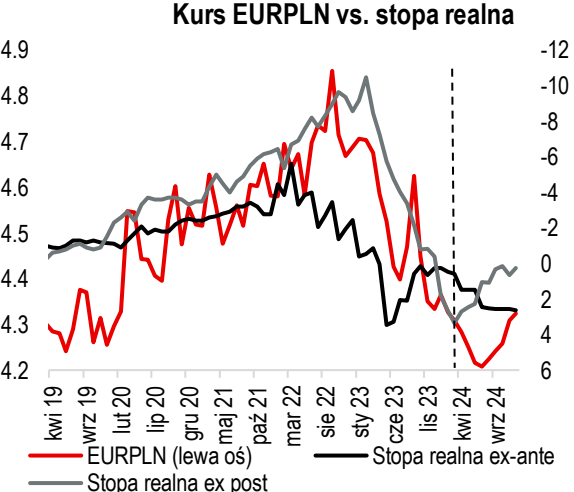
Napływ środków walutowych na rachunki MF może być rekordowy



Większa wymiana walut w NBP poprawi wskaźnik pokrycia importu rezerwami



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



Ryzyka dla złotego pod koniec roku



Kurs progowy opłacalności eksportu obniżył się w kierunku 4,10 wobec euro, co sugeruje, że eksporterzy radzą sobie z mocniejszym złotym. Może to też wynikać z coraz tańszego importu dóbr pośrednich, co pozwala zachować konkurencyjność. O tym, że jest pewna przestrzeń do umocnienia złotego, świadczy słabość REER deflowanego PPI.

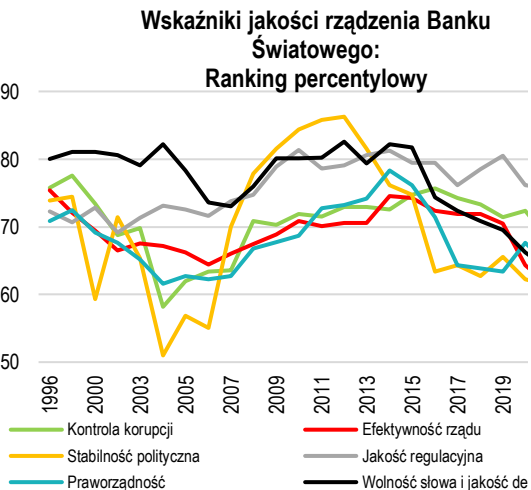
Potencjalne rozpoczęcie działań prawnych wobec prezesa NBP może przejściowo podwyższyć zmienność. Zakładamy jednak, że w długim terminie wskaźniki jakości instytucjonalnej Polski będą się poprawiać, co będzie korzystnie wpływać na krajowe aktywa.

Podtrzymujemy scenariusz przejściowego osłabienia złotego w II poł. roku w związku z pogorszeniem w obrotach bieżących i wyborami w USA. Wynik wyborów w USA może potencjalnie zwiększyć ocenę ryzyka geopolitycznego dla regionu.

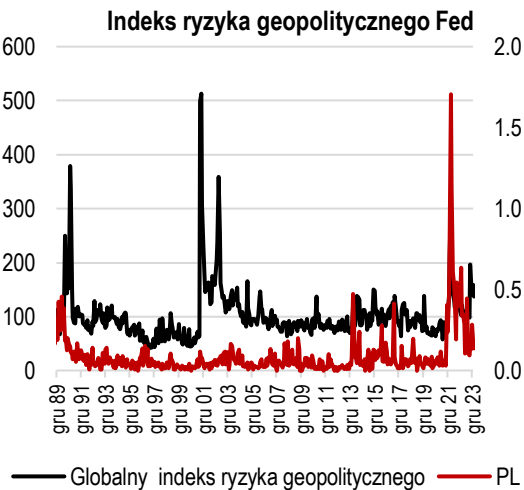
Mniejsze niż w 2023 r. emisje walutowe banków pod wymogi MREL i zwiększone zakupy obligacji walutowych przez krajowe fundusze inwestycyjne przy poprawie dostępu do płynności w BGK mogą prowadzić do spadku stawek basis swap, co może ułatwić tańsze pożyczanie i sprzedaż złotego.

W dłuższym terminie wsparciem dla złotego będzie słabszy dolar i potencjalnie wyższe zakupy obligacji złotych przez zagranicę.

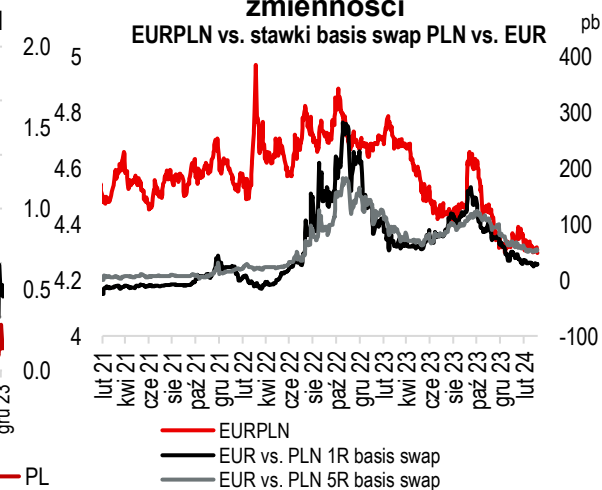
Spodziewamy się poprawy jakości instytucjonalnej Polski



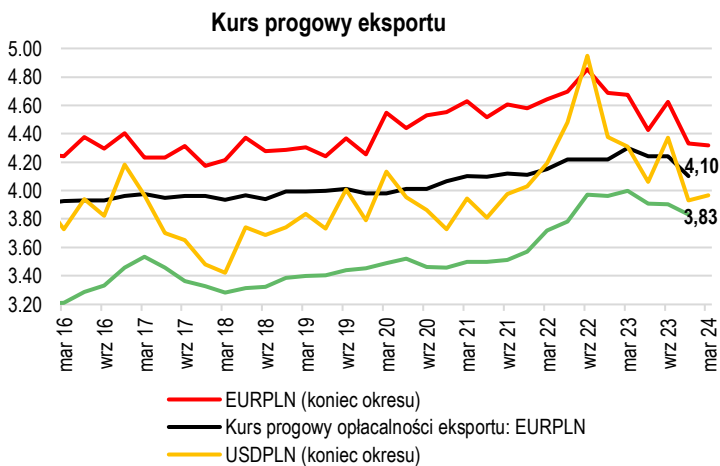
Ryzyko geopolityczne może wzrosnąć pod koniec roku



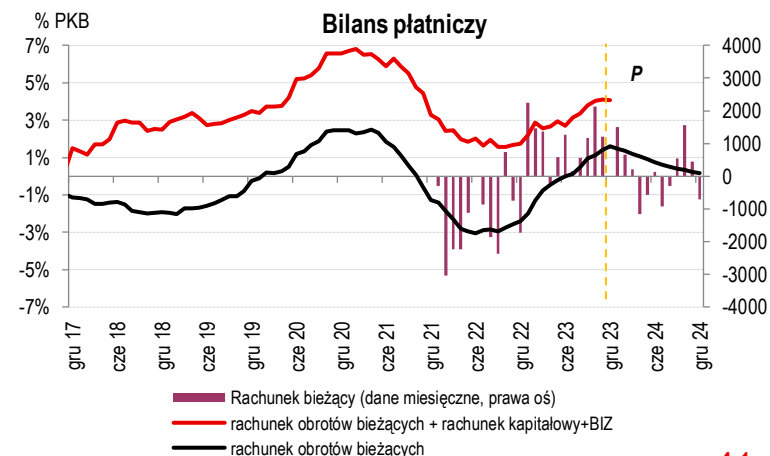
Dalsze spadki basis swap ułatwią sprzedaż złotego przy wzroście zmienności



Spadający kurs opłacalności eksportu daje pole do aprecjacji złotego



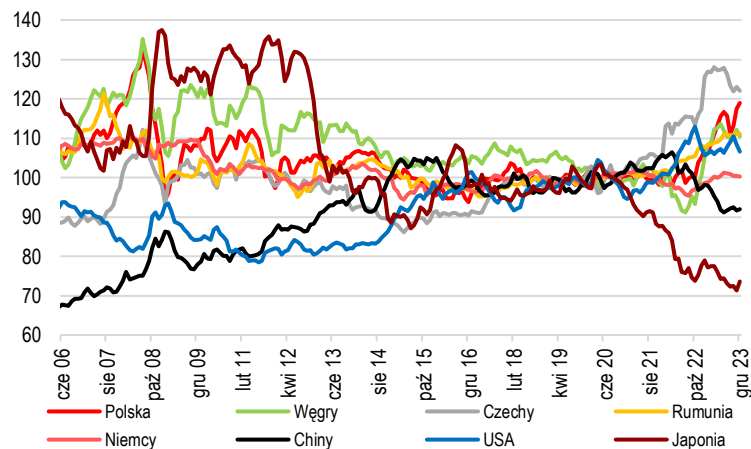
Oczekujemy nieco słabszego salda obrotów bieżących za sprawą pogorszenia w obrotach towarowych



Kursy REER i indeksy MCI

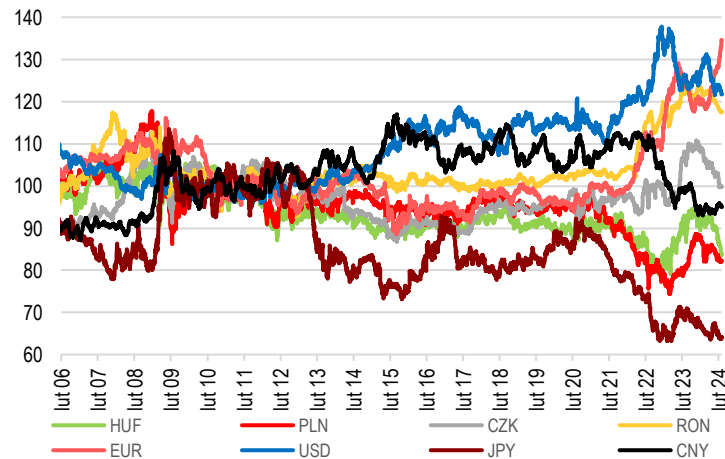


CPI REER



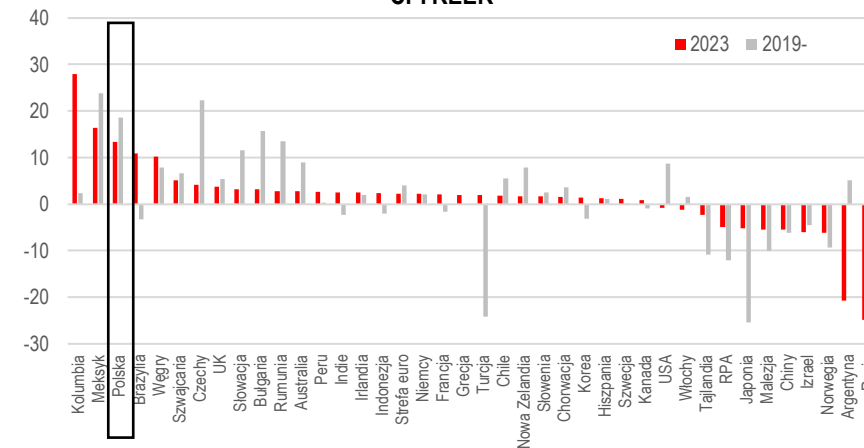
Źródło: BIS, Santander

PPI REER

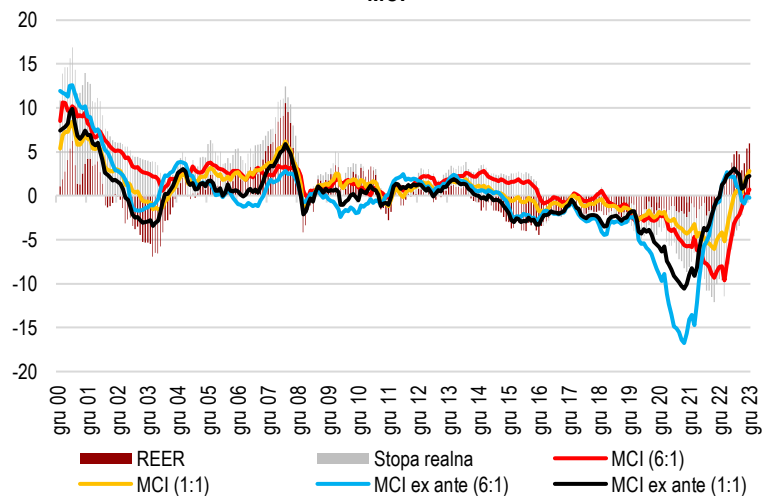


Źródło: JP Morgan, Santander

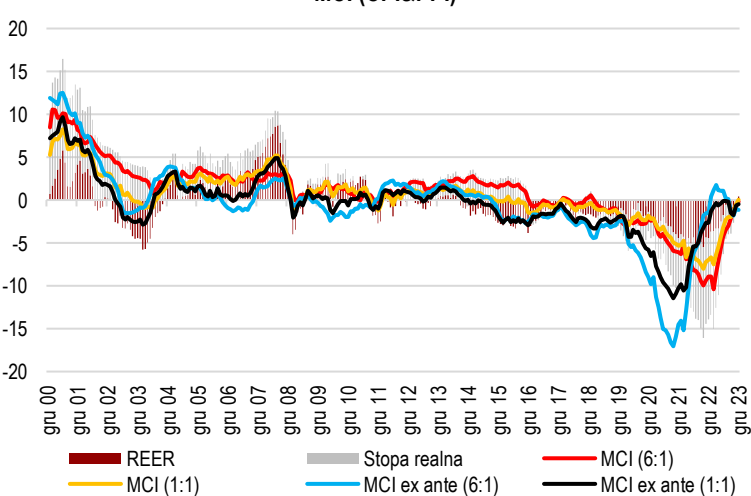
CPI REER



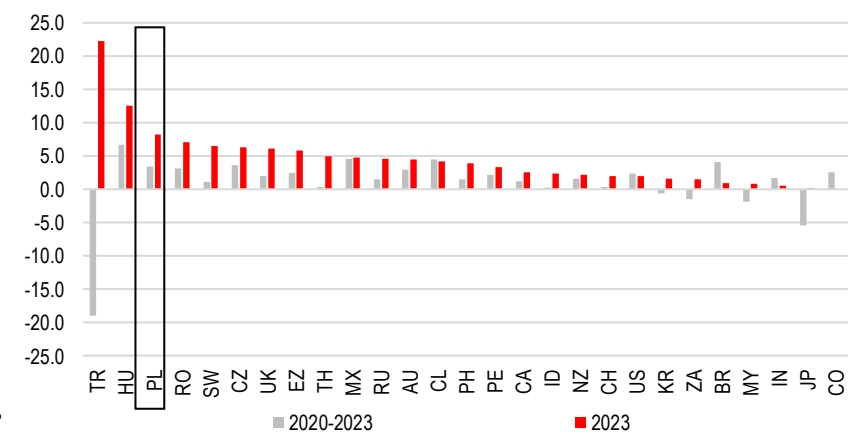
MCI



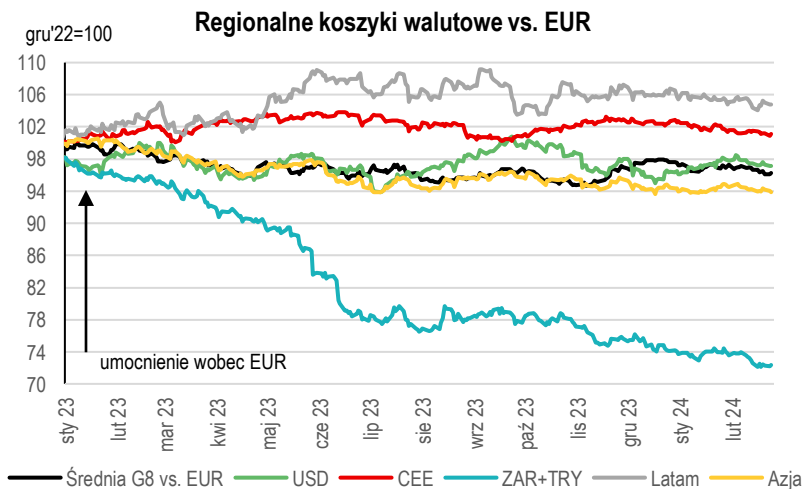
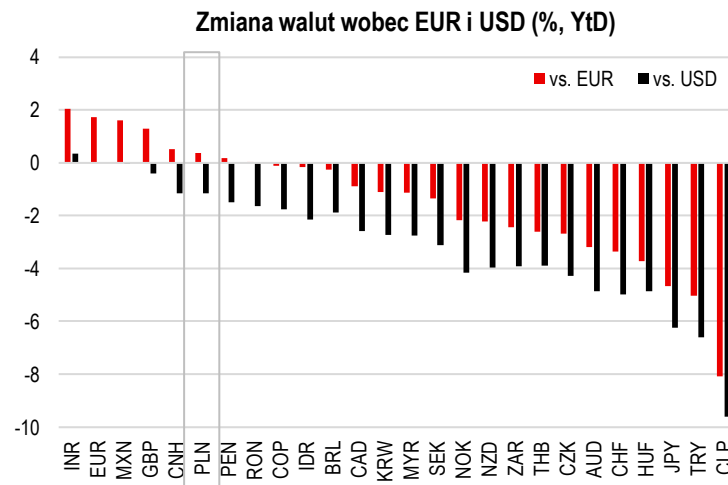
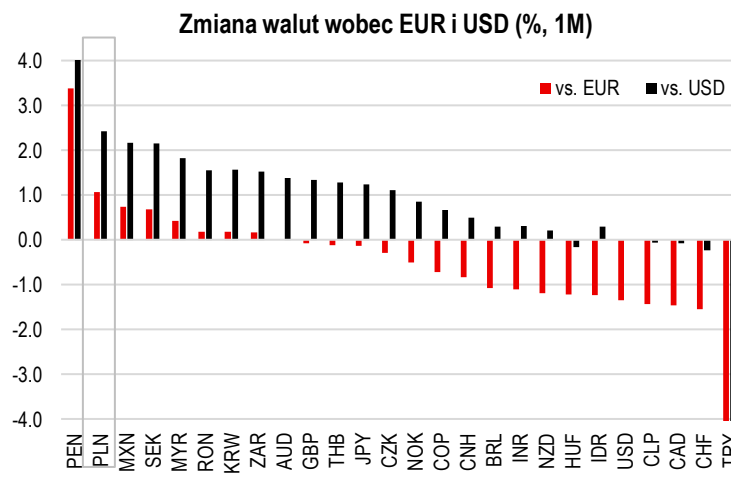
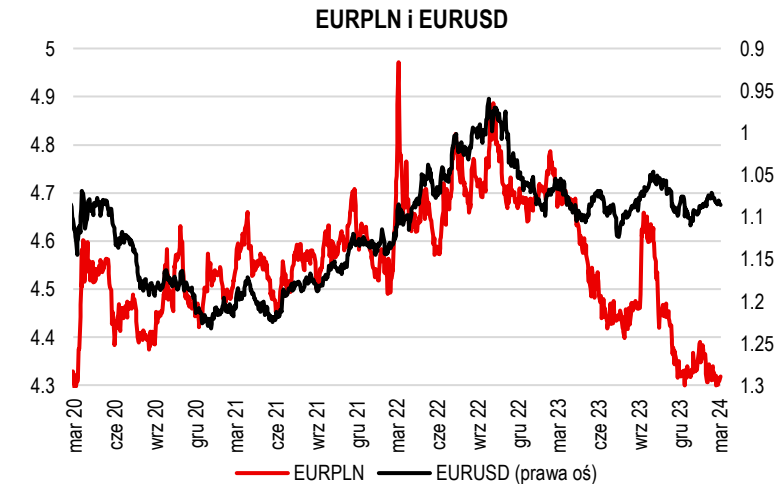
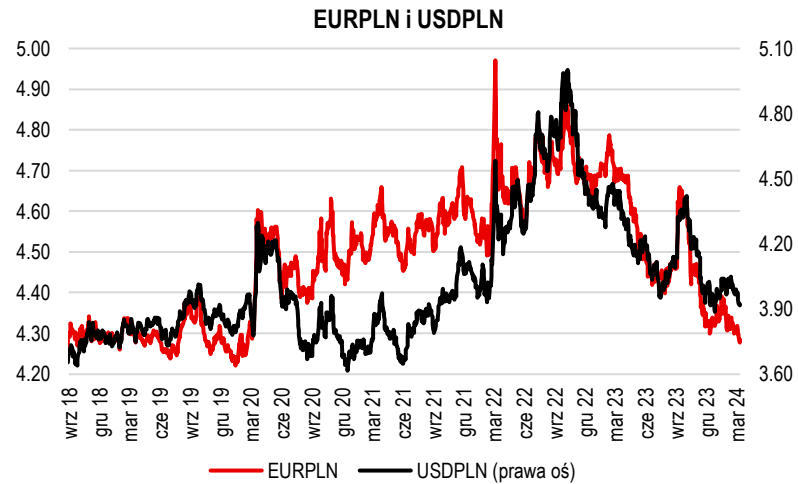
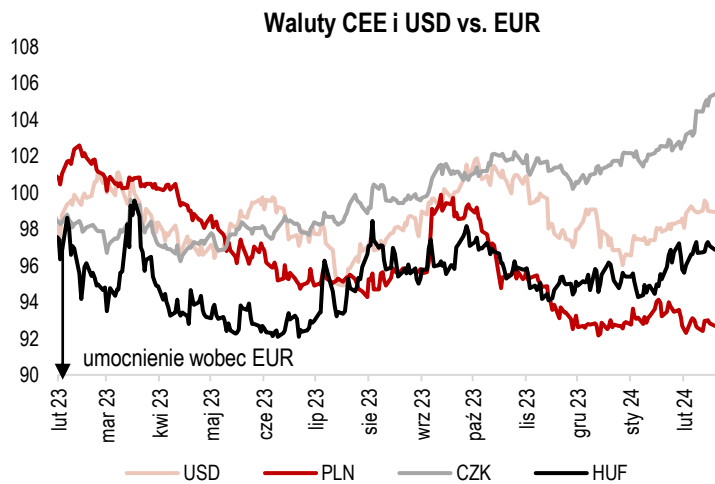
MCI (CPI&PPI)



Zmiana indeksu MCI (wg CPI, waga stóp realnych 3)



Przegląd rynku walutowego



Prognozy

3

Prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	mld PLN	2,631.3	3,067.5	3,395.4	3,660.4	799.9	816.7	845.4	934.2	817.7	843.7	920.8	1,028.8
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.0	-0.3	-0.6	0.5	1.0	2.1	3.1	3.3	3.6
Popyt krajowy	% r/r	8.5	5.2	-3.7	4.2	-4.8	-2.9	-5.2	-2.3	1.5	2.6	5.6	6.5
Spożycie indywidualne	% r/r	6.2	5.2	-1.0	3.6	-2.0	-2.8	0.8	-0.1	2.8	3.3	3.2	5.1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1.2	4.9	8.4	4.2	6.8	10.5	7.2	8.7	6.0	3.5	4.0	4.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	14.4	10.4	-2.1	3.0	-1.4	-3.8	-2.7	-0.6	0.3	3.9	4.0	3.7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1.6	7.7	4.8	7.3	1.8	0.6	5.4	9.5	-1.0	8.3	11.8	7.7
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	7.4	5.5	-3.6	4.7	-5.3	-6.8	-2.6	0.1	4.2	3.6	4.2	6.5
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	8.9	12.1	12.8	12.1	14.3	13.8	11.0	12.0	12.2	12.0	11.9	12.1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0.6	2.0	0.5	-0.2	1.0	0.8	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.1	0.0
Stopa bezrobocia*	%	5.8	5.2	5.1	4.9	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	4.9	4.9	4.9
Rachunek bieżący	mln EUR	-7,398	-15,716	11,889	1,374	5,089	1,600	1,902	3,298	2,347	-1,603	-670	1,301
Rachunek bieżący	% PKB	-1.3	-2.4	1.6	0.2	-0.7	0.0	1.0	1.6	1.2	0.8	0.4	0.2
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-1.8	-3.8	-5.3	-5.5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	5.1	14.3	11.6	4.1	17.0	13.1	9.7	6.4	3.1	3.1	4.8	5.2
CPI *	% r/r	8.6	16.6	6.2	5.3	16.1	11.5	8.2	6.2	2.3	3.3	5.3	5.3
Inflacja bazowa	% r/r	4.1	9.1	10.2	4.8	12.0	11.6	9.7	7.4	5.5	4.3	4.5	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	5,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
WIBOR 3M	%	0,54	6,02	6,52	5,85	6,93	6,90	6,50	5,77	5,86	5,85	5,85	5,85
Rentowność obligacji 2L	%	0,79	6,35	5,67	4,94	6,16	6,00	5,31	5,22	5,04	5,07	4,93	4,74
Rentowność obligacji 5L	%	1,39	6,36	5,66	4,98	6,11	5,92	5,34	5,26	5,16	5,07	4,92	4,79
Rentowność obligacji 10L	%	1,97	6,10	5,83	5,14	6,16	5,99	5,63	5,56	5,34	5,19	5,04	4,98
IRS 2L	%	3,93	6,92	4,95	4,70	6,39	6,18	5,05	4,90	5,20	5,27	5,12	4,89
IRS 5L	%	3,74	6,16	4,42	4,20	5,53	5,37	4,59	4,57	4,67	4,69	4,53	4,34
IRS 10L	%	3,54	6,15	4,50	4,15	5,47	5,34	4,80	4,78	4,75	4,64	4,48	4,35
EUR/PLN	PLN	4,57	4,69	4,54	4,28	4,71	4,55	4,50	4,42	4,33	4,25	4,23	4,30
USD/PLN	PLN	3,86	4,46	4,20	3,82	4,39	4,18	4,13	4,10	3,98	3,82	3,74	3,75
CHF/PLN	PLN	4,22	4,67	4,68	4,26	4,75	4,65	4,68	4,63	4,56	4,23	4,12	4,13
GBP/PLN	PLN	5,31	5,50	5,22	4,82	5,33	5,23	5,23	5,09	5,04	4,78	4,69	4,77

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **12.03.2024** 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 Luzziński

510 027 662

Grzegorz Ogonek

609 224 857



#3 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#2 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

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

Thank You.

Our purpose is to help people
and business prosper.

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

Simple Personal Fair



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



FTSE4Good