

# Polska mistrzem Europy?

## Polska gospodarka i rynki finansowe

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

## Spis treści

■ <a href="#">Podsumowanie</a>	s. 3
■ <a href="#">PKB</a>	s. 7
■ <a href="#">Inwestycje</a>	s. 8
■ <a href="#">Konsumpcja</a>	s. 10
■ <a href="#">Przemysł</a>	s. 11
■ <a href="#">Eksport</a>	s. 14
■ <a href="#">Import</a>	s. 16
■ <a href="#">Rynek pracy</a>	s. 18
■ <a href="#">Inflacja</a>	s. 24
■ <a href="#">Polityka pieniężna</a>	s. 32
■ <a href="#">Polityka fiskalna</a>	s. 33
■ <a href="#">Rynek długu</a>	s. 37
■ <a href="#">Rynek walutowy</a>	s. 41
■ <a href="#">Tabela z prognozami</a>	s. 45



# Podsumowanie (makro)

Nie, Polska nie zostanie mistrzem Europy w piłce nożnej. Niemniej, pod względem wzrostu PKB w najbliższych dwóch latach powinna się znaleźć w grupie liderów. Na pierwsze miejsce w 2025 r. mamy na pewno szanse jeśli chodzi o najniższe bezrobocie i najwyższą inflację. Wysoki deficyt fiskalny też będzie nas plasował blisko czołówki UE.

Mimo wyjątkowo dużej zmienności widocznej w danych o wysokiej częstotliwości (np. produkcji przemysłu), w naszej ocenie polska gospodarka utrzymuje się na ścieżce stopniowego ożywienia gospodarczego. Dokładnie rok temu w raporcie zatytułowanym „Gorzej być nie może” postawiliśmy tezę, że gospodarka znalazła się w punkcie zwrotnym i że wzrost PKB w II półroczu 2023 powinien zacząć się odbudowywać, przyspieszając do ok. 3% w 2024 r. Z perspektywy czasu oceniamy, że ten scenariusz, zakładający wiodącą rolę konsumpcji w ożywieniu gospodarczym w tym roku, ale też przełamanie spadkowej tendencji w przemyśle, pozostaje aktualny. Na przyszły rok przewidujemy dalsze lekkie przyspieszenie PKB, do 3,5%, z ryzykiem asymetrycznym w górę i zmieniającą się strukturą wzrostu: dynamika konsumpcji zapewne przygaśnie za sprawą wolniejszego wzrostu dochodów realnych, za to na pierwszy plan powinny wyjść inwestycje, mocno wspierane wydatkowaniem funduszy UE. Liczymy też na stopniowe odbudowywanie krajowego eksportu, wraz z łagodnym ożywieniem gospodarczym w Europie, skutkującym wzrostem popytu na nasze towary.

Coraz większym wyzwaniem dla gospodarki staje się sytuacja na rynku pracy – są powody by sądzić, że lekki spadek liczby pracujących w I kwartale br. wynikał nie tyle ze spadku popytu na pracowników (aktywność gospodarcza zaczęła rosnąć, wzrosła liczba wakatów), co z ograniczeń po stronie podaży pracy. Nie sądzimy, żeby niedobór rąk do pracy miał przekreślić perspektywy szybszego wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach, ale może powodować, że presja płacowa będzie dotkliwym problemem dla firm, utrudniającym też bankowi centralnemu dalszy postęp w procesie dezinflacji. To powiedziawszy, spodziewamy się jednak umiarkowanego przyhamowania dynamiki wynagrodzeń w 2025 roku, z obecnego poziomu 10%+ do ok. 7-8%, czemu będzie sprzyjać mniejsza niż w poprzednich latach obserwowana inflacja (kilka a nie kilkanaście procent) oraz mniejsza skala wzrostu płacy minimalnej (ok. 7,6% wg najnowszej propozycji rządowej). Wzrost płac w sektorze publicznym też będzie znacznie skromniejszy niż w tym roku.

Inflacja zaczęła wychodzić z dołka, ale na razie dość niemrawo – wzrost CPI w maju do 2,5% r/r był szóstym z rzędu zaskoczeniem w dół wobec prognoz rynkowych, a niespodzianka dotyczyła zarówno cen towarów, jak i usług. Wydaje nam się jednak, że zarówno krajowy układ czynników makro (ożywienie gospodarcze wiedzione głównie konsumpcją, wysoka dynamika wynagrodzeń) jak i otoczenie zewnętrzne (zawracanie spadkowych trendów światowych cen surowców i żywności, osłabienie waluty) coraz mniej sprzyja szybkiej dezinflacji i, nakładając się na wzrost cen energii od lipca, wynikający ze zmian regulacyjnych, podbije inflację CPI do ok. 5% w perspektywie do końca br., a inflację bazową ustabilizuje w okolicy 4%. W przyszłym roku inflacja CPI powinna znowu znaleźć się na trajektorii opadającej, chociaż tempo tego opadania nie będzie duże w sytuacji postępującego ożywienia gospodarki i wciąż dość szybkiego (choć już nie tak jak w tym roku) wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Inflacja bazowa pozostanie naszym zdaniem w tych warunkach dość stabilna, nadal blisko 4%.

Nie zmieniamy oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej: w naszej ocenie Rada Polityki Pieniężnej pozostanie w tyle za większością banków centralnych na świecie, utrzymując stopy procentowe bez zmian przynajmniej do połowy 2025 r. Ostatnie wypowiedzi prezesa NBP i członków RPP wyraźnie wskazują, że na obniżkę stóp procentowych w tym roku nie ma co liczyć, a warunkiem do rozpoczęcia dyskusji o łagodzeniu polityki będzie trwały spadek inflacji do celu – widoczny w danych i/lub w prognozach banku centralnego.

Realizacja tegorocznego deficytu budżetowego przebiega wyraźnie gorzej niż w poprzednich latach – po maju kroczące 12-miesięczne saldo budżetu osiągnęło rekordowy poziom -118 mld zł, wobec całorocznego planu -184 mld zł. Ryzykiem dla deficytu fiskalnego jest z jednej strony ambitny plan dochodów podatkowych, w tym w szczególności z VAT, z drugiej strony nie przewidziane w ustawie obciążenia po stronie wydatkowej. Komisja Europejska poinformowała, że zaproponuje objęcie Polski (wraz z sześcioma innymi krajami) procedurą nadmiernego deficytu (EDP), ale finalna decyzja Rady UE w tej sprawie może zapaść dopiero na jesieni, być może już po przygotowaniu rządowego projektu budżetu na 2025 r. Wg nas sugerowana przez KE ścieżka konsolidacji fiskalnej nie powinna być zbyt stroma, biorąc pod uwagę m.in. duże wydatki Polski na obronność. Zakładamy, że deficyt finansów publicznych (GG) wyniesie ok. 5,5% PKB w 2024 r., a w kolejnym może zostać obniżony o ok. 1 pkt. proc.



# Podsumowanie (rynki)

## Rynek walutowy

Od początku roku złoty był w lekkiej tendencji aprecjacyjnej. Kurs EURPLN dwukrotnie odbił się od poziomu ok. 4,25, a kolejne korekty sięgały poziomów zbliżonych do 4,38. Ostatnia korekta była związana z umocnieniem się dolara na międzynarodowych rynkach i sytuacją polityczną we Francji. Sądzymy, że ten czynnik może negatywnie przekładać się na apetyt na ryzyko co najmniej w najbliższych tygodniach, a wybory w USA mogą przekładać się na podwyższoną zmienność w kolejnych miesiącach. Resort finansów najprawdopodobniej będzie wymieniał większość z rekordowych depozytów walutowych w NBP zamiast na rynku, jednak nie można wykluczyć, że część tych depozytów może i także trafić na rynek. Jednocześnie w kolejnych miesiącach na złotego korzystnie będzie wpływać rosnący dysparytet stóp procentowych wobec strefy euro. Zakładamy, że pierwsza obniżka stóp ze strony RPP nastąpi w połowie przyszłego roku, a do tego czasu stopy EBC mogą być obniżone kilkakrotnie. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach złoty pozostanie mocny, ale ścieżka kursu EURPLN w najbliższych miesiącach może być nieco wyższa niż do tego pory zakładaliśmy. Złoty mógłby jednak w trakcie najbliższych kilkunastu miesięcy dotknąć poziom 4,20, gdy dolar zacznie finalnie tracić do euro, a gospodarka przyspieszy.

## Rynek stopy procentowej

Od początku roku oraz od publikacji poprzedniego raportu kwartalnego krajowe stopy rynkowe pozostawały w trendzie wzrostowym. W połowie kwietnia stawka 2-letnich swapów powróciła do poziomu sprzed niespodziewanie dużej obniżki stóp NBP w ubiegłym roku. Zakładamy, że lokalny szczyt rentowności mają już za sobą. Wzrostowa tendencja w inflacji i utrzymanie inflacji bazowej na podwyższonym poziomie sprawi jednak, że o szybki spadek stóp będzie trudno. Zakładamy powolne obniżanie się rentowności wraz ze zbliżaniem się pierwszej obniżki stóp. Wówczas też zakładamy, że trend wystromienia krzywej zacznie przybierać na sile. Spready kredytowe asset swap mogą się stabilizować wobec ryzyk politycznych i niedoboru dochodów z VAT z jednej strony i szansy na mniejszą podaż obligacji stałokuponowych wobec większej sprzedaży obligacji detalicznych i podaży nowych obligacji indeksowanych inflacją z drugiej strony.



# Prognozy 2024 – co się zmieniło?

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2023	Nasze prognozy w czerwcu 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 przesunąć się w górę po wyborach parlamentarnych. My też myślelibyśmy o podniesieniu prognozy gdyby nie słabość gospodarki niemieckiej.	Scenariusz bez zmian. Konsensus przesunął się w górę, dorównując do naszych prognoz.
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 większych zmian kierunkowych, chociaż pierwszy kwartał 2024 przyniósł silniejsze niż zakładaliśmy ożywienie konsumpcji i większą słabość inwestycji.
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.	Liczba pracujących nieco spadła w I kwartale, ale widzimy sygnały, że mogło to wynikać bardziej z ograniczeń po stronie podaży niż popytu na pracę. Taka sytuacja na progu ożywienia gospodarki sprzyja utrzymaniu wysokiej dynamiki płac.
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.	Mimo ożywienia konsumpcji i wysokiej dynamiki płac, inflacja w pierwszych miesiącach roku zaskakiwała w dół. W II półroczu nadal spodziewamy się odbicia CPI, do ok. 5% r/r w grudniu, do czego przyczyni się wygasanie tarcz antyinflacyjnych, przy stabilizacji inflacji bazowej.
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.	Wyraźna zmiana funkcji reakcji banku centralnego wskazuje, że RPP nie będzie się spieszyć z łagodzeniem polityki. Zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian mniej więcej do połowy 2025 r.
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 znaczny ruch stóp w górę, którego nie zatrzymał przejściowy spadek inflacji poniżej celu. Spadek stóp rynkowych w kolejnych może być stopniowy, a trend wystromienia krzywej swap może rozpocząć się na trwałe dopiero na przełomie roku bliżej pierwszej obniżki stóp.
Rynek walutowy	Spodziewamy się mocnego złotego, czemu będą sprzyjać późne obniżki stóp NBP, słabszy dolar, wyższe napływy środków UE.	Zasadniczo nasze prognozy nie uległy zmianie, choć wyższe ryzyko polityczne w Europie i USA oraz mocniejszy dolar mogą ograniczyć skalę umocnienia PLN.

# Wzrost gospodarczy

1



# Wzrost PKB: na drodze do 3+

W ostatnich miesiącach przechodziliśmy przez chwile zwątpienia co do tempa ożywienia w krajowej gospodarce, do czego przyczyniły się rozczarowujące dane miesięczne z początku roku (szczególnie marcowe). Z dzisiejszej perspektywy wygląda jednak na to, że z powodzeniem materializuje się zakładany przez nas od dłuższego czasu **scenariusz przyspieszenia wzrostu gospodarczego, opartego przede wszystkim na ożywieniu konsumpcji**.

Wzrost PKB przyspieszył w I kw. 2024 do 2,0% r/r, czyli niemal dokładnie zgodnie z naszą prognozą z poprzedniego kwartalnego raportu (2,1%), a wkład konsumpcji prywatnej okazał się nawet większy niż się spodziewaliśmy: jej wzrost przyspieszył do 4,6% r/r, wbrew nieco rozczarującym wynikom sprzedaży detalicznej, co wskazuje na dużą rolę usług w wydatkach konsumentów.

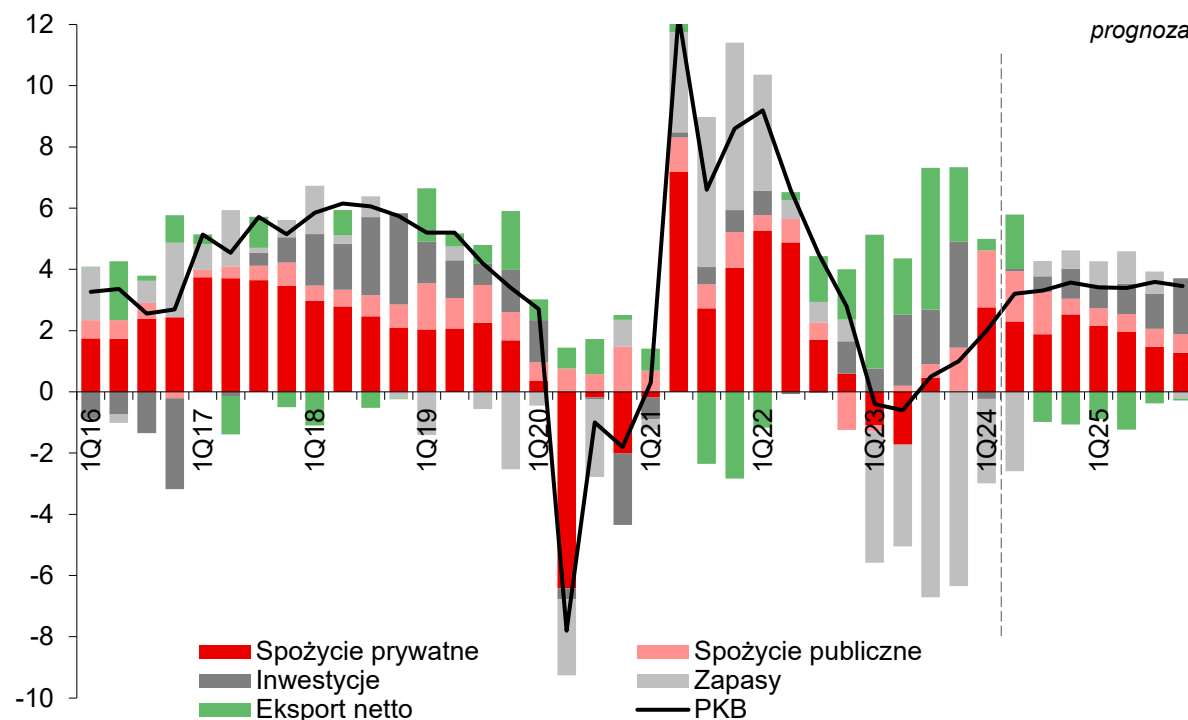
**W kolejnych kwartałach zakładamy dalsze przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, do ok. 3% średnio w tym roku i ok. 3,5% w 2025 r.**

W najbliższych kwartałach głównym motorem rozwoju pozostaną wydatki konsumentów, wspierane wyjątkowo wysoką dynamiką dochodów gospodarstw domowych.

W 2025 r. dynamika konsumpcji prawdopodobnie zacznie jednak przygasać (realna dynamika płac i świadczeń społecznych będzie wyraźnie niższa niż w tym roku), natomiast rolę najważniejszego czynnika wzrostu przejmą naszym zdaniem inwestycje, do czego przyczyni się m.in. rozpęd w realizacji projektów finansowanych ze środków UE.

Ryzyka dla przyszłego roku wydają nam się lekko wychylone w górę (w największym stopniu po stronie inwestycji), ale nadal nie spieszymy się z istotną rewizją prognoz, dopóki nie widać bardziej przekonujących sygnałów potwierdzających poprawę koniunktury w gospodarce światowej, a w szczególności europejskiej.

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



Źródło: GUS, Santander



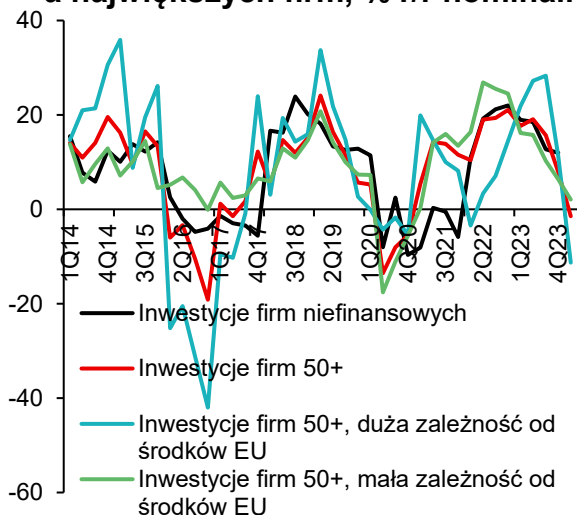
# Inwestycje: spowolnienie w 2024 r. i potem w górę

Postulowaliśmy, że 2024 r. będzie nieco słabszy pod względem wzrostu inwestycji niż 2023 r. ze względu na zakończenie okresu rozliczenia środków unijnych z perspektywy 2024-2020 oraz zakończenie cyklu wyborczego. **Dane za I kw. wskazują, że może być nawet słabiej od naszych oczekiwań – inwestycje pokazały spadek o 1,8% r/r wobec wzrostu o 15,8% r/r w IV kw. 2023 r. Natomiast w kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowej poprawy.** Założenie to opieramy przede wszystkim na odblokowaniu środków unijnych, uwidocznionym w rosnącej liczbie umów na finansowanie unijne. Tempo zawierania umów jest podobne jak w poprzednich perspektywach, nie widać zatem „efektu nadrabiania”.

Mocne pogorszenie wyników inwestycyjnych w I kw. 2024 r. naszym zdaniem w znacznej mierze pochodziło z sektora firm, a wyraźną wskazówką na ten temat jest spadek nakładów w firmach zatrudniających 50 i więcej osób. Firmy są podatne na cykl środków unijnych, a ponadto w ostatnich kwartałach notują pogorszenie wyników finansowych, co historycznie było silnym czynnikiem zniechęcającym do inwestowania. Zakładamy stopniową poprawę perspektyw inwestycyjnych w firmach, chociaż raczej wzrost w tym sektorze pozostanie przygaszony.

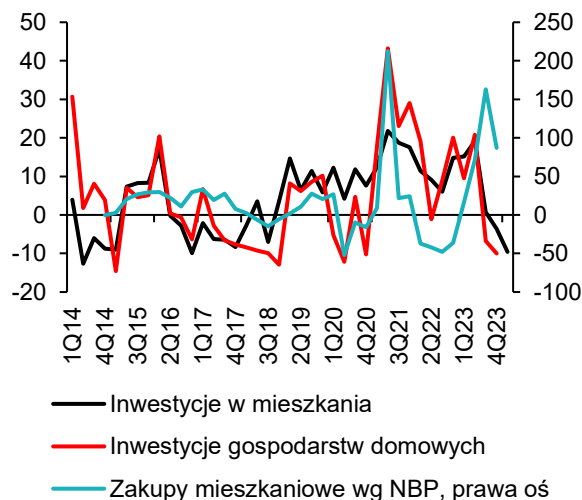
Dość zaskakująco wyglądają inwestycje gospodarstw domowych i powiązane z nimi nakłady na mieszkania. Mimo silnego odbicia na rynku mieszkaniowym w II połowie 2023 r., widocznego w popycie na kredyt i cenach mieszkań, dane GUS wskazują na spadek inwestycji w tych sektorach. Mamy mieszane uczucia co do wiarygodności tych danych, ale zakładamy umiarkowany wzrost w tym roku.

### Inwestycje firm ogółem a największych firm, % r/r nominalnie



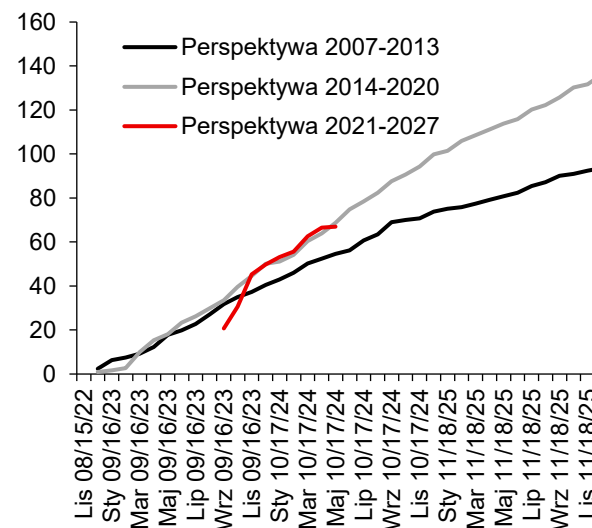
Sektory z dużą zależnością od środków UE: budownictwo, transport, energetyka, dostarczanie wody – podział na podstawie badań NBP

### Inwestycje gospodarstw domowych a inwestycje w mieszkania, % r/r

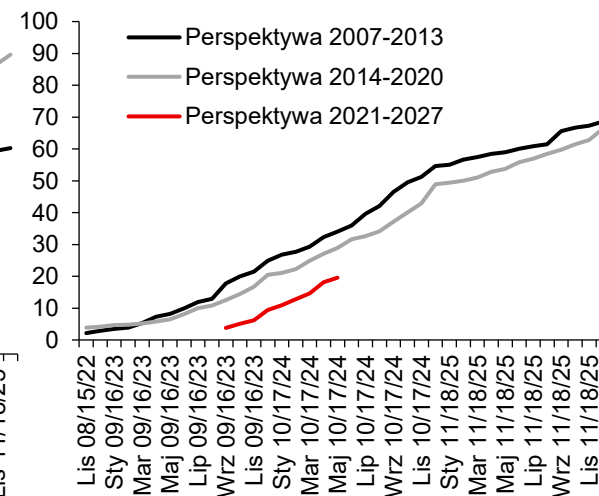


Źródło: Eurostat, GUS, NBP, Ministerstwo Funduszy, Santander

### Łączna wartość wniosków, mld zł



### Wartość podpisanych umów na finansowanie z UE jako % budżetu



Na osi czasu zestawiamy odpowiadające sobie okresy z różnych perspektyw UE, np. luty 2024 w obecnej perspektywie odpowiada lutemu 2017 z okresu 2014-2020 i lutemu 2010 z okresu 2007-2013



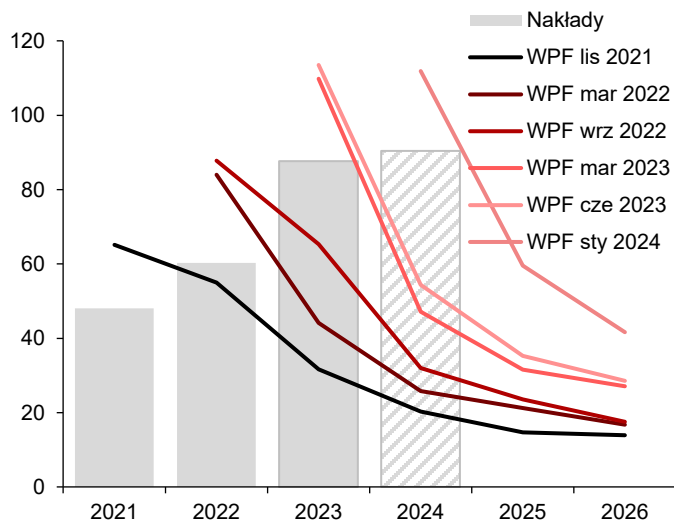


# Inwestycje: sektor publiczny

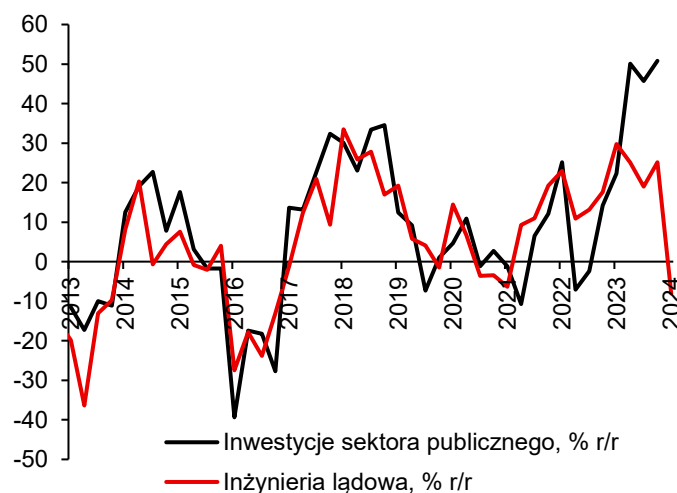
W naszym [MAKROskopie z grudnia 2023 r.](#) postulowaliśmy, że w tym roku inwestycje samorządów mogą być w ujęciu nominalnym podobne jak w 2023 r., co przełoży się na zerowy lub nawet ujemny wkład do dynamiki inwestycji ogółem. Opublikowany ostatnio Wieloletni Plan Finansowy wspiera nasze oczekiwania: samorządy prognozują, że w 2024 r. wydadzą 111,9 mld zł na inwestycje. Ich plany na 2023 r. z początku zeszłego roku opiewały na 109,8 mld zł., co sugeruje niewielki wzrost w ujęciu nominalnym. Dane za I kw. 2024 r. pokazały wzrost o 7% r/r, co naszym zdaniem związane jest z kończeniem inwestycji zaczętych wcześniej i spodziewamy się obniżenia tej dynamiki w kolejnych okresach.

Nadal jesteśmy jednak dość optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy inwestycji sektora centralnego. Wprawdzie dane o produkcji inżynierii lądowej sugerują załamanie inwestycji sektora publicznego w I kw. 2024 r., ale zakładamy, że dane te mogą malować nieco zbyt pesymistyczny obraz, zwłaszcza w obliczu danych GDDKiA, z których wynika, że agencja ta w pierwszych czterech miesiącach roku zwiększyła nakłady inwestycyjne o 20% r/r. Wsparciem sektora będą też inwestycje w zbrojenia, choć warto tutaj zauważyć, że dane o imporcie broni i amunicji sugerują pewne spowolnienie w ostatnich miesiącach. Zauważyliśmy też, że od połowy 2022 r. około 40% polskiego importu broni i amunicji stanowią zakupy z Bułgarii. Ponieważ nie znaleźliśmy informacji o istotnych kontraktach zbrojeniowych Polski z tym krajem, a według słów [bułgarskiego ministra obrony](#) większa część eksportu bułgarskiej broni trafia na Ukrainę, to zakładamy, że polski import broni z Bułgarii również trafia na Ukrainę. To oznacza, że niemal połowa krajowego importu broni nie wchodzi w skład nakładów inwestycyjnych.

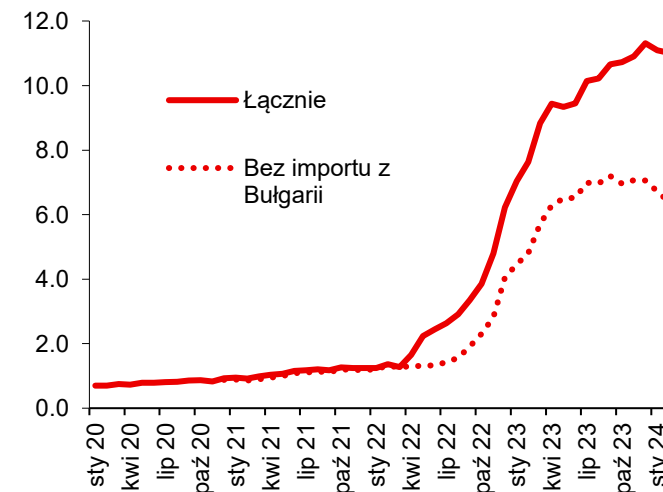
**Nakłady inwestycyjne samorządów i plany inwestycyjne z Wieloletnich Planów Finansowych, mld zł**



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



**Import broni i amunicji, mld zł, suma za 12 miesięcy**



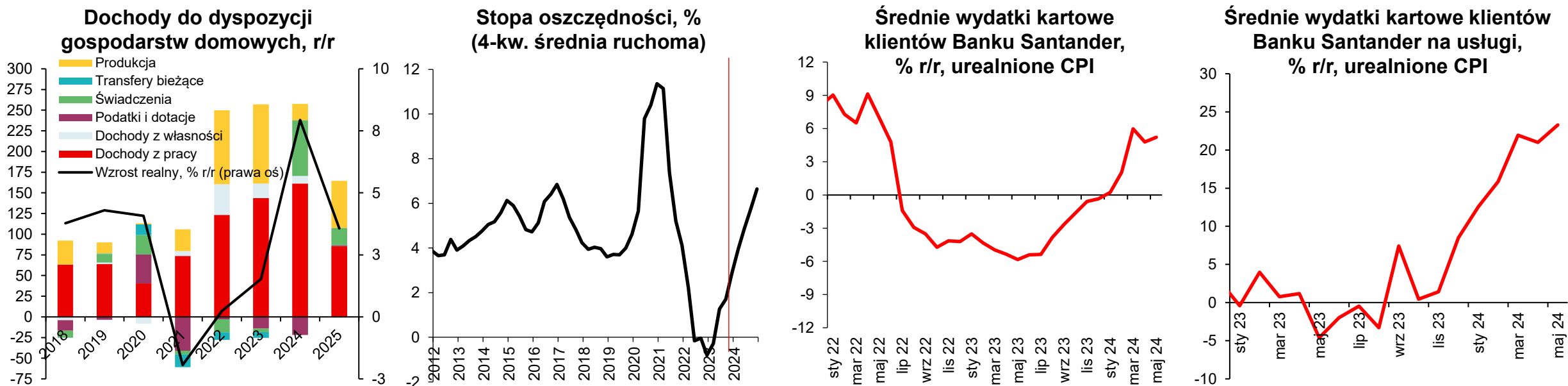


# Konsumpcja: zaskoczenie w górę

Od jakiegoś czasu postulujemy, że ten rok będzie bardzo dobry dla konsumentów. Dobre dane o konsumpcji prywatnej w I kw. 2024 r. (+4,6% r/r) potwierdzają ten pogląd. Wyraźna poprawa wydatków konsumpcyjnych jest też widoczna w wydatkach kartowych klientów Banku Santander – odbicie jest widoczne od połowy 2023 r., a istotnym elementem ożywienia są usługi – wg naszych danych realny wzrost wydatków na usługi przekracza 20% r/r.

Spadek inflacji, przy wciąż mocnym wzroście płac oraz wysokiej indeksacji świadczeń społecznych (i powyborczym wprowadzaniu nowych), będzie skutkowało najwyższym od lat wzrostem dochodów do dyspozycji brutto w ujęciu realnym. Przy naszych założeniach dotyczących konsumpcji (**wzrost o ok. 4% w ujęciu realnym**) gospodarstwa domowe będą miały jeszcze mnóstwo miejsca na zwiększenie stopy oszczędności – z 3% na koniec 2023 r. do 7% na koniec 2024 r.

W kolejnym roku dojdzie naszym zdaniem do spowolnienia wzrostu dochodów do dyspozycji, niemniej nadal będą one rosły w solidnym tempie, umożliwiającym zwiększanie konsumpcji. Jej tempo wzrostu nie będzie jednak naszym zdaniem tak wysokie jak w tym roku.





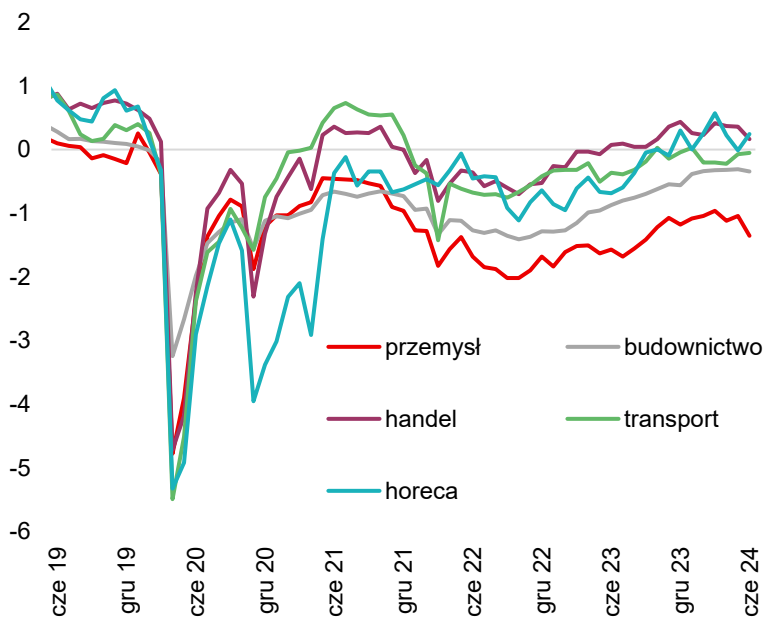
# Przemysł: najślabsze ogniwo czy napięta sprężyna?

Nastroje w przemyśle, mimo stopniowej poprawy przez ostatnie 1,5 roku, pozostają gorsze niż w innych sektorach. Wskaźnik PMI pozostaje poniżej neutralnego poziomu 50 pkt od dwóch lat, a w ostatnich trzech miesiącach wyraźnie spadł.

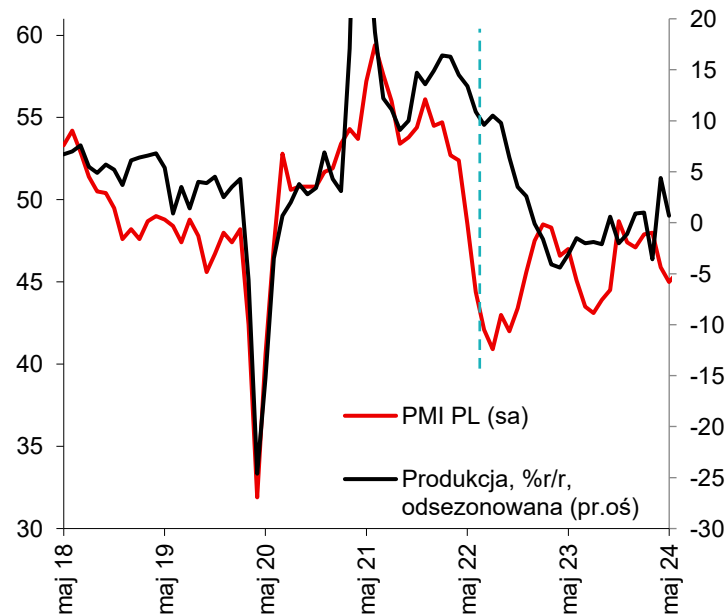
Wg nas **badania ankietowe rysują zbyt negatywny obraz przemysłu**. Można się nawet dopatrzeć w polskich danych od połowy 2022 r. antycyklicznego ruchu PMI względem faktycznych zmian wolumenu produkcji. Potężne odreagowanie pandemicznego szoku w polskim przemyśle pod koniec 2021 r. i w I poł 2022 r. spowodowało, że 2023 wyglądał jak rok marazmu. Swoje piętno odcisnęło też przedłużające się oczekiwanie na odbicie w Europie. Jednak poziom produkcji wrócił w połowie ub.r. do trendu sprzed pandemii i od tego czasu porusza się zgodnie z nim, zgodnie z naszą prognozą sformułowaną rok temu (choć w ostatnich miesiącach ocena czy trzyma się tego trendu jest utrudniona przez silne efekty kalendarzowe).

Koniunktura w Europie zaczęła się poprawiać i rozkręciła się krajowa konsumpcja. Dzięki temu wg nas **krajowa produkcja przemysłowa powinna nadal utrzymywać się w okolicy linii przedpandemicznego trendu wzrostowego w II półroczu**.

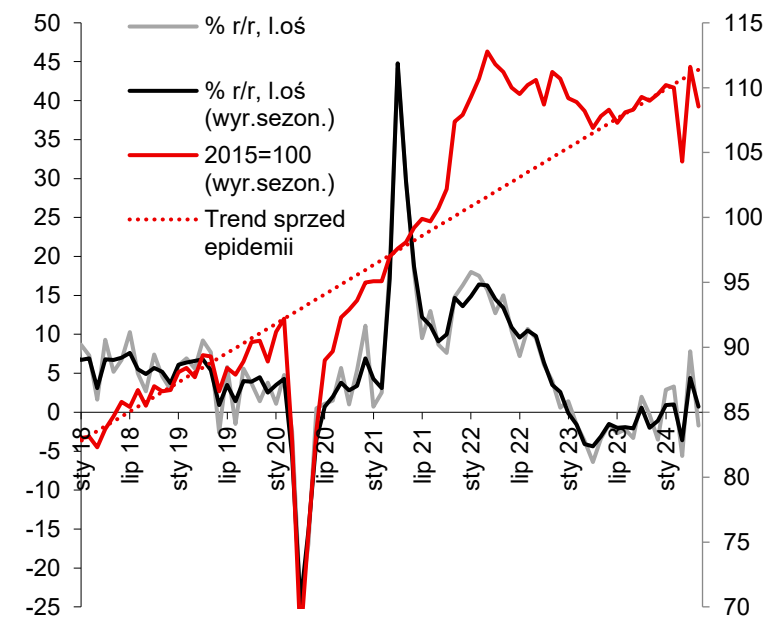
### Sektorowe wskaźniki koniunktury, wystandaryzowane



### Produkcja przemysłowa w Polsce a PMI



### Produkcja przemysłowa w Polsce



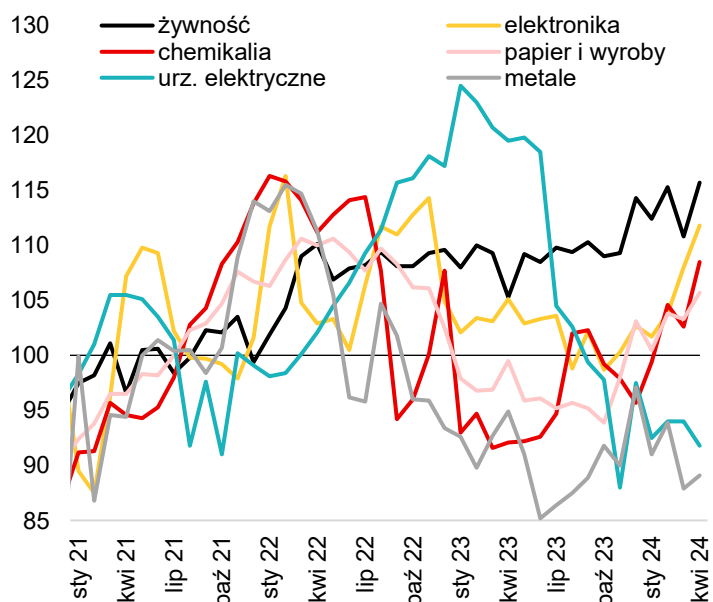


# Przemysł: najślabsze ogniwo czy napięta sprężyna?

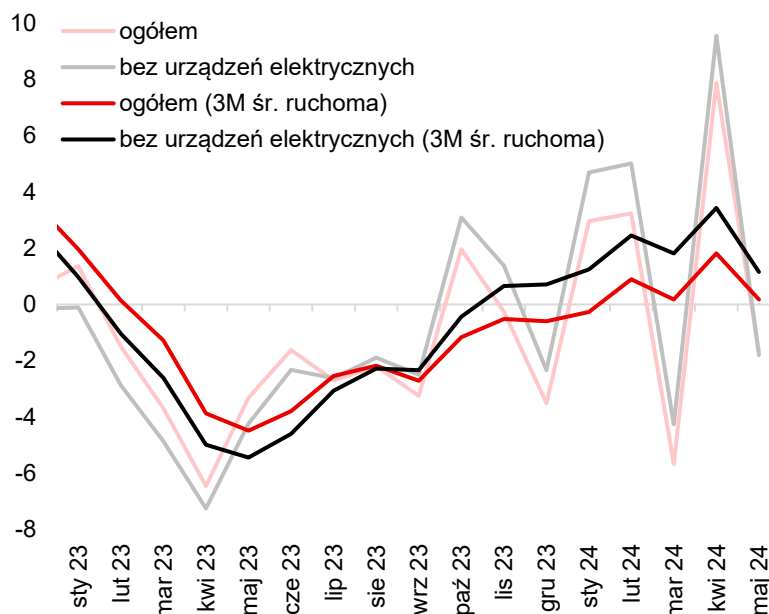
Wiele działów przemysłu, zwłaszcza te mocniej wyeksponowane na zagranicę, przez ostatnie kwartały pozostawało w zastoju. Wolumen ich produkcji miał płaski lub nawet opadający przebieg w 2023 r. Od kilku miesięcy widać jednak pozytywną zmianę. **W wielu działach przemysłu widać przełamanie słabości i zastoju z 2023 r.**, np. w artykułach spożywczych, branży papierniczej, chemikaliach, czy elektronice.

Mało jest za to działów przemysłu, których produkcja utrzymuje się na obniżonym poziomie – tak jest np. w produkcji metali i urządzeń elektrycznych. W przypadku tej drugiej kategorii to kwestia globalnego osłabienia popytu na litowo-jonowe akumulatory samochodowe (pochodna spadku sprzedaży aut elektrycznych na zachodzie Europy po wycofaniu się niektórych rządów z dopłat), w których produkcję Polska mocno zaangażowała się przez ostatnie lata, a który to popyt powinien wg nas wrócić w ramach zielonej transformacji i odzyskiwania przez konsumentów poczucia realnego wzrostu dochodów po okresie wysokiej inflacji (i ceł UE na EV z Chin). **Gdyby nie wyniki produkcji urządzeń elektrycznych ścieżka przemysłowego odbicia byłaby bardziej stroma, dzięki czemu roczna dynamika produkcji (wygładzona 3M średnią) przebiłaby się powyżej zera już w listopadzie zamiast w lutym.** Majowa słabość produkcji przypominała jednak, że w tym cyklu koniunkturalnym lepiej nastawiać się na stopniowe odbicie raczej niż na zdecydowany zryw.

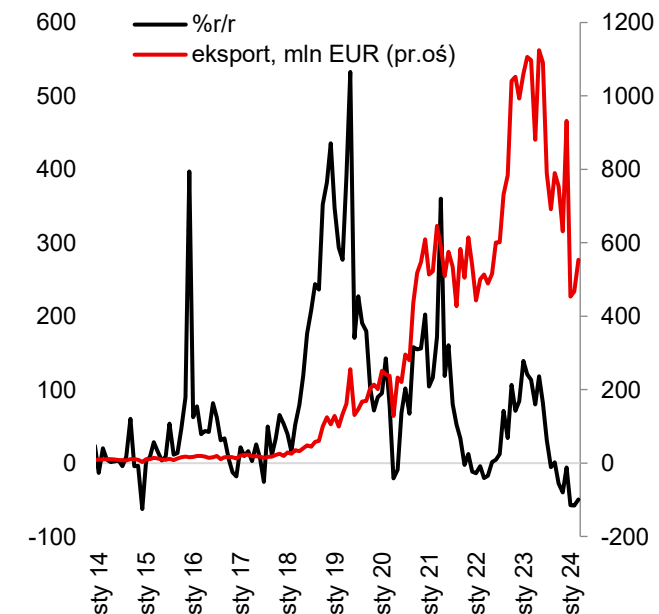
### Wolumen produkcji przemysłowej, wybrane działy, s.a., średnia 2021=100



### Produkcja przemysłowa, % r/r



### Eksport akumulatorów litowo-jonowych



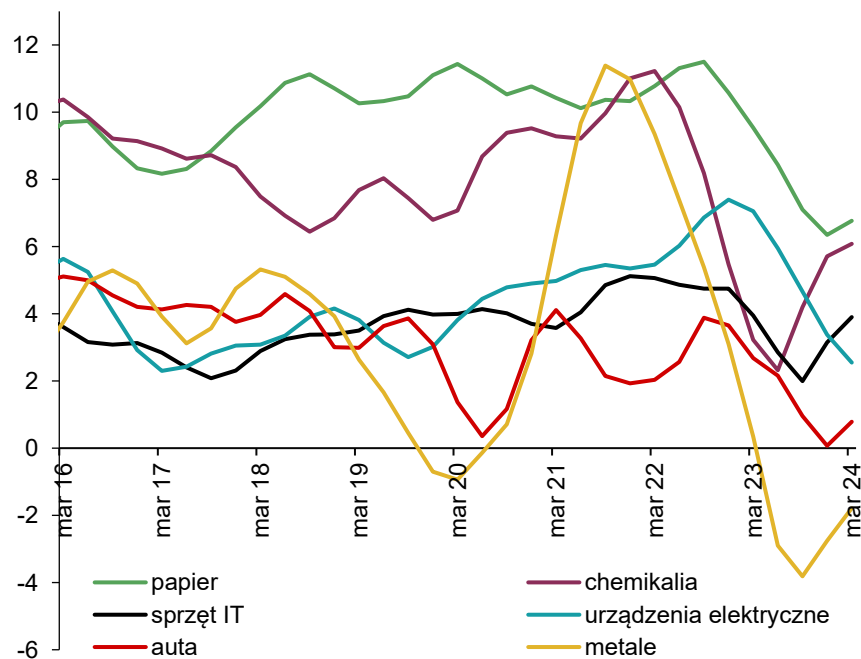


# Przemysł: poprawa marż, lider odbicia dóbr trwałych

Do oceny kondycji sektora przemysłowego w Polsce można podejść też od strony przeciętnych marż. Zakładamy, że firmy z działów mierzących się ze słabym popytem generalnie obniżają marże, a te, które mogą sobie pozwolić na ich podnoszenie najwyraźniej operują już na poprawiającym się rynku, w warunkach ożywienia. **Przeciętne marże na przestrzeni ostatnich kilku kwartałów zakręciły w górę w wielu obszarach polskiego przemysłu, co wzmacnia nasze przekonanie, że sektor przeszedł w fazę odbicia.** Taki wynik uzyskaliśmy wygładzając je filtrem statystycznym wydobywającym trend plus zmiany cykliczne.

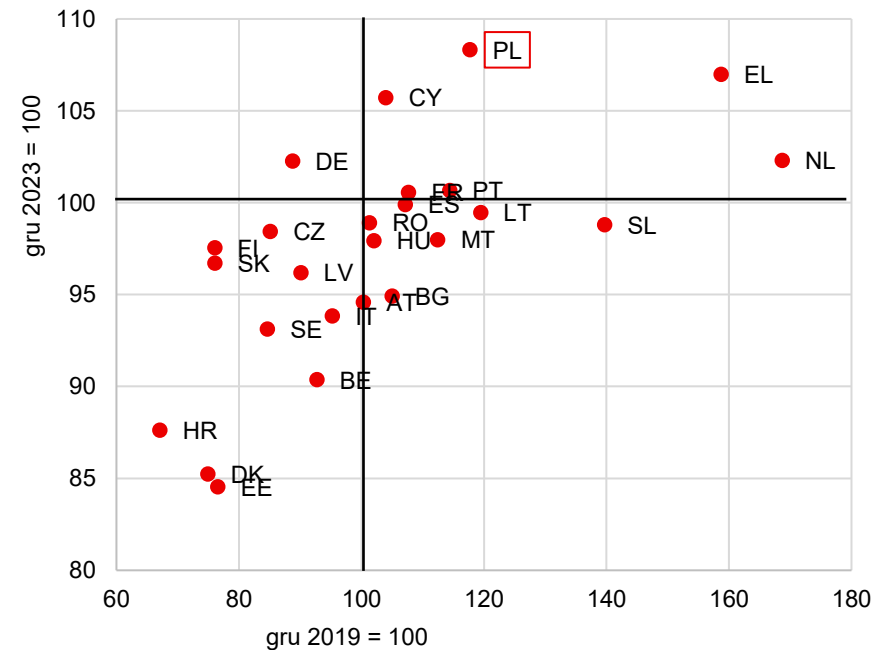
Polska pozostaje w czołówce krajów UE, jeśli chodzi o skalę odbicia produkcji względem poziomów sprzed pandemii nie tylko na szczeblu produkcji ogółem, ale też na poziomie głównych grupowań przemysłowych. Rodzimy przemysł plasuje się za to w środku stawki, jeśli chodzi o zmianę poziomu produkcji w tym roku. Wyjątkiem są **konsumpcyjne dobra trwałego użytku, w produkcji których Polska pokazała najsilniejsze odbicie w tym roku ze wszystkich krajów UE.** To obszar produkcji, w którym jesteśmy liczącym się dostawcą dla Europy.

Przebieg marż w czasie, wybrane działy przemysłu, %



Dane wygładzone filtrem statystycznym wydobywającym trend i składnik cykliczny

Wolumen produkcji konsumpcyjnych dóbr trwałego użytku, s.a.



Źródło: Eurostat, GUS, Santander

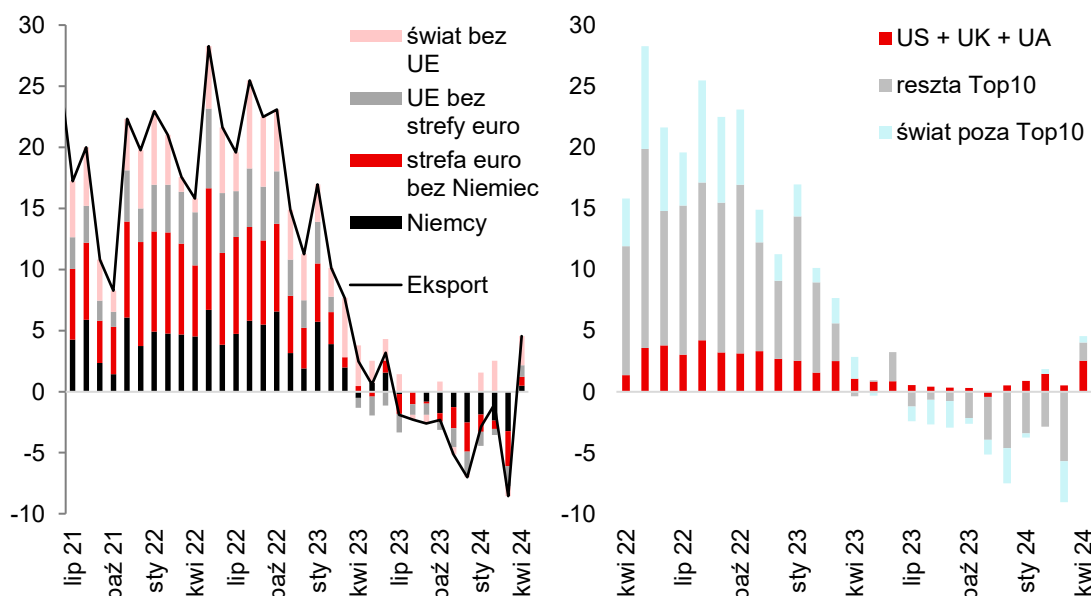


# Eksport: co ruszyło a co nie, wektory odbicia

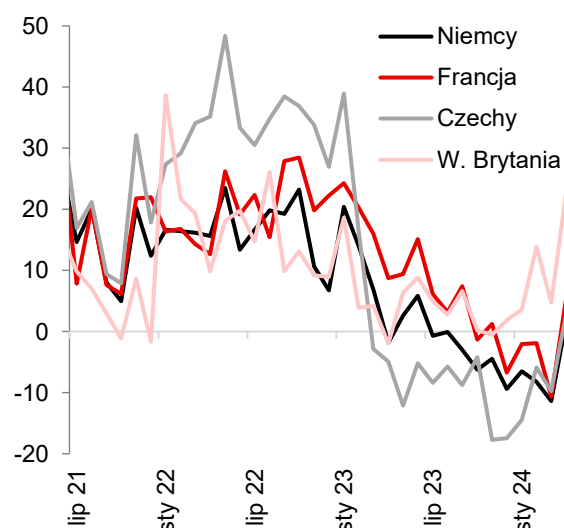
Od połowy ub.r. do marca br. roczny wzrost eksportu towarów pozostawała wg danych GUS ujemna. Składały się na to ujemne wkłady zarówno eksportu do Niemiec, reszty strefy euro, UE poza strefą euro oraz łączny wkład krajów spoza UE. Ta ostatnia kategoria w kilku miesiącach zdołała dokładać się dodatnio do wzrostu eksportu ogółem, co pokazuje, że w warunkach słabej koniunktury w UE polscy eksporterzy szukają innych kierunków. Na wynik tej kategorii istotny wpływ ma jednak wysyłka do Ukrainy, której wysoka dynamika może być związana z tranzytem kierowanego tam międzynarodowego wsparcia. W kwietniu eksport ogółem zaczął już rosnąć r/r.

Z racji dużego udziału UE w polskim eksporcie (75%) i w świetle pierwszych sygnałów ożywienia w Europie, do oceny potencjału polskiego eksportu do wzrostu w tym roku trzeba raczej śledzić koniunkturę u głównych odbiorców niż możliwości rozwoju nowych kierunków. Warto jednak odnotować, że w pierwszej dekadzie odbiorców są trzy kraje spoza UE (Wlk. Brytania, Ukraina, USA), które otrzymują w sumie ponad 12% polskich towarów, średnia dynamika eksportu za ostatnie trzy miesiące dla każdego z nich przekraczała 10% r/r a w samym kwietniu 20% r/r. **Prognozy rynkowe zebrane przez agencję Bloomberg dotyczące wzrostu PKB u dziesięciu głównych odbiorców polskiego eksportu pokazały ostatnio pierwszą od dłuższego czasu poprawę oczekiwań co do 2024 r.** Oceny zarówno dla 2024 jak i 2025 r. są jednak wciąż wyraźnie gorsze niż rok temu, choć na podobnym poziomie co na przełomie roku.

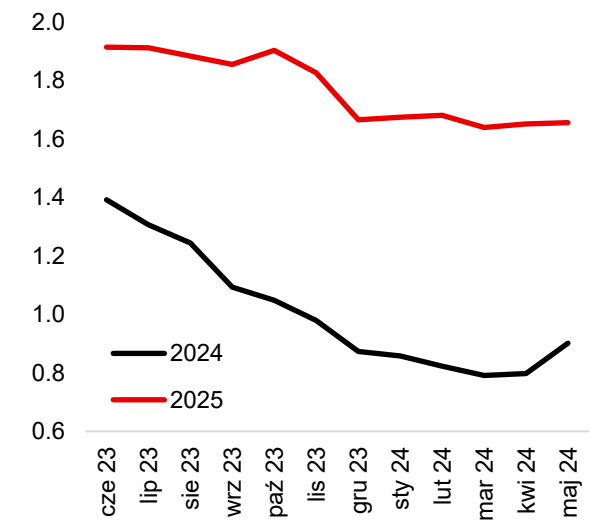
Struktura wzrostu eksportu w EUR, % r/r (różne ujęcia)



Wzrost polskiego eksportu w EUR do największych odbiorców, % r/r



Ewolucja prognoz wzrostu gospodarczego u 10 czołowych odbiorców polskiego eksportu, średnia ważona





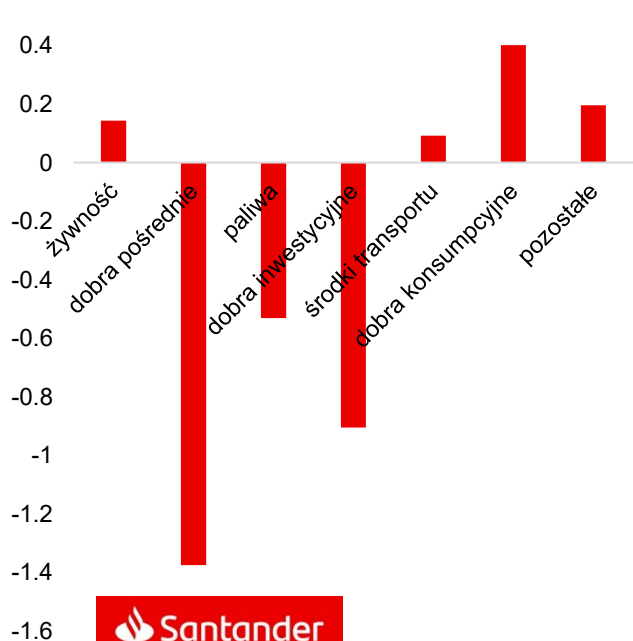
# Eksport: co ruszyło a co nie, wektory odbicia

Kategorie towarów wpływające w tym roku dodatnio na roczną dynamikę eksportu Polski to dobra konsumpcyjne, żywność oraz środki transportu (pojazdy i części) a także kategoria rezydualna obejmująca m.in. sprzęt wojskowy.

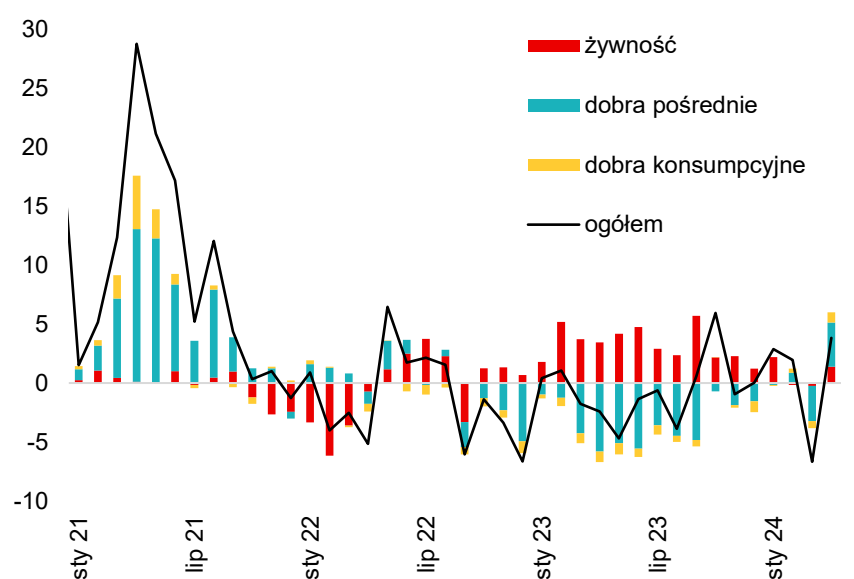
Najsilniej ujemnie działały natomiast wciąż dobra pośrednie, których zachowanie jest powiązane z europejskim cyklem koniunkturalnym. **Odbicie w UE zdjęłoby hamulec z dynamiki polskiego eksportu.** To kluczowa kategoria zwykle generująca ok. 25% wpływów z eksportu i zwykle stanowiąca podporę dynamiki eksportu ogółem. Dane za sam kwiecień sugerują, że takie zdjęcie hamulca w dobrach pośrednich właśnie ma miejsce, ale silnie działały w tym miesiącu dodatnie efekty statystyczne, więc należy być ostrożnym w wyciąganiu wniosków.

Mimo przeciwności w postaci mocnego złotego, szybko rosnących kosztów pracy, a wcześniej energii, **przez ostatni rok na rynku europejskim zwiększał się udział importu z Polski**, zgodnie z wieloletnim trendem. W przypadku dóbr trwałego użytku, udział Polski był wyższy w 2021 r. niż teraz, ale stało się to w wyjątkowych okolicznościach (pandemiczne doposażanie mieszkań) - generalnie, na przykładzie poprzednich cykli koniunkturalnych można przyjąć, że ożywienie w Europie powinno sprzyjać zwiększaniu udziału Polski w tej klasie dóbr.

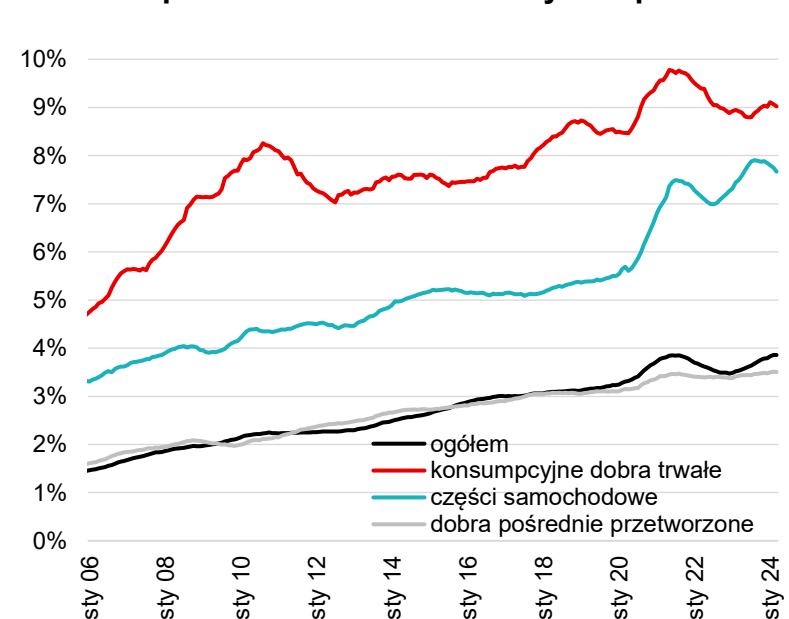
### Wkład do wzrostu eksportu w EUR r/r, średni wzrost sty-kwi'24



### Wkład do wzrostu eksportu r/r, wybrane kategorie klasyfikacji BEC, dane o masie eksportu



### Udział importu z Polski w całkowitym imporcie UE



Źródło: Eurostat, GUS, Santander



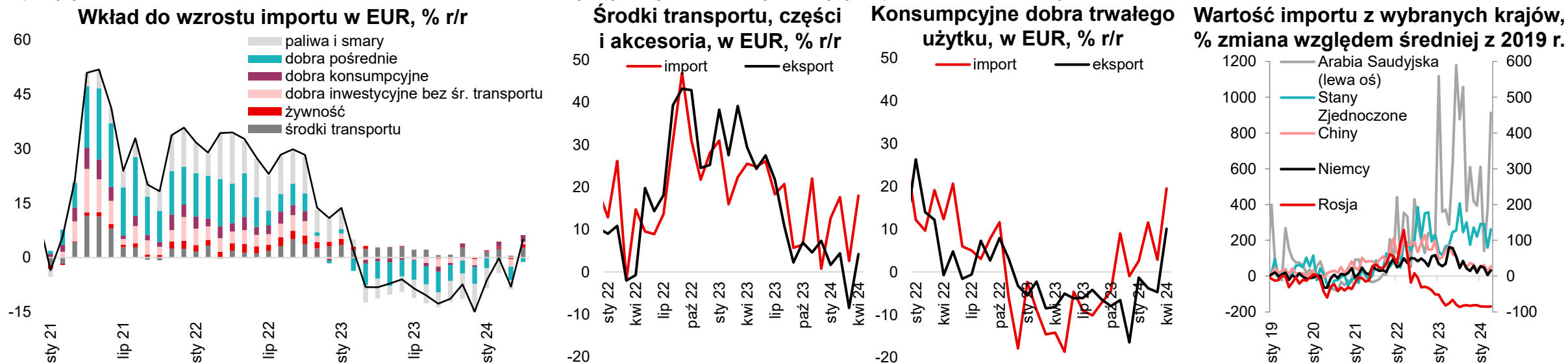


# Import: surowce energetyczne wciąż mają wpływ

Wg danych o wartości przywożonych towarów duże spadki w ub.r. w imporcie były wywołane przede wszystkim mniejszymi dostawami surowców energetycznych oraz dóbr pośrednich. 2023 był rokiem ujemnego efektu bazy po niezwykle silnym wzroście importu surowców energetycznych w 2022 r., który to dokonał się zarówno przez radykalny wzrost ich cen jak i kilkudziesięcioprocentowe zwiększenie wolumenu dostaw. Ustąpienie tego efektu i obecnie w miarę stabilne ceny surowców energetycznych nie oznaczają jednak, że ich import nie będzie już miał dużego wpływu na dynamikę importu Polski ogółem. Teraz importujemy te surowce w dużym stopniu drogą morską, więc co jakiś czas wraz z dopłynięciem statku pojawiać się może się duży skok importu. Efektem odcięcia się od surowców z Rosji dostarczanych rurociągami będzie więc większa zmienność w danych o imporcie. Na przykład w kwietniu krajem z największym wkładem w odbicie importu towarów ogółem była Arabia Saudyjska. Miesięczny wzrost wartości dostaw z tego kraju wyniósł 60% a roczny wzrost przyspieszył do 105% z -27%.

Z kolei słaby import dóbr pośrednich w ub.r. był związany z niedomaganiem polskiego przemysłu. Wysoka korelacja z produkcją przemysłową podpowiada, że w miarę oczekiwanej przez nas poprawy w przemyśle pojawi się istotny popyt na dobra pośrednie z zagranicy.

Elementy, które ostatnio przyczyniają się istotnie do poprawy wyników importu to żywność, dobra konsumpcyjne oraz dobra pośrednie. W tym zakresie, dane o imporcie są spójne z naszym scenariuszem żywienia opartego na popycie krajowym, w tym szczególnie na konsumpcji prywatnej. Porównanie zachowania eksportu i importu towarów stanowiących duże jednorazowe wydatki gospodarstw domowych (samochody, sprzęt RTV/AGD/IT), podpowiada, że w Polsce pozytywna zmiana w nastawieniu konsumentów dokonała się szybciej niż u naszych unijnych partnerów handlowych.





# Rynek pracy

2



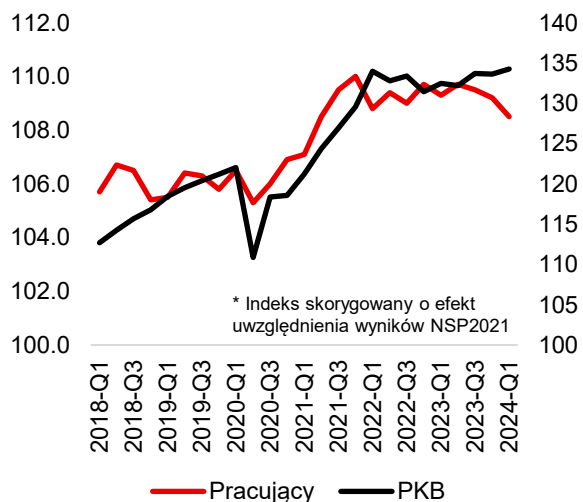
# Spadek zatrudnienia: efekt popytu czy podaży?

Początek roku, pomimo ożywienia wzrostu gospodarczego, przyniósł pogorszenie statystyk dotyczących zatrudnienia. Liczba pracujących w I kwartale zmniejszyła się o 170 tys. r/r wg danych z Rachunków Narodowych i o prawie 140 tys. wg BAEL. Jednocześnie jednak badanie GUS dotyczące popytu na pracę ujawniło pierwszy od dwóch lat wzrost liczby wolnych miejsc pracy w I kwartale (o 15,3% kw/kw), a Szybki Monitoring NBP wskazał na wzrost odsetka firm mających wakaty ponownie powyżej wieloletniej średniej.

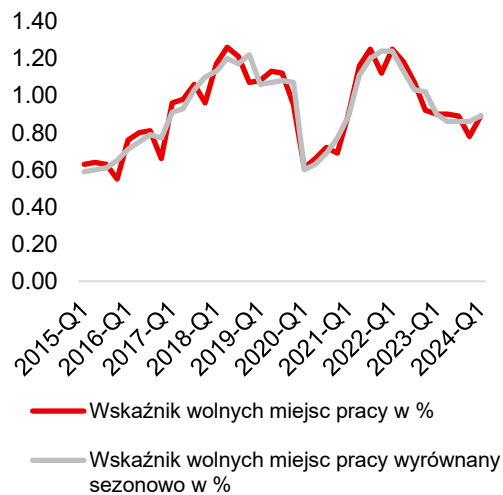
Takie, pozornie niespójne, sygnały mogą wskazywać, że zanotowana **słabość zatrudnienia w ostatnim okresie może być bardziej efektem ograniczeń po stronie podaży pracy niż spadku popytu na pracowników ze strony firm**. Takiej sytuacji sprzyjają z pewnością negatywne trendy demograficzne, które obecnie obserwujemy (zob. [str. 19](#)).

Sygnałem, który nie do końca wydaje się spójny z tą diagnozą, jest rosnąca równocześnie (powoli, ale jednak) liczba osób bezrobotnych – wg BAEL +40 tys. r/r w I kwartale 2024. Niemniej, stopa bezrobocia nadal pozostaje bardzo blisko rekordowych minimów.

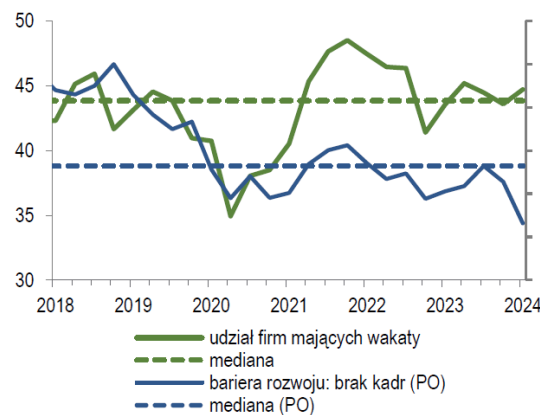
### Liczba pracujących\* vs. poziom PKB, 2015=100. wyr. sezon.



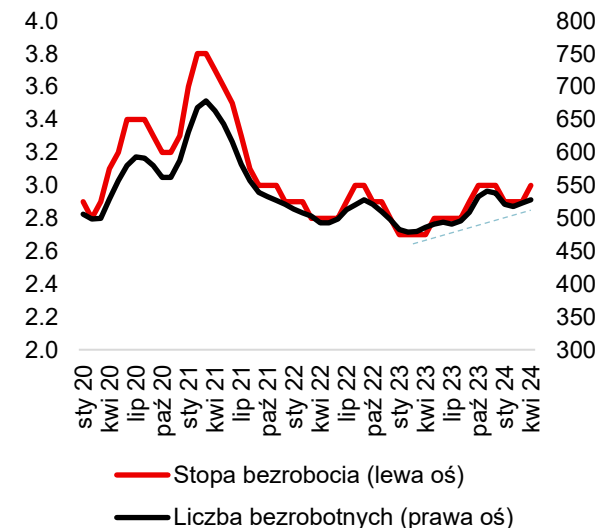
### Wskaźnik wolnych miejsc pracy, %



### Odsetek firm mających wakaty i wskazujących na braki kadrowe jako barierę rozwoju, w %



### Stopa bezrobocia i liczba bezrobotnych wg BAEL, wyr. sezon.





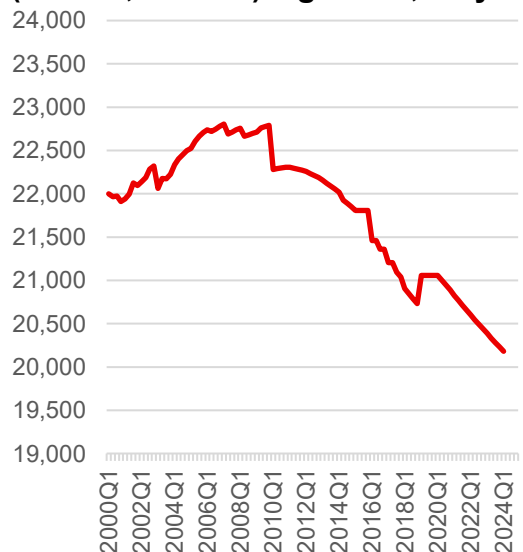
# Pogarszająca się demografia rynku pracy

Liczba osób w wieku największej aktywności zawodowej (między 20 a 60/65 lat) od dłuższego czasu jest w silnej tendencji spadkowej (obniżywszy się w ostatnich kilku latach o ponad 200 tys. rocznie) i trend ten utrzyma się w kolejnych latach. Wpływ tego zjawiska na krajowy rynek pracy do tej pory był z powodzeniem neutralizowany przez wzrost aktywności zawodowej oraz migracje zarobkowe – w efekcie mimo kurczącej się populacji w wieku produkcyjnym, liczba osób pracujących w gospodarce stabilizowała się w ostatnich dwóch-trzech latach na rekordowym poziomie powyżej 17 mln osób.

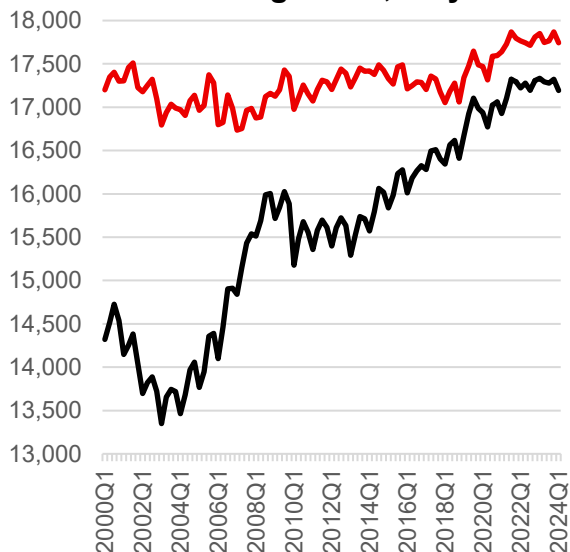
Czy wykorzystaliśmy już wszystkie rezerwy rynku pracy? Zapewne nie w całości, ale wygląda na to, że tzw. nisko wiszące owoce zostały już zerwane. Stopa aktywności zawodowej mocno wzrosła w ostatnich kilku latach i w efekcie Polska obecnie przewyższa pod tym względem średnią dla krajów UE, a potencjał do dalszych wzrostów jest coraz skromniejszy. Nadal istnieją grupy, w których aktywność zawodowa odbiega w dół od wzorców z krajów rozwiniętych (w szczególności: młodzież poniżej 20 lat i kobiety w wieku 60+). Jednak istotna zmiana ich zachowań może być coraz trudniejsza i wymagać odpowiednich polityk.

Wg naszych szacunków w skrajnie optymistycznym (choć mało realistycznym) scenariuszu, w którym w każdej grupie wiekowej udaje się podnieść aktywność zawodową do maksymalnego poziomu w UE, teoretycznie można by zaktywizować na polskim rynku pracy aż 4,8 mln osób (!). W scenariuszu bardziej realnym, gdy udaje się zaktywizować młodszych i starszych do poziomu średniej UE, **potencjalny wzrost liczby aktywnych zawodowo wynosi ok. 800 tys.**

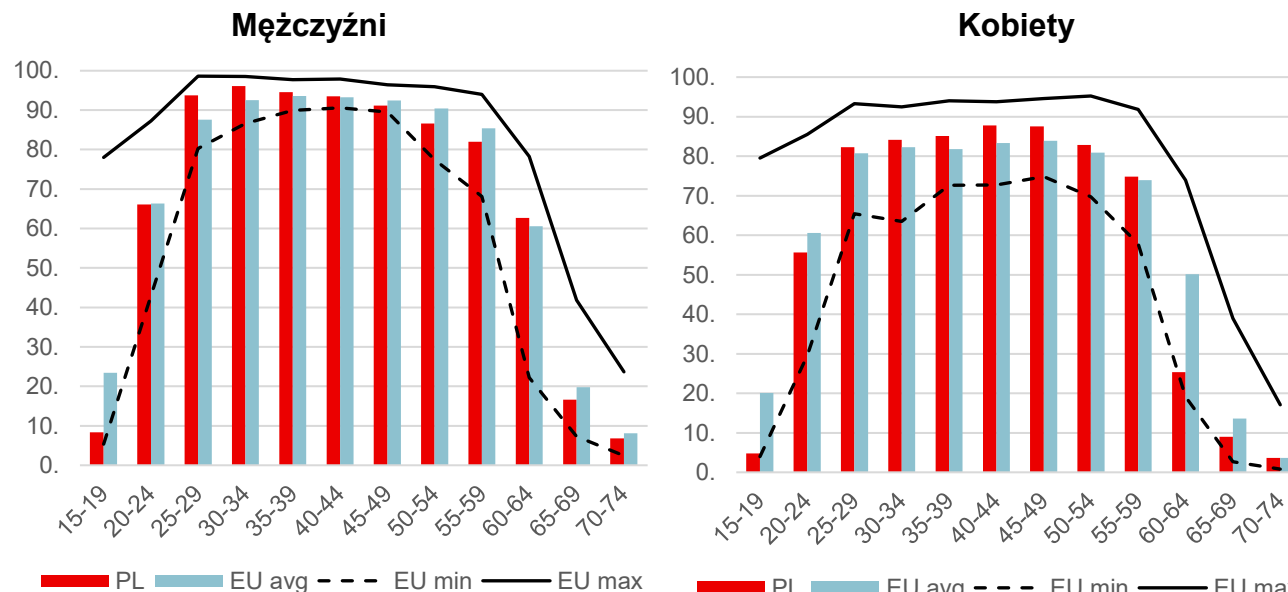
Populacja osób „prime age” (K20-59, M20-64) wg BAEL, w tys.



Liczba pracujących i aktywnych zawodowo wg BAEL, w tys.



Stopa aktywności zawodowej w grupach wiekowych (IV kw. 2023 r.), %



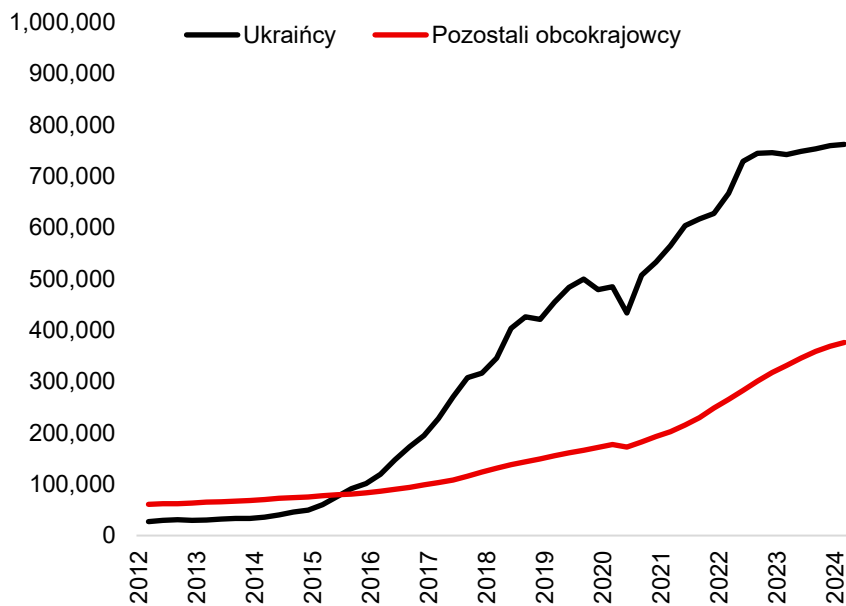


# Koła ratunkowe: migracja i realokacja sektorowa

Kołem ratunkowym dla polskiego rynku pracy nadal jest napływ pracowników z zagranicy. O ile migracja z Ukrainy w zasadzie wyczerpała już swój największy potencjał (dane ZUS wskazują wciąż na lekki, ale wyraźnie wygasający wzrost liczby zarejestrowanych Ukraińców; dane PESEL sugerują stabilizację od ok. pół roku na poziomie ok. 955 tys.), to utrzymuje się trend wzrostowy zarejestrowanych cudzoziemców z innych krajów. Skala zjawiska jest jednak umiarkowana: **liczba cudzoziemców zarejestrowanych w ZUS rośnie w tempie 40-70 tys. rocznie, a więc 3-4 razy wolniej niż kurczy się krajowa populacja osób w wieku produkcyjnym** (trzeba jednak pamiętać, że statystyka ZUS obejmuje tylko osoby oficjalnie zatrudnione; faktyczna skala napływu migrantów może być większa, część z nich znajduje zapewne pracę w szarej strefie).

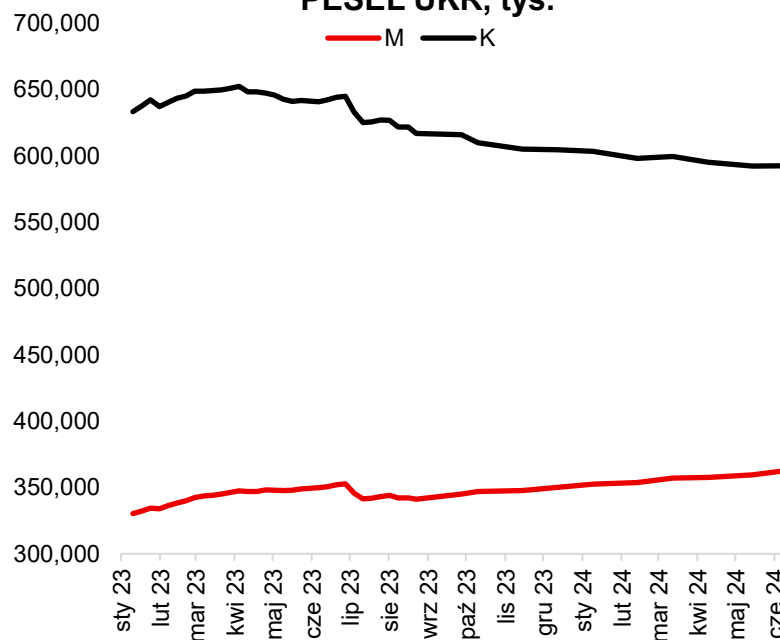
Jeszcze jednym **buforem bezpieczeństwa dla polskiego rynku pracy jest potencjał do poprawy alokacji pracowników pomiędzy sektorami**. Przykładowo, pracujący w rolnictwie w Polsce to wciąż ok. 8% ogółu (niemal 1,5 mln osób), podczas gdy w większości krajów rozwiniętych odsetek pracowników w tym sektorze jest 2-3 razy mniejszy. Realokacja pracowników z sektorów mniej do bardziej produktywnych już trwa i będzie zapewne postępować, zanim brak rąk do pracy stanie się twardym ograniczeniem rozwojowym dla krajowych firm.

### Cudzoziemcy zarejestrowani w ZUS



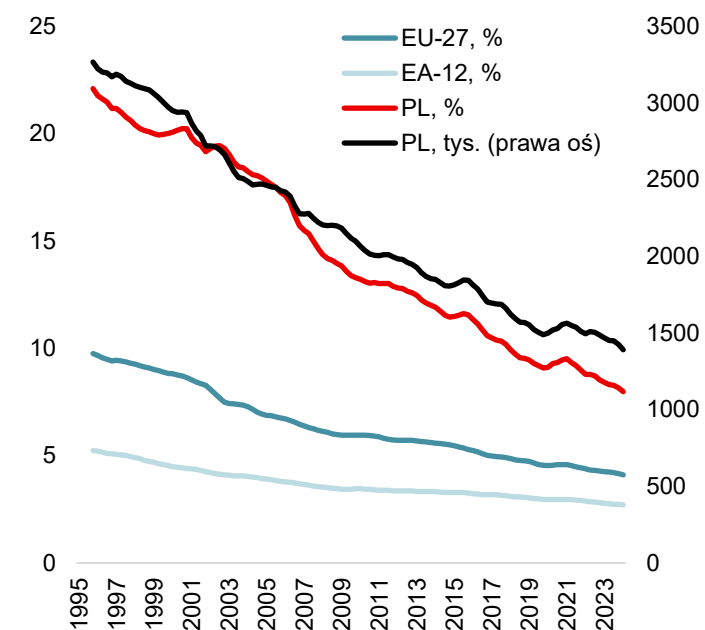
Źródło: ZUS, Santander

### Liczba osób z zarejestrowanym numerem PESEL UKR, tys.



Źródło: dane.gov.pl, Santander

### Pracujący w rolnictwie: Polska vs Europa



Źródło: Eurostat, Santander

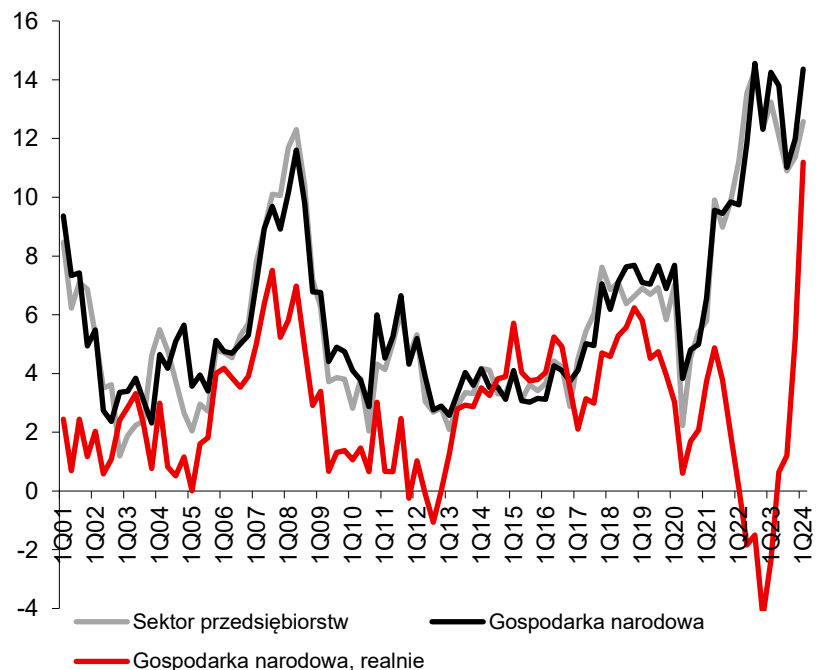


# Płace rosną najszybciej od dwóch dekad

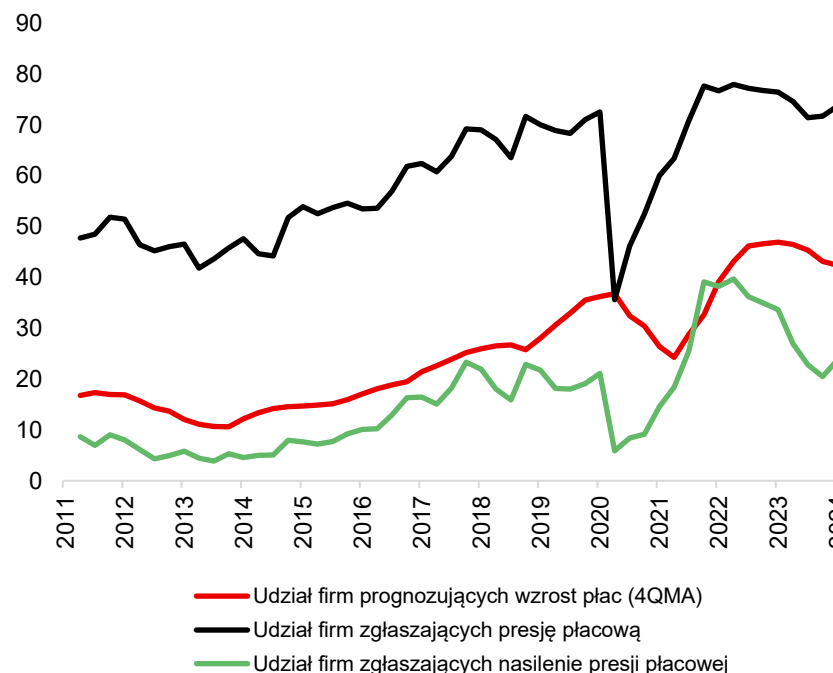
Pomimo wyraźnego wyhamowania inflacji na początku roku i lekkiego spadku zatrudnienia, dynamika wynagrodzeń utrzymuje się na wyjątkowo wysokim, dwucyfrowym poziomie – najwyżej od końca lat 90. W części można to zapewne przypisać kwestiom regulacyjnym: w tym roku ponownie mocno wzrosła płaca minimalna. Ale jednocześnie wydaje się to też spójne z rosnącym znaczeniem bariery po stronie podaży pracowników, o którym mowa na poprzednich stronach.

Badania koniunktury sugerują jednak, że firmy odczuwają stopniowo coraz mniejszą presję na wzrost wynagrodzeń. W naszej ocenie **dynamika płac pozostanie na dwucyfrowym poziomie w najbliższych miesiącach, ale w 2025 r. powinna przyhamować do 7-8% r/r**, czemu sprzyjać będzie z jednej strony obserwowana inflacja, wyraźnie niższa niż w latach 2022-2023, a z drugiej mniejsza skala podwyżki płacy minimalnej – ok. 7,6% r/r wg najnowszej propozycji rządowej. W 2025 znacznie skromniejsze niż w tym roku będą też podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym.

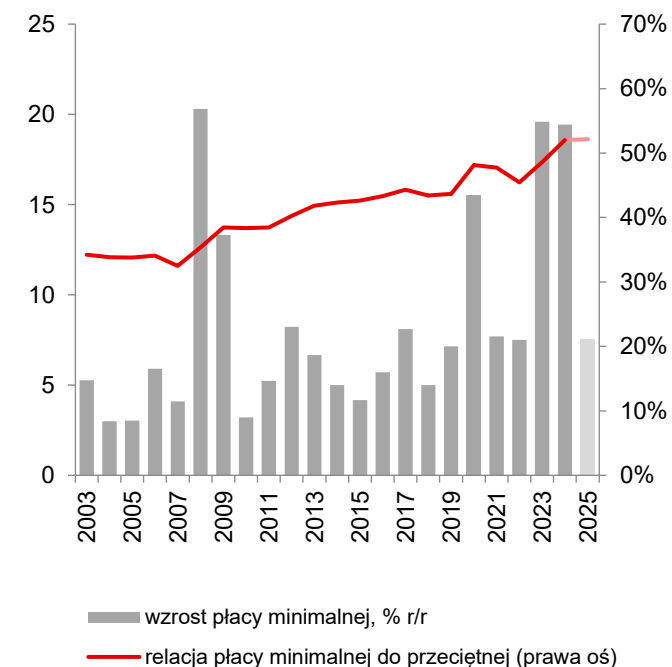
### Wzrost wynagrodzeń, % r/r



### Presja płacowa wg ankiety Szybki Monitoring NBP, %



### Płaca minimalna



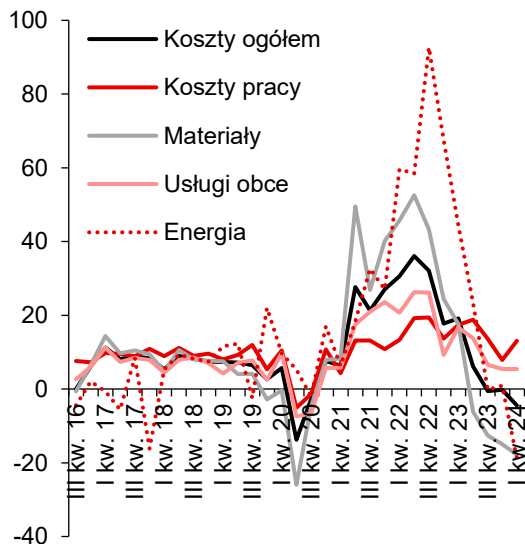


# Wzrost płac utrudni firmom poprawę rentowności

Wysoki wzrost płac będzie przekładał się na rosnące koszty pracy w bilansach firm. Już w ostatnich kwartałach koszty pracy stały się najszybciej rosnącą składową kosztów w firmach i naszym zdaniem podobnie będzie co najmniej do końca tego roku.

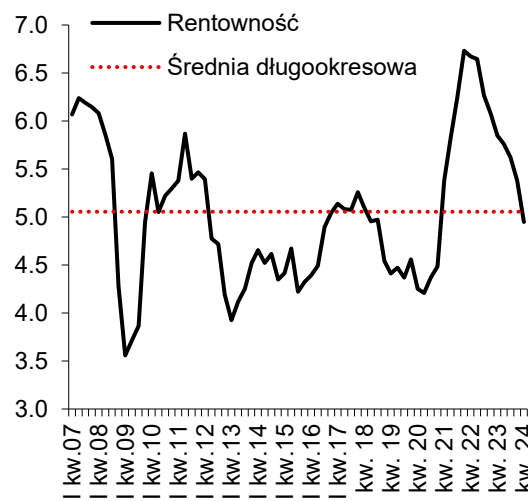
W 2023 r. firmy borykały się z gwałtownym spadkiem rentowności, co w naszej ocenie wynikało przede wszystkim ze słabszej koniunktury i miało miejsce pomimo spadku łącznych kosztów. W 2024 r. **ożywienie gospodarcze powinno pomóc firmom w odbudowie utraconej zyskowności**. Jednakże będzie to trudniejsze w sektorach, w których koszty pracy stanowią większą część bilansu. W tych sektorach może naszym zdaniem pojawić się **większa presja na poprawę marż poprzez wzrost cen detalicznych**. Nasza analiza wskazuje, że stosunek kosztów pracy do wyniku finansowego jest najwyższy w usługach, w szczególności w opiece zdrowotnej, administrowaniu i transporcie, działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej. Przetwórstwo przemysłowe, budownictwo i energetyka są bardziej odporne na wzrosty płac, przy czym i w przetwórstwie znaleźć też można sektory mocniej zależne od pracy, np. produkcja odzieży czy mebli.

### Wzrost kosztów firm 50+, % r/r



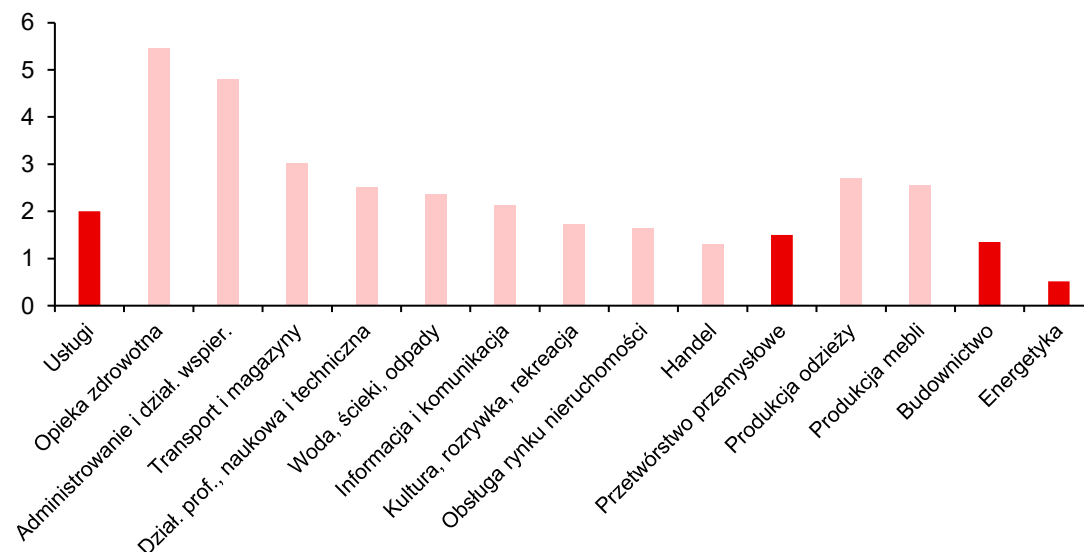
Źródło: GUS, Santander

### Rentowność firm 50+, % średnia ruchoma z 4 kwartałów



Źródło: GUS, Santander

### Koszty płac jako wielokrotność wyniku finansowego netto w firmach 10+, średnia 2018-2023



Źródło: GUS, Santander

Inflacja

3



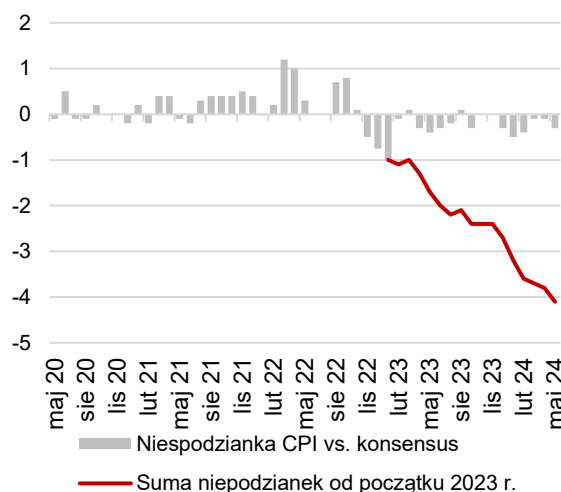
# Inflacja wciąż zaskakuje w dół

Inflacja zaczęła rosnać, ale na razie dość niemrawo – w maju wzrosła do 2,5% r/r i był to szósty miesiąc z rzędu, kiedy odczyt okazał się niższy od prognoz rynkowych, z sumą niespodzianek od początku 2023 roku na poziomie -4,1 pkt proc. Systematyczne pomyłki prognoz wskazują, że ekonomiści (w tym my) wciąż nie są w stanie zadowalająco wyjaśnić zachowania cen w szybko zmieniającej się gospodarce.

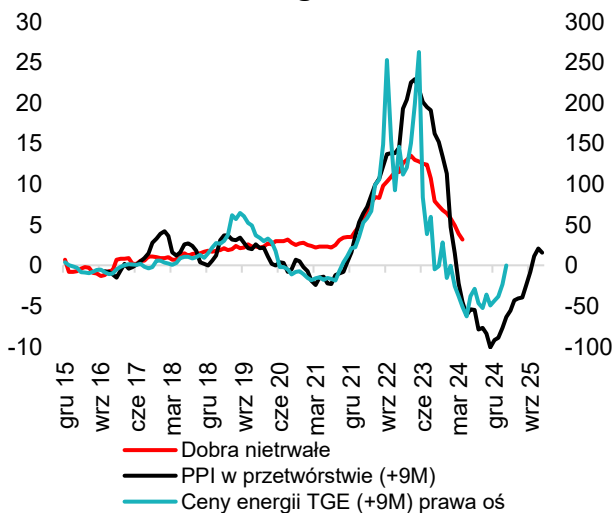
Z perspektywy czasu oceniamy, że źródeł niespodzianek było wiele: m.in. niedoszacowanie wpływu spadków cen energii na ceny żywności oraz dóbr trwałych, ale także usług transportowych (tańsze paliwo lotnicze, wpływające na ceny lotów), wpływu umocnienia złota (dobra trwałe, żywność, samochody), wcześniejszej stagnacji popytu, spadków cen innych surowców (spadek cen stali przełożył się na niższe ceny samochodów, a cen drewna wpłynął na ceny mebli) i polityki producentów decydujących się na redukcje marż. Ceny wybranych towarów i usług wzrosły zapewne nadmiarowo i wyprzedzająco w okresie pandemii i po rozpoczęciu konfliktu między Rosją i Ukrainą po to, aby zabezpieczyć odpowiedni poziom marż czy zrekompensować czasowe niedopasowanie popytu i podaży (turystyka krajowa). Być może na podwyżki cen decydowały się też wówczas firmy, które nie miały takiej potrzeby, a jedynie podążały za konkurencją. Od czasu spadku cen surowców trwa proces normalizacji marż, co również mogło być niedoszacowane przez rynkowy konsensus podobnie jak wpływ szybkiej na tle Europy redukcji cen w przemyśle. W dół w ostatnich kwartałach zaskakiwały w sporej mierze kategorie, które wcześniej zaskakiwały w górę, co było wzmocnione zmianą struktury popytu konsumentów: przeniesienia ciężaru wydatków ponownie z towarów na usługi.

Warto odnotować, że **przynajmniej część trendów, które do tej pory wspierały szybką dezinflację, ostatnio zaczęła się odwracać.**

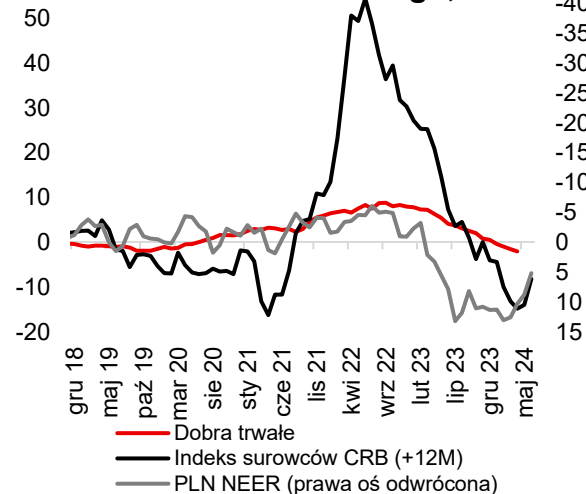
### Suma niespodzianek CPI, pkt. proc.



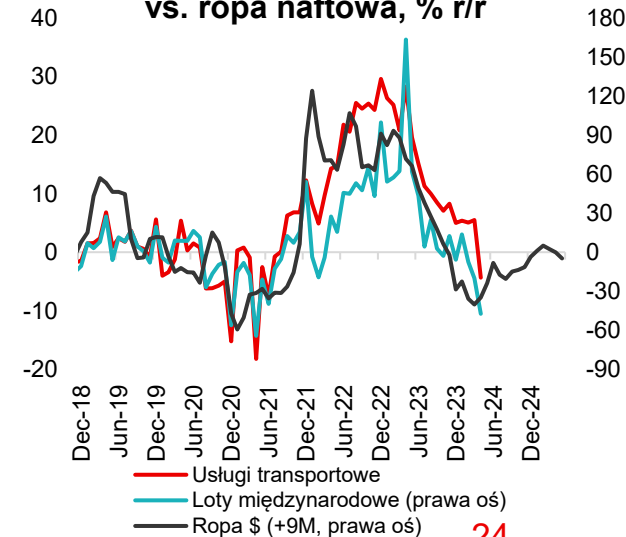
### Dobra nietrwałe HICP vs. PPI vs. energia, % r/r



### Dobra trwałe HICP vs. ceny surowców i kurs złotego, % r/r



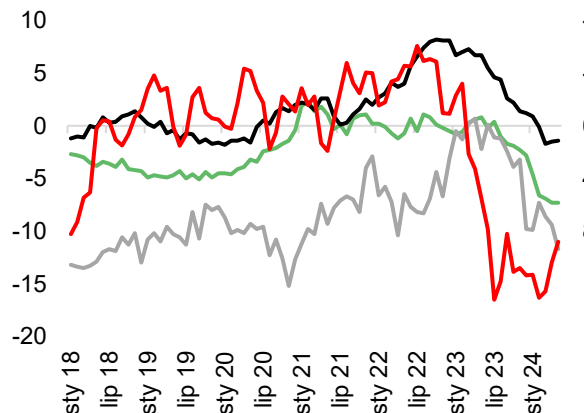
### Ceny usług transportowych HICP vs. ropa naftowa, % r/r



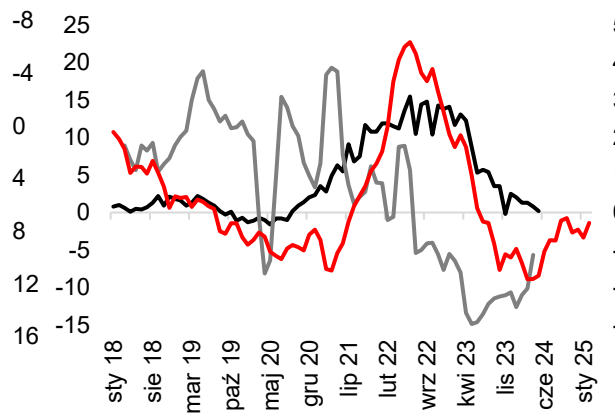




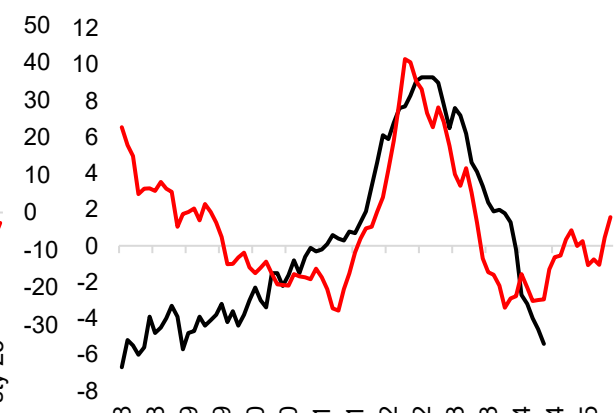
# Wybrane składowe inflacji CPI (1/2)



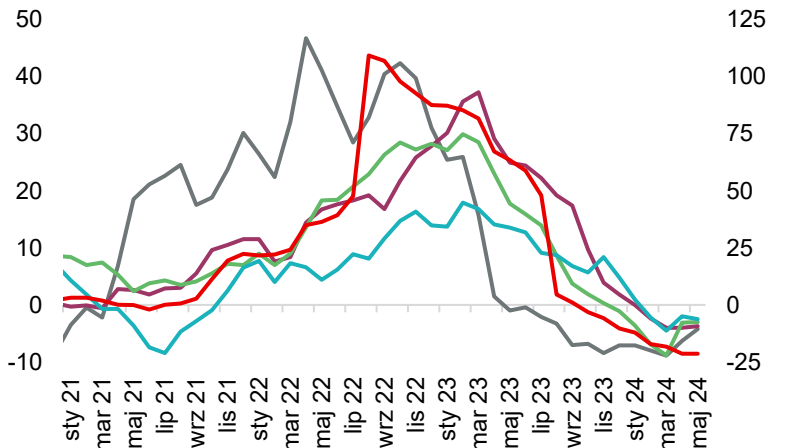
— Sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny  
 — Urządzenia gospodarstwa domowego  
 — Sprzęt telekomunikacyjny  
 — NEER (prawa oś)



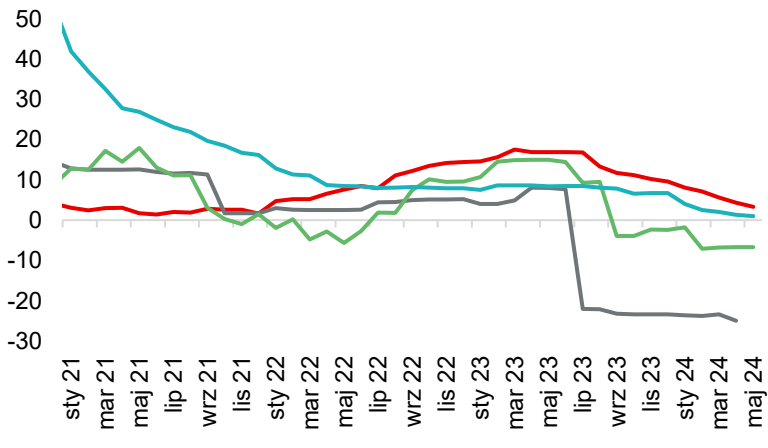
— Meble, artykuły dekoracyjne, sprzęt oświetleniowy  
 — Sprzedaż meble, RTV, AGD 3MMA  
 — Indeks cen surowców przemysłowych (CRB) +12M -prawa oś



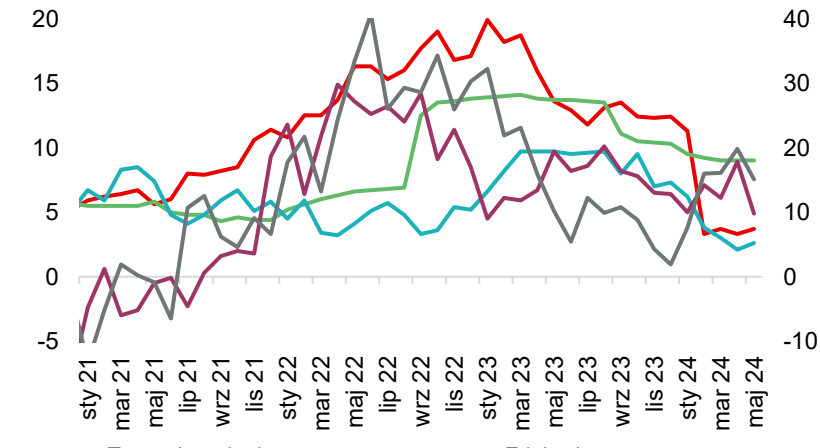
— Samochody osobowe  
 — Indeks cen metali (CRB) (+12M, prawa oś)



— Mięso drobiowe — Jaja — Ryż — Owoce — Cukier (prawa oś)



— Higiena osobista — Opłaty za przejazdy i za parkowanie  
 — Opłaty radiowo-telewizyjne — Wywóz śmieci



— Turystyka w kraju — Usługi telekomunikacyjne — Turystyka za granicą (prawa oś)  
 — Edukacja — Ubezpieczenia



Źródło: GUS, Eurostat, Fed, Bloomberg, Santander



# Wybrane składowe inflacji CPI (2/2)

	Poziomy i zmiany CPI											Kontrybucja do CPI						
	CPI % r/r Maj	Zmiana CPI % r/r			Średni CPI % r/r		Skumulowane zmiany m/m YTD	Różnica m/m wobec mediany z lat 2018-2023			Waga (%) Maj	CPI % r/r Maj	Zmiana CPI % r/r			Średni CPI % r/r		Skumulowane zmiany m/m YTD
		1M	YTD	r/r	12M	YTD		Maj	średnia YTD	średnia od 2023			1M	YTD	r/r	12M	YTD	
<b>Żywność</b>																		
Cukier	-21.3	0.0	-11.0	-84.7	9.5	-18.0	-12.7	-1.3	-3.2	-1.8	0.23	-0.05	0.00	-0.03	-0.19	0.02	-0.04	-0.03
Tłuszcze roślinne	-10.9	0.1	2.6	-26.6	-4.6	-12.8	0.5	-1.1	-0.4	-1.1	0.2	-0.02	0.00	0.01	-0.05	-0.01	-0.03	0.00
Mąka	-4.7	0.2	-0.5	-18.0	0.5	-5.6	0.4	-0.7	-0.9	-0.9	0.17	-0.01	0.00	0.00	-0.03	0.00	-0.01	0.00
Mięso drobiowe	-4.2	2.1	2.9	-3.2	-4.9	-6.9	6.5	1.9	0.1	-0.6	1.21	-0.05	0.03	0.04	-0.04	-0.06	-0.08	0.08
Jaja	-3.7	0.3	-5.5	-28.6	9.9	-2.8	0.1	-1.0	-0.2	0.0	0.55	-0.02	0.00	-0.03	-0.16	0.05	-0.02	0.00
Ryż	-3.0	0.1	-1.9	-20.7	4.2	-5.1	0.3	-1.1	-0.5	-0.5	0.09	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
Mięso wieprzowe	-2.7	-2.7	-9.5	-22.1	9.6	1.6	0.3	0.0	-0.7	0.0	1.31	-0.04	-0.04	-0.12	-0.29	0.13	0.02	0.00
Owoce	-2.5	-0.5	-7.3	-16.0	5.3	-2.1	1.3	-1.8	-2.2	-0.7	1.85	-0.05	-0.01	-0.14	-0.30	0.10	-0.04	0.02
Warzywa	0.1	0.9	-11.8	-24.6	12.3	1.7	5.0	1.2	-0.7	0.1	1.8	0.00	0.02	-0.21	-0.44	0.22	0.03	0.09
Masło	2.9	1.0	15.7	4.8	-6.5	-2.7	3.3	-1.7	1.0	-0.6	0.52	0.02	0.01	0.08	0.02	-0.03	-0.01	0.02
Kakao i czekolada w proszku	3.8	-1.3	-8.9	-17.4	13.8	7.3	2.0	-1.5	-0.6	0.1	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Wody mineralne lub źródlane	3.9	-1.5	-4.4	-12.2	9.9	5.8	1.4	-0.8	-0.3	0.1	1.59	0.06	-0.02	-0.07	-0.19	0.16	0.09	0.02
<b>Energia</b>																		
Opał	-13.9	1.3	5.8	-18.7	-13.1	-16.7	-8.4	-1.1	-1.6	-1.8	2.17	-0.30	0.03	0.13	-0.41	-0.29	-0.36	-0.18
<b>Towary bazowe</b>																		
Sprzęt telekomunikacyjny	-11.7	-2.3	-1.9	-9.5	-5.0	-9.4	-5.6	-2.8	-0.4	-0.1	0.14	-0.02	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
Sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny	-7.3	0.0	-4.5	-8.1	-2.9	-6.5	-3.8	0.2	-0.5	-0.2	0.39	-0.03	0.00	-0.02	-0.03	-0.01	-0.03	-0.01
Samochody	-5.4	-0.8	-5.2	-9.5	0.1	-4.0	-2.6	-0.7	-0.9	-0.3	1.09	-0.06	-0.01	-0.06	-0.10	0.00	-0.04	-0.03
Urządzenia gospodarstwa domowego	-1.4	0.1	-2.6	-8.1	2.3	-0.8	-0.9	0.2	-0.3	-0.1	0.8	-0.01	0.00	-0.02	-0.06	0.02	-0.01	-0.01
Odzież	-0.7	-0.2	-3.7	-8.2	4.0	0.4	-0.5	-0.1	-0.2	0.1	2.91	-0.02	-0.01	-0.11	-0.24	0.12	0.01	-0.01
Mebel, artykuły dekoracyjne, sprzęt oświetleniowy	0.2	-0.6	-2.3	-8.5	3.7	1.1	-0.2	-1.1	-0.4	-0.2	1.06	0.00	-0.01	-0.02	-0.09	0.04	0.01	0.00
Obuwie	0.9	-1.7	-2.9	-5.6	4.9	4.1	2.5	-1.2	-0.1	0.1	0.85	0.01	-0.01	-0.02	-0.05	0.04	0.04	0.02
Artykuły do higieny osobistej i kosmetyki	2.1	-1.2	-8.0	-16.6	11.4	5.1	2.2	-0.6	0.0	0.4	2.61	0.05	-0.03	-0.21	-0.43	0.30	0.13	0.06
Higiena osobista	3.3	-1.0	-6.3	-13.6	10.9	5.7	2.6	-0.5	0.0	0.4	3.51	0.12	-0.04	-0.22	-0.48	0.38	0.20	0.09
Środki czyszczące i konserwujące	3.7	-2.0	-9.2	-15.8	13.5	7.4	0.7	-1.4	-0.4	0.4	1.06	0.04	-0.02	-0.10	-0.17	0.14	0.08	0.01
Książki	8.2	3.7	0.9	3.7	5.5	3.3	-2.8	1.7	-0.3	0.1	0.18	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	-0.01
<b>Usługi</b>																		
Oplaty radiowo-telewizyjne	-6.7	0.0	-4.3	-21.7	1.5	-5.8	2.1	-0.1	0.0	-0.2	0.6	-0.04	0.00	-0.03	-0.13	0.01	-0.03	0.01
Usługi transportowe	-0.8	10.8	-2.9	-19.9	7.2	-1.8	-12.6	8.8	-1.6	-0.2	0.6	0.00	0.06	-0.02	-0.12	0.04	-0.01	-0.08
Wywóz śmieci	1.0	-0.3	-5.7	-7.4	5.8	2.2	0.7	-0.6	-1.5	-0.7	1.71	0.02	-0.01	-0.10	-0.13	0.10	0.04	0.01
Turystyka zorganizowana w kraju	3.7	0.4	-8.7	-9.9	10.2	5.1	0.5	-0.1	-1.3	-0.1	0.53	0.02	0.00	-0.05	-0.05	0.05	0.03	0.00
Ubezpieczenia	4.9	-4.0	-1.5	-4.8	7.4	6.4	1.9	-0.5	0.9	0.5	1.07	0.05	-0.04	-0.02	-0.05	0.08	0.07	0.02
Turystyka zorganizowana za granicą	15.1	-4.7	13.2	4.9	11.0	14.9	12.5	-3.3	3.3	0.9	1.01	0.15	-0.05	0.13	0.05	0.11	0.15	0.13



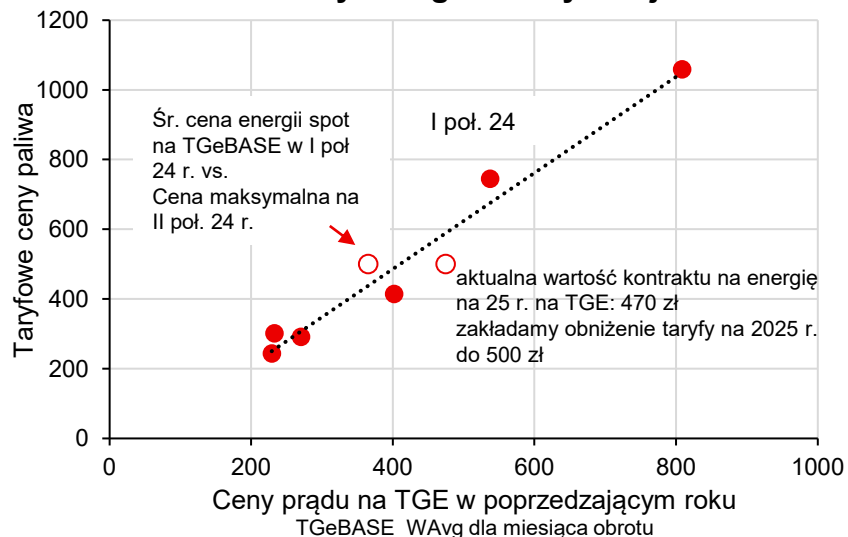
# Przed nami droższa energia i żywność

Prezydent podpisał ustawę o bonie energetycznym, regulującą ceny energii w II poł. 2024 r. i na jej podstawie przyjmujemy, że ceny energii wzrosną w lipcu o nieco ponad 20%, a gazu o ok. 10%. Ceny ciepła wzrosną natomiast o 4%, ale będzie to proces stopniowy. Ustawa zakłada m.in. obniżenie taryf energetycznych, które mają być zaaprobowane przez URE do końca czerwca. Na podstawie kontraktów na energię elektryczną i gaz z TGE na 2025 r. szacujemy, że w przyszłym roku szansa na redukcję cen gazu jest niewielka, a w przypadku energii elektrycznej możliwa byłaby jedynie nieznaczna korekta w dół, jednak po przywróceniu wyższej opłaty mocowej zakładamy wzrost wysokości rachunków o ok. 5%. Sądzymy, że w okresie przed wyborami prezydenckimi potencjał do większych podwyżek opłat za energię jest ograniczony. Jednocześnie jednak, przestrzeń do redukcji wysokości rachunków również wydaje się niewielka.

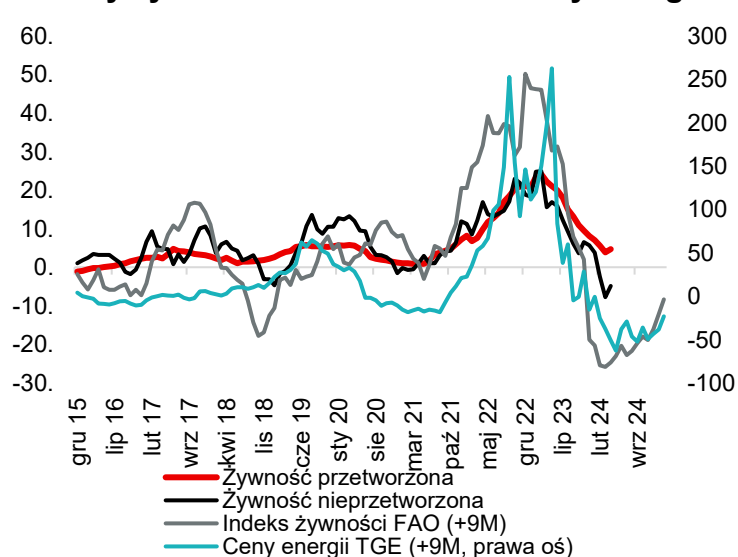
W przypadku ropy naftowej zakładamy stabilizację cen w tym roku i lekki wzrost w przyszłym do nieco ponad 90\$ za baryłkę, ok. 10\$ powyżej konsensusu Bloomberg'a oraz rynkowej wyceny ze stawek futures, co podwyższa ścieżkę CPI o ok. 0,1-0,2 pkt proc.

Najnowszy raport o stanie zagrożenia suszą za kwiecień-czerwiec wskazuje poprawę bilansu wodnego w porównaniu z majem, ale jednocześnie na najwyższy od 2018 r. (z wyjątkiem ubiegłego roku) udział powierzchni zagrożonej suszą dla zbóż i owoców. Indeksy FAO oraz CRB dla żywności wskazują na odwrócenie trendu spadkowego cen w I kw. i dlatego zakładamy wyższą średniomiesięczną dynamikę cen żywności w dalszej części roku niż w ubiegłym roku.

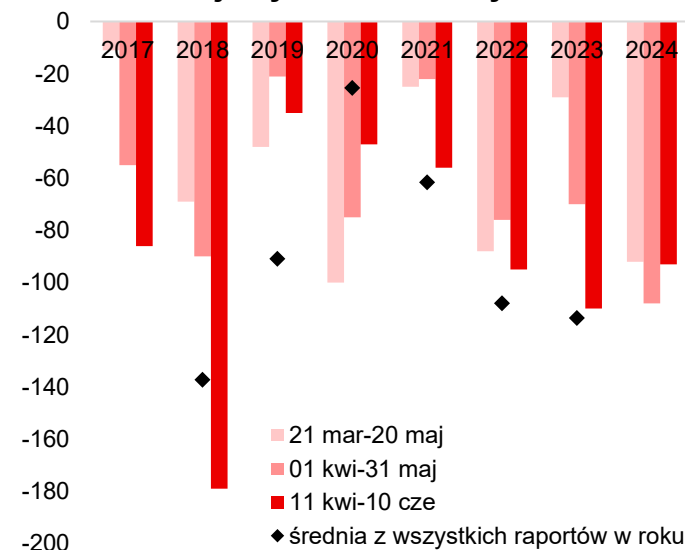
### Ceny energii elektrycznej



### Ceny żywności HICP vs. FAO i ceny energii



### Krajowy Bilans Wodny





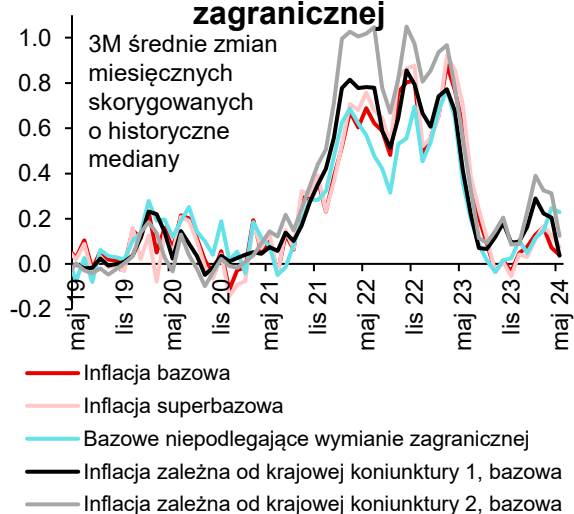
# Inflacja bazowa wciąż zbyt wysoka

Średnia miesięczna zmiana cen w kategorii CPI po wyłączeniu żywności i energii z ostatnich 12 miesięcy wyniosła 0,32% m/m, co oznacza powrót do średniego poziomu z 2020 r., ale wciąż jest to wyraźnie powyżej 0,2% zapewniających realizację celu inflacyjnego. Wciąż większy udział koszyka CPI ni z przed pandemią notuje inflację znacznie powyżej celu (np. powyżej 5%). Podobnie wyższy odsetek kategorii bazowych notuje miesięczne zmiany cen przekraczające wieloletnią medianę.

W związku z tym, że trend umocnienia złotego zatrzymał się, konsumpcja zaczęła przyspieszać, a na rynkach surowcowych widać od pewnego czasu wzrosty, pole do dalszego spadku cen producentów wydaje nam się ograniczone. Jednocześnie cały czas wysoko kształtuje się dynamika jednostkowych kosztów pracy. Wobec tego zakładamy, że presja na ceny bazowe może się utrzymać. Dotychczas widoczny był relatywny brak istotnego pogorszenia marż w sektorach o mniejszej ekspozycji na eksport. Pośrednio presję na marże i ceny detalistów może wywoływać niewielkie odreagowanie marż wśród eksporterów.

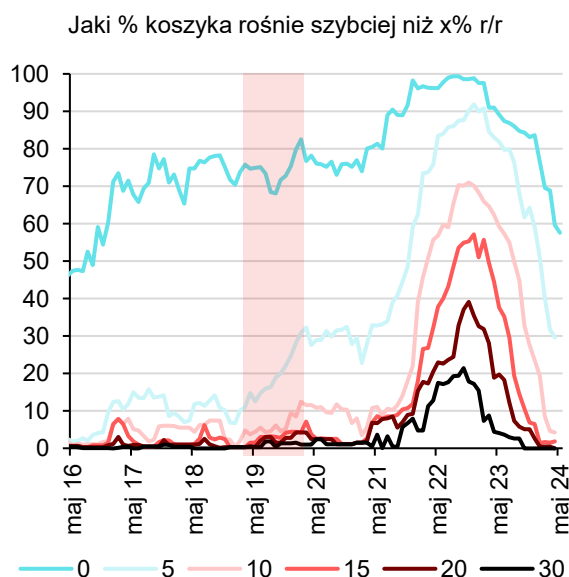
Zakładamy utrzymanie średniego miesięcznego wzrostu inflacji bazowej na poziomie 0,3% do końca przyszłego roku, co przełoży się na roczną dynamikę średnio na poziomie ok. 4%. Nasza bazowa prognoza wskazuje też na inflację bazową blisko 4% na koniec przyszłego roku.

**Wciąż podwyższona inflacja kategorii bazowych niepodlegających wymianie zagranicznej**

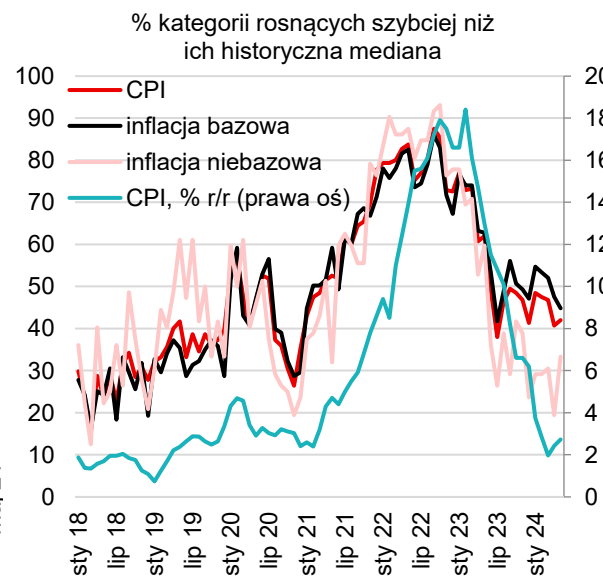


Inflacja bazowa zależna od koniunktury krajowej liczona jako zbiór elementów koszyka inflacyjnego najbardziej skorelowanych z luką popytową, liczoną w dwóch wariantach

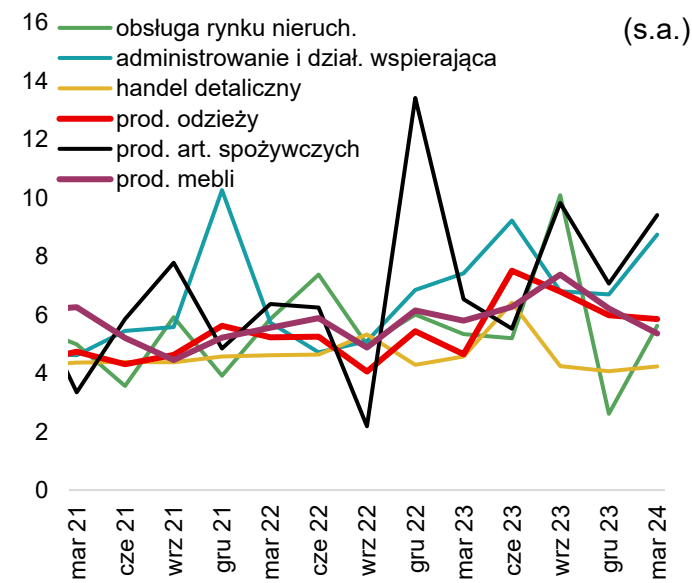
**Udział koszyka CPI z wzrostem ponad 5% r/r jest wciąż wysoki**



**Odsetek kategorii bazowych rosnących powyżej wieloletniej mediany wciąż wysoki**



**Stabilna rentowność w produkcji z ekspozycją na krajowy rynek i handlu**



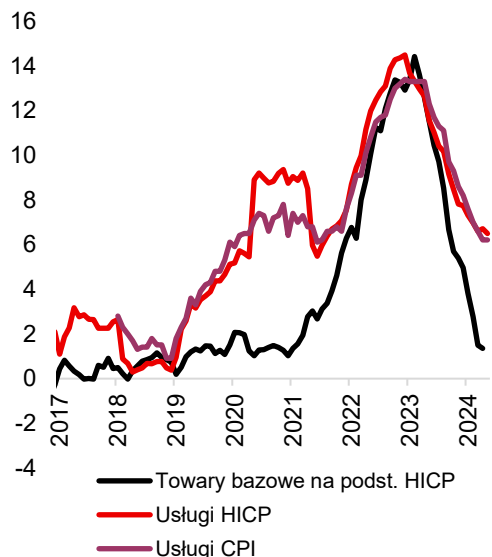


# Inflacja usług uporczywa, ale opada

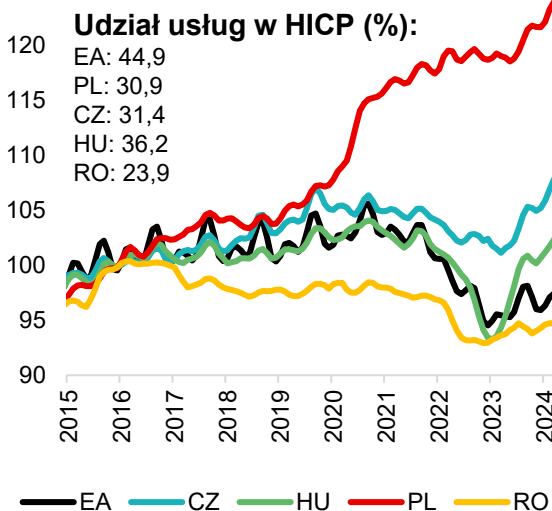
W ostatnich miesiącach w Polsce, podobnie jak w innych krajach, dezinflacja znacznie szybciej przebiegała w cenach towarów niż usług. Tym, co odróżnia Polskę od innych krajów jest fakt, że u nas inflacja usług wyraźnie przyspieszyła jeszcze przed pandemią i nawet w szczycie rozpędu inflacyjnego (przełom 2022/23) nie dała się wyprzedzić dynamice cen towarów bazowych. W efekcie, o ile w wielu krajach jednym z argumentów za większą uporczywością inflacji usług może być powrót zaburzonej po pandemii relacji cen względnych usług do towarów do wieloletniego trendu\*, w Polsce ten argument przemawia raczej w drugą stronę: układ cen względnych (relacja poziomu cen usług do towarów bazowych, tj. z wyłączeniem żywności i energii) nie tylko nie spadł poniżej trendu, ale wybił się dużo powyżej.

Ceny usług są bardziej podatne na koszty wynagrodzeń niż ceny towarów, a te rosną wyjątkowo szybko – płace realne w Polsce (w odróżnieniu od części krajów) zdołały już nadrobić straty wywołane podwyższoną inflacją. Niemniej, badania MFW\*\* wskazują, że skłonność do przenoszenia wzrostów płac na ceny może być wyraźnie mniejsza w firmach o dobrych wynikach finansowych, a te w sektorze usługowym utrzymują się względnie wysoko, powyżej poziomów pre-pandemicznych. W sumie, spodziewamy się, że **wzrosty inflacji CPI w najbliższych miesiącach będą głównie pochodną odbicia w cenach towarów, podczas gdy dynamika cen usług może wciąż wygasać stopniowo** w warunkach ożywienia konsumpcji.

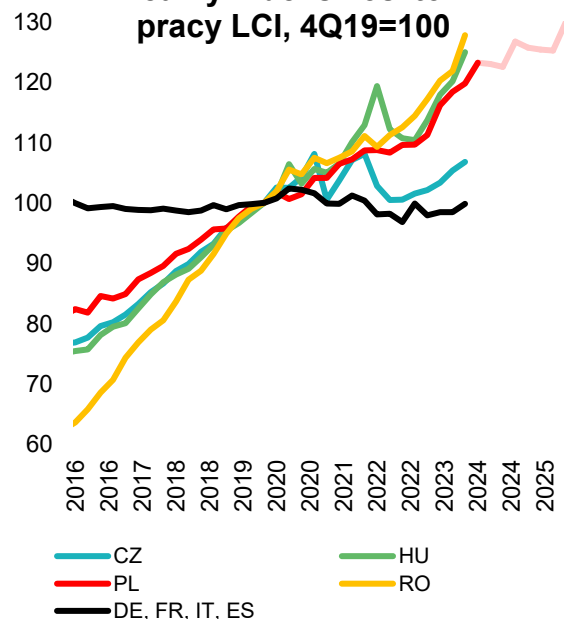
### Ceny usług i towarów bazowych (bez żywności i energii), % r/r



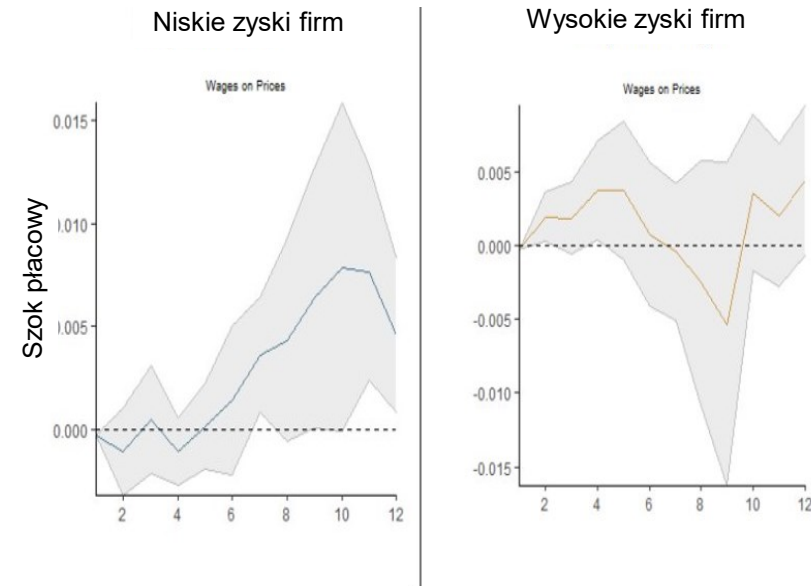
### Indeks cen usług do towarów bazowych, grudzień 2015=100, 3MMA



### Realny indeks kosztów pracy LCI, 4Q19=100



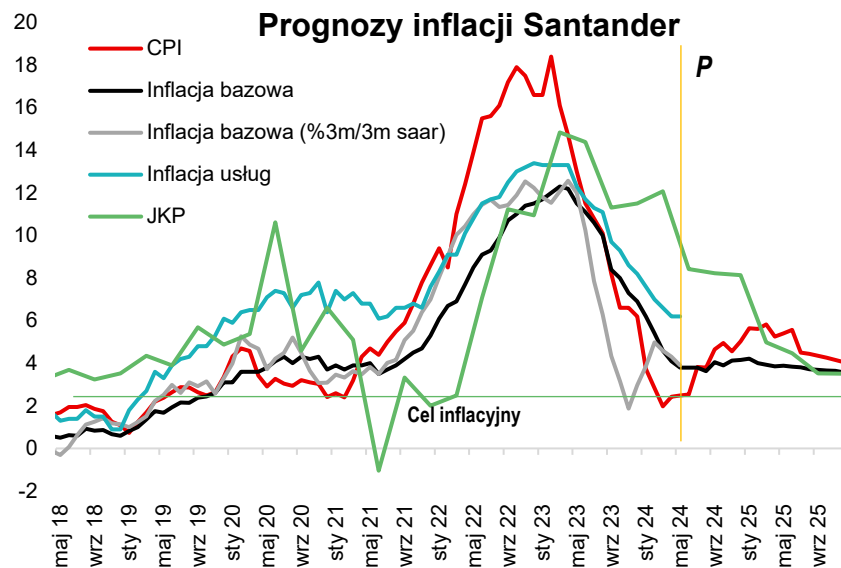
### Reakcja inflacji na impuls płac w zależności od poziomu zysku firm w strefie euro\*\*



# CPI daleko od celu

Nasz bazowy scenariusz zakłada wzrost głównego wskaźnika inflacji do niemal 4% r/r w lipcu i ok. 5% r/r na koniec br., a lokalny szczyt (nieco poniżej 6%) powinien przypaść na koniec I kw. 2025. W kolejnych miesiącach spodziewamy się spadków CPI, do ok. 4% na koniec 2025 r.

Badania ankietowe GUS wśród firm nadal wskazują na spadki przewidywań cenowych, zarówno w handlu detalicznym jak i usługach. Zachowanie tych ostatnich miało pewne właściwości wyprzedzające przy zmianie trendu inflacji na przełomie 2022/23. Fakt, że na razie wciąż opadają sugeruje, że na niespodzianki inflacji w górę trzeba będzie prawdopodobnie poczekać.



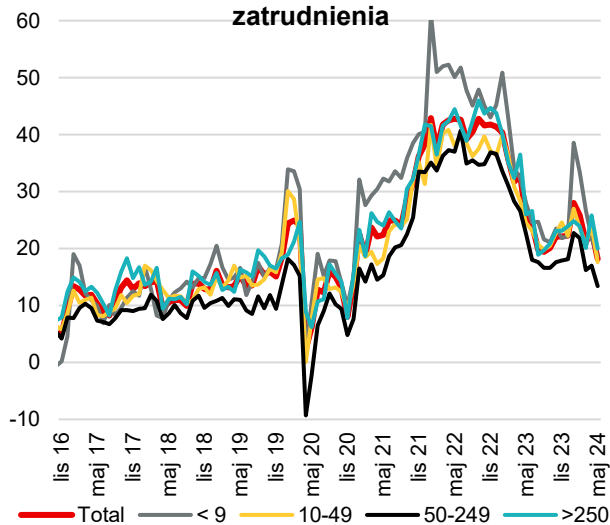
## Prognozy inflacji

CPI	2024	2025	2026
Santander	3.6	4.9	3.4
Bloomberg	4.0	4.0	3.0
Ankieta makroekonomiczna NBP	4.3	4.1	3.4
Projekcja NBP bez tarcz	5.7	3.5	2.7
Projekcja NBP z tarczami	3.0	3.4	2.9

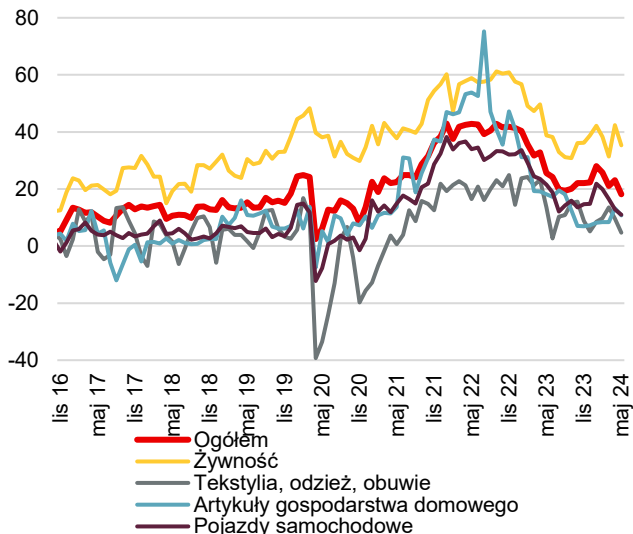
Inflacja bazowa	2024	2025	2026
Santander	4.3	3.8	2.6
Projekcja NBP bez tarcz	4.7	4.5	3.8
Projekcja NBP z tarczami	4.7	4.5	4.1

## Wskaźniki przewidywanych cen w handlu i usługach GUS

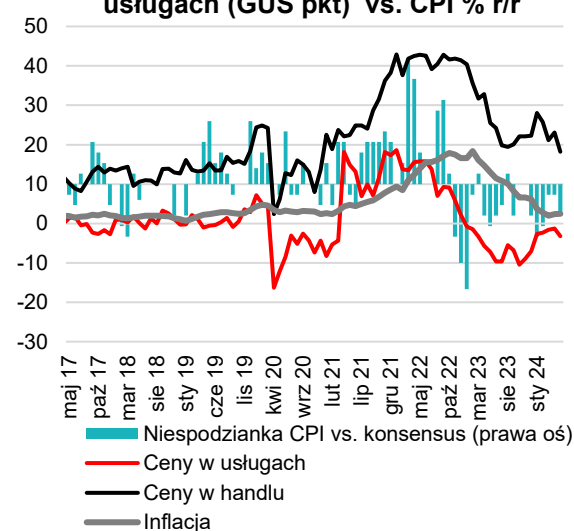
Przewidywane ceny w handlu wg zatrudnienia



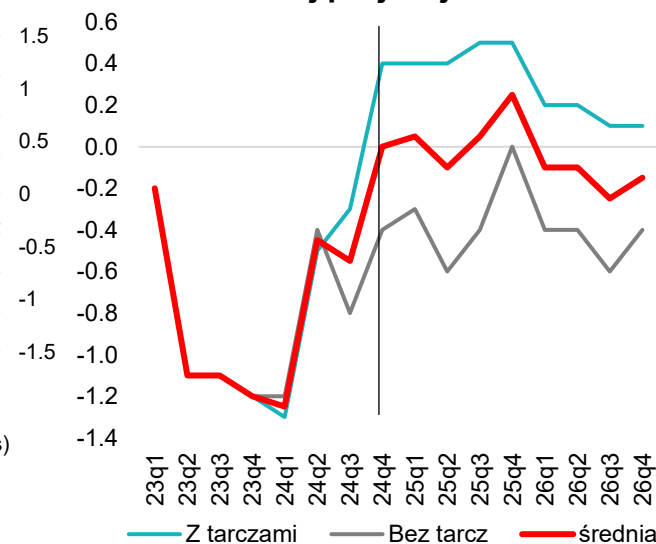
Przewidywane ceny w handlu



Przewidywane ceny w handlu i usługach (GUS pkt) vs. CPI % r/r



Luka popytowa wg marcowej projekcji NBP



# Polityka gospodarcza

4

# Polityka pieniężna: ugruntowana jastrzębiość



W ciągu ostatnich dwóch miesięcy w wypowiedziach prezesa NBP Adama Glapińskiego zarysował się wyraźny zwrot w jastrzębią stronę. Prezes NBP wprost stwierdził na ostatniej konferencji prasowej, że w obecnej sytuacji nie ma miejsca na dyskusję o obniżkach stóp, a na posiedzeniach RPP nie ma ostatnio żadnych gołębih nastrojów.

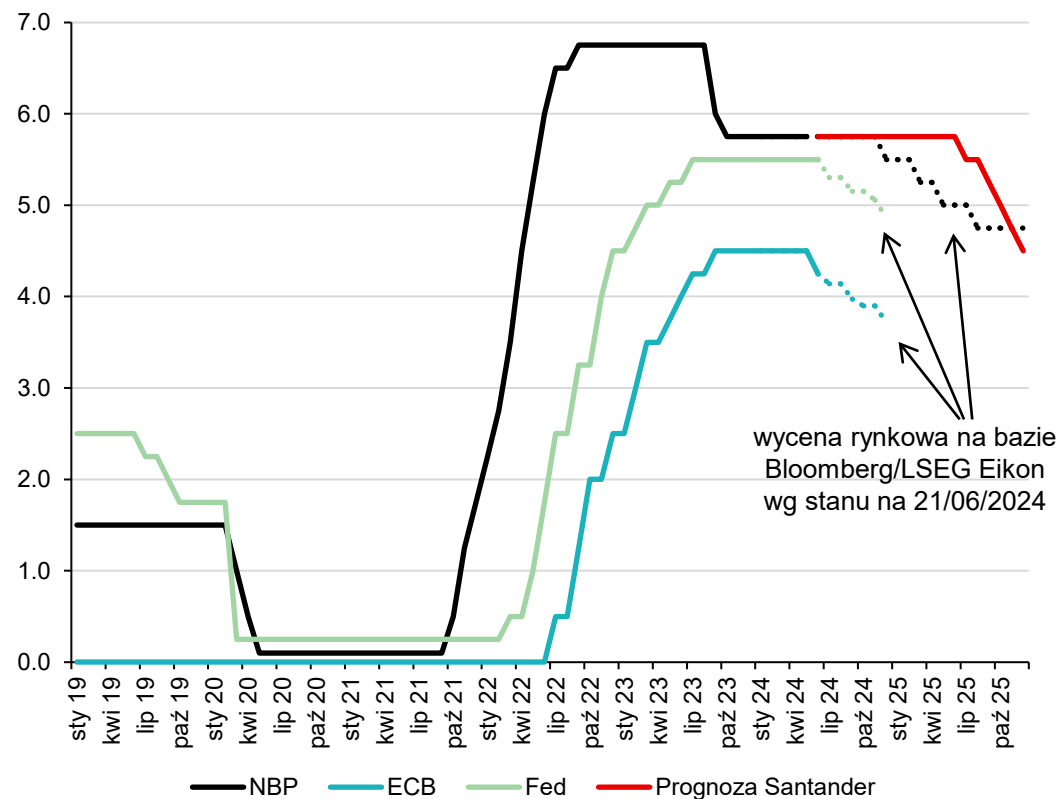
Glapiński twardo zadeklarował, że stopy procentowe nie pójną w dół, jeśli inflacja będzie rosła. To oznacza, że **szanse na obniżki w tym roku są niemal zerowe**, jeśli będzie realizował się powszechnie oczekiwany scenariusz stopniowego wzrostu CPI w II półroczu (wg prognoz NBP inflacja wzrośnie z obecnych 2,5% do nieco powyżej 5% r/r w grudniu, co jest spójne z naszym scenariuszem). Zwrócił też uwagę na dość luźną politykę fiskalną i szybki wzrost płac, który wg niego jest obecnie największym powodem do obaw.

Rozpoczęcie cyklu obniżek stóp przez EBC „nie wywrze znaczącego wpływu” na politykę NBP wg prezesa Glapińskiego.

Prezes NBP zasugerował wręcz **ryzyko podwyżek stóp procentowych** – gdyby inflacja CPI w przyszłym roku dalej rosła lub nie obniżała się. Glapiński wskazał też **warunek dla obniżek stóp – jest to trwały spadek inflacji do celu** – widoczny w danych lub w prognozach na najbliższy okres. Naszym zdaniem warunek ten zostanie spełniony dopiero w połowie przyszłego roku.

Ostatecznie, wypowiedzi prezesa NBP pozostawiają nadal otwarte drzwi do wszystkich scenariuszy. Wg nas scenariuszem bazowym pozostaje stabilizacja stóp procentowych przynajmniej do połowy 2025 i potem stopniowe obniżki wraz z opadającą stopą inflacji.

Główne stopy procentowe banków centralnych, %



Źródło: Bloomberg, LSEG Eikon, Santander



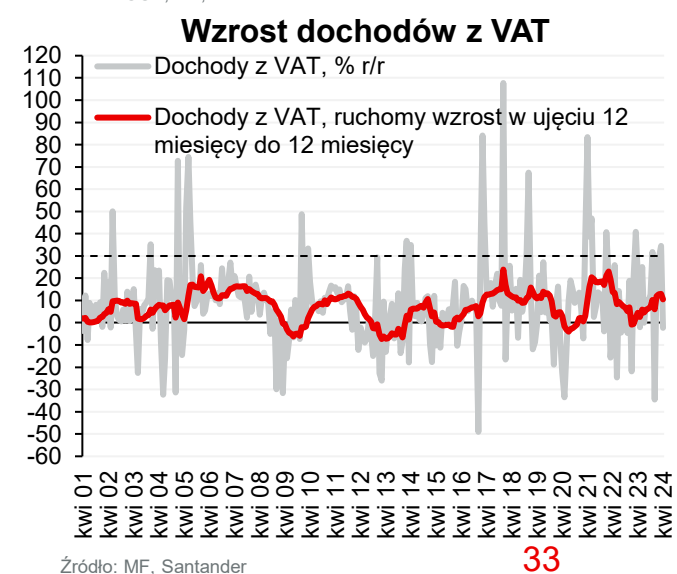
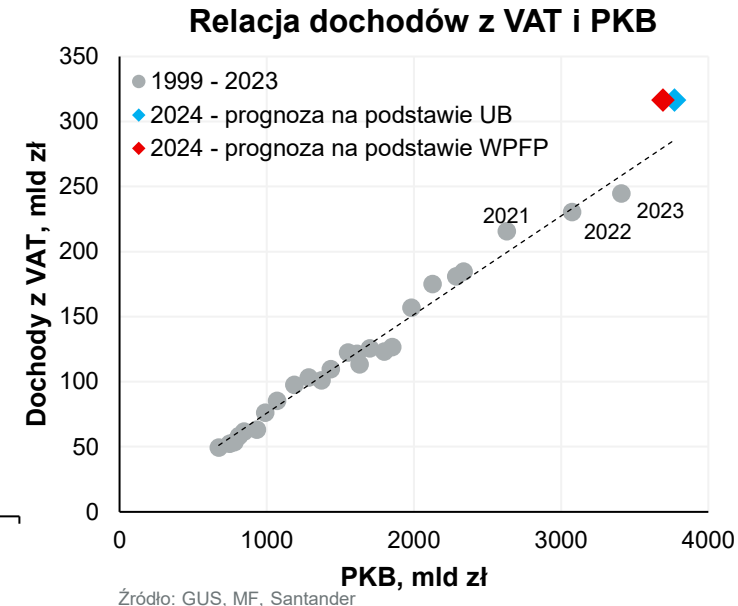
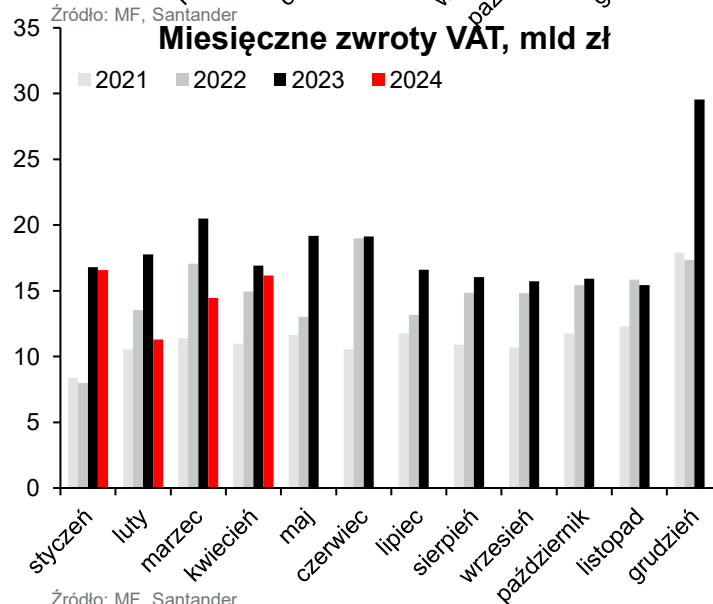
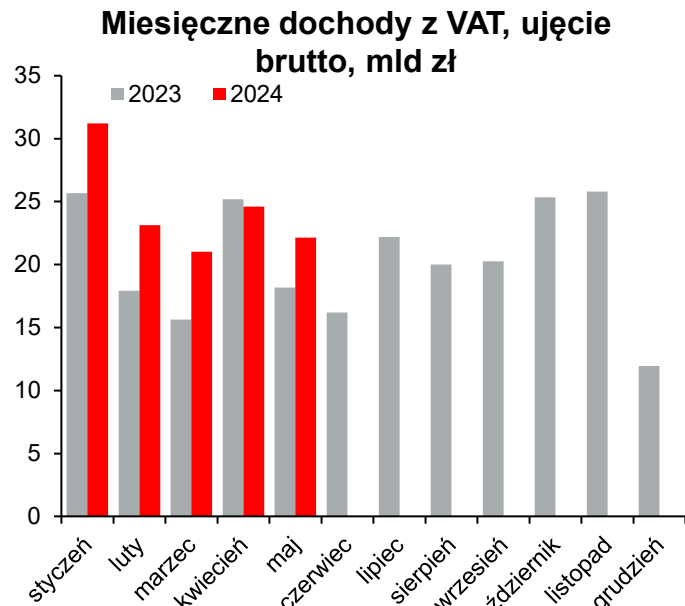


# Polityka fiskalna: mniejsze wpływy

Od czasu publikacji ostatniego raportu kwartalnego **głównym zagrożeniem dla realizacji deficytu GG na założonym przez rząd poziomie 5,1% PKB** pozostają **dochody z VAT**, które zgodnie z planem przyjętym w ustawie budżetowej powinny wzrosnąć o około 30% r/r. Choć w I kw. roku ich napływ w ujęciu netto był o około 27% wyższy niż w I kw. 2023 r., to pozostałe dane fiskalne sugerują, że wynikało to z dokonania znacznych zwrotów podatku VAT w grudniu ub.r. Dochody z VAT w ujęciu brutto (po dodaniu kwoty zwrotów) wzrosły na koniec I kw. jedynie o około 3% r/r.

Obawy o realizację dochodów z VAT może wzbudzać także fakt, że przynajmniej w ciągu ostatnich dwudziestu lat skala ich wzrostu ani razu nie osiągnęła tak wysokiego poziomu, jakiego aktualnie oczekuje rząd. Co więcej, strukturalna relacja między dochodami z VAT a wielkością ich bazy podatkowej również nie sugeruje, aby bieżący rok mógł być pierwszym, w którym taki wzrost nastąpi. Aby przy poziomie aktywności gospodarczej założonym w Ustawie Budżetowej lub Wieloletnim Planie Finansowym Państwa doszło do wzrostu dochodów z VAT o około 30%, musiałoby mieć miejsce znaczne odchylenie od obserwowanych dotychczas zależności. Wreszcie, warto zwrócić uwagę, że wzrostowi nie sprzyja także luka VAT, która według szacunków MF wzrosła z 7,3% w 2022 r. do 15,8% w 2023 r.

W efekcie, dalej uważamy, że **poziom dochodów z VAT w 2024 r. może być o około 25-30 mld zł niższy, niż przewiduje ustawa budżetowa.**





# Polityka fiskalna: większe wydatki

Dodatkowym obciążeniem dla finansów publicznych będą nowe pozycje po stronie wydatkowej, spośród których szczególną uwagę zwracają działania osłonowe związane z cenami energii.

Zgodnie z OSR ich łączny wpływ na sektor finansów publicznych przekroczy 6 mld zł, z czego ponad 5 mld zł (ok. 0,14% PKB) zostanie pokryte poprzez zwiększenie kwoty maksymalnego limitu wydatków Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 na 2024 r., co stanowi kolejne źródło ryzyka dla realizacji deficytu GG na zamierzonym przez rząd poziomie.

Warto zwrócić uwagę, że zwiększenie wydatków Funduszu prawdopodobnie nie zostało uwzględnione w opublikowanym 30 kwietnia Wieloletnim Planie Finansowym Państwa na lata 2024-2027. W dokumencie wskazano jedynie, że w przedstawionej w nim prognozie wzięto pod uwagę wpływ przedłużenia działań osłonowych do końca czerwca.

Zgodnie z założeniami przyjętymi w WPFPP deficyt GG wyniesie w 2024 r. 5,1% PKB, a następnie będzie redukowany o średnio 0,5 pkt proc. PKB rocznie. Mimo to, prognoza wskazuje, że dług GG przekroczy 60% PKB w 2026 r., głównie za sprawą wydatków na obronność.

Stanowi to różnicę względem przedstawionej pół roku wcześniej Strategii Zarządzania Długiem Finansów Publicznych, która nie przewidywała wzrostu długu GG ponad 60% PKB, mimo że zakładała gwałtowne zwiększanie zadłużenia Funduszu Wspierania Sił Zbrojnych (z 9,9 mld zł w 2022 r. do 314,6 mld zł w 2027 r.).

Niemniej, oczekiwana przez rząd skala wzrostu poziomu długu z dużym prawdopodobieństwem ulegnie zmianie. WPFPP nie uwzględnia referencyjnych trajektorii wydatków GG, które prawdopodobnie zostaną przekazane Polsce przez Komisję Europejską w ciągu kilku tygodni, ani dodatkowych działań konsolidacyjnych, które mają zostać ogłoszone przez rząd na jesieni, m.in. w związku z koniecznością przedstawienia KE nowego średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego.

**Aktualnie nasze prognozy wskazują, że deficyt GG w 2024 r. może wynieść 5,5% PKB. Nie spodziewamy się jednak, aby w najbliższych latach dług GG przekroczył 60% PKB.**

## Szacunkowy koszt nowych pozycji wydatkowych, mld zł

Pozycja wydatkowa	w 2024 r. w 2025 r.	
<b>Działania osłonowe związane z cenami energii</b>		
- większe wydatki z FPC19	5,2	1,4
- dotacje z budżetu państwa	1,3	0,3
<b>Tzw. wakacje składkowe</b>		
- dotacje z budżetu państwa	1,5	1,6
- mniejsze wpływy do FP i FS	0,1	0,1
<b>Zwiększony zasiłek pogrzebowy</b>		
- większe wydatki z FUS, KRUS, FP, FS	0,8	1,9
- większe wydatki z budżetu państwa	0,1	0,2
<b>Tzw. wakacje kredytowe</b>		
- mniejsze wpływy z CIT	0,6	-
<b>Mieszkanie #naStart</b>		
- większe wpłaty z budżetu państwa do RFM	0,4	1,7
<b>Razem</b>	<b>10,0</b>	<b>7,2</b>

Źródło: Opracowanie Santander na podstawie Ocen Skutków Regulacji

## Rządowe projekcje trajektorii długu GG, % PKB

Dług GG wg	2024	2025	2026	2027
Strategii Zarządzania Długiem w latach 2024-2027	53,9	55,1	58,3	58,7
WPFPP na lata 2024-2027	53,4	57,3	60,5	61,3

Źródło: MF, Santander

# Polska zagrożona EDP

Komisja Europejska zamierza zaproponować otwarcie procedury nadmiernego deficytu (EDP) dla Polski, Belgii, Francji, Włoch, Węgier, Malty i Słowacji. Decyzja nie jest zaskoczeniem, ponieważ Polska ma deficyt fiskalny znacznie przekraczający referencyjny poziom 3% PKB: KE przewiduje, że deficyt GG wyniesie 5,4% PKB w 2024 r. i 4,6% w 2025 r., czyli nieco powyżej ostatnich prognoz rządu na poziomie odpowiednio 5,1% i 4,4% (i blisko naszych szacunków).

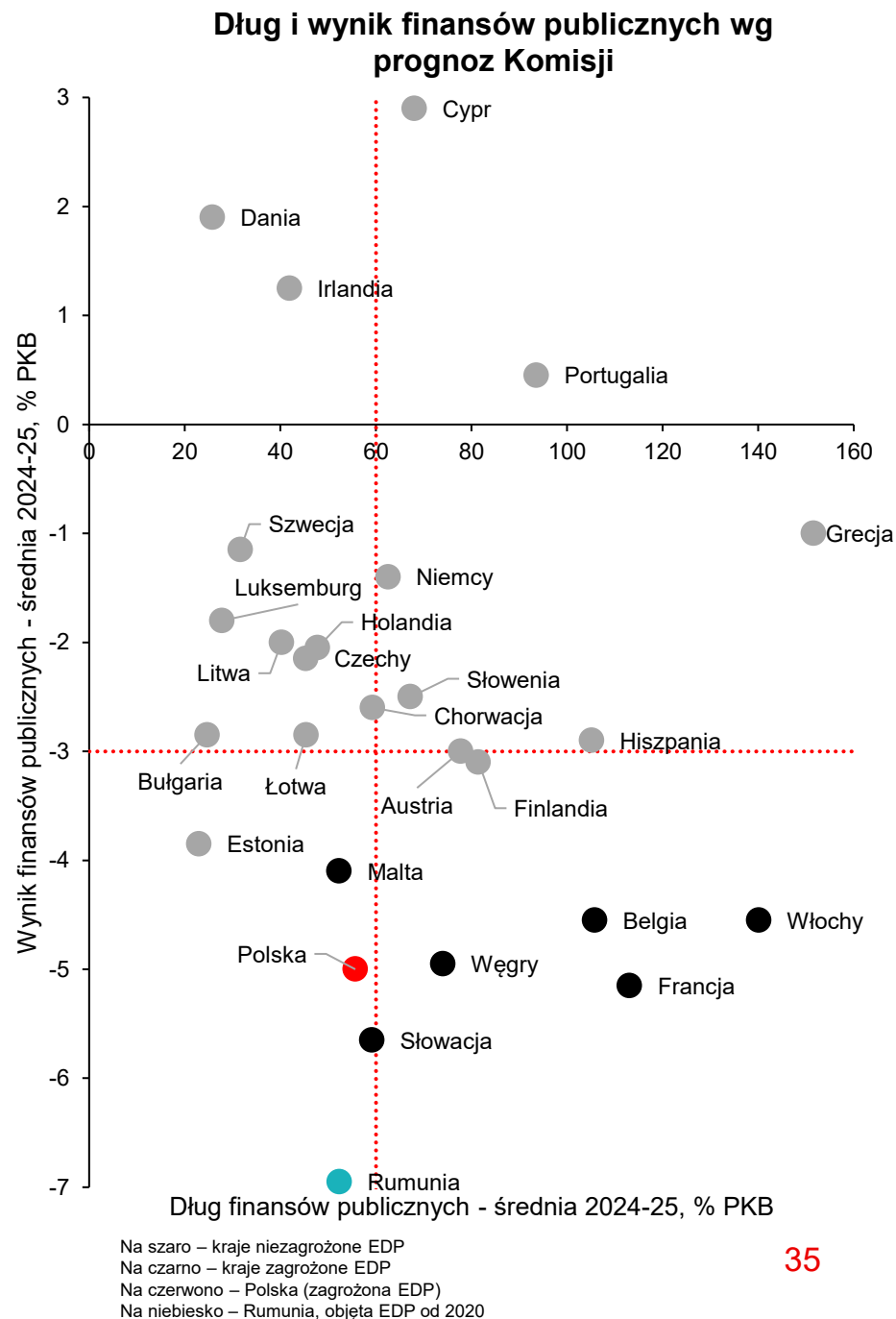
Polska znajduje się w grupie 5 krajów, dla których "istotne czynniki" mogą być brane pod uwagę w kolejnych krokach w kierunku procedury. Te specyficzne dla Polski czynniki obejmują: duży wzrost wydatków na obronę narodową (do 4,1% PKB w 2028 r.), wydatki na wzmocnienie zewnętrznej granicy UE (0,3% PKB), nadzwyczajne wsparcie dla rolników (0,4% PKB), wzmocnienie krajowych ram budżetowych i planowane ustanowienie niezależnej Rady Fiskalnej.

Z drugiej strony, ocena KE bieżącej polityki fiskalnej Polski i jej średnioterminowej zdolności do obsługi zadłużenia jest dość surowa: raport wskazuje, że polityka fiskalna w 2024 r. będzie prawdopodobnie bardziej ekspansywna, co nie jest zgodne z wcześniejszymi zaleceniami Komisji (m.in. ze względu na przedłużenie środków wsparcia energetycznego), a 10-letnie prognozy sugerują, że wskaźnik zadłużenia będzie stale rósł do około 85% PKB w 2035 r.

Rekomendacja KE była powszechnie oczekiwana i nie stanowi przełomu dla rynku. Zaleceń KE dotyczących dostosowania fiskalnego w Polsce jeszcze nie znamy. Naszym zdaniem sugerowane tempo dostosowań nie powinno być zbyt gwałtowne (raczej poniżej 1% PKB rocznie), ponieważ prawdopodobnie uwzględni czynniki specyficzne dla kraju (np. wysokie wydatki na obronność). Ostateczne decyzje w tej kwestii mogą zapaść dopiero późną jesienią.

## Prognozy salda finansów publicznych (GG), % PKB

	2024	2025	2026	2027
Komisja Europejska	-5,4	-4,6	-	-
WFPF na lata 2024-2027	-5,1	-4,4	-3,8	-3,3



# Rynek finansowy

5

# Stabilna sytuacja na rynku swap

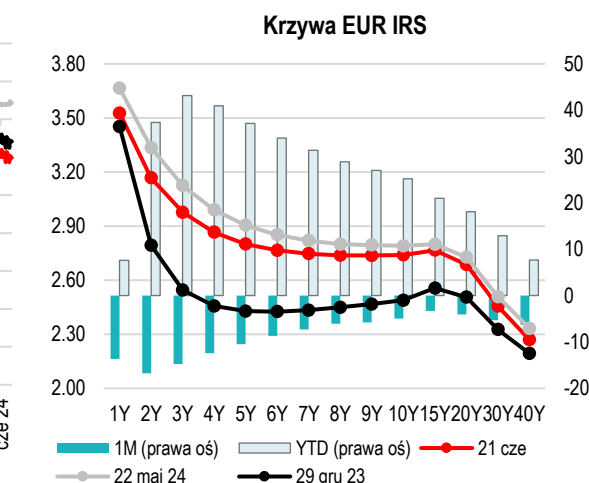
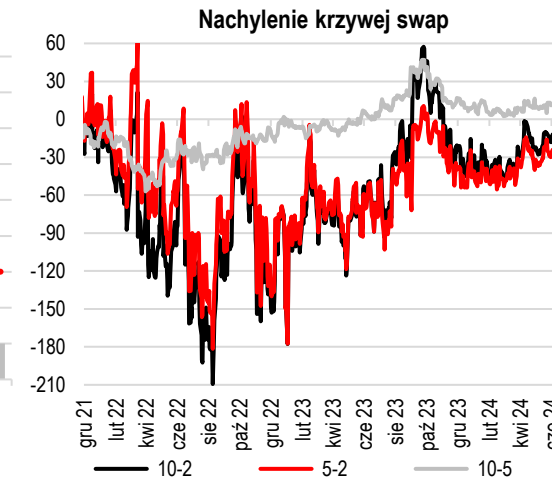
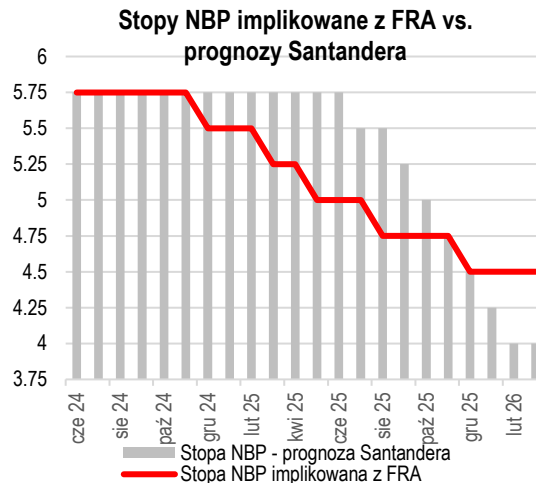
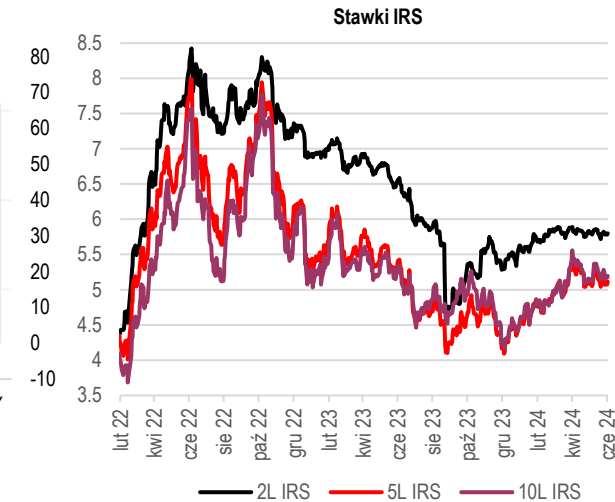
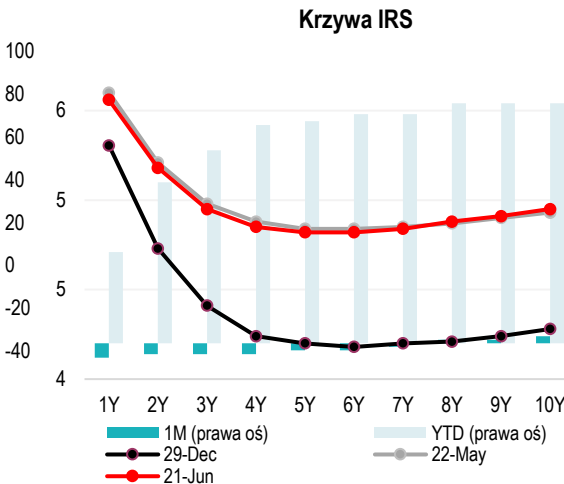
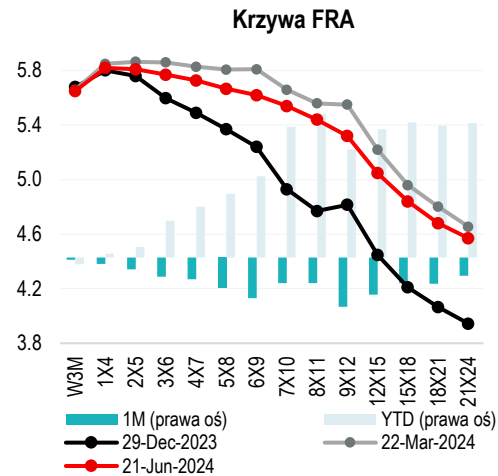


W ostatnim kwartale rynek wciąż zmniejszał skalę oczekiwanych obniżek stóp NBP, podobnie jak na rynkach bazowych (max. 2 obniżki wyceniane dla EBC i Fed wobec ok. 4 w marcu). W ostatnim miesiącu krzywa IRS pozostała względnie stabilna przy lekkim spadku stóp na rynkach bazowych.

Krajowa krzywa IRS pozostała odwrócona, ale nachylenie wzrosło marginalnie głównie za sprawą wzrostu stóp długoterminowych powiększając skalę wystromienia od początku roku do ok. 20 pb, bardziej niż dla EUR, USD i krzywych regionalnych.

Stawki FRA nie wyceniają już zmian stóp w tym roku, ale dyskontują 1 pkt proc. obniżek w przyszłym roku, w szybszym tempie niż wskazują nasze założenia (pierwszy ruch najwcześniej w połowie roku). Choć przestrzeni do ruchu stóp swap w górę nie ma dużo, to jednocześnie ich spadek może się opóźnić wobec dosyć odległego momentu rozpoczęcia cyklu obniżek stóp.

Na niespodzianki inflacji w górę być może trzeba będzie jeszcze poczekać, ale główny wskaźnik inflacji będzie się piąt stopniowo w górę, a konsumpcja już pokazała pazur. Wobec tego podtrzymujemy założenia o braku istotnej zmiany nachylenia krzywej swap do końca roku, kiedy moment pierwszej obniżki stóp będzie coraz bliżej.



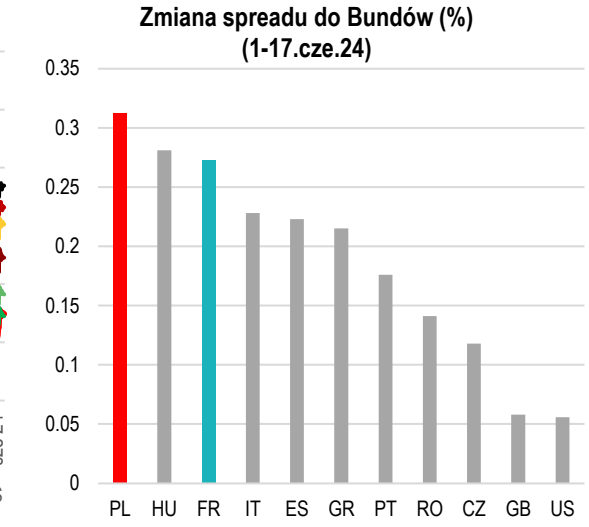
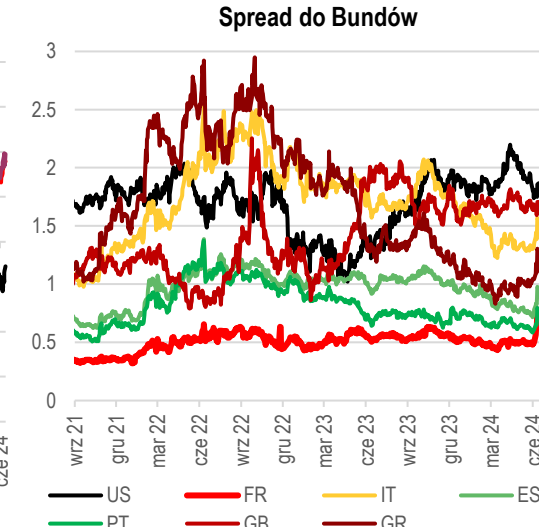
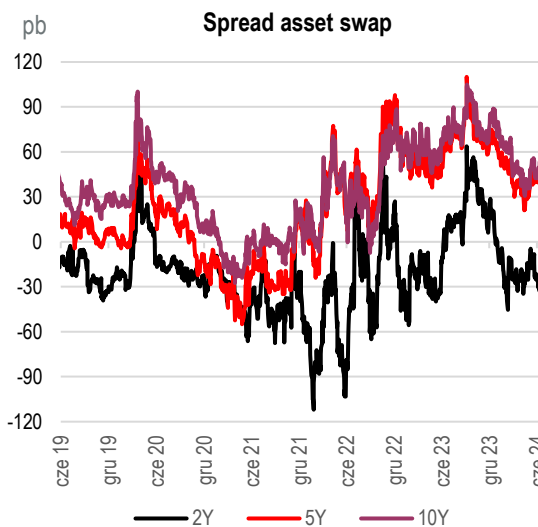
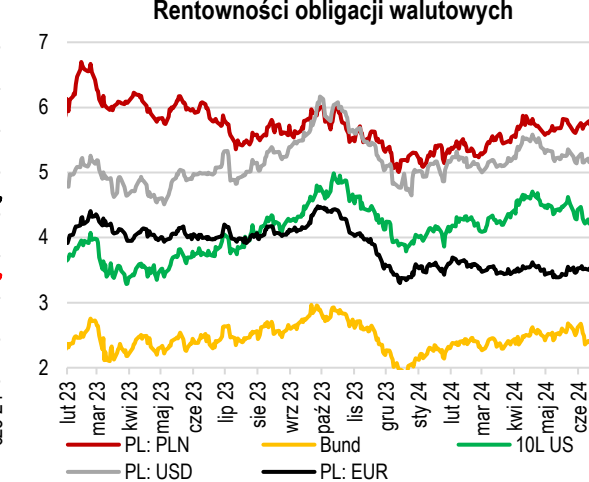
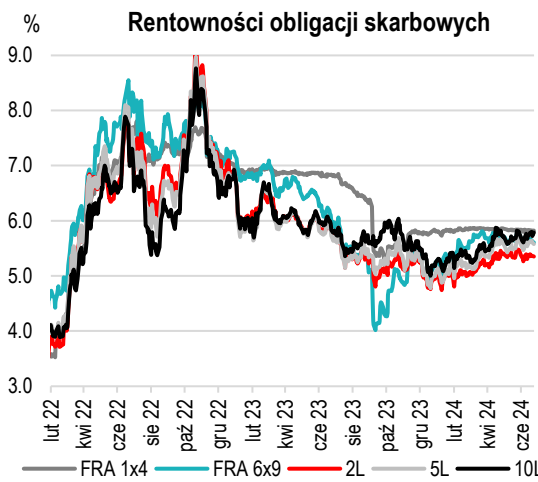
# Spready do Bundów rosną nieznacznie



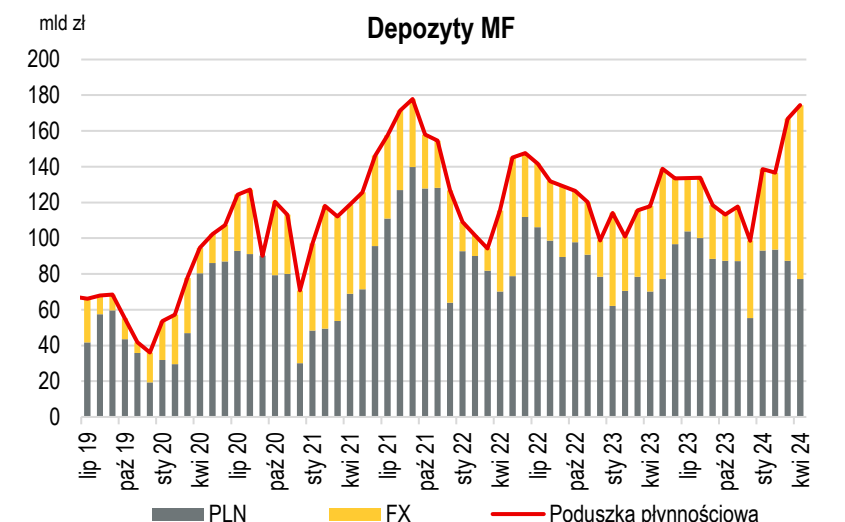
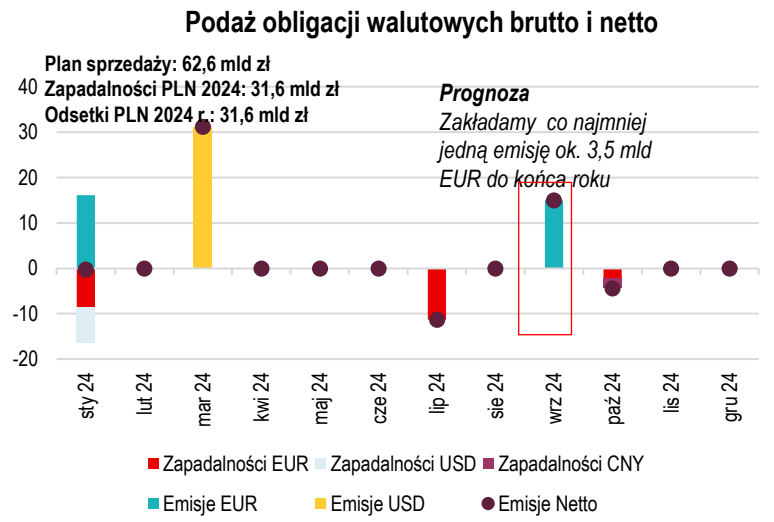
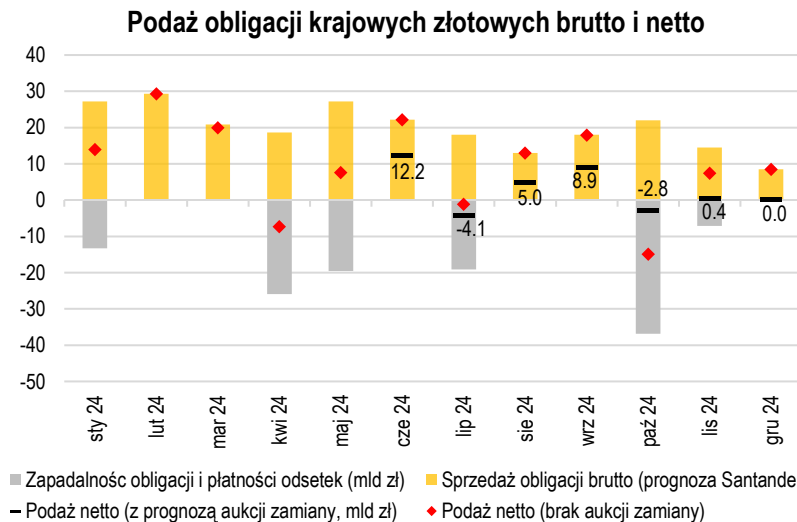
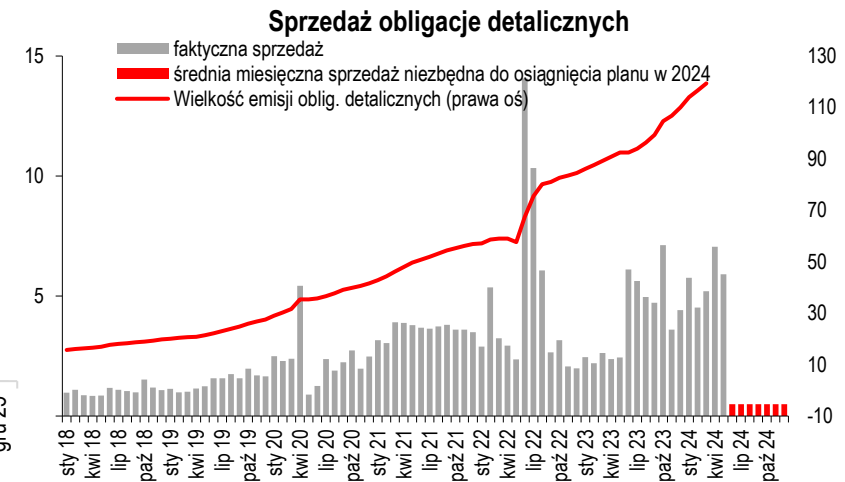
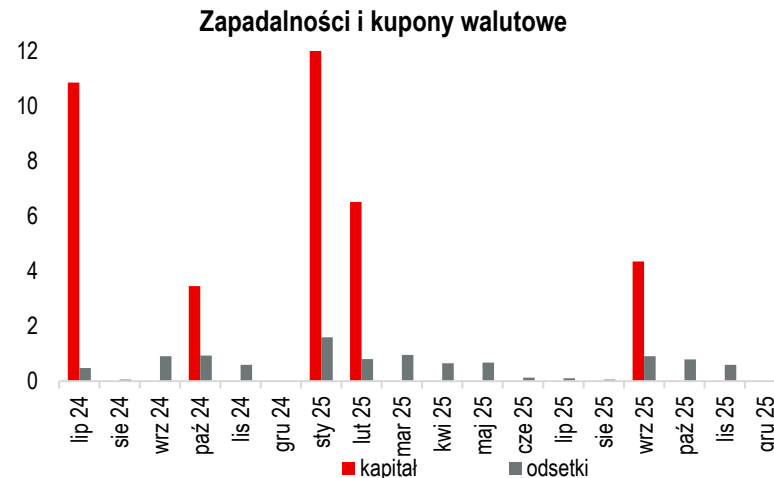
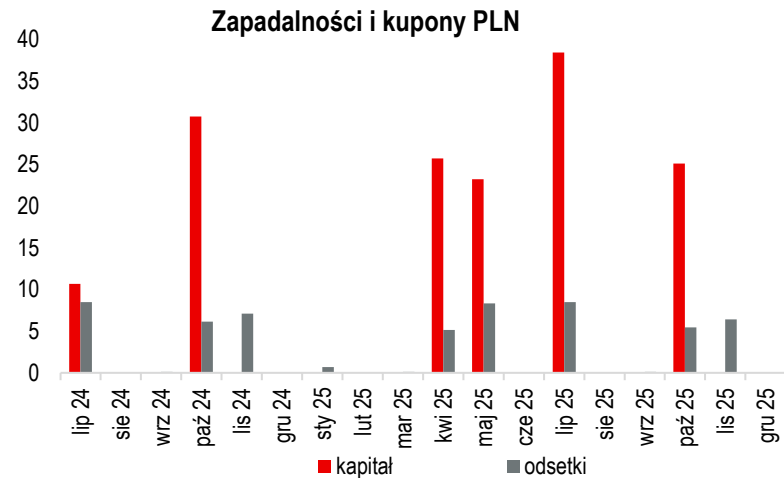
Krzywa obligacji wystromiła się bardziej niż swap o ok. 22pb na odcinku 2-5L. Nachylenie jest dodatnie, w przypadku 2-10L na poziomie 53 pb w związku z poziomami asset swap. Spready kredytowe asset swap wzrosły w ostatnim miesiącu i kwartale o ok. 5-10 pb na tenorach 5-10L. Z kolei na krótkim końcu spadek nastąpił głównie w ostatnim miesiącu o ok. 10pb, co może świadczyć o odbudowie popytu banków w maju (być może ulokowały środki z zapadających WZ0524 w papiery o stałym kuponie).

Wobec tego, że nie przewidujemy istotnych zmian stawek swap w najbliższym czasie, zakładamy, że to głównie ruch na obligacjach będzie wpływał na poziom spreadów kredytowych. Wobec wysokich zapadalności i płatności odsetkowych w lipcu możliwa jest ujemna emisja netto (przy dosyć solidnym wykonaniu budżetu) i zawężenie spreadów. Jednak zanim to nastąpi mamy po drodze wybory parlamentarne we Francji, które mogą przejściowo utrzymywać niższy apetyt na ryzyko.

Sądzymy, że premia za ryzyko polityczne z Francji i z USA może negatywnie przekładać się na nastroje inwestorów i może podtrzymywać spready kredytowe na względnie wyższych poziomach. Z drugiej strony jest też szansa na mniejsze emisje obligacji stałokuponowych wobec większej sprzedaży obligacji detalicznych i podaży nowych obligacji indeksowanych CPI (IZ0636).



# Wysokie emisje detaliczne, niższe emisje hurtowe?



# Brak lokalnych funduszy i zagranicy na krajowych SPW

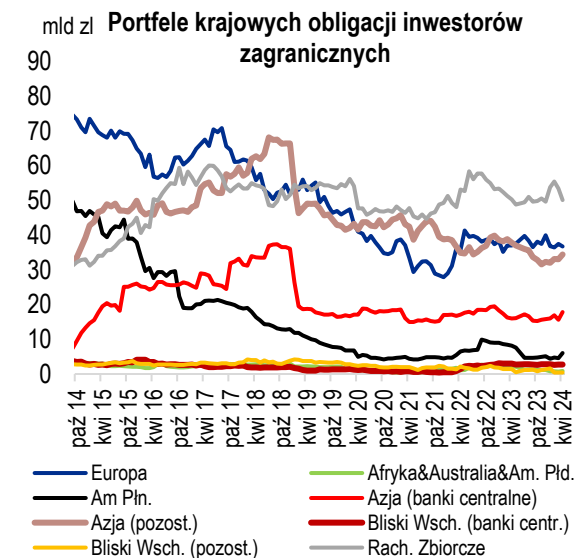
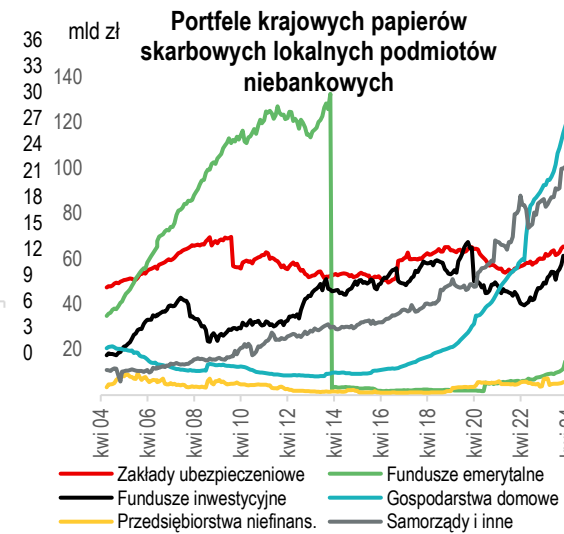
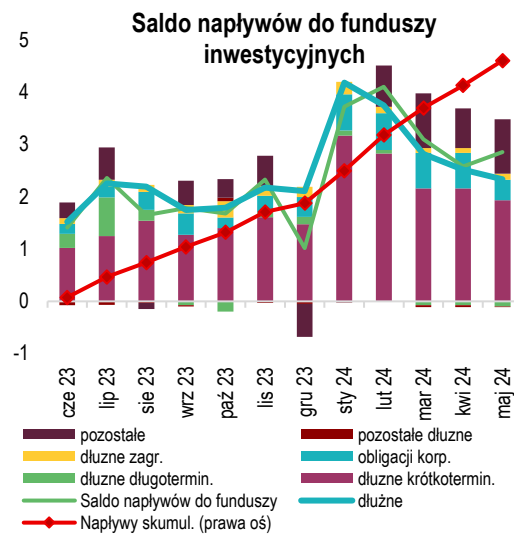


W kwietniu dług skarbowy obniżył się wobec znacznych zapadalności i nieco mniejszych emisji przy spadku zaangażowania banków i funduszy inwestycyjnych i przy dalszym wzroście zakupów ze strony gospodarstw domowych. W maju emisja długu skarbowego była już dodatnia.

Zakładamy, że krajowe banki pozostaną głównym nabywcą krajowych obligacji. Wobec utrzymujących się wyjątkowo wysokich napływów do krajowych funduszy inwestycyjnych spadek ich portfeli krajowych obligacji skarbowych netto od początku roku nieco zaskakuje. Być może krajowe fundusze w większym stopniu inwestują w obligacje korporacyjne i dług walutowy. Skala napływów jest na tyle duża, ok. 16,4 mld zł od początku roku, że zakładamy, że gdy zbliży się moment pierwszej obniżki stóp, krajowe fundusze zaczną zwiększać ekspozycję na krajowy dług.

Ministerstwo Finansów obniżyło oprocentowanie 3-letnich obligacji detalicznych, ale jedynie o 0,2 pkt proc do 6,4%, co powinno utrzymać popyt na podwyższonym poziomie. Sądzymy, że emisje długu detalicznego mogą być nawet 30 mld zł większe niż w planie, co może obniżyć emisje krajowe lub walutowe.

Wśród inwestorów zagranicznych wciąż brak wyraźnego wzrostu zaangażowania. To może zmienić się pod koniec roku, gdy przybliżą się perspektywa obniżek stóp, spread basis swap się jeszcze zawęzi i perspektywa osłabiającego się dolara będzie bardziej widoczna. Z drugiej strony warto pamiętać, że w wielu krajach zarówno stopy nominalne i realne pozostają wyższe, a cykl obniżek stóp będzie szybszy.



Zakupy krajowych SPW (prognoza Santander na 2024 r.)

	Banki	NBP	Inwestorzy zagraniczni	Fundusze inwestycyjne	Ubezpieczyciele	Gosp. domowe	Sektor rząd. i samorz.	Inni	Ogółem
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	66.9	58.5	-23.6	-18.8	-7.0	13.4	12.6	5.2	107.3
2021	-10.4	28.4	-9.2	-3.3	-1.6	14.4	20.3	-0.1	38.6
2022	-11.7	-8.7	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	9.5	0.1	0.0	4.0	0.8	3.4	0.1	1.1	19.1
II 2024	14.6	0.1	1.3	-0.6	-0.4	2.8	0.7	3.2	21.6
III 2024	18.2	0.1	-1.3	-1.0	-0.3	2.7	0.3	0.3	19.1
IV 2024	-2.4	-0.4	-1.1	-1.6	-0.4	1.6	0.3	0.5	-3.3
YTD 2024	40.0	-0.1	-1.1	0.8	-0.3	10.6	1.4	5.1	56.4
2024P	105.0	-4.5	10.0	10.8	5.0	14.5	5.0	3.0	148.8



# Wzrost zmienności nie sprzyja walucie



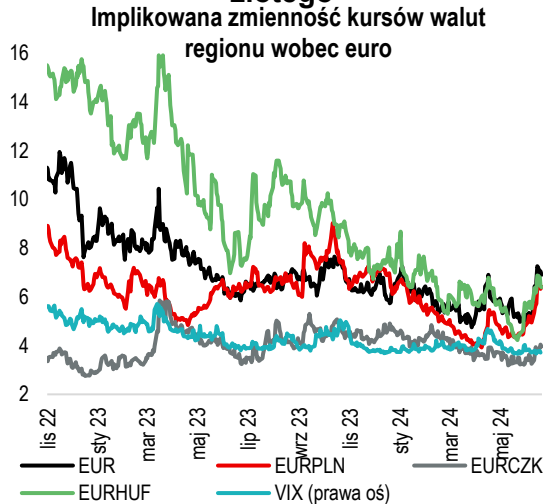
Złoty wyraźnie osłabił się w ostatnim miesiącu wobec głównych walut i był najsłabszą walutą regionu. To mogło wynikać z wysokiego spozycjonowania. W takiej sytuacji mało istotny powód wystarczył do korekty. Osłabienie złotego to m.in. pokłosie umocnienia dolara na rynkach międzynarodowych i pośrednio awersji do ryzyka wobec niepewnej sytuacji politycznej we Francji czy efekt wyborów w innych krajach rozwijających się. Nieco słabsze były też dane o obrotach bieżących Korelacja EURPLN z dolarem wzrosła do najwyższego poziomu od początku roku.

Od początku 2024 r. kurs złotego niemal się nie zmienił wobec głównych walut.

W krótkim terminie złoty może pozostać na słabszych poziomach pod wpływem zmienności. Ta może się utrzymać na podwyższonym poziomie w obliczu niepewności politycznej w Europie związanej z zbliżającymi się wyborami we Francji (30.06 i 7.07). W sierpniu rynek może już skupić uwagę na wyborach w USA, które mogą dostarczyć równie dużo zmienności dla rynków.

Zakładamy, że wobec wciąż słabych wyników eksportu Ministerstwu Finansów nie będzie zależać na znacznej wymianie rekordowych środków walutowych (ponad 20 mld EUR na rachunkach MF po maju) na rynku.

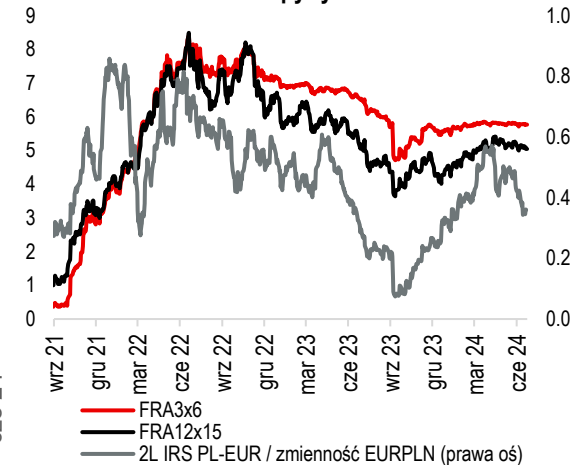
## Wzrost zmienności niekorzystny dla złotego



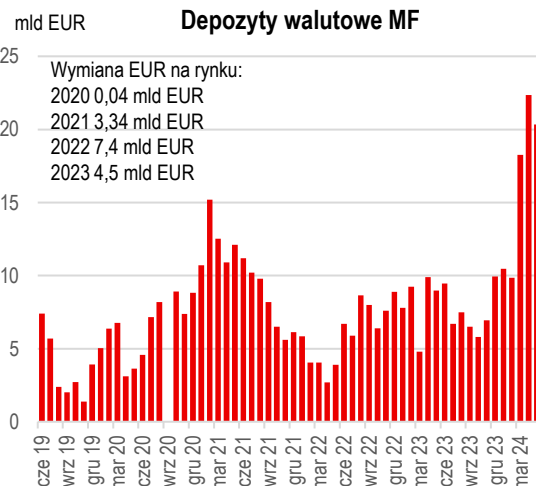
## Wrażliwość złotego na ryzyko polityczne może pozostać podwyższona



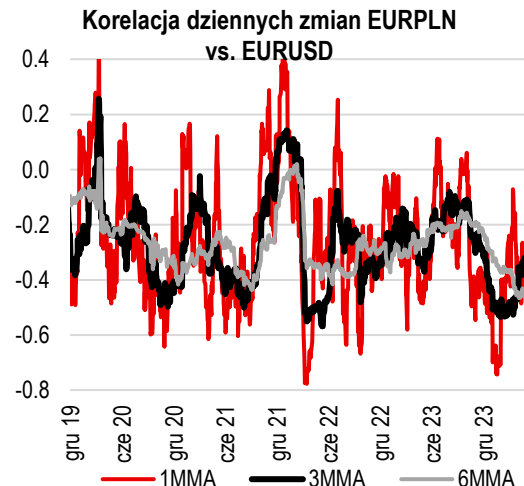
## Dysparytet stóp wobec strefy euro stabilny w pobliżu 220 pb



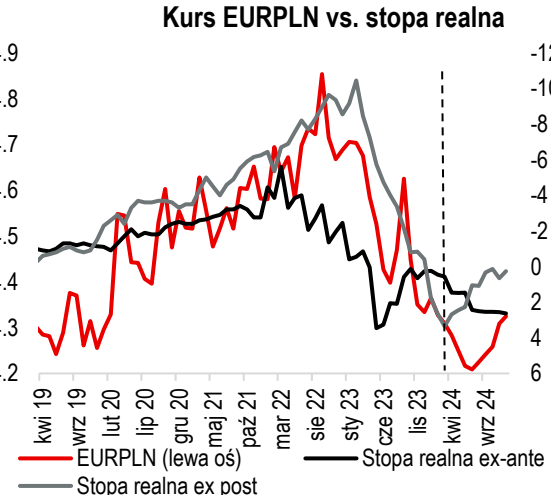
## Napływ środków walutowych na rachunki MF będzie rekordowy



## W ostatnim czasie wrażliwość PLN i HUF na zmiany \$ wyraźnie wzrosła



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



# Szanse na znaczną aprecjację nieco mniejsze?



W dalszej części roku prawdopodobne jest też stopniowe pogorszenie salda handlowego i obrotów bieżących.

Marszałek Sejmu skierował wstępny wniosek o Trybunał Stanu dla prezesa NBP do komisji odpowiedzialności konstytucyjnej. Sprawa będzie najprawdopodobniej rozpatrywana za zamkniętymi drzwiami przez 6-12 miesięcy. Podtrzymujemy założenie, że w dłuższej perspektywie wskaźniki jakości instytucjonalnej w Polsce poprawią się, co będzie korzystne dla krajowych aktywów.

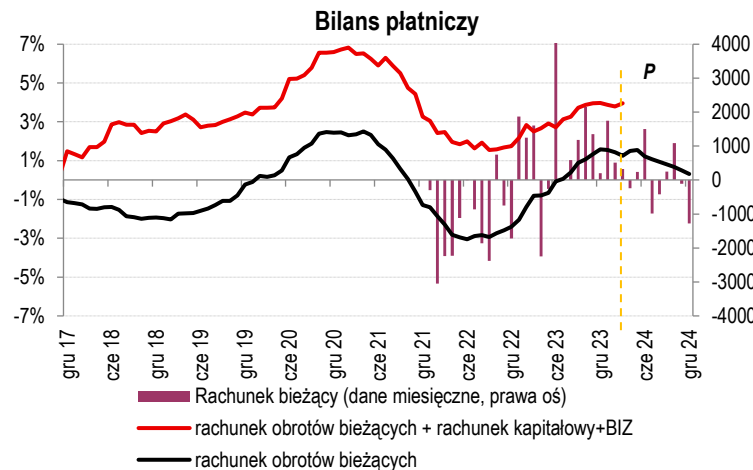
Spodziewamy się, że stawki basis swap pozostaną relatywnie niskie, szczególnie na krótkim końcu, co pozwoli na tańsze zaciąganie krótkoterminowych pożyczek i sprzedaż złoto w okresach wyższej zmienności, ale także ułatwi inwestorom zagranicznym wejście na krajowy rynek obligacji.

W dłuższym terminie wsparciem dla złoto będzie słabszy dolar i potencjalnie wyższe zakupy obligacji złotych przez inwestorów zagranicznych.

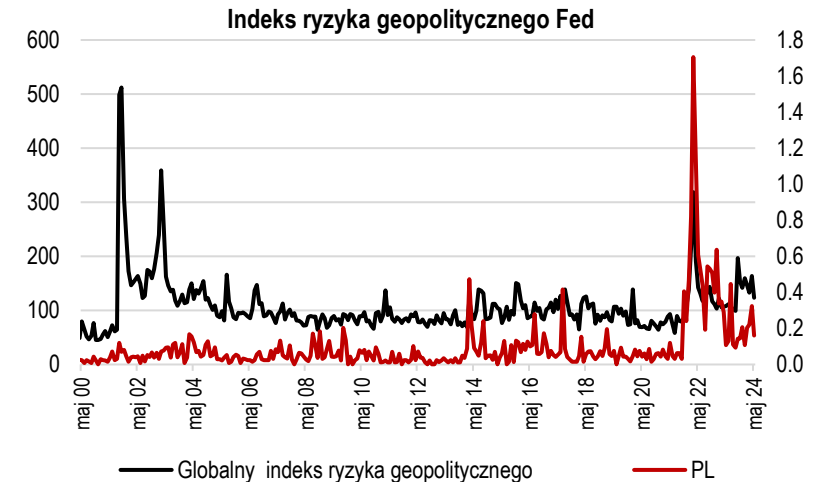
Szybsze luzowanie przez EBC niż przez NBP (zakładamy pierwsze cięcie w połowie 2025 r. wobec redukcji stóp EBC do tego czasu nawet do 150pb) powinno być pozytywne dla złoto.

Znacznie mocniejszy złoty mógłby doprowadzić do szybszego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp, ale obecnie prawdopodobieństwo takiego scenariusza wydaje się mniejsze niż jeszcze niedawno.

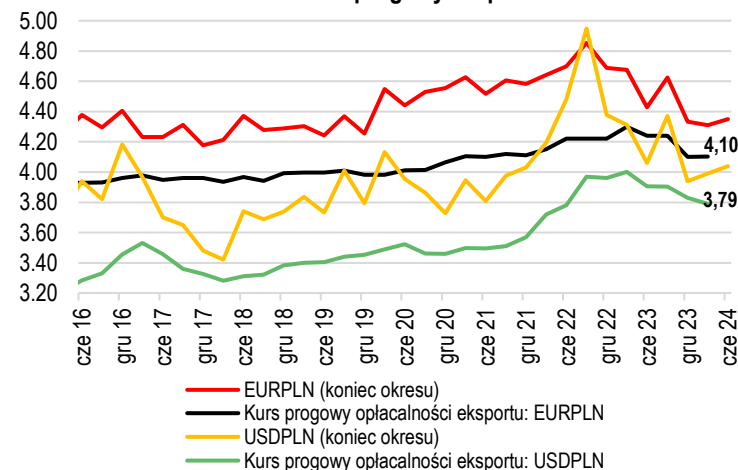
## Oczekujemy nieco słabszego salda obrotów bieżących



## Ryzyko geopolityczne może wzrosnąć pod koniec roku

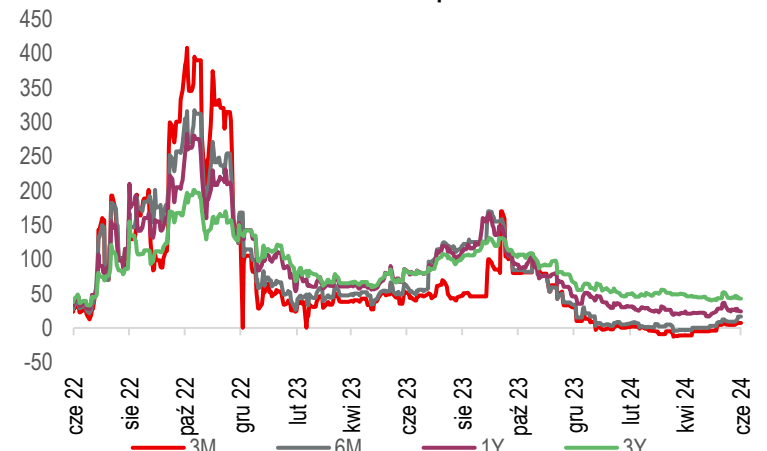


## Spadający kurs opłacalności eksportu daje pole do aprecjacji złoto

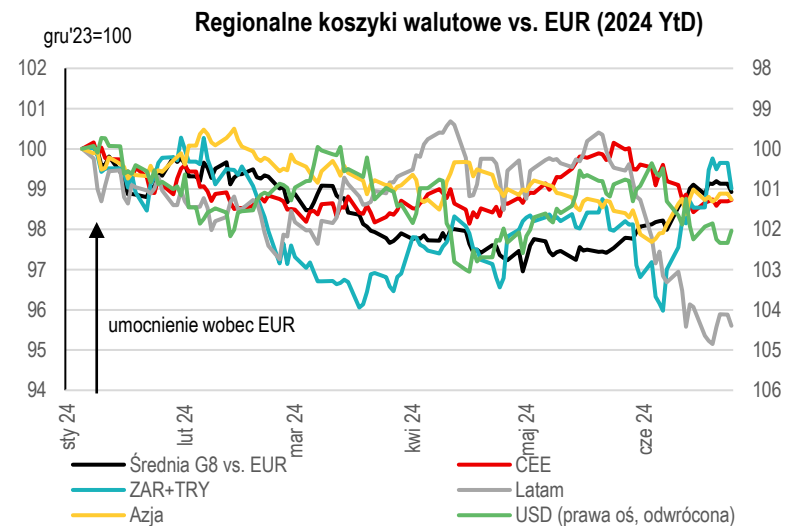
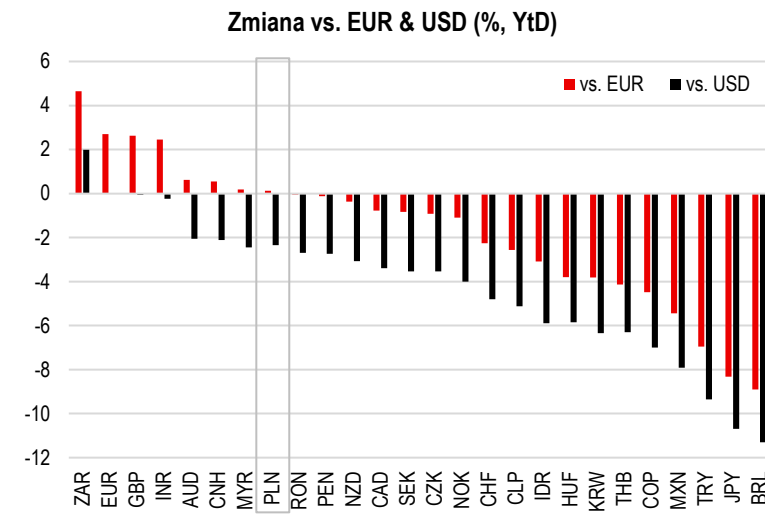
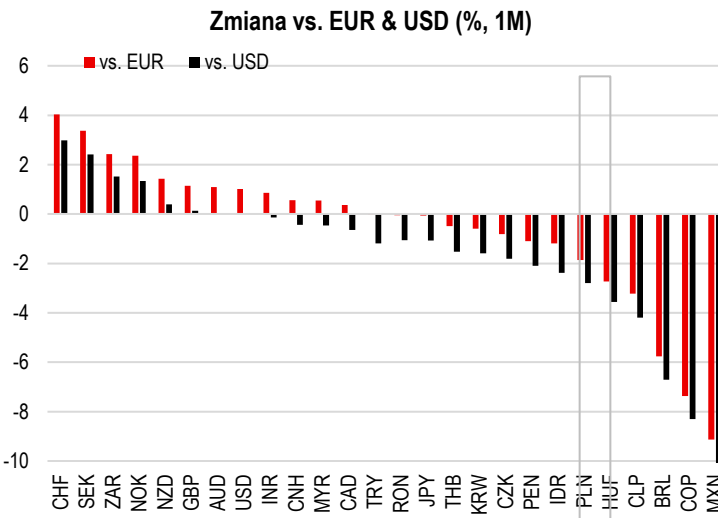
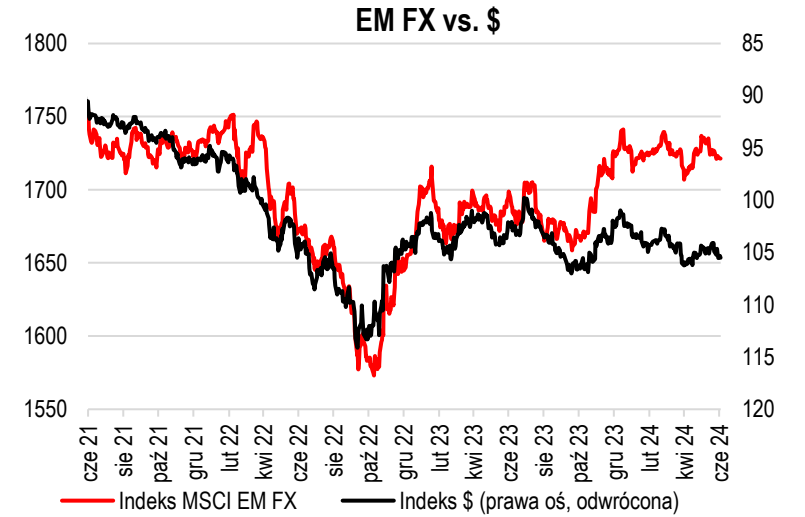
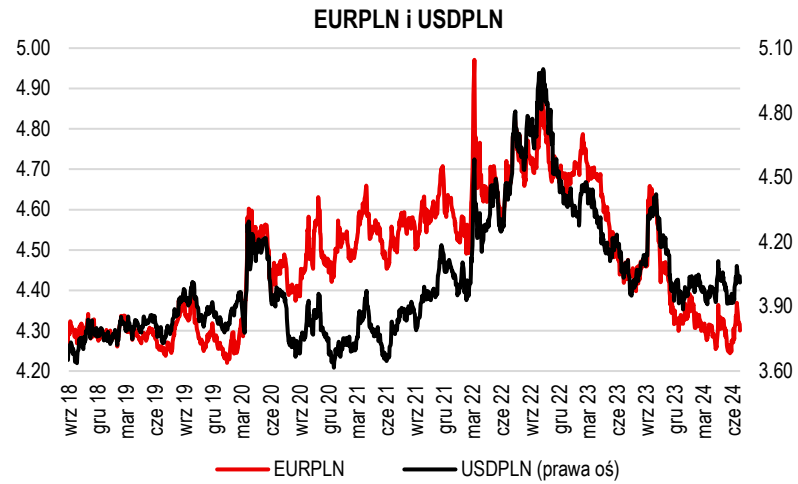
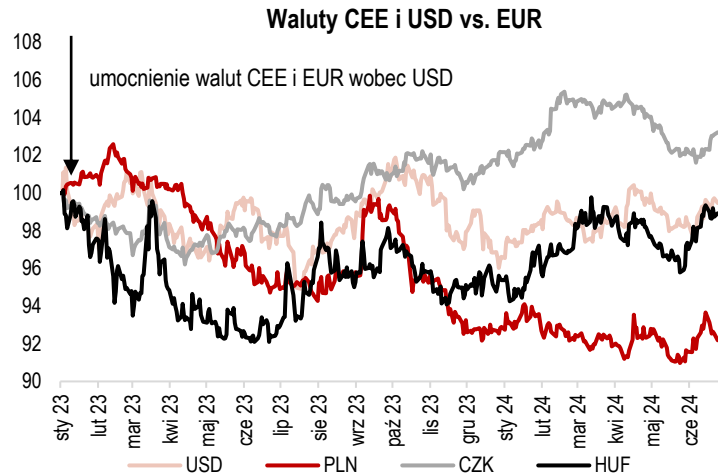


## Niskie basis swapy 1-6M ułatwią sprzedaż złoto przy wzroście zmienności

Stawki basis swap PLN vs. EUR



# Przegląd rynku FX



Prognozy

6

# Prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	mld PLN	3,074.8	3,410.1	3,602.4	3,912.0	833.1	844.6	910.1	1,014.5	906.4	922.3	980.1	1,089.1
PKB	% r/r	5.3	0.2	3.0	3.5	2.0	3.2	3.3	3.5	3.4	3.4	3.6	3.6
Popyt krajowy	% r/r	5.2	-3.2	3.5	4.6	1.7	2.1	4.7	5.0	4.8	5.2	4.5	4.1
Spożycie indywidualne	% r/r	5.2	-0.9	4.2	2.9	4.6	4.0	3.2	5.1	3.5	3.3	2.5	2.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4.9	13.1	2.0	7.1	-1.8	0.5	3.0	4.0	6.0	6.5	7.0	8.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	10.4	-2.1	1.1	5.7	-0.1	1.5	1.8	1.1	2.8	5.7	6.6	7.5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7.7	4.8	0.6	9.4	-8.7	-3.1	3.3	6.1	15.5	14.0	9.9	3.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.5	-3.6	4.8	5.1	5.0	5.1	4.0	5.0	4.2	3.1	4.6	8.0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12.1	12.8	12.2	7.8	14.4	11.7	11.4	11.5	8.6	8.0	7.3	7.2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.0	0.6	-0.1	0.5	-0.2	-0.4	-0.1	0.0	0.5	0.5	0.4	0.4
Stopa bezrobocia*	%	5.2	5.1	4.8	4.7	5.3	4.9	4.8	4.8	5.1	4.7	4.6	4.7
Rachunek bieżący	mln EUR	-15,716	11,771	2,619	-3,409	2,578	1,493	-1,154	-297	217	-512	-2,455	-659
Rachunek bieżący	% PKB	-2.4	1.6	0.3	-0.4	1.2	1.2	0.8	0.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.4
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-3.4	-5.1	-5.5	-4.5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	14.3	11.6	3.6	4.9	2.9	2.5	4.1	4.9	5.7	5.4	4.4	4.2
CPI *	% r/r	16.6	6.2	5.0	4.1	2.0	2.5	4.7	5.0	5.8	5.6	4.4	4.1
Inflacja bazowa	% r/r	9.1	10.2	4.3	3.8	5.4	3.9	3.8	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6

\* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



# Prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Stopa referencyjna NBP *	%	6.75	5.75	5.75	4.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	4.50
WIBOR 3M	%	6.02	6.52	5.86	5.50	5.86	5.86	5.85	5.85	5.85	5.77	5.48	4.89
Rentowność obligacji 2L	%	6.35	5.67	5.08	4.06	5.05	5.28	5.11	4.89	4.49	4.11	3.91	3.74
Rentowność obligacji 5L	%	6.36	5.66	5.40	4.54	5.19	5.55	5.57	5.30	4.95	4.60	4.35	4.25
Rentowność obligacji 10L	%	6.10	5.83	5.60	4.76	5.36	5.69	5.74	5.60	5.25	4.90	4.55	4.33
IRS 2L	%	1.19	6.62	5.63	5.28	6.39	6.18	5.05	4.90	5.22	5.49	5.34	5.05
IRS 5L	%	1.69	5.92	5.01	4.94	5.53	5.37	4.59	4.57	4.70	5.14	5.08	4.85
IRS 10L	%	2.01	5.68	5.10	5.07	5.47	5.34	4.80	4.78	4.77	5.24	5.23	5.04
EUR/PLN	PLN	4.69	4.54	4.30	4.26	4.33	4.30	4.26	4.30	4.25	4.23	4.28	4.30
USD/PLN	PLN	4.46	4.20	3.95	3.69	3.99	4.00	3.92	3.87	3.76	3.67	3.67	3.66
CHF/PLN	PLN	4.67	4.68	4.37	4.02	4.57	4.42	4.31	4.17	4.07	4.00	4.01	4.00
GBP/PLN	PLN	5.31	5.50	5.22	4.97	5.06	5.02	4.90	4.91	4.83	4.77	4.81	4.84

\* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **21.06.2024** r. zostało przygotowane przez:

## DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

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

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

**Piotr Bielski**, dyrektor

691 393 119

**Bartosz Białas**

517 881 807

**Cezary Chrapek, CFA**

887 842 480

**Marcin Luzziński**

510 027 662

**Grzegorz Ogonek**

609 224 857



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

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

# Thank You.

Our purpose is to help people  
and business prosper.

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

**Simple Personal Fair**



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



FTSE4Good