

Powrót na zieloną wyspę

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Świat	s. 7
■ PKB	s. 8
■ Handel	s. 10
■ Przemysł	s. 11
■ Konsumpcja	s. 14
■ Wyniki firm	s. 17
■ Inwestycje	s. 18
■ Fundusze UE	s. 19
■ Kredyt	s. 20
■ Rynek pracy	s. 22
■ Inflacja	s. 29
■ Polityka pieniężna	s. 34
■ Polityka fiskalna	s. 36
■ Rynek długu	s. 40
■ Rynek walutowy	s. 47
■ Tabela z prognozami	s. 51



Podsumowanie (makro)

W sierpniu globalne rynki finansowe przeszły przez krótkotrwałą, acz dość gwałtowną korektę, której źródłem był ponowny wzrost obaw o recesję w USA, wywołany słabszymi danymi z rynku pracy. W naszej ocenie nadal bazowym scenariuszem dla światowej gospodarki jest tzw. soft landing: łagodne i kontrolowane hamowanie w USA, powolne wychodzenie z dołka w strefie euro, strukturalne spowolnienie w Chinach. To powiedziawszy, oceniamy, że negatywne ryzyka dla światowego wzrostu zwiększyły się w ostatnich miesiącach, w szczególności ryzyko recesyjne w gospodarce niemieckiej. Należy się też liczyć z kolejnymi epizodami podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, do której pretekstami mogą być zarówno niespodzianki ekonomiczne, jak i wydarzenia (geo)polityczne.

Pomimo wymagającego otoczenia zewnętrznego, polska gospodarka rozpędza się zgodnie z przewidywanym przez nas od dłuższego czasu scenariuszem. W II kwartale br. Polska zanotowała najszybszy wzrost PKB w całej UE i jako jedyny kraj regionu CEE zaskoczyła wynikiem pozytywnie, wykazując dużą odporność na przeciągającą się dekonunkturę w Niemczech. Było to możliwe dzięki niezłemu wzrostowi konsumpcji (efekt szybkiego wzrostu dochodów gospodarstw domowych) i lepszym od oczekiwań inwestycjom. Podtrzymujemy tezę, że konsumpcja będzie głównym motorem napędowym PKB do końca tego roku, a w kolejnych dwóch latach palmę pierwszeństwa przejmą inwestycje, bardzo mocno stymulowane realizacją projektów finansowanych ze środków UE. Powinno to pozwolić Polsce pozytywnie wyróżniać się na tle innych krajów europejskich pod względem tempa rozwoju, nawet w sytuacji względnej słabości u głównych partnerów handlowych. Utrzymujemy prognozę wzrostu PKB o 3,0% w 2024 i 3,5% w 2025 r. Przeciągająca się słabość koniunktury w strefie euro nadal powstrzymuje nas przed wzrostem optymizmu odnośnie do perspektyw na 2025 r.

Na rynku pracy pojawiają się drobne rysy na szkle, sugerujące osłabienie popytu na pracowników. Wydaje się jednak, że jest to sytuacja przejściowa i wraz z przyspieszeniem wzrostu PKB, a w szczególności inwestycji, zatrudnienie powinno zacząć lekko rosnać w przyszłym roku. Mimo to wzrost wynagrodzeń nie utrzyma się w 2025 r. na obecnym wyjątkowo wysokim poziomie, na co wpłynie m.in. wyraźnie mniejsza skala indeksacji płacy minimalnej i płac w sektorze publicznym.

Efekt wolniejszego wzrostu płac i rosnącej wydajności pracy będzie wyraźne przyhamowanie wzrostu jednostkowych kosztów pracy, które powinny spowolnić do ok. 3% r/r pod koniec 2025 r., z obecnych ok. 7-8% r/r. Ten czynnik będzie z czasem coraz bardziej sprzyjał dezinflacji. Jednak przez najbliższe dwa kwartały inflacja CPI pozostanie wg naszych prognoz na ścieżce wzrostowej, rosnąc do nieco ponad 5% w grudniu br. i osiągając lokalny szczyt blisko 6% r/r w marcu 2025 r.

Warunkiem do rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp procentowych ma być wg prezesa NBP zatrzymanie wzrostu inflacji przynajmniej na 2-3 miesiące i prognozy jednoznacznie wskazujące na jej spadek w przyszłości. W świetle naszych prognoz CPI, to praktycznie przekreśla szanse na pierwszą obniżkę stóp w marcu 2025 r. r. i utwierdza nas w przekonaniu, że łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce najprawdopodobniej rozpocznie się w połowie przyszłego roku. Szanse na wcześniejszą reakcję RPP z pewnością by rosły, gdyby scenariusz wzrostu gospodarczego okazał się z czasem słabszy od oczekiwań.

Przeciwwagą dla wciąż restrykcyjnej polityki pieniężnej jest ekspansywna polityka fiskalna. Wg projektu budżetu na 2025 r. deficyt fiskalny w 2024 r. ma wynieść 5,7% PKB (zamiast planowanego 5,1%), a w 2025 ma się obniżyć tylko nieznacznie, do 5,5% PKB. Wciąż niewykluczona jest nowelizacja budżetu w br. i jej ryzyko w naszej ocenie rośnie w wyniku powodzi na południu kraju. Widzimy też ryzyko, że faktyczne wykonanie deficytu w przyszłym roku po raz kolejny będzie gorsze od prognozy z projektu budżetu, co wynika m.in. z mało konserwatywnych założeń makroekonomicznych i agresywnej prognozy dochodów. Luźna polityka fiskalna po pierwsze powinna być wsparciem dla wzrostu gospodarczego, po drugie nie będzie ułatwiać tamowania inflacji i zachęcać banku centralnego do szybkich obniżek stóp procentowych, po trzecie może rodzić zastrzeżenia agencji ratingowych, które już wcześniej zwracały uwagę na wysoki deficyt i niebezpiecznie szybki przyrost długu. Nie spodziewamy się jednak negatywnych decyzji ratingowych wobec Polski.



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

W ostatnich tygodniach zmienność złotego stopniowo się obniżała, co skutkowało zawężaniem się pasmem wahań kursu EURPLN. Złoty podobnie jak inne waluty regionu uniknął negatywnego wpływu umacniającego się jena, który ten miał na niektóre z walut gospodarek rozwijających się i który częściowo równoważył osłabiający się dolar. Ministerstwo Finansów zapewne będzie chciało uniknąć nadmiernego umocnienia wobec czego wymienia większość walut w NBP. W dalszej części roku zakładamy negatywny wpływ na złotego ze strony pogarszającego się bilansu obrotów bieżących i prawdopodobnego wzrostu zmienności w związku z wyborami w USA. Te czynniki będą równoważone przez rosnący dysparytet stóp procentowych wobec strefy euro. Ten ostatni czynnik może zadziałać w kierunku umocnienia złotego do euro w kierunku 4,20 w I połowie 2025 r.

Rynek stopy procentowej

Ostatni kwartał stał pod znakiem powiększenia skali odwrócenia krzywych swap, choć miało to miejsce głównie po danych z USA publikowanych w sierpniu przy stabilizacji stawek w ostatnich tygodniach. Potencjalnie stwarza to przestrzeń do korekty stopnia nachylenia krzywej w najbliższych miesiącach. Nasze modele i intuicja wskazują, że potencjalne stromienie i korekta stóp rynkowych w górę nie będzie duża wobec tego, że cykl obniżek który sprzyja stromieniu jest wciąż dosyć odległy, a jednocześnie cykl obniżek stóp na rynkach bazowych trwa i tu ewentualne korekty stóp w górę nie powinny być znaczące. Trend wystramiania krzywej swap będzie kontynuowany i przybierze na sile naszym zdaniem w przyszłym roku. W przypadku obligacji zakładamy, że ujemna emisja netto w październiku będzie sprzyjać ograniczeniu spreadów asset swap, ale później rynek skupi uwagę na rekordowo wysokich emisjach w przyszłym roku, co sugeruje, że utrzymają się one na wysokim poziomie w kolejnych kwartałach. Niemniej jednak zakładamy, że spread do Bundów będzie się stopniowo obniżał w przyszłym roku.



Prognozy 2024 – co się zmieniło?

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2023	Nasze prognozy we wrześniu 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. Dane o PKB za II kw. bardzo dobrze wpisały się w oczekiwany przez nas scenariusz na ten rok. Przeciągająca się słabość koniunktury w strefie euro nadal powstrzymuje nas przed wzrostem optymizmu odnośnie do perspektyw na 2025 r.
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. Konsumpcja stopniowo przyspiesza i jest głównym motorem tegorocznego ożywienia. Inwestycje w II kw. zaskoczyły na plus po rozczarującym I kw. W kolejnym roku role się odwrócą – konsumpcja przyhamuje, a inwestycje przyspieszą, przejmując rolę siły napędowej PKB.
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.	Coraz więcej sygnałów studzenia popytu na pracowników, chociaż bezrobocie pozostaje niskie. W 2025 r. widzimy szansę na niewielkie odbicie zatrudnienia. Wzrost płac pozostaje wysoki w br. i dopiero w 2025 r. wyraźniej przyhamuje.
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.	Inflacja w pierwszych miesiącach roku zaskakiwała w dół, ale w II półroczu przyspieszy do ok. 5% r/r, m.in. za sprawą wzrostu cen energii i efektu niskiej bazy. Lokalny szczyt inflacji przewidujemy w marcu 2025, blisko 6% r/r.
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.	RPP komunikuje brak możliwości złagodzenia polityki dopóki inflacja rośnie, co oznacza naszym zdaniem, 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.	Polityka fiskalna 2024-2025 bardziej ekspansywna niż oczekiwano, co powinno wspierać ożywienie gospodarki, ale utrudniać szybką dezinflację.
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.	Nadmierna w naszej ocenie rynkowa wycena skali obniżek stóp w kraju i na rynkach bazowych sugeruje przejściową korektę stóp rynkowych i rentowności w górę. W średniej perspektywie utrzymany trend spadkowy wraz z normalizacją polityki pieniężnej.
Rynek walutowy	Spodziewamy się mocnego złotego, czemu będą sprzyjać późne obniżki stóp NBP, słabszy dolar, wyższe napływy środków UE.	Możliwe osłabienie złotego przed wyborami w USA. Rosnący dysparytet stóp powinien umocnić krajową walutę w I połowie 2025.

Wzrost gospodarczy

1

Świat: gospodarki hamują czy przyspieszają?



Prognozy wzrostu gospodarczego na rok 2024 dla większości krajów delikatnie się podnoszą w miarę napływu danych. Z kolei prognozy na 2025-2026 sugerują, że **nie ma tendencji ani do nabierania optymizmu, ani pesymizmu. Światowy wzrost ma po prostu w tym i kolejnych latach utrzymać się blisko 3% i prognozy te są stabilne.** Taka stabilizacja przewidywań to odmienna sytuacja niż w 2021 r., gdy narastały nadzieje wobec 2022 r. i niż w 2022 r. kiedy rosły obawy o 2023 r. Nie jest ona jednak wywołana ogólnym ustabilizowaniem sytuacji, a raczej wzajemnym znoszeniem się przeciwstawnych tendencji: odporności USA, odbijania części gospodarek wschodzących, marazmu w Europie i wątpliwości co do kondycji Chin.

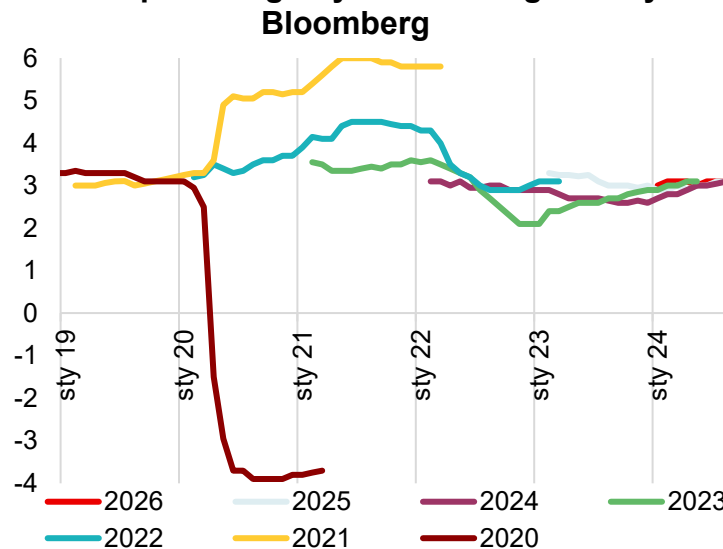
Nawet za samym bezruczem w gospodarce europejskiej kryje się polaryzacja wyników, z odbijającą Hiszpanią i Francją, i poruszającymi się na granicy recesji Niemcami. Część krajów pokazała już dwa a nawet trzy kwartały solidnego wzrostu kw/kw. Także UE i strefa euro jako całość pokazują konsekwentny acz delikatny wzrost – który jednak kłóci się z wizją wyraźnego zarysowania się cyklu koniunkturalnego i przejścia w fazę ożywienia.

Znamienne jest obecne **wyczulenienie rynków na publikacje dotyczące wzrostu**: choć USA daleko do recesji, to nie przeszkodziło to w chwilowej panice rynkowej w sierpniu po kilku słabszych danych. Wyczuwalna jest też utrata wiary w gospodarkę niemiecką jako gospodarczą lokomotywę Europy (na miano której zasłużyła sobie w poprzednich cyklach koniunkturalnych). Tym razem prognozy dla Niemiec się pogarszają, ale nie przenosi się to na odczucia wobec całej strefy euro.

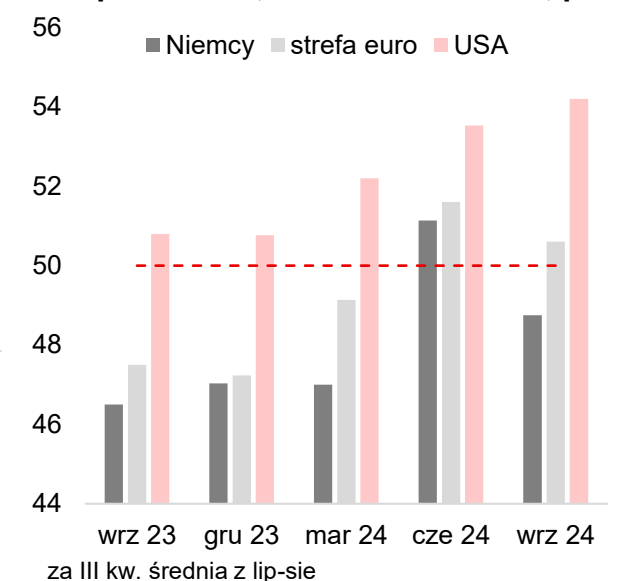
Jak na takie warunki zewnętrzne Polska radzi sobie całkiem dobrze.

Ewolucja w czasie prognoz światowego wzrostu

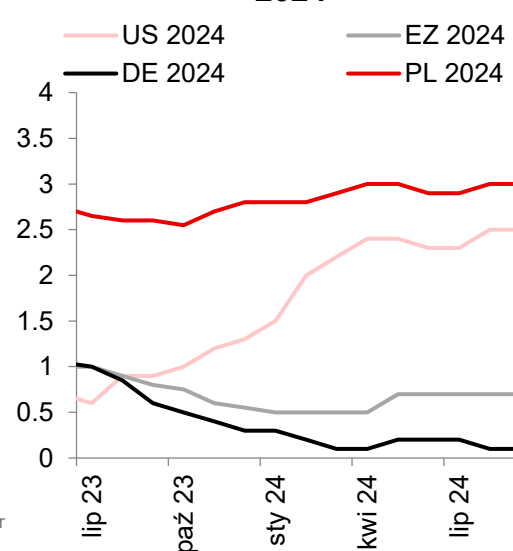
PKB w poszczególnych latach wg ankiety Bloomberg



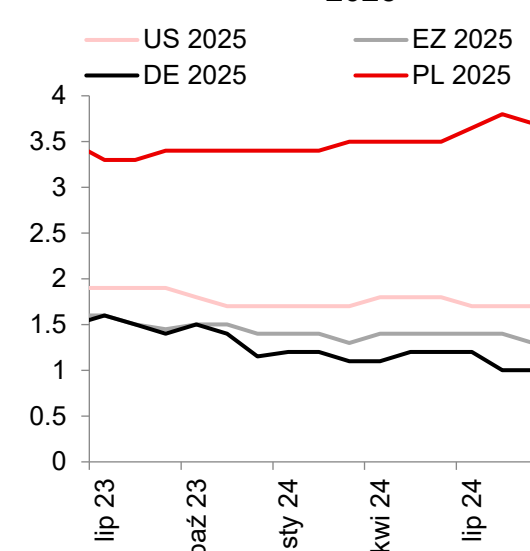
Composite PMI, średnie kwartalne, pkt



2024



2025



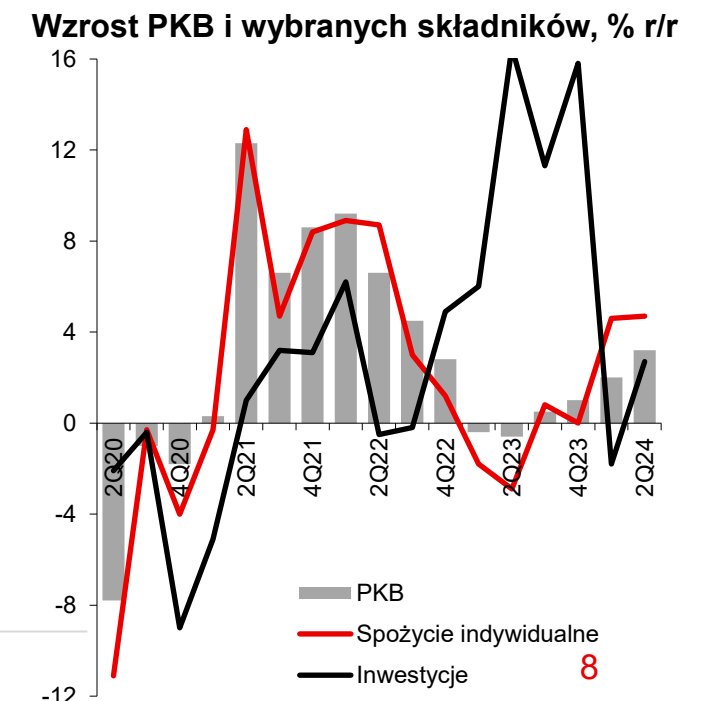
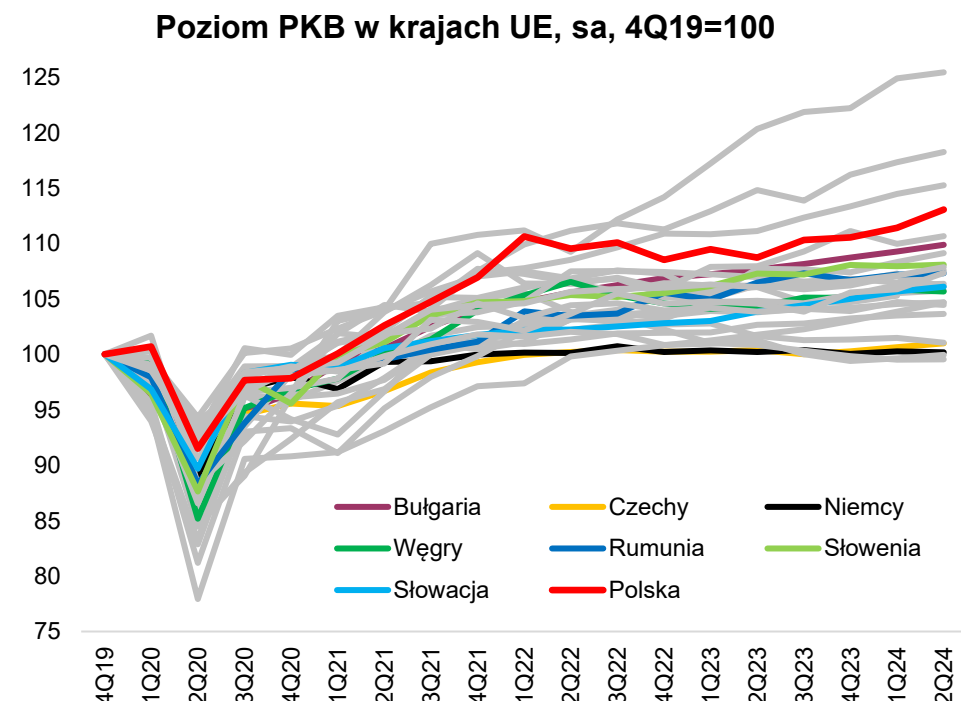
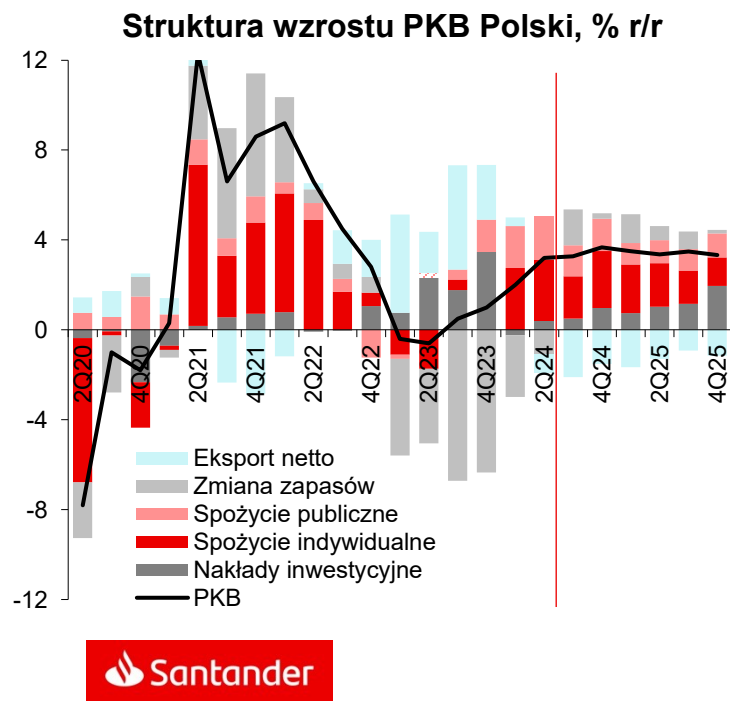


Polska: realizuje się nasz scenariusz ożywienia

W trakcie wakacji, po kilku słabszych odczytach miesięcznych danych, pojawiła się krótkotrwała fala rewizji prognoz dla Polski w dół (nie przyłączyliśmy się), którą zakończył solidny wynik PKB za II kw. W tle obciążeniem dla wyniku Polski i głównym ryzykiem dla wzrostu na przyszłe lata pozostaje uporczywa niemoc gospodarki niemieckiej. Jednak **póki co realizuje się nasz scenariusz oparty na założeniu odporności na problemy głównych partnerów handlowych dzięki sile popytu krajowego**. Zestawienie ścieżek PKB dla krajów UE pokazuje, że Polska na nowo zaczęła odrywać się w górę od peletonu.

W tym roku motorem miała być wg nas konsumpcja, tak prywatna jak i publiczna, i po wynikach za I półrocze jeszcze trudniej się z tym kłóci. **Z czasem pałeczkę przejmą inwestycje** i w trakcie 2025 r. staną się wg nas podporą wzrostu. W II kw. br. konsumpcja prywatna była nawet silniejsza niż zakładaliśmy na bazie skali wzrostu realnych dochodów a do tego wbrew obawom pojawił się wzrost r/r inwestycji. Ten ostatni przypisujemy inwestycjom publicznym. Dalsza poprawa w tej kategorii nastąpi dzięki mobilizacji administracji państwowej do pełnego wykorzystania środków z KPO o krótkim terminie ważności. To właśnie ta presja czasowa ma uczynić z inwestycji tak ważny składnik wzrostu w 2025 r.

Jak dotąd elementy, które mogły zepsuć scenariusz odbicia – działający w trudnych warunkach eksporterzy i niedający wzrostowego impulsu przemysł – nie szkodzą istotnie wzrostowi, a nawet mają przed sobą perspektywę poprawy.



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



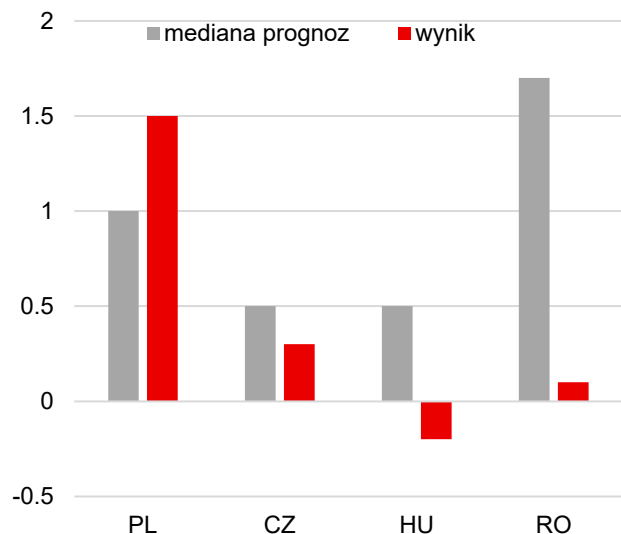
Polska ponownie zieloną wyspą w Europie?

W regionie CEE Polska jako jedyna zaskoczyła na plus wzrostem PKB w II kwartale (3,2% r/r, aż 0,5 pkt. proc. powyżej konsensusu). Odczyt dla Polski był poprzedzony słabszymi od oczekiwań danymi z Czech (-0,2 pkt. proc. względem mediany prognoz), Węgier (-0,7 pkt. proc.) i Rumunii (-1,6 pkt. proc.), co spotęgowało efekt i tak niemałego pozytywnego zaskoczenia – łatwo było o konkluzję, że cały region ma problemy przez słabą kondycję Niemiec. Podkreślaliśmy wtedy, że różnicę w przypadku Polski może zrobić większy niż w krajach sąsiednich rynek wewnętrzny, zapewniający większą odporność gospodarki na ograniczony popyt z za Odry (patrz [str.13](#)). Polska z zaskakująco dobrym wzrostem gospodarczym w tym kontekście zasługuje wg nas na miano „zielonej wyspy”.

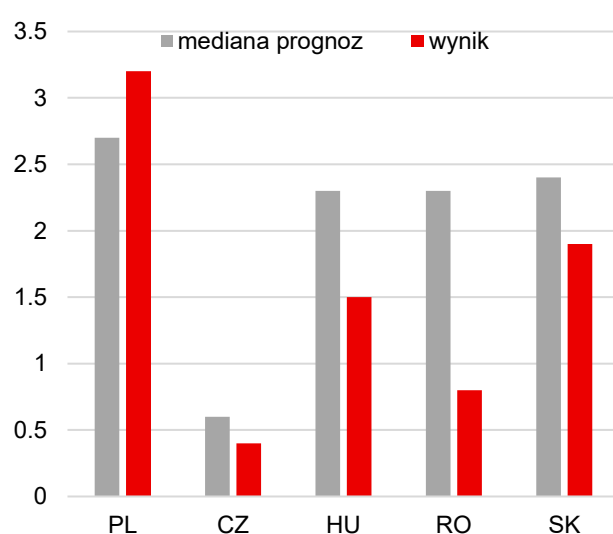
To nie tak, że Polska jako jedyny kraj osiągnęła dodatni wzrost. Wg danych Eurostat w ujęciu r/r w II kw. urosły gospodarki aż 23 z 27 krajów członkowskich UE. W ujęciu kw/kw, po korekcie sezonowej, 20 krajów mogło pochwalić się wzrostem PKB. Jednak **zarówno w ujęciu kw/kw jak i r/r Polska osiągnęła najwyższy wzrost w całej UE** - pod względem wzrostu kw/kw s.a. awansując z 7. pozycji w I kw. br i 15. pozycji w IV kw. ub.r. a pod względem dynamiki rocznej z 13. miejsca w I kw. i 11. miejsca w IV kw. To też nie tak, że Polska jako jedyna zdołała zaskoczyć pozytywnie wynikiem za II kw. – udało się to też Holandii, Hiszpanii i Francji.

Oczekiwania co do wzrostu w Polsce też wyróżniają kraj na plus spośród członków UE. Na bazie ankiety wśród ekonomistów przeprowadzanej przez agencję Bloomberg można stwierdzić, że **skumulowany wzrost oczekiwany w latach 2024-2026 jest najwyższy właśnie w przypadku Polski i jako jedyny przekracza 10% w ujęciu realnym**.

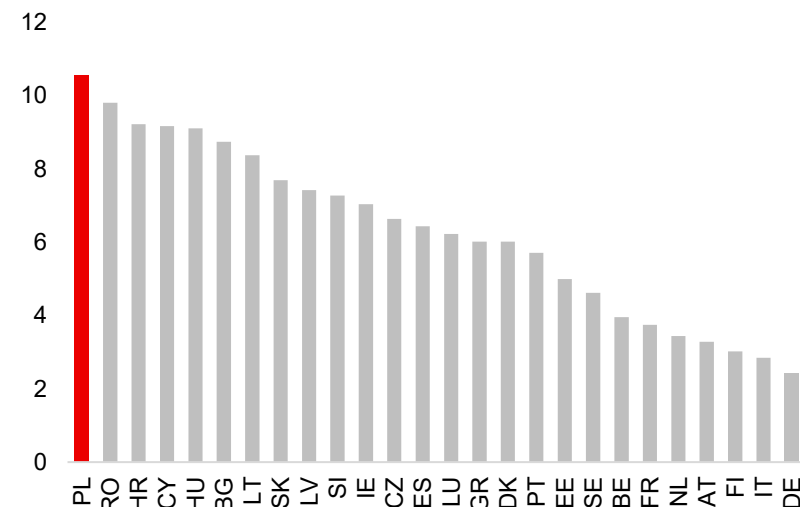
Wzrost PKB kw/kw s.a. w II kw. a oczekiwania



Wzrost PKB r/r w II kw. a oczekiwania



Suma prognoz wzrostu PKB w 2024, 2025 i 2026 konsensus Bloomberg'a z sierpnia br.



Światowy handel: rosnący udział Polski

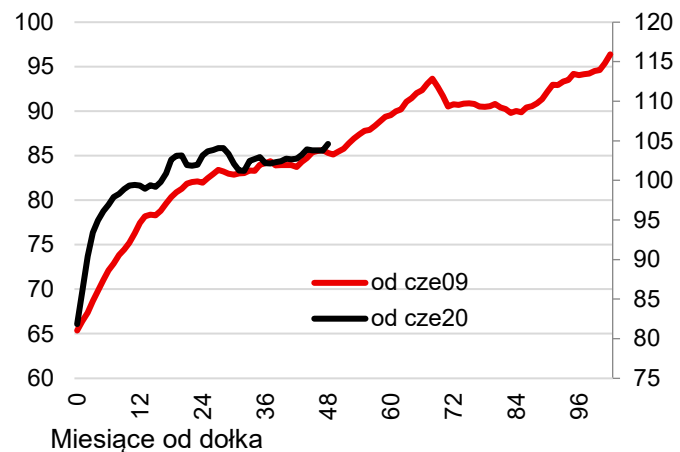


Wg danych World Trade Monitor odbicie z dołka w światowym handlu dokonujące się od 2020 r. przebiega podobnie do tego z 2009 r. Początkowa faza była nawet mocniejsza z uwagi na to, że odpowiedzialna za dołek pandemia nie wygasła popytu, a jedynie okresowo uniemożliwiła jego realizację. Cztery lata po dołku 2009 r. doszło do przyspieszenia w odbudowie handlu międzynarodowego. Powtórzenie tamtego wzorca nie jest oczywiste, m.in. w kontekście też o deglobalizacji, co widać chociażby po powściągliwości w rynkowych prognozach globalnego wzrostu gospodarczego na przyszłe lata, ale też nie należy go z góry wykluczać. Pytaniem jest czy Europa zdołałaby w takim odbiciu uczestniczyć, skoro jej konkurencyjność jest osłabiona.

Wg danych UNCTAD, UE przed pandemią stopniowo traciła udział w światowym handlu towarowym, a odczyt za rok 2023 jest zgodny z tym trendem, choć wyraźnie lepszy niż w 2022 r. Taki trend wynikał jednak zasadniczo z kondycji niemieckiego eksportu. Z kolei **Polska jest nadal w stanie konsekwentnie zwiększać udział w światowym handlu** i również robi to w zgodzie z trendem sprzed pandemii. Między 2019 a 2023 r. tylko Chiny, Brazylia, Indonezja i Holandia zwiększyły udział mocniej niż Polska. To jednak obraz z 2023 r., a rok 2024 eksporterów nie rozpieszcza.

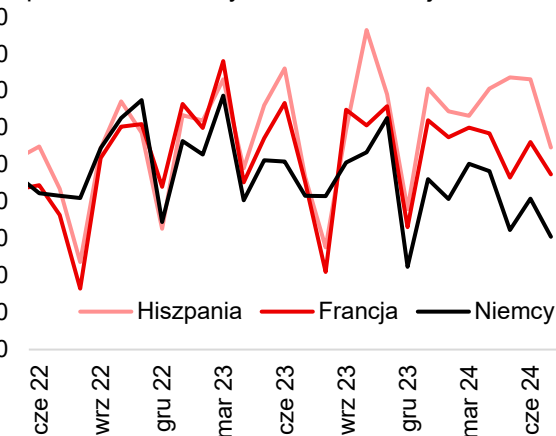
Od słabości popytu z Niemiec trudno polskim eksporterom uciec, ale warto wspomnieć, że **wysyłka do lepiej radzących sobie ekonomicznie krajów strefy euro wygląda wyraźnie lepiej niż do Niemiec**, a wśród 10 głównych odbiorców polskich towarów połowa doczekała się w ciągu ostatnich trzech miesięcy rewizji prognoz wzrostu gospodarczego na rok 2024 r. w górę.

Indeks World Trade Monitor - odbicie z dołka wolumenu światowego eksportu po 2009 i 2020 r.

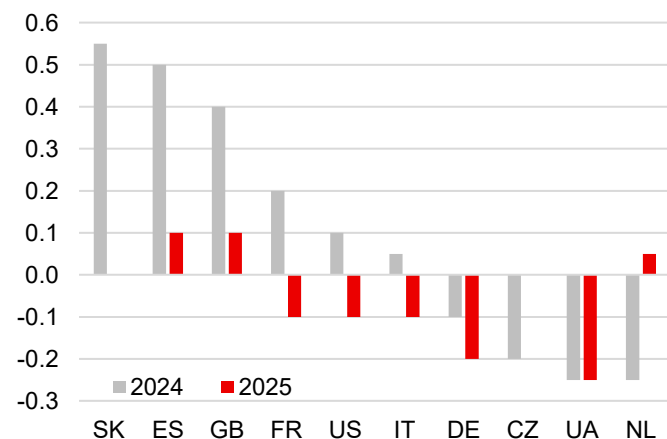


Eksport towarów z Polski, EUR

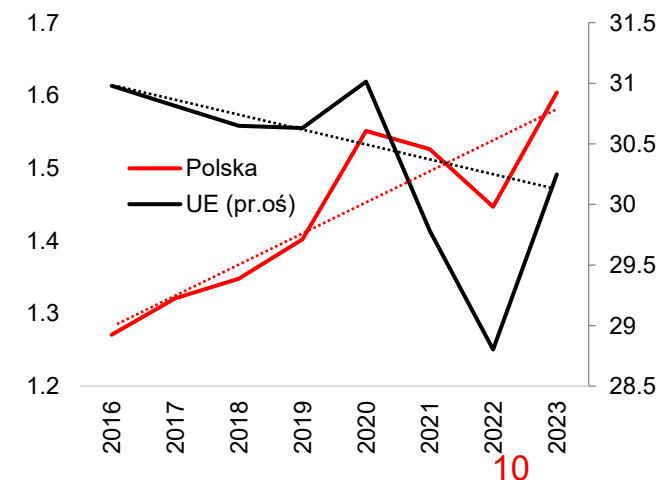
procentowe odchylenie od średniej z 2019 r.



Rewizje prognoz PKB dla 10 największych odbiorców polskich towarów, sierpień vs. maj



Udział w światowym eksporcie towarów, wg wartości, %





Przemysł: nie przesadzić z oczekiwaniami

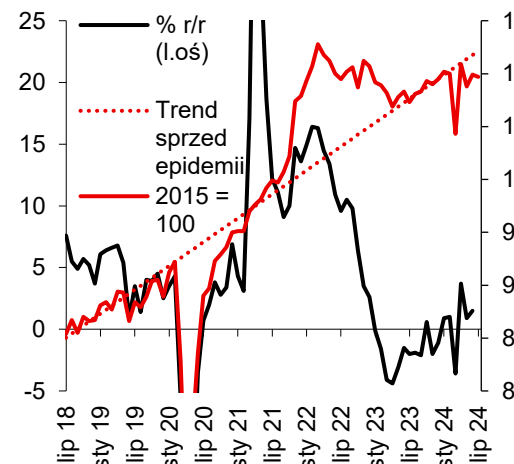
Narzekanie na słabe wyniki przemysłu łatwo wchodzi w nawyk. Tymczasem **wg nas widać w sektorze symptomy poprawy**. Sam przebieg produkcji wyjątkowo mocno odbiega w tym roku od oczekiwań, ale raz w jedną, raz w drugą stronę. O ile w I kw. średni wzrost produkcji wyniósł 0,2% r/r przy średnim odchyleniu wyniku od konsensusu równym -0,9 pkt. proc. to w II kw. średni wynik to 2.2% r/r przy średnim zaskoczeniu +0,7 pkt. proc. Lipcowe 4,9% r/r okazało się dużo słabsze od oczekiwań (7,5% r/r), ale to, co zwraca naszą uwagę, to **już cztery miesiące dodatniego wzrostu odsezonowanej produkcji r/r**, średnio o 2,1% co nie jest złym wynikiem na tle reszty UE.

Wg danych Eurostatu **Polska znajduje się w unijnej czołówce jeśli chodzi o poziom produkcji przemysłowej** (odniesiony do średniej z 2021 r.) we wszystkich głównych grupowaniach poza konsumpcyjnymi dobrami trwałymi: w dobrach pośrednich za Malta z wynikiem +0,6%, w kapitałowych na 4. miejscu (+21,5%), w konsumpcyjnych ogółem za Danią (+10,2%). W pozostającym bołączką Europy sektorze samochodowym Polska ma drugie miejsce za Litwą z wynikiem +20,0%, podczas gdy Niemcy pokazały +2,5% a Francja -1,9%.

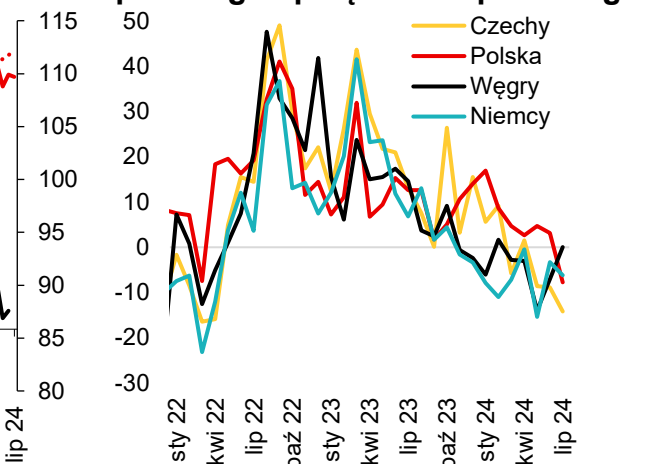
Element produkcji przemysłowej najsilniej ciągnący łączny wynik w dół, urządzenia elektryczne, w lipcu wyglądał jakby ubił dno i zaczął odbijać. Są też branże, gdzie już systematycznie wykazywane są solidne wzrosty (chemikalia). Z kolei mocniej niepokoić zaczęła produkcja aut osobowych (w lipcu najniższy poziom od pierwszych miesięcy pandemii, -67% m/m, przy czym zwykle wakacyjne przestoje w branży były w sierpniu), choć może to być tylko wpływ zmian w ofercie. Liczyliśmy też na silniejsze odbicie w produkcji telewizorów z uwagi na Euro2024 i igrzyska olimpijskie, ale kwietniowa poprawa okazała się krótkotrwała.

Ostrzejsza polityka celna UE wobec Chin może pomóc polskiej produkcji konsumpcyjnych dóbr trwałych i sektorowi samochodowemu, umożliwiając przyspieszenie wzrostu produkcji ogółem.

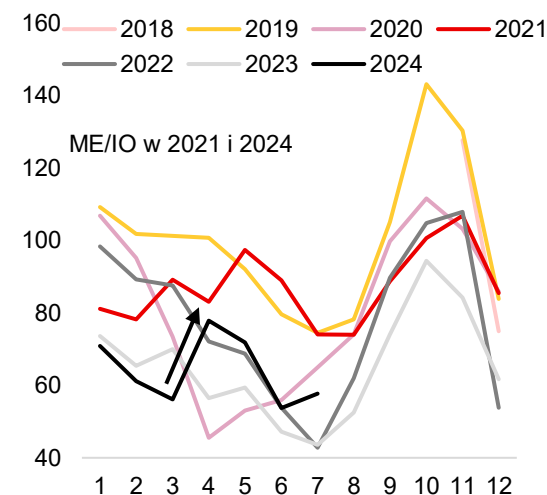
Produkcja przemysłowa, sa



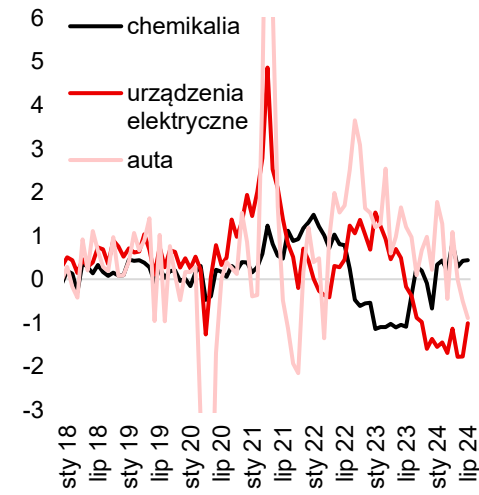
Produkcja samochodów, przyczep, nacze i innego sprzętu transportowego



Produkcja telewizorów w poszczególnych miesiącach



Wkłady wybranych działów przemysłu do wzrostu r/r produkcji ogółem





Przemysł: nastroje i marże w górę

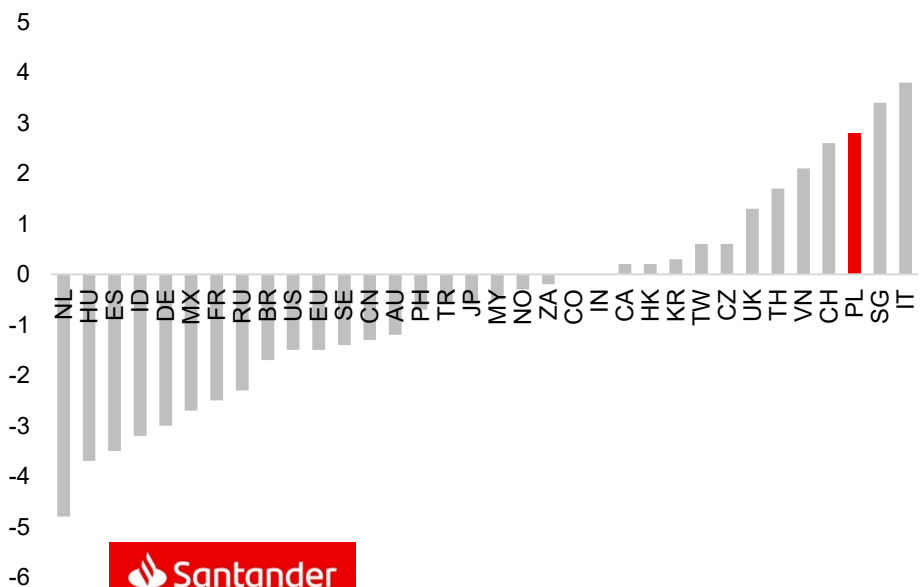
Mierzone wskaźnikiem PMI **nastroje w polskim przetwórstwie przemysłowym uległy ostatnio znacznej poprawie**. Choć mowa tu raczej o zmniejszaniu skali pesymizmu to warto odnotować, że w skali trzech miesięcy mało który kraj zobaczył aż taką poprawę. Polska trafiła pod tym względem między kraje Azji Płd-Wsch.

Wg wskaźników ESI polski przemysł pod względem obserwowanego trendu w bieżącej produkcji ma się najlepiej od 2,5 roku, mimo wciąż niskich poziomów wskaźnika zamówień. Oczekiwana produkcja jest najwyższej od 4 miesięcy, a indeks oczekiwanych cen własnych najwyższej od 6 miesięcy. Nadal jednak sektor jest w fazie redukcji zatrudnienia, szukając nowej równowagi w warunkach ograniczonego popytu i wysokich kosztów, w tym kosztów pracy.

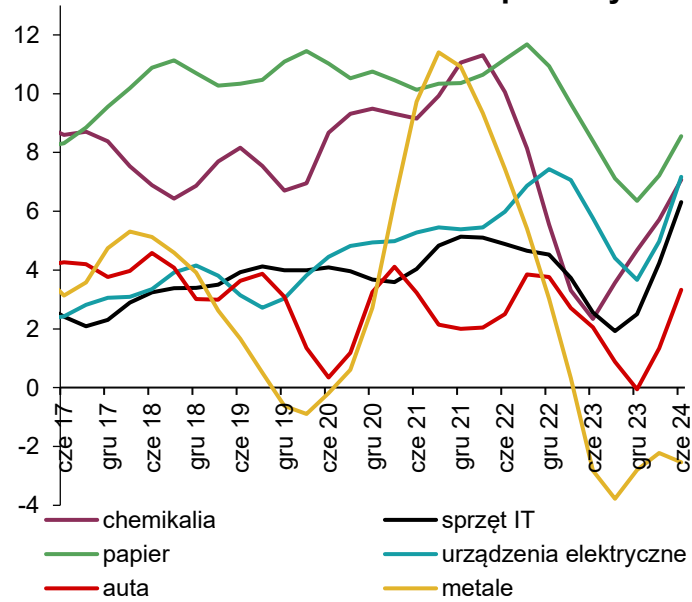
Naszą ocenę dość dobrych perspektyw przemysłu opieramy również na analizie wyników finansowych firm, które w II kwartale zanotowały poprawę rentowności firm (patrz [str.17](#)). Przeciętną marżę w przedsiębiorstwach zatrudniających 50 i więcej osób w II kw. w dół ciągnęło głównie górnictwo węgla (-25,7% s.a.), w sektorze wytwarzania i dostarczania energii nastąpiło hamowanie do 4,9% z 9,5% dwa kwartały wcześniej. Sprzedaż i naprawa aut cofnęła się na normalne przedpandemiczne poziomy ok. 2% z blisko 4% kilka kwartałów temu. Ale poza tym mamy stabilny przebieg marż w sektorach zorientowanych na konsumenta i coraz wyraźniejszy zakręt w górę w przemysłowych sektorach B2B i tych nastawionych na eksport.

Poprawa marżowości w wielu działach przemysłu jest wg nas oznaką radzenia sobie w trudnych warunkach kosztowych i daje podstawy do oczekiwania, że ani przemysł ani eksport Polski nie będą w kolejnych kwartałach na równi pochyłej.

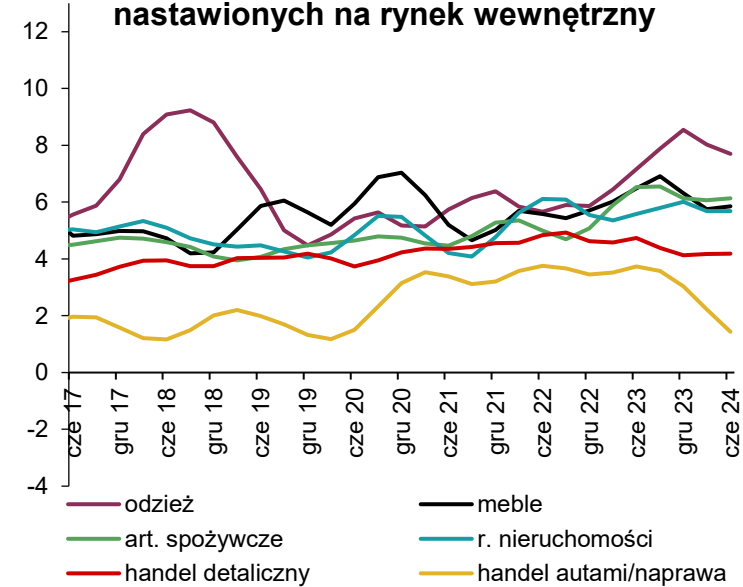
Przemysłowe wskaźniki PMI, 3-miesięczna zmiana, pkt



Marże w sektorach B2B i eksportowych



Marże w sektorach konsumenckich i nastawionych na rynek wewnętrzny



Źródło: Bloomberg, GUS, Santander

Przedstawiono trend i składnik cykliczny danych o przeciętnych marżach wg sektorów; marże liczone na podstawie wyników finansowych brutto odniesionych do przychodów ogółem

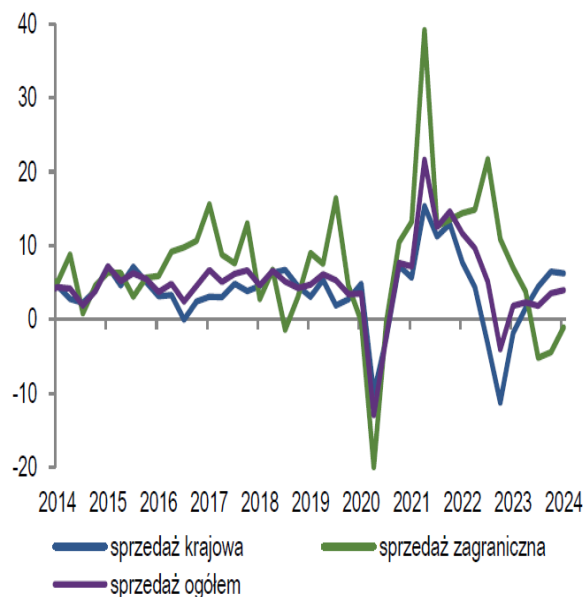


Przemysł: rynek krajowy a rynek zagraniczny

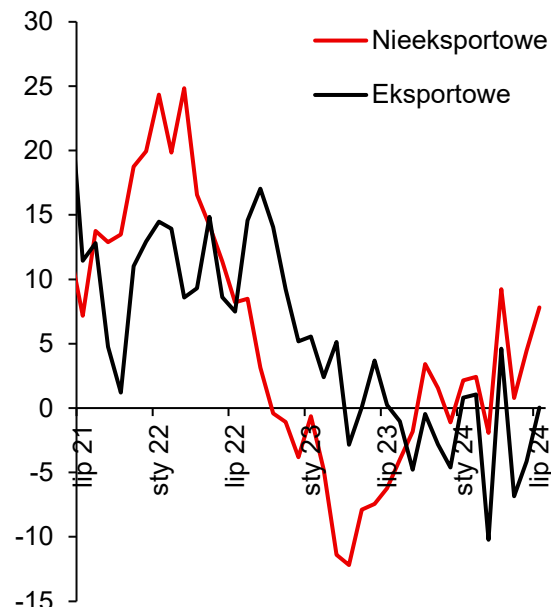
Utrzymuje się zróżnicowanie wyników firm przemysłowych wg poziomu obecności na rynkach zagranicznych. Eksporterzy nadal uzyskują niższą dynamikę przychodów ze sprzedaży i mają niższy stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych niż przedsiębiorstwa skoncentrowane na rynku krajowym. Taki układ danych zarysował się w trakcie 2023 r. To sytuacja nietypowa i generalnie przed ub.r. nie występowała. Ten podział wg zaangażowania w eksport przejawia się też w bieżącej produkcji przemysłowej – od września 2023 r. dynamika roczna jest wyższa w nieeksportowych działach przemysłu niż w eksportowych.

W ostatnim czasie ta rozbieżność wyników zaczęła się jednak kurczyć. Zarówno w przychodach, jak i wykorzystaniu mocy wytwórczych dzieje się to przez poprawę w wynikach eksporterów. Jeśli chodzi o wolumen produkcji to różnica w dynamikach r/r od kilku miesięcy już nie narasta a agregat złożony z eksportowych działów przemysłu w lipcu nie pokazał już spadku.

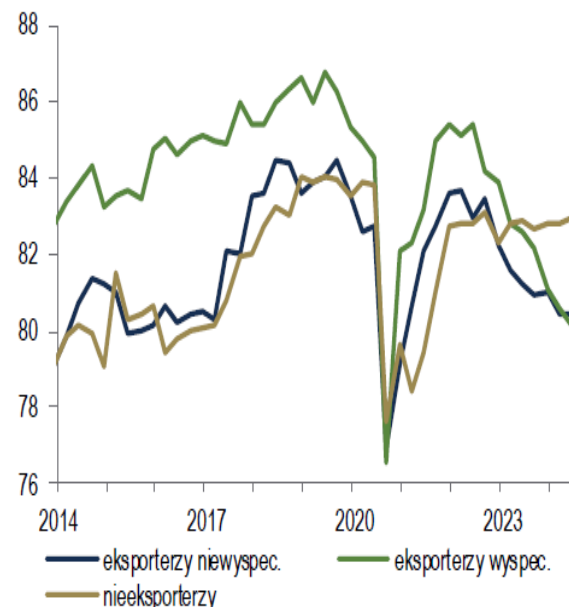
Realna (wg PPI) dynamika r/r przychodów ze sprzedaży, w %



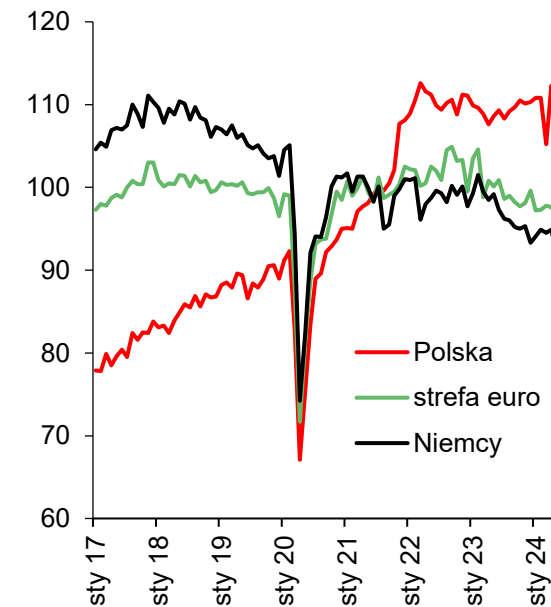
Produkcja przemysłowa, % r/r wg udziału eksportu w produkcji sprzedanej



Stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych wg rynków zbytu, w %, s.a.



Produkcja przemysłowa, średnia 2021=100, s.a.





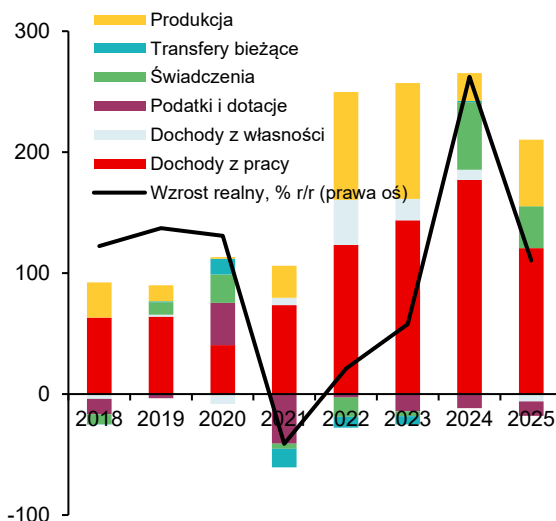
Konsumpcja prywatna i publiczna – napęd wzrostu

Dane o PKB za II kw. pokazały wzrost konsumpcji prywatnej o 4,7% r/r i po raz kolejny potwierdziły nasze założenia, że w tym roku konsumpcja będzie rosła w solidnym tempie, ale znajdzie się też miejsce na wzrost stopy oszczędności. W przyszłym roku dochody gospodarstw domowych będą rosły wolniej w ujęciu nominalnym, a inflacja będzie wyższa, co przełoży się na dość mocne spowolnienie wzrostu dochodów w ujęciu realnym i wpłynie na wolniejszy wzrost konsumpcji.

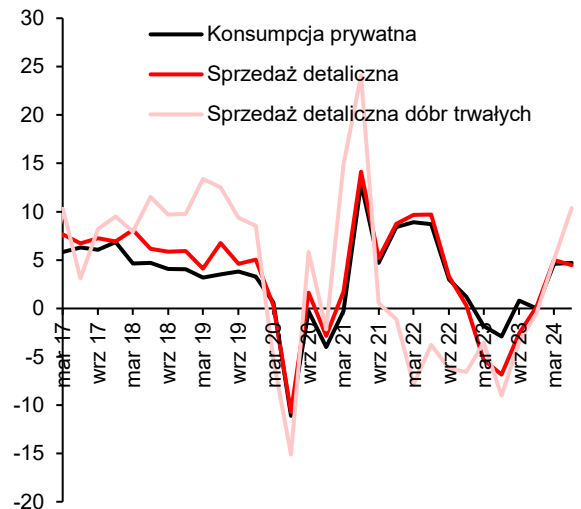
Nasze szacunki wydatków na usługi, tworzone na podstawie danych z transakcji kartami Santander Bank Polska, wskazują na wciąż mocny przyrost w tej części gospodarki. Należy jednak zwrócić uwagę, że w dwóch pierwszych kwartałach roku konsumpcja prywatna zachowywała się z grubsza zgodnie ze sprzedażą detaliczną, a zatem z wydatkami na towary. Na plus wyróżnia się sprzedaż dóbr trwałych, zwłaszcza samochodów.

W tym roku mocnym punktem danych o rachunkach narodowych jest konsumpcja publiczna, która wzrosła o prawie 11% r/r w I i II kw., dodała do PKB niemal 2 punkty procentowe. Wynika to głównie z mocnych podwyżek płac w sektorze publicznym oraz wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych. Naszym zdaniem w drugiej połowie tego roku ta kategoria dalej będzie mocno wspierała wzrost PKB. Na 2025 r. zakładamy już wolniejszy wzrost przy mniejszej skali podwyżek dla sektora publicznego. Pozostanie jednak solidny, w okolicy 5% r/r (realnie).

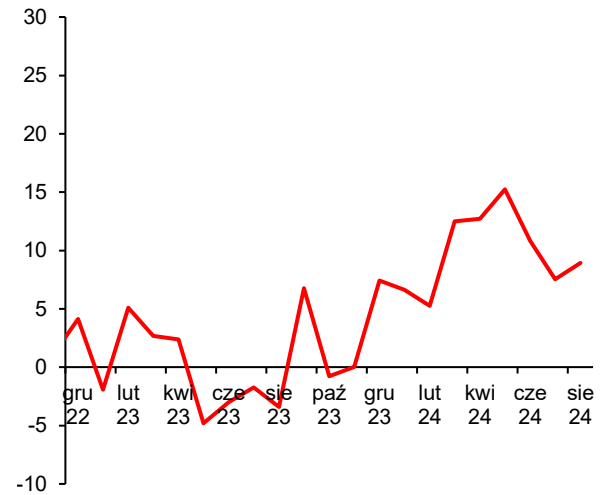
Dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, mld zł r/r



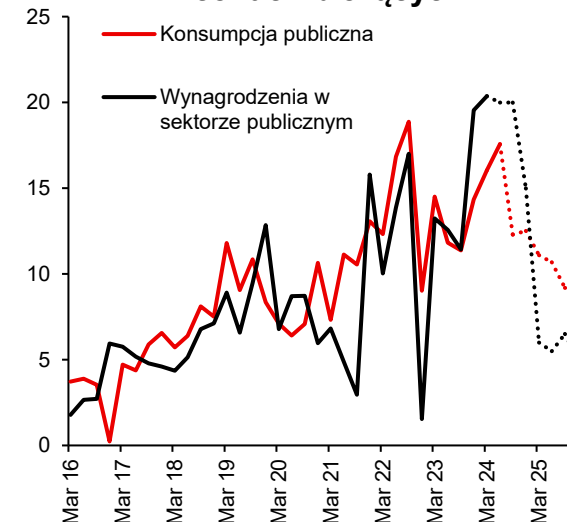
Konsumpcja a sprzedaż detaliczna, % r/r, w cenach stałych



Wydatki na usługi, szacunek na podst. wydatków kartowych, % r/r, w cenach stałych



Konsumpcja i wynagrodzenia w sektorze publicznym, % r/r, w cenach bieżących



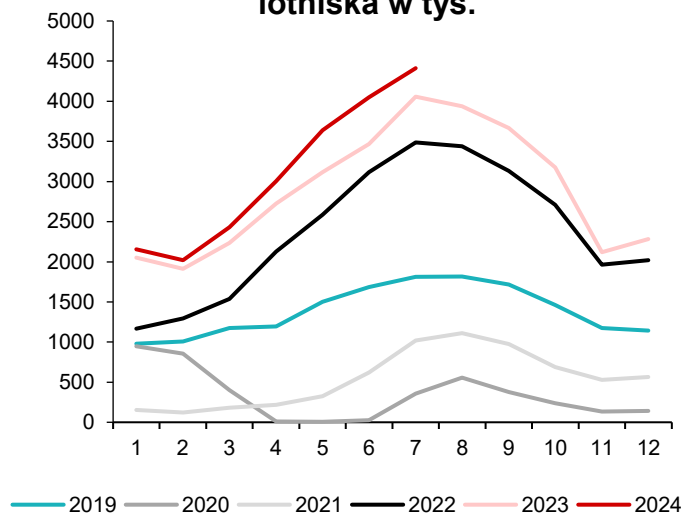


Konsumpcja traci na wyjazdach zagranicznych?

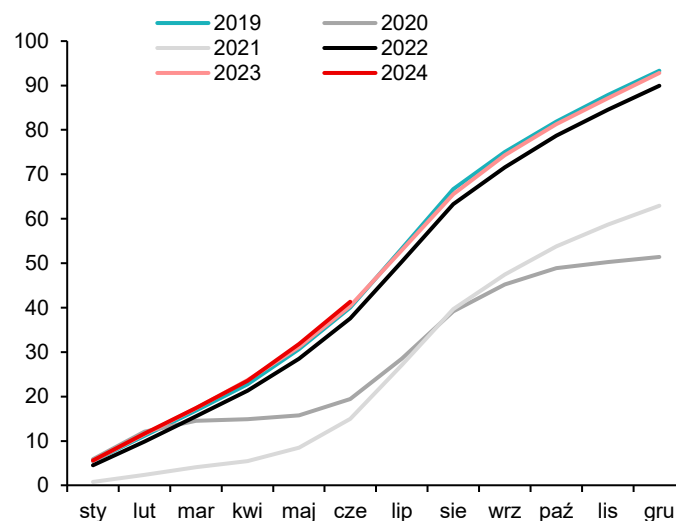
Jedną z oznak dobrej kondycji konsumentów są naszym zdaniem dane dotyczące turystyki. Jakkolwiek liczba noclegów spędzonych w krajowych obiektach hotelowych jest z grubsza taka sama jak w ostatnich dwóch latach (a nawet jak w przedpandemicznym 2019 r.), to już ruch lotniczy – a zatem wakacje zagraniczne – od kilkunastu kwartałów wykazuje silną tendencję wzrostową. Lipiec 2024 r. ustanowił rekord wszech czasów na poziomie 4,4 mln przewiezionych pasażerów. W tym roku, do lipca, zarejestrowano 21,7 mln pasażerów w porównaniu do 19,6 mln w analogicznym okresie 2023 r. i 15,3 mln w analogicznym okresie 2022 r.

Rosnąca popularność wyjazdów zagranicznych jest też widoczna w danych o bilansie płatniczym – od połowy 2022 r. widoczny jest wyraźny spadek salda dochodów z podróży zagranicznych. **Wzmoczone wyjazdy zagraniczne oznaczają, że krajowi konsumenci – zamiast w Polsce – wydają za granicą, co ma ujemny wpływ na liczbę dotyczące konsumpcji prywatnej w kraju.** Jednak naszym zdaniem wpływ tego efektu na stopę wzrostu konsumpcji jest pomijalny.

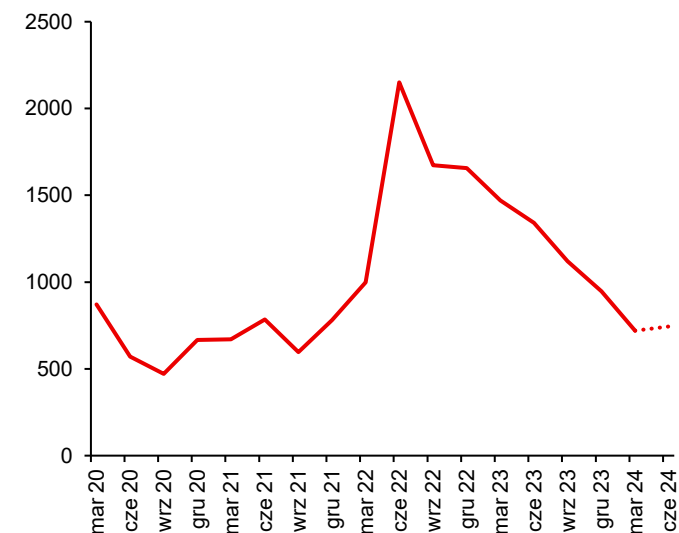
Liczba pasażerów obsługiwanych w ciągu miesiąca przez krajowe lotniska w tys.



Liczba noclegów spędzonych przez krajowych turystów w kraju, narastająco, mln



Saldo dochodów z podróży zagranicznych w bilansie płatniczym, mln euro





Konsumpcja prywatna: skłonność do oszczędzania

Wzrost realnych dochodów to kluczowy czynnik determinujący wzrost konsumpcji prywatnej. Trzeba jednak brać poprawkę na to czy gospodarstwa domowe są skłonne ten wzrost dochodów przeznaczyć na wyższą konsumpcję, a na ile na budowanie oszczędności. Ten wybór konsumentów ma też duże znaczenie dla CPI.

Analitycy NBP w materiałach nt. projekcji inflacji uznali za jeden z głównych obszarów niepewności „skalę przełożenia się obecnego wzrostu wynagrodzeń na konsumpcję prywatną”. Wg nich skłonność do oszczędzania urosła w 2023 r. do historycznie poziomu, ale w I poł. br. zaczęła już spadać, tj. gospodarstwa domowe zaczęły śmiało korzystać ze wzrostu dochodów do zwiększania konsumpcji.

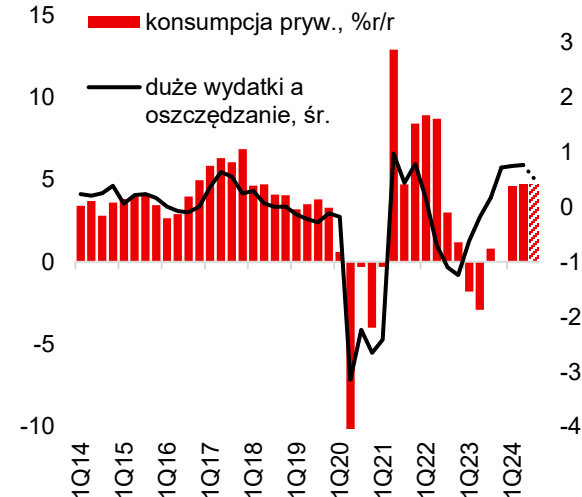
Wnioski z bieżących danych są niejednoznaczne. W badaniu koniunktury konsumenckiej GUS ciągle rośnie liczba wskazań na możliwość odkładania pieniędzy i wskaźnik ten jest już wysoki. Za to wskaźnik otwartości na podejmowanie dużych wydatków w ostatnich miesiącach utknął tuż poniżej wieloletniej średniej, dużo poniżej poziomów sprzed pandemii. To sugerowałoby utrzymujący się „hamulec na konsumpcji”.

Z drugiej strony nasz zbudowany na tej ankiecie wskaźnik wyprzedzający w dużo mniejszym stopniu przeszacowuje faktyczną konsumpcję niż w II poł. 2023 r., tak jakby coś się w nastawieniu konsumentów w ostatnich kwartałach zmieniło. Wiemy też, że import dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku (który wg nas określa nastawienie konsumentów) przyspiesza w tym roku i rośnie już w tempie niemal 30% r/r, jak w 2018 r.

Wskaźnik skłonności do oszczędzania NBP



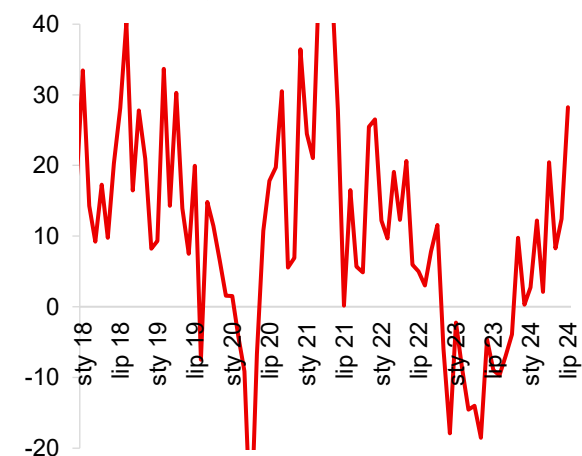
Konsumpcja prywatna i jej wskaźnik wyprzedzający oparty na badaniu koniunktury konsumenckiej



Składniki badania koniunktury konsumenckiej



Import konsumpcyjnych dóbr trwałego użytku, EUR, % r/r





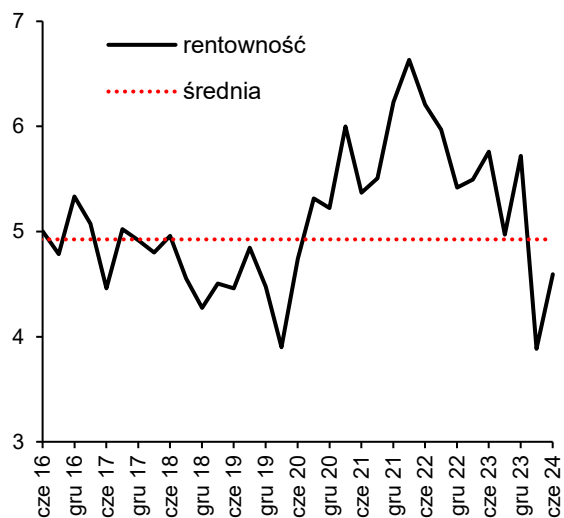
Wyniki finansowe firm nieco lepsze w II kwartale

Dane z sektora dużych firm (zatrudniających 50 i więcej osób) wskazały na poprawę rentowności w II kw., po bardzo słabym początku roku. Zyskowność firm nadal jednak utrzymuje się poniżej średniej, spadł też udział firm wykazujących zysk. **Naszym zdaniem poprawa koniunktury krajowej oraz wzrost inflacji dadzą trochę miejsca na dalszą poprawę marżowości w najbliższych kwartałach, choć proces ten może być powolny, zwłaszcza w przetwórstwie przemysłowym, głównie ze względu na słabą koniunkturę za granicą.**

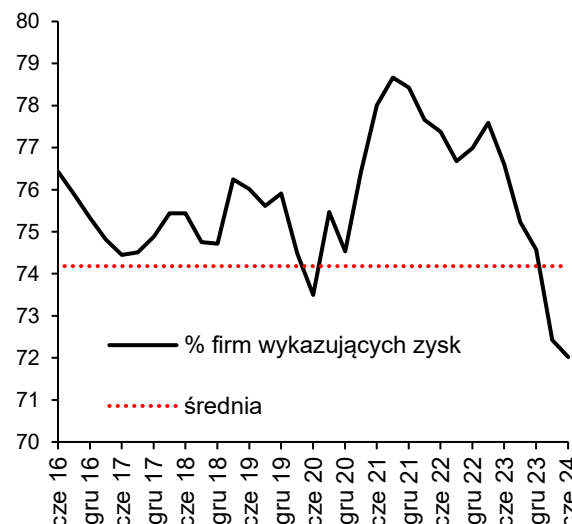
Koszty ogółem spadły w II kw. 2024 r., przede wszystkim dzięki niższym nakładom na materiały i energię, choć w przeciwnym kierunku działały nakłady na płace, usługi obce oraz ubezpieczenia. Udział funduszu płac w kosztach ogółem wyniósł 16,5% i był to drugi najwyższy wynik w ostatnich dziesięciu latach (przy czym rekordowy wynik pochodzi z pandemicznego II kw. 2020 r.). Rosnąca waga funduszu płac w kosztach oznacza większą presję na wzrost cen w firmach usługowych i naszym zdaniem przemawia za utrzymywaniem inflacji usług na podwyższonym poziomie w najbliższych kwartałach.

Słabsze wyniki finansowe miały swoje przełożenie na plany inwestycyjne dużych firm. Inwestycje spadły w II kw. 2024 r. w ujęciu realnym o 8,1% r/r wobec -2,2% r/r w I kw. Sektory z dużą zależnością od finansowania unijnego zanotowały spadek swoich nakładów inwestycyjnych aż o 17,5% r/r po spadku o 11,9% r/r w I kw. 2024 r. To naszym zdaniem świadczy o tym, że **wykorzystanie środków unijnych w pierwszej połowie roku wciąż utrzymywało się na minimalnym poziomie.**

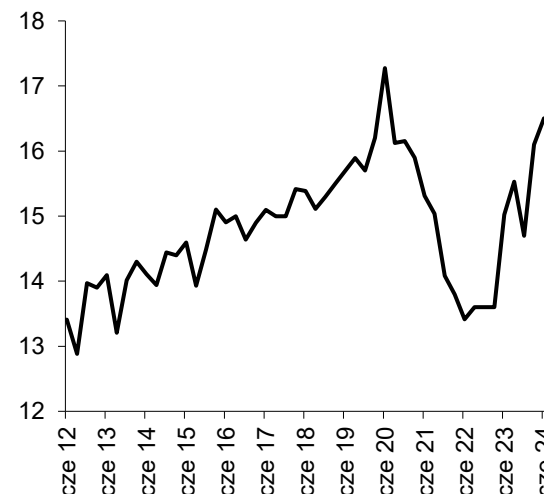
Rentowność sprzedaży, odsezonowana, %



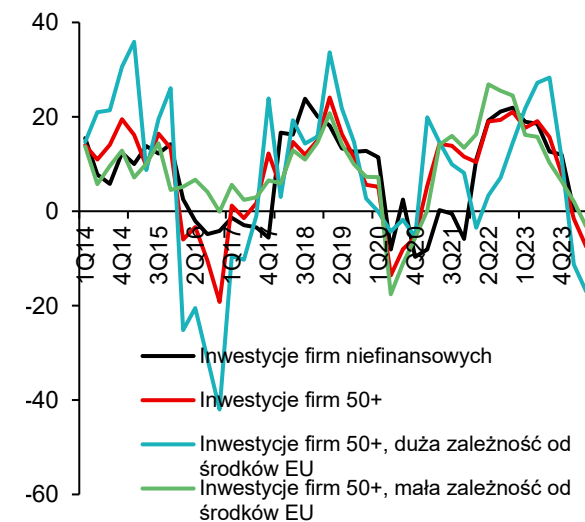
Udział firm wykazujących zysk, odsezonowany, %



Udział funduszu płac w kosztach firm, %



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



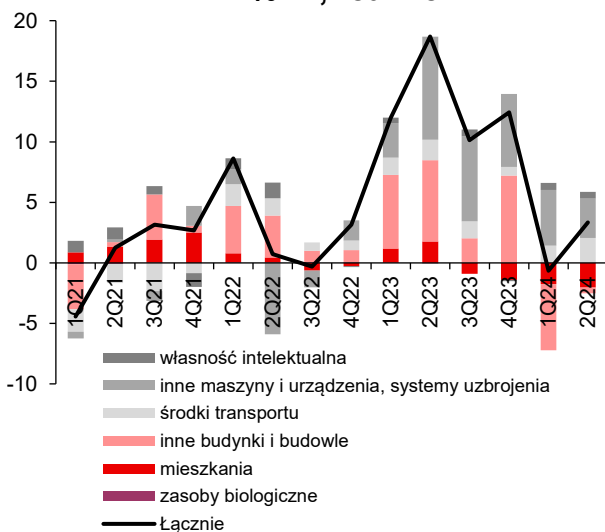


Inwestycje: czekając na ożywienie

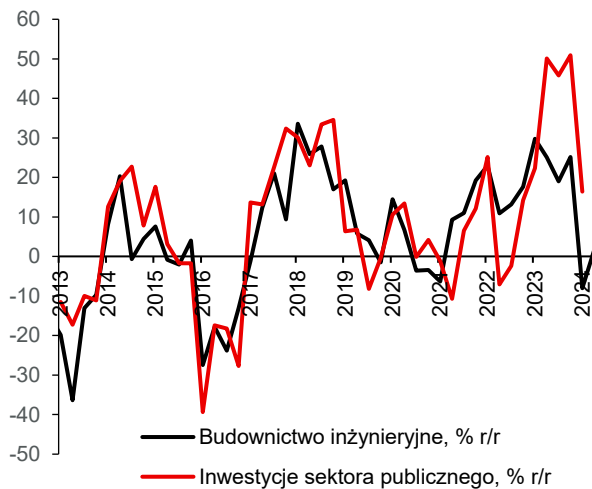
Dane o inwestycjach w całej gospodarce w II kw. 2024 r. okazały się być lepsze od oczekiwań i pokazały wzrost o 2,7% r/r. Wcześniejsze dane o inwestycjach dużych firm były bardzo słabe (spadek o 8,1% r/r), a o inwestycjach samorządów – solidne (+2,2% r/r). Dane o strukturze inwestycji według typu aktywów pokazały z kolei, że poprawa wobec I kw. wynikała głównie z silniejszych tendencji w budownictwie niemieszaniowym. To – wraz z danymi z budownictwa świadczącymi o wysokich wynikach w budowie kolei, mostów, rurociągów i kompleksów przemysłowych – każe nam sądzić, że **za lepszym wynikiem w II kw. stały inwestycje publiczne w infrastrukturę, a nie na zakupy uzbrojenia.**

Uważamy, że w kolejnych kwartałach stopniowo będzie się poprawiał nastrój inwestycyjny w firmach. Obecnie utrzymuje się on na obniżonym poziomie, a w II kw. pogorszył się względem I kw. – wg badań NBP firmy stały się mniej chętne zarówno do podejmowania nowych inwestycji, jak i kontynuowania bieżących. Pojawiać też będą się nakłady finansowane środkami unijnymi. **W drugiej połowie tego roku przyspieszenie jednak naszym zdaniem będzie symboliczne, a na mocniejszy zryw liczymy w 2025 r.** Sytuacja jest naszym zdaniem dość podobna do tej z lat 2017-2018, kiedy dzięki rosnącemu wykorzystaniu środków unijnych doszło do przyspieszenia inwestycji w gospodarce z 4,0% do 12,6%. Podstawowa różnica w porównaniu do tamtego okresu polega jednak na opóźnieniu w wykorzystaniu środków UE, które wynosi około pół roku w porównaniu do perspektywy 2014-2020. W związku z tym nie zakładamy aż tak dużej dynamizacji inwestycji.

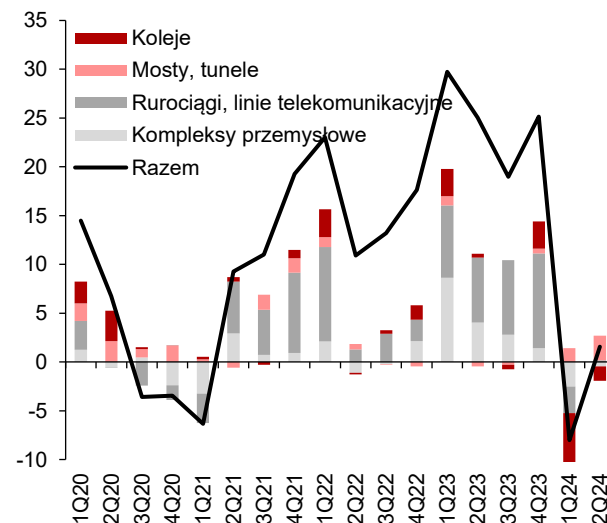
Inwestycje, rozbić wg typu aktywów, % r/r, realnie



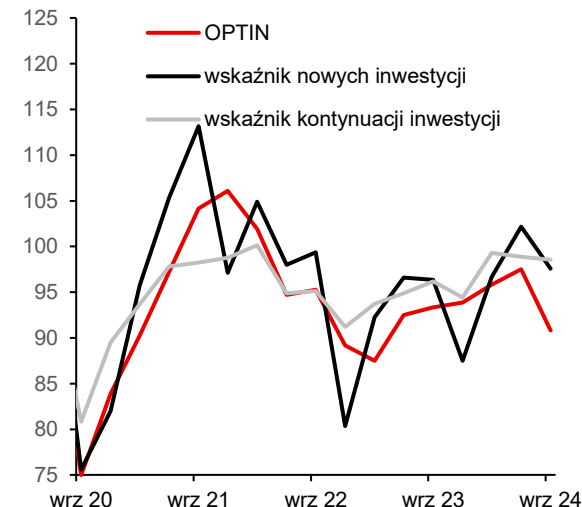
Inwestycje sektora publicznego a nakłady na inżynierię lądową, % r/r



Dekompozycja zmian nakładów na inżynierię lądową, % r/r



Nastroje inwestycyjne w firmach (wskaźniki NBP)



Środki unijne mocnym wsparciem dla inwestycji



Oczekiwany przez nas wzrost inwestycji będzie wynikał m.in. ze zwiększonego wykorzystania funduszy unijnych. Od czasu odblokowania funduszy Polska starta się możliwie szybko angażować je w projekty inwestycyjne, a efekty tych działań powinny być dobrze widoczne już w 2025 r.

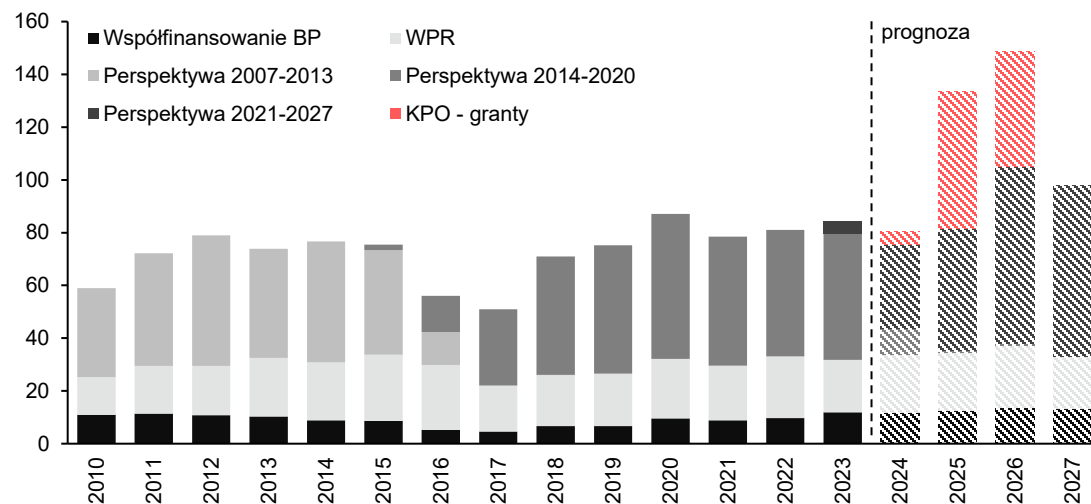
Zgodnie z projektem ustawy budżetowej na 2025 r., **wydatki budżetu środków europejskich na realizację perspektywy finansowej 2021-2027 mają wynieść w przyszłym roku około 33 mld zł.** Realizacje budżetów z ubiegłych lat sugerują, że **faktyczne wydatki będą o kilkanaście miliardów większe**, ponieważ wraz z upływem czasu będzie wykorzystywana także wynosząca ponad 35 mld zł rezerwa na finansowanie programów z budżetu środków UE.

Dodatkowo, **w przyszłym roku powinny zmaterializować się pierwsze wyraźne efekty Krajowego Planu Odbudowy.** W budżecie środków europejskich zapisano na ten cel około 52 mld zł z jego części grantowej, choć warto dodać, że według słów minister Pełczyńskiej-Nałęcz z 13 września wydatki na inwestycje z części grantowej KPO mają wynieść w przyszłym roku około 70 mld zł.

W sumie, wydatki finansowane ze środków UE mogą w 2025 r. wzrosnąć o ponad 50 mld zł.

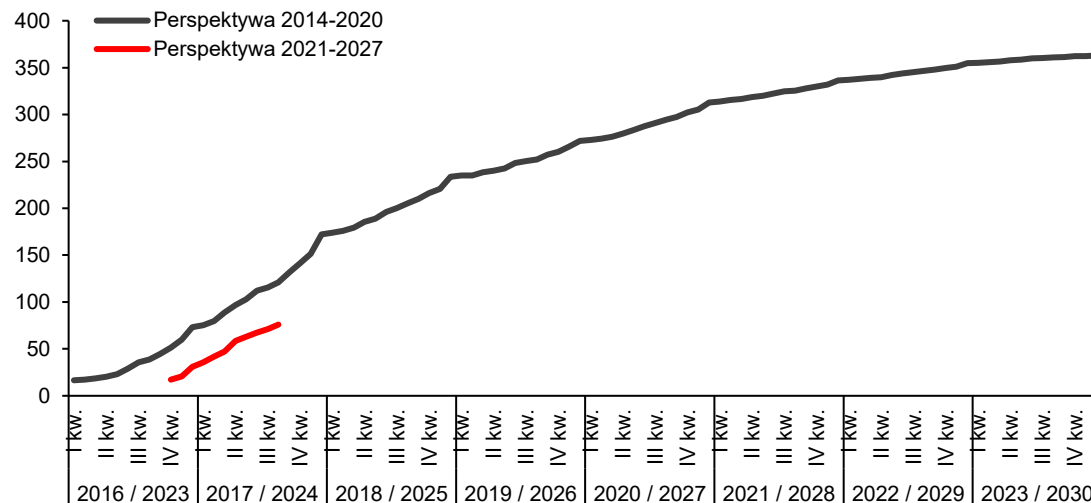
W kolejnych latach, zgodnie z przedstawionym w projekcie ustawy budżetowej planem, wydatki z perspektywy finansowej mają wzrosnąć do ponad 60 mld zł rocznie. Wydatki z części grantowej KPO mają znaleźć się w 2026 r. na poziomie ponad 43 mld zł, co oznaczałoby, że część grantowa KPO zostałaby wykorzystana w blisko 90% (przy założeniu, że wydatki w 2024 r. wyniosą około 5 mld zł, zgodnie z tą samą wypowiedzią minister Pełczyńskiej-Nałęcz, a w 2025 r. będą równe planowi z ustawy budżetowej).

Wydatki na realizację programów UE, mld zł



Źródło: GUS, MF, Santander

Wartość podpisanych umów, mld zł



Bez programów Interreg
Źródło: MFIPR, Santander

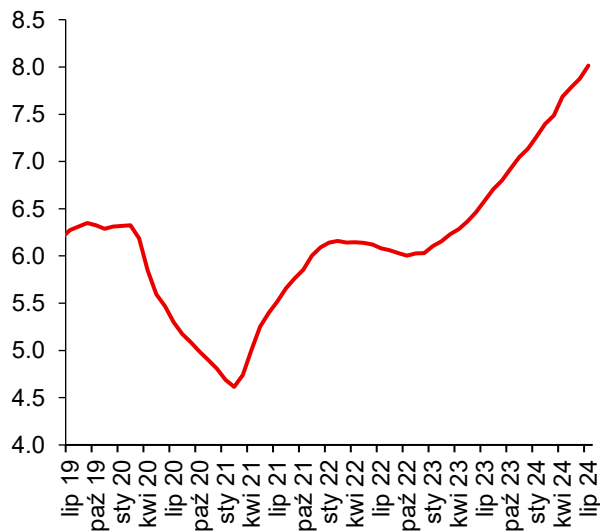


Kredyty: solidna sprzedaż

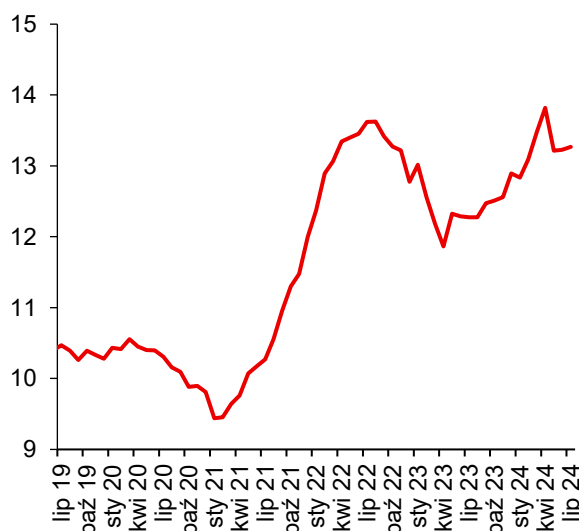
Rynek kredytowy w ostatnich kwartałach jest w fazie ożywienia. Sprzedaż kredytów konsumpcyjnych pobiła rekord wszech czasów w sierpniu (zarówno w ujęciu pojedynczego miesiąca, jak i średniej za ostatnie 12 miesięcy). Rynek hipoteczny, po wygaśnięciu impulsu związanego z kredytem 2%, utrzymuje aktywność na wyraźnie wyższym poziomie niż w 2023 r., ze średnią sprzedażą nowych kredytów na poziomie ok. 6-7 mld zł miesięcznie. Całkiem nieźle prezentuje się też kreacja nowych kredytów w sektorze firm, choć jest nieco poniżej szczytu z połowy 2022 r. **Naszym zdaniem poprawa aktywności gospodarczej będzie sprzyjała utrzymaniu aktywności rynku kredytowego na podwyższonym poziomie.**

W ujęciu wolumenowym rynek kredytowy rośnie w tempie zaledwie kilku procent, choć w ostatnich kwartałach doszło do wyraźnej poprawy. Relatywnie niewielki przyrost wolumenów był związany z historycznie wysoką stopą spłat, zwłaszcza w przypadku kredytów hipotecznych. Obecnie obserwujemy normalizację tej stopy, co powinno sprzyjać dalszemu wzrostowi wolumenów przy solidnej sprzedaży. **Zakładamy, że rok zamknie się przyrostem o ok. 5% r/r.** Wzrost depozytów utrzymuje się natomiast na solidnym poziomie, rzędu ok. 8% r/r. Wzrost ten pochodzi głównie ze wzrostu aktywów zagranicznych netto w sektorze bankowym i naszym zdaniem w kolejnych miesiącach będzie dość stabilny.

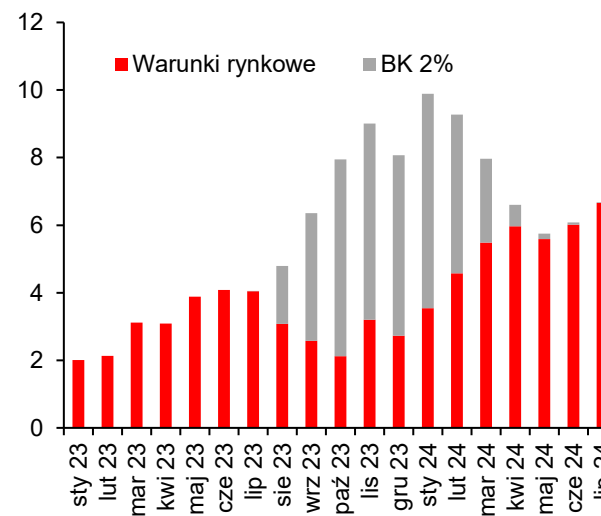
Kredyty konsumpcyjne: nowa sprzedaż, średnia za 12 miesięcy, mld zł



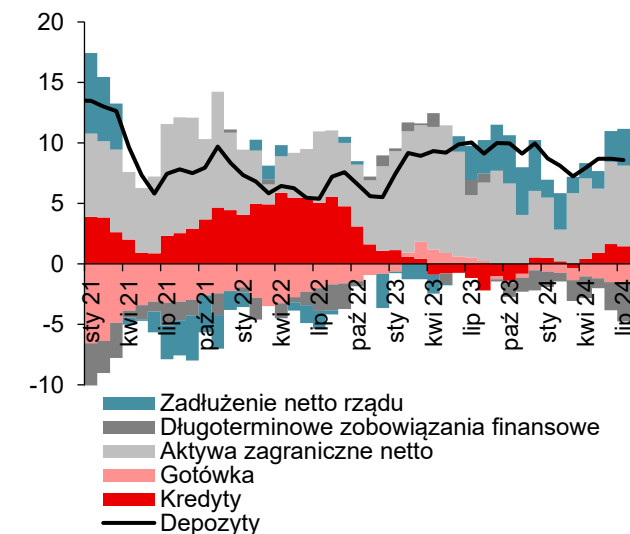
Kredyty dla firm: nowa sprzedaż, średnia za 12 miesięcy, mld zł



Kredyty hipoteczne: nowa sprzedaż, mld zł



Wzrost depozytów: dekompozycja źródeł kreacji, % r/r



Rynek pracy

2

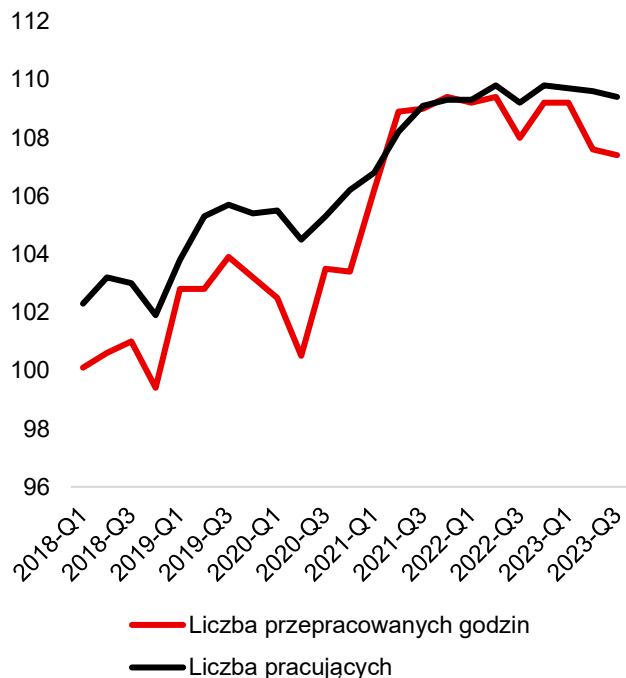


Gospodarka przyspiesza, rynek pracy zwalnia

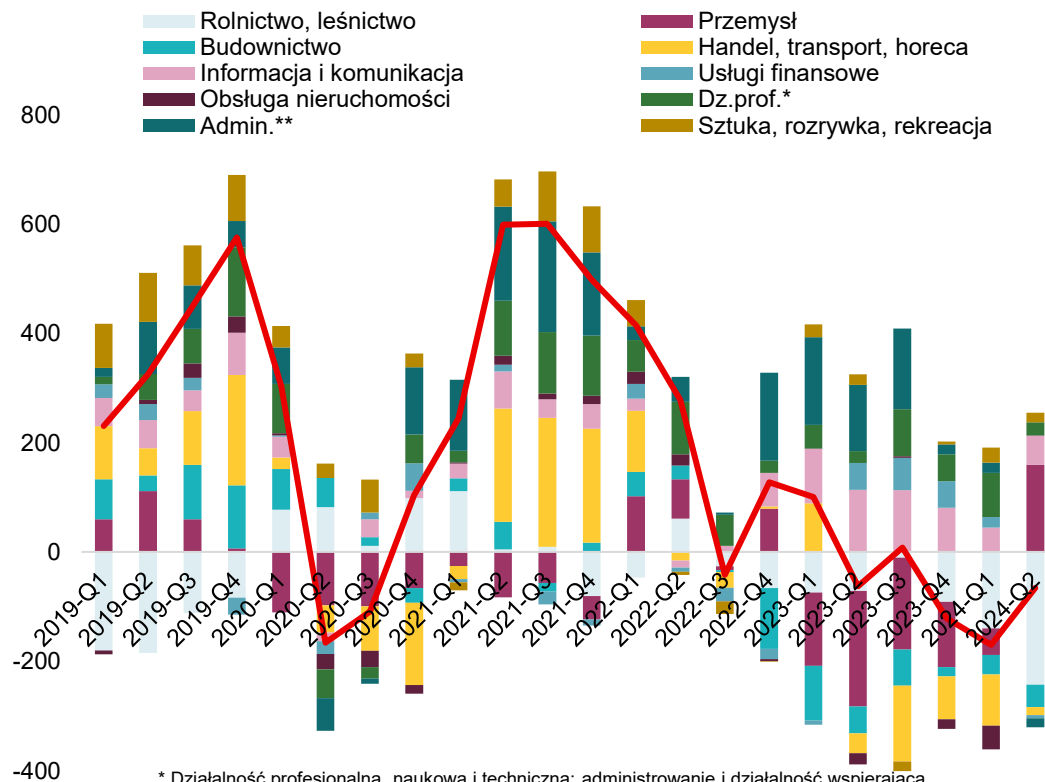
Przyspieszenie wzrostu PKB powyżej 3% r/r zwykle w przeszłości generowało w polskiej gospodarce impuls do wzrostu zatrudnienia. Na razie jednak obserwowane ożywienie gospodarcze nie idzie w parze z mocniejszym popytem na pracę. Przeciwnie - liczba pracujących w gospodarce narodowej (GN) i w badaniu BAEL lekko maleje, a liczba przepracowanych godzin spada nawet szybciej, wskazując na spadek wykorzystania zasobów pracy.

W poprzednim raporcie sugerowaliśmy, że słabość widoczna w danych może być bardziej efektem ograniczenia podaży pracy niż spadku popytu na pracowników. Z czasem przybywa jednak sygnałów, że hamowanie ma jednak swoje źródła po stronie popytowej (zob. następna strona). Jednocześnie, spadek liczby aktywnych zawodowo powoduje, że mimo malejącej liczby pracujących stopa bezrobocia pozostaje blisko rekordowo niskiego poziomu.

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

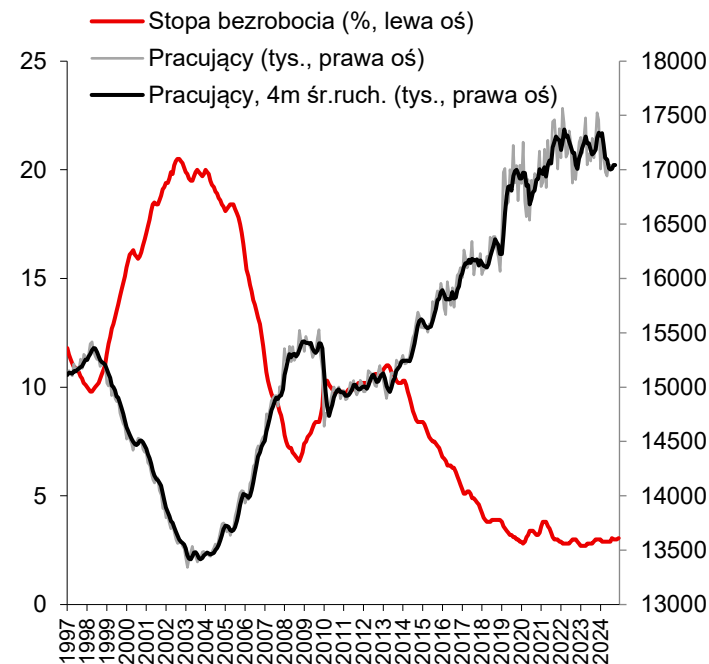


Liczba pracujących w GN, tys. osób r/r



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

Stopa bezrobocia wg BAEL i implikowana liczba pracujących

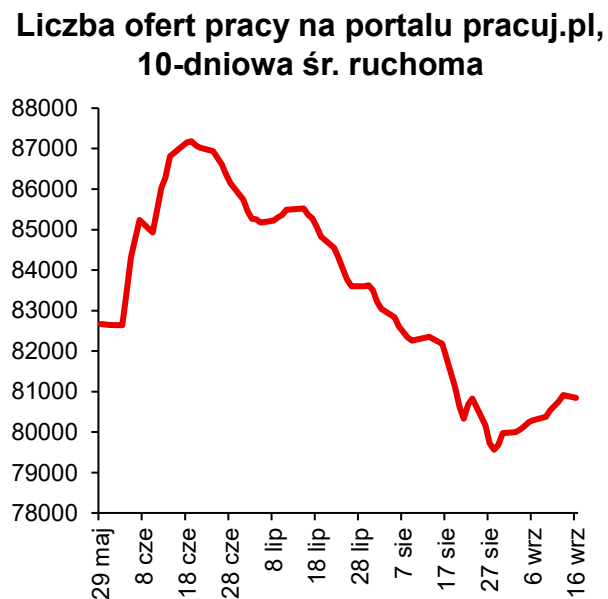
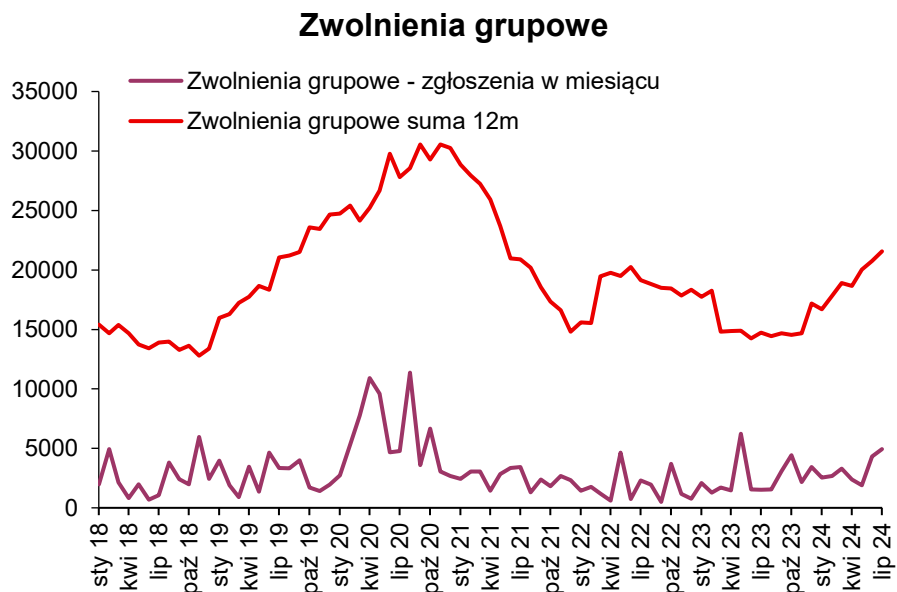
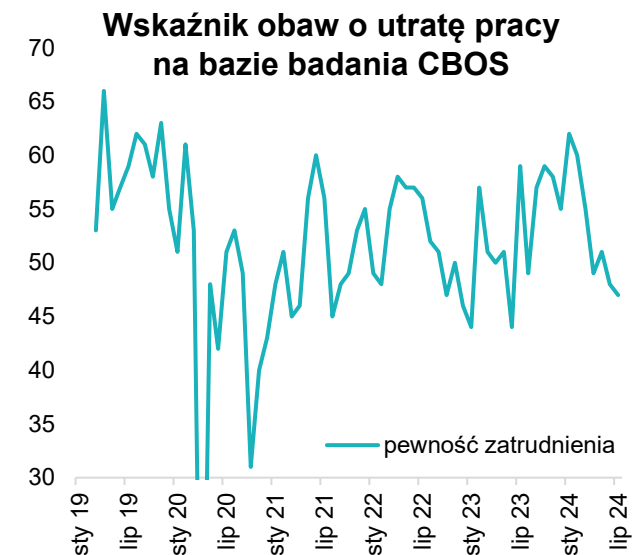


Źródło: Eurostat, Santander

Więcej rys na szkle, ale obraz niejasny

Przybywa sygnałów schłodzenia sytuacji na rynku pracy, chociaż pojawiające się informacje nie są jednoznacznie negatywne: Zwolnienia grupowe pojawiają się w większej skali niż przed rokiem. Badania koniunktury wskazują na redukcję planów zatrudnieniowych szczególnie w przemyśle (choć nie wszystkie, np. Szybki monitoring NBP sugeruje wzrost optymizmu firm w tym zakresie). Narastają obawy gospodarstw domowych o perspektywy zatrudnienia i spada poczucie bezpieczeństwa na rynku pracy. Liczba ofert pracy dostępnych w Państwowych Urzędach Pracy wyraźnie spadła w sierpniu (ale za to liczba ogłoszeń w internetowych portalach ostatnio zaczęła odbijać). W ostatnich dwóch miesiącach widoczny był też wzrost liczby nowych bezrobotnych w danych z urzędów pracy, niezgodny z wzorcem sezonowym.

Ogólnie, sytuacja na rynku pracy nadal nie wygląda na złą, ale nie brakuje też sygnałów ostrzegawczych.



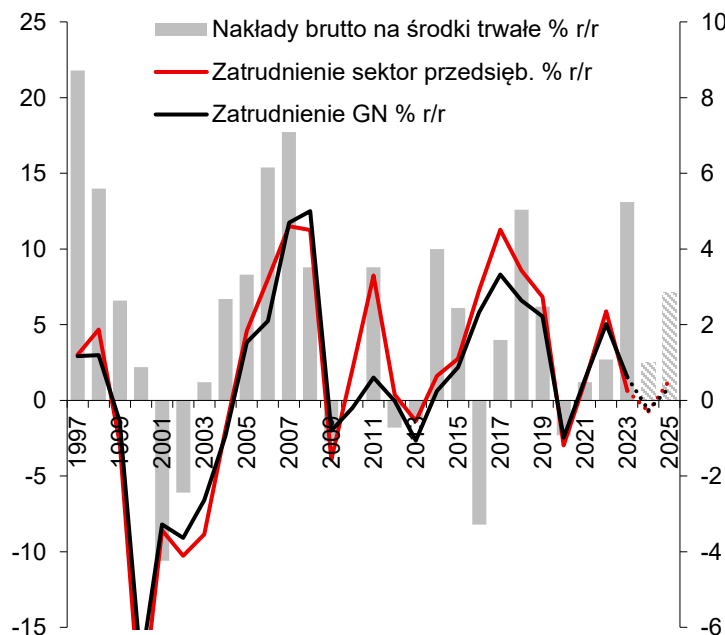


Zbliżamy się do punktu zwrotnego?

Z drugiej strony, stopa bezrobocia utrzymuje się blisko rekordowego minimum, a opublikowane niedawno badanie GUS wskazuje, że liczba rekrutacji planowanych przez firmy do końca br. jest ponad czterokrotnie większa niż liczba planowanych zwolnień. Co więcej, dane z sektora przedsiębiorstw wskazały na lekkie odbicie zatrudnienia w lipcu, a poprawę nastrojów względem perspektyw zatrudnienia widać też w niektórych badaniach koniunktury. Wszystko to składa się na obraz, w którym obecne przyhamowanie popytu na pracę może być wstępem do stopniowego odbicia w kolejnych kwartałach, o ile tendencja ożywienia gospodarczego (zgodnie z naszymi prognozami) się utrzyma.

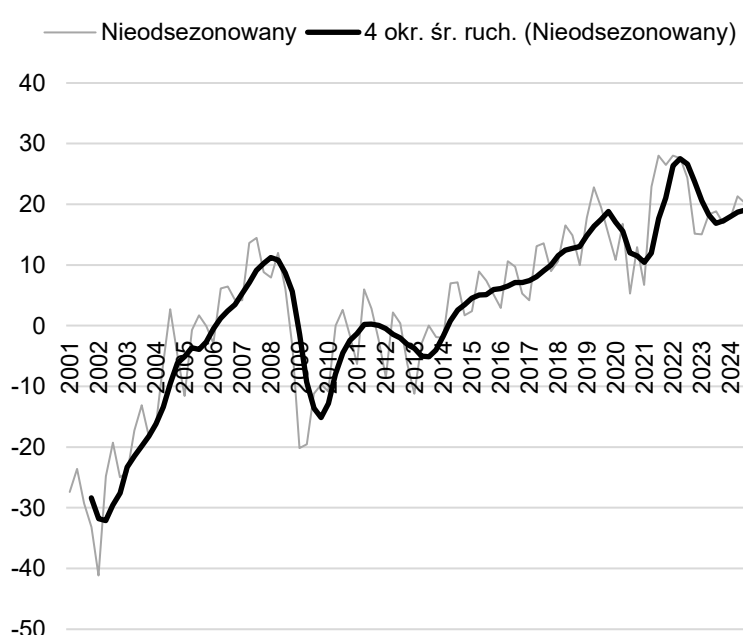
Zakładamy przełamanie lekko negatywnych tendencji w zatrudnieniu w perspektywie kolejnych kwartałów. Będzie temu sprzyjać dalszy wzrost gospodarczy, w coraz większym stopniu oparty na ożywieniu inwestycji (które historycznie są znacznie mocniej skorelowane ze zmianą zatrudnienia niż sam wzrost PKB).

Wzrost zatrudnienia a wzrost inwestycji, %



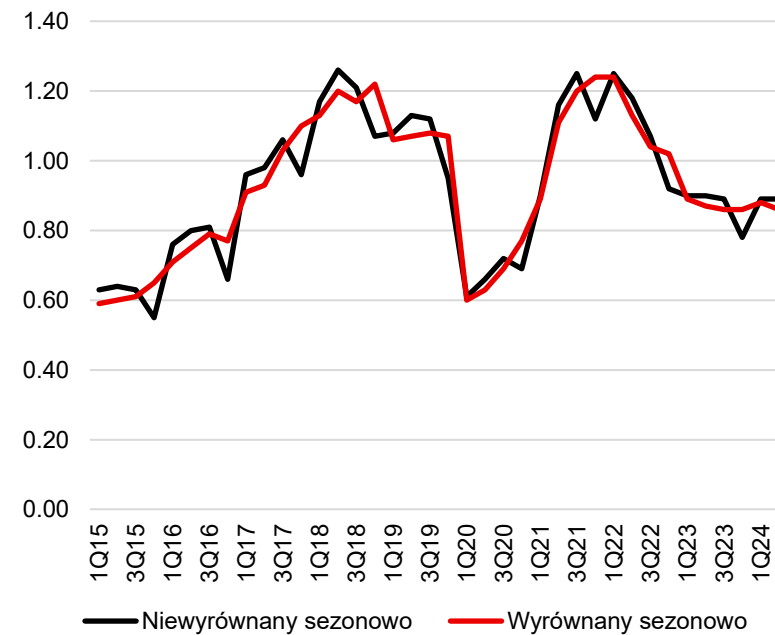
Źródło: GUS, Santander

Wskaźnik prognoz zatrudnienia saldo prognoz kwartalnych



Źródło: Szybki Monitoring NBP, Santander

Wskaźnik wolnych miejsc pracy



Źródło: GUS, Santander



Wzrost płac rekordowo wysoki, ale powinien hamować

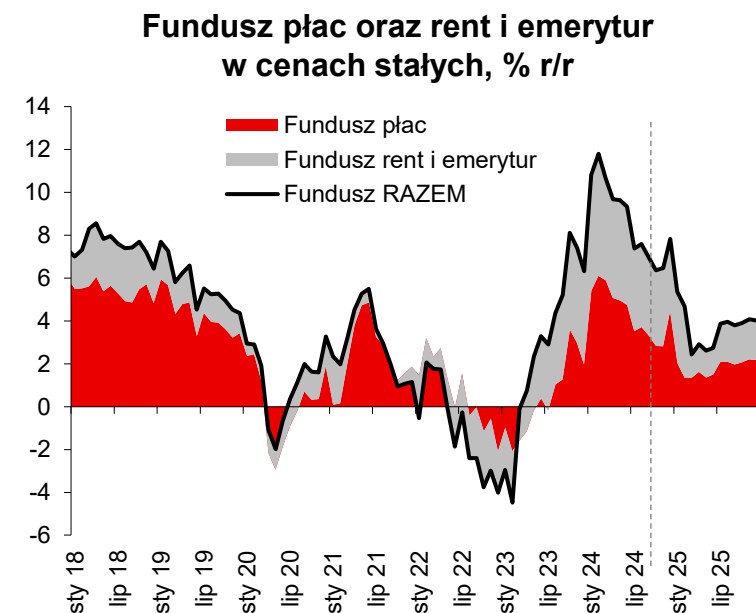
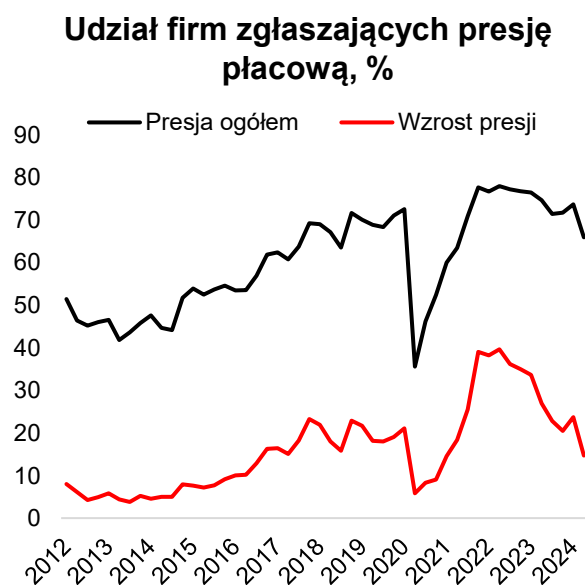
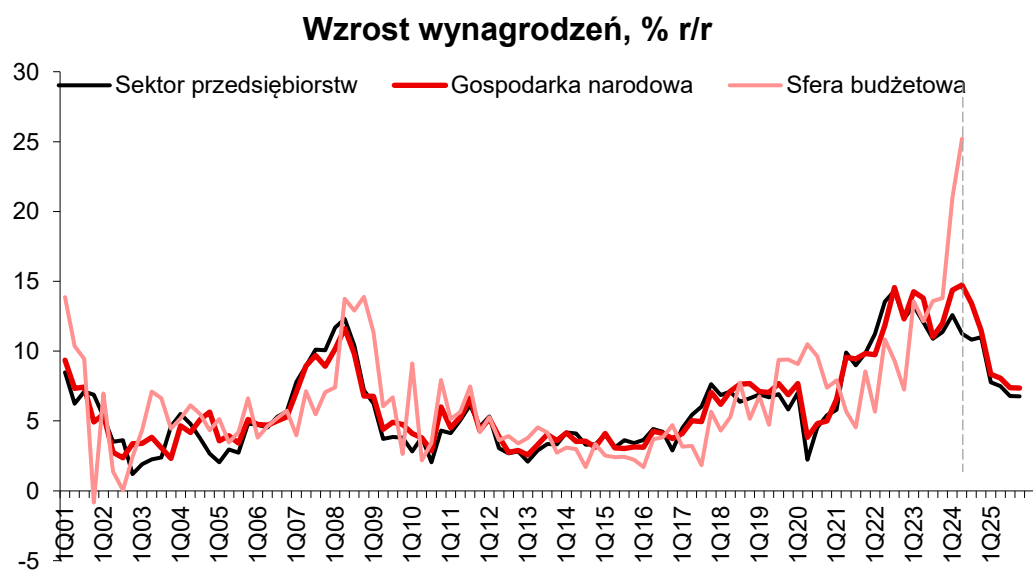
Wzrost płac w gospodarce narodowej przyspieszył w II kw. do 14,7% r/r, najwyżej od 25 lat, głównie za sprawą rekordowej skali podwyżek w sektorze publicznym (ok. 25% r/r). W sektorze przedsiębiorstw widoczne jest już stopniowe hamowanie płac, chociaż ich dynamika pozostaje dwucyfrowa.

Badania ankietowe, w tym Szybki Monitoring NBP, wskazują, że presja płacowa słabnie, chociaż co do poziomu jest porównywalna z sytuacją z 2018 r., kiedy rynek pracy zaczął być źródłem narastania presji inflacyjnej.

Spodziewamy się wyraźnego przyhamowania wzrostu wynagrodzeń dopiero w 2025 r., do ok. 7-8% w skali rocznej, w czym pomoże m.in. znacznie mniejsza niż w poprzednich latach skala podwyżki płacy minimalnej (8,5%) i skromniejsze podwyżki w sektorze publicznym (ok. 5%).

Indeksacja świadczeń społecznych w 2025 r. też będzie skromniejsza niż w tym roku. Wzrost rent i emerytur od marca 2025 wyniesie ok. 6-7%.

Niemniej, przewidywany przez nas od II kw. 2025 spadek inflacji powinien ustabilizować realną wartość nabywczą dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w drugiej połowie przyszłego roku.





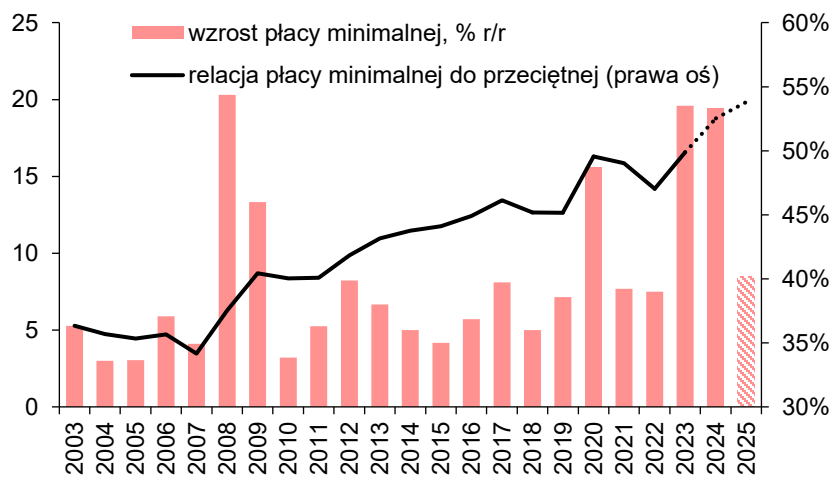
Płaca minimalna wzrośnie o 8,5%

Wg projektu rozporządzenia rządu płaca minimalna wzrośnie w 2025 r. do 4666 zł, co oznacza wzrost o 8,5% względem aktualnego poziomu 4300 zł. Skala podwyżki będzie więc ponad dwukrotnie mniejsza niż w 2023 i 2024 r., kiedy to poziom minimalnych wynagrodzeń rósł o blisko 20%. Jest to jednak większa kwota niż proponowana wcześniej przez rząd (4646 zł, tj. +7,6%). Oznacza to nieco większe wsparcie dla dochodów gospodarstw domowych i ich wydatków konsumpcyjnych w przyszłym roku, jednocześnie stanowiąc większe wyzwanie kosztowe dla firm (szczególnie najmniejszych) i nieco utrudniając proces dezinflacji, co dla banku centralnego może być jednym z argumentów przeciwko wcześniejszym obniżkom stóp procentowych.

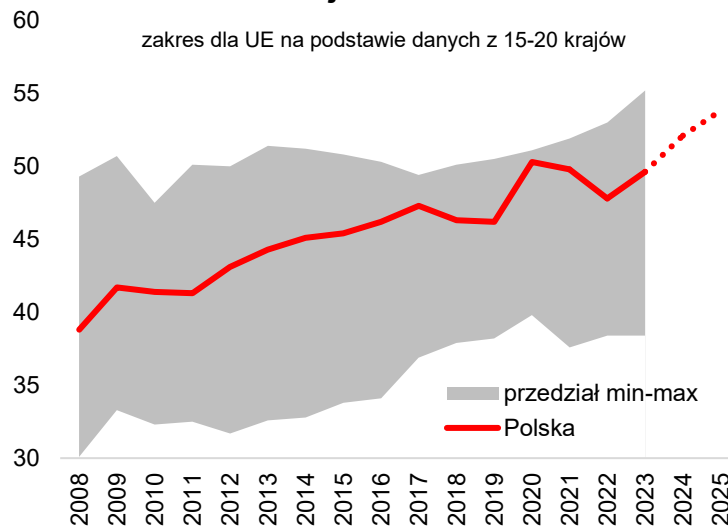
Relacja płacy minimalnej do średniego wynagrodzenia w gospodarce narodowej ma wg rządu wzrosnąć do 53,83%, co oznaczałoby, że znalazłby się na najwyższym poziomie od co najmniej 25 lat.

Wg naszych szacunków **podwyżka płacy minimalnej w tej skali może objąć ok. 4 mln osób (ok. 23% pracujących)** i odpowiadać za ok. 2 pkt. proc. wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej.

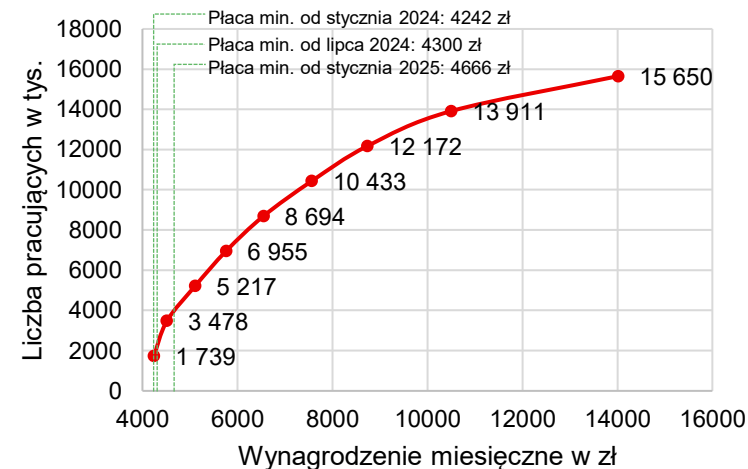
Wzrost płacy minimalnej w Polsce



Płaca minimalna jako % przeciętnej płacy w krajach UE



Liczba pracujących z wynagrodzeniem miesięcznym nie większym niż ... (marzec 2024)





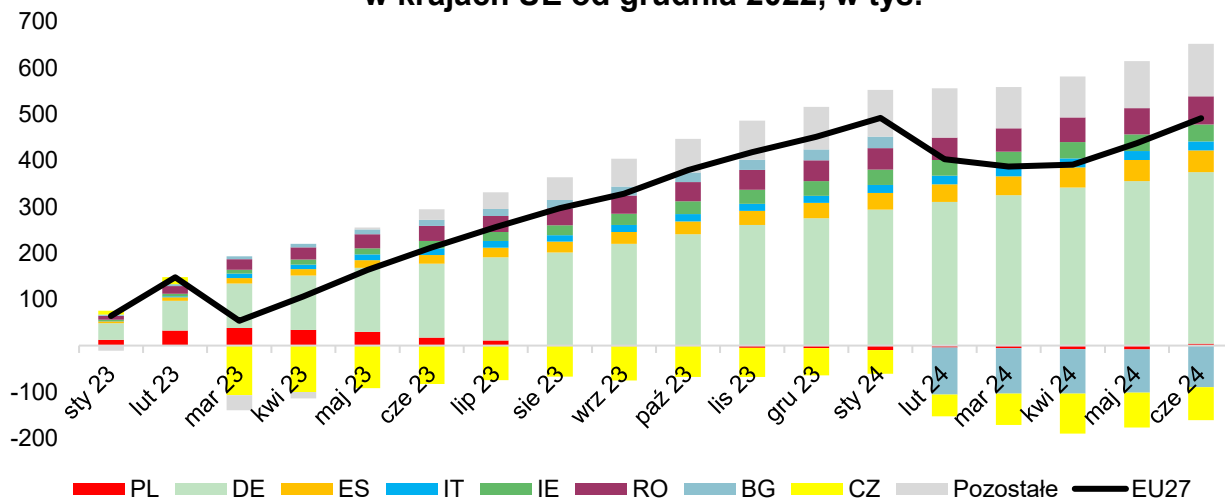
Migrantów z Ukrainy znowu przybywa?

Od połowy 2023 napływ migrantów z Ukrainy do Polski był niemal zerowy. Wg danych Eurostatu w tym okresie liczba Ukraińców objętych ochroną tymczasową w UE rosła najmocniej w Niemczech, Rumunii, Hiszpanii i Irlandii. **Od czerwca br. widać jednak ponowny lekki wzrost migracji do Polski.**

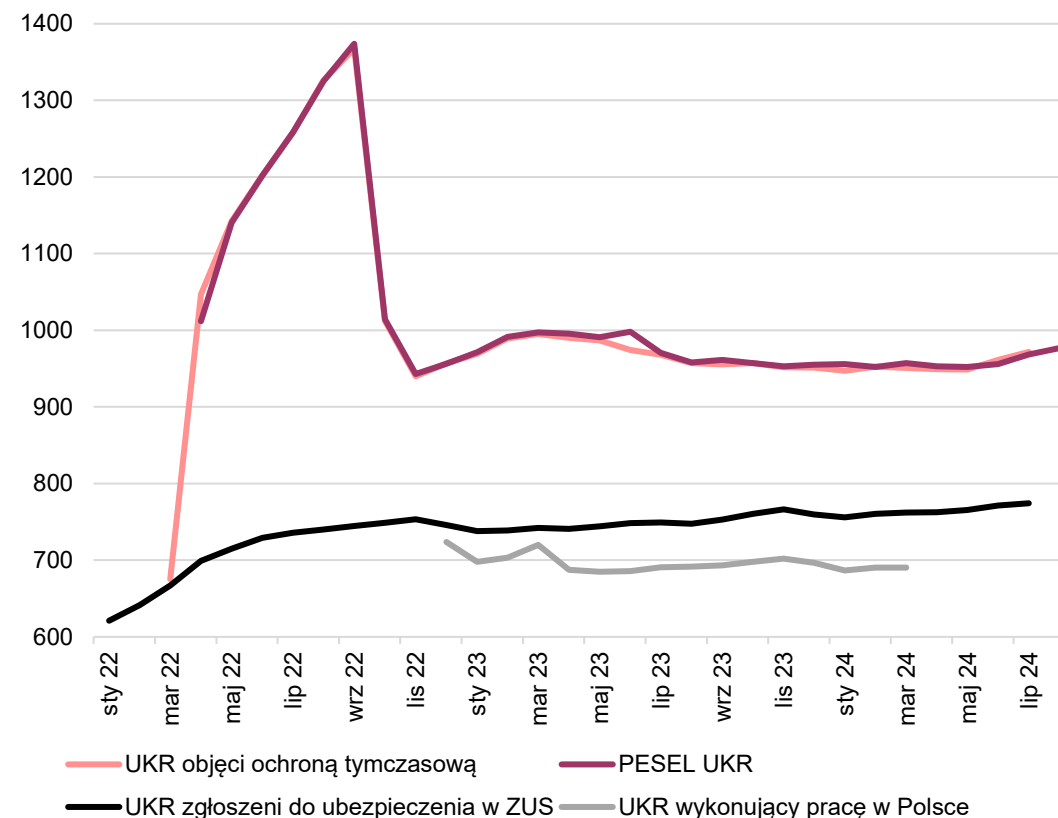
Wg przewidywań Narodowego Banku Ukrainy do końca tego roku z Ukrainy może wyjechać ok. 400 tys. osób, a w 2025 kolejne 300 tys. z powodu problemów z dostępem do elektryczności i zniszczoną infrastrukturą energetyczną.

Niewykluczone, że część z nich zatrzyma się ponownie w Polsce. Jednym z argumentów za tym może być przedłużająca się stagnacja niemieckiej gospodarki, wpływająca m.in. na sytuację na tamtejszym rynku pracy.

Skumulowana zmiana liczby obywateli Ukrainy objętych tymczasową ochroną w krajach UE od grudnia 2022, w tys.



Liczba obywateli Ukrainy w Polsce i na polskim rynku pracy na podstawie różnych dostępnych statystyk, w tys.



Inflacja

3



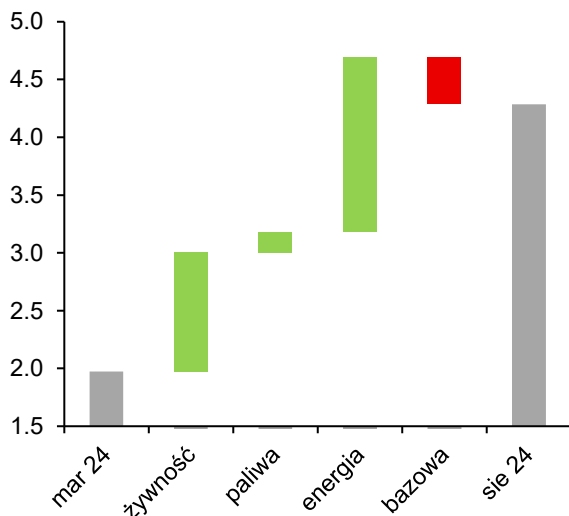
Inflacja jeszcze wzrośnie, ale nie na długo

W sierpniu inflacja CPI wyniosła 4,3% r/r i była najwyższa w tym roku. Wzrost wobec tegorocznego minimum na 2,0% r/r z marca wynikał głównie z czynników regulacyjnych: lipcowej podwyżki cen energii oraz kwietniowej normalizacji stawek VAT na żywność. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji CPI, w okolice 5,0% r/r we wrześniu, co wynikać będzie z efektu bazy wywołanego wprowadzeniem darmowych leków dla wybranych grup społecznych we wrześniu 2023 r. Szczytu spodziewamy się w marcu 2025 r. nieco poniżej 6,0% r/r. Mocniejszy spadek inflacji nastąpi w lipcu 2025 r., kiedy ujawni się efekt bazy związany z tegoroczną podwyżką cen energii. Na koniec 2025 r. inflacja CPI wyniesie naszym zdaniem ok. 4% r/r. Dla przebiegu inflacji w 2025 r. istotne będą decyzje w sprawie cen energii ([patrz str.32](#)) oraz akcyzy na tytoń (zakładamy jej podwyżkę w marcu).

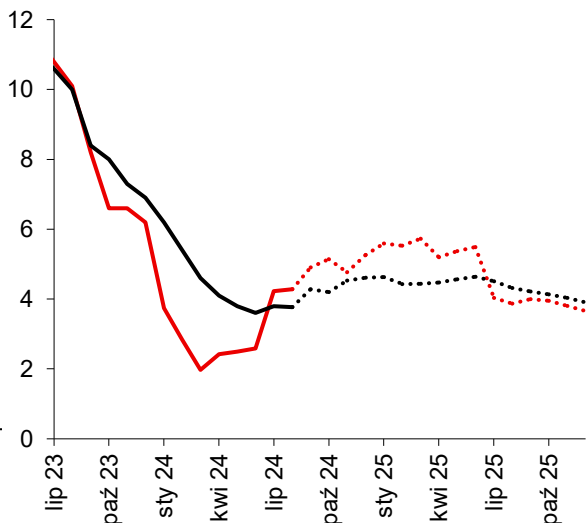
Inflacja bazowa będzie naszym zdaniem dość stabilna w okolicy 4% r/r.

Obecnie dynamika cen utrzymuje się na niskim poziomie. Z inflacji wyparowały kategorie rejestrujące dwucyfrowe roczne stopy wzrostu (w szczycie inflacji aż 3/4 koszyka rosło w takim tempie). Miary rozpędu cen bazowych od czasu do czasu wykazują mocniejsze wybicia, ale są one krótkotrwałe.

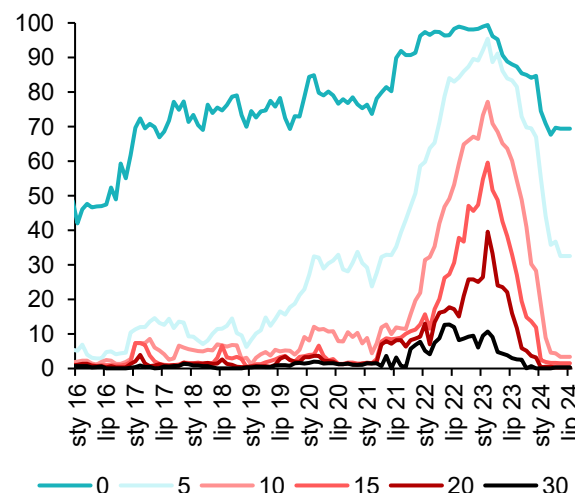
Dekompozycja zmiany inflacji CPI – sierpień wobec marca, % r/r



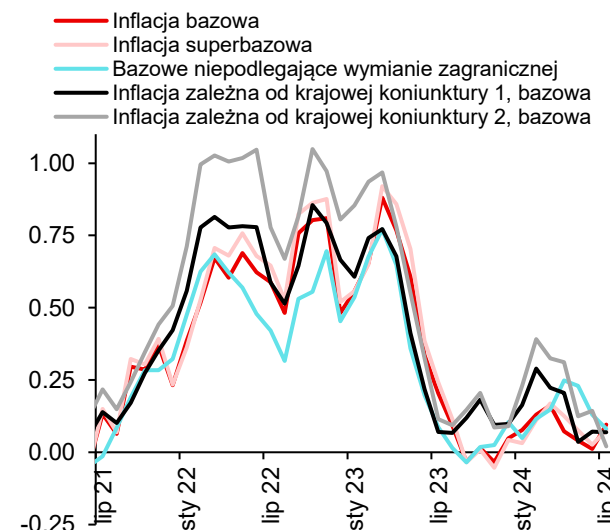
CPI i inflacja bazowa (bez cen energii i żywności), % r/r



Jaki % koszyka rośnie szybciej niż...



Miary rozpędu cen: 3-mies. śr. ruchome wzrostów m/m skorygowanych o medianę oraz zmiany podatkowe



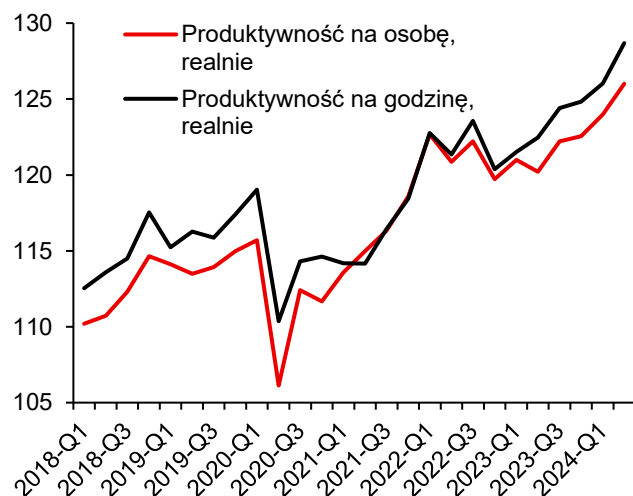


Koszty pracy, wydajność powinny sprzyjać dezinflacji

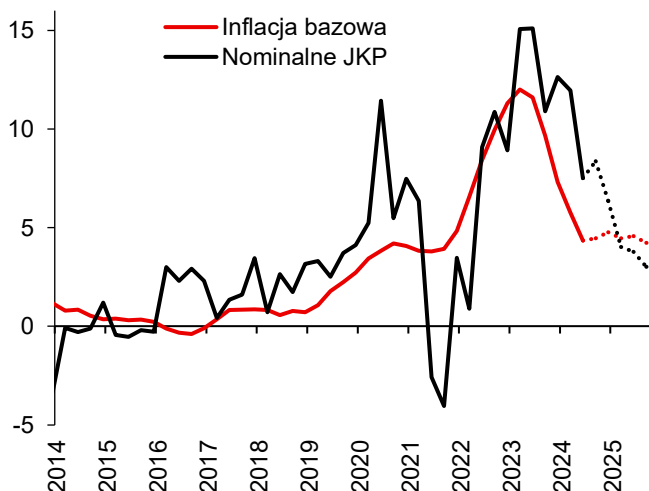
Poprawa wzrostu gospodarczego w ostatnich kwartałach przełożyła się na poprawę wydajności pracy, a to z kolei na wolniejszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, które spowolniły z ponad 15% r/r w szczycie w połowie 2023 r. do 7,5% r/r w połowie 2024 r. Zakładamy, że utrzymanie wzrostu gospodarczego na solidnym poziomie przy pewnym spowolnieniu wzrostu wynagrodzeń przełoży się na dalsze hamowanie tej miary.

Niższy wzrost jednostkowych kosztów pracy powinien z czasem sprzyjać niższemu wzrostowi inflacji bazowej, zwłaszcza że część koszyka inflacji bazowej podlegająca wymianie międzynarodowej, czyli zależna od cen zagranicznych, już bardzo wyraźnie się obniżyła (poniżej 1,5% r/r), a podwyższona pozostaje część mocniej zależna od czynników krajowych (ok. 6% r/r). Naszym zdaniem jednak spadek inflacji bazowej będzie powolny, m.in. ze względu na podbijające ją zmiany cen administrowanych i regulowanych (akcyza na alkohol i tytoń, ceny wody i ścieków itd.).

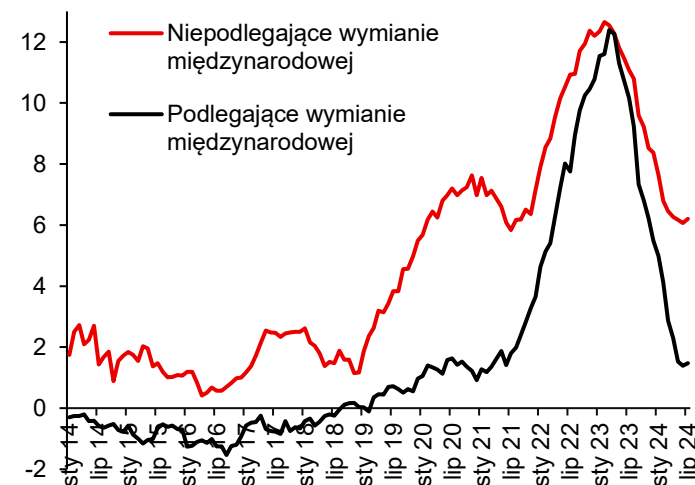
Wydajność pracy, 2015=100, wyr.sezon.



Inflacja bazowa a jednostkowe koszty pracy, % r/r



Inflacja bazowa – podział, % r/r





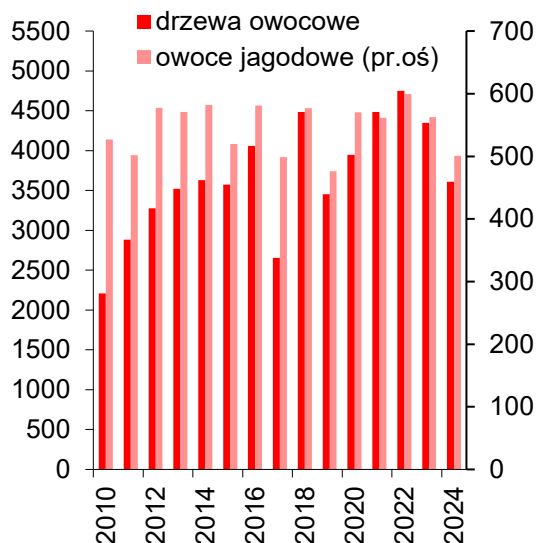
Wpływ suszy na ceny

Według wstępnych szacunków GUS z końca lipca w 2024 r. dojdzie do spadku poziomu zbiorów większości głównych ziemiopłodów względem ubiegłego roku. Mniejsze niż przed rokiem zapowiadały się m.in. zbiory zbóż podstawowych, szacowane na 25,6 mln ton (-4% r/r), rzepaku i rzepiku, rzędu 3,4 mln ton (-0,9% r/r), jak również owoców z drzew, krzewów i plantacji jagodowych, które wg szacunku GUS wyniosły łącznie ok. 4,1 mln ton (-17% r/r). **Uwagę zwracają zwłaszcza bardzo niskie spodziewane zbiory owoców (najniższe od 2019 r.), które mogą doprowadzić do zwiększenia presji na wzrost ich cen w drugiej połowie roku. Już teraz ceny owoców odstają w górę od wzorca sezonowego.**

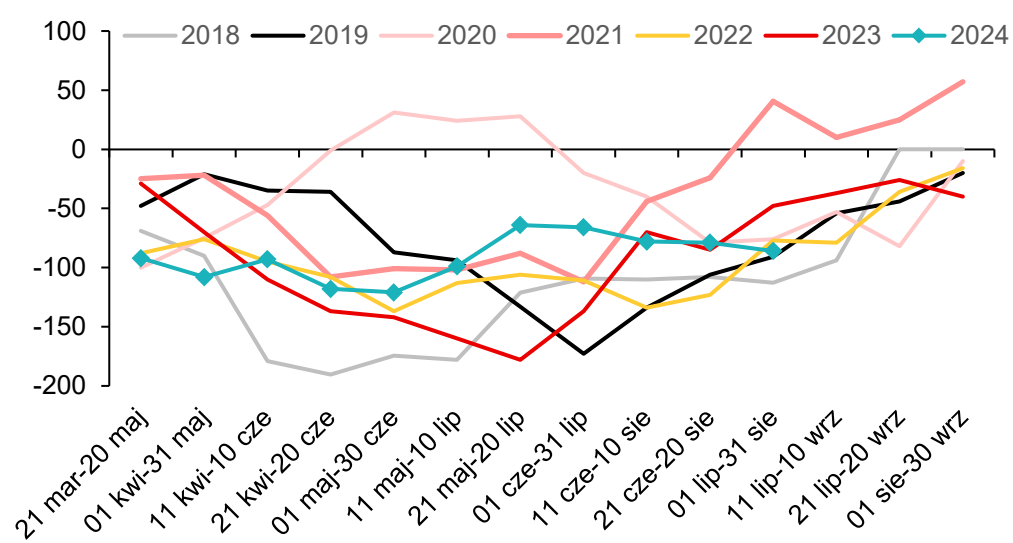
Słabsze wyniki produkcji roślinnej były związane z kwietniowymi przymrozkami, niedoborem opadów w drugiej połowie kwietnia i w maju, i ekstremalnymi zjawiskami klimatycznymi w czerwcu i lipcu. Od czasu raportu GUS pogoda pozostała nieprzychylna – choć Klimatyczny Bilans Wodny poprawił się w połowie sezonu to wbrew wzorcowi z poprzednich lat suszowych ponownie zaczął się psuć i znów bieżące odczyty są jednymi z najgorszych w ostatnich latach, tak jak na początku sezonu. W rezultacie **wstępne szacunki zbiorów GUS, w większości pokazujące spadki r/r, mogą jeszcze wymagać korekty w dół.**

Jedyną główną kategorią produkcji roślinnej, dla której szacunki GUS pokazały wzrost poziomu zbiorów, były warzywa gruntowe. Ich produkcja wyniesie ma ok. 3,8 mln ton (+2% r/r). To oznacza, że w przypadku warzyw jest mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia zwiększonej presji cenowej jesienią, choć i one w tym roku odstają raczej w górę od wzorca sezonowego pod względem miesięcznych zmian cen.

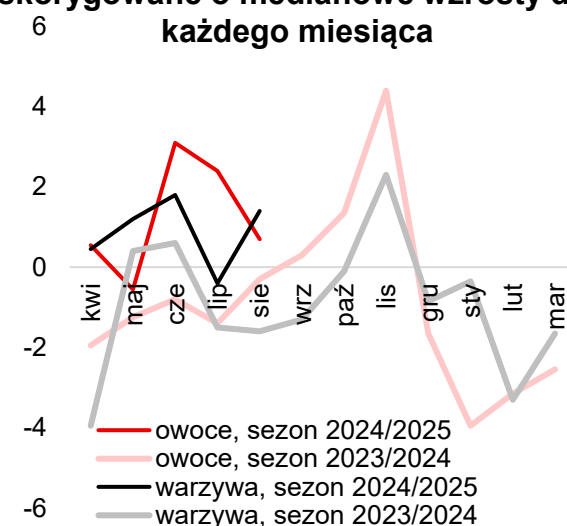
Zbiory owoców w tys. ton



Klimatyczny Bilans Wodny, mm



Ceny owoców i warzyw, % m/m, skorygowane o medianowe wzrosty dla każdego miesiąca





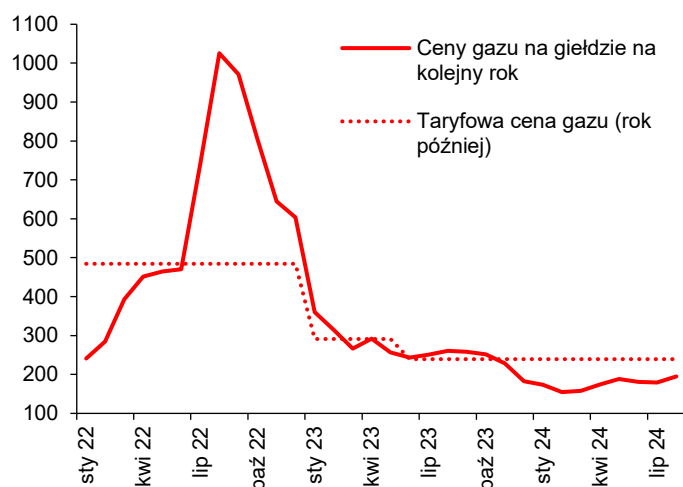
Ceny energii – stabilne w 2025 r.?

Jak w ostatnich latach, decyzje rządu będą kluczowe w sprawie cen energii na 2025 r. W obecnym stanie prawnym taryfy energetyczne obowiązują do końca 2025 r., a gazowe do połowy 2025 r. W przypadku taryfy energetycznej do końca 2024 r. cena sprzedaży prądu jest „zamrożona” na poziomie 500 zł/MWh (cena taryfowa to 622,80 zł/MWh), a dodatkowo rząd nie pobiera opłaty mocowej. W przypadku gazu nie wprowadzono mrożenia cen. Oznacza to, że **bez żadnych działań legislacyjnych ani dotyczących taryfy w styczniu 2025 r. ceny energii elektrycznej wzrosną o ok. 20%, co dodałoby ok. 1 punktu procentowego do inflacji CPI.**

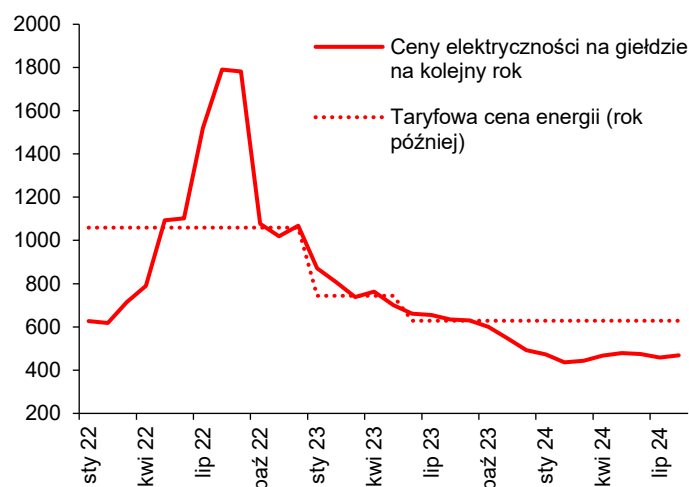
Przedstawiciele rządu sugerowali, że pewna forma działań osłonowych zostanie utrzymana w 2025 r. (ten cel zarezerwowano 2 mld zł w budżecie na 2025 r.), ale bez żadnych szczegółów. Poza tym, hurtowe ceny energii elektrycznej oraz gazu obniżyły się na tyle, że naszym zdaniem uzasadniają korektę obowiązujących obecnie taryf do poziomu faktycznych cen („zamrożonych”): średnie ceny energii na 2025 r. na TGE wyniosły w okresie styczeń-sierpień ok. 462 zł/MWh (cena „zamrożona” to 500 zł/MWh, taryfowa 622,80 zł/MWh), z kolei średnie ceny gazu wyniosły 175 zł/MWh. Pokusimy się nawet o stwierdzenie, że jest miejsce do obniżek taryf. Wprawdzie obecne zostały wprowadzone na dłuższy okres niż zwykle, ale nie można wykluczyć, że rząd wymusi ich zmianę z początkiem 2025 r. – tak jak stało się w lipcu 2024 r. Innym rozwiązaniem jest oczywiście utrzymanie działań osłonowych.

Zakładamy, że w styczniu 2025 r. ceny energii elektrycznej i gazu pozostaną stabilne. Wyraźnie spadły też ceny węgla ciepłowniczego, ale nie widzimy potencjału do spadku taryf ciepłowniczych.

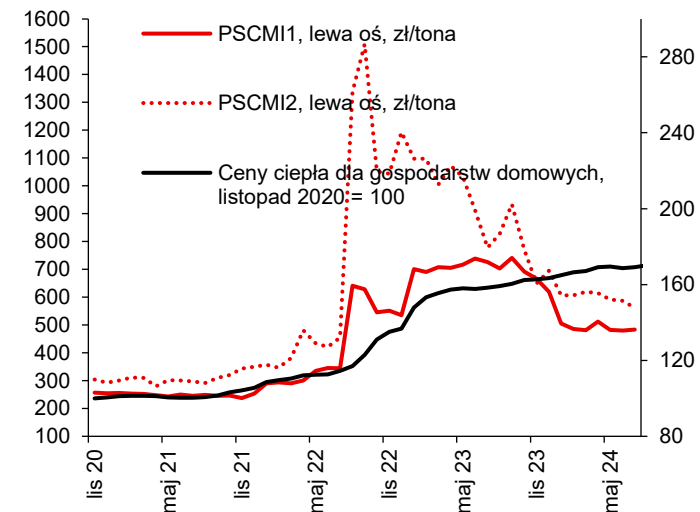
Ceny gazu, zł/MWh



Ceny elektryczności, zł/MWh



Ceny ciepła i węgla ciepłowniczego



PSCMI1 – cena węgla dla energetyki
PSCMI2 – cena węgla dla ciepłownictwa

Polityka gospodarcza

4



Polityka pieniężna: obniżki stóp możliwe w 2025 r.

Większość członków RPP widzi możliwość rozpoczęcia obniżek stóp w 2025 r., choć w różnych momentach (zob. następna strona). Zwraca uwagę, że ostatnie wypowiedzi wskazują na zacieranie się różnic w poglądach na politykę pieniężną pomiędzy grupą członków RPP powołanych przez Senat i resztą.

Prezes NBP wycofał się z lipcowej deklaracji o możliwości rozważania obniżek dopiero w 2026 r. i obecnie również dopuszcza taką możliwość w 2025 r.

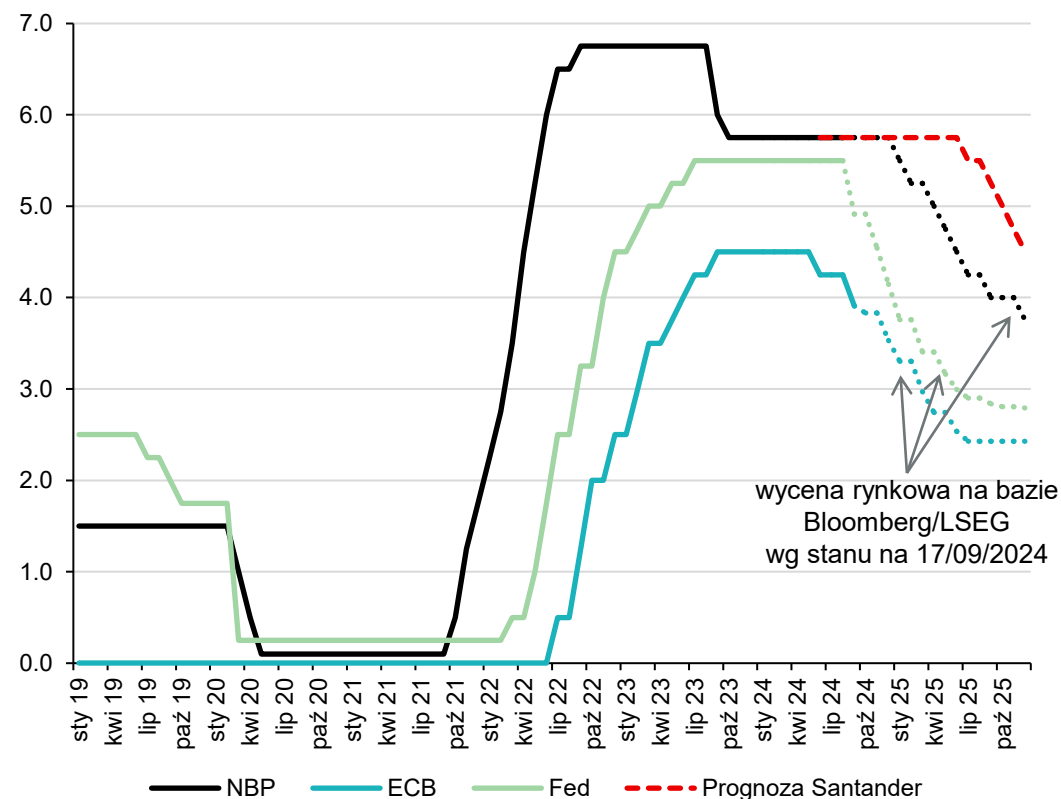
Wg prezesa NBP rozpoczęcie dyskusji o łagodzeniu polityki będzie możliwe dopiero kiedy inflacja nie będzie już rosła (przez 2-3 miesiące), a prognozy będą jednoznacznie wskazywały na jej spadek w kolejnych miesiącach.

Biorąc pod uwagę naszą prognozę inflacji, z której wynika, że CPI osiągnie swój lokalny szczyt (blisko 6%) w marcu, podtrzymujemy pogląd, że **RPP może zacząć obniżać stopy procentowe w połowie 2025 r., najprawdopodobniej w lipcu**, po tym jak zobaczy co najmniej parę odczytów CPI potwierdzających koniec trendu wzrostowego i zapozna się z nową aktualizacją projekcji NBP.

Decyzja o obniżce stóp już w marcu wydaje nam się mało prawdopodobna – na tym posiedzeniu ostatnim znanym odczytem inflacji będą dane o CPI za styczeń, nie przeliczone jeszcze wg nowych wag w koszyku, które naszym zdaniem pokażą wzrost wobec poprzednich miesięcy.

Szansę na szybszą reakcję banku centralnego zwiększałoby w naszej ocenie rozczarowujące tempo ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach oraz/lub znacząca aprecjacja kursu złotego.

Główne stopy procentowe banków centralnych, %



Źródło: Bloomberg, LSEG, Santander

Większość w RPP dopuszcza obniżki stóp w 2025 r.



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. 26–29 sierpnia 2024 r.

konsensus z sierpnia '24

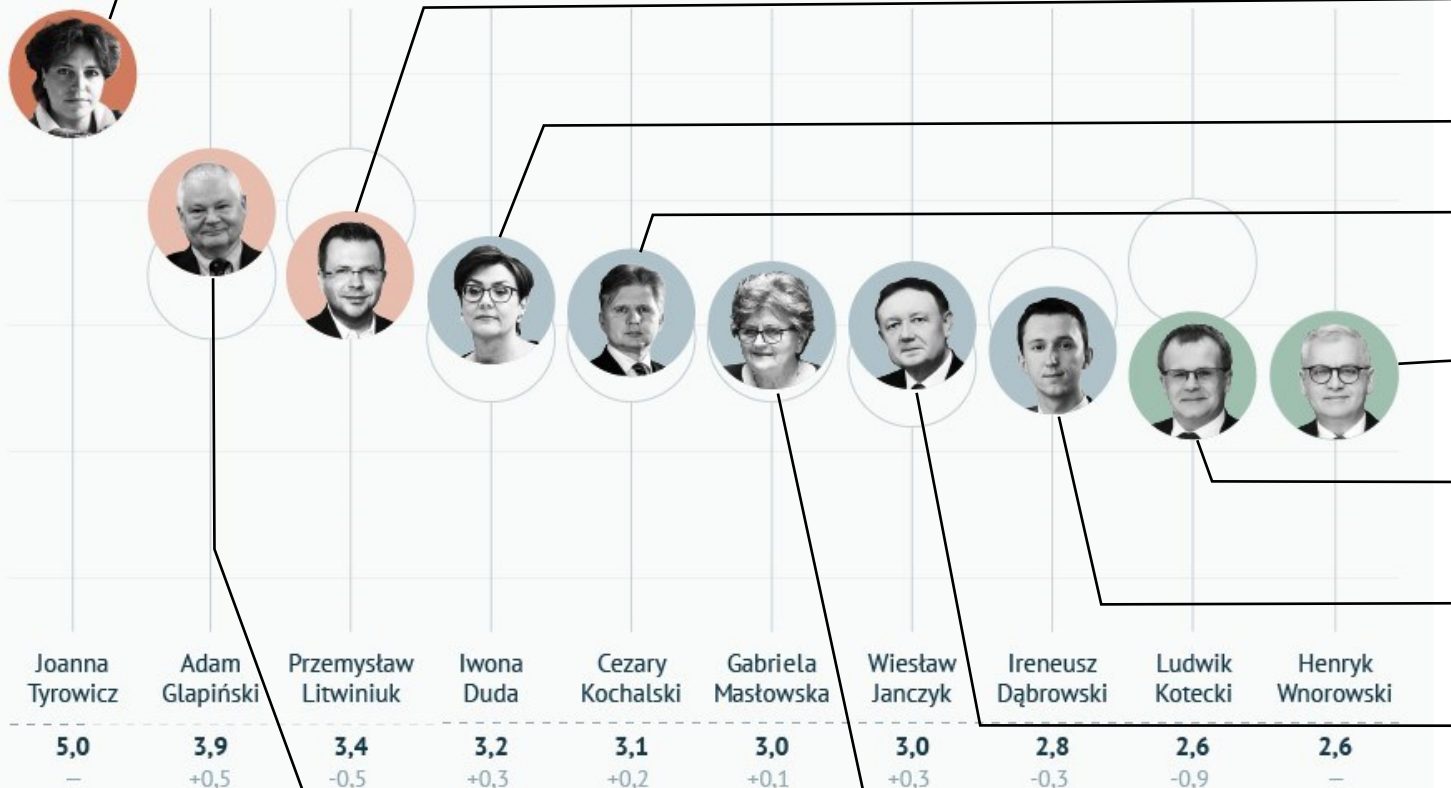
konsensus z marca '24

Nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



Z analizy modelu prognostycznego NBP stopą, która miała szansę zapewnić sprowadzenie inflacji do celu, jest 7,75% (6/09)

Moim zdaniem pierwsza obniżka może nastąpić **po lipcowej projekcji**, jeśli RPP nabierze przekonania, że ścieżka dezinflacji jest stabilna. (16/09)
Myślę, że (obniżki stóp) na pewno nie w tym roku. Przyszły rok nie jest wykluczony, ale bardziej skłaniałbym się do poglądu, że **druga połowa roku to będzie ten moment**. (6/09)

Jak widać ten moment (na rozpoczęcie dyskusji o obniżkach) się oddala. Być może **II połowa 2025 r.** to dobry czas na rozpoczęcie dyskusji o obniżkach stóp procentowych. (22/07)

Moim zdaniem obniżki stóp w tym roku są wykluczone, ale dyskusja może rozpocząć się **po publikacji projekcji w marcu** (10/07)
(...) odnosząc się do lipcowej projekcji i dostępnych informacji uważam, że **przestrzeń do takiej dyskusji może pojawić się już w 2025 r.** (11/07)

RPP wstrzyma się z decyzjami przynajmniej do marcowej projekcji inflacji - to jest poza dyskusją. (...) Obniżka stóp może nastąpić **już w II kwartale**, zwłaszcza jeśli pojawią się dodatkowe argumenty za obniżką ze strony największych banków centralnych. (12/09)

Dyskusja o niewielkiej korekcie stóp mogłaby się pojawić w **I/II kw. 2025**, jeśli następne projekcje potwierdzą trwały spadek inflacji do celu (5/07)
Widzę większość w RPP, która jest gotowa rozpocząć dyskusję nt poluzowania polityki pieniężnej w **I kw. 2025** (6/09)

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest pozostawienie stóp procentowych na obecnym poziomie do końca br., a **obniżki mogą nastąpić w I lub II kw. 2025 roku** (8/08)

Rząd odebrał RPP możliwość obniżki stóp poprzez poluzowanie tarcz antyinflacyjnych. (...) Mamy dodatkowo realne stopy procentowe, czego ja bardzo nie lubię i bardzo bym nie chciał, żeby tak było. (17/06)

Biorąc pod uwagę aktualne uwarunkowania makroekonomiczne, uzasadnione jest utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na kolejnych najbliższych posiedzeniach. Nie można jednak wykluczyć, że **rok 2025 przyniesie dyskusję o obniżce stóp procentowych**, ale oczywiście w bardzo niewielkiej skali. (28/08)

Źródło: PAP Biznes



To już jest oczywiste – o obniżce stóp możemy zapomnieć kiedy inflacja rośnie. Taka możliwość może się pojawić **dopiero w 2026** kiedy inflacja zacznie spadać. (4/07)

Ten moment (obniżki) może nastąpić **po II kwartale 2025**, ale jak Pan Bóg dopuści, po I, a może po III, tak ogólnie się teraz mówi **około połowy 2025 r.** (...) Optymistycznie to może być właśnie ta projekcja marcowa. (5/09)



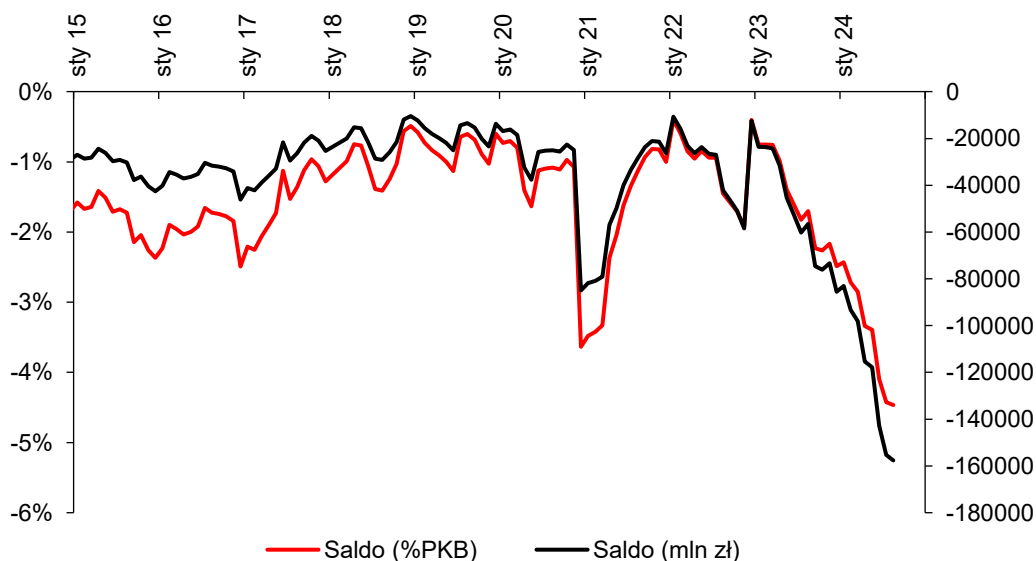


Budżet 2024: nowelizacja niepewna, deficyt większy

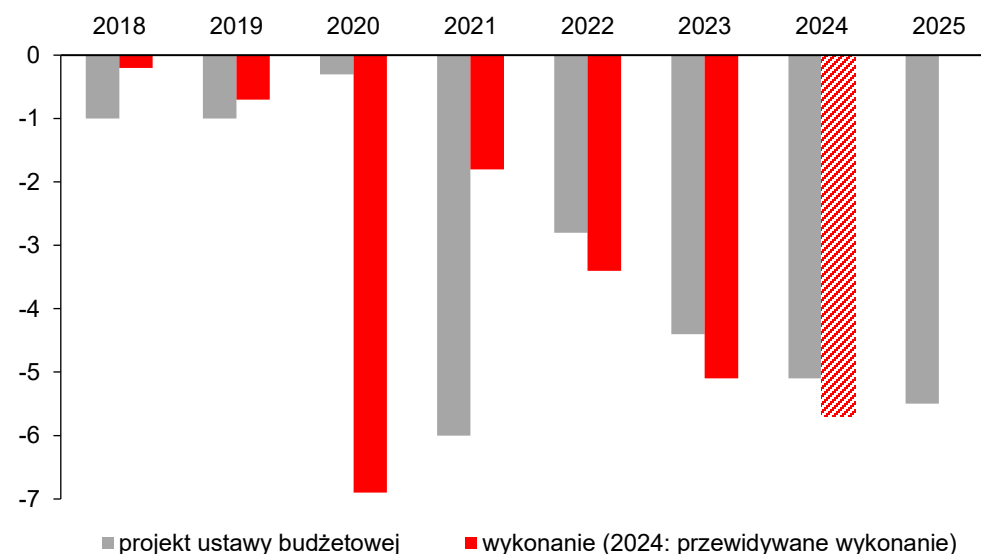
Tegoroczny wynik sektora finansów publicznych ma wynieść **-5,7% PKB**, a tym samym być wyraźnie gorszy od planowanego wcześniej **-5,1% PKB**. Samo pogorszenie przewidywanego wykonania nie stanowi dla nas zaskoczenia, ale jego skala jest o 0,2 pkt proc. PKB większa, niż zakładaliśmy. Około 0,2 pkt proc. zmiany względem poprzedniego planu wynika z obniżenia prognozy nominalnego PKB (o 2,7 pkt proc.), reszta - z nowych, nieprzewidzianych w ustawie wydatków.

Po stronie dochodów budżetu państwa brakuje około 40 mld zł, przez co **rząd nie wyklucza, że w 2024 r. może zaistnieć potrzeba nowelizacji ustawy budżetowej**. **Nie jest to jednak scenariusz, który rząd uznaje za bazowy**. Naszym zdaniem powódź na południu kraju zwiększa ryzyko, że do nowelizacji budżetu jednak dojdzie, ponieważ koszty odbudowy po zniszczeniach utrudnią wypracowanie w budżecie nadzwyczajnych oszczędności po stronie wydatkowej. **Gdyby doszło do nowelizacji, deficyt fiskalny w 2024 r. okazałby się jeszcze większy**.

Wynik budżetu, dwunastomiesięczna suma krocząca



Saldo GG w projektach ustaw budżetowych a faktyczne wykonanie, % PKB



Źródło: MF, Santander

Budżet 2025: konsolidacja odłożona na później



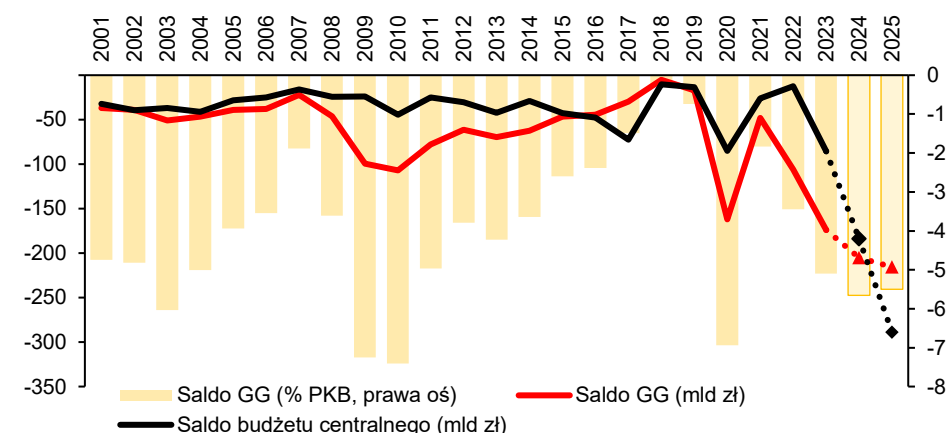
Skala obniżenia deficytu w 2025 r. jest dość skromna – wynosi jedynie 0,2 pkt proc. PKB, choć prognozy KE, agencji ratingowych i analityków zakładały do niedawna konsolidację o co najmniej 0,5 pkt. proc. Projekt budżetu na 2025 r. nie uwzględnia rekomendacji ze strony UE nt. ścieżki redukcji wydatków, ponieważ ta nie została jeszcze zatwierdzona. Z tego powodu, a także w związku z objęciem Polski procedurą nadmiernego deficytu należy założyć, że w kolejnych latach Polska będzie musiała zwiększyć tempo konsolidacji fiskalnej. Szybka konsolidacja może być jednak utrudniona m.in. przez wysokie wydatki na zbrojenia z lat poprzednich ujawniające się w wyniku GG z opóźnieniem (wraz z faktycznymi dostawami sprzętu).

Co więcej, widzimy ryzyko, że w 2025 r. wykonanie deficytu również będzie gorsze od prognozy z projektu budżetu. Przed wybuchem pandemii Covid-19 wyniki budżetu były zazwyczaj lepsze, niż planowano w ustawach. Jednak w ostatnich latach końcowe deficyty były o 0,6-0,7% PKB wyższe od pierwotnych planów. Wydaje się, że składają się na to dwie kwestie: mniejszy konserwatyzm w przyjmowanych założeniach ekonomicznych oraz wprowadzona od ub.r. do planowania budżetowego poprawka na tzw. „naturalne oszczędności” po stronie wydatków.

Niemniej, choć agencje ratingowe zwracały w przeszłości uwagę na wysoki deficyt i szybki przyrost długu, to zgodnie z ich ostatnimi komentarzami wzrost deficytu w 2024 i 2025 r. nie powinien ponieść za sobą negatywnych konsekwencji dla ratingu Polski. Zdaniem S&P Global Ratings kluczowe ryzyka dla ratingu Polski wynikałyby z przedłużającego się spowolnienia gospodarczego lub nowych szoków zewnętrznych, nie z krótkoterminowego rozwoju sytuacji fiskalnej. W ocenie agencji Fitch wysoki deficyt w 2025 nie stanowi ryzyka dla ratingu, a dopiero brak konsolidacji fiskalnej w kolejnych latach mógłby być powodem dla rewizji oceny kredytowej Polski.

Projekt budżetu na 2025 r. szczegółowo opisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Wynik budżetu państwa i sektora finansów publicznych



Źródło: MF, Eurostat, Santander

Główne parametry budżetu

	2023 wykonanie	2024 PW	2025 plan
Dochody (mln zł)	573 958	642 381	632 618
Wydatki (mln zł)	659 586	826 381*	921 618
Saldo (mln zł)	-85 629	-184 000	-289 000
Saldo GG (% PKB)	-5,1%	-5,7%**	-5,5%
Dług GG (% PKB)	49,6%	54,6%	59,8%

Źródło: Ministerstwo Finansów; * kwota z UB 2024 dostosowana do planowanego wykonania dochodów i deficytu, ** wartość podana przez ministra finansów podczas konferencji prasowej 28.08.2024 r.



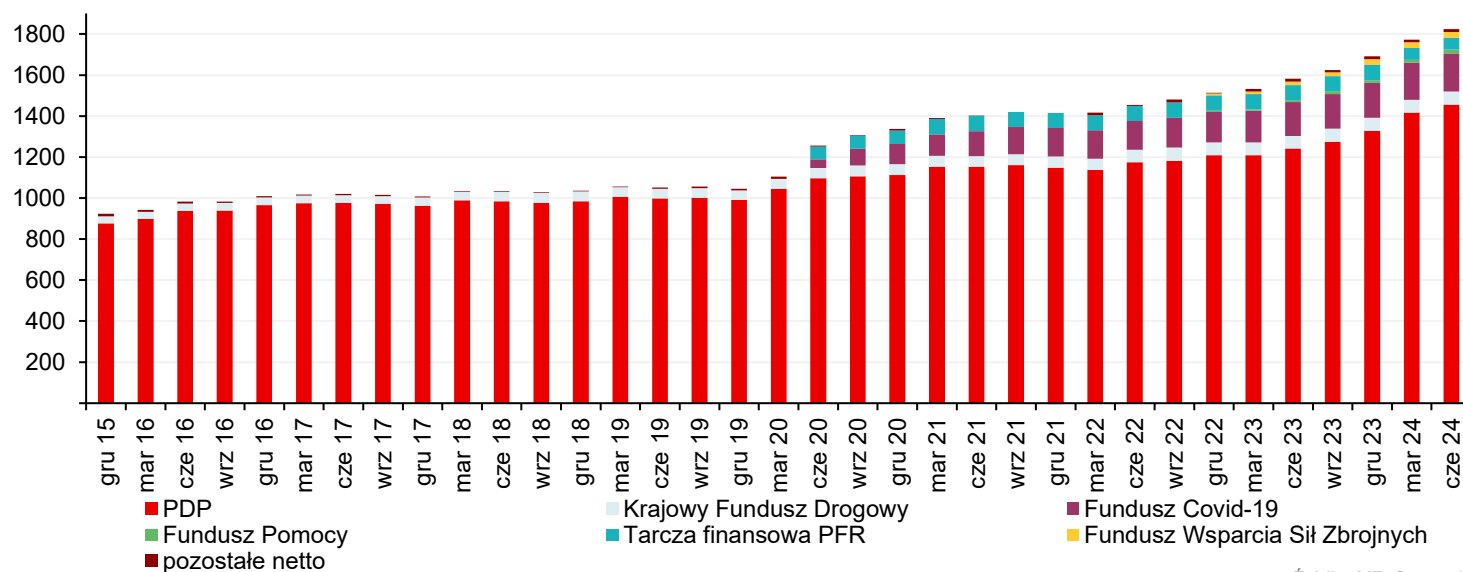
Dług publiczny: zbliżamy się do 60% PKB

Zgodnie z projektem ustawy budżetowej na 2025 r., **dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) ma wzrosnąć z 54,6% PKB w 2024 r. do w 2025 r. do 59,8% PKB w 2025 r.** W efekcie, Polska znajdzie się w przyszłym roku na krawędzi progu 60% PKB, wynikającego z unijnych kryteriów fiskalnych.

Państwowy dług publiczny (czyli dług mierzony według metodyki krajowej) ma wzrosnąć z 43,3% PKB w 2024 r. do 47,9% PKB w 2025 r. Oznacza to, że wciąż powinien pozostać wyraźnie poniżej progu ostrożnościowego 55% PKB, wynikającego z ustawy o finansach publicznych.

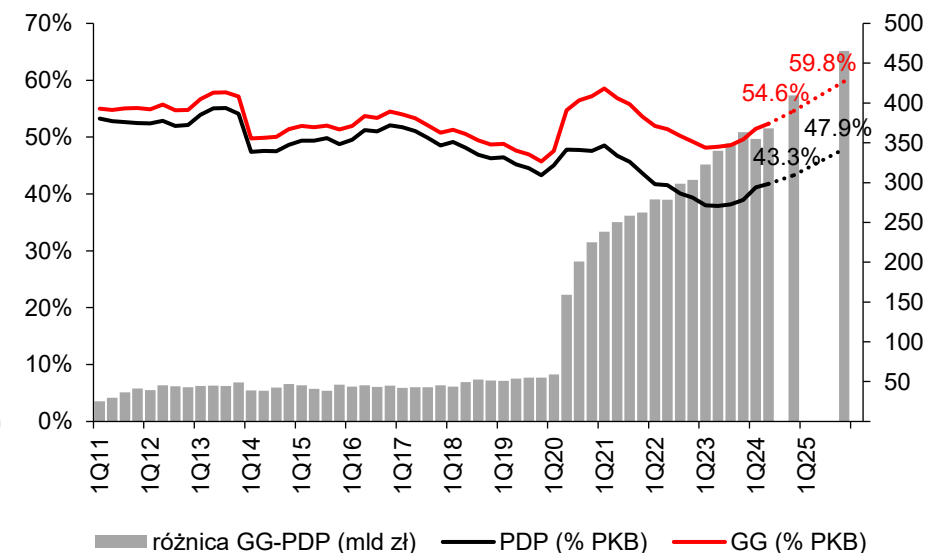
Różnica między zadłużeniem w obu definicjach rośnie do rekordowej kwoty 470 mld zł, co oznacza wzrost zadłużenia funduszy pozabudżetowych o ok. 63 mld zł. Większość z tego można przypisać finansowaniu Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym (PDP) a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych, ujęcie nominalne, mln zł



Źródło: MF, Santander

Dług publiczny wg definicji krajowej (PDP) i unijnej (GG), % PKB



Źródło: MF, Santander

Rynek finansowy

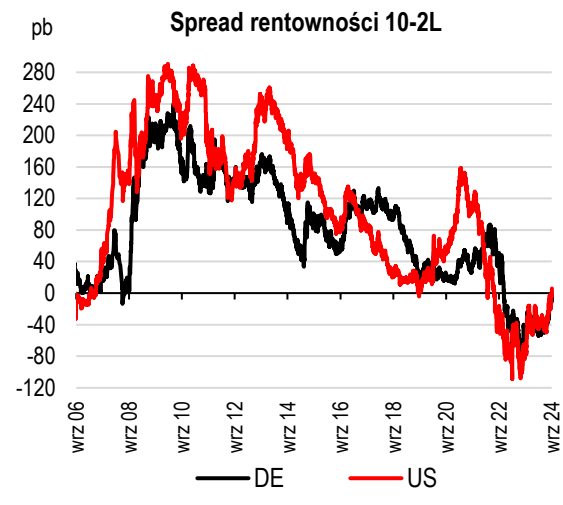
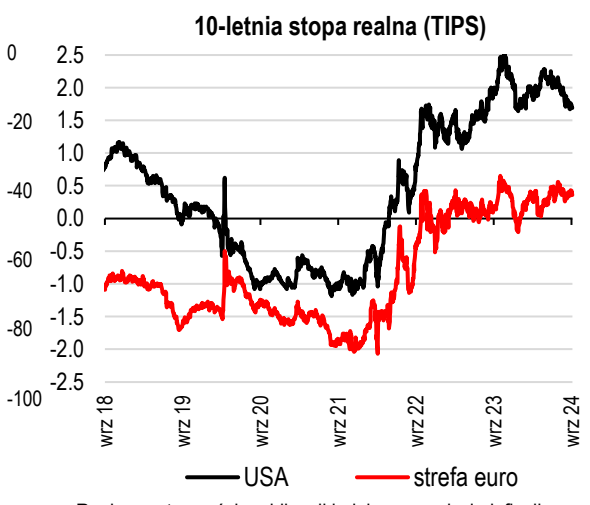
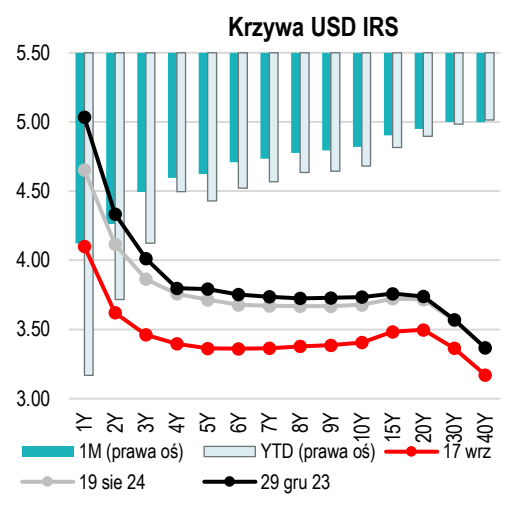
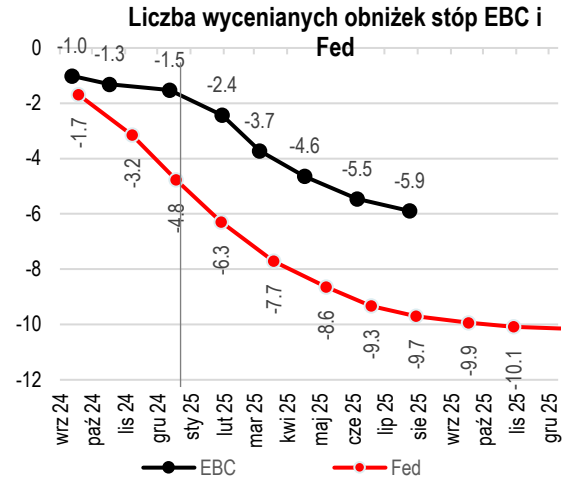
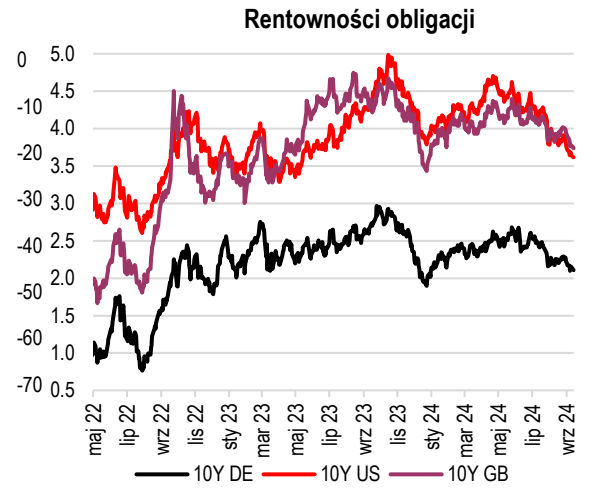
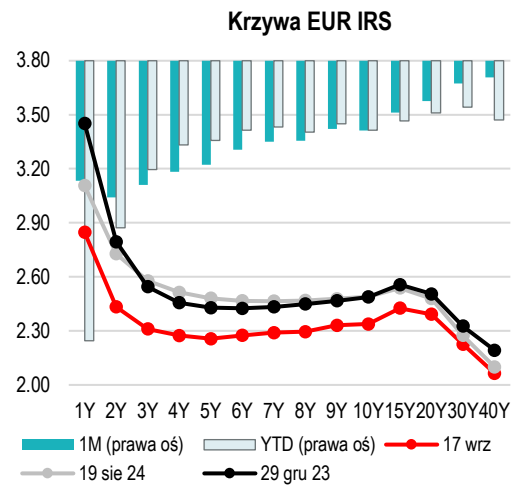
A close-up photograph of a silver pen resting on a document with various financial charts and graphs. The background is blurred, showing more of the document and a laptop screen.

5

Nadszedł czas obniżek stóp EBC i Fed



Drugi kwartał stał pod znakiem ponownego spadku stóp rynkowych w strefie euro i USA wraz z rozpoczęciem cyklu obniżek stóp przez EBC i zbliżaniem się momentu pierwszej obniżki stóp Fed. Spadki stóp przybrały na sile w reakcji na słabe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem za lipiec. Kolejne dane, za sierpień, nie rozwiały obaw o spowolnienie w USA. Negatywne niespodzianki w danych o aktywności przeważały w ostatnich miesiącach zarówno w USA, strefie euro, jak i w Chinach. Indeksy niespodzianek inflacyjnych również wykazywały tendencję w dół. To zbiegło się w czasie ze zmianą tonu prezesa Powella, który sugerował, że Fed w większym stopniu musi dbać o wzrost. Od lipca rentowności na rynkach bazowych obniżyły się o 30-70 pb w strefie euro i 60-120 pb w USA przy większym spadku dla krótkich terminów. Do obniżenia się rentowności w USA przyczynił się poza spadkiem oczekiwanej inflacji także spadek stóp realnych. Krzywe obligacji w USA i w Niemczech stopniowo się wystramiały, a krzywa amerykańska przestała być odwrócona po raz pierwszy od czerwca 2022 r., co sugeruje obawy o wzrost i oczekiwania na obniżki stóp. Oczekujemy mniejszej skali obniżek (25 pb obniżki EBC i 75 pb ze strony Fed) niż wycenia rynek (50 pb od EBC i 100 pb od Fed), co daje pole do korekty stóp w górę. Zakładamy dalsze stromienie krzywych bazowych.



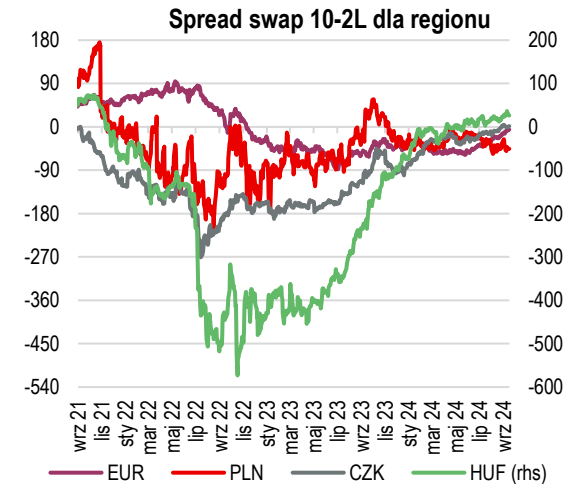
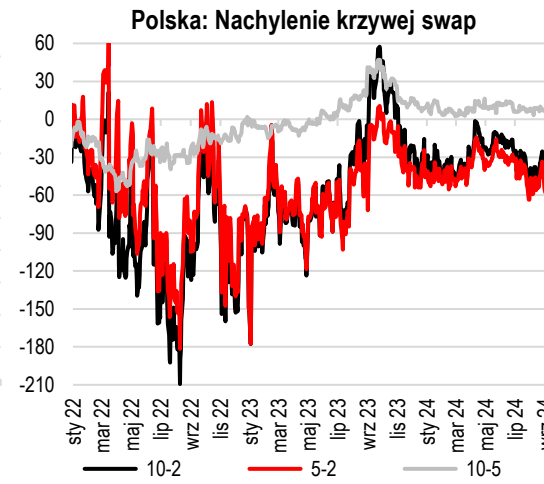
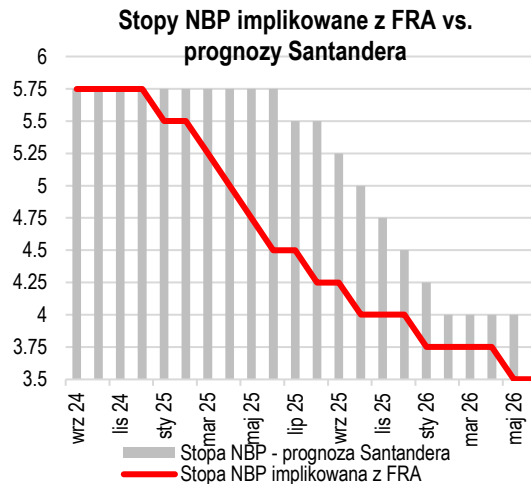
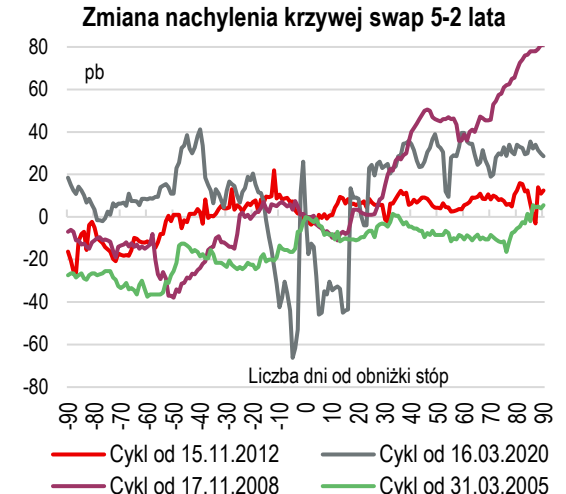
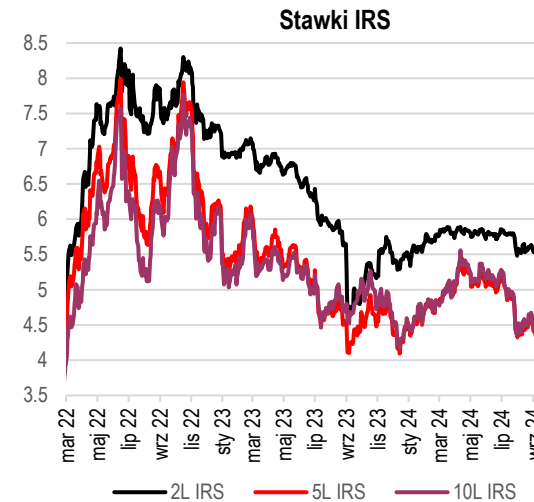
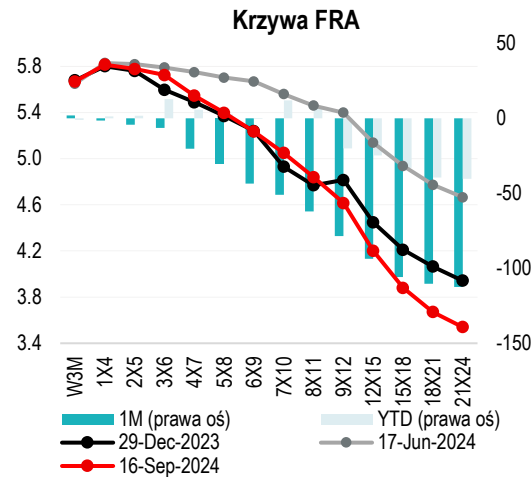
Realne rentowności z obligacji indeksowanych do inflacji

Krzywa swap bardziej odwrócona, pora na stromienie?



W ostatnim kwartale krajowe stopy swap obniżyły się o 20-70 pb szczególnie na dłuższym końcu krzywej. Główny ruch spadkowy nastąpił w reakcji na dane z rynku pracy w USA za lipiec. Rynek FRA wycenia 200 pb obniżek stóp w 2025 r. począwszy od stycznia w tym 125 pb w I poł. roku. Zakładamy pierwszą obniżkę w lipcu 2025 r., jednak biorąc pod uwagę, że na rynkach bazowych już rozpoczęło się łagodzenie polityki pieniężnej, może być trudno o poważną korektę stóp rynkowych w górę. Argumentem za taką zmianą mogłaby być istotna niespodzianka w danych inflacyjnych lub danych o aktywności w górę. Jednocześnie podobne sygnały musiałyby zacząć napływać z gospodarek głównych partnerów handlowych.

Stromienie krzywych bazowych przybrało na sile w momencie pierwszej obniżki stóp EBC (VI). W kraju po mocnym wypłaszczeniu zakładamy stromienie do końca br. w tym na odcinku 5-2 zgodnie ze wskazaniem naszego modelu w kierunku -25-30 pb, a wsparciem będzie m.in. mocny wzrost PKB i stromienie krzywej euro. Zakładamy kontynuację wystramiania krzywej w 2025 r. przy spadku inflacji i cięciach stóp. Historycznie krzywa stromiła się nawet na 3 miesiące przed pierwszą obniżką stóp w przypadku oczekiwanego spowolnienia (2012) czy spadku inflacji (2005) i z pewnym opóźnieniem po pierwszej obniżce stóp w okresie szokowym (2020). W 2008 r. krzywa stromiła się zarówno przed jak i po rozpoczęciu cyklu obniżek stóp.



Wciąż wysokie spready kredytowe

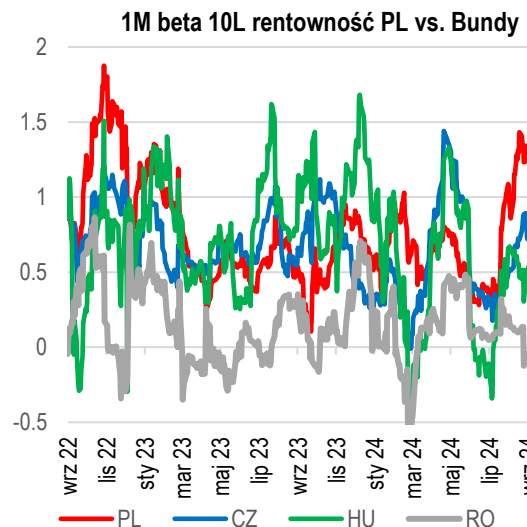
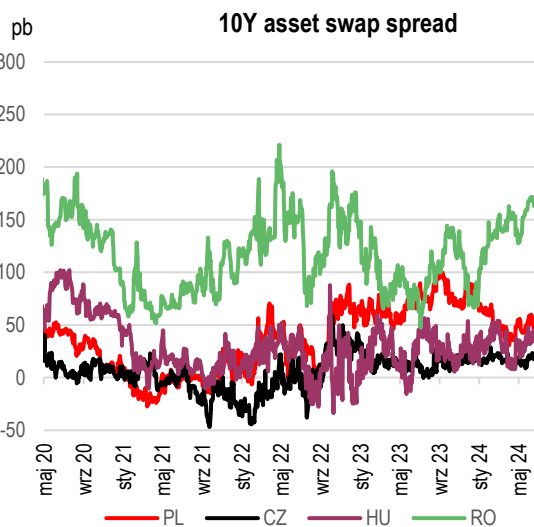
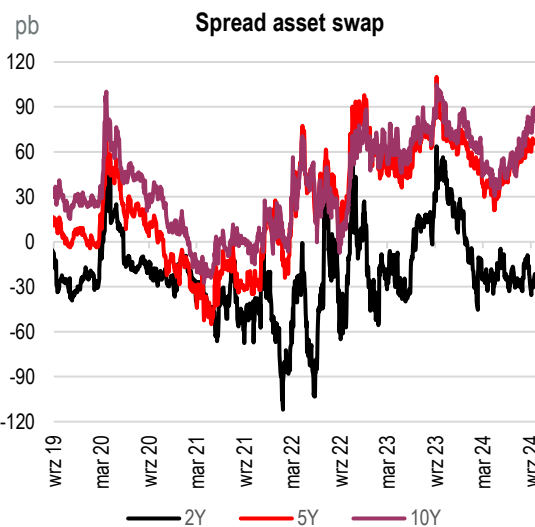
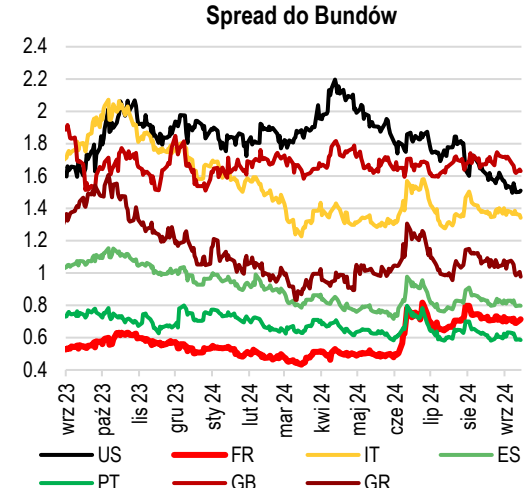


Spadek rentowności obligacji w ostatnim kwartale był mniejszy niż w przypadku stawek swap, co doprowadziło do wzrostu spreadów kredytowych o 25-35 pb, poza 2-letnim, który nawet lekko się obniżył w ostatnim miesiącu wraz z głębszym spadkiem rentowności. Jednocześnie jednak pewien wpływ mogły mieć dodatnie emisje netto. Zakładamy dodatnią podaż SPW do końca roku, ale też przewidujemy lekką korektę stóp swap w górę.

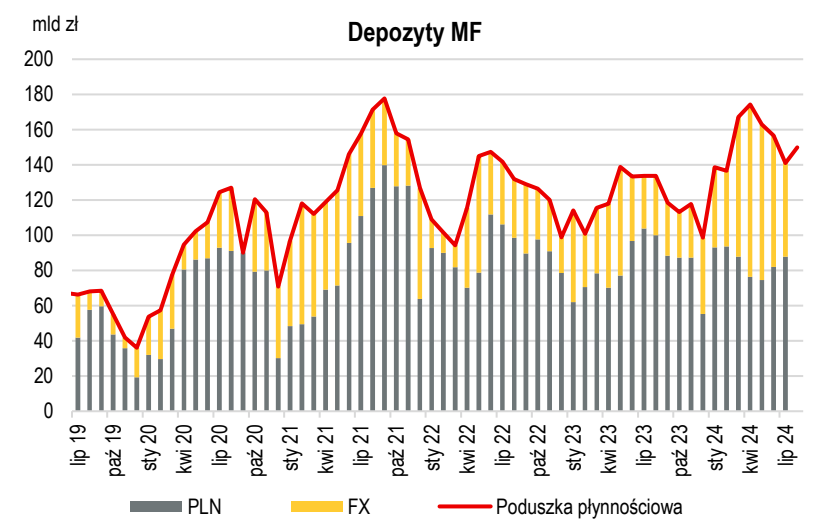
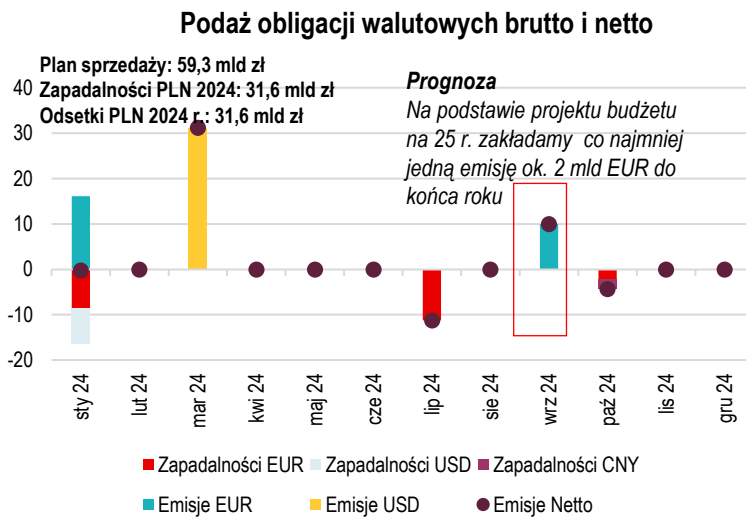
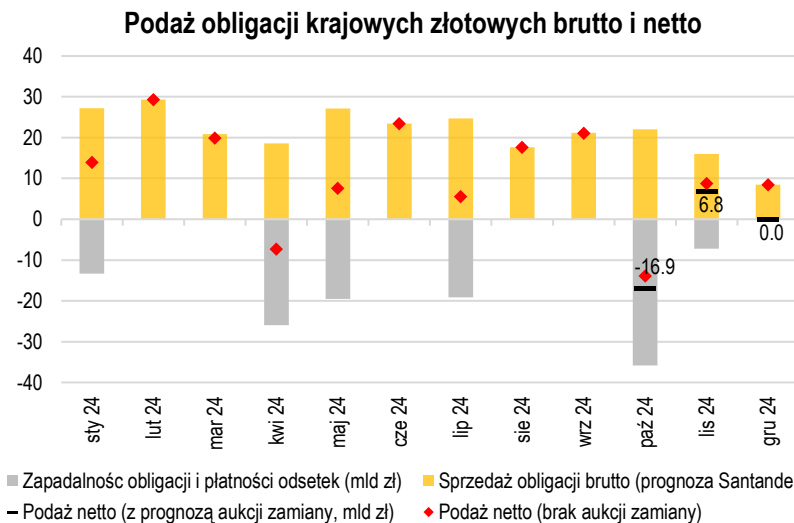
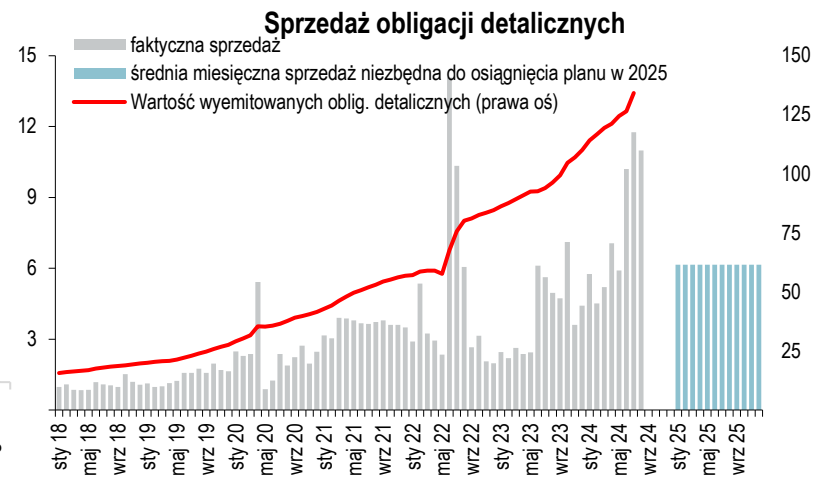
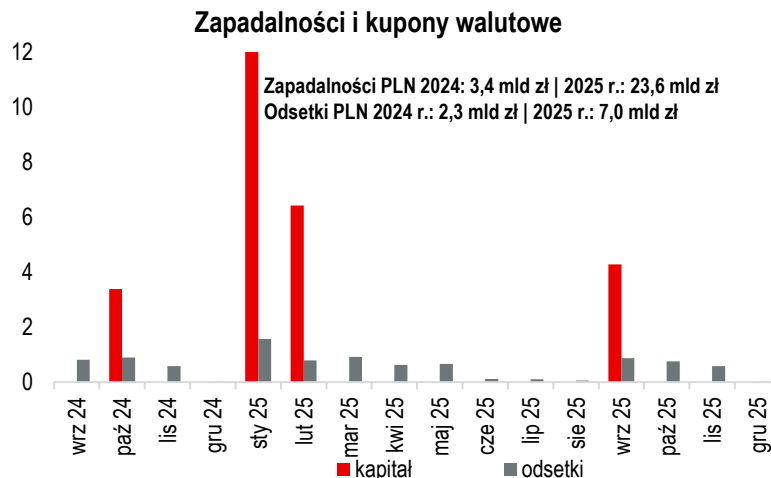
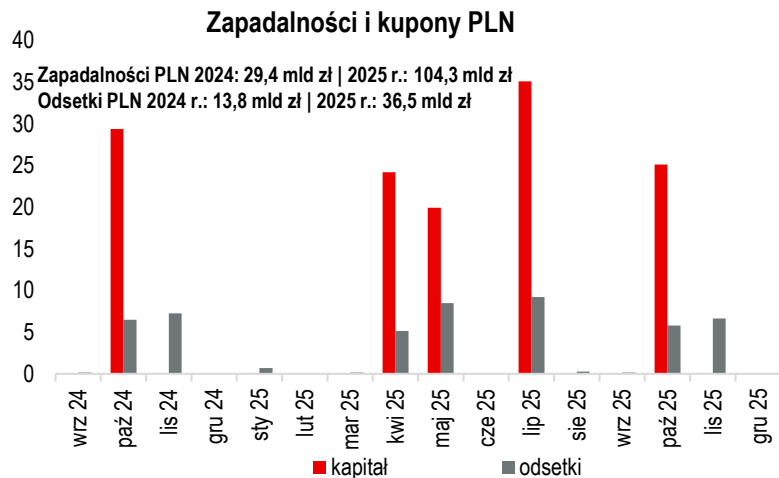
Zakładamy, że spready kredytowe utrzymają się powyżej długoterminowych średnich dla terminów 5-10 lat także w najbliższych miesiącach.

Spread do Bundów pozostaje lekko powyżej 300 pb. W ostatnim kwartale nie zmienił się istotnie przy sporym wzroście w przypadku Rumunii, utrzymaniu wysokiego spreadu dla Francji i spadkach dla Czech i Węgier. Przewidujemy, że spread do Bundów utrzyma się powyżej 300 pb do końca roku.

W 2025 r. zakładamy większy popyt na dług w obliczu obniżek stóp procentowych, co może być wystarczającym powodem zarówno do stopniowego zawężenia spreadów (podobnie jak na początku tego roku) jak również spadku spreadu do Bundów poniżej 300 pb. Wysoka w ostatnim czasie korelacja z rentownościami Bundów i spodziewana korekta Bundów powinna przełożyć się na wzrost rentowności o 15-25 pb.



Wysokie emisje detaliczne, hurtowe SPW wciąż rosną



Potrzeby pożyczkowe rekordowo wysokie



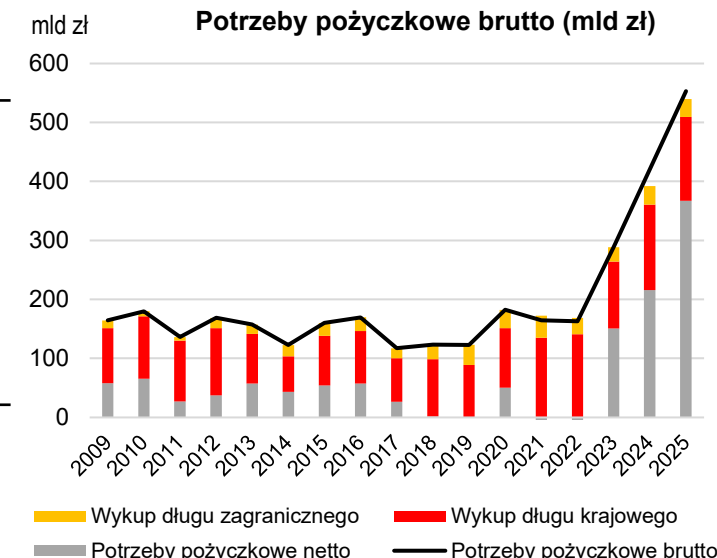
Według zapisów projektu budżetu potrzeby pożyczkowe rosną w 2025 r. do rekordowego poziomu 553,2 mld zł brutto i 366,9 mld zł netto (odpowiednio o 30% i aż 70% więcej niż przewidywane wykonanie br.). W relacji do PKB to odpowiednio: rekordowo wysokie 14,1% i 10,1%. Na potrzeby pożyczkowe netto składa się głównie deficyt budżetu centralnego (289 mld zł), deficyt budżetu środków europejskich (28 mld zł), plus aż niemal 60 mld zł to „kredyty i pożyczki udzielone”.

Aby ocenić faktyczną skalę zapotrzebowania na nowy popyt inwestorów, potrzeby pożyczkowe netto trzeba skorygować o trzy czynniki: (1) w dół o ok. 60 mld zł, tj. kwotę wynikającą ze spłaty przez budżet państwa zadłużenia PFR i BGK zapadającego w 2025 r. (2) w górę o ok. 27 mld zł, czyli łączną wartość obligacji PFR, BGK i skarbu państwa, pozostających obecnie w bilansie NBP i zapadających w 2025 r. oraz (3) w górę o emisję obligacji BGK na poziomie 26 mld zł. W sumie: **skorygowane potrzeby netto w 2025 r. to ok. 360 mld, tj. o 65% więcej niż w 2024 r.**

Finalne potrzeby pożyczkowe budżetu mogą się okazać mniejsze od założonych jeżeli – zgodnie z prawidłowością z lat poprzednich – wykonanie budżetu środków europejskich będzie lepsze od oczekiwań (w ostatnich latach różnica rzędu 20 mld zł).

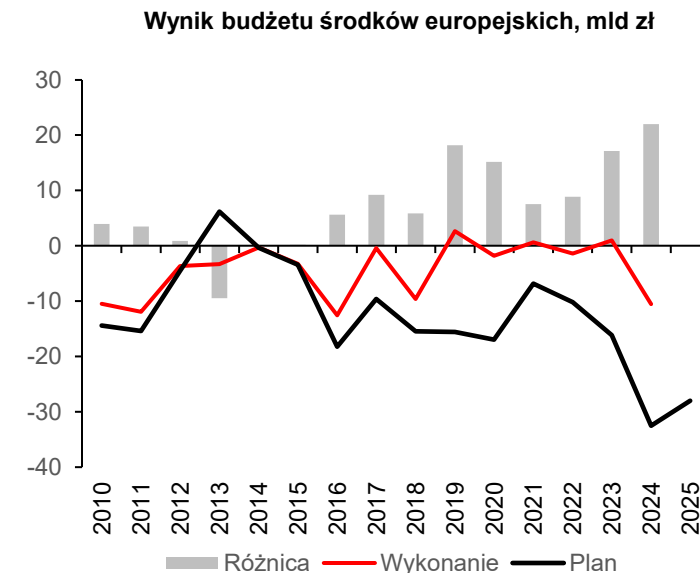
Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych mają być rekordowe emisje krajowych rynkowych SPW o wartości ok. 215 mld zł w ujęciu netto i 321 mld zł brutto. Dla porównania tegoroczne przewidywane wykonanie to 114 mld zł netto i 233 mld zł brutto.

	2024 UB (1)	2024 PW (2)	2025 P (3)	2025 zmiana (3) - (2)
Deficyt budżetu państwa	184,0	184,0	289,0	105,0
Deficyt środków UE	32,5	10,5	28,0	17,5
Kredyty i pożyczki udzielone	22,6	18,6	60,0	41,4
Prefinansowanie zadań z UE	0	0	-0,15	-0,02
Płatności związane z udziałami w inst. Międzynarodowych	16	1,7	1,1	-0,6
Zarządzanie płynnością	0	-12,2	-10,5	1,6
Zarządzanie środkami europejskimi	11,6	13,5	-0,6	-14,1
Pozostałe	-24,0	-0,443	-0,02	0,4
SUMA (potrzeby pożyczkowe netto)	252,3	215,7	366,9	151,2
Z tego:				
1. Finansowanie krajowe	148,8	194,9	252,1	57,2
1.1 SPW	148,8	150,8	252,1	101,2
1.2 Środki na rachunkach budżetowych	0	44,1	0	-44,1
2. Finansowanie Zagraniczne	103,5	20,8	114,8	94,1
2.1 Obligacje skarbowe	31,0	28,5	42,9	14,4
2.2 Kredyty otrzymane	-0,496	-0,9	-2,9	-2,0
2.3 Pożyczka z KPO	40,0	38,5	25,2	-13,2
2.3 Przepływy związane z rachunkiem walutowym	32,9	-45,3	49,5	94,9



Obligacje w portfelu NBP zapadające w 2025 r., mln zł

seria	nominał	odsetki
PFR0325	4,506	0,073
PS0425	2,288	0,017
FPC0725	3,055	0,038
DS0725	12,299	0,400
PFR0925	5,278	0,086
Razem	27,426	0,614



Plany emisyjne

Projekt ustawy budżetowej zakłada średniomiesięczną emisję brutto SPW na poziomie ok. 27 mld zł, co przy założeniu jak w obecnym roku ok. 35 aukcji dawałoby ok. 9-10 mld zł na aukcję.

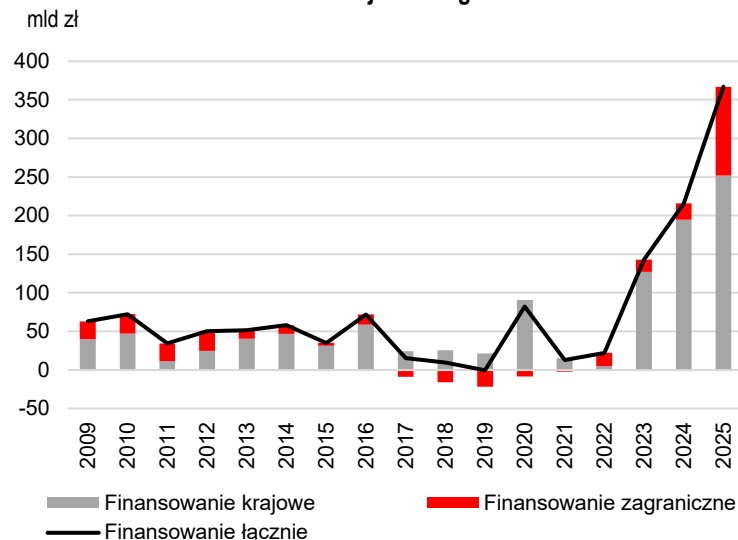
Resort finansów zaplanował emisję 46 mld zł bonów skarbowych. Podaż obligacji może być na tyle duża, że MF może finalnie wyemitować przynajmniej część z zaplanowanej emisji bonów skarbowych. Emisja bonów spotkałaby się ze zwiększonym zainteresowaniem chociażby ze strony banków, które mogłyby przekierować część płynności lokowanej w bonach pieniężnych z korzyściami podatkowymi. W przypadku wysokiego popytu na obligacje, dla którego wsparciem może być cykl obniżek stóp procentowych, podaż bonów mogłaby być odpowiednio mniejsza.

Finansowanie krajowe uzupełnią emisje obligacji detalicznych na poziomie netto 37 mld zł i brutto ok. 74 mld zł. Plan na przyszły rok wygląda realistycznie, a mógłby zostać zagrożony w przypadku wyraźnego obniżenia oprocentowania.

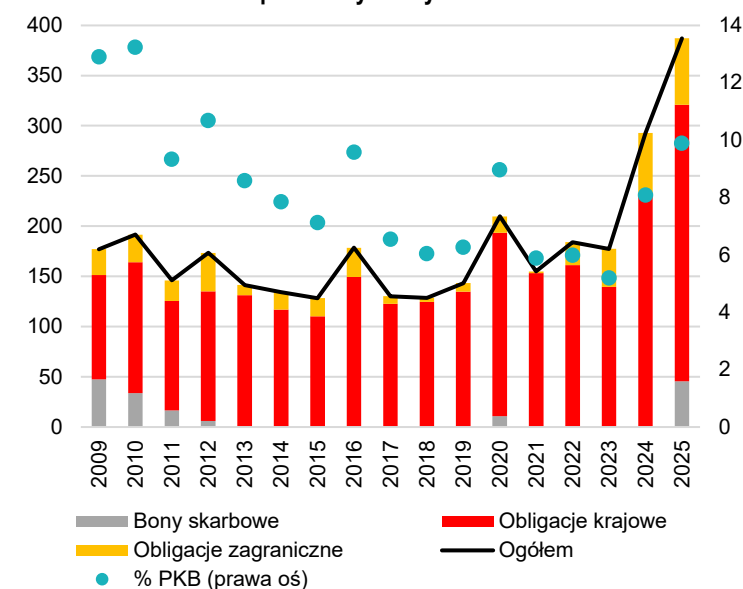
Po wielu latach redukcji długu walutowego Ministerstwo Finansów planuje go podwyższyć drugi rok z rzędu. Udział długu walutowego w długu ogółem wprawdzie wzrośnie, ale ze względu na wysoką emisję długu krajowego pozostanie stosunkowo niski i według naszych szacunków przekroczy nieznacznie 25%. Resort finansów planuje pożyczkę z UE w ramach Krajowego Planu Odbudowy na poziomie 25 mld zł.

Zakładamy emisje BGK na rzecz swoich funduszy nieco mniejszą niż w tym roku.

Finansowanie krajowe i zagraniczne



Sprzedaż rynkowych SPW



SPW	Emisje netto (mld zł)				Emisje brutto (mld zł)			
	2024 UB (1)	2024 PW (2)	2025 P (3)	2025-24 zmiana (3) - (2)	2024 UB (4)	2024 PW (5)	2025 P (6)	2025-24 zmiana (6) - (5)
Bony skarbowe	47,3	0	45,7	45,7	47,3	0	45,7	45,7
Obligacje rynkowe - stały kupon	64,6	79,4	106,3	26,9	141,4	161,9	191,1	29,2
Obligacje rynkowe - zmienny kupon	22,5	20,6	51,0	30,4	50,7	57,8	72,0	14,2
Obligacje rynkowe - indeksowane	0	13,6	11,8	-1,8	0	13,6	11,8	-1,8
Obligacje oszczędnościowe	14,4	37,2	37,2	13	40,8	77,5	73,9	-3,6
SPW KRAJOWE - SUMA	148,8	150,8	252,1	101,6	280,3	310,9	394,6	83,7
SPW ZAGRANICZNE - SUMA	31,0	28,5	42,9	14,4	62,6	59,3	66,3	7,0

Plany emisyjne funduszy BGK

	2024	2025
KFD	9.49	8.9
FP	8.2	8.24
FPC	48.1	26

Banki wciąż głównym kupującym, powrót zagranicy



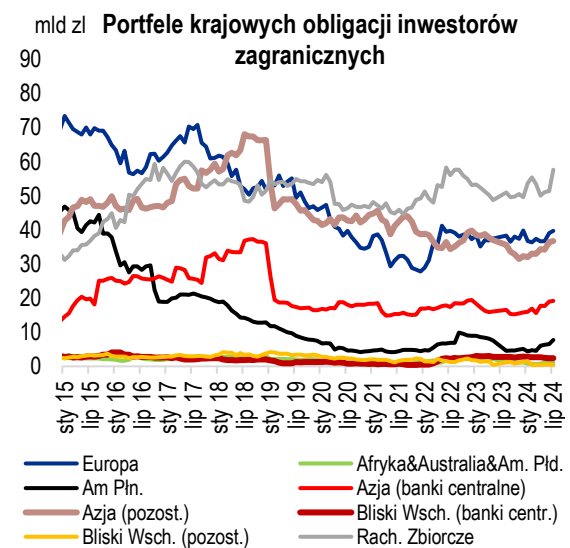
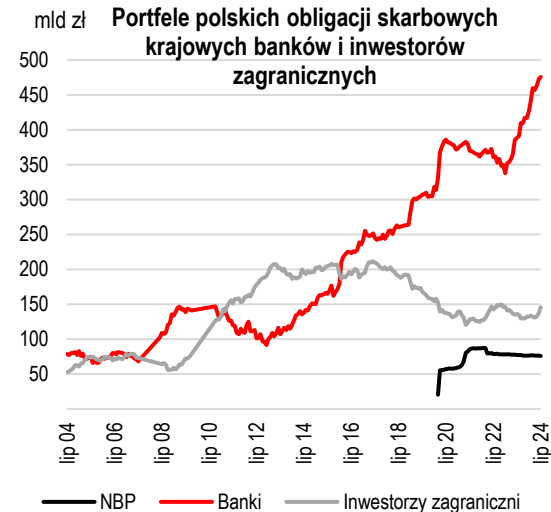
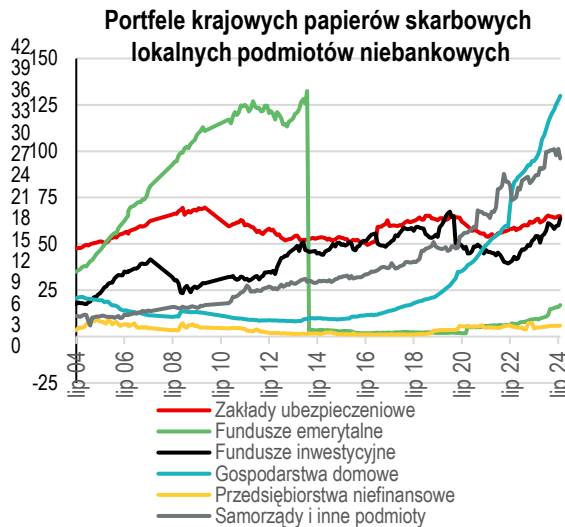
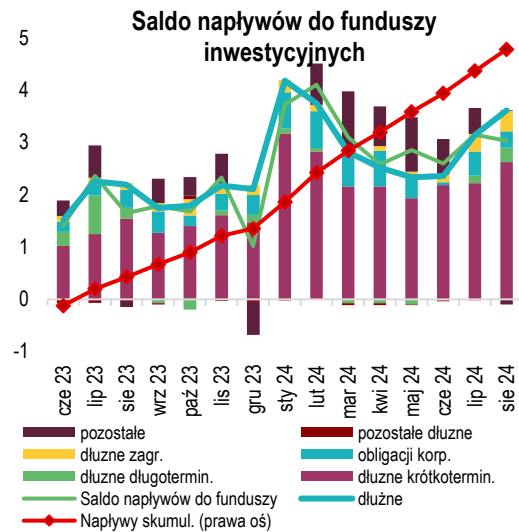
Krajowe banki pozostają głównym kupującym krajowy dług i zakładamy kontynuację tej tendencji w kolejnych kwartałach. W czerwcu i lipcu przebudzili się inwestorzy zagraniczni, którzy po dłuższej przerwie powiększyli swoje portfele o ponad 13 mld zł.

Oprocentowanie obligacji detalicznych stopniowo się obniża, ale podtrzymujemy opinię, że łączna emisja może być w tym roku nawet 30 mld zł większa niż w planie, co może obniżyć emisje obligacji hurtowych.

Zakładamy, że 2025 r. krajowe banki powiększą swoje portfele obligacji skarbowych o co najmniej 150 mld zł. Taki szacunek wynika z założenia wzrostu depozytów i sumy bilansowej sektora bankowego w przyszłym roku o ok. 7-10%, dalszego wzrostu nadpłynności sektora, dalszego lekkiego wzrostu udziału papierów skarbowych w sumie bilansowej banków z obecnych 15,5%, a także z zapadalności obligacji BGK i PFR w posiadaniu banków (ok. 47 mld zł) i przeniesieniu tych środków na SPW.

Sądzymy, że napływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych może być kontynuowany na poziomie ok. 30 mld zł rocznie (wobec ok. 22 mld zł za pierwsze siedem miesięcy tego roku), z czego nieco większa część niż w bieżącym roku trafi na krajowy rynek długu.

Zakładamy, że wobec globalnego cyklu obniżek stóp procentowych oraz zbliżającego się cyklu obniżek stóp w Polsce inwestorzy zagraniczni mogą zwiększać ekspozycję na krajowy dług.



	Banki	NBP	Inwestorzy zagraniczni	Fundusze inwestycyjne	Ubezpieczyciele	Gosp. domowe	Sektor rząd. i samorządowy	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	67.6	-1.8	-14.0	10.2	4.9	23.9	15.3	3.4	109.4
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
V 2024	6.3	0.1	1.4	1.6	0.2	2.8	-3.2	0.2	9.4
VI 2024	8.9	0.1	5.0	0.4	0.6	2.2	3.4	0.2	20.8
VII 2024	3.2	-0.6	8.3	3.8	0.1	2.5	-5.2	1.4	13.4
YTD 2024	58.5	-0.5	13.6	6.5	0.6	18.0	-3.6	6.9	100.0
2024P	97.1	-4.5	10.0	8.0	0.0	37.2	-4.0	7.0	150.8
2025P	165.0	-14.6	25.0	20.0	5.0	40.0	7.0	5.0	252.1



Źródło: LSEG, Ministerstwo Finansów, analizy.pl, Santander

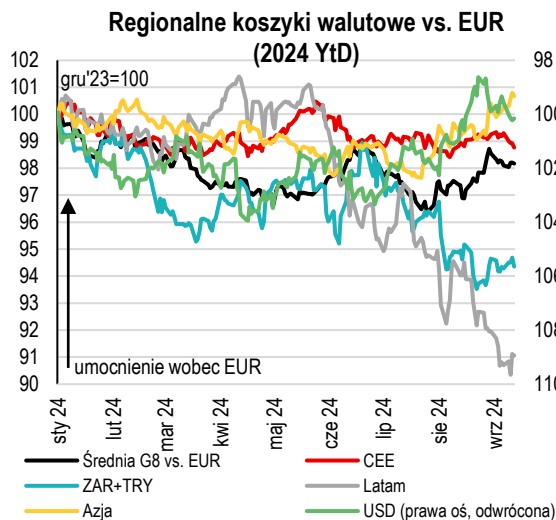
Słaby dolar vs. mocny jen, ale złoty stabilny



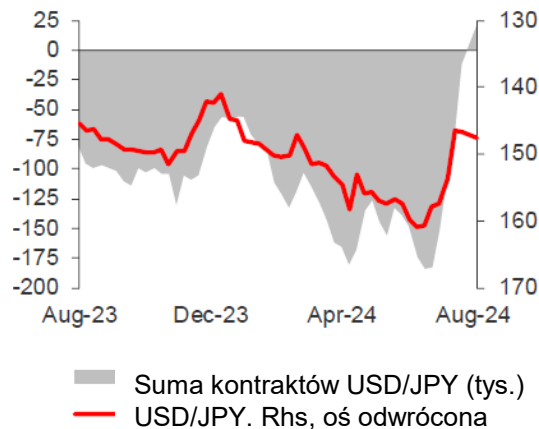
Złoty pozostawał dosyć stabilny w ostatnim miesiącu, kurs EURPLN oscylował w przedziale ok. 4,25-4,33, a zakres wahań zawężał się w ostatnich tygodniach przy dalszym stopniowym spadku zmienności kursów walut w regionie. Skokowy wzrost zmienności na rynkach akcji i obligacji w okolicy podwyżki stóp przez Bank Japonii i słabych danych z USA przełożył się na umocnienie jena i ograniczenie pozycji carry trade, ale było to charakterystyczne głównie dla walut Ameryki Płd. Towarzyszyła temu tendencja do osłabiania dolara, która miała pozytywny wpływ na waluty azjatyckie, ale bez istotnego wpływu na waluty CEE. Poza spadkiem zmienności, złotego wspierał głębszy spadek euro niż złotowych, co prowadziło do wzrostu dysparytetu stóp rynkowych.

Przy ostatniej fali osłabienia lokalne szczyty kursu EURPLN były niższe niż poprzednio. Odporność złotego jest częściowo odzwierciedleniem braku poważnych słabości strukturalnych w polskiej gospodarce, która notuje przyspieszający wzrost gospodarczy. W przeciwieństwie do regionu, dane o PKB w Polsce za II kw. zaskoczyły pozytywnie (3,2% r/r). Chociaż ostatnie dane o produkcji przemysłowej zaskoczyły negatywnie, spodziewamy się solidnych wyników wzrostu PKB w III i IV kwartale, napędzanych przez konsumpcję prywatną.

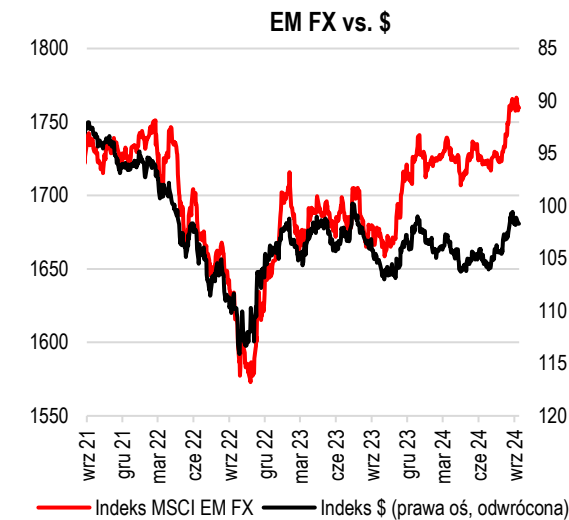
Redukcja carry trade omija region CEE



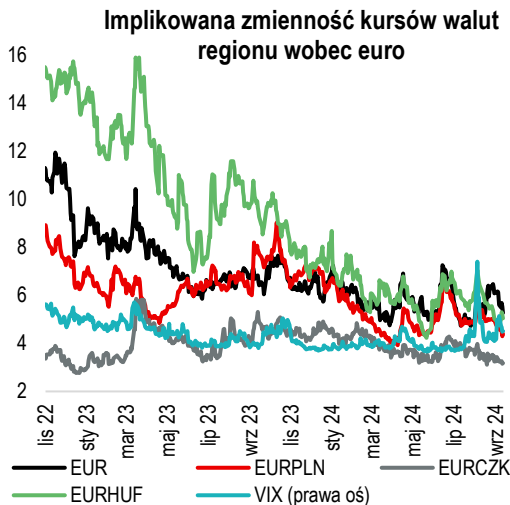
Ograniczenie krótkich pozycji w JPY (CFTC) po podwyżkach stóp i interwencjach Banku Japonii



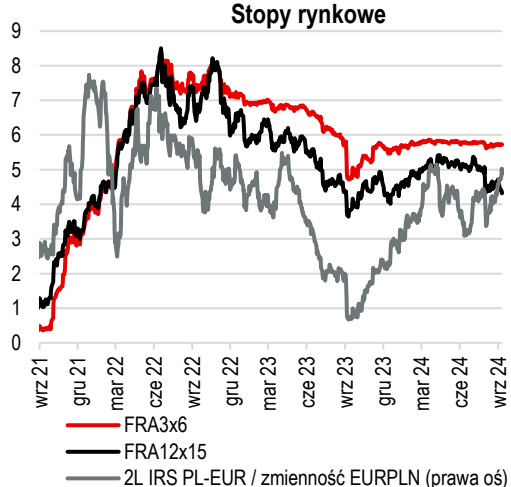
Słabszy dolar po danych USA



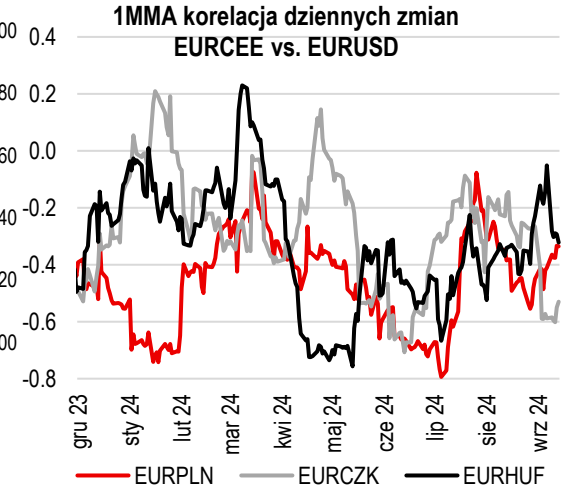
Spadek zmienności walut CEE



Wyższy dysparytet stóp przy głębszym spadku stóp euro



W ostatnim czasie wrażliwość PLN na zmiany \$ spadła



Wybory w USA i pogorszenie bilansu handlowego



Rynek może w coraz większym stopniu zwracać uwagę na wybory w USA, które mogą wygenerować większą zmienność wobec dużej niepewności co do wyniku.

Negatywnie na złoto może oddziaływać dalsze pogorszenie bilansu w obrotach bieżących w dalszej części roku przy mocnej konsumpcji wspierającej import. Podobny wpływ może mieć dalsze umacnianie się jena.

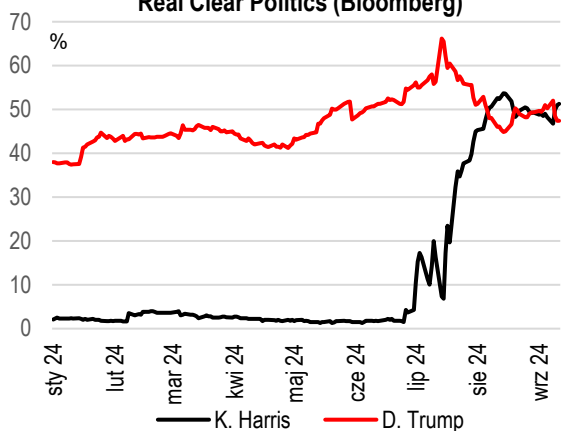
Zakładamy, że przy słabych wynikach eksportu Ministerstwu Finansów nie będzie zależeć na znacznej wymianie środków walutowych (ponad 11 mld EUR na rachunkach MF po sierpniu) na rynku. Potwierdza to spory przyrost rezerw walutowych w ostatnich miesiącach.

W długim terminie negatywne czynniki dla złota mogą być zniwelowane przez te pozytywne. Zakładamy w kolejnych kwartałach stopniowe osłabianie się dolara, w związku z założeniem, że wpływ szybszej redukcji stóp procentowych niż w strefie euro będzie miał większy wpływ na EURUSD niż wynik wyborów.

Zakładamy, że negatywne i pozytywne czynniki będą się znosić i sądzimy, że EURPLN pozostanie w pobliżu 4,25-4,35 w kolejnych kwartałach. Rozszerzenie dysparytetu stóp procentowych mogłoby zepchnąć EURPLN w kierunku 4,20 w I poł. 2025 r.

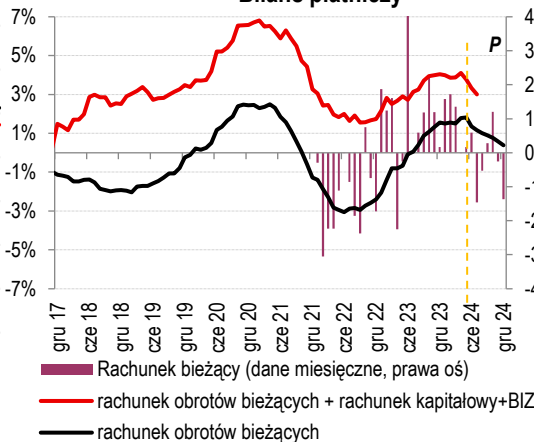
Wybory w USA mogą wpłynąć na \$ i sytuację geopolityczną

Wyniki sondaży w wyborach prezydenckich w USA Real Clear Politics (Bloomberg)



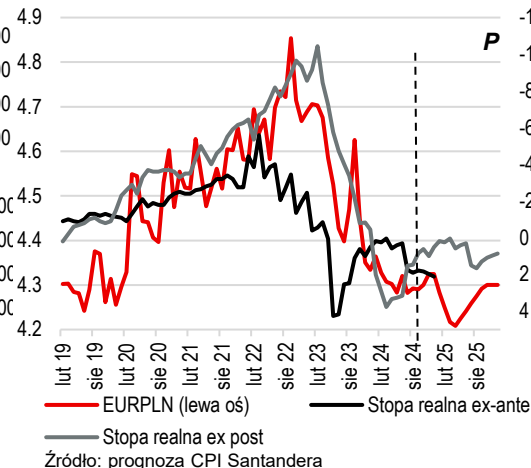
Oczekujemy nieco słabszego salda obrotów bieżących

Bilans płatniczy



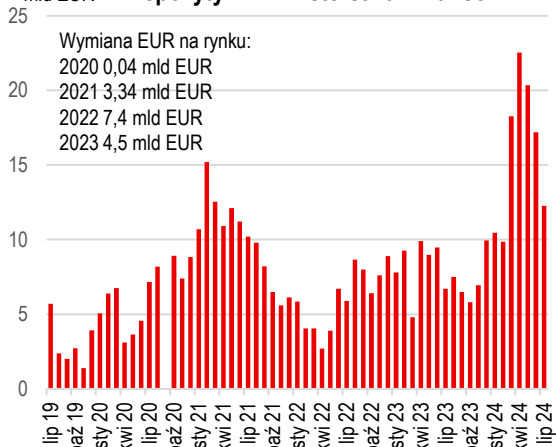
Stopy realne ex-post i ex-ante dają mieszane sygnały dla EURPLN

Kurs EURPLN vs. stopa realna



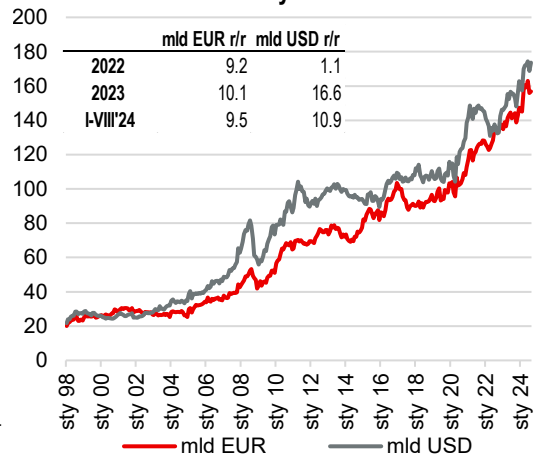
Napływ środków walutowych na rachunki MF będzie rekordowy

Depozyty FX Ministerstwa Finansów



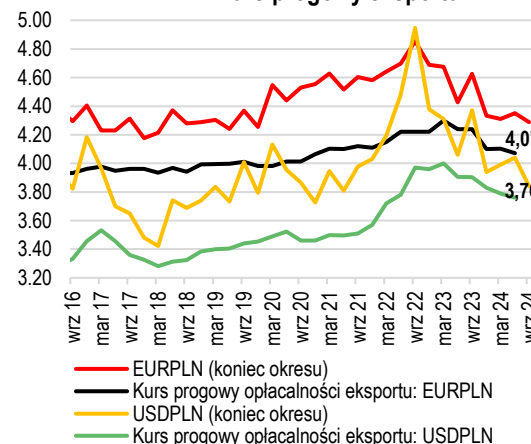
Rezerwy walutowe znacznie wzrosły w tym roku

Rezerwy walutowe



Kurs opłacalności jest dosyć blisko kursu rynkowego

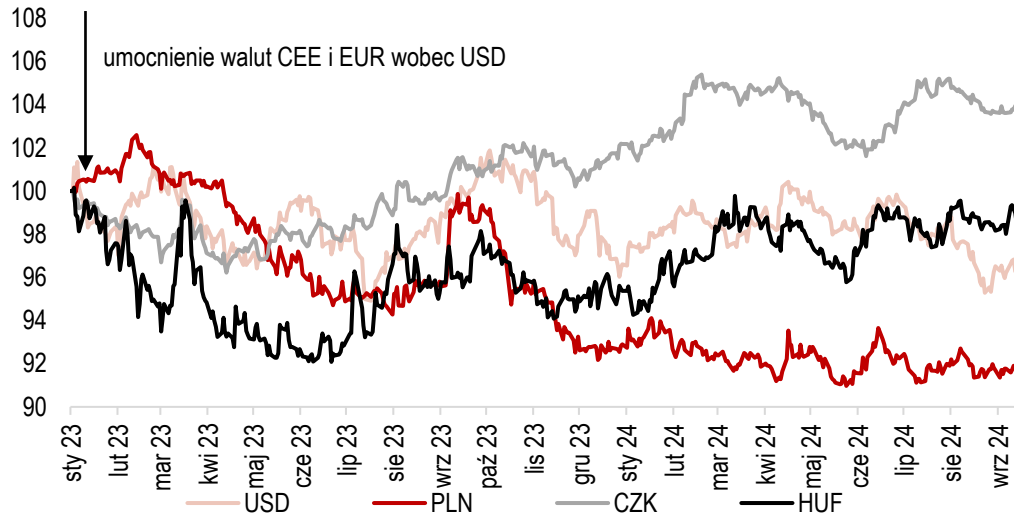
Kurs progowy eksportu



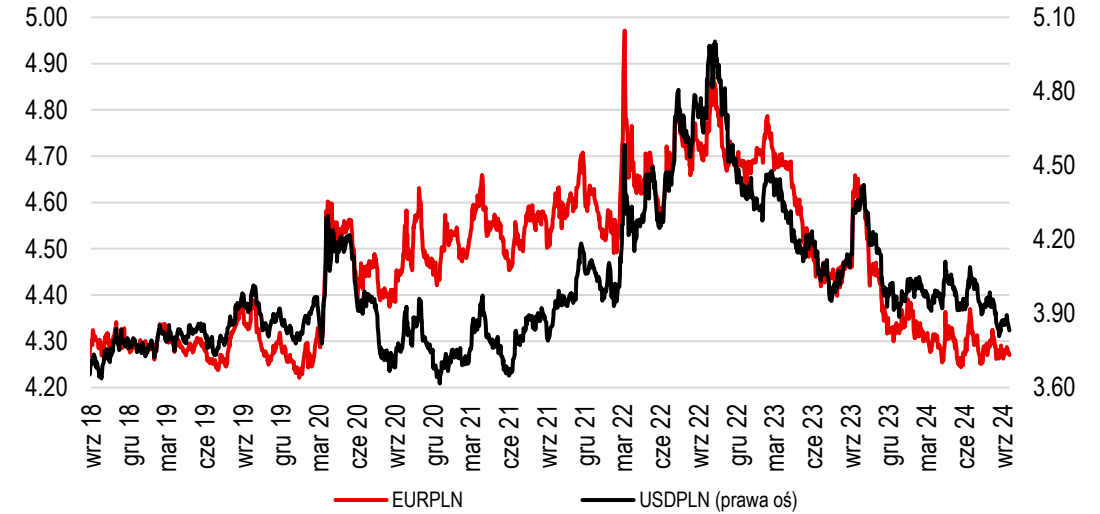
Przegląd rynku FX



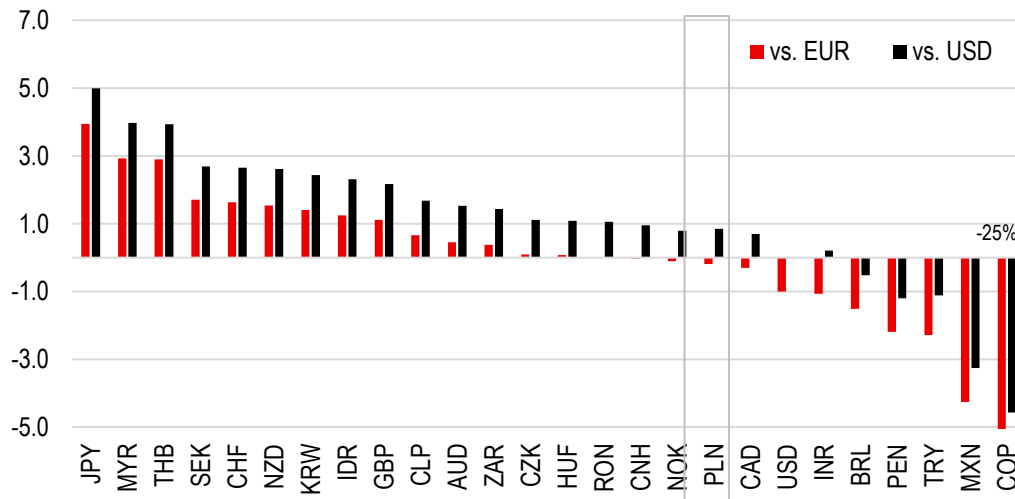
Waluty CEE i USD vs. EUR



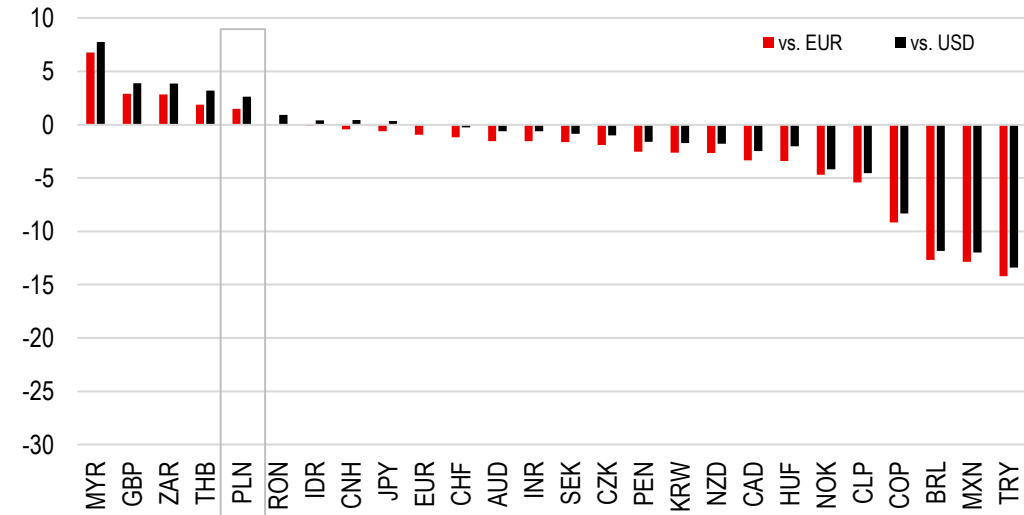
EURPLN i USDPLN



Zmiana walut wobec EUR i USD (% 1M)



Zmiana walut wobec EUR i USD (% YtD)



Prognozy

6

Prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	mld PLN	3,074.8	3,410.1	3,625.9	3,911.3	833.1	860.1	914.0	1,018.6	905.9	935.2	977.4	1,092.8
PKB	% r/r	5.6	0.2	3.0	3.5	2.0	3.2	3.3	3.5	3.4	3.4	3.5	3.6
Popyt krajowy	% r/r	5.2	-3.2	4.4	4.9	1.7	4.3	5.7	5.4	5.5	5.3	4.6	4.4
Spożycie indywidualne	% r/r	5.4	-1.0	4.4	2.9	4.6	4.7	3.2	5.1	3.5	3.3	2.5	2.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	2.7	13.1	2.5	7.1	-1.8	2.7	3.0	4.0	6.0	6.5	7.0	8.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	10.4	-2.1	1.7	7.1	-0.1	1.9	2.3	2.8	4.5	7.2	8.5	8.4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7.7	4.8	-4.7	6.8	-8.7	-6.1	-4.3	-1.9	6.9	8.8	9.8	3.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.5	-3.6	4.1	5.0	5.0	4.5	2.8	4.3	3.5	3.0	5.2	8.0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12.1	12.8	13.5	7.8	14.4	14.7	13.4	11.5	8.3	8.1	7.4	7.3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.0	0.6	-0.3	0.4	0.2	-0.7	-0.3	-0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
Stopa bezrobocia*	%	5.2	5.1	5.1	4.9	5.3	4.9	5.0	5.1	5.2	4.9	4.9	4.9
Rachunek bieżący	mln EUR	-15,716	11,673	4,159	-4,995	4,663	743	-771	-476	2,098	-2,112	-2,969	-2,012
Rachunek bieżący	% PKB	-2.4	1.6	0.5	-0.5	1.5	1.4	1.0	0.5	0.2	-0.1	-0.4	-0.5
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-3.4	-5.1	-5.7	-5.5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	14.3	11.6	3.7	4.7	2.9	2.5	4.5	5.1	5.6	5.4	4.0	3.8
CPI *	% r/r	16.6	6.2	5.3	3.7	2.0	2.6	4.9	5.3	5.7	5.5	4.0	3.7
Inflacja bazowa	% r/r	9.1	10.2	4.4	4.3	5.4	3.8	4.0	4.4	4.4	4.6	4.2	3.9

* 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	4.98	4.12	5.05	5.28	4.90	4.69	4.58	4.20	3.90	3.79
Rentowność obligacji 5L	%	6.36	5.66	5.28	4.93	5.19	5.55	5.24	5.14	5.23	5.05	4.80	4.63
Rentowność obligacji 10L	%	6.10	5.83	5.47	5.02	5.36	5.70	5.45	5.38	5.30	5.10	4.93	4.75
IRS 2L	%	1.19	6.62	5.63	5.17	6.39	6.18	5.05	4.90	5.22	5.48	5.10	4.88
IRS 5L	%	1.69	5.92	5.01	4.73	5.53	5.37	4.59	4.57	4.70	5.13	4.61	4.46
IRS 10L	%	2.01	5.68	5.10	4.80	5.47	5.34	4.80	4.78	4.77	5.23	4.69	4.52
EUR/PLN	PLN	4.69	4.54	4.31	4.26	4.33	4.30	4.29	4.32	4.25	4.23	4.28	4.30
USD/PLN	PLN	4.46	4.20	3.95	3.69	3.99	4.00	3.91	3.89	3.76	3.67	3.67	3.68
CHF/PLN	PLN	4.67	4.68	4.41	4.03	4.57	4.42	4.45	4.19	4.07	4.00	4.01	4.02
GBP/PLN	PLN	5.31	5.50	5.22	5.02	5.06	5.04	5.04	4.93	4.83	4.77	4.81	4.84

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **17.09.2024** 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



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