

Konsument nie śpi, inwestycje się budzą

Polska: Perspektywy 2025

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Świat	s. 8
■ PKB	s. 15
■ Konsumpcja	s. 17
■ Inwestycje	s. 19
■ Fundusze UE	s. 22
■ Wyniki firm	s. 24
■ Przemysł	s. 25
■ Kredyt	s. 26
■ Saldo obrotów bieżących	s. 27
■ Rynek pracy	s. 29
■ Inflacja	s. 33
■ Polityka pieniężna	s. 37
■ Polityka fiskalna	s. 39
■ Rynek długu	s. 42
■ Rynek walutowy	s. 47
■ Tabela z prognozami	s. 52



Podsumowanie (makro)

Bazując na obecnie dostępnej wiedzy możemy powiedzieć, że scenariusz gospodarczy, który zrealizował się w 2024 r. był bliski tego, którego spodziewaliśmy się rok temu. Pomimo niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego i przedłużającej się dekonunktury w strefie euro, krajowa gospodarka wróciła na ścieżkę wzrostu bliskiego 3%, w czym kluczową rolę odegrał solidny popyt krajowy, w tym konsumpcja, wspierana szybko rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. Wyniki III kwartału były sporym rozczarowaniem, ale traktujemy to jak przejściowe zaburzenie trendu, a nie zapowiedź jego zasadniczej zmiany. Wciąż nie jesteśmy w stanie dokładnie wyjaśnić co stało za nagłym tąpnięciem popytu w III kwartale, nie podzielamy jednak opinii o „śmierci konsumenta” (który co najwyżej chwilowo się zdrzemnął) i w kolejnych kwartałach spodziewamy się powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu „3% z plusem”, w którym krajowa konsumpcja nadal będzie odgrywać ważną rolę. Z czasem rolę kluczowej siły napędowej wzrostu gospodarczego będą przejmować inwestycje, finansowane obfitym strumieniem środków z UE. Obserwując dość powolny proces kontraktacji środków unijnych widzimy jednak rosnące ryzyko opóźnienia w oczekiwanym mocnym ożywieniu inwestycji.

Otoczenie międzynarodowe pozostanie w naszej ocenie trudne dla krajowych producentów i eksporterów: na strukturalne problemy gospodarcze Niemiec i strefy euro mogą nałożyć się nowe wyzwania związane z protekcjonistyczną polityką handlową USA po zmianie prezydenta. Skalę tych efektów trudno dokładnie ocenić, dopóki nie poznamy faktycznych decyzji nowej administracji Donalda Trumpa. Widzimy kilka czynników, które w ogólnie trudnych uwarunkowaniach mogą łagodzić skalę problemów gospodarki europejskiej: słabsze euro i głębsze obniżki stóp procentowych EBC, rosnąca skala stymulacji fiskalno-monetarnej w Chinach, przyspieszone wybory w Niemczech, po których nowy rząd może/powinien podjąć reformy zmierzające do ożywienia gospodarki, a krótkoterminowo również zwiększony globalny popyt na towary zaopatrzeniowe w antycypacji zwiększonego protekcjonizmu i barier celnych. W sumie, spodziewamy się lekkiego wzrostu krajowego eksportu, który będzie jednak wyraźnie w tyle za wzrostem importu, stymulowanym solidnym popytem krajowym, w efekcie czego saldo wymiany z zagranicą ulegnie dalszemu pogorszeniu.

Podsumowując: bilans ryzyka dla popytu krajowego i zewnętrznego przesunął się ostatnio w dół, czego manifestacją jest lekkie obniżenie naszych prognoz wzrostu PKB do 2,8% w 2024 r. i 3,4% w 2025 r.

Spodziewamy się delikatnego ożywienia popytu na pracę w 2025 r., związanego z cyklem inwestycyjnym, w efekcie czego stopa bezrobocia pozostanie blisko rekordowych minimów. Wzrost wynagrodzeń w skali całej gospodarki powinien jednak hamować, czemu sprzyjać będzie znacznie skromniejsza niż w tym roku skala podwyżki płacy minimalnej i płac w sektorze publicznym, niższa obserwowana inflacja oraz wyraźne pogorszenie marżowości firm, zawężające ich pole do negocjacji płacowych.

Inflacja CPI wzrośnie w I kwartale 2025, osiągając lokalny szczyt w marcu, nieco powyżej 5,5% r/r, w II kwartale zacznie lekko opadać, ale dopiero w lipcu spadnie wyraźnie, w pobliże 4% r/r. Nie spodziewamy się znaczącego wzrostu cen energii w końcu roku, po wygaśnięciu zatwierdzonego przez rząd wydłużenia działań osłonowych – sytuacja na rynkach surowców energetycznych i hurtowych rynkach energii powinna pozwolić dystrybutorom na obniżenie taryf do/poniżej 500 zł/MWh. Inflacja bazowa do połowy roku pozostanie nieco powyżej 4% r/r, po czym powinna zacząć lekko opadać, co umożliwi globalna tendencja dezinflacji i hamujące jednostkowe koszty pracy.

W naszej ocenie niemożliwe jest zdefiniowanie stabilnej w czasie funkcji reakcji Rady Polityki Pieniężnej. Po kilku miesiącach łagodzenia retoryki, w grudniu nastąpił jastrzębi zwrot w komunikacji prezesa NBP, który wskazuje naszym zdaniem, że szanse na rozpoczęcie obniżek stóp procentowych w I półroczu 2025 r. wyraźnie się obniżyły. Podtrzymujemy założenie, że wznowienie cyklu łagodzenia monetarnego nastąpi w lipcu 2025 r., tj. szybciej niż zasugerował ostatnio prezes Glapiński, a całkowita skala obniżek stóp do końca roku wyniesie 100-125pb.

Deficyt finansów publicznych w roku 2025 będzie zapewne, podobnie jak w tym roku, zbliżony do 6% PKB. Projekt budżetu ponownie skonstruowany jest na nieco zbyt optymistycznych założeniach, przez co widzimy ryzyko niedoboru po stronie dochodowej. Z drugiej strony, nowelizacja budżetu 2024 prawdopodobnie lekko odciąży początek kolejnego roku, przesuując część kosztów w czasie. Dług publiczny pozostanie na trajektorii wzrostowej, zwiększając się z ok. 54.6% PKB na koniec tego roku do niemal 60% PKB w 2025 r. (w definicji ESA).



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Krótkoterminowo na kurs złotego będą oddziaływały dwa przeciwstawne czynniki. Negatywnie mocniejszy dolar do euro, któremu sprzyja dyskontowanie przez rynki możliwych implikacji wyborów w USA (m.in. zawężenie pola do obniżek stóp procentowych przez Fed i jego poszerzenie w przypadku EBC). Na plus powinien teoretycznie oddziaływać spadek oczekiwań rynkowych na szybkie obniżki stóp procentowych przez NBP. Chociaż w tym przypadku można dyskutować, czy ten czynnik przeważy nad efektem wzrostu poczucia nieprzewidywalności polityki pieniężnej i dalszej utraty wiarygodności przez bank centralny w konsekwencji trudnych do zrozumienia nagłych zwrotów w retoryce prezesa NBP, które to zniechęcają inwestorów zagranicznych do zaangażowania w polskie aktywa. Średnioterminowo nie widzimy pola do istotnego umocnienia złotego, m.in. za sprawą przewidywanego spadku realnych stóp procentowych i wzrostu deficytu obrotów bieżących. Zakładamy, że kurs EURPLN w kolejnych kwartałach będzie się poruszał w przedziale 4,30-4,40, bliżej jego dolnej granicy w pierwszym półroczu, a górnej w drugim.

Rynek stopy procentowej

Jeżeli mamy rację co do lipcowego terminu pierwszej obniżki stóp, to krzywe FRA i IRS (krótki koniec) będą musiały jeszcze przejściowo przesunąć się w górę, wyceniając późniejsze rozpoczęcie cyklu. Inwersja krzywej swap powinna w tym scenariuszu pogłębić się na początku 2025 r., a po rozpoczęciu cyklu obniżek spodziewamy się normalizacji krzywej i powrotu do jej dodatniego nachylenia (tzw. bull steepener).

Początek roku 2025 może być w naszej ocenie okresem wciąż podwyższonych rentowności obligacji krajowych, na co wpłynie m.in. korekta rynkowych oczekiwań nt. terminu rozpoczęcia obniżek stóp przez NBP – rynek nadal wycenia go zbyt optymistycznie na II kwartał – ale również wysoka podaź SPW, w związku z wysokimi potrzebami pożyczkowymi i faktem, że MF wejdzie w nowy rok z dość niskim poziomem ich prefinansowania. W dalszej części roku spodziewamy się jednak stopniowego spadku rentowności i większego wystromienia krzywej obligacyjnej, w ślad za umocnieniem długu na rynkach bazowych i spadkiem podstawowych stóp NBP od lipca. Stromienie mogłaby złagodzić ewentualna decyzja MF o przywróceniu emisji bonów skarbowych.



2024: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2023	Rzeczywistość
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.	Nasze oczekiwania sprzed roku okazały się dość trafne. Wzrost PKB w całym roku będzie zapewne bardzo bliski 3%, głównie za sprawą popytu krajowego, przy przeciągającej się dekoniunkturze w strefie euro. Wyniki III kwartału rozczarowały, ale oceniamy, że było to zaburzenie w trendzie, a nie jego załamanie.
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.	Zgodne z oczekiwaniami pogorszenie wymiany z zagranicą przy słabnącym eksporcie hamowało wzrost PKB, a odwrócenie cyklu zapasów mu sprzyjało. Konsumpcja po odbiciu w I półroczu, przygasła w III kw., ale nie umarła tylko drzemie i w naszej ocenie ma szansę na powrót do umiarkowanych wzrostów. Inwestycje przyhamowały, głównie w sektorze prywatnym.
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.	Realizacja scenariusza mniej więcej zgodna z oczekiwaniami, przy czym mimo lekkiego schłodzenia popytu na pracę bezrobocie pozostało niskie, a wzrost płac dwucyfrowy.
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 zaskoczyła w dół w pierwszych miesiącach roku, spadając do 2% r/r w marcu, po czym odbiła za sprawą wzrostu cen energii i żywności oraz efektu niskiej bazy. Na koniec roku przewidujemy wzrost CPI nieco powyżej 5% r/r, a inflację bazową nieco powyżej 4% 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.	Już w I kw. br. zrezygnowaliśmy z oczekiwaniami obniżek stóp w tym roku, widząc zmianę funkcji reakcji RPP. Jastrzębi zwrot w retoryce prezesa NBP potwierdza naszym zdaniem, że obniżki nie zaczną się wcześniej niż w III kw. 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, z deficytem fiskalnym bliskim 6% PKB, co powinno wspierać wzrost gospodarczy.
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.	2024 był rokiem wzrostu, a nie spadku rentowności, co wynikało m.in. z urealnienia oczekiwań dot. tempa i skali obniżek stóp procentowych w Polsce i za granicą.
Rynek walutowy	Spodziewamy się mocnego złotego, czemu będą sprzyjać późne obniżki stóp NBP, słabszy dolar, wyższe napływy środków UE.	Złoty mocniejszy realnie, ale EURPLN przez cały rok pozostawał wyjątkowo stabilny, tylko w niewielkim stopniu reagując na lokalne i globalne wydarzenia.



2025: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Przewidujemy utrzymanie się polskiej gospodarki na ścieżce wzrostu „trzy z plusem”, pomimo wciąż niekorzystnego otoczenia zewnętrznego, w czym nadal kluczową rolę będzie odgrywać względna odporność popytu krajowego.	Ryzyka wydają nam się asymetrycznie rozłożone po stronie negatywnej, co m.in. wynika z obaw o działania nowej administracji USA, potencjalnie negatywne dla światowego handlu i wzrostu gospodarczego w Chinach i Europie.
Struktura PKB	Inwestycje przejmą z czasem rolę głównego silnika wzrostu, choć ich ożywienie może nieco się opóźnia. Wzrost konsumpcji zbliżony jak w tym roku, ok. 3%, wspierany wzrostem płac realnych. Dodatni wkład zapasów, ujemny eksportu netto.	Widzimy ryzyko wolniejszej absorpcji środków UE i opóźnienia w ożywieniu inwestycyjnym. Z kolei dla konsumpcji ryzyko wydaje się wychylone w górę, jeśli mocno rosnąca ostatnio stopa oszczędzania zacznie się normalizować.
Rynek pracy	Ożywienie inwestycyjne powinno lekko wesprzeć popyt na pracowników, bezrobocie nadal blisko minimów. Wzrost płac spowolni, ale pozostanie realnie dodatni.	Przeciągająca się dekoniunktura za granicą i walka firm o odbudowę zyskowności mogą prowadzić do większej skali zwolnień i większego hamowania płac.
Inflacja	Dynamika CPI będzie rosła do marca, osiągając szczyt ok. 5,7% r/r, lekko obniży się w II kw. i mocniej spadnie dopiero od lipca, kończąc rok tuż poniżej 4%. Inflacja bazowa do połowy roku powyżej 4% r/r, potem stopniowo w dół.	Ryzyko wybicia inflacji mocno w górę po wygaszeniu zamrożenia cen energii wydaje się mniejsze niż ryzyko niższej od prognoz ścieżki CPI za sprawą dezinflacyjnych trendów w Europie (niski popyt, spadające ceny surowców).
Polityka pieniężna	Zakładamy rozpoczęcie obniżek stóp NBP w lipcu 2025 r. i łączną skalę obniżek do końca roku 100-125pb. Do tego czasu powinno stać się jasne, że ryzyko mocnego wzrostu CPI pod koniec roku jest niewielkie i perspektywa powrotu inflacji do celu przybliży się, a nie oddala, co pozbawi argumentów najbardziej jastrzębią grupę członków RPP skupioną wokół prezesa NBP.	Perspektywę obniżek stóp mogłyby przybliżyć kolejne sygnały słabości koniunktury i hamowania wzrostu gospodarczego – znacznie trudniej byłoby wówczas bronić tezy o zagrożeniu mocnym wzrostem inflacji.
Polityka fiskalna	Kolejny rok deficytu finansów publicznych bliskiego 6% PKB i wzrostu długu publicznego, który zbliży się do 60% PKB (w definicji UE). Konsolidacja fiskalna odłożona na okres powybiorczy.	Największym zagrożeniem dla sytuacji fiskalnej byłaby ewentualna słabość nominalnego wzrostu PKB, która mocno podkopałaby wiarę w strategię konsolidacji fiskalnej.
Rynek stopy procentowej	Spodziewamy się wyższych stawek swap i obligacji w I kwartale (szczególnie na krótkim końcu krzywej), w efekcie urealnienia wciąż zbyt optymistycznych oczekiwań rynkowych dot. terminu obniżek stóp NBP i wysokiej podaży SPW. Dalsza część roku powinna przynieść spadki stóp i rentowności oraz wystromienie krzywych.	Ewentualne rozczarowanie wzrostem PKB to szanse na szybszy spadek stóp krótkoterminowych, a jednocześnie wzrost premii za ryzyko kredytowe i presja na długi koniec krzywej.
Rynek walutowy	Kurs EURPLN nadal dość stabilny w przedziale 4,30-4,40, z jednej strony wspierany brakiem pośpiechu RPP w obniżkach stóp, z drugiej pod negatywną presją niskiej konkurencyjności cenowej firm, pogarszającego się bilansu płatniczego i malejących stóp realnych.	Zawieszenie działań wojennych na Ukrainie, z gwarancjami bezpieczeństwa od Zachodu, dające nadzieję na trwały rozejm, skutkowałoby zapewne skokowym umocnieniem walut CEE. Ryzykiem po drugiej stronie eskalacja geopolitycznego napięcia, wyhamowanie wzrostu PKB i w efekcie wzrost ryzyka fiskalnego.

Wzrost gospodarczy

1



Co może oznaczać Trump 2.0?

Deklaracje Donalda Trumpa i jego doradców sprzed wyborów prezydenckich co do pożądaných głównych kierunków amerykańskiej polityki są znane (zob. tabela obok), ale na razie nie ma pewności jak dużo z tych zapowiedzi i w jakim dokładnie kształcie zostanie wprowadzonych w życie. W efekcie trudno być przekonanym co do skali wpływu tych działań na perspektywy gospodarcze.

Z polskiego punktu widzenia kluczowe wydaje się ryzyko osłabienia perspektyw rozwojowych strefy euro w obliczu możliwych działań protekcjonistycznych USA wobec UE i Chin (priorytetem będzie zapewne drugie), zawężenie pola do obniżek stóp Fed przy jednoczesnym zwiększeniu przestrzeni do obniżek EBC i potencjalny wzrost ryzyka geopolitycznego w razie ograniczenia wsparcia USA dla Ukrainy i/lub mniejszego zaangażowania w NATO.

Ocena, jak wpłynie to na wskaźniki gospodarcze, wydaje się przedwczesna, dopóki operujemy głównie w sferze domysłów, a nie konkretnych decyzji. Ogólna niepewność dot. perspektyw rozwojowych Europy wzrosła. Widzimy jednak kilka czynników, które w ogólnie trudnych uwarunkowaniach mogą łagodzić skalę problemów gospodarki europejskiej: słabsze euro i głębsze obniżki stóp procentowych EBC, rosnąca skala stymulacji fiskalno-monetarnej w Chinach, przyspieszone wybory w Niemczech, po których nowy rząd może/powinien podjąć reformy zmierzające do ożywienia gospodarki, a krótkoterminowo również zwiększony globalny popyt na towary zaopatrzeniowe w antycypacji nadchodzącego wzrostu protekcjonizmu i barier celnych.

Obszar polityki	Deklaracje przed wyborami
Cła	Powszechne cła na import (10%-20%) w celu promowania krajowej produkcji. Chiny: wzrost taryf do 60%. Możliwy 4-letni plan wypierania importu wybranych towarów z Chin.
Polityka fiskalna	Pełne wydłużenie tymczasowych obniżek podatków i ulg dla biznesu zatwierdzonych w 2017 r. Obniżka podatku od firm do 15%. Zniesienie podatków stanowych za napiwki, nadgodziny i świadczenia społ.
Migracje	Przywrócenie lub nawet zacieśnienie regulacji z pierwszej kadencji dot. nielegalnego przekraczania granicy. Deportacja milionów nielegalnych migrantów. Legalna migracja też ograniczona (mniej uchodźców, mniej pozwoleń na wjazd).
Polityka zagraniczna	Zawieszenie wsparcia dla Ukrainy, presja na rozmowy pokojowe. Ograniczenie zaangażowania w NATO, większe napięcia w relacjach z europejskimi sojusznikami.
Deregulacja	Mniej regulacji związanych z polityką klimatyczną, ułatwienia w inwestycjach w wydobywaniu paliw kopalnych. Mniejsze wymagania nadzorcze dla banków, łatwiejsze pozyskiwanie kapitału. Szybki przegląd krajowych organów nadzoru finansowego.

Globalny wzrost niezły, ale pofragmentowany

Tkwiąc w układzie gospodarczym opartym na koniunkturze europejskiej możemy odnieść wrażenie, że świat nie potrafi przejść do fazy ożywienia gospodarczego. Tymczasem to odbicie już się dokonuje, ale jest niejednorodne i dotyczy wybranych obszarów aktywności - światowa gospodarka rośnie w umiarkowanym tempie, ale sytuacja jest zróżnicowana w zależności od sektora i geografii.

Powszechnym zjawiskiem jest, że usługi radzą sobie dużo lepiej niż przetwórstwo przemysłowe, na co wskazują różnice w poziomach krajowych PMI dla tych sektorów. Te same wskaźniki wyglądają zdecydowanie lepiej w przypadku USA i gospodarek azjatyckich niż strefy euro.

Badanie PMI wskazuje również na narastanie w ostatnich miesiącach w skali globalnej poczucia niepewności wśród firm i raportowania przez nie, że ma to już wymierne skutki w postaci niższych zamówień i obniżania oczekiwanego przyszłego poziomu aktywności gospodarczej. Wiążemy to zjawisko m.in. z wygraną Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA i napięciami geopolitycznymi.

Firmy zgłaszające spadek zamówień i/lub oczekiwań dot. przyszłej produkcji w wyniku niepewności



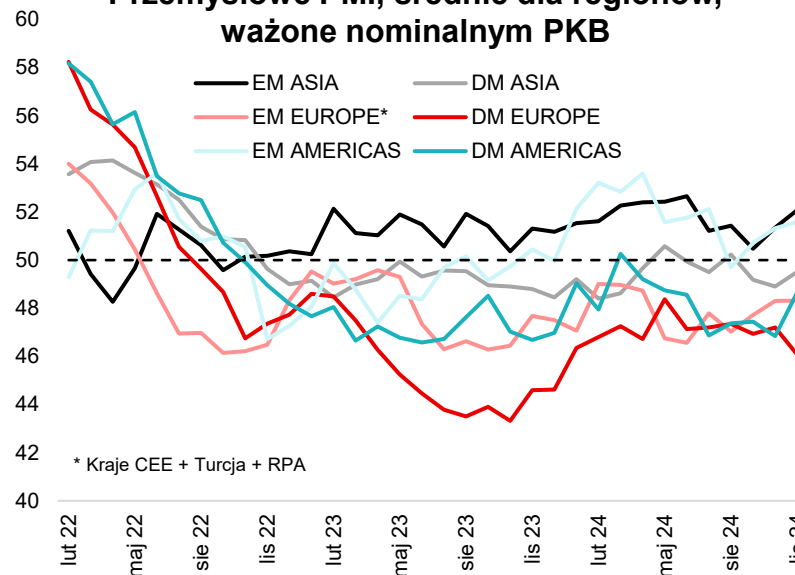
Data compiled December 2024.
Axis scale 1 = long term average
Source: S&P Global PMI.
© 2024 S&P Global.

Globalny wzrost gospodarczy a PMI



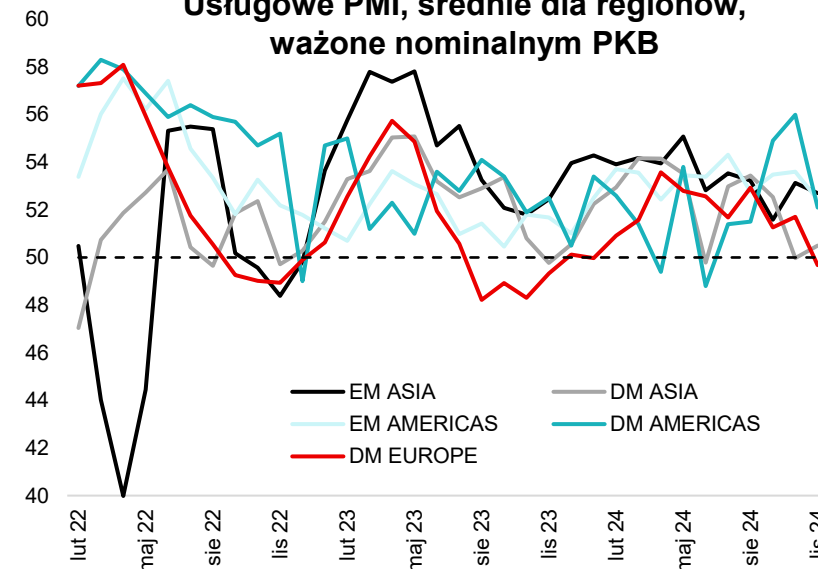
Data compiled December 2024 including PMI data to November 2024.
PMI (Purchasing Managers' Index) value of 50 = no change on prior month.
Source: S&P Global PMI with J.P. Morgan, S&P Global Market Intelligence.
© 2024 S&P Global.

Przemysłowe PMI, średnie dla regionów, ważone nominalnym PKB



* Kraje CEE + Turcja + RPA

Usługowe PMI, średnie dla regionów, ważone nominalnym PKB





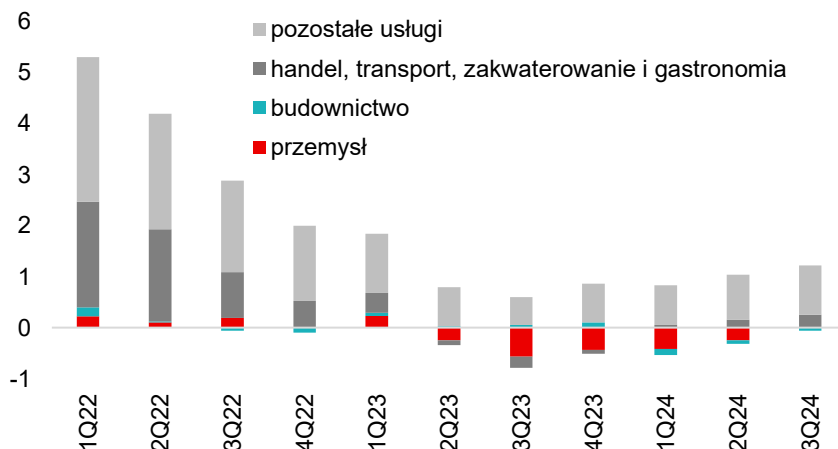
Czy Europa uczestniczy w ożywieniu?

Nietrudno o wrażenie, że Europa zostaje w tyle, a cały rok 2024 upłynął pod znakiem jałowego czekania na ożywienie w tej części świata. Naszym zdaniem to czekanie nadal ma sens – może strefa euro nie stanie się gospodarczą gwiazdą nadchodzącego roku, ale może dostarczyć dostatecznie dużo popytu polskim firmom, żebyśmy odczuli w kraju lekką poprawę koniunktury. Komisja Europejska prognozuje przyspieszenie gospodarki strefy euro z 0,8% w tym roku do 1,3% w 2025 r., konsensus prognoz analityków (wg agencji Bloomberg) widzi ruch do 1,1% choć jeszcze kilka miesięcy temu nastawiał się na 1,4% w przyszłym roku.

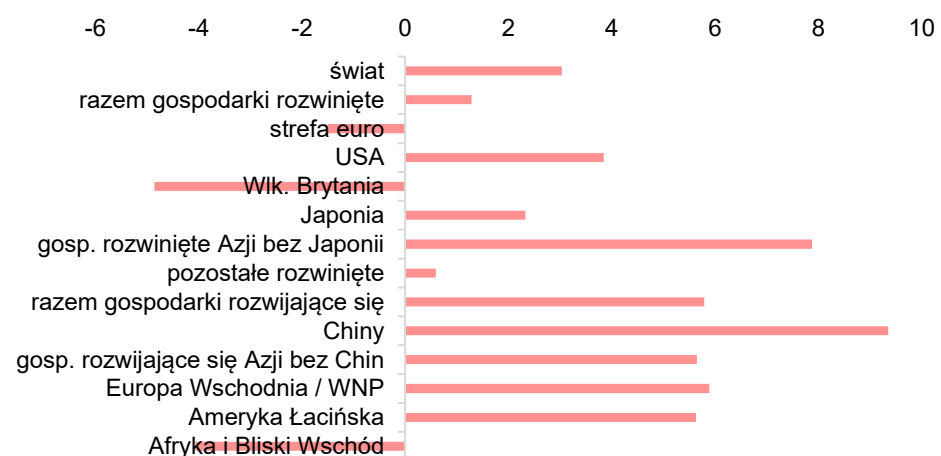
Zwracamy przy tym uwagę, że: (1) w strefie euro jako całości III kw. zaskoczył pozytywnie pod względem wzrostu PKB (+0,4% kw/kw, gdy oczekiwano +0,2%), w szczególności pomogły w tym Hiszpania i Francja przebijając prognozy; (2) struktura tego wzrostu była również pozytywnym zaskoczeniem – konsumpcja prywatna w górę z 0,9% r/r do 1,0% r/r, zamiast w dół do 0,6%, inwestycje o wiele szybciej zredukowały spadek niż zakładano: ruch z -3,2% r/r do -1,3% zamiast do -2,8%, konsumpcja publiczna wyhamowała z 2,7% r/r do 2,4% a rynek stawał na 1,6%; (3) ocena prawdopodobieństwa recesji w strefie euro w ciągu kolejnego roku nie jest co prawda niska, ok. 30%, ale od wiosny niewiele się zmienia mimo narastających obaw o wpadnięcie w recesję jej największej gospodarki, co podpowiada, że wewnątrz bloku są pozytywne trendy, ale niwelowane słabością Niemiec; (4) pod względem tworzenia wartości dodanej gospodarka strefy euro nabiera rozpędu (0,3% r/r w I kw., 0,8% w II kw, 1,3% w III kw.), wartość dodana przemysłu po pięciu kwartałach przestała spadać r/r, stopniowo narasta też wkład usług do wzrostu gospodarczego (0,8, 1,0 i 1,2 pkt. proc. w kolejnych kwartałach br.).

Perspektywy strefy euro i Niemiec pozostają jednak głównym ryzykiem dla naszej prognozy PKB dla Polski. Długie czekanie na odbicie, gdy w innych rejonach świata ma już ono miejsce, podpowiada, że problemy Europy mają w jakimś stopniu charakter strukturalny, który nie rozwiąże się sam. Na jej perspektywy rzutuje też zmiana rządów w USA (choć z drugiej strony, osłabienie euro i obniżone stopy rynkowe powinny być cyklicznym wsparciem). Szczególnie to ociąganie się strefy euro widać w statystykach handlu zagranicznego.

Wkład składników wartości dodanej do wzrostu r/r PKB strefy euro, pkt. proc.



Wolumen eksportu wg World Trade Monitor, średni wzrost r/r za lipiec-wrzesień



Źródło: Eurostat, Santander

Źródło: CPB, Santander

Nierówne odbicie w Europie a polski eksport

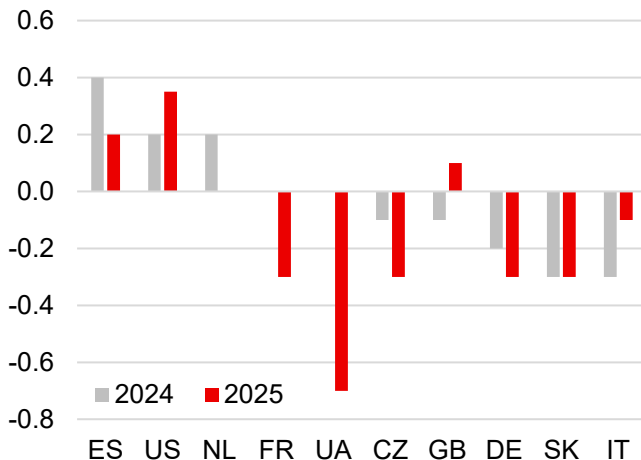
Szybsze tempo odbicia niektórych gospodarek UE nie pozwala niestety na wzrost optymizmu co do wzrostu polskiego eksportu w przyszłym roku, podobnie odporność gospodarki amerykańskiej.

Wśród 10 największych odbiorców polskiego eksportu w ciągu ostatnich trzech miesięcy prognozy przyszłorocznego wzrostu gospodarczego poprawiły się tylko w przypadku Hiszpanii, USA i Wielkiej Brytanii, jednak kraje te odbierają łącznie jedynie ok. 10% krajowej wysyłki. **Średnia ważona prognoz wzrostu PKB w 2025 r. dla tych 10 krajów (wg ankiet agencji Bloomberg), po stabilizacji w I poł roku, ruszyła ponownie w dół.**

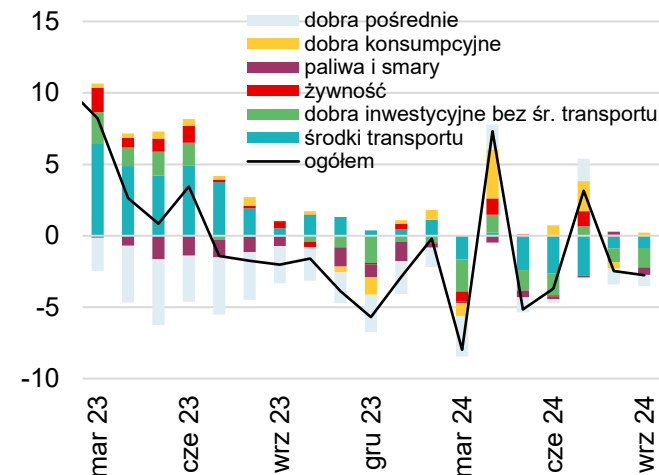
Sytuacja polskich producentów na rynkach zagranicznych jest też utrudniona tym, że EUR/PLN pozostaje relatywnie blisko progu opłacalności eksportu. To duża różnica względem poprzednich cykli koniunkturalnych, kiedy to złoty był raczej problemem dla importerów, a eksporterom pozostawiał spory bufor na poprawę konkurencyjności cenowej.

W strukturze dynamiki polskiego eksportu widać europejski marazm gospodarczy w postaci braku wzrostu w dobrach pośrednich, konsumpcyjnych i inwestycyjnych (wzorem poprzednich cykli wszystkie trzy kategorie powinny żywo zareagować na przejście strefy euro w fazę ożywienia gospodarczego). Są za to odzwierciedlone problemy europejskiej branży motoryzacyjnej (wysyłka aut i części). Niewielki dodatni wkład dostarczają produkty żywnościowe.

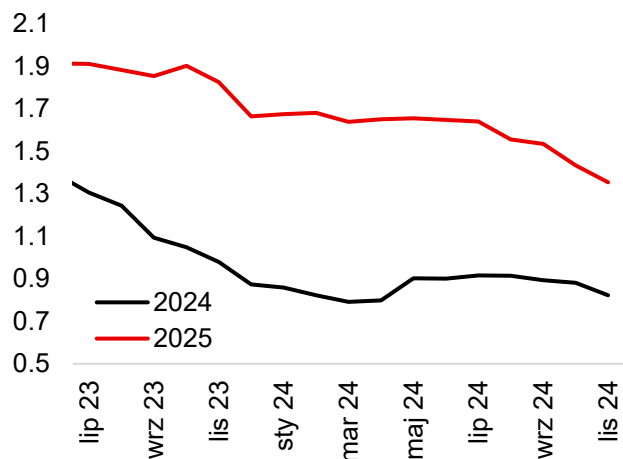
3M zmiana rynkowych prognoz wzrostu dla 10 głównych odbiorców polskiego eksportu



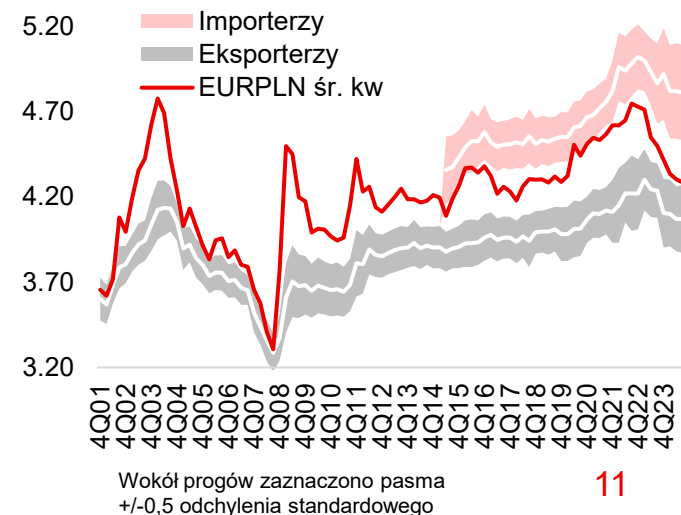
Struktura wzrostu r/r polskiego eksportu, wg wartości w EUR



Średnia ważona prognoza wzrostu dla 10 głównych odbiorców polskiego eksportu



Kurs EUR/PLN a progi opłacalności eksportu i importu



Wokół progów zaznaczono pasma +/-0,5 odchylenia standardowego



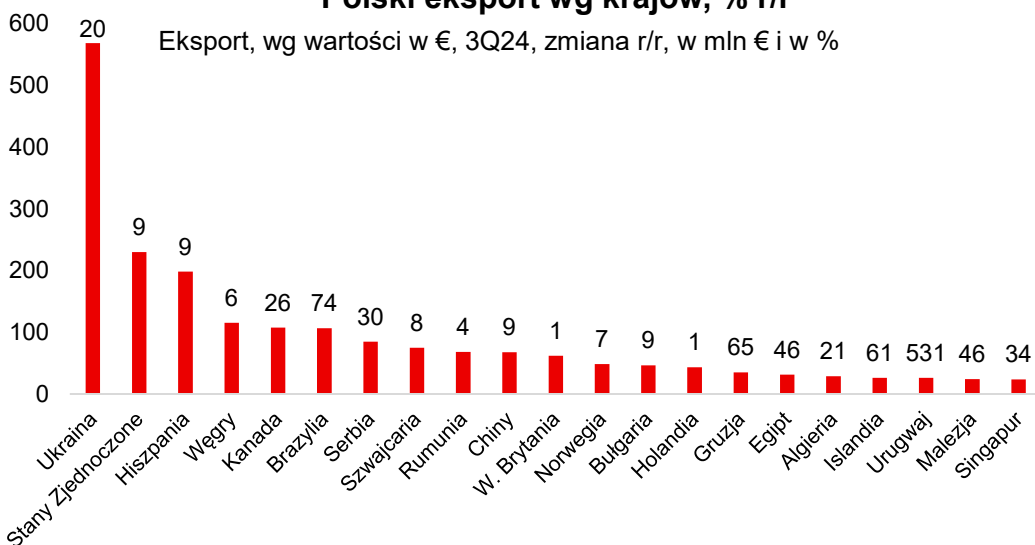
Nierówne odbicie w Europie a polski eksport

Zastój w sprzedaży na tradycyjne rynki zbytu polscy eksporterzy próbują kompensować większą dywersyfikacją geograficzną, w tym ekspansją transatlantycką. Na razie jednak jest to wciąż relatywnie mały wycinek naszej sprzedaży eksportowej.

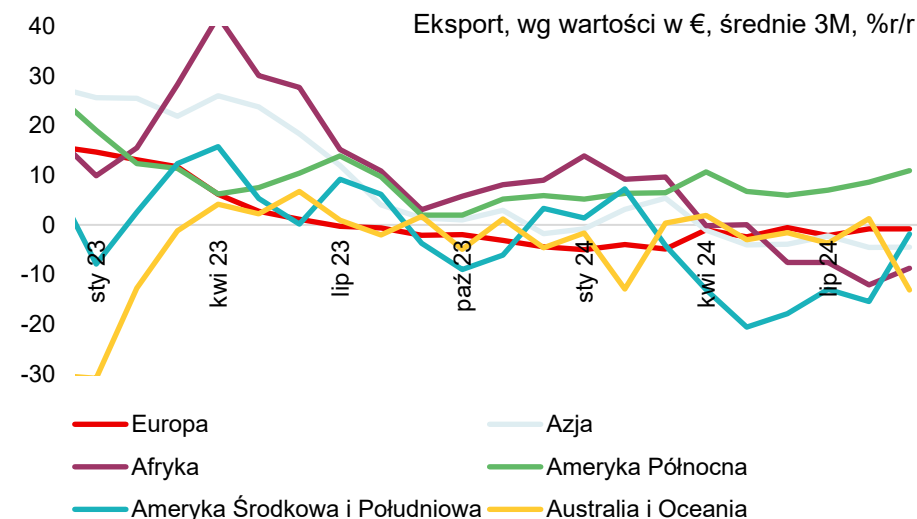
W dodatku jedynym kontynentem, na którym widoczny jest systematyczny wzrost polskiego eksportu, jest Ameryka Północna, co wynika ze wzrostu obrotów nie tylko z USA, ale też Kanadą.

Pod względem skali poprawy rocznej dynamiki eksportu uwagę zwraca za to Ameryka Środkowa i Południowa – po ponad roku kilkunastoprocentowych spadków, w III kw. br. wzrost okazał się już bliski zera, do czego przyczyniło się zwiększenie wysyłki do Brazylii o 74% r/r (jeden z sześciu krajów, dla których wartość eksportu z Polski wzrosła r/r o ponad 100 mln €) a do Urugwaju o ponad 500%.

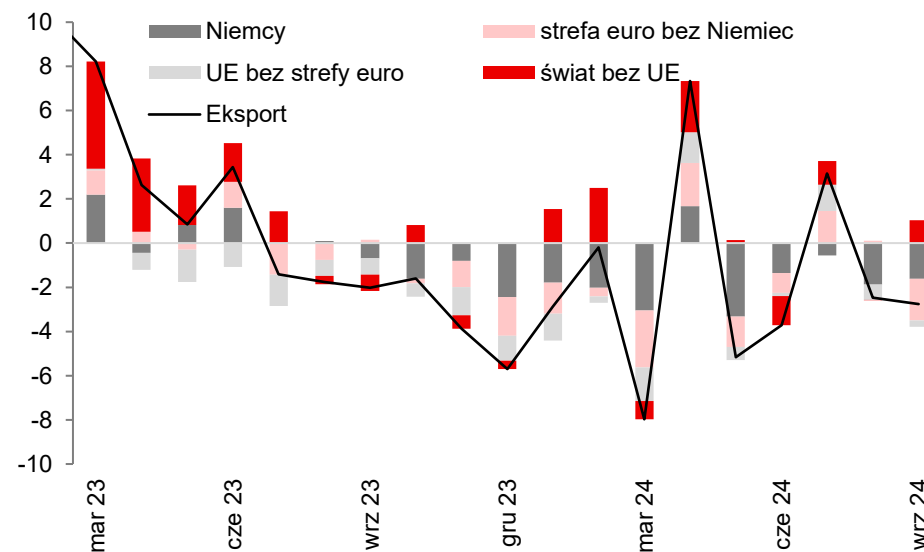
Polski eksport wg krajów, % r/r



Polski eksport wg kierunków geograficznych, % r/r



Polski eksport wg kierunków geograficznych, % r/r



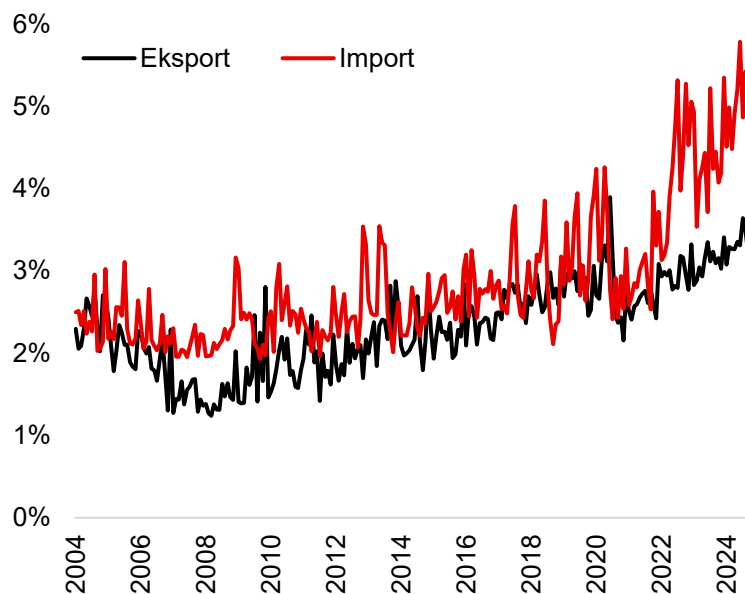


Pogłębienie deficytu w handlu z USA

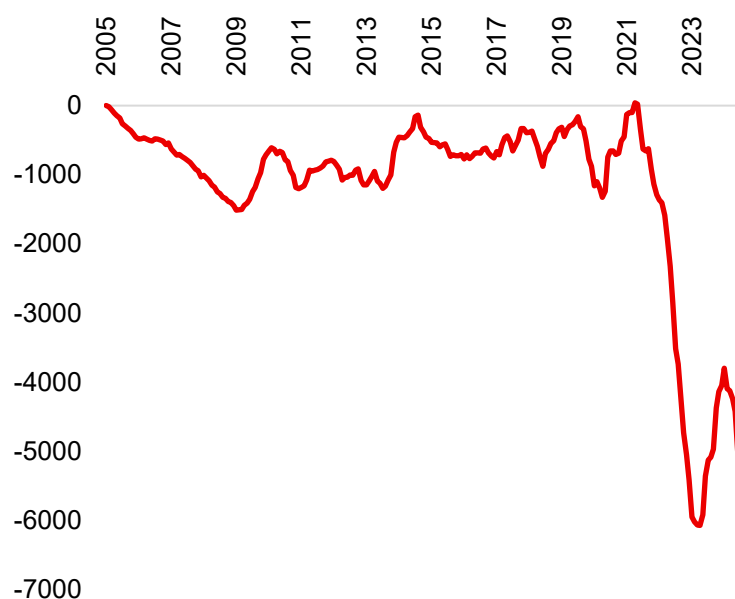
Wojny handlowe, które mają ruszyć po objęciu władzy przez Donalda Trumpa w styczniu, nie muszą oznaczać istotnego bezpośredniego zaburzenia w handlu zagranicznym Polski. Choć USA to największy odbiorca polskiego eksportu spoza Europy, to jego znaczenie ginie w cieniu relacji handlowych z UE. Problemem mogą się za to okazać efekty pośrednie, zarówno te związane z ewentualnym ocleniem całości wysyłki do USA z UE, jak i zabiegi w stronę izolacji Chin, których popyt może być w przyszłym roku jednym z podstawowych czynników decydujących o tym, czy Europa zobaczy istotne odbicie gospodarcze.

Po stronie importu udział USA jest większy niż w eksporcie Polski, a do tego odpowiada na kluczowe potrzeby polskiego państwa – dywersyfikacji dostaw surowców energetycznych i pozyskania sprzętu wojskowego. **Stąd USA znalazły się w piątce krajów, z którymi saldo handlu towarowego spadło najbardziej w porównaniu ze stanem sprzed pandemii.** Być może będzie to jednym z czynników, powodujących, że nowy rząd amerykański będzie odnosić się do naszego kraju relatywnie przychylnie.

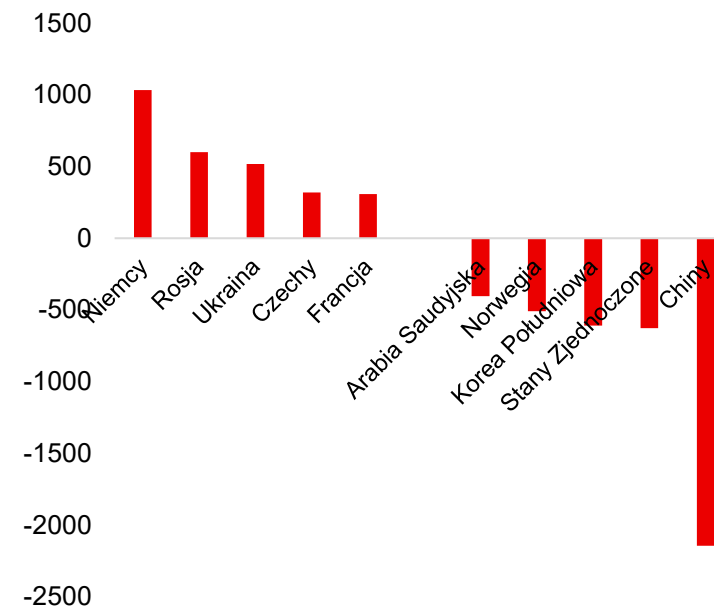
Udział USA w eksporcie i imporcie towarów Polski, wg wartości w EUR



Saldo handlu towarowego Polska-USA 12M suma ruchoma, mln EUR



Największe zmiany salda handlu towarowego Polski, wg krajów, wrz'24 – wrz'19, mln EUR





Czy Polska może liczyć na specjalne traktowanie przez USA?

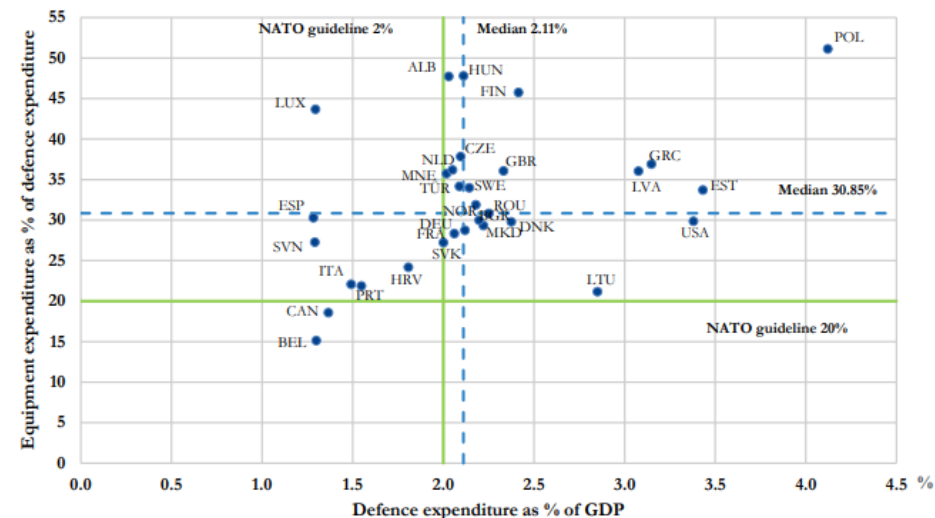
Za pierwszej kadencji jako prezydent USA, Donald Trump posługiwał się kryterium salda handlowego, gdy zapowiadał zmiany w polityce celnej i celował w takie zaburzenie dwustronnych relacji handlowych, żeby USA osiągały nadwyżkę. Jeśli to podejście miałyby być utrzymane, to Polska wydaje się stać na dobrej pozycji w przeddzień wojen handlowych. Akurat w kwestii handlu zagranicznego nie może jednak dojść do różnicowania poziomu barier handlowych USA wobec pojedynczych krajów UE, bo Unia w ramach koncepcji jednolitego rynku utrzymuje jedną politykę zewnętrzną.

Polska zyskuje też w oczach administracji USA ze względu na skalę wydatków na obronność, w tym udziału wydatków na sprzęt wojskowy. Za pierwszej prezydentury Trump upominał kraje europejskie za niewywiązywanie się wydatków na obronność na poziomie co najmniej 2% PKB, zgodnie z wytycznymi NATO. Polska jako jedyny kraj w pakcie przekracza ten poziom ponad dwukrotnie, przebijając pod tym względem nawet USA.

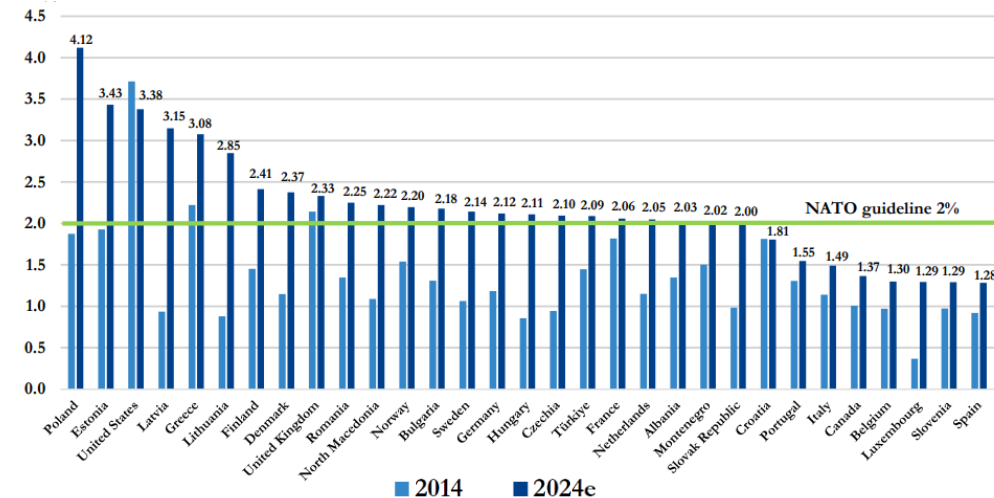
Polska jako jedyny kraj UE używa i ma obecnie aktywny kontrakt na amerykańskie czołgi Abrams. Obecny program dozbrajania obejmuje wiele rodzajów sprzętu z USA.

W sumie te aspekty pozwalają zakładać, że pozycja negocjacyjna Polski będzie relatywnie mocna wśród krajów europejskich w kontaktach z nową administracją USA.

Wydatki na obronność jako % PKB a wydatki na sprzęt wojskowy jako % wydatków na obronność, 2024



Wydatki na obronność jako % PKB (w cenach i kursach z 2015 r.)



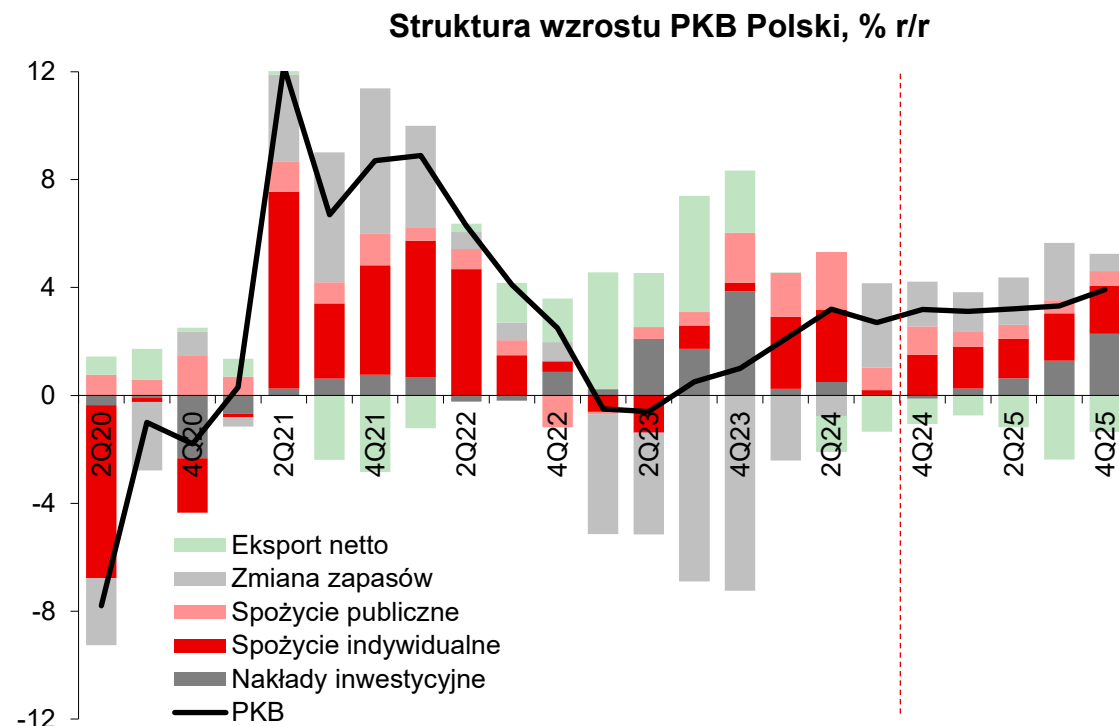
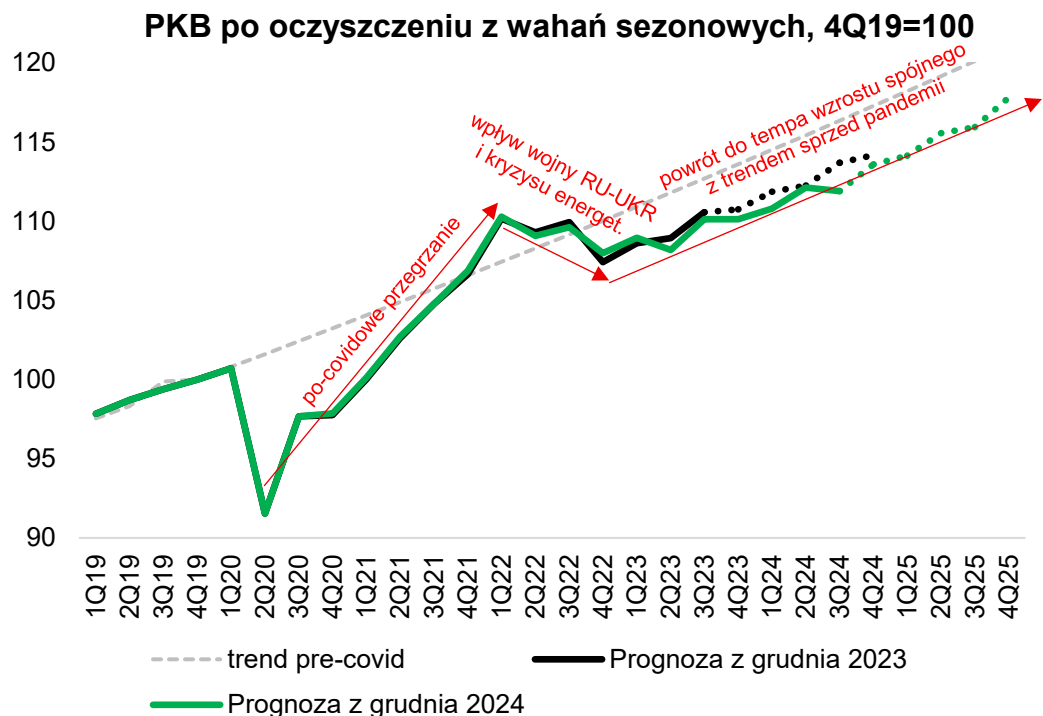
Źródło: NATO, Santander



Polska na ścieżce wzrostu PKB „trzy z plusem”

Od dłuższego czasu obstawiamy scenariusz, w którym po zaburzeniu związanym z kryzysem energetycznym i wojną w Ukrainie, polska gospodarka wraca na ścieżkę wzrostu gospodarczego mniej więcej spójnego z trendem sprzed pandemii i zbliżonego do wzrostu potencjalnego (ok. 3% r/r). Ten scenariusz zaczął się realizować już pod koniec 2023 r. i liczymy na jego kontynuację, a rozczarowujące wyniki III kwartału br. interpretujemy jako jednorazowe, wciąż trudne do dokładnego wytłumaczenia zaburzenie, a nie sygnał zmiany trendu. **Oczekujemy, że polska gospodarka urośnie o 2,8% r/r w 2024 r. i o 3,4% w 2025 r.**

Liczyliśmy do niedawna, że przejście z jednego silnika wzrostu gospodarczego (konsumpcji) na drugi (inwestycje) dokona się w miarę płynnie. Najnowsze dane wskazują, jednak że ożywienie inwestycyjne może się nieco opóźnić (zob. [str.19](#)). Odbudowa oszczędności gospodarstw domowych też okazała się mocniejsza niż zakładaliśmy, utrudniając odbudowę konsumpcji. Lukę między jedną a drugą składową popytu wypełnia zmiana zapasów – mocno procykliczny komponent, w którym mogą się też zawierać niedokładności rachunkowe (z czasem kolejne rewizje PKB mogą prowadzić do przeklasyfikowania części tych wydatków jako konsumpcja lub/i inwestycje, jak to już bywało w przeszłości).

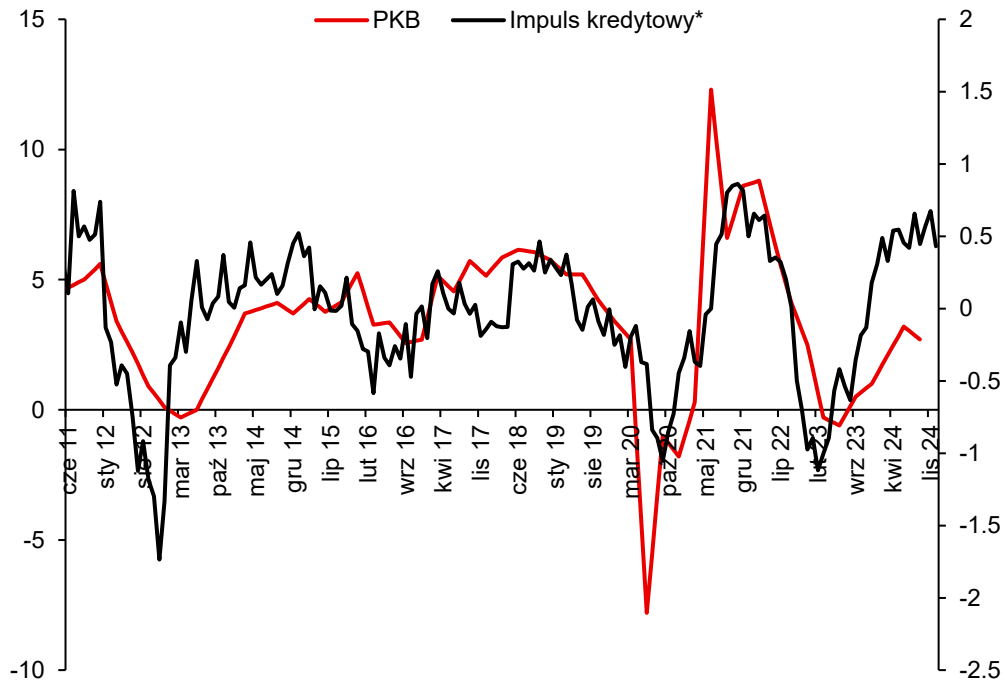




Dwa sygnały dalszego ożywienia

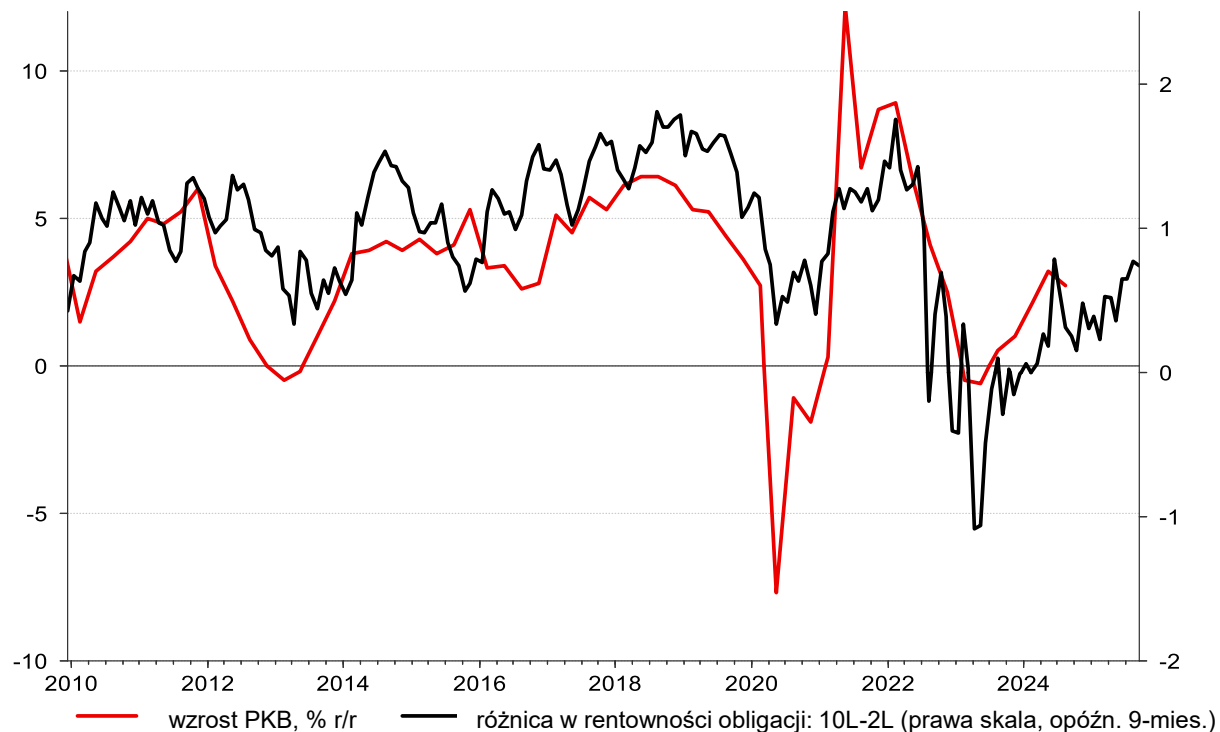
Przyhamowania tendencji wzrostowych w krajowej gospodarce nie zapowiadają wskaźniki wyprzedzające, które w ostatniej dekadzie na ogół dość dobrze były skorelowane z cyklem koniunkturalnym: impuls kredytowy oraz nachylenie krzywej dochodowości. Ich zachowanie jest spójne z utrzymaniem wzrostu PKB w okolicach 3%+.

Wzrost PKB a impuls kredytowy



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

Wzrost PKB a nachylenie krzywej rentowności



— wzrost PKB, % r/r — różnica w rentowności obligacji: 10L-2L (prawa skala, opóźn. 9-mies.)



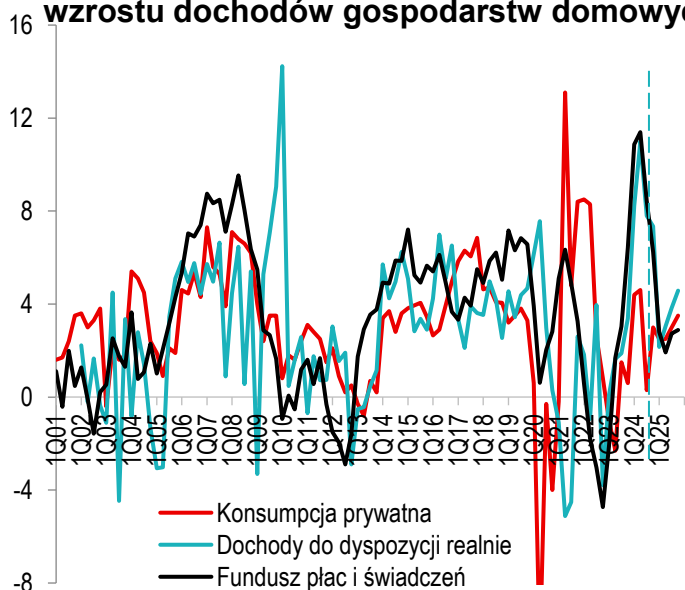
Konsumpcja prywatna: nie jest tak źle, jak się wydaje

Zanik wzrostu konsumpcji prywatnej w III kw. 2024 r. po zaskakująco mocnej pierwszej połowie roku sprowokował hipotezy o „śmierci konsumenta”, które w naszej ocenie są przedwczesne. Od strony dochodowej gospodarstwa miały wciąż wszystko czego trzeba, żeby utrzymać solidną dynamikę konsumpcji w III kw. Ich dochody nadal będą rosły w ujęciu realnym (choć nieco skromniej) w 2025 r. Powrotu do dwucyfrowej dynamiki dochodów realnych nie będzie, ale podstawa do oczekiwania dalszego solidnego wsparcia wzrostu gospodarczego przez konsumentów już tak.

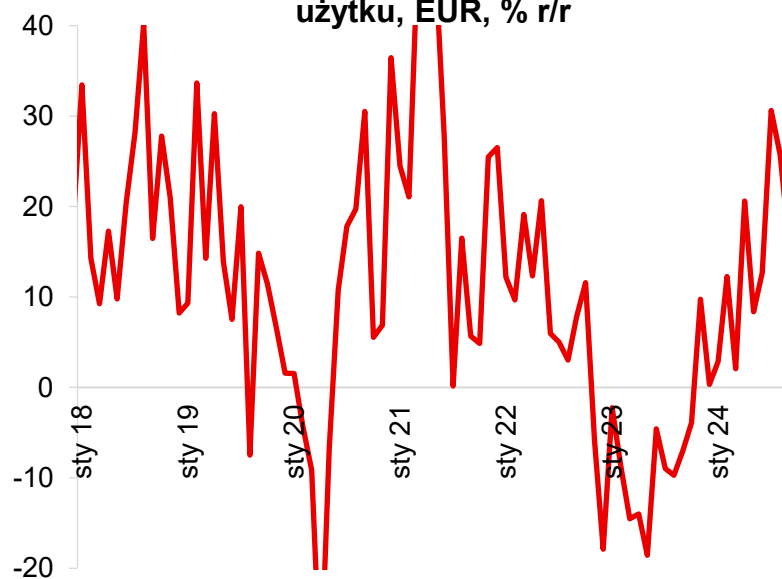
Wg nas konsumpcja prywatna zatrzymała się tylko na chwilę i wróci niebawem do solidnych wzrostów - w 2025 r. urośnie o ok. 3%, podobnie jak w 2024 r. Dane o wydatkach kartowych klientów Santander Bank Polska pokazują wysoką dynamikę w zakupach usług. Wciąż szybko rośnie import towarów konsumpcyjnych, w szczególności dóbr trwałych. Pobudzeniu konsumpcji sprzyjać będzie rozpoczęcie obniżek stóp procentowych w trakcie roku oraz dalsze nasywanie gospodarki kredytem konsumpcyjnym.

Ważną rolę do odegrania ma skłonność do oszczędzania, która narasta od początku 2023 r. a w tym roku jest już wyraźnie wyższa niż przed pandemią i często podawana jako przyczyna słabości konsumpcji w III kw. Wg nas w perspektywie kilku kwartałów jej wzrost powinien wyraźnie zwolnić, co zwiększy otwartość gospodarstw domowych na podejmowanie wydatków.

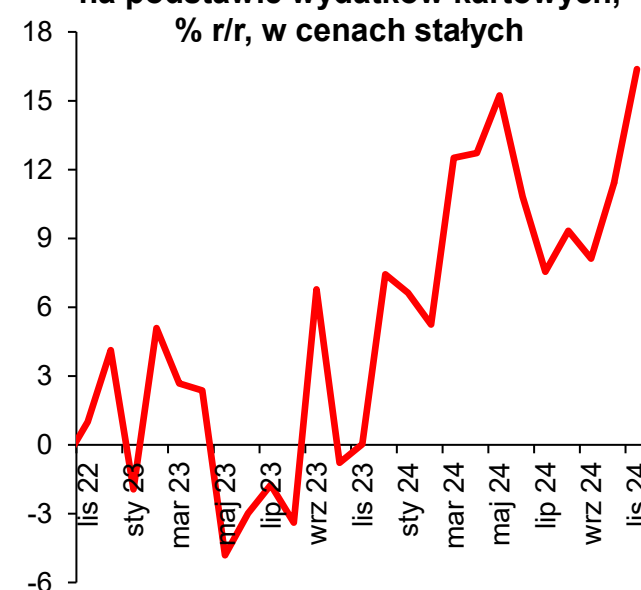
Konsumpcja prywatna i miary realnego tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych



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



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



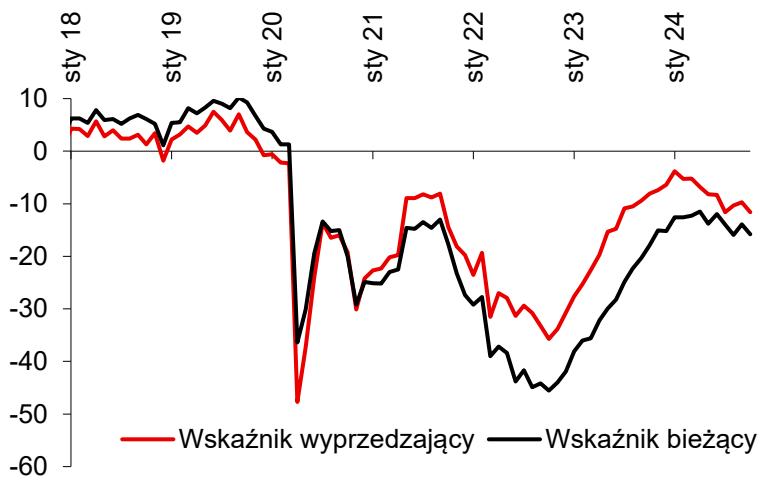


Stabilizacja stopy oszczędzania

Zakładamy, że w 2024 r. doszło do wyraźnego wzrostu stopy oszczędzania (faktyczne dane z rachunków sektorowych znamy tylko za I kw. 2024 r.), zgodnie z długookresową relacją z realną stopą procentową. **W 2025 r. stopa oszczędzania będzie naszym zdaniem się stabilizować, co przy nieco wolniejszym wzroście dochodów do dyspozycji powinno zostawić miejsce na solidny wzrost konsumpcji.**

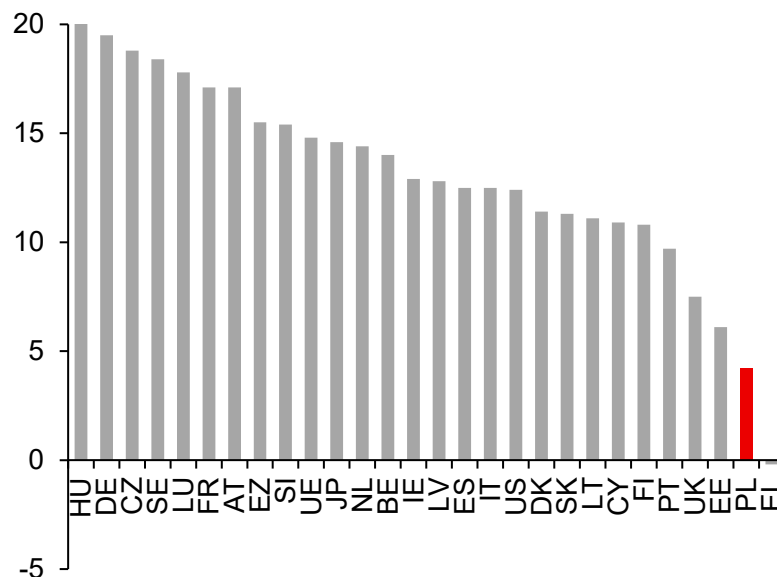
Polaków cechuje raczej niska skłonność do oszczędzania, krajowa stopa oszczędzania jest jedną z najniższych w UE. Warto natomiast mieć na uwadze, że relacje stopy oszczędzania i realnej stopy procentowej czasami ulegają silnym zaburzeniom, kiedy stopa oszczędności jest dużo wyższa. Na przykład po globalnym kryzysie finansowym okres obaw trwał ok. 2 lata, a covidowy połączony z wojennym blisko 3 lata, przy czym w obu przypadkach faza wzrostu i trwania na podwyższonym poziomie objęła 6 kwartałów, po czym rozpoczęła się normalizacja. Czy obecnie istnieją przesłanki dla nadmiernego wzrostu stopy oszczędności? Motywacja do oszczędzania może płynąć z potrzeby odbudowy majątku, którego realna wartość została obniżona wysoką inflacją w minionych latach. Postawę oszczędnościową może potencjalnie podtrzymać erozja nastrojów konsumentów. Jednak naszym zdaniem dokonuje się ona zbyt wolno, żeby móc aż tak zaburzyć konsumpcję. Niepewność związana z wygraną D.Trumpa w USA może niepokoić, ale dla sporej grupy obywateli była wynikiem pożądanym (wg ankiety CBOS dla ok. 30%). Obawy mógł też wzbudzić tegoroczny nawrót inflacji w III kw. br. Ale jeśli uznamy to za powód wystopowania wzrostu konsumpcji, to IV kw. przyniósł przecież wypłatę bonu energetycznego i decyzję o przedłużeniu mrożenia cen prądu oraz dalszym odroczeniu opłaty mocowej.

Wskaźniki optymizmu konsumentów, pkt



Źródło: GUS, Santander

Stopa oszczędzania, szacunek KE za rok 2024, %



Źródło: KE, Santander

Stopa oszczędzania gospodarstw domowych a realna stopa procentowa ex post



Źródło: GUS, Santander

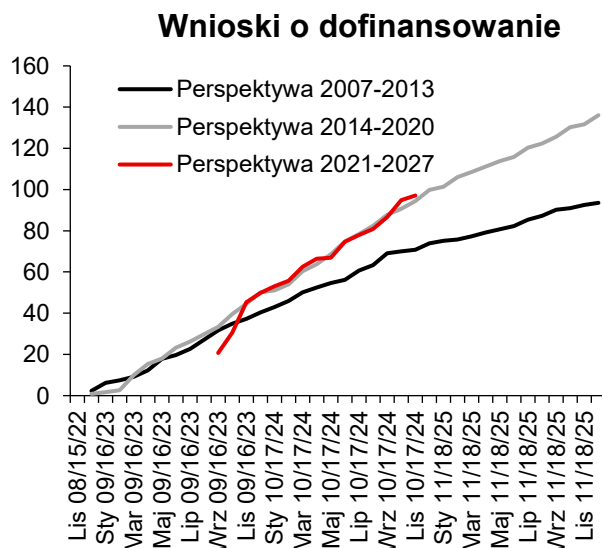
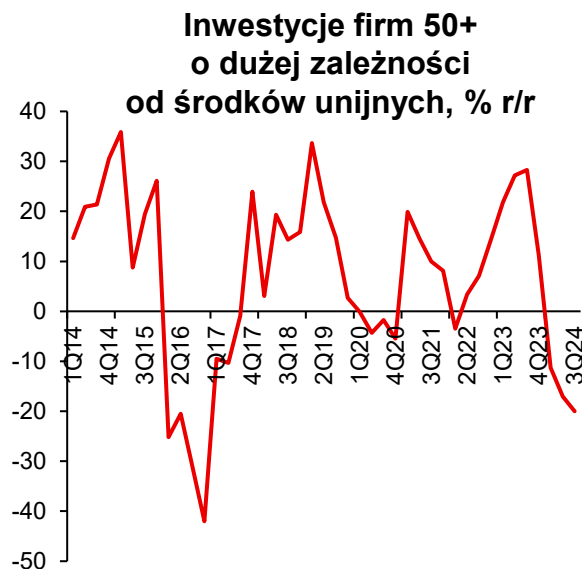


Inwestycje: środki unijne zaczynają działać

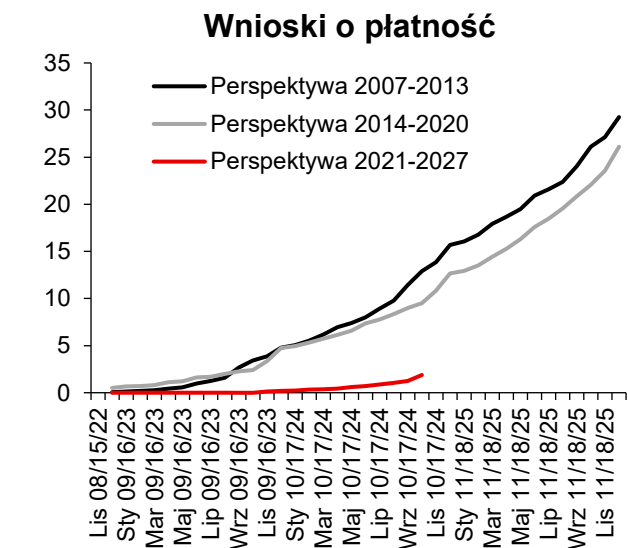
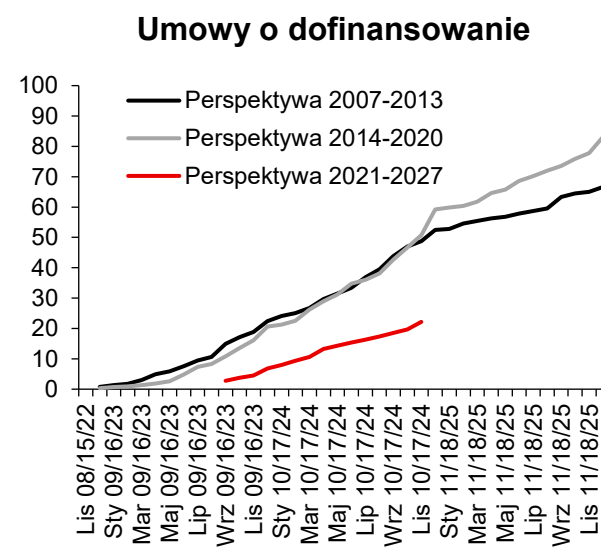
Wszystko wskazuje na to, że 2024 r. będzie niezwykle słaby pod względem inwestycji. Jakkolwiek jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami, to jednak zakładaliśmy, że w kolejnych kwartałach ujawniać się będzie efekt wykorzystania środków unijnych. Dane za pierwsze trzy kwartały raczej wskazują na postępujące pogorszenie inwestycji finansowanych środkami unijnymi.

Natomiast dane na temat wniosków o płatność ze środków unijnych pokazały drgnięcie w październiku i listopadzie – w tych dwóch miesiącach wartość wniosków wyniosła 3,6 mld zł w porównaniu do 4,2 mld zł łącznie w I-III kw. 2024 r. Przypominamy, że wniosek o płatność może pojawić się na różnych etapach finansowania inwestycji – w tym jako zaliczka. Ponieważ projekty finansowane środkami z perspektywy 2021-2027 dopiero startują, to można zakładać, że są to właśnie głównie zaliczki, a zatem dane te wskazują na rozpoczęcie istotnych projektów. Wysoka liczba wniosków o dofinansowanie oraz rosnąca liczba umów sugerują nasilenie tego procesu w najbliższych kwartałach. Od początku roku w budżecie środków unijnych widoczne są rosnące wydatki z Funduszu Odbudowy i dotychczas wykorzystano z niego 12,9 mld zł, w tym 7,6 mld zł z dotacji. Stanowi to ledwie ok. 5% środków Funduszu, ale uruchomiono już 47 z 57 inwestycji zawartych w KPO, co dobrze wróży wydatkowaniu w przyszłości. Więcej o wydatkach ze środków unijnych piszemy na [stronie 22](#).

Podtrzymujemy zatem naszą prognozę, że 2025 r. zobaczymy istotne przyspieszenie inwestycji ze względu na rosnące wykorzystanie środków unijnych. Słabe tegoroczne wyniki sugerują jednak, że odbicie nadejdzie nieco później niż zakładaliśmy.



Dane o finansowaniu ze środków spójności, mld €



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



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

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



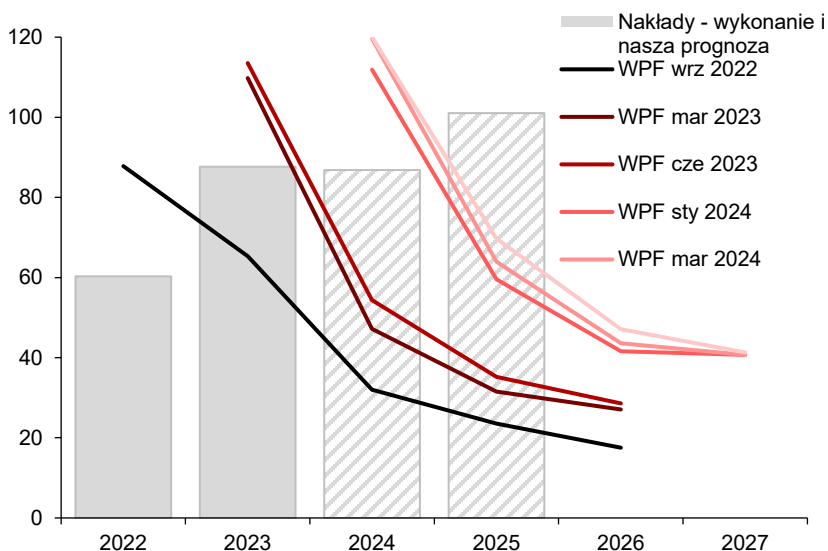
Inwestycje: wzrost w sektorze publicznym

W [MAKROskopie](#) z perspektywą na 2024 r. prognozowaliśmy, że nakłady inwestycyjne samorządów nieco wzrosną, ale będzie to przyrost porównywalny ze stagnacją. Dostępne dane z trzech pierwszych kwartałów 2024 r, potwierdzają nasze założenia, pokazawszy lekki spadek w ujęciu nominalnym.

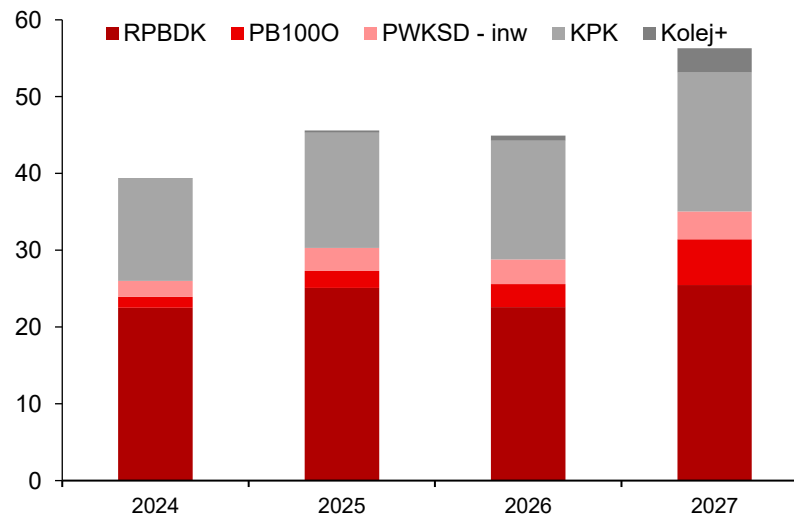
Jesteśmy bardziej optymistyczni jeśli chodzi o 2025 r.: plany finansowe samorządów z czerwca (a więc wciąż niepełne) zakładają, że w 2025 r. inwestycje wyniosą ok. 70 mld zł. Rok wcześniej plany z czerwca 2023 r. zakładały, że w 2024 r. inwestycje wyniosą ok. 55 mld zł. Na tej podstawie – oraz przy założeniu rosnącego wykorzystania środków unijnych – **prognozujemy, że inwestycje samorządów wzrosną w 2025 r. o ok. 15% w ujęciu nominalnym (ok. 10% w ujęciu realnym)**. Założenie to poddamy weryfikacji po publikacji uzupełnionych planów finansowych samorządów na styczeń 2025 r.

Podobnych tendencji oczekujemy w sektorze centralnym, przy czym raczej zakładamy słabe tendencje wzrostowe w przypadku wydatków militarnych oraz na infrastrukturę transportową. Wydatki na drogi prawdopodobnie nie osiągną takich stóp wzrostu jak planowane w programach wieloletnich, bo zarówno plany finansowe KFD, jak i GDDKiA, zakładają, że wydatki w 2025 r. będą nominalnie podobne jak w 2024 r. (ok. 20 mld zł). W przypadku wydatków na obronność, budżet na 2025 r. zakłada nieznaczny wzrost: do 3,2% PKB z 3,0% PKB w 2024 r. (w ujęciu ESA).

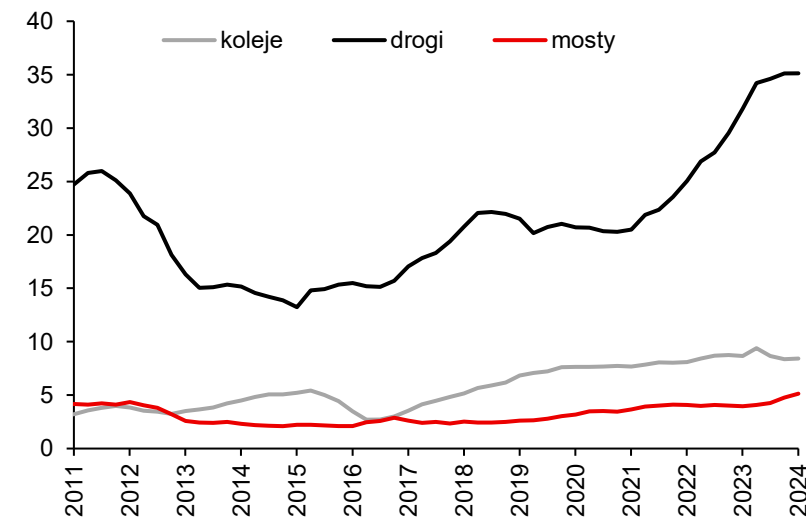
Inwestycje samorządów – plany i realizacje, mld zł



Drogowe i kolejowe plany inwestycyjne wg programów wieloletnich, mld zł



Wydatki na poszczególne obiekty budowlane, suma roczna, mld zł





Inwestycje: sektor prywatny nieco z tyłu

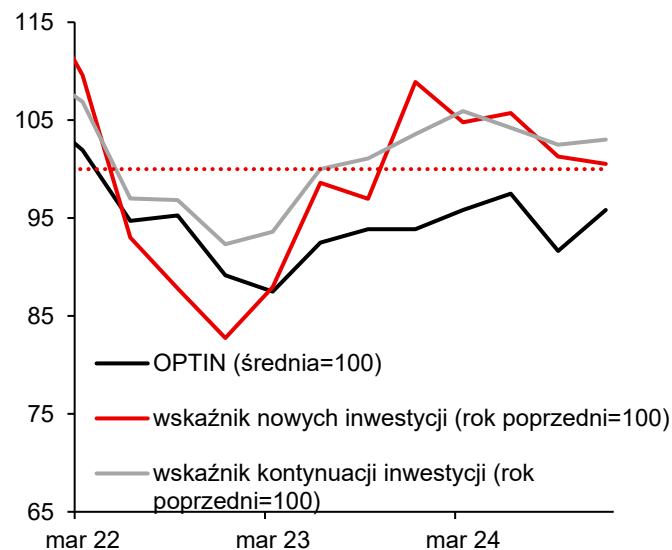
2024 r. był słaby jeśli chodzi o inwestycje w firmach, tak jak obstawialiśmy. W pierwszych trzech kwartałach inwestycje dużych firm obniżyły się realnie o 7,5% r/r, a spadek pogłębiał się z kwartału na kwartał. Najmocniej na wyniku sektora zaważyły negatywne tendencje w transporcie oraz przetwórstwie przemysłowym.

W ostatnim czasie optymizm inwestycyjny polskich firm nieco się poprawił, a według NBP stały za tym oczekiwania poprawy popytu oraz wzrostu napływu środków z Unii Europejskiej. Jakkolwiek uważamy, że inwestycje firm odbiją, przede wszystkim właśnie ze względu na rosnące wykorzystanie środków unijnych, to perspektywy wzrostu nakładów w sektorze firm nie są jednak najlepsze – wyniki finansowe nie poprawiają się, perspektywy eksportowe pozostają niepewne, a stopień wykorzystania mocy produkcyjnych jest niski. Do tego wartość kosztorysowa rozpoczętych inwestycji obniża się.

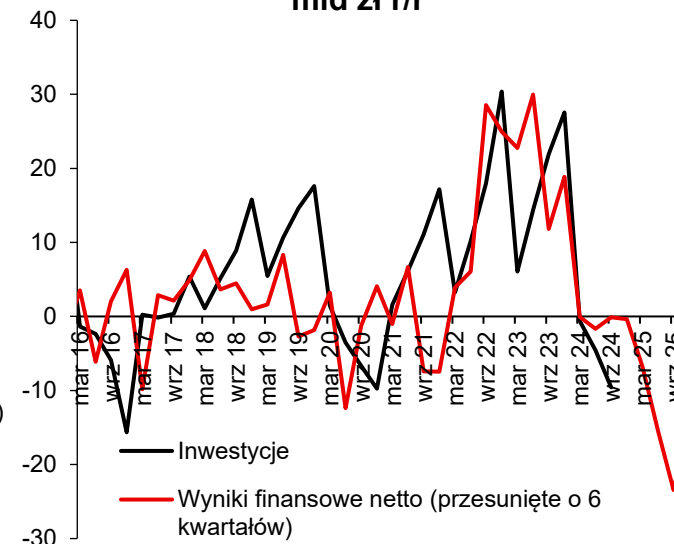
Zakładamy przyrost inwestycji przedsiębiorstw niefinansowych o ok. 5% r/r w ujęciu realnym w 2024 r.

Naszym zdaniem dojdzie też do lekkiego odbicia inwestycji w sektorze gospodarstw domowych. Lepszej realizacji może potencjalnie sprzyjać nowy program wspierania rynku mieszkaniowego, który ma zostać przedstawiony w I kw. 2025 r.

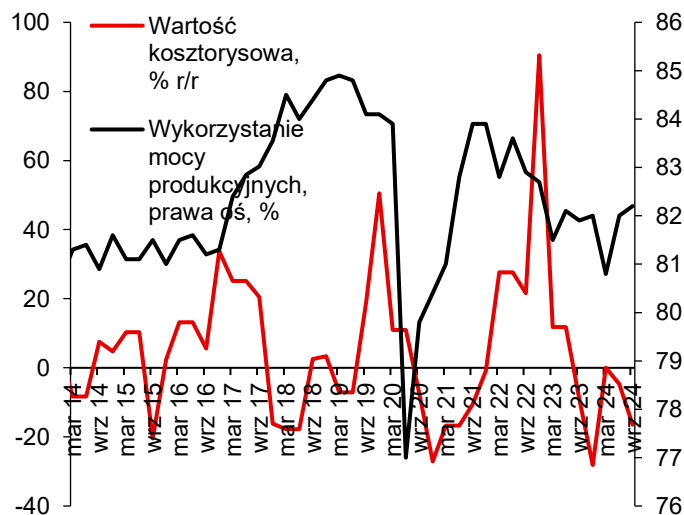
Indeksy optymizmu inwestycyjnego NBP



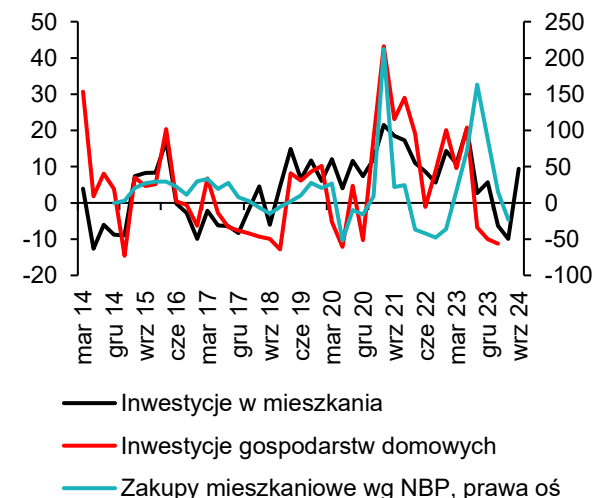
Inwestycje a wyniki dużych firm, mld zł r/r



Wartość kosztorysowa nowych inwestycji, wykorzystanie mocy



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



Źródło: GUS, NBP, Santander



Fundusze UE: źródło wzrostu inwestycji w 2025 r.

Wykorzystanie funduszy unijnych w 2024 r. przebiega słabiej, niż oczekiwaliśmy. Niemniej, w 2025 r. powinniśmy być świadkami znacznego wzrostu wydatków budżetu środków europejskich (BŚE).

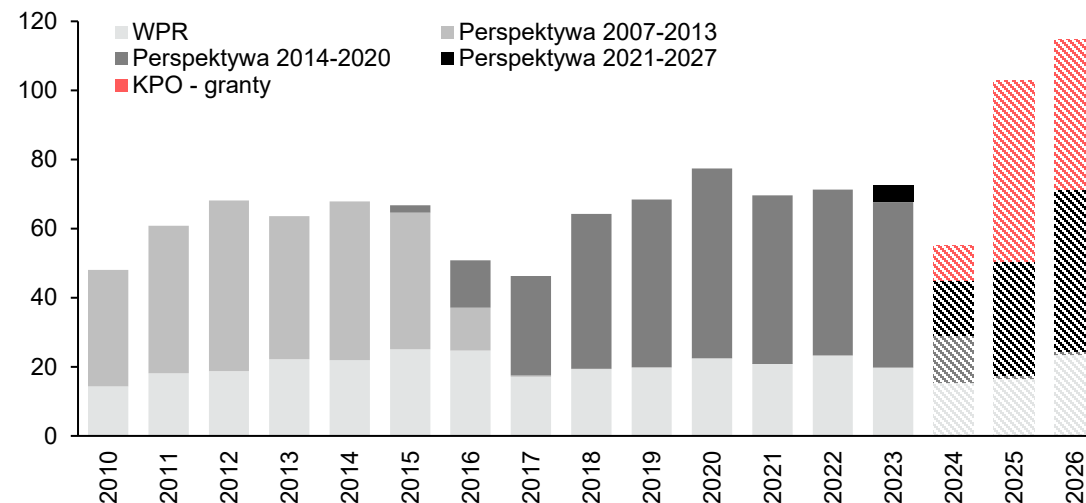
Dotychczasowe wykorzystanie funduszy z perspektywy finansowej 2021-2027 prezentuje się skromnie. Według naszych szacunków wydatki z perspektyw finansowych w 2024 r. wyniosły na koniec III kw. blisko 22 mld zł, z czego nowa perspektywa odpowiadała za około 8 mld zł. Spodziewamy się, że do końca roku wydatki z nowej perspektywy mogą wynieść około 16 mld zł, zgodnie z planem z ustawy budżetowej, ale też poniżej naszych wcześniejszych prognoz. Wydatki BŚE z obu perspektyw powinny wynieść około 30 mld zł.

Oczekujemy, że w kolejnym roku głównym źródłem wzrostu wykorzystania środków unijnych będzie Krajowy Plan Odbudowy.

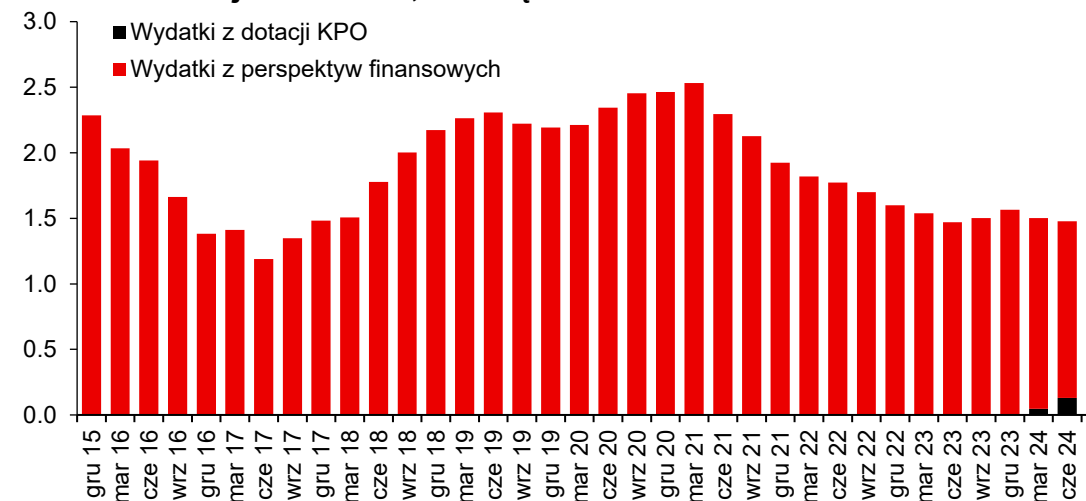
Na początku grudnia Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że dotychczasowe wydatki z części dotacyjnej planu wyniosły 7,6 mld zł. W naszej ocenie do końca roku mogą one się zbliżyć do 10 mld zł.

Całkowita wartość Planu to około 260 mld zł, w tym około 100 mld zł dotacji. Aby istotna część środków zdążyła zostać wykorzystana, ich wydatkowanie będzie musiało przyspieszyć. Zakładamy, że wydatki z części dotacyjnej KPO mogą wynieść w 2025 r. około 50 mld zł, zgodnie z planem z projektu ustawy budżetowej na 2025 r. Należy podkreślić, że kwota ta nie zawiera wydatków z części pożyczkowej KPO. Jeszcze w październiku minister Pełczyńska-Nałęcz sugerowała, że w 2025 r. całkowite wydatki inwestycyjne z KPO mogą wynieść od 80 do 100 mld zł, co sugeruje, że wydatki z pożyczek mogłyby wynieść przynajmniej 30 mld zł. Niemniej, nawet jeśli rzeczywiste wydatki okażą się niższe, to i tak powinny uczynić 2025 r. rokiem inwestycji.

Wydatki BŚE, mld zł



Wydatki BŚE w ramach perspektyw finansowych i grantów KPO jako % PKB, krocząca średnia czterech kwartałów



Źródło: dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki Santander

Fundusze UE: mocny wzrost transferów

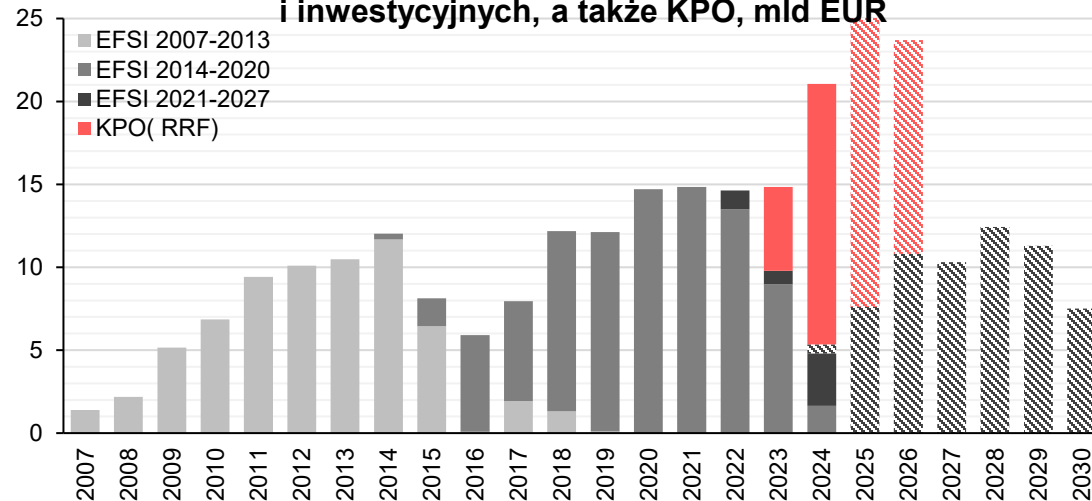
Choć wydatki BSE będą w tym roku skromniejsze niż w 2023 r., to transfery z UE do Polski już wzrosły znacznie powyżej swojego poziomu z ubiegłego roku.

Dane Ministerstwa Finansów (widoczne na dolnym wykresie) wskazują, że od początku roku napływ konwencjonalnych środków unijnych (tzn. środków wspólnej polityki rolnej i perspektyw finansowych) do Polski ulega mocnemu osłabieniu. Niemniej, poszerzenie danych o transfery dotacji i pożyczek z Instrumentu na Rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności pokazuje, że dwunastomiesięczna krocząca suma przesłanych do Polski środków już od kwietnia znajduje się znacznie powyżej poziomu z 2023 r.

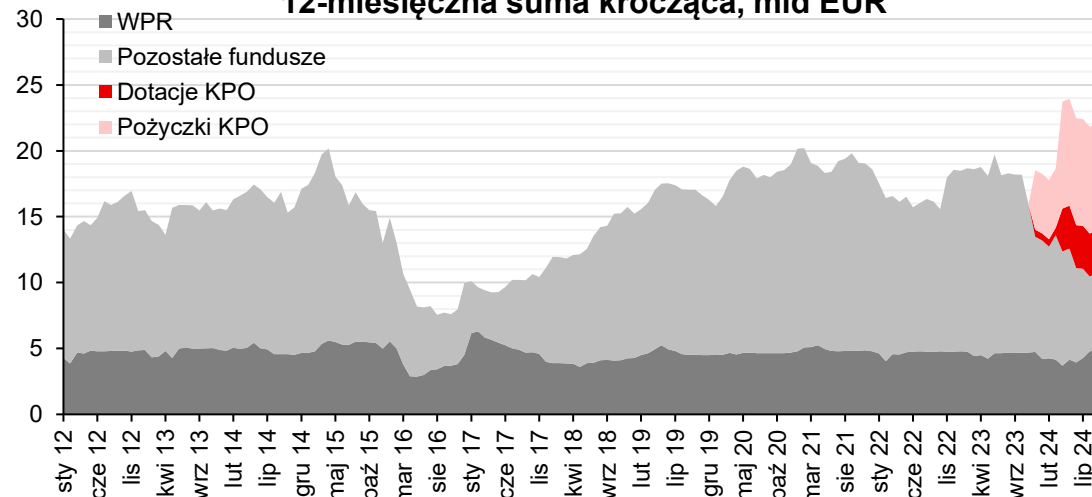
W połowie grudnia do Polski napłynęły 2. i 3. transza KPO, zawierające 4,1 mld euro dotacji i 5,3 mld euro pożyczek. Płatności z KPO stanowią przeważającą część ogółu tegorocznych transferów środków unijnych i wyniosły około 15,7 mld euro. W efekcie, **całkowity napływ funduszy strukturalnych i inwestycyjnych, a także funduszy odbudowy lekko przekroczy w tym roku 20 mld euro.**

W przyszłym roku, mimo wczesnego etapu realizacji nowej perspektywy finansowej, fundusze odbudowy mogą pozwolić osiągnąć jeszcze wyższą sumę transferów. Ostateczny wynik będzie jednak zależał od terminu złożenia 6. i 7. wniosku o płatność w ramach KPO. Oba wnioski mają zostać złożone w 2025 r. Zakładamy, że rząd będzie starał się je wysłać w terminie, który umożliwi Komisji Europejskiej rozpatrzenie ich i przelanie środków w tym samym roku.

Dotychczasowy i prognozowany napływ funduszy strukturalnych i inwestycyjnych, a także KPO, mld EUR



Transfery środków z UE do Polski, 12-miesięczna suma krocząca, mld EUR



Źródło: dane KE i Ministerstwa Finansów, szacunki Santander



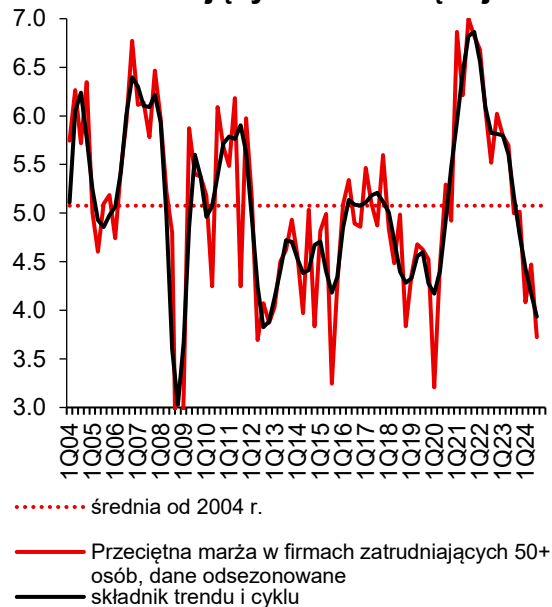
Zyskowność firm na niskim poziomie

Przeciętna marża uzyskiwana przez firmy zatrudniające 50 i więcej osób dotarła w III kw. do historycznie bardzo niskiego poziomu. Udział firm wykazujących zysk netto znalazł się na najniższym poziomie od 2014 r.

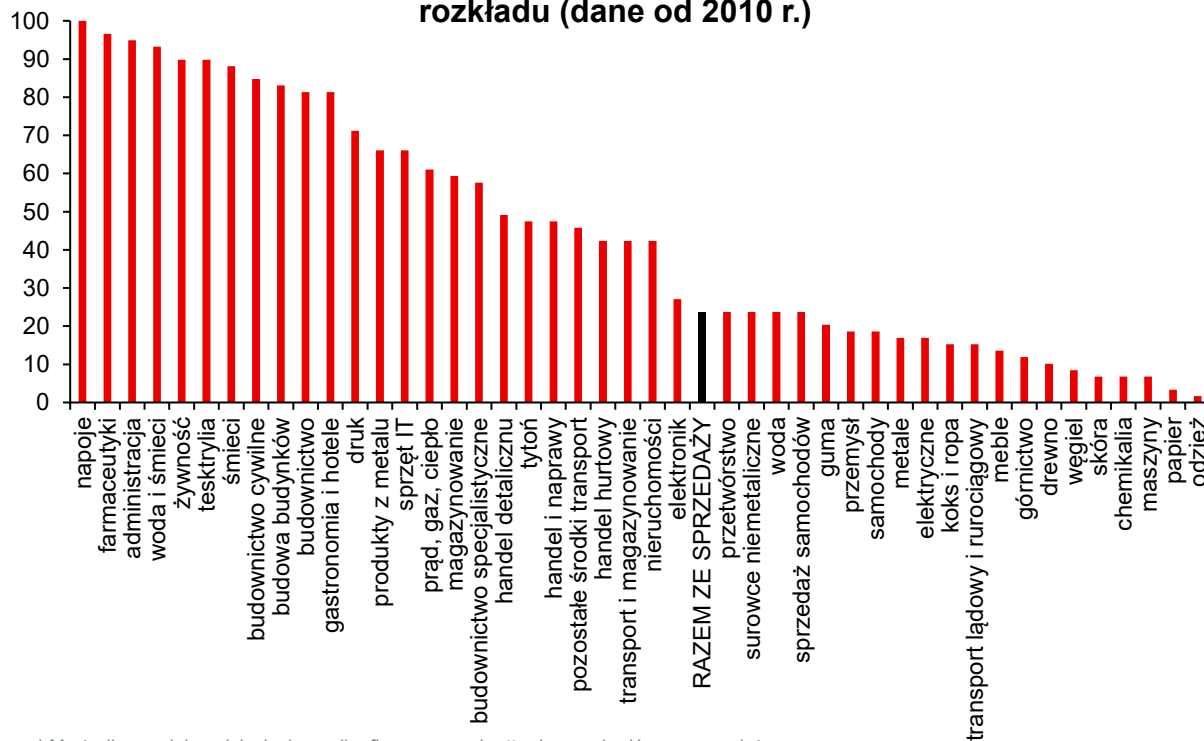
Zakładamy, że w 2025 r. firmy będą chciały zawalczyć o poprawę rentowności, co będzie sprzyjało m.in. bardziej asertywnej postawie przy negocjacjach płacowych (patrz [strona 31](#)), ale też będzie opóźniło spadek inflacji co celu i wpływało ujemnie na popyt na pracę. Słabsze wyniki będą też naszym zdaniem ujemnie działać na zapał inwestycyjny w firmach, choć środki unijne powinny dostarczyć na tyle silnego impulsu, by sytuacja poprawiła się w porównaniu do 2024 r.

Warto jednak mieć na uwadze, że sytuacja jest niezmiernie zróżnicowana pomiędzy branżami. W niektórych sektorach marże są najwyższe od kiedy dostępne są porównywalne dane (2010 r.) – np. w produkcji napojów, żywności czy leków. W innych – są bliskie zera (produkcja odzieży, papieru, maszyn i urządzeń, chemikaliów, górnictwo węgla).

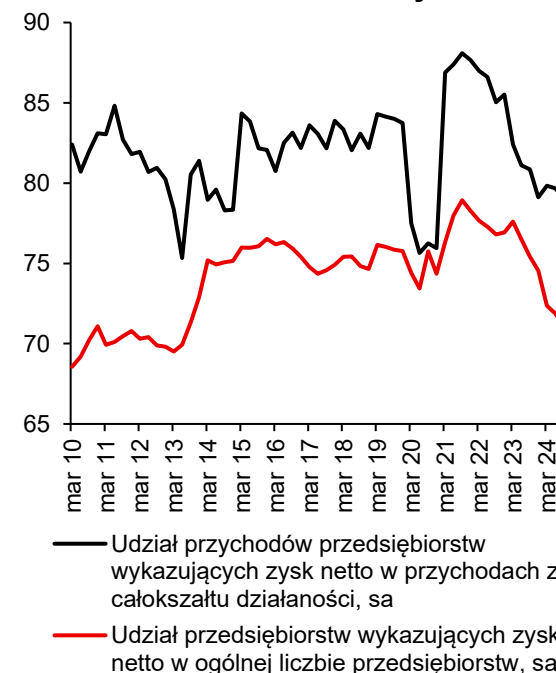
Marże w firmach zatrudniających 50+ i więcej



Marże na sprzedaży* wg sektorów, 3Q24 jako percentyl rozkładu (dane od 2010 r.)



Udział firm wykazujących zyski, odsezonowany

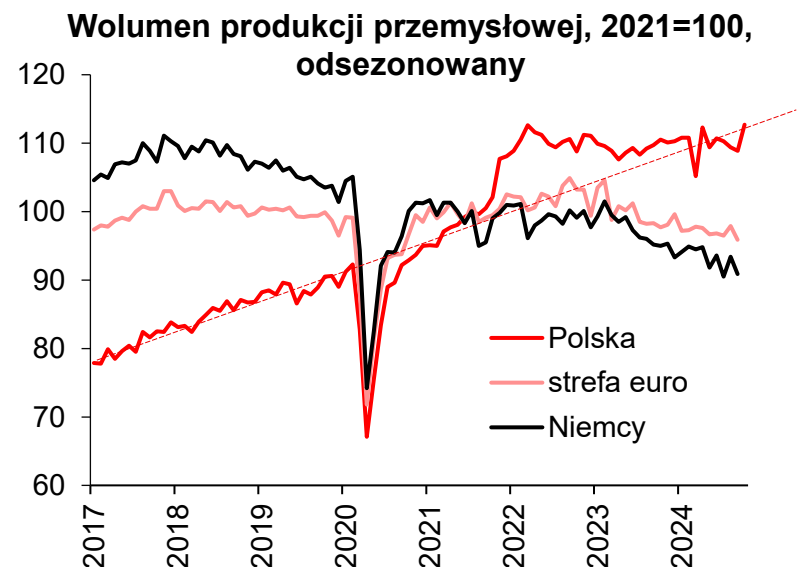
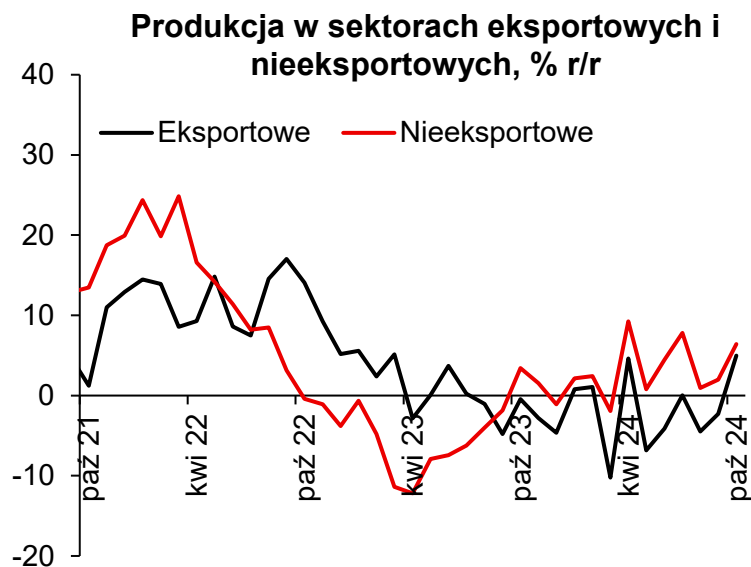




Przemysł: odporny, ale nie na wszystko

Po potężnym październikowym odbiciu w produkcji sprzedanej przemysłu możemy powiedzieć, że nasza prognoza na ten rok, mówiąca, że przemysł pod względem wzrostu wolumenów wróci do przedpandemicznego trendu, była trafiona. Byliśmy jednak nieco bardziej optymistyczni. Co prawda, wyniki sektora okazały się nadzwyczaj wrażliwe na efekty kalendarzowe (dni robocze, przesunięcie Wielkanocy, a przez to nietypowe dwa długie weekendy w maju), i na zmianę występowały po sobie duże rozczarowania i duże przebicia prognoz. Jednak ostatnie miesiące to raczej historia słabszych odczytów, a październikowy zryw pojawił się po słabej serii. Przypominamy, że wszystko to działo się w warunkach balansowania Niemiec na granicy recesji, a w szczególności dużych spadków w tamtejszym przemyśle, będącym kluczowym źródłem zamówień dla polskich dostawców. Do tego w walce o zamówienia nie pomagała krajowym wytwórcom relatywnie duża podwyżka płacy minimalnej, wysokie ceny energii oraz dość mocny złoty i to w sytuacji nasilonego konkurowania ceną (spadające indeksy PPI w Europie, ale też w Chinach). W tym kontekście, i w świetle tego, że rok temu zakładaliśmy, że główny partner handlowy będzie w lepszej formie, należy uznać wyniki polskiego przemysłu za dobre, a co najmniej za adekwatne do warunków.

Perspektywy przemysłu pozostają trudne. Wciąż trudno zakładać, że Europa przejdzie w pełnowartościowe ożywienie gospodarcze skoro ma się w 2025 r. zmierzyć z agresywną polityką nowej administracji USA. Potrzeba chwili, tj. wzmocnienie obronności, może jednak wymusić większą aktywność przemysłową, w tym w Polsce. Nie tracimy też wiary w polskiego konsumenta, który potrafił działom przemysłu zorientowanym na rynek wewnętrzny zapewnić lepsze wyniki niż pokazały branże eksportowe. Wreszcie, nasz scenariusz zakłada też (odsunięte w czasie, ale jednak) ożywienie w budownictwie, które zapewni poprawę popytu na kruszywa czy wyroby z drewna i metali. **Wzrost produkcji przemysłowej, na który wg nas można liczyć w 2025 r. to 3%.**





Wysoka aktywność na rynku kredytowym

Od końca ubiegłego roku na rynku kredytowym obserwowane jest ożywienie. Poprawa jest szczególnie widoczna w przypadku kredytów konsumpcyjnych, których sprzedaż ulega systematycznemu wzrostowi, a w październiku osiągnęła 10,0 mld zł, co stanowi najwyższy wynik, odkąd dostępne są porównywalne dane (tj. od grudnia 2014 r.). Niemniej, tak wysokie wyniki sprzedaży prawdopodobnie okażą się trudne do podtrzymania, przez co w nadchodzących kwartałach spodziewamy się ich normalizacji do 7-8 mld zł miesięcznie.

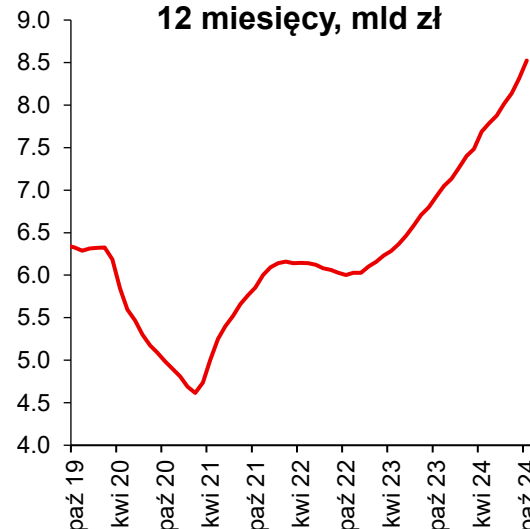
Sprzedaż kredytów mieszkaniowych wciąż utrzymuje się na wysokim, choć już nie rekordowym poziomie, przekraczającym 6 mld zł miesięcznie. Zakładamy stabilizację dynamiki rynku w najbliższych kwartałach. **Wiele zmienić może natomiast potencjalny nowy program mieszkaniowy, którego szczegóły mają zostać przedstawione w I kw. 2025 r.**

Wyniki sprzedaży kredytów dla firm znajdują się poniżej swoich rekordów z poprzednich kwartałów, ale nie prezentują się negatywnie i sugerują, że przedsiębiorstwa są skłonne zwiększać swoją aktywność. **Postępujące ożywienie gospodarcze powinno w kolejnych kwartałach skłaniać firmy do zwiększania wykorzystania kredytu.**

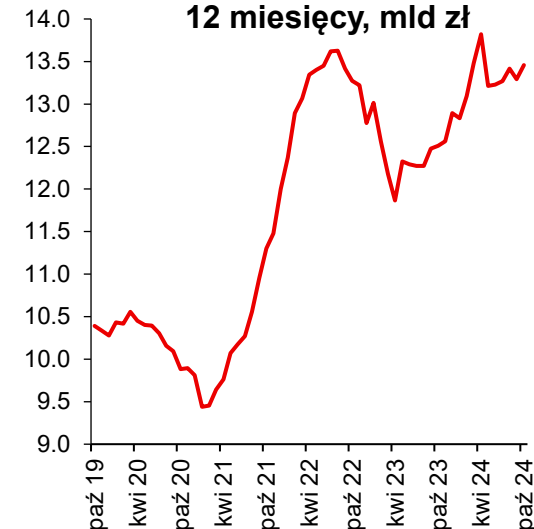
Tempo wzrostu kredytów w ujęciu wolumenowym (i po poprawce na efekty kursowe) od początku roku ulega miarowemu wzrostowi, z 2,5% r/r w styczniu do 4,7% r/r w październiku, dzięki czemu powoli zbliża się do swojej średniej z ostatnich lat sprzed pandemii, wynoszącej około 6% r/r. **Zakładamy, że w 2025 r. dynamika rynku kredytowego będzie zbliżona do tej wartości.**

W przypadku depozytów zakładamy utrzymanie dynamiki na poziomie 7-8% r/r w 2025 r., czemu sprzyjać będzie dynamika rynku kredytowego i luźna polityka fiskalna.

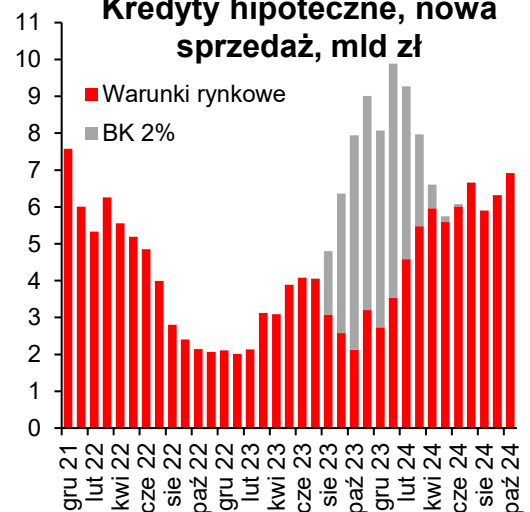
Kredyty konsumpcyjne, nowa sprzedaż, średnia za 12 miesięcy, mld zł



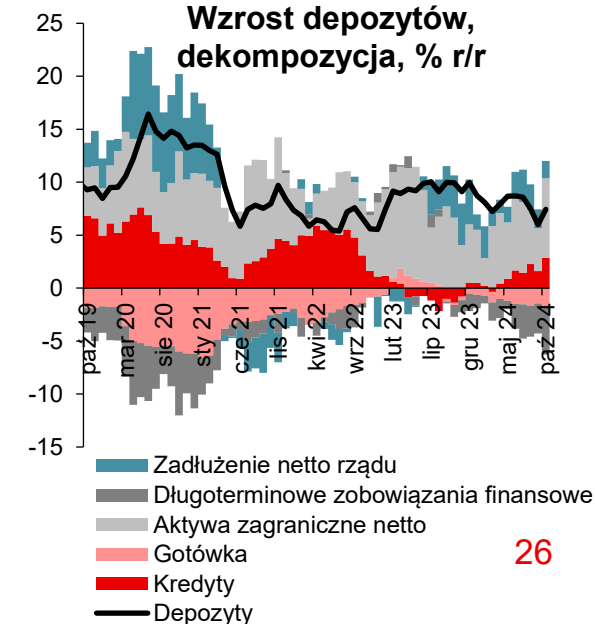
Kredyty dla firm, nowa sprzedaż, średnia za 12 miesięcy, mld zł



Kredyty hipoteczne, nowa sprzedaż, mld zł



Wzrost depozytów, dekompozycja, % r/r



Źródło: BIK, ZBP, NBP, Santander

Dalsze pogorszenie salda obrotów bieżących

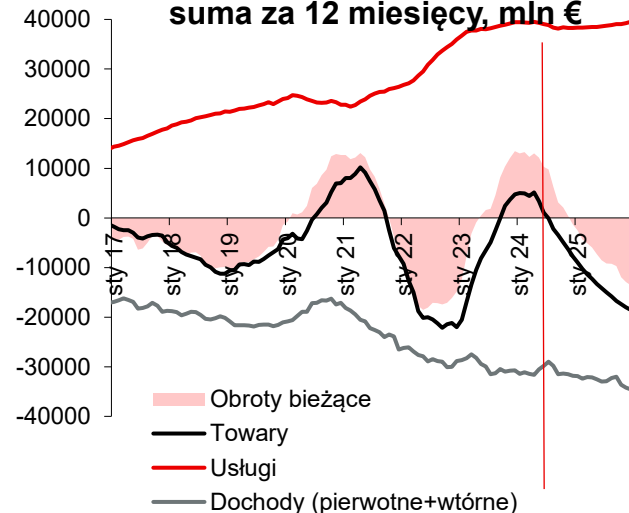
W 2024 r. saldo obrotów bieżących stopniowo pogarszało się, z +1,8% PKB w grudniu 2023 r. do +0,3% PKB w październiku. Zakładamy dalsze pogorszenie, do -0,2% PKB w grudniu i -1,5% PKB na koniec 2025 r. **Główną przyczyną pojawienia się deficytu obrotów bieżących będzie zachowanie salda towarowego**, dla którego przewidujemy, że import będzie rósł szybciej od eksportu.

W 2024 r. saldo usług pogarszało się, głównie ze względu na malejącą nadwyżkę w podróżach zagranicznych, co z kolei wzięło się z mocnego przyrostu popytu Polaków na te usługi. Uważamy, że trend ten dalej będzie się utrzymywał, choć pogorszenie salda z tego tytułu nie będzie tak mocne jak w tym roku. Wraz z lekką poprawą koniunktury w Europie wzrosnąć powinny nadwyżki sald usług transportowych i biznesowych. **Na tej podstawie spodziewamy się stabilizacji salda usług w 2025 r.**

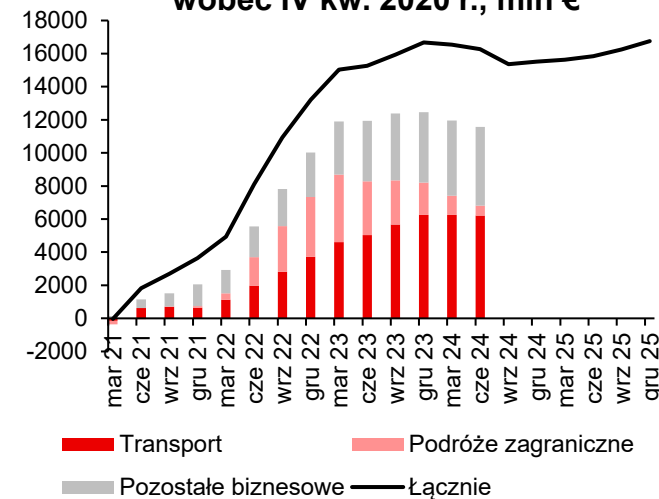
Zakładamy kontynuację stopniowego pogorszenia salda dochodów w najbliższych kwartałach. Sprzyjać temu będzie postępująca poprawa wyników polskich firm, a zatem także i wzrost odpływu dochodów z polskiej gospodarki. W drugą stronę działać powinien silniejszy napływ środków unijnych, przy czym warto pamiętać, że gros tych środków przepływa poza rachunkiem bieżącym.

W 2024 r. doszło do bardzo wyraźnej zmiany **salda błędów i opuszczeń**, które z plusa przeskoczyło w mocny minus. Nierównowaga tego salda wzrosła do najwyższego poziomu od niemal 15 lat i oznacza, że deficyt salda obrotów bieżących może być faktycznie większy niż wynikałoby to z danych NBP. Oznacza to ryzyko korekty danych.

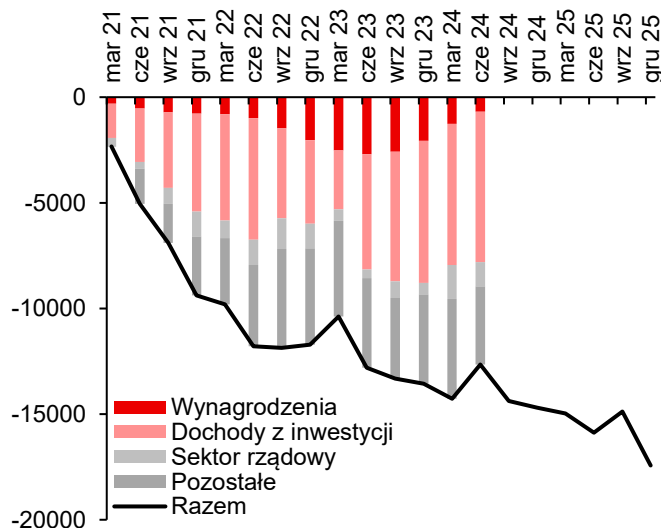
Saldo obrotów bieżących i jego składowe, suma za 12 miesięcy, mln €



Zmiana rocznego salda usług wobec IV kw. 2020 r., mln €



Zmiana rocznego salda dochodów wobec IV kw. 2020 r., mln €



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



Rynek pracy

2

Rynek pracy: stabilizacja

W ostatnich kwartałach sytuacja rynku pracy jest dość stabilna, z lekkim wskazaniem na minus. Lekko wzrosła liczba bezrobotnych w ujęciu BAEL oraz rejestrowanym, dość wyraźnie podskoczyła liczba zgłoszeń zwolnień grupowych. Sygnały ze wskaźników wyprzedzających są natomiast mieszane. Przykładowo, wg badania PMI prognozy zatrudnienia na kolejne 12 miesięcy wypadły w listopadzie najgorzej od dwóch lat, podczas gdy badania koniunktury GUS na nic takiego nie wskazują, a badanie PIE wskazało wręcz na silne odbicie w górę.

Na ograniczenie aktywności na rynku pracy wpływają stosunkowo wysokie koszty pracy. Zależnie od branży, 50-70% firm zgłasza ten czynnik jako poważną barierę w rozwoju biznesu i jest to obecnie najczęściej sygnalizowany problem.

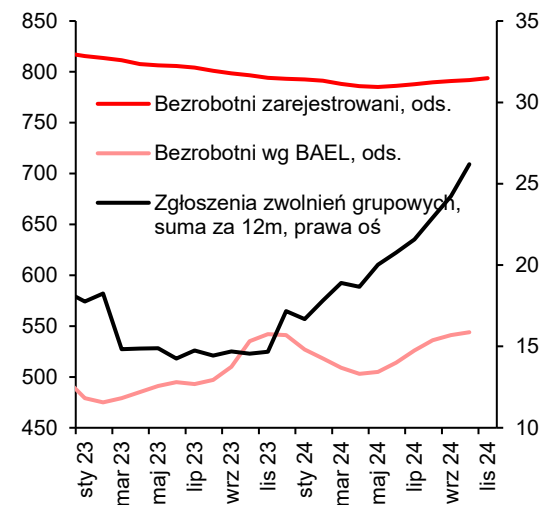
Według raportu PMI, ruch w firmach generowany był w mijającym roku głównie odejściami na emeryturę i redukcją personelu tymczasowego. Ubytek w zatrudnieniu to często efekt trudności w (lub niechęci do) zastąpienia odchodzących, bo to daje elastyczność w dostosowaniu kosztów pracy w warunkach usztywnienia w postaci szybkich wzrostów płacy minimalnej.

Warto przy tym odnotować, że w ostatnich dwóch raportach PMI mowa już o uzupełnianiu braków kadrowych i tworzeniu nowych miejsc pracy, co oznaczało przerwanie rekordowego, 28-miesięcznego okresu redukcji zatrudnienia. Podobnie, w badaniu koniunktury PIE w grudniu pojawiła się skokowa poprawa w nastawieniu firm wobec zatrudniania, która może być jednak jednorazowym odchyleniem.

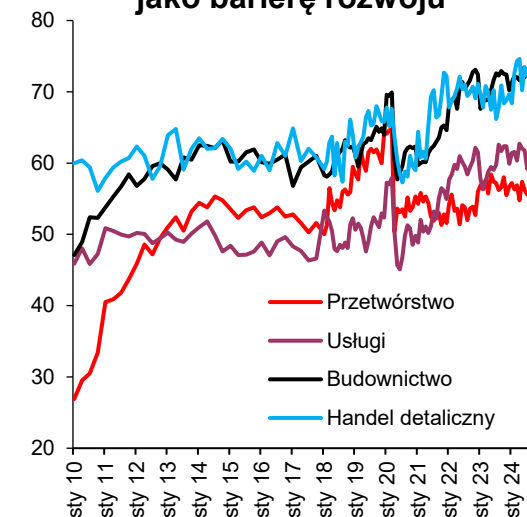
Wskaźnik chomikowania pracy (*labour hoarding*) wyliczany w ramach badania ESI przez Komisję Europejską podpowiada, że w Polsce presja ze strony kosztów pracy najwyraźniej obniża już skłonność do utrzymywania większych zasobów pracy z myślą o przeczekaniu gorszej koniunktury. Wskaźnik jest w trendzie spadkowym od początku 2023 r. i jest jednym z niższych wśród krajów UE.

Zakładamy, że lekka poprawa koniunktury w 2025 r. przełoży się na poprawę sytuacji rynku pracy, choć raczej pozostanie on w fazie stabilizacji.

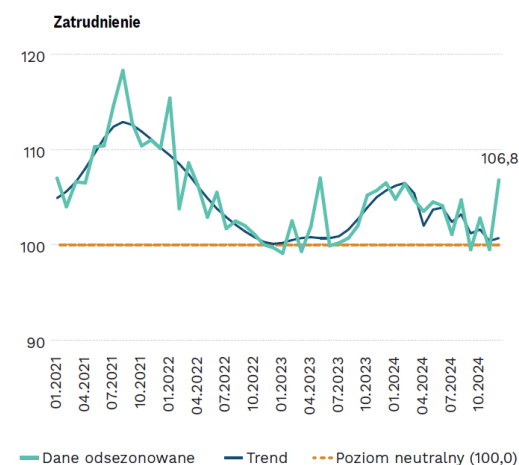
Liczba bezrobotnych i zgłoszeń zwolnień grupowych, tys.



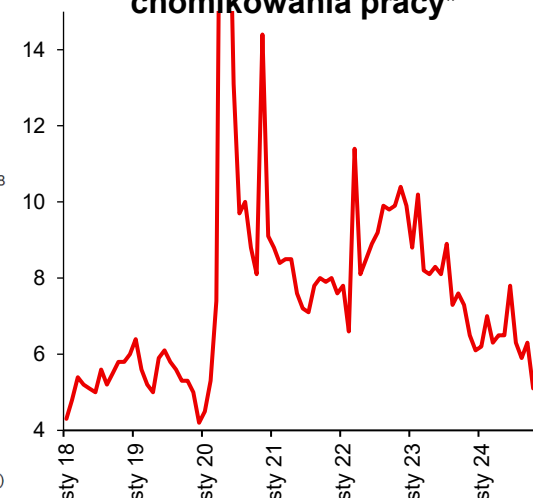
Udział firm wskazujących koszty zatrudnienia jako barierę rozwoju



Wskaźnik PIE-MIK zatrudnienie



ESI: wskaźnik chomikowania pracy*



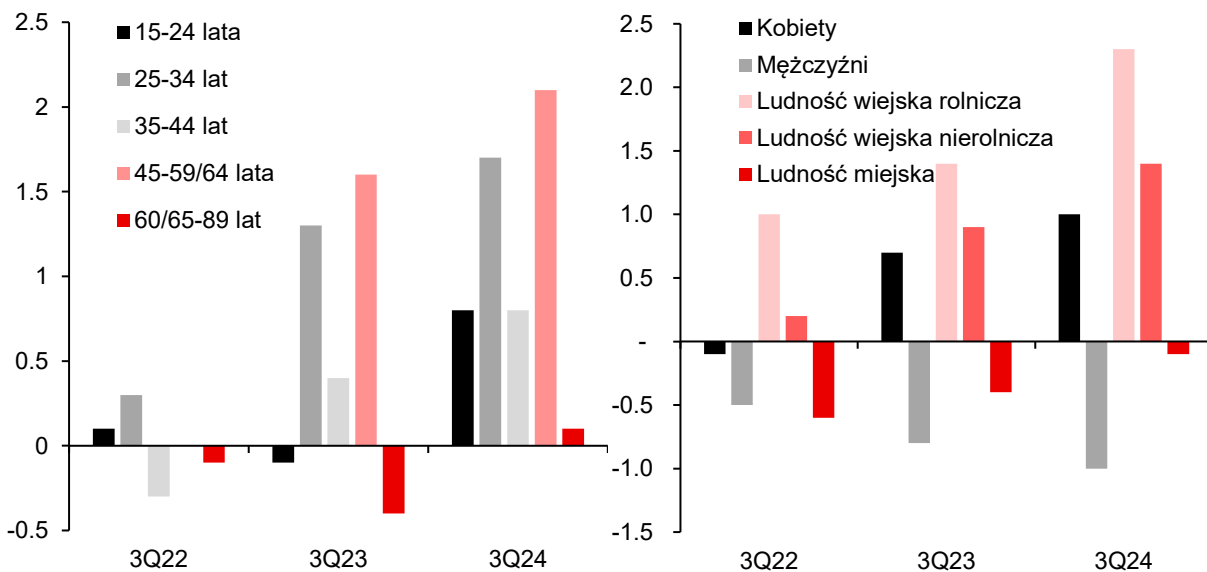


Rynek pracy: reaktywizacja

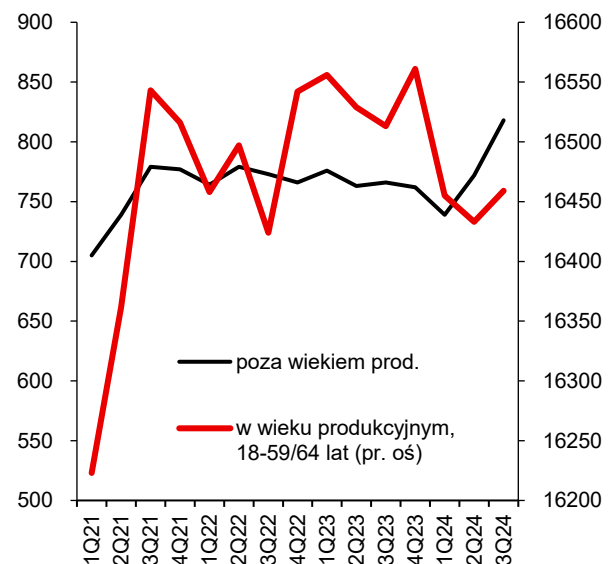
Pomimo lekkiego osłabienia sytuacji rynku pracy, wciąż widoczne jest, że działa on w warunkach wyczerpywania się zasobów siły roboczej. Po pierwsze, stopa bezrobocia jest wciąż bardzo blisko historycznego minimum, po drugie przyrost liczby aktywnych zawodowo brał się przede wszystkim z buforów siły roboczej, które zidentyfikowaliśmy w [MAKROskopie](#) z czerwca br. – zatrudnionych w rolnictwie oraz grup, w których aktywność zawodowa odbiega w dół od wzorców z krajów rozwiniętych (w szczególności starszych grup wiekowych). W ciągu ostatnich kwartałów liczba pracujących poza wiekiem produkcyjnym rosła w szybkim tempie, wyraźnie mocniej niż liczba osób w wieku produkcyjnym.

Po okresie wysokich podwyżek płac, w tym płacy minimalnej, warunki sprzyjają reaktywizacji zawodowej, która była szczególnie widoczna wśród kobiet. Jednak osoby wracające na rynek pracy zasilają w większym stopniu szeregi bezrobotnych niż pracujących, bo firmy ostrożnie podchodzą do zatrudniania.

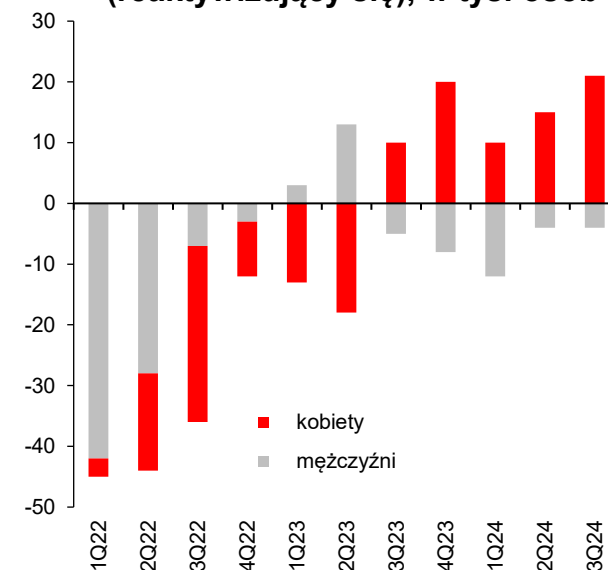
Współczynnik aktywności zawodowej, zmiana względem III kw. 2021 r., w pkt. proc.



Pracujący, w tys. osób



Bezrobotni powracający do pracy po przerwie (reaktywizujący się), w tys. osób





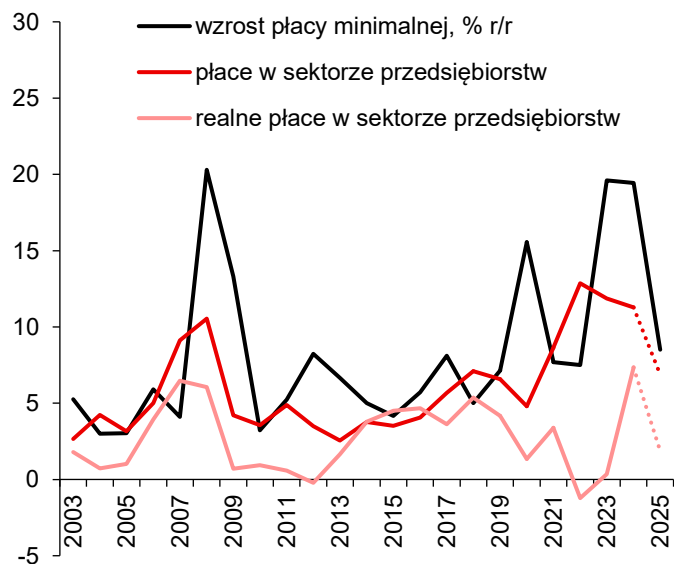
Rynek pracy: szybująca dynamika płac

Zakładamy, że układ ograniczonego popytu i ograniczonych zasobów wolnej siły roboczej doprowadzi w 2025 r. **do stopniowego obniżania się dynamiki płac przy utrzymaniu jej na relatywnie wysokim poziomie**. Słabszy będzie też impuls pochodzący z podwyżki płacy minimalnej, bo rośnie ona od stycznia „tylko” o 8,5% (10,0% r/r). Nie będzie też uzupełniającej podwyżki w lipcu.

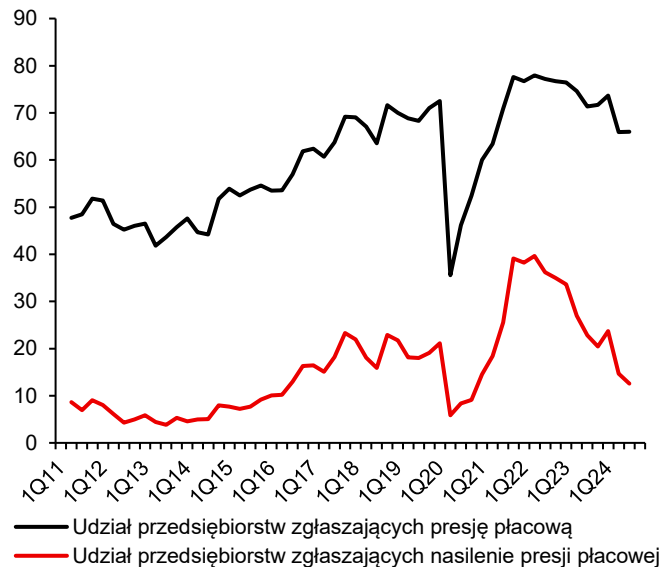
Dostępne badania ankietowe wśród przedsiębiorców potwierdzają, że dojdzie do powolnego opadania dynamiki płac. Wg Szybkiego Monitoringu NBP presja płacowa jest na poziomie zbliżonym do mediany z ostatniej dekady. W badaniu ankietowym PIE wskaźnik planów podwyżkowych wyszedł dołem poza przedział wahań z ostatnich miesięcy, a wyliczona z niego linia trendu zeszła najniżej od I poł. 2021 r.

Zgadzamy się z listopadową projekcją NBP, że pod koniec przyszłego roku płace w gospodarce narodowej będą rosły średnio o ok. 7% r/r, jednak zakładamy, że już w I kw. dynamika zejdzie w okolice 8% r/r. W konsekwencji średnia roczna wg nas (7,5%) będzie niższa niż to widzi bank centralny (ok. 9%). Po szybkim spadku przeciętnej marży przez ostatnie dwa lata firmy mogą asertywniej podchodzić do negocjacji płacowych.

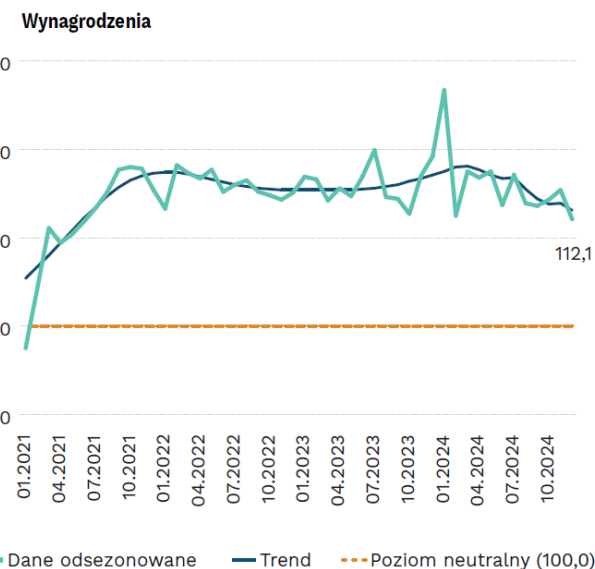
Dynamika płacy minimalnej i przeciętnej płacy w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Presja płacowa wg ankiety Szybki Monitoring NBP



Wskaźnik PIE-MIK plany płacowe



Inflacja

3



Inflacja: ostatnie miesiące wzrostu

Od lipca, kiedy wzrost ceny energii i gazu wypchnął inflację CPI ponad górne pasmo odchyłeń od celu NBP, obserwujemy dalszy, miarowy wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych. W listopadzie inflacja uległa co prawda lekkiemu spadkowi, z 5,0% r/r do 4,7% r/r, ale był to głównie efekt statystyczny związany z mocnym wzrostem cen paliw w listopadzie 2023 r., po tak jak utrzymywały się na niskim poziomie w okresie przedwyborczym. W grudniu inflacja najpewniej ponownie wzrośnie, w naszej ocenie do około 5,0% r/r.

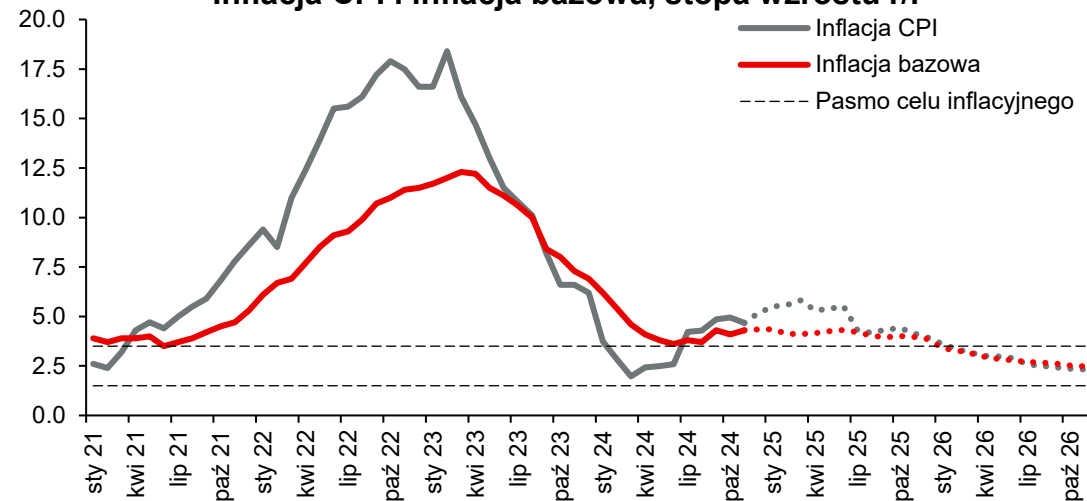
Spodziewamy się, że wzrost inflacji będzie trwał do marca 2025 r., kiedy jej stopa wyniesie ponad 5,5% r/r, napędzana m.in. rosnącą inflacją cen produktów spożywczych.

W kolejnych miesiącach 2025 r. inflacja powinna ulec spadkowi, czemu będzie sprzyjało przedłużenie zamrożenia cen energii, które w połowie roku powinno przełożyć się na istotne obniżenie ich rocznego tempa wzrostu. W efekcie, **na koniec 2025 r. stopa inflacji CPI powinna znaleźć się blisko 4,0% r/r. Powrót inflacji do pasma celu NBP nastąpi w naszej ocenie na przełomie I i II kw. 2026 r.**

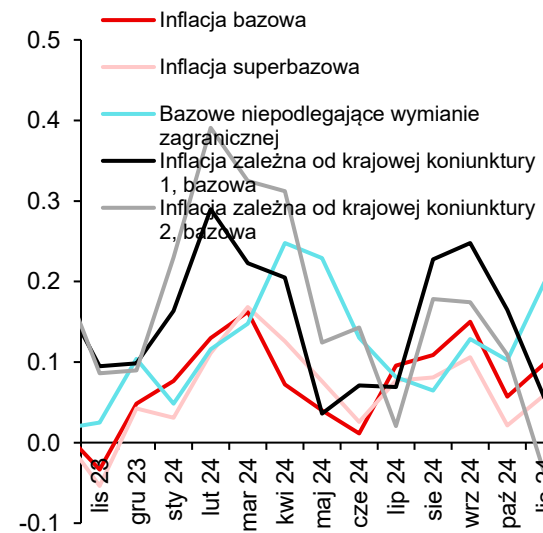
Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii), która w listopadzie wyniosła 4,3% r/r, prawdopodobnie utrzyma się powyżej 4% r/r do połowy przyszłego roku, a w granicach pasma celu inflacyjnego znajdzie się na początku 2026 r. Założenie to opieramy na prognozie, że jednostkowe koszty pracy w gospodarce będą dalej spowalniać.

Naszym zdaniem nie można wymówić o zupełnym wygaśnięciu presji wzrostowej cen w kategoriach bazowych. Jakkolwiek pozostaje ona wyraźnie niższa niż w okresie najwyższej inflacji 2022-2023, to jednak 4 z 5 obliczanych przez nas miar rozpędu cen utrzymują się powyżej zera (tj. mediany) i trudno dostrzec jakąś istotną zmianę w ostatnich miesiącach.

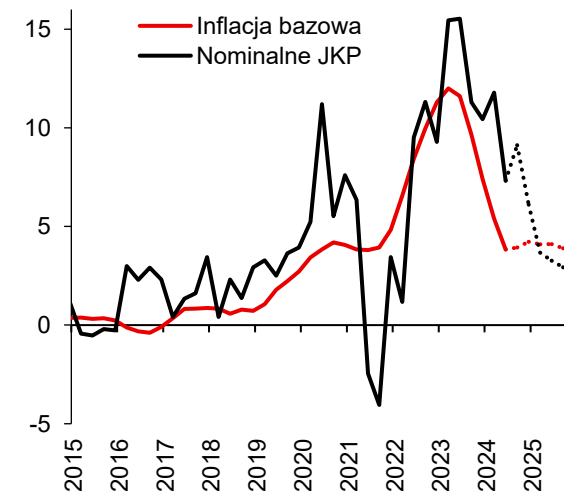
Inflacja CPI i inflacja bazowa, stopa wzrostu r/r



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



Inflacja bazowa a jednostkowe koszty pracy, % r/r



Dynamika cen żywności jeszcze wzrośnie

Na początku 2024 r. dynamika cen żywności dynamicznie obniżała się, aż do zera w marcu, po czym wróciła na ścieżkę wzrostową, w czym dopomogła normalizacja stawek VAT. W listopadzie dynamika osiągnęła 4,8% r/r. **Naszym zdaniem będzie dalej rosła w kolejnych miesiącach i osiągnie szczyt w marcu 2025 r., po czym zacznie się obniżać. W 2025 r. żywność podrożeje naszym zdaniem średnio o ok. 5% wobec ok. 3,5% w 2024 r.**

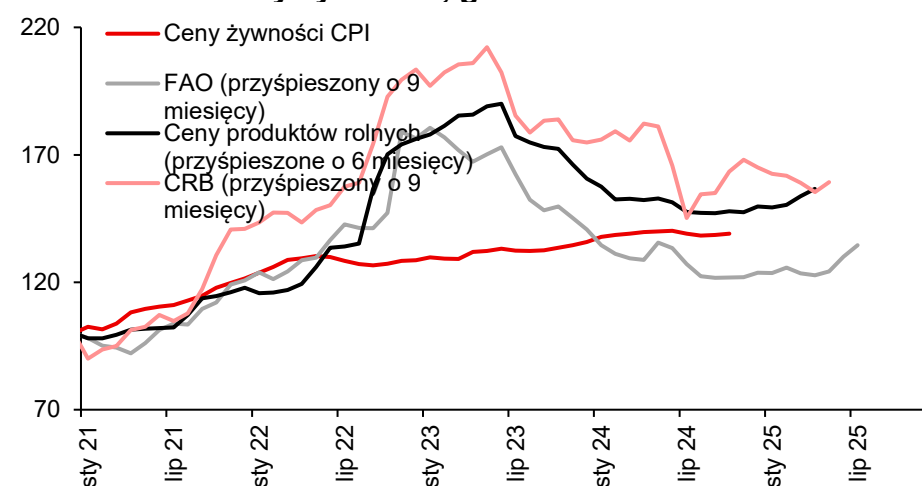
Obecnie widzimy dwa mocniejsze szoki na rynku żywności – dotyczący mleka oraz owoców. Ceny owoców rosną szybciej niż zwykle głównie ze względu na słabsze krajowe zbiory, którym zaszkodziły niekorzystne warunki pogodowe. W przypadku mleka w dół zaskoczyła globalna podaż. Na razie ma to przełożenie głównie na ceny masła, które od kilku miesięcy intensywnie idą w górę. Zakładamy, że te dwa szoki będą przekładały się na dalszy wzrost cen w kolejnych miesiącach.

Zmiany klimatyczne sprawiają, że szoki pojawiają się coraz częściej, prognozy cen żywności są zatem stale obciążone ryzykiem w górę. W tym roku niekorzystne warunki pogodowe mocno ujemnie wpłynęły m. in. na podaż czekolady, kawy czy oliwek. Z punktu widzenia polskiego konsumenta są to jednak produkty o mniejszym znaczeniu.

W przypadku mięsa oczekujemy raczej słabych tendencji wzrostowych, co ma związek z postępującą odbudową podaży. Mocniej drożeć może wołowina, zwłaszcza w przypadku poprawy globalnej koniunktury, ale stanowi ona mniejszą część koszyka. Umiarkowanego wzrostu lub stabilizacji spodziewamy się także w przypadku cen zbóż, roślin oleistych oraz warzyw, ze względu na dobrze wyglądającą podaż.

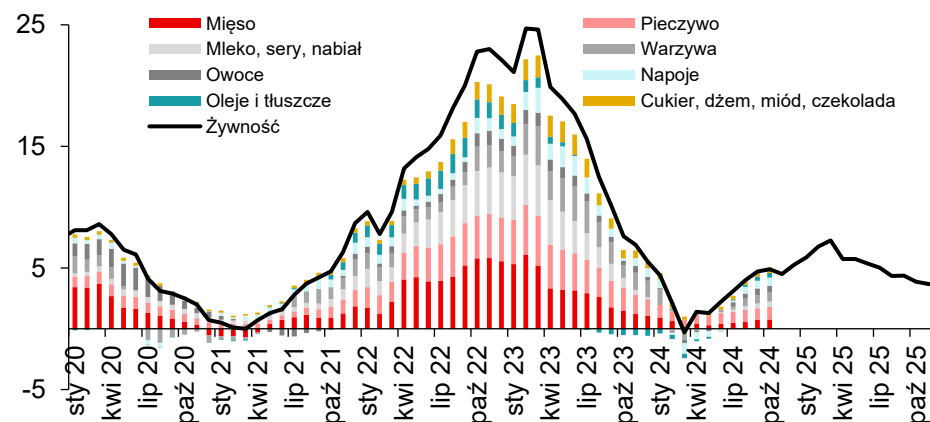
Wsparciem dla naszych prognoz jest obserwowane ostatnio odbicie w indeksach cenowych dla żywności – FAO i CRB w przypadku cen globalnych oraz cen skupu produktów rolnych w kraju.

Ceny żywności, grudzień 2020 = 100



Źródło: GUS, FAO, Bloomberg, Santander

Ceny żywności – dekompozycja rocznego wzrostu



Źródło: GUS, Santander



Ceny energii: wydłużenie mrożenia cen

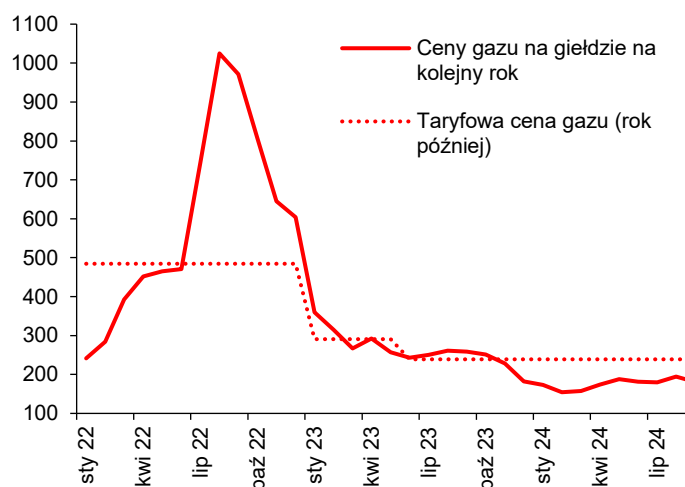
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rząd postanowił wydłużyć obowiązywanie maksymalnej ceny energii. Ceny energii elektrycznej będą zatem stabilne na poziomie 500 zł/MWh do końca września, kiedy w życie wejdą nowe taryfy. Obecnie zakładamy, że nowe taryfy zostaną obniżone do poziomu ceny maksymalnej (obecnie cena taryfowa to 622,80 zł/MWh), co będzie możliwe dzięki niskiemu przebiegowi hurtowych cen energii w tym roku. Wyzerowanie stawki mocowej zostało natomiast wydłużone tylko do końca czerwca, zatem zakładamy, że w lipcu zostanie ona przywrócona, co podniesie przeciętny rachunek o ok. 8%, a do inflacji doda 0,35 punktu procentowego. Od stycznia 2025 r. stawka OZE wzrasta do 3,5 zł/MWh z 0 zł/MWh, co doda do przeciętnego rachunku niecałe 0,5%. Taryfa dystrybucyjna dla energii elektrycznej została ustalona na poziomie z 2024 r.

Taryfa na sprzedaż gazu obowiązuje do połowy 2025 r. i naszym zdaniem kolejna taryfa zostanie ustalona na takim samym poziomie, z ryzykiem w dół. Natomiast stawki dystrybucyjne na 2025 r. zostały podniesione o ok. 25%, co doda ok. 5,5% do rachunku za gaz i 0,15 pp do inflacji CPI w styczniu 2025 r.

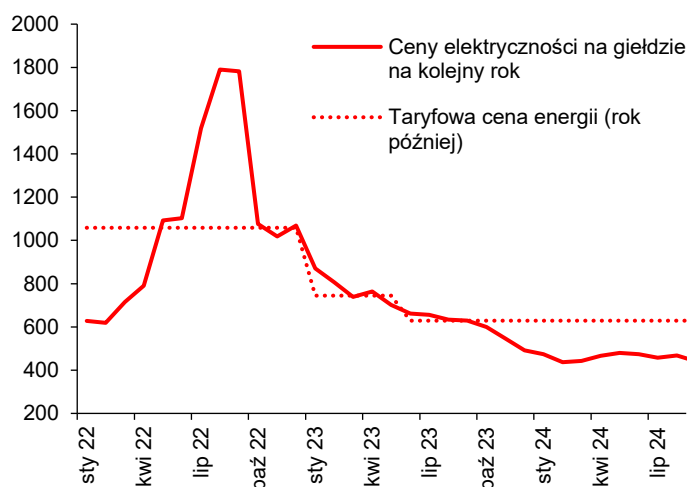
Zakładamy, że nowe taryfy na sprzedaż energii zostaną ustalone na poziomie gwarantującym stabilność rachunków. Mocny spadek hurtowych cen energii daje naszym zdaniem nawet pewną przestrzeń do ich obniżenia, czego jednak nie zakładamy w scenariuszu bazowym. Nie oczekujemy zatem skoku cen energii w drugiej połowie 2025 r., jak zostało zasugerowane przez prezesa NBP po grudniowym posiedzeniu.

Mimo spadku cen węgla ciepłowniczego, nie widzimy potencjału do obniżenia taryf ciepłowniczych.

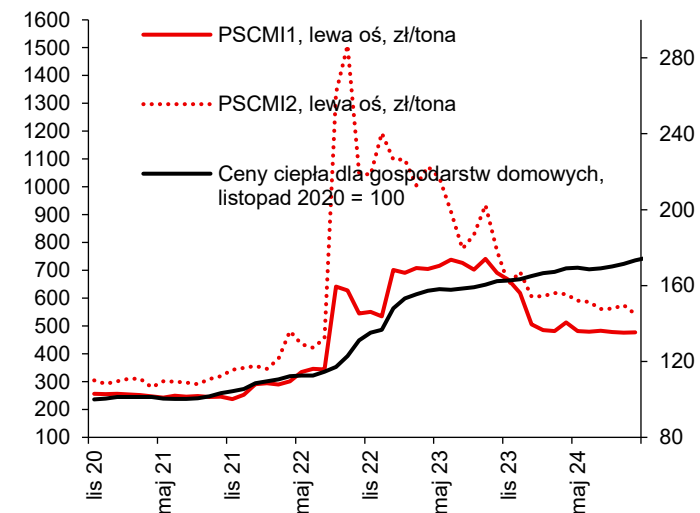
Ceny gazu, zł/MWh



Ceny elektryczności, zł/MWh



Ceny ciepła i węgla ciepłowniczego



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

Polityka gospodarcza

4

Polityka pieniężna: kolejny piwot prezesa NBP

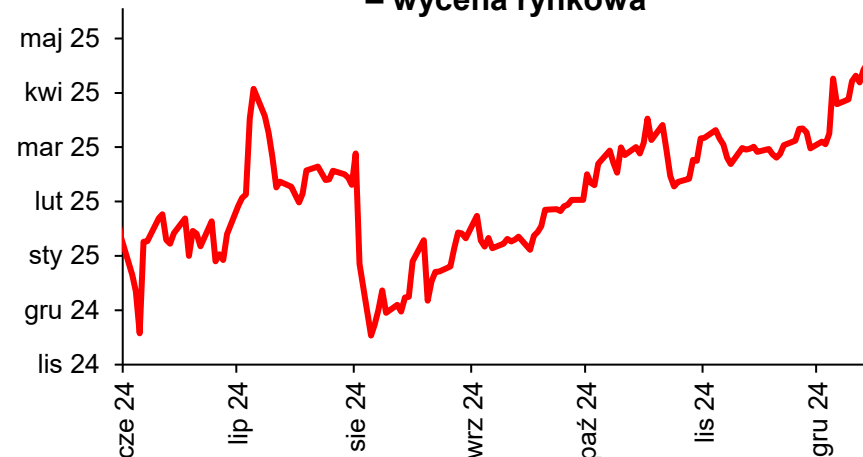


Prezes NBP Adam Glapiński, po trzech miesiącach stopniowego zmiękczenia tonu i sugestii o przybliżającej się perspektywie obniżek stóp, w grudniu dokonał ponownie zwrotu w stronę jastrzębiej retoryki, wskazując, że moment rozpoczęcia dyskusji o łagodzeniu polityki przesuwa się na październik, a pierwsze obniżki stóp mogą pojawić się dopiero w 2026 r. Co ciekawe, nastąpiło to po serii rozczarowujących danych i informacji, które dla analityków i inwestorów były raczej powodem do większych obaw o perspektywę europejskiej i polskiej gospodarki, rodząc pytania o konieczność wcześniejszych, a nie późniejszych obniżek.

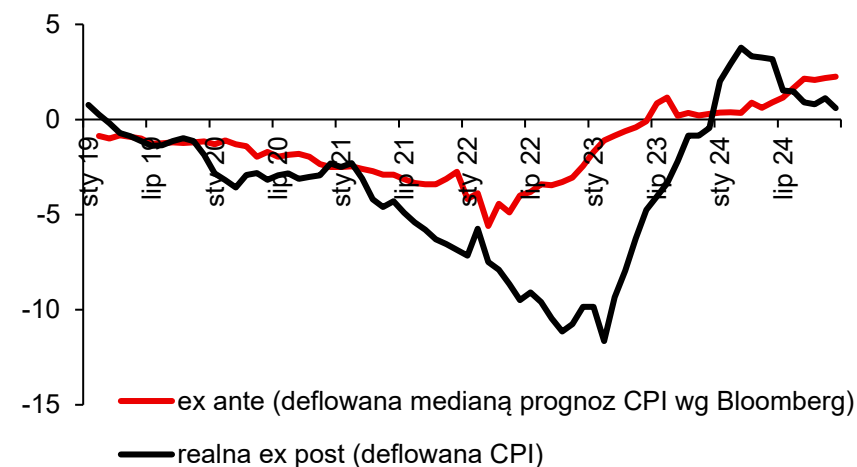
Obecna sytuacja nieco przypomina tę z lipca br., kiedy A. Glapiński po raz pierwszy zasugerował brak obniżek stóp do 2026 r. Wówczas niemal wszyscy członkowie RPP wyrazili publicznie odmienne zdanie, a prezes NBP wycofał się ze swojej deklaracji pod koniec wakacji. Tym razem również pojawiły się od razu głosy sprzeciwu z RPP, a wg słów L. Koteckiego grudniowa wypowiedź o odsunięciu dyskusji o obniżkach (ponownie?) nie była stanowiskiem Rady. Drobną różnicą polega jednak na tym, że tym razem przynajmniej dwoje członków RPP (G. Masłowska, I. Dąbrowski) nie tylko przychyliło się do opinii prezesa o opóźnieniu obniżek stóp, ale zasugerowało późniejsze obniżki jeszcze przed grudniowym posiedzeniem Rady. Zakładając, że J. Tyrowicz nie zmieni nagle poglądów, to do skutecznego blokowania ewentualnych wniosków o obniżki stóp wystarczy, aby przynajmniej jeszcze jedna osoba w Radzie, która nie zabrała jeszcze głosu po ostatniej konferencji, była podobnego zdania co prezes Glapiński.

Podtrzymujemy nasze zdanie, że do obniżki dojdzie w lipcu 2025 r., po pierwsze po wyborach prezydenckich, po drugie kiedy RPP zobaczy w danych o CPI przekonujący dowód na zakończenie wzrostowego trendu inflacji, a nowa projekcja NBP, której wyniki RPP pozna właśnie na lipcowym posiedzeniu, pokaże, że w perspektywie kilku kwartałów CPI będzie z powrotem w celu. Jakkolwiek w RPP jest grupa członków, którzy mogą chcieć obniżyć stopy już w marcu, to naszym zdaniem nie zbudują oni większości. Z drugiej strony, uważamy że prezes Glapiński nie da rady przekonać większości do zbyt długiego powstrzymywania obniżek w obliczu napływających danych.

Data pierwszej obniżki stóp NBP
– wycena rynkowa



Realna stopa NBP, %



RPP znowu podzielona



Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej:

Adam Glapiński	Prawie połowa Rady wypowiadała się publicznie, że dyskusja o obniżkach zacznie się co najmniej po marcu. Teraz jest mowa, że taka dyskusja może się zacząć od października przyszłego roku . Ale to nie będzie dyskusja, która doprowadzi do obniżki stóp proc., bowiem będziemy mieli do czynienia z początkiem nowej fali wzrostu inflacji. To w ogóle nam się przesuwa na 2026 r. To nie jest tylko mój pogląd, mówię jak to w Radzie wygląda. (5/12, konferencja prasowa)
Gabriela Masłowska	Nie ma pewności, ale jest duża szansa na obniżkę stóp w 2025 r. Czy w drugim kwartale? Mam wątpliwości, raczej w drugiej połowie roku , ale takiej pewności nie można mieć na 100 proc., bo nie wiemy co dalej będzie z wieloma czynnikami. (18/11, PAP) Obniżki stóp procentowych to raczej druga połowa przyszłego roku, czy koniec roku. (...) Koniec 2025 r., a może nawet I kw. 2026. (6/12, PAP)
Ireneusz Dąbrowski	Przesłanki do rozpoczęcia cyklu obniżek pojawiają się między marcem a lipcem 2025r. w zależności od tempa zanikania procesów inflacyjnych i założonych opóźnień skutków decyzji RPP. (19/11, PAP) Cięcie stóp procentowych możliwe będzie w III kw. 2025 roku. Decyzja o obniżce stóp niekoniecznie musi być przesunięta na 2026 r. (6/12, Bloomberg) Gdybym miał jednoosobowo podejmować decyzje ws. stóp, to w trzecim kwartale 2025 r. rozpocząłbym dziewięciomiesięczny cykl obniżek i główna stopa NBP zatrzymałaby się w pierwszej połowie czy w połowie 2026 r. w okolicach 3,5 proc. (9/12, Rzeczpospolita)
Przemysław Litwiniuk	Według mnie warunki do obniżenia stóp pojawiają się w lipcu , po ustaniu ryzyka cyklu wyborczego. (9/12, TOK FM)
Henryk Wnorowski	To (zamrożenie cen energii do września) nie przekreśla możliwości rozmów o możliwych obniżkach, gdy zapoznamy się z marcową projekcją inflacji. (6/12, Bloomberg)
Cezary Kochalski	Sugerowałem już, że rok 2025, a dokładniej projekcja marcowa może być momentem na dyskusję o łagodzeniu polityki pieniężnej. Podtrzymuję swoje stanowisko. Z drugiej strony nie jestem pewien, czy w marcu będzie wystarczająca pewność co do spełnienia warunków do obniżek stóp, czy dopiero w kolejnych miesiącach. (6/12, Bloomberg)
Ludwik Kotecki	Ja ciągle widzę marzec jako moment, kiedy ta dyskusja powinna się rozpocząć. Ale czy już wtedy zakończy się ona decyzją o obniżce – nikt tego nie wie. (...) Obniżki muszą być odpowiedzialne. Nie może dojść do sytuacji, w której musielibyśmy się z nich wycofywać. (11/12, Rzeczpospolita) Uważam, że 100 pb (obniżek stóp) to maksimum, co jest możliwe w przyszłym roku. Ponieważ powinniśmy być ostrożni powinno to być troszeczkę mniej. (11/12, PAP) Reakcja prezesa NBP na wyjaśnienie się kwestii mrożenia cen energii była - moim zdaniem - niezrozumiała, nadmiarowa i mogła mieć niestety kontekst polityczny. (...) Po drugie, to była wyłącznie jego interpretacja faktów i prognoz, a nie całej Rady. Prezes powinien na konferencjach prezentować stanowisko Rady. Przekaz konferencji nie odzwierciedlał przebiegu dyskusji na posiedzeniu RPP. Nie umawialiśmy się na dyskusję o obniżkach stóp w październiku przyszłego roku, czy obniżaniu stóp procentowych w 2026 r. Większość członków RPP nie odstąpiła od możliwości takiej dyskusji już w marcu, nie przesądzając jej wyniku. (11/12, PAP)

Polityka fiskalna: nowelizacja budżetu w 2024 r.

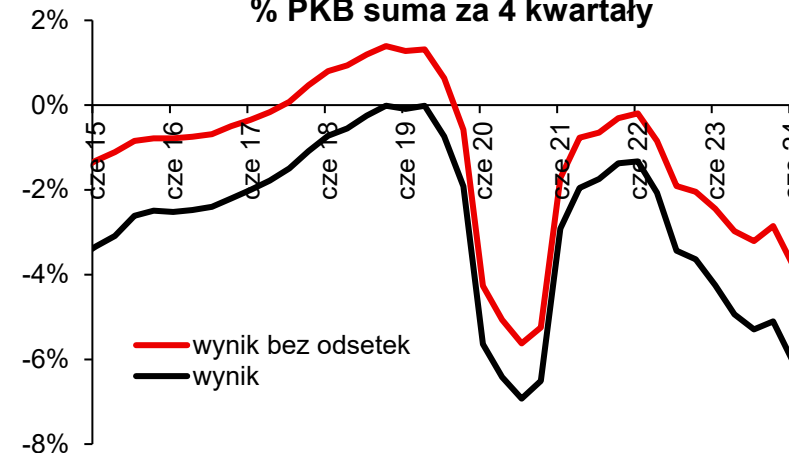


W listopadzie Sejm znowelizował ustawę budżetową na 2024 r. Stało się tak przede wszystkim ze względu na słabsze od oczekiwań dochody budżetowe – zakładane dochody zrewidowano w dół o 56,4 mld zł. Nie zmieniono sumy wydatków, w związku z czym deficyt urósł również o 56,4 mld zł, do 240,3 mld zł. Dochody z VAT zrewidowano w dół o 22,9 mld zł, z CIT o 11,5 mld zł, a z PIT o 11,5 mld zł, przy czym w ostatnim przypadku rewizja ta wynikała głównie z przekazania 8,2 mld zł z tytułu PIT samorządom.

Po drugim kwartale wynik sektora finansów publicznych wyniósł -6,0% PKB w ujęciu płynnych czterech kwartałów. **Zakładamy, że do końca roku wynik nieznacznie się poprawi i zamknie się na 5,7% PKB**, poziomie zakładanym przez rząd w nowelizacji budżetu. Widzimy pewne ryzyko przebicia 6% w tym roku, ale wydaje się ono nieco mniejsze po opublikowaniu danych z samorządów, które po trzech kwartałach pokazały nadwyżkę 21,1 mld zł w porównaniu do 8,3 mld zł po trzech kwartałach 2023 r.

W pierwszej połowie roku przychody sektora finansów publicznych wzrosły o 11,7% r/r lub 79 mld zł, w tym o 34,5 mld zł z tytułu składek, 23,8 mld zł z tytułu VAT i 11,4 mld zł z podatków dochodowych. Wydatki wzrosły w tym czasie o 15,4% r/r lub 110 mld zł, w tym o 57,5 mld zł z tytułu świadczeń i 33,9 mld zł z tytułu wynagrodzeń.

Wynik sektora finansów publicznych,
% PKB suma za 4 kwartały



Główne parametry budżetu

	2023 wykonanie	2024 nowelizacja	2025 plan
Dochody (mln zł)	573 958	626 076	632 848
Wydatki (mln zł)	659 586	866 376	921 618
Saldo (mln zł)	-85 629	-240 300	-288 770
Saldo GG (% PKB)	-5,1%	-5,7%*	-5,5%
Dług GG (% PKB)	49,6%	54,6%	59,8%

* Wartość podana przez ministra finansów

Źródło: MF, Eurostat, Santander

Polityka fiskalna: w 2025 r. deficyt blisko 6% PKB?



Naszym zdaniem ryzyko dla deficytu finansów publicznych w 2025 r. jest asymetryczne w górę i zakładamy, że wyniesie on 5,8% PKB wobec założeń rządowych 5,5% PKB.

Już w naszym wrześniowym komentarzu do projektu ustawy budżetowej postulowaliśmy, że założenia makroekonomiczne nie są zbyt konserwatywne, a zakładane stopy wzrostu dla niektórych wpływów podatkowych, zwłaszcza VAT, są zbyt optymistyczne. Obecnie także rządowe prognozy odnośnie do CIT wydają się zbyt wysokie i naszym zdaniem łączne wpływy podatkowe mogą być o 25 mld zł niższe niż założone w ustawie budżetowej.

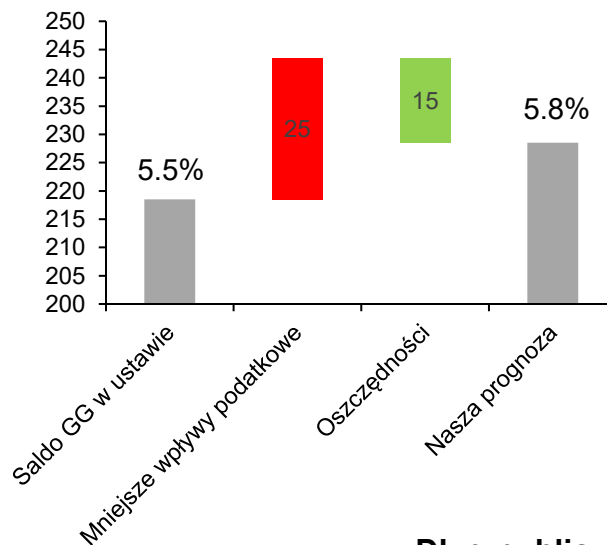
Dodatkowo, ponieważ w tym roku czekają nas wybory prezydenckie (w maju), to nie można wykluczyć, że do tego czasu pojawią się nowe propozycje dotyczące podwyższania świadczeń społecznych.

Istotnym elementem stojącym za wzrostem deficytu w ostatnich latach był wzrost kosztów obsługi długu oraz wydatków na obronność, które w 2021 r. wyniosły łącznie niecałe 3% PKB, a w 2024 r. wyniosą – według naszych szacunków – nieco ponad 5% PKB. Zakładamy, że w 2025 r. wydatki te w ujęciu do PKB będą się stabilizować, nie będą zatem istotnie wpływały na wzrost deficytu w porównaniu rocznym

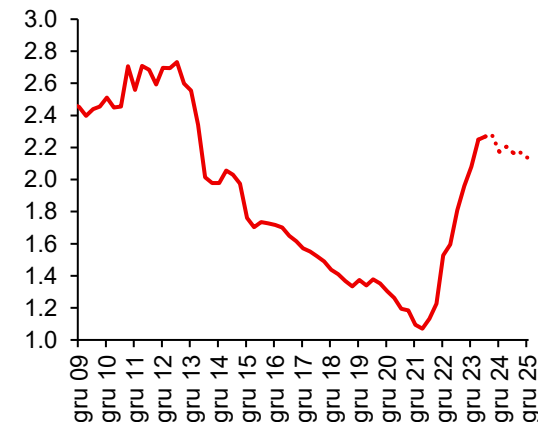
Zakładamy, że rząd będzie w stanie wygenerować oszczędności w innych działach, dzięki czemu deficyt finansów publicznych ma szansę pozostać poniżej 6% PKB. Natomiast naszym zdaniem prawdopodobne jest, że w 2025 r. nie uda się ograniczyć deficytu w porównaniu do 2024 r., co może wymagać szybszej ścieżki konsolidacji w kolejnych latach, by spełnić wymagania Komisji Europejskiej.

Przy dość wysokim deficycie i niskiej inflacji, dług publiczny będzie szybko narastał, a w 2026 r. może przebić 60% PKB (w ujęciu GG).

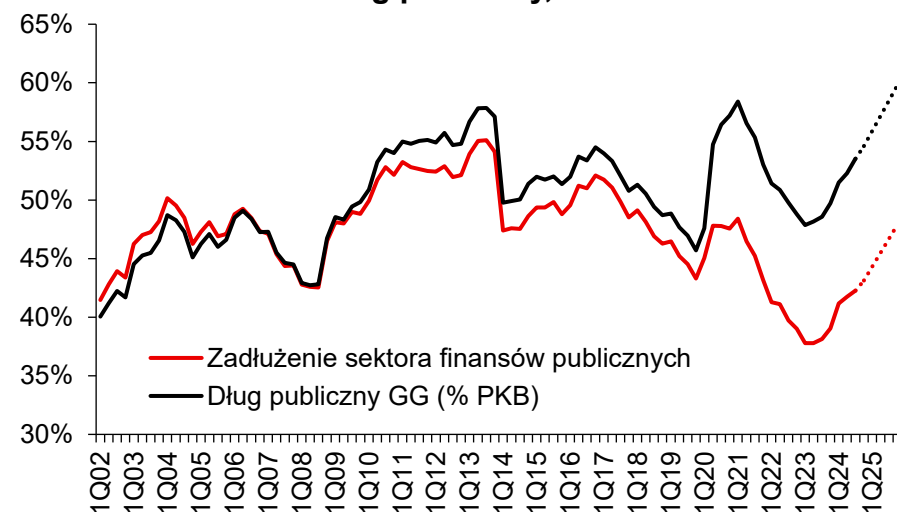
Wynik sektora finansów publicznych, mld zł, % PKB



Koszty obsługi długu, % PKB suma za 4 kwartały



Dług publiczny, % PKB



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

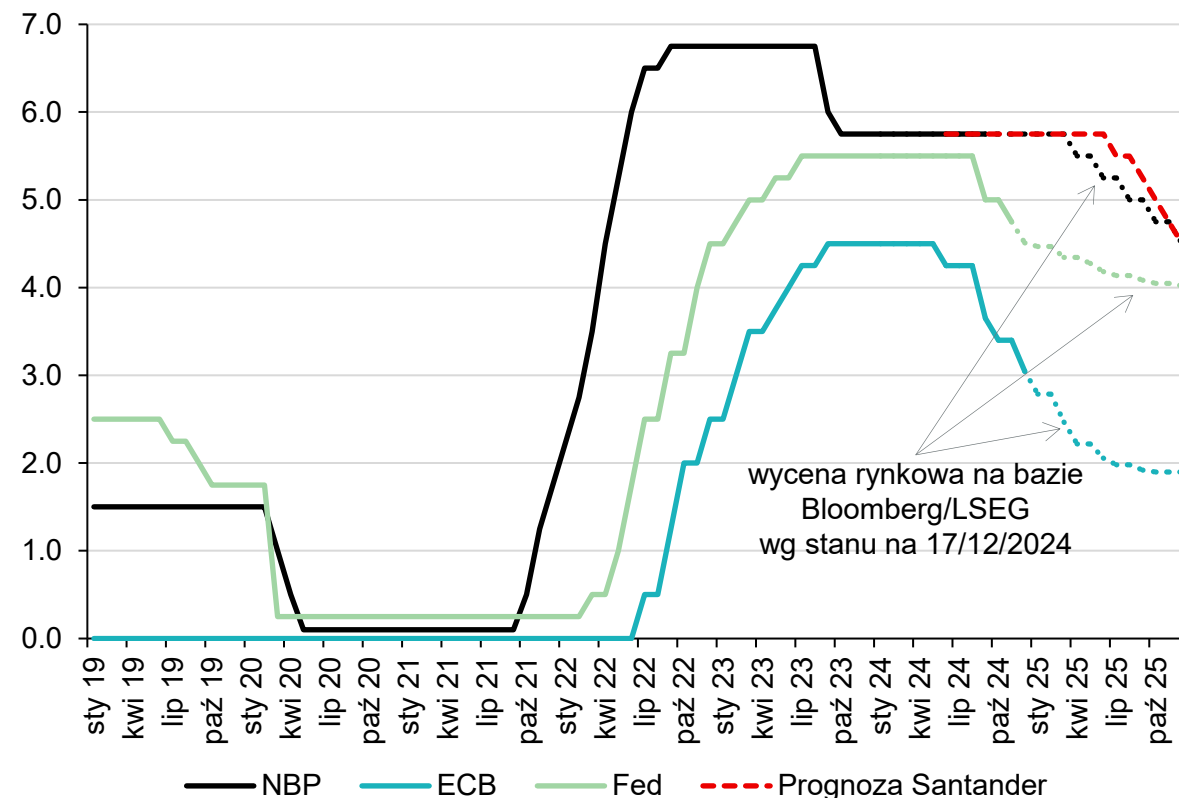


Stopy procentowe: obniżki NBP kwestią czasu

Pomimo trudnych do wytłumaczenia na gruncie ekonomicznym nagłych zwrotów w retoryce polskiego banku centralnego, wydaje się, że obniżki podstawowych stóp procentowych NBP są tylko kwestią czasu. Prezes NBP zdaje się w coraz mniejszym stopniu kontrolować większość w RPP i nawet jeśli w I półroczu 2025 będzie miał wciąż zdolność do blokowania obniżek, to zakładamy, że w końcu o decyzjach RPP przesądzą argumenty ekonomiczne – wyhamowanie presji płacowej, spodziewany spadek CPI i prognoz inflacyjnych, dalsze obniżki stóp za granicą.

Jeżeli mamy rację co do lipcowego terminu pierwszej obniżki stóp, to krzywe FRA i IRS (krótki koniec) będą musiały jeszcze przejściowo przesunąć się w górę, wyceniając późniejsze rozpoczęcie cyklu. Inwersja krzywej swap powinna w tym scenariuszu pogłębić się na początku 2025 r., a po rozpoczęciu cyklu obniżek spodziewamy się normalizacji krzywej i powrotu do jej dodatniego nachylenia (tzw. bull steepener).

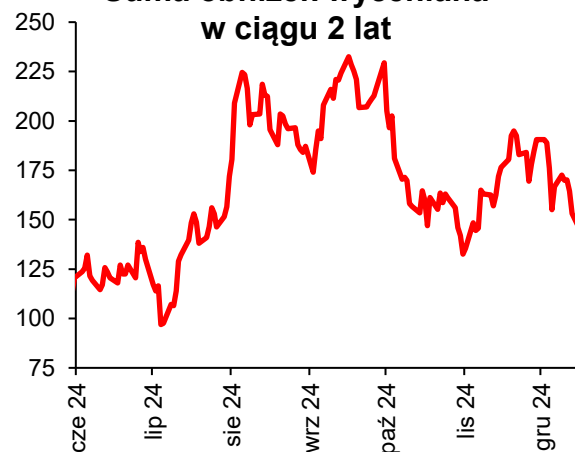
Główne stopy procentowe banków centralnych, %



Data pierwszej obniżki stóp NBP – wycena rynkowa



Suma obniżek wyceniana w ciągu 2 lat





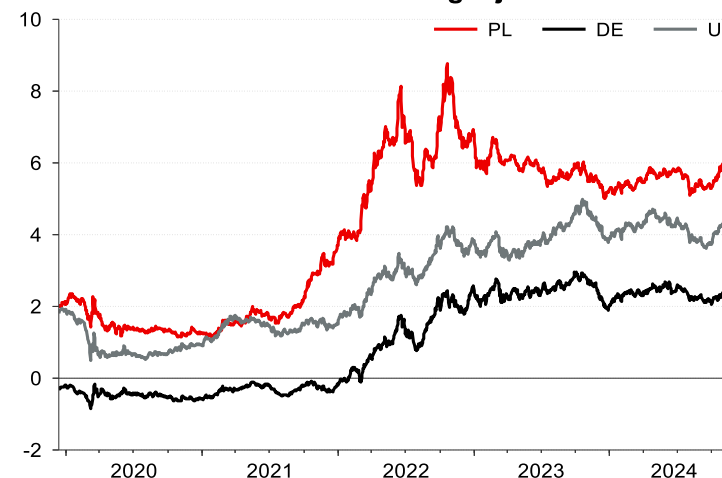
Rentowności obligacji: kierunek w dół

2024 miał być rokiem obligacji, tymczasem przez jego większą część (z przerwą w miesiącach letnich) rentowności na głównych rynkach i w Polsce wzrastały. Przyczyniło się do tego m.in. urealnienie rynkowych oczekiwań dot. cykli łagodzenia polityk pieniężnych głównych banków centralnych – w końcówce 2023 r. oczekiwania te zakładały zbyt optymistycznie moment rozpoczęcia i tempo obniżek stóp Fed i EBC.

Początek roku 2025 może być w naszej ocenie okresem wciąż podwyższonych rentowności obligacji krajowych, na co wpłynie m.in. korekta rynkowych oczekiwań nt. terminu rozpoczęcia obniżek stóp przez NBP – rynek nadal wycenia go zbyt optymistycznie na II kwartał – ale również wysoka podaż SPW, w związku z wysokimi potrzebami pożyczkowymi i faktem, że MF wejdzie w nowy rok z dość niskim poziomem ich prefinansowania.

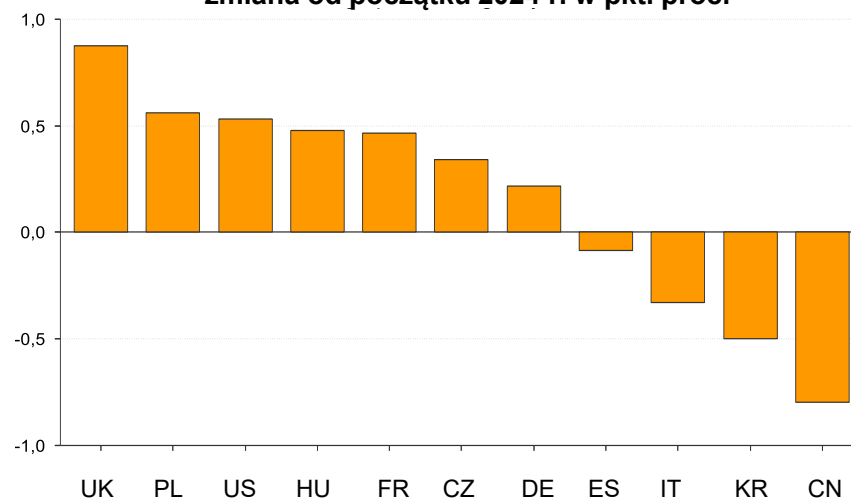
W dalszej części roku spodziewamy się jednak stopniowego spadku rentowności i większego wystromienia krzywej obligacyjnej (bull steepener), w ślad za umocnieniem długu na rynkach bazowych i spadkiem podstawowych stóp NBP od lipca. Wystromienie mogłaby złagodzić ewentualna decyzja MF o przywróceniu emisji bonów skarbowych.

Rentowności obligacji 10L

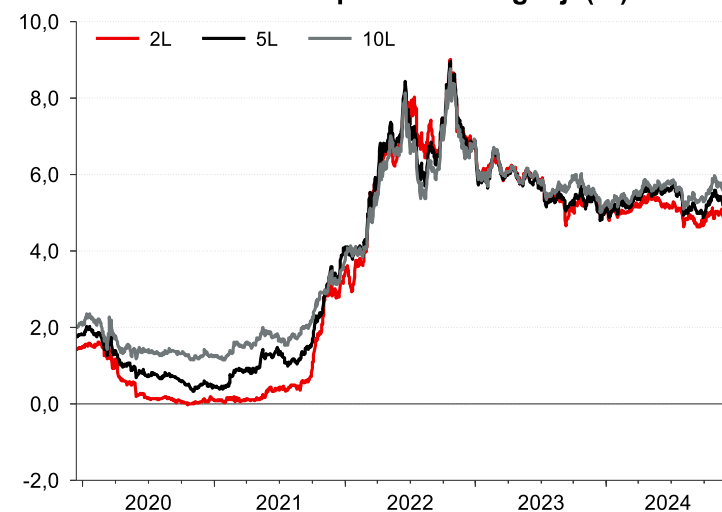


Source: LSEG Datastream, Santander

Rentowności obligacji benchmarkowych, zmiana od początku 2024 r. w pkt. proc.



Rentowności polskich obligacji (%)



Source: LSEG Datastream, Santander

Źródło: LSEG Datastream, Santander

Kolejny rok wysokich emisji długu...

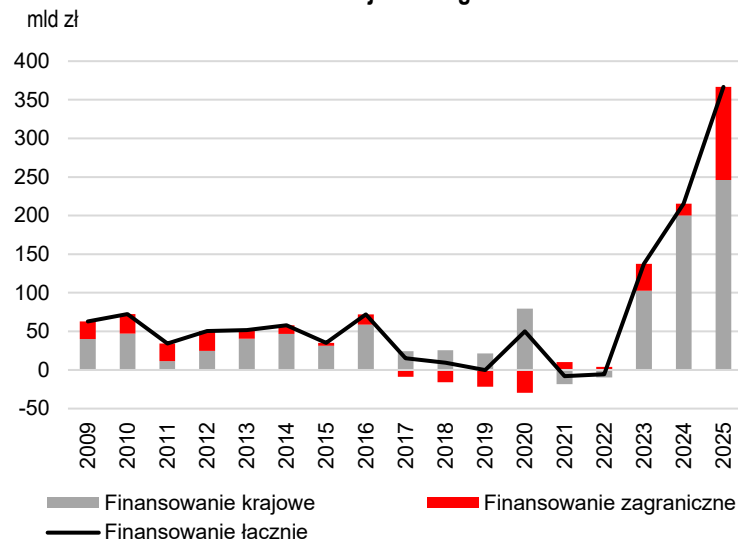


2025 będzie ponownie rokiem rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu i rekordowych emisji SPW, o czym pisaliśmy już w szczegółach w poprzednich raportach.

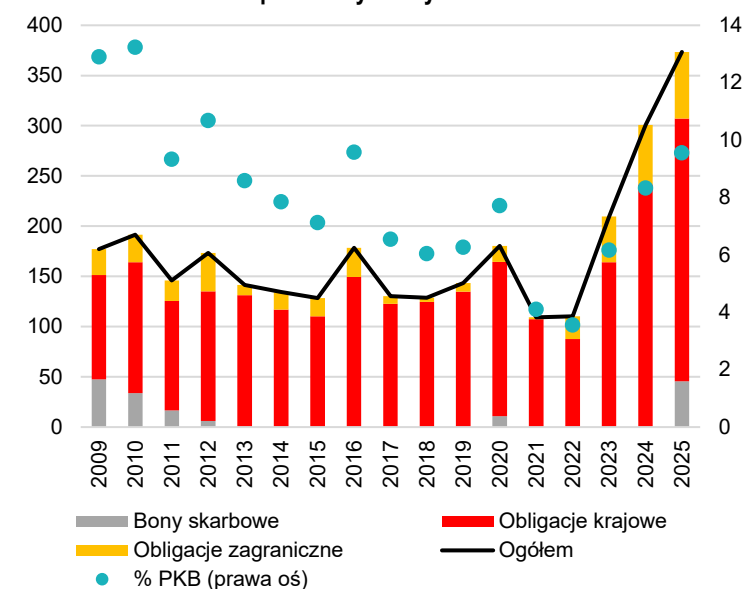
Dodatkowo, MF wejdzie w nowy rok z dość niskim poziomem prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2025 (prawdopodobnie ok. kilkunastu procent).

Niski stopień prefinansowania i wysokie zapadalności długu w okresie od kwietnia do lipca mogą oznaczać, że w I półroczu 2025 r. MF zdecyduje się przywrócić emisje bonów skarbowych (przewidziane w projekcie budżetu, podobnie jak przed rokiem). Ułatwiłoby to zapewne sięgnięcie po popyt ze strony krajowego sektora bankowego, znajdującego się w sytuacji bardzo wysokiej (i rosnącej) nadpłynności. Pole do emisji krótszych SPW stwarza fakt, że średnia zapadalność długu wyraźnie wzrosła w ostatnich miesiącach (do 5,88 w listopadzie z 5,25 na koniec 2023 r.), głównie za sprawą emisji zadłużenia walutowego.

Finansowanie krajowe i zagraniczne



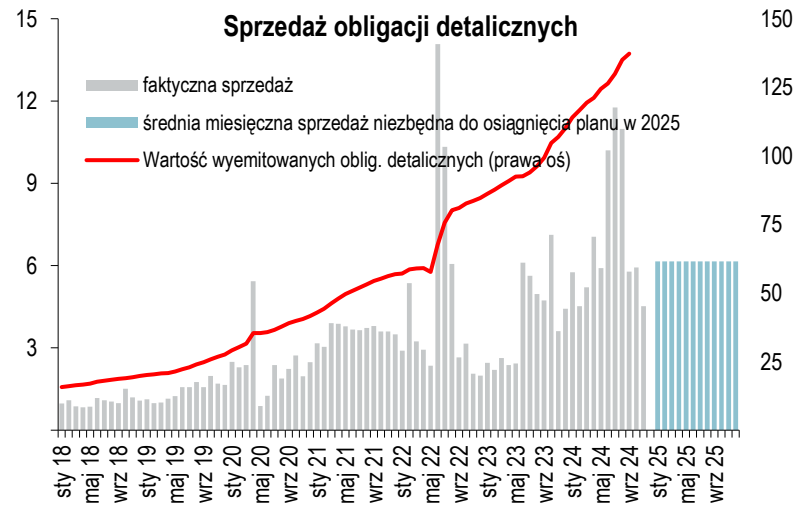
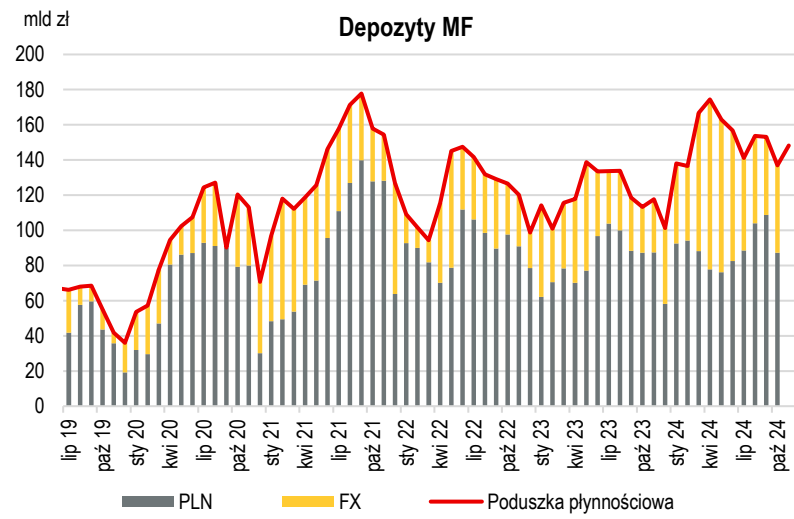
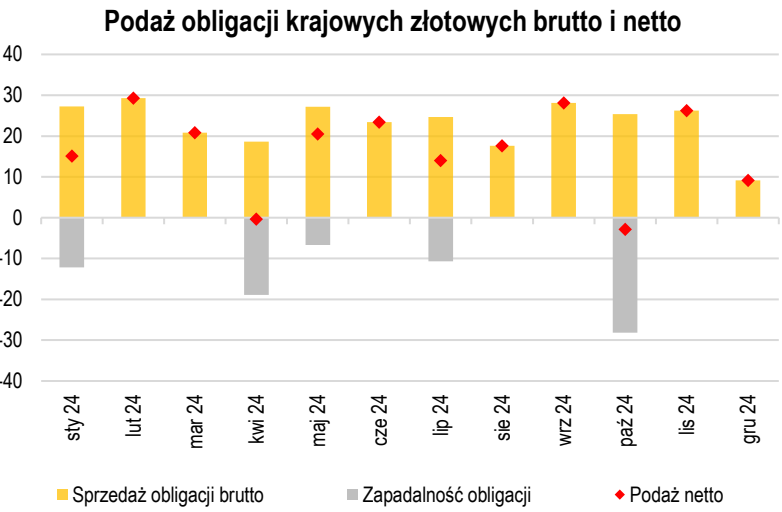
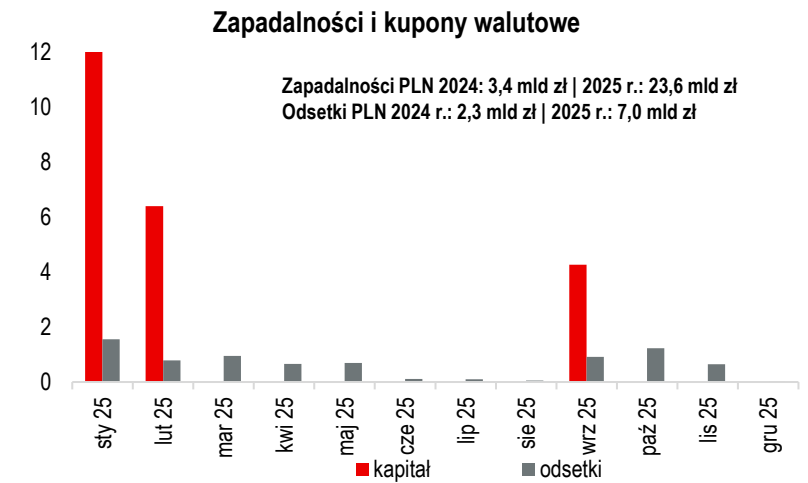
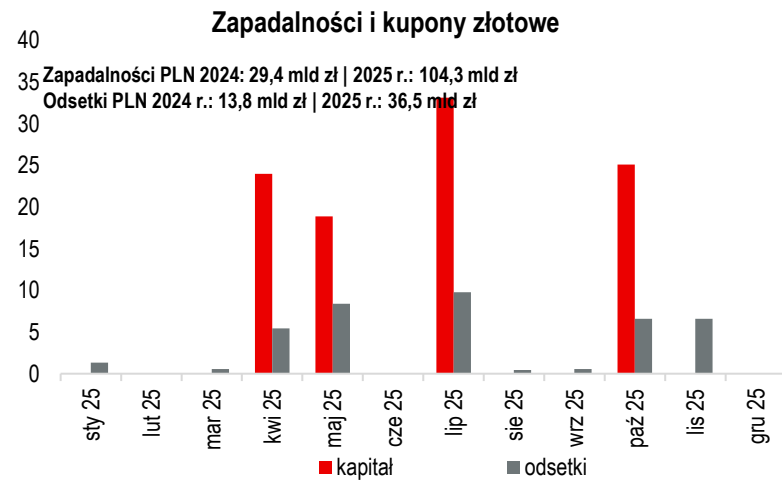
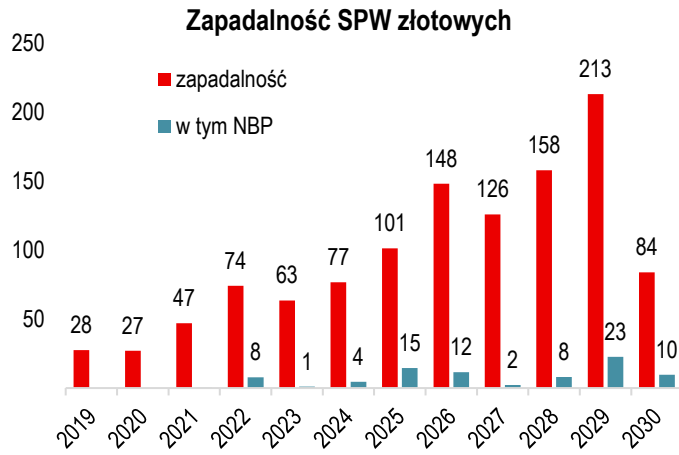
Sprzedaż rynkowych SPW



SPW	Emisje netto (mld zł)				Emisje brutto (mld zł)				Plany emisyjne funduszy BGK		
	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)		2024	2025
Bony skarbowe	47,3	0	45,7	45,7	47,3	0	45,7	45,7	KFD	9,5	8,1
Obligacje rynkowe - stały kupon	64,6	79,3	102,8	23,5	141,4	167,3	182,2	14,9	FP	8,2	8,3
Obligacje rynkowe - zmienny kupon	22,5	18,6	48,6	30,0	50,7	58,3	67,3	9,0	FPC	49,3	26,0
Obligacje rynkowe - indeksowane	0	15,9	11,8	-4,1	0	15,9	11,8	-4,1			
Obligacje oszczędnościowe	14,4	42,1	37,2	-4,9	40,8	82,4	73,9	-8,5			
SPW KRAJOWE - SUMA	148,8	156,0	246,2	90,2	280,3	323,8	381,0	57,2			
SPW ZAGRANICZNE - SUMA	31,0	28,5	42,9	14,4	62,6	59,2	66,3	7,1			



... i rosnących zapadalności



Źródło: LSEG, Ministerstwo Finansów, Bloomberg, Santander



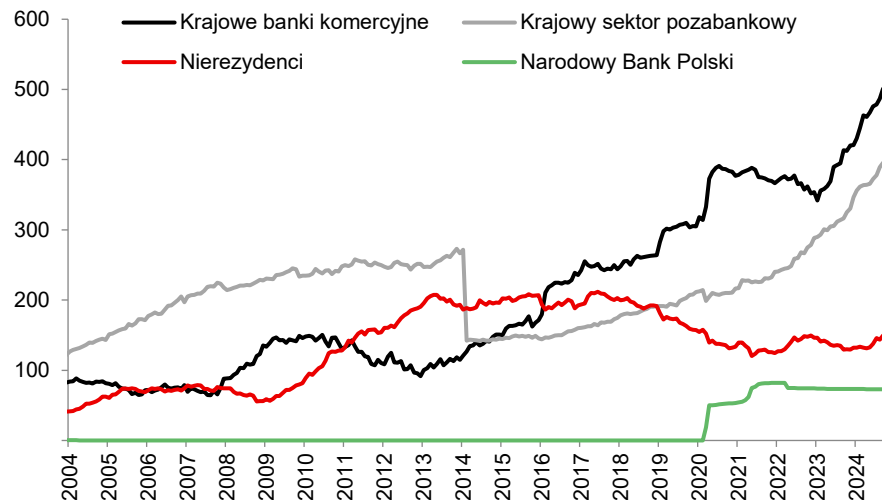
Banki nadal najważniejszymi kupującymi SPW

W strukturze posiadaczy krajowych SPW nadal wyraźnie dominują krajowe banki i ta sytuacja nie ulegnie zmianie w kolejnym roku. Będzie temu sprzyjać m.in. wysoka i rosnąca strukturalna nadpłynność sektora bankowego i konstrukcja podatku bankowego.

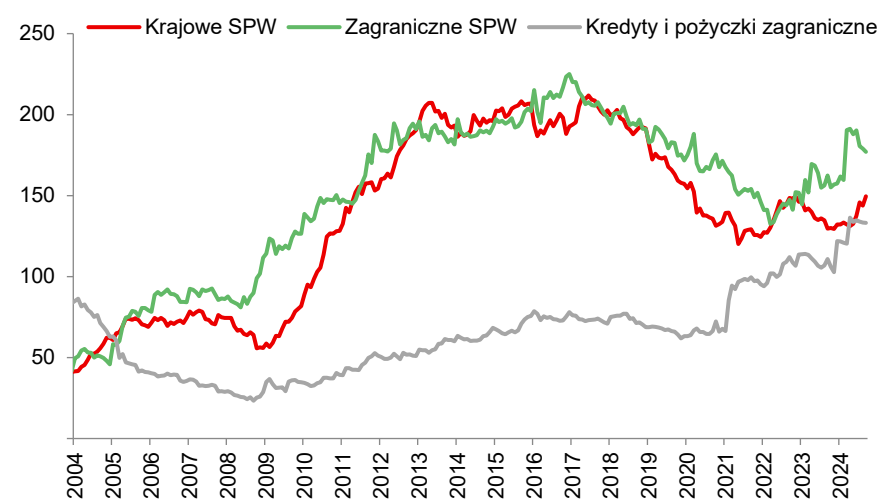
Stale rośnie też znaczenie gospodarstw domowych, które szybko powiększają swój portfel obligacji oszczędnościowych. Zakładamy, że sprzedaż obligacji oszczędnościowych pozostanie wysoka w 2025 r.

Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w krajowy rynek długu nieco wzrosło, ale pozostaje umiarkowane. Nieprzewidywalność polityki NBP i obawy o perspektywy gospodarki europejskiej mogą wstrzymać nierezydentów przed większymi inwestycjami, przynajmniej w pierwszych miesiącach roku.

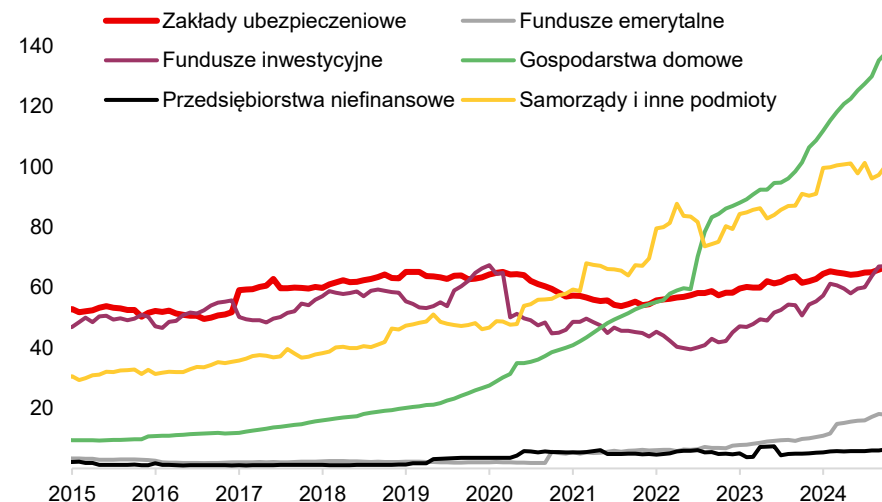
Krajowe SPW w posiadaniu grup podmiotów, mld zł



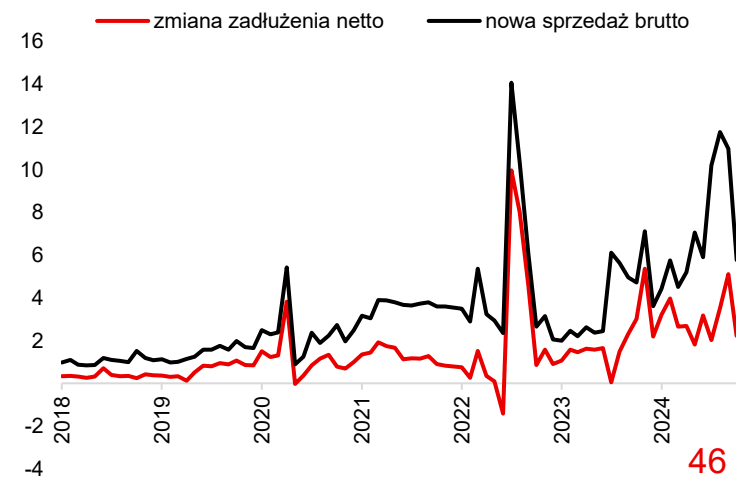
Zadłużenie krajowe i zagraniczne w portfelach nierezydentów, mld zł



Krajowe SPW w posiadaniu krajowego sektora pozabankowego, mld zł



Nowa sprzedaż obligacji oszczędnościowych brutto i netto, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

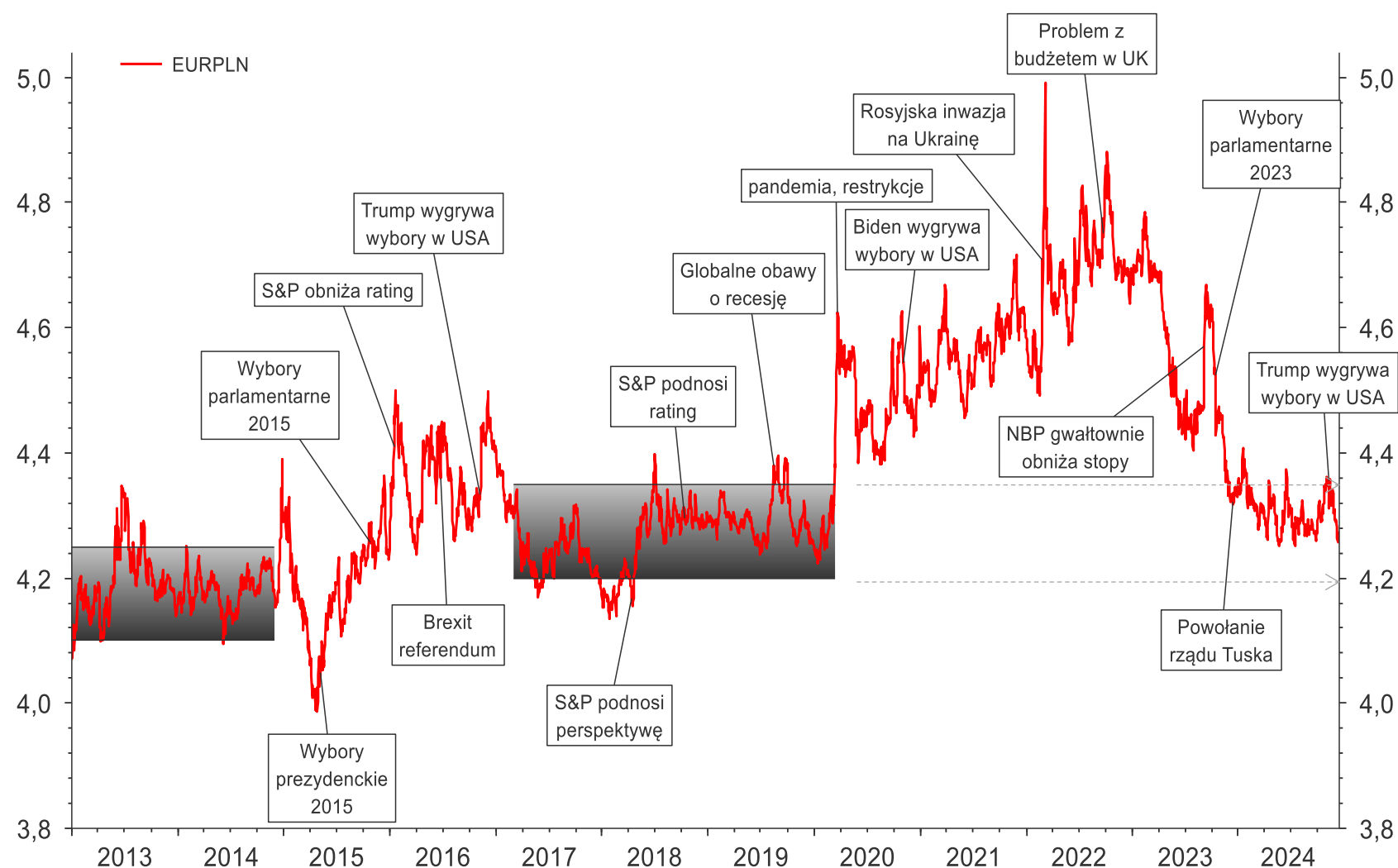


PLN: stabilizacja w paśmie sprzed pandemii

Po wyborach parlamentarnych na jesieni 2023 r. i zmianie rządu kurs EURPLN wrócił do wąskiego przedziału wahań sprzed pandemii i pozostał zaskakująco stabilny w ostatnim roku.

Reakcja rynku walutowego na wynik wyborów w USA w listopadzie br. była umiarkowana i krótkotrwała. Niemniej, zakładamy, że w nowych realiach dolar nie będzie osłabiał się do euro tak szybko, jak wcześniej zakładaliśmy, więc przesuwamy nieco w górę prognozy kursowe: zakładamy, że EURPLN będzie w kolejnych kwartałach poruszał się raczej w przedziale 4,30-4,40 niż 4,20-4,30, jak wcześniej zakładaliśmy.

Należy się przy tym liczyć z większą niż w ostatnich miesiącach skalą zmienności, której źródłem mogą być zarówno wydarzenia ekonomiczne i polityczne (m.in. decyzje banków centralnych, zakres faktycznych działań w obszarze polityki gospodarczej i handlowej USA), jak i związane z bezpieczeństwem (rozwój wojny w Ukrainie, czy konfliktu na Bliskim Wschodzie).



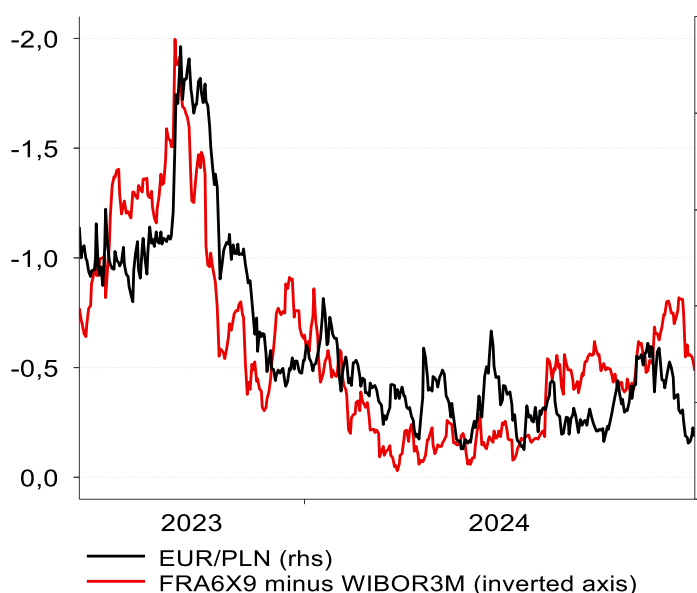
Source: LSEG Datastream, Santander



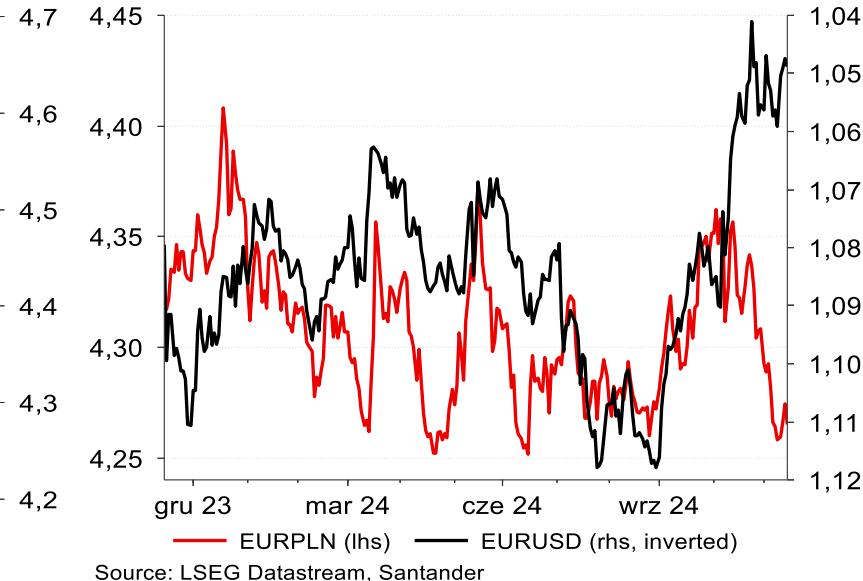
PLN: mocniejszy dolar kontra późniejsze obniżki NBP

Krótkoterminowo na kurs złotego będą oddziaływały dwa przeciwstawne czynniki. Negatywnie na naszą walutę działa mocniejszy dolar do euro, któremu sprzyja dyskontowanie przez rynki możliwych implikacji wyborów w USA (m.in. zawężenie pola do obniżek stóp procentowych przez Fed i jego poszerzenie w przypadku EBC) – chociaż jak widać na przykładzie ostatnich tygodni relacja między kursem EURPLN a EURUSD nie jest ścisła. Na plus powinien teoretycznie oddziaływać spadek oczekiwań rynkowych na szybkie obniżki stóp procentowych przez NBP. Chociaż w tym przypadku można dyskutować, czy ten czynnik przeważa nad efektem wzrostu poczucia nieprzewidywalności polityki pieniężnej i dalszej utraty wiarygodności przez bank centralny w konsekwencji trudnych do zrozumienia nagłych zwrotów w retoryce prezesa NBP, które zniechęcają inwestorów zagranicznych do zaangażowania w polskie aktywa.

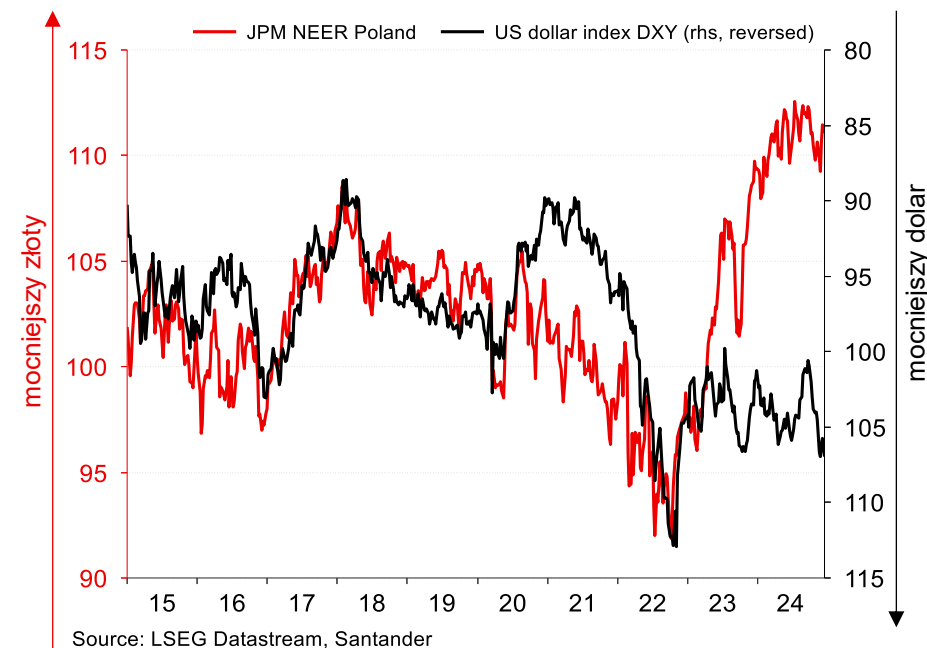
EURPLN a oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



EURPLN a EURUSD



Nominalny efektywny kurs złotego i dolara





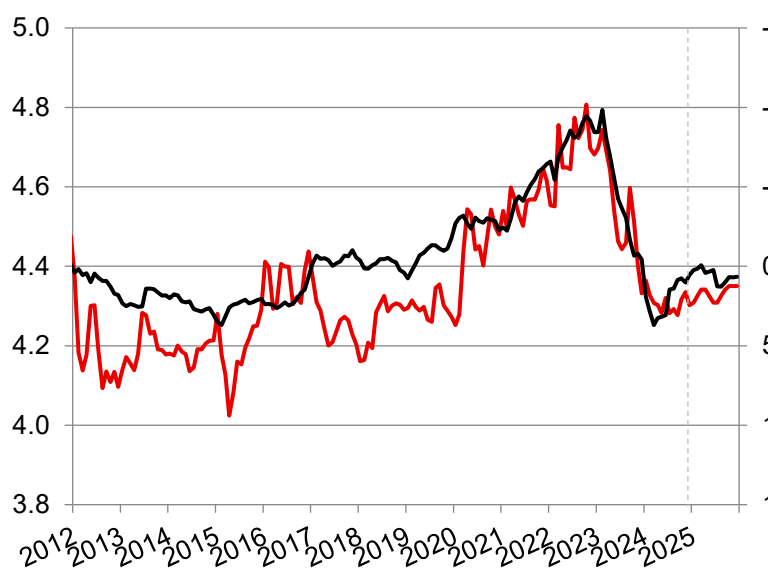
PLN: ograniczone pole do aprecjacji

Średnioterminowo nie widzimy pola do istotnego umocnienia złotego, m.in. za sprawą przewidywanego stopniowego spadku realnych stóp procentowych i wzrostu deficytu obrotów bieżących.

Warto zwrócić uwagę, że realny efektywny kurs złotego umocnił się bardzo znacząco na przestrzeni ostatnich dwóch lat, co utrudnia polskim eksporterom radzenie sobie z dekoniunkturą na rynkach Europy Zachodniej, podcinając ich konkurencyjność.

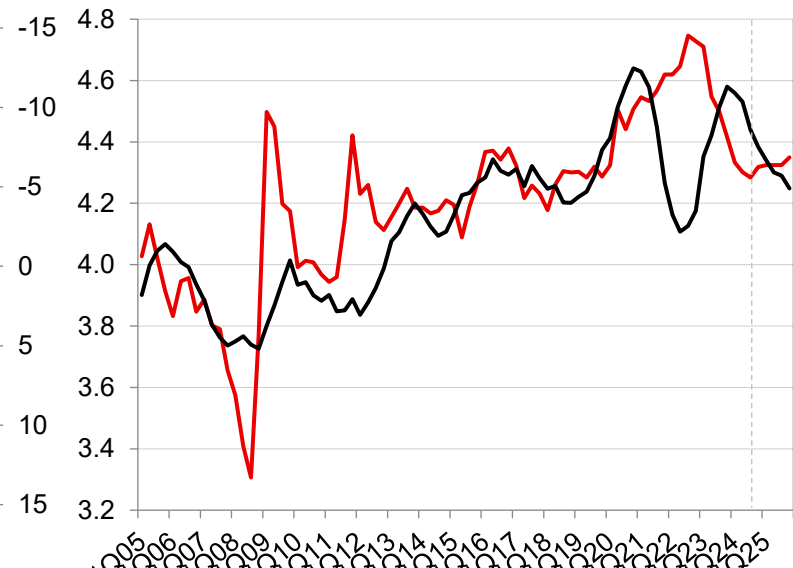
Umocnienie waluty nie jest też w naszej ocenie w interesie rządu – przeciwnie, słabszy złoty to większe szanse na ożywienie gospodarcze i wyższy nominalny PKB, co byłoby korzystne z punktu widzenia wpływów podatkowych.

EURPLN a realna stopa NBP



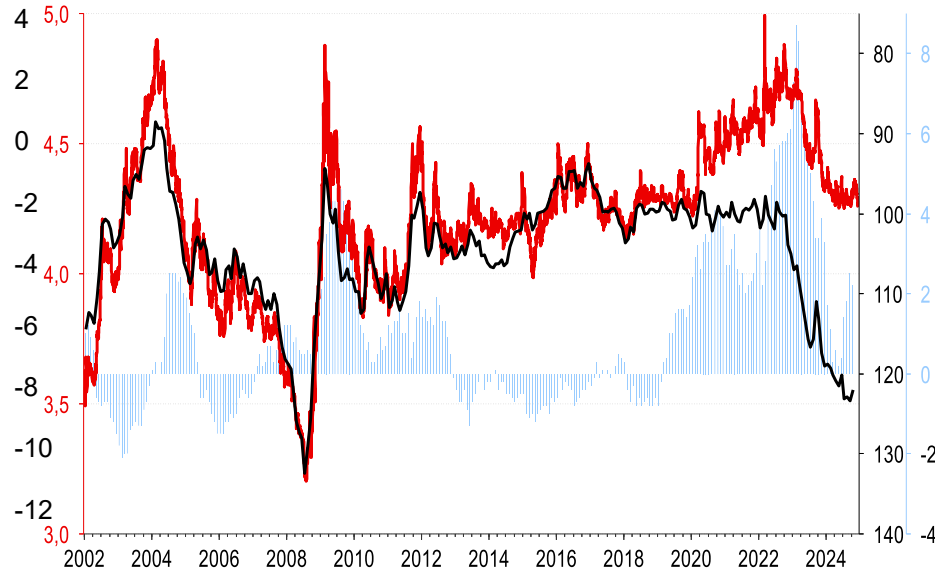
— EURPLN — Realna stopa NBP, deflowana CPI (prawa oś)

EURPLN a saldo obrotów bieżących



— EURPLN — Saldo obrotów bieżących, % PKB (prawa oś)

EURPLN a realny efektywny kurs walutowy (REER)



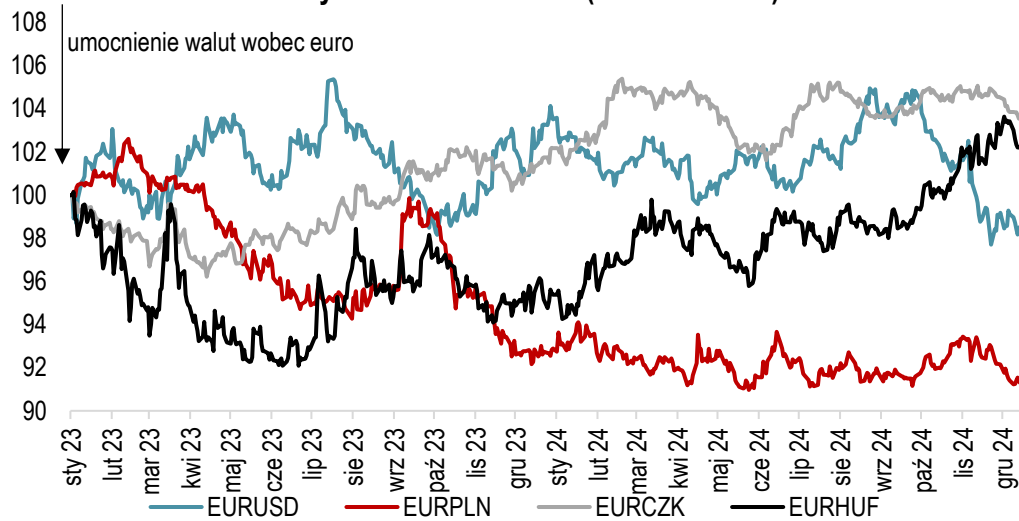
— EURPLN — REER (CPI-BASED), broad index (RH Scale, inversed)
HICP: PL-EZ difference (RH2)

Source: LSEG Datastream, BIS, Santander

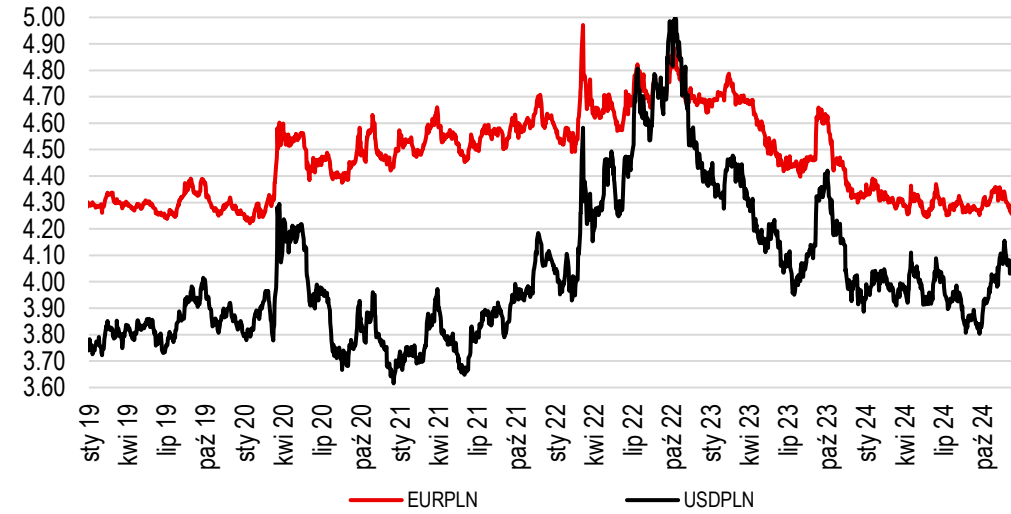
Przegląd rynku FX



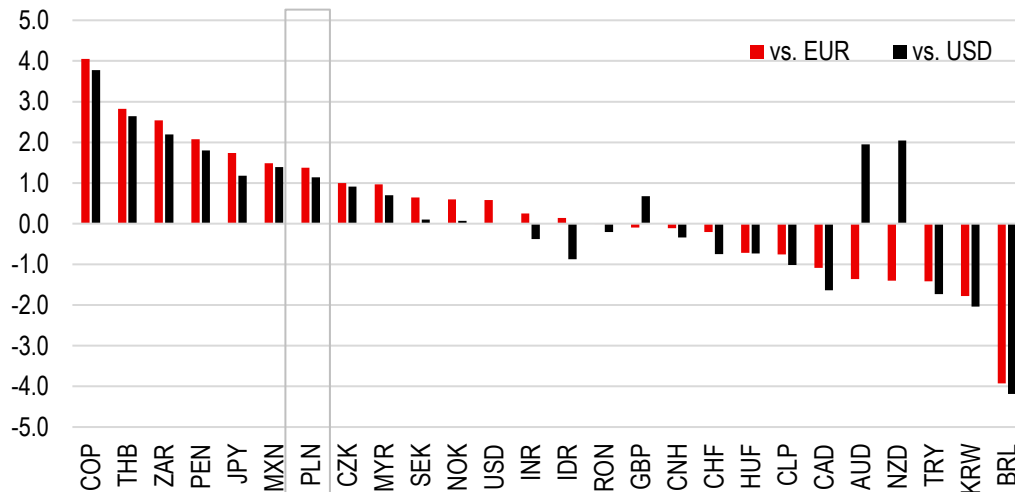
Waluty CEE i USD vs. EUR (1.01.2023=100)



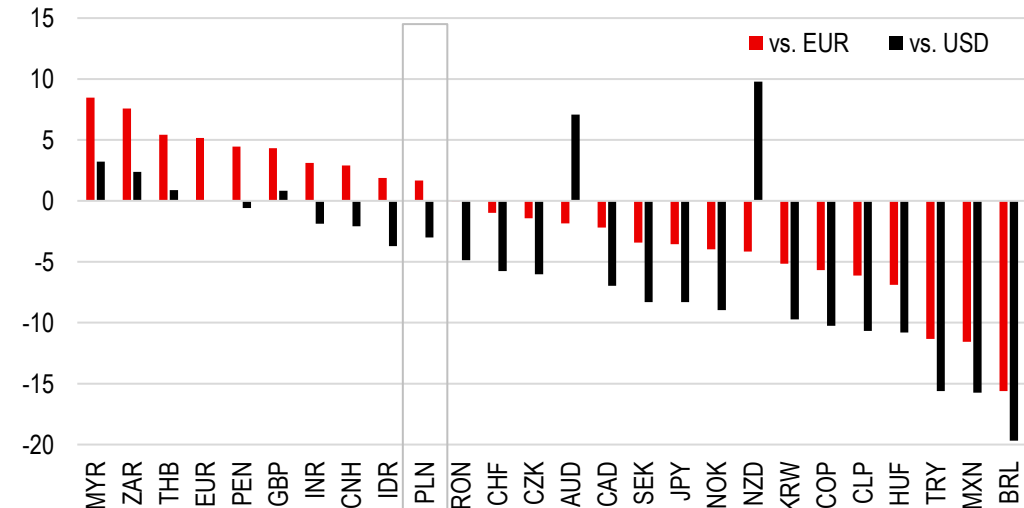
EURPLN i USDPLN



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	3,100.8	3,401.6	3,606.1	3,896.9	835.8	863.3	905.0	1,002.0	896.7	934.5	978.0	1,087.7
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.8	3.4	2.1	3.2	2.7	3.2	3.1	3.3	3.4	3.9
Popyt krajowy	% r/r	4.8	-3.1	4.0	5.0	2.3	4.8	4.4	4.3	4.1	4.6	5.9	5.3
Spożycie indywidualne	% r/r	5.0	-0.3	3.0	2.9	4.4	4.6	0.3	3.0	2.5	2.5	3.0	3.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1.7	12.6	0.8	6.7	1.9	3.2	0.1	-0.5	2.0	4.0	8.0	9.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	10.4	-2.1	1.2	3.2	-0.1	1.9	1.0	2.1	1.3	3.8	4.4	3.4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7.7	4.8	-7.6	6.9	-8.6	-6.0	-6.8	-8.7	4.8	6.2	8.6	7.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.5	-3.6	3.1	3.6	5.0	4.5	1.3	1.9	1.6	1.1	4.7	6.8
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12.1	12.8	13.4	7.5	14.4	14.7	13.4	11.2	7.9	7.7	7.1	7.2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.0	0.6	-0.2	0.2	0.2	0.1	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.3	0.4
Stopa bezrobocia*	%	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.0	5.0	5.0
Rachunek bieżący	mln EUR	-14,872	13,485	-1,319	-13,156	4,567	668	-5,281	-1,273	849	-2,676	-6,291	-5,038
Rachunek bieżący	% PKB	-2.2	1.8	-0.2	-1.5	1.6	1.3	0.4	-0.2	-0.6	-1.0	-1.1	-1.5
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-3.4	-5.1	-5.7	-5.8	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	14.3	11.6	3.7	4.9	2.9	2.5	4.5	4.9	5.7	5.4	4.3	4.1
CPI *	% r/r	16.6	6.2	5.1	3.9	2.0	2.6	4.9	5.1	5.9	5.5	4.3	3.9
Inflacja bazowa	% r/r	9.1	10.2	4.4	4.0	5.4	3.8	3.9	4.2	4.2	4.2	4.0	3.8

* 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	4.91
Rentowność obligacji 2L	%	6.35	5.67	5.05	4.57	5.05	5.28	4.89	4.98	4.98	4.90	4.42	3.99
Rentowność obligacji 5L	%	6.36	5.66	5.32	5.14	5.19	5.55	5.23	5.30	5.34	5.35	5.05	4.80
Rentowność obligacji 10L	%	6.10	5.83	5.54	5.36	5.36	5.70	5.45	5.66	5.65	5.55	5.25	5.00
IRS 2L	%	1.19	6.62	5.63	5.20	6.39	6.18	5.05	4.90	5.22	5.48	5.09	5.02
IRS 5L	%	1.69	5.92	5.01	4.78	5.53	5.37	4.59	4.57	4.70	5.13	4.60	4.71
IRS 10L	%	2.01	5.68	5.10	4.89	5.47	5.34	4.80	4.78	4.77	5.23	4.69	4.85
EUR/PLN	PLN	4.69	4.54	4.31	4.33	4.33	4.30	4.28	4.32	4.33	4.33	4.33	4.35
USD/PLN	PLN	4.46	4.20	3.98	3.99	3.99	4.00	3.90	4.04	4.08	4.00	3.95	3.92
CHF/PLN	PLN	4.67	4.68	4.52	4.29	4.57	4.42	4.50	4.60	4.44	4.28	4.22	4.20
GBP/PLN	PLN	5.31	5.50	5.22	5.09	5.06	5.04	5.07	5.19	5.24	5.24	5.27	5.24

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **17.12.2024** 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

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