

## MAKROskop Lite

### Na trwałe spadek inflacji do celu trzeba poczekać

■ Spadek inflacji w głównych gospodarkach wyhamował, inflacja usług pozostaje podwyższona, a ostatnie dane inflacyjne i z rynku pracy w USA zaskoczyły w górę, co przetożyło się na dalszą redukcję oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA (obecnie rynek wycenia niecałe 3 obniżki stóp w tym roku). Jednocześnie rynek spodziewa się szybszej i nieco większej redukcji stóp w strefie euro, jako że ożywienie w gospodarce europejskiej jest oczekiwane dopiero w drugiej połowie roku. Choć ostatnie dane o produkcji z Niemiec są pewnym powiewem optymizmu to zasadniczo niemiecka gospodarka pozostaje najstabszym ogniwem UE i nie sprzyja jej pogorszenie konkurencyjności względem innych krajów strefy euro. **Naszym zdaniem stabszość Niemiec nie przeszkodzi w przyspieszeniu wzrostu w Polsce**, szczególnie, że krajowy eksport jest nieco mniej zależny od cyklu niemieckiej gospodarki niż np. w Czechach czy na Węgrzech. W dłuższym terminie Polska może też korzystać na przenoszeniu produkcji z Niemiec i innych krajów o wyższych kosztach.

■ **W Polsce inflacja po raz kolejny zaskoczyła w dół i obniżyła się do 1,9% r/r, poniżej celu po raz pierwszy od maja 2019 r. Kolejne miesiące przyniosą najprawdopodobniej wyższe odczyty inflacji**, wobec normalizacji stawki podatku VAT na żywność, wzrostu cen ropy i globalnych cen żywności, a ścieżka w II połowie roku będzie zależna od decyzji rząd w sprawie cen energii. W bazowym scenariuszu zakładamy inflację w pobliżu 5% na koniec roku. Jednocześnie **inflacja bazowa najprawdopodobniej pozostanie podwyższona, w przedziale 4-5% do końca 2025 r.** Podobnie jak w największych gospodarkach jest to przede wszystkim pokłosie wysokiej inflacji usług, która pozostaje uporczywa pod wpływem wysokiej dynamiki płac.

■ Wzrost płac realnych przyspieszył w lutym do 9,8% r/r (najwyżej od 1999 r.), a średniorocznie może przekroczyć w tym roku 8% wobec 0,4% w 2023 r. Stopa bezrobocia pozostaje niska i jest niemal najniższa w UE. Liczba pracujących w gospodarce według BAEL została zrewidowana przez GUS w górę, a liczba ofert pracy zaczęła stopniowo rosnąć. **Dobra sytuacja rynku pracy wraz z oczekiwanym ożywieniem wzrostu gospodarczego, będzie sprzyjała utrzymaniu dwucyfrowej dynamiki płac nominalnych w tym roku. To będzie też sprzyjało ożywieniu konsumpcji i utrzymaniu wysokiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy.**

■ Lutowe dane o aktywności za luty pokazały pozytywne niespodzianki. Sprzedaż detaliczna przyspieszyła do 6,1% r/r (2,9% m/m po odsezonowaniu) z 3% r/r. To druga z rzędu pozytywna niespodzianka, która wskazuje, że konsument mocno rozpoczął obecny rok. Dane za pierwsze miesiące roku sygnalizują, że stabszość konsumpcji w IV kw. 2023 r. była jedynie przejściowa i wspierają nasz scenariusz, że konsumpcja prywatna będzie motorem wzrostu w tym roku. Z kolei produkcja przemysłowa przyspieszyła do 3,3% r/r ze zrewidowanych w górę 2,5% r/r w styczniu. **Dane wspierają nasze oczekiwania przyspieszenie wzrostu PKB do ok. 2% r/r w I kw. z 1% w IV kw. 23 r. i do 3% w 2024 roku.**

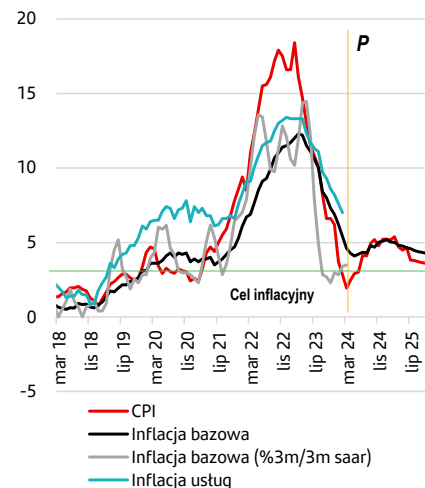
■ **Sądymy, że RPP najprawdopodobniej utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do połowy 2025 r.** Prezes NBP nie zareagował na spadek inflacji do celu i podkreślił niepewność dotyczącą kształtowania się inflacji w kontekście decyzji administracyjnych odnośnie do cen energii, wysoką dynamikę płac realnych i tagodną politykę fiskalną.

■ **Deficyt sektora rządowego i samorządowego wyniósł 5,1% PKB w 2023 r. wobec 3,8% w 2022 r., blisko naszej prognozy. Spodziewamy się dalszego wzrostu, do 5,5% PKB w tym roku.** Uważamy, że w tym roku największym wyzwaniem dla budżetu będzie realizacja dochodów z VAT, którym nie sprzyja mocny spadek inflacji.

■ **Widzimy przestrzeń do dalszego stopniowego umocnienia złotego w kierunku 4,20 za euro**, czemu sprzyjać będzie napływ środków unijnych oraz mało gotębi ton RPP, przynajmniej w porównaniu do EBC. Duża część uczestników rynku może być już mocno spozycjonowana na mocniejszego złotego, a ograniczeniem od dołu dla kursu EURPLN jest próg optacalności eksportu, wynoszący ok. 4,10.

■ **Po sporym wystromieniu krzywej swap w ostatnich tygodniach może nastąpić jej wypłaszczenie**, a dłuższy trend wystramiania krzywej swap rozpocznie się w przyszłym roku wraz ze zbliżaniem się faktycznego momentu obniżki stóp. Chociaż spready kredytowe asset swap już mocno spadły, to przy ujemnej emisji netto obligacji skarbowych w II kwartale nie wykluczamy dalszego zawężania. **Naszym zdaniem przestrzeń do dalszych wzrostów rentowności jest ograniczona i w perspektywie kolejnych miesięcy krzywe swap i obligacji będą się obniżać.**

#### Miary inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Bloomberg, Santander  
\*Scenariusz bazowy zakłada wzrost cen energii elektrycznej i gazu w lipcu o ok. 15%

#### Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

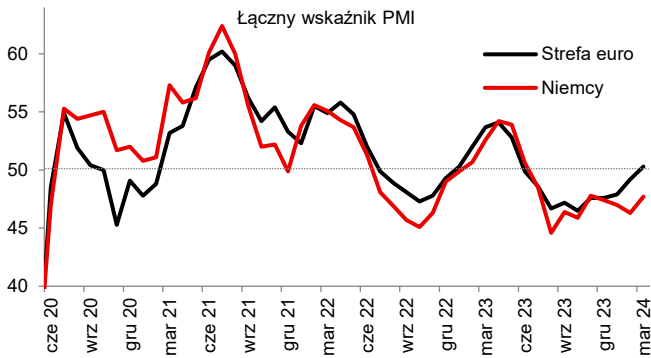
- [IV kw.: wolniejsze inwestycje i wciąż dobre marże](#)
- [Inflacja osiągnęła dotek, ale RPP patrzy na bazową](#)
- [Nie ma miejsca na obniżki stóp](#)
- [Wniosek o Trybunał Stanu dla prezesa NBP](#)
- [Postępujące ożywienie w sprzedaży detalicznej](#)
- [Lutowe dane zaskakują w górę](#)

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
Piotr Bielski 691 393 119  
Bartosz Biały 517 881 807  
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
Marcin Luźniński 510 027 662  
Grzegorz Ogonek 609 224 857

## Gospodarka na wykresach

### Europa daje wczesne oznaki gospodarczego odzicia...



Źródło: Bloomberg, Santander

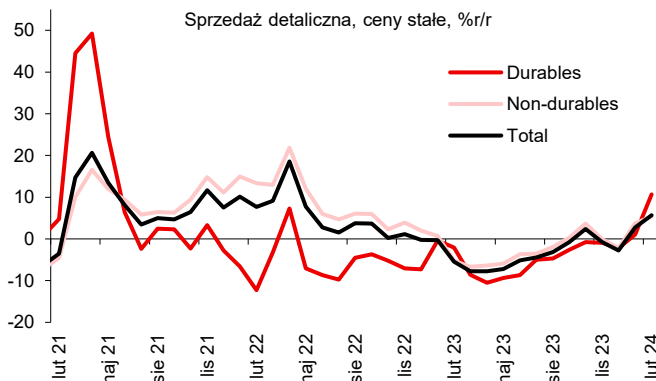
### ... a w polskich danych mamy pozytywne niespodzianki.

| Realny wzrost r/r             | Styczeń prognoza | Styczeń wynik | Luty prognoza | Luty wynik |
|-------------------------------|------------------|---------------|---------------|------------|
| Produkcja przemysłowa         | 3,1              | 2,9           | 2,5           | 3,3        |
| Produkcja budowlano-montażowa | 5,5              | -6,1          | -0,8          | -4,9       |
| Sprzedaż detaliczna           | 1,4              | 3,2           | 4,9           | 6,1        |

Prognoza = mediana prognoz rynkowych wg Bloomberga  
Wynik: na czerwono negatywne zaskoczenia, na czarno pozytywne zaskoczenia

Źródło: GUS, Santander

### Mamy też wreszcie oznaki przebudzenia się konsumentów...



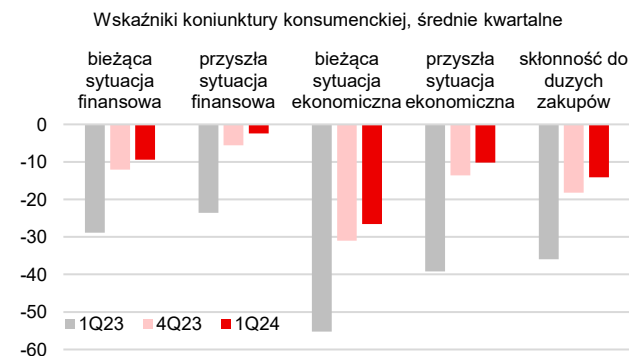
Źródło: GUS, Santander

### ...których płace realne rosną teraz najszybciej od lat 1990.



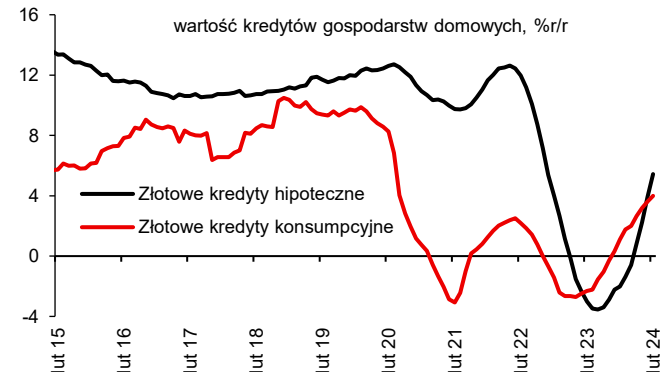
Źródło: GUS, Santander

### W górę idą też wskaźniki nastrojów konsumentów...



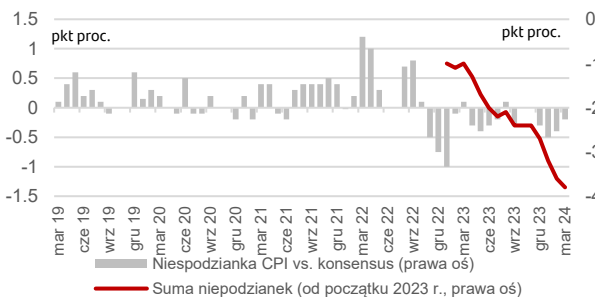
Źródło: GUS, Santander

### ... i ich popyt na kredyty



Źródło: NBP, Santander

### Inflacji wciąż udaje się zaskakiwać w dół, ale może się to wkrótce skończyć, gdy wyczerpią się efekty bazy...



Źródło: GUS, NBP, Santander

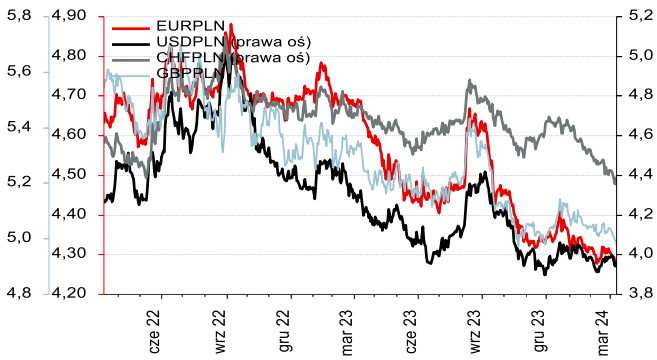
### ...i do głosu dojdą odbijające globalne ceny surowców



Źródło: Bloomberg, Santander

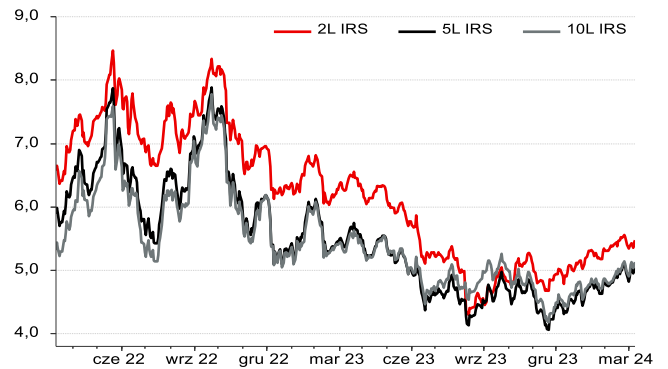
Rynek na wykresach

Notowania złotego



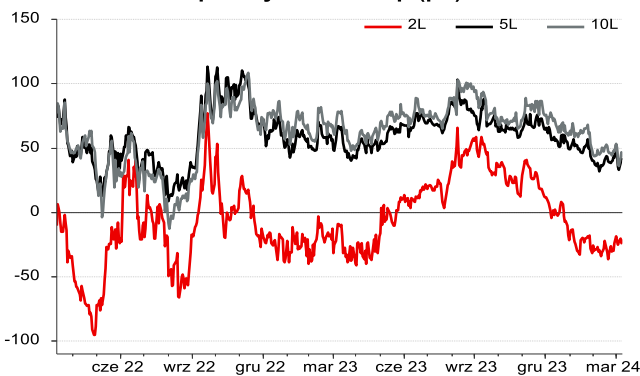
Source: LSEG Datastream, Santander

IRS (%)



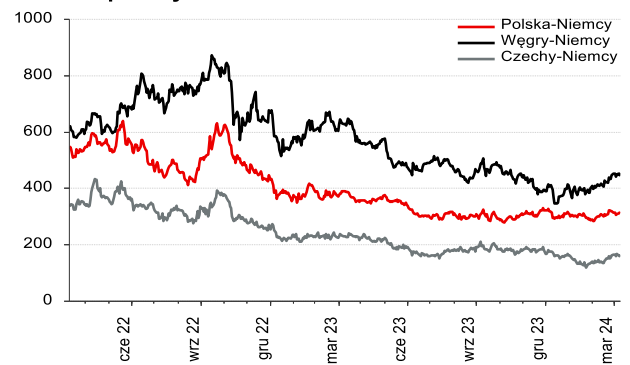
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



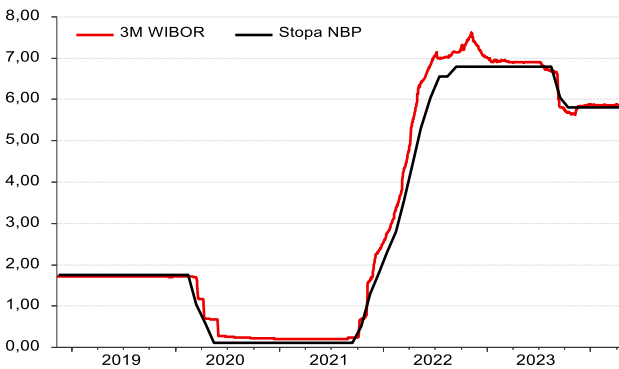
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



Source: LSEG Datastream, Santander

Stopy procentowe



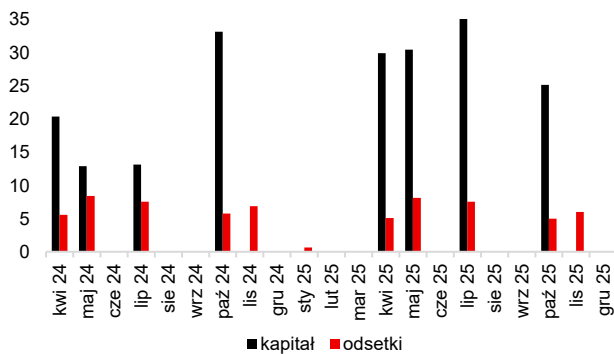
Source: LSEG Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



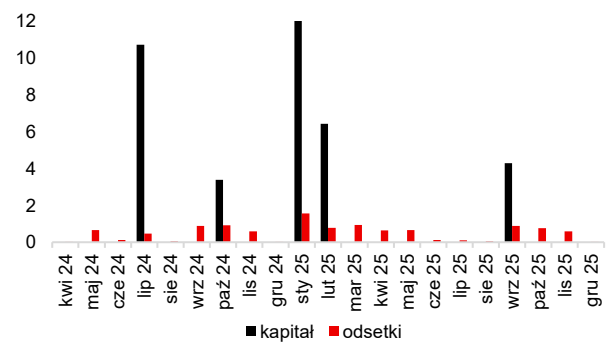
Source: LSEG Datastream, Santander

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

| PONIEDZIAŁEK   | WTOREK   | ŚRODA   | CZWARTEK   | PIĄTEK   |
|--|--|---|--|--|
| <b>1 kwietnia</b><br>US: ISM przemysł (Mar)  | <b>2</b><br><b>PL: PMI przemysł (Mar)</b><br>DE: PMI przemysł – fin. (Mar)<br>EZ: PMI przemysł – fin. (Mar)<br>DE: Inflacja HICP – wst. (Mar)<br>US: Zamówienia przemysłowe (Lut)<br>US: Zamówienia na dobra trwałe (Lut)  | <b>3</b><br>CN: Caixin PMI usutugi (Mar)<br>EZ: Inflacja HICP – wst. (Mar)<br>EZ: Stopa bezrobocia (Lut)<br>US: Raport ADP (Mar)<br>US: ISM usutugi (Mar) | <b>4</b><br><b>PL: Decyzja NBP ws. stóp proc.</b><br>DE: PMI usutugi – fin. (Mar)<br>EZ: PMI usutugi – fin. (Mar)  | <b>5</b><br>DE: Zamówienia przemysłowe (Lut)<br>HU: Produkcja przemysłowa (Lut)<br>EZ: Sprzedaż detaliczna (Lut)<br>US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Mar)<br>US: Stopa bezrobocia (Mar) |
| <b>8</b><br><b>PL: NBP Minutes</b><br>DE: Bilans handlowy (Lut)<br>DE: Produkcja przemysłowa (Lut)<br>CZ: Produkcja przemysłowa (Lut)  | <b>9</b><br>Brak publikacji  | <b>10</b><br>CZ: Inflacja CPI (Mar)<br>HU: MNB Minutes<br>US: Inflacja CPI (Mar)<br>US: FOMC Minutes  | <b>11</b><br>CN: Inflacja CPI (Mar)<br>CN: Inflacja PPI (Mar)<br>HU: Inflacja CPI (Mar)<br>EZ: Decyzja EBC ws. stóp proc.  | <b>12</b><br><b>PL: Bilans płatniczy (Lut)</b><br>DE: Inflacja HICP – fin. (Mar)<br>US: Wsk. Michigan – wst. (Kwi)<br>CN: Bilans handlowy (Mar)  |
| <b>15</b><br><b>PL: Inflacja CPI – fin. (Mar)</b><br>EZ: Produkcja przemysłowa (Lut)<br>US: Sprzedaż detaliczna (Mar)  | <b>16</b><br><b>PL: Inflacja bazowa (Mar)</b><br>CN: PKB I kw. 2024 r.<br>DE: Wsk. ZEW (Kwi)<br>US: Produkcja przemysłowa (Mar)<br>US: Pozwolenia na budowę (Mar)<br>US: Rozpoczęte budowy domów (Mar)                     | <b>17</b><br>EZ: Inflacja CPI – fin. (Mar)  | <b>18</b><br><b>PL: Nastroje konsumentów (Kwi)</b><br>US: Sprzedaż domów (Mar)   | <b>19</b><br>Brak publikacji   |
| <b>22</b><br><b>PL: Płace brutto (Mar)</b><br><b>PL: Zatrudnienie (Mar)</b><br><b>PL: Inflacja PPI (Mar)</b><br><b>PL: Produkcja sprzedana przemysłu (Mar)</b><br><b>PL: Produkcja budowlana (Mar)</b> | <b>23</b><br><b>PL: Sprzedaż detaliczna (Mar)</b><br><b>PL: Podaż pieniądza M3 (Mar)</b><br>DE: PMI przemysł – wst. (Kwi)<br>DE: PMI usutugi – wst. (Kwi)<br>EZ: PMI przemysł – wst. (Kwi)<br>EZ: PMI usutugi – wst. (Kwi) | <b>24</b><br><b>PL: Stopa bezrobocia (Mar)</b><br>DE: Wsk. Ifo (Kwi)<br>US: Zamówienia dóbr trwałych – wst. (Mar)   | <b>25</b><br>US: PKB I kw. 2024 r.<br>US: Niezakończona sprzedaż domów (Mar)   | <b>26</b><br>US: Dochody osobiste (Mar)<br>US: Wydatki osobiste (Mar)<br>US: Wsk. Mihigan – fin. (Kwi)   |
| <b>29</b><br>EZ: Wsk. ESI (Kwi)<br>DE: Inflacja HICP – wst. (Kwi)  | <b>30</b><br><b>PL: Inflacja CPI – wst. (Kwi)</b><br>CN: Caixin PMI przemysł (Kwi)<br>HU: PKB I kw. 2024 r.<br>CZ: PKB I kw. 2024 r.<br>DE: PKB I kw. 2024 r.<br>EZ: PKB I kw. 2024 r.<br>US: Wsk. Conf. Board (Kwi)       | <b>1 maja</b><br>US: Raport ADP (Kwi)<br>US: ISM przemysł (Kwi)<br>US: Decyzja FOMC ws. stóp proc.  | <b>2</b><br><b>PL: PMI przemysł (Kwi)</b><br>DE: PMI przemysł – fin. (Kwi)<br>EZ: PMI przemysł – fin. (Kwi)<br>US: Zamówienia przemysłowe (Mar)<br>US: Zamówienia dóbr trwałych – fin. (Mar) | <b>3</b><br>EZ: Stopa bezrobocia (Mar)<br>US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Kwi)<br>US: Stopa bezrobocia (Kwi)<br>US: ISM usutugi (Kwi)  |

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2024 roku

|                            | I  | II | III | IV | V  | VI | VII | VIII | IX | X  | XI | XII |
|----------------------------|----|----|-----|----|----|----|-----|------|----|----|----|-----|
| Decyzja EBC                |    |    | 7   | 11 |    | 6  | 18  |      | 12 | 17 |    | 12  |
| Decyzja Fed                | 31 |    | 20  |    | 1  | 12 | 31  |      | 18 |    | 7  | 18  |
| Decyzja RPP                | 9  | 7  | 6   | 4  | 9  | 5  | 3   | 20   | 4  | 2  | 6  | 4   |
| Minutes RPP                | 11 | 9  | 8   | 8  | 13 | 7  | 5   | 22   |    | 4  | 8  | 6   |
| Szybki szacunek PKB*       |    | 14 |     |    | 15 |    |     | 14   |    |    | 14 |     |
| PKB*                       |    | 29 |     |    |    | 3  |     | 29   |    |    | 28 |     |
| Inflacja CPI               | 15 | 15 | 15  | 15 | 15 | 14 | 15  | 14   | 13 | 15 | 15 | 13  |
| Inflacja bazowa            | 16 |    | 18  | 16 | 16 | 17 | 16  |      |    |    |    |     |
| Ceny producenta            | 19 | 20 | 20  | 22 | 22 | 20 | 18  | 21   | 19 | 21 | 25 | 19  |
| Produkcja przemysłowa      | 22 | 20 | 20  | 22 | 22 | 20 | 18  | 21   | 19 | 21 | 25 | 19  |
| Sprzedaż detaliczna        | 22 | 22 | 21  | 23 | 23 | 24 | 22  | 22   | 23 | 22 | 26 | 20  |
| Płace brutto, zatrudnienie | 22 | 20 | 20  | 22 | 22 | 20 | 18  | 21   | 19 | 21 | 25 | 19  |
| Handel zagraniczny         | 17 | 15 | 14  | 15 | 15 | 14 | 15  | 14   | 13 | 14 | 15 | 13  |
| Bilans płatniczy*          |    |    | 29  |    |    | 28 |     |      | 30 |    |    | 30  |
| Bilans płatniczy           | 12 | 13 | 15  | 12 | 14 | 13 | 15  |      |    |    |    |     |
| Podaż pieniądza            | 24 | 22 | 22  | 23 | 24 | 24 | 22  | 23   | 23 | 22 | 26 | 23  |

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów \*dane kwartalne

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

|  |         | mar 23 | kwi 23 | maj 23 | cze 23 | lip 23 | sie 23 | wrz 23 | paź 23 | lis 23 | gru 23 | sty 24 | lut 24 | mar 24 | kwi 24 |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PMI  | pkt.    | 48.3   | 46.6   | 47.0   | 45.1   | 43.5   | 43.1   | 43.9   | 44.5   | 48.7   | 47.4   | 47.1   | 47.9   | 48.0   | 48.2   |
| Produkcja przemysłowa                          | % r/r   | -3.7   | -6.4   | -3.4   | -1.6   | -2.7   | -2.2   | -3.3   | 2.0    | -0.3   | -3.5   | 2.9    | 3.3    | -1.0   | 8.4    |
| Produkcja budowlano-montażowa                  | % r/r   | -1.6   | 1.1    | -0.6   | 1.6    | 1.1    | 3.5    | 11.5   | 9.8    | 3.9    | 14.0   | -6.2   | -4.9   | -6.9   | -1.5   |
| Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)             | % r/r   | -7.3   | -7.3   | -6.8   | -4.7   | -4.0   | -2.7   | -0.3   | 2.8    | -0.3   | -2.3   | 3.2    | 6.1    | 9.5    | 4.4    |
| Stopa bezrobocia                               | %       | 5.4    | 5.2    | 5.1    | 5.0    | 5.0    | 5.0    | 5.0    | 5.0    | 5.0    | 5.1    | 5.4    | 5.4    | 5.3    | 5.2    |
| Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw        | % r/r   | 12.6   | 12.1   | 12.2   | 11.9   | 10.4   | 11.9   | 10.3   | 12.8   | 11.8   | 9.6    | 12.8   | 12.9   | 11.9   | 11.6   |
| Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw        | % r/r   | 0.5    | 0.4    | 0.4    | 0.2    | 0.1    | 0.0    | 0.0    | -0.1   | -0.2   | -0.1   | -0.2   | -0.2   | -0.2   | -0.5   |
| Eksport (w euro)                               | % r/r   | 16.1   | 2.0    | 4.6    | 4.3    | 0.2    | -2.1   | -4.0   | 2.1    | -2.0   | -6.2   | -4.3   | -1.5   | 0.4    | 7.4    |
| Import (w euro)                                | % r/r   | 3.0    | -8.8   | -4.2   | -5.0   | -6.4   | -10.9  | -13.8  | -7.1   | -7.2   | -10.6  | -5.0   | -1.7   | 4.1    | 11.4   |
| Bilans handlowy                                | mln EUR | 958    | 258    | 895    | 1,482  | 79     | 116    | 585    | 1,055  | -13    | -799   | 1,286  | 475    | -161   | -753   |
| Rachunek bieżący                               | mln EUR | 1,607  | -2,248 | -257   | 4,087  | 55     | 587    | 1,184  | 2,151  | 1,352  | 199    | 1,179  | 574    | 461    | -3,346 |
| Rachunek bieżący                               | % PKB   | -0.8   | -0.8   | -0.7   | -0.1   | 0.1    | 0.4    | 0.9    | 1.1    | 1.3    | 1.6    | 1.5    | 1.4    | 1.2    | 1.1    |
| Inflacja (CPI)                                 | % r/r   | 16.1   | 14.7   | 13.0   | 11.5   | 10.8   | 10.1   | 8.2    | 6.6    | 6.6    | 6.2    | 3.7    | 2.8    | 1.9    | 2.5    |
| Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii | % r/r   | 12.3   | 12.2   | 11.5   | 11.1   | 10.6   | 10.0   | 8.4    | 8.0    | 7.3    | 6.9    | 6.2    | 5.4    | 4.6    | 4.3    |
| Ceny produkcji (PPI)                           | % r/r   | 10.3   | 6.2    | 2.8    | 0.3    | -2.1   | -2.9   | -2.7   | -4.2   | -5.1   | -6.9   | -10.6  | -10.1  | -9.5   | -8.2   |
| Podaż pieniądza (M3)                           | % r/r   | 6.5    | 6.7    | 7.1    | 7.9    | 8.0    | 7.3    | 8.3    | 8.2    | 7.6    | 8.5    | 7.7    | 7.4    | 7.7    | 7.9    |
| Zobowiązania                                   | % r/r   | 8.9    | 9.4    | 9.2    | 9.8    | 9.9    | 9.1    | 9.8    | 9.8    | 8.9    | 9.8    | 8.7    | 8.1    | 9.9    | 9.6    |
| Należności                                     | % r/r   | 0.4    | -1.0   | -0.8   | -1.1   | -1.8   | -3.1   | -1.7   | -2.1   | -1.6   | 0.0    | 0.1    | -0.2   | 0.4    | 1.0    |
| EUR/PLN  | PLN     | 4.69   | 4.64   | 4.54   | 4.46   | 4.44   | 4.46   | 4.60   | 4.51   | 4.40   | 4.33   | 4.36   | 4.33   | 4.31   | 4.30   |
| USD/PLN  | PLN     | 4.38   | 4.23   | 4.18   | 4.12   | 4.02   | 4.09   | 4.30   | 4.27   | 4.07   | 3.97   | 4.00   | 4.01   | 3.96   | 3.96   |
| CHF/PLN  | PLN     | 4.74   | 4.71   | 4.65   | 4.57   | 4.60   | 4.65   | 4.79   | 4.72   | 4.57   | 4.59   | 4.66   | 4.57   | 4.46   | 4.39   |
| Stopa referencyjna *                           | %       | 6.75   | 6.75   | 6.75   | 6.75   | 6.75   | 6.75   | 6.00   | 5.75   | 5.75   | 5.75   | 5.75   | 5.75   | 5.75   | 5.75   |
| WIBOR 3M                                       | %       | 6.92   | 6.90   | 6.90   | 6.90   | 6.81   | 6.69   | 5.99   | 5.68   | 5.76   | 5.86   | 5.87   | 5.86   | 5.86   | 5.86   |
| Rentowność obligacji 2L                        | %       | 6.12   | 6.13   | 5.93   | 5.93   | 5.51   | 5.40   | 5.03   | 5.23   | 5.32   | 5.10   | 5.00   | 5.00   | 5.14   | 5.14   |
| Rentowność obligacji 5L                        | %       | 6.11   | 6.07   | 5.90   | 5.79   | 5.41   | 5.39   | 5.23   | 5.44   | 5.33   | 5.00   | 5.07   | 5.20   | 5.29   | 5.32   |
| Rentowność obligacji 10L                       | %       | 6.17   | 6.09   | 5.94   | 5.94   | 5.57   | 5.61   | 5.70   | 5.86   | 5.57   | 5.24   | 5.28   | 5.37   | 5.42   | 5.45   |

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; \* wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

|  |          | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24  | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24    |
|--|----------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|
| PKB  | mld PLN  | 2,631.3 | 3,067.5 | 3,396.3 | 3,660.4 | 799.9 | 816.7 | 845.4 | 934.2 | 832.6 | 863.3  | 931.0  | 1,002.2 |
| PKB  | % r/r    | 6.9     | 5.3     | 0.2     | 3.0     | -0.3  | -0.6  | 0.5   | 1.0   | 2.1   | 3.1    | 3.3    | 3.6     |
| Popyt krajowy                                  | % r/r    | 8.5     | 5.2     | -3.7    | 4.2     | -4.8  | -2.9  | -5.2  | -2.3  | 1.5   | 2.6    | 5.6    | 6.5     |
| Spożycie indywidualne                          | % r/r    | 6.2     | 5.2     | -1.0    | 3.6     | -2.0  | -2.8  | 0.8   | -0.1  | 2.8   | 3.3    | 3.2    | 5.1     |
| Nakłady brutto na środki trwałe                | % r/r    | 1.2     | 4.9     | 8.4     | 4.2     | 6.8   | 10.5  | 7.2   | 8.7   | 6.0   | 3.5    | 4.0    | 4.0     |
| Produkcja przemysłowa                          | % r/r    | 14.5    | 10.4    | -2.1    | 3.6     | -0.9  | -3.3  | -2.5  | -0.7  | 1.6   | 4.6    | 4.3    | 3.8     |
| Produkcja budowlano-montażowa                  | % r/r    | 1.6     | 7.6     | 4.8     | 2.8     | 1.9   | 0.6   | 5.4   | 9.5   | -6.0  | -1.2   | 5.6    | 8.4     |
| Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)               | % r/r    | 7.4     | 5.5     | -3.6    | 5.6     | -5.3  | -6.8  | -2.6  | 0.1   | 6.1   | 5.2    | 4.5    | 6.0     |
| Stopa bezrobocia *                             | %        | 5.8     | 5.2     | 5.1     | 4.9     | 5.4   | 5.0   | 5.0   | 5.1   | 5.3   | 4.9    | 4.9    | 4.9     |
| Płace brutto w gospodarce narodowej            | % r/r    | 8.9     | 12.1    | 12.8    | 12.3    | 14.3  | 13.8  | 11.0  | 12.0  | 12.6  | 12.2   | 12.1   | 12.3    |
| Zatrudnienie w gospodarce narodowej            | % r/r    | 0.6     | 2.0     | 0.5     | -0.2    | 1.0   | 0.8   | 0.4   | -0.2  | -0.2  | -0.5   | -0.2   | 0.0     |
| Eksport (w euro)                               | % r/r    | 19.5    | 22.2    | 3.8     | 3.8     | 16.6  | 3.3   | -2.1  | -1.8  | -1.7  | 4.0    | 5.8    | 7.4     |
| Import (w euro)                                | % r/r    | 27.0    | 27.7    | -5.3    | 7.1     | 3.7   | -6.8  | -11.4 | -8.2  | -0.7  | 8.5    | 9.9    | 11.1    |
| Bilans handlowy                                | mldn EUR | -7,682  | -24,274 | 6,199   | -4,498  | 3,060 | 3,057 | 1,455 | 283   | 1,600 | -937   | -2,366 | -2,796  |
| Rachunek bieżący                               | mldn EUR | -7,398  | -15,716 | 11,771  | 1,381   | 5,089 | 1,600 | 1,902 | 3,741 | 2,215 | -1,877 | -766   | 1,810   |
| Rachunek bieżący                               | % PKB    | -1.3    | -2.4    | 1.6     | 0.2     | -0.7  | 0.0   | 1.0   | 1.6   | 1.2   | 0.8    | 0.4    | 0.2     |
| Wynik general government                       | % PKB    | -1.8    | -3.8    | -5.1    | -5.5    | -     | -     | -     | -     | -     | -      | -      | -       |
| Inflacja (CPI)                                 | % r/r    | 5.1     | 14.4    | 11.4    | 3.7     | 17.0  | 13.1  | 9.7   | 6.4   | 2.8   | 2.8    | 4.3    | 5.0     |
| Inflacja (CPI) *                               | % r/r    | 8.6     | 16.6    | 6.2     | 5.2     | 16.1  | 11.5  | 8.2   | 6.2   | 1.9   | 3.0    | 4.9    | 5.2     |
| Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii | % r/r    | 4.1     | 9.1     | 10.2    | 4.7     | 12.0  | 11.6  | 9.7   | 7.4   | 5.4   | 4.2    | 4.5    | 4.9     |
| Ceny produkcji (PPI)                           | % r/r    | 7.9     | 22.4    | 2.8     | -5.8    | 16.2  | 3.1   | -2.6  | -5.2  | -10.1 | -7.1   | -4.7   | -1.4    |
| Podaż pieniądza (M3) *                         | % r/r    | 8.9     | 5.4     | 8.5     | 7.9     | 6.5   | 7.9   | 8.3   | 8.5   | 7.7   | 8.3    | 6.1    | 7.9     |
| Zobowiązania *                                 | % r/r    | 8.8     | 5.8     | 9.8     | 8.1     | 8.9   | 9.8   | 9.8   | 9.8   | 9.9   | 9.7    | 7.3    | 8.1     |
| Należności *                                   | % r/r    | 5.1     | 1.4     | 0.0     | 4.9     | 0.4   | -1.1  | -1.7  | 0.0   | 0.4   | 1.0    | 2.3    | 4.9     |
| EUR/PLN  | PLN      | 4.57    | 4.69    | 4.54    | 4.28    | 4.71  | 4.55  | 4.50  | 4.42  | 4.33  | 4.26   | 4.23   | 4.30    |
| USD/PLN  | PLN      | 3.86    | 4.46    | 4.20    | 3.84    | 4.39  | 4.18  | 4.13  | 4.10  | 3.99  | 3.87   | 3.74   | 3.75    |
| CHF/PLN  | PLN      | 4.22    | 4.67    | 4.68    | 4.27    | 4.75  | 4.65  | 4.68  | 4.63  | 4.57  | 4.27   | 4.12   | 4.13    |
| Stopa referencyjna *                           | %        | 1.75    | 6.75    | 5.75    | 5.75    | 6.75  | 6.75  | 6.00  | 5.75  | 5.75  | 5.75   | 5.75   | 5.75    |
| WIBOR 3M                                       | %        | 0.54    | 6.02    | 6.52    | 5.85    | 6.93  | 6.90  | 6.50  | 5.77  | 5.86  | 5.85   | 5.85   | 5.85    |
| Rentowność obligacji 2L                        | %        | 0.79    | 6.35    | 5.67    | 4.92    | 6.16  | 6.00  | 5.31  | 5.22  | 5.05  | 5.06   | 4.85   | 4.73    |
| Rentowność obligacji 5L                        | %        | 1.39    | 6.36    | 5.66    | 5.15    | 6.11  | 5.92  | 5.34  | 5.26  | 5.19  | 5.27   | 5.13   | 5.01    |
| Rentowność obligacji 10L                       | %        | 1.97    | 6.10    | 5.83    | 5.24    | 6.16  | 5.99  | 5.63  | 5.56  | 5.36  | 5.38   | 5.14   | 5.08    |

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander; \* wartość na koniec okresu

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 09.04.2024 r. zostało przygotowane przez:

## DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

Email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

|                            |              |             |
|----------------------------|--------------|-------------|
| <b>Piotr Bielski</b>       | – Dyrektor   | 691 393 119 |
| <b>Bartosz Biatas</b>      | – Ekonomista | 517 881 807 |
| <b>Cezary Chrapek, CFA</b> | – Ekonomista | 887 842 480 |
| <b>Marcin Luziński</b>     | – Ekonomista | 510 027 662 |
| <b>Grzegorz Ogonek</b>     | – Ekonomista | 609 224 857 |



Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji dostępnych na życzenie prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A. Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)