

Bezpieczeństwo, głupcze!

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Trzy tematy kluczowe dla scenariusza makro	s. 7
■ Wydatki zbrojeniowo-inwestycyjne	s. 9
■ PKB	s. 14
■ Inwestycje	s. 15
■ Konsumpcja	s. 17
■ Handel zagraniczny	s. 20
■ Skutki umocnienia złotego	s. 22
■ Rynek pracy	s. 24
■ Inflacja	s. 28
■ Polityka pieniężna	s. 32
■ Polityka fiskalna	s. 33
■ Rynek długu	s. 36
■ Rynek walutowy	s. 38
■ Tabela z prognozami	s. 41



Podsumowanie (makro)

Wydarzenia w światowej gospodarce i geopolityce zdecydowanie przyspieszyły. Od momentu rozstrzygnięcia amerykańskich wyborów prezydenckich w listopadzie ub.r. zwracaliśmy uwagę, że skutki tej zmiany dla światowej gospodarki są trudne do przewidzenia i dalekie od oczywistych. Działania nowej administracji w USA z ostatnich tygodni uruchomiły sekwencję zdarzeń, która powoduje właśnie zasadniczą rewizję scenariuszy ekonomicznych wycenianych przez rynki finansowe. Równolegle rozgrywają się trzy tematy o kluczowym znaczeniu dla perspektyw gospodarczych i rynkowych: 1) skręt w stronę większego protekcjonizmu w handlu międzynarodowym, 2) rozluźnienie reguł fiskalnych w Europie, 3) starania o zawieszenie/zakończenie działań wojennych w Ukrainie. Każdy z nich niesie ze sobą inne możliwe konsekwencje dla przyszłej koniunktury, procesów inflacyjnych i perspektyw polityki pieniężnej – główne efekty staramy się zmapować w tabeli w na [str. 7](#). Nadal nie jest do końca pewne jak (i kiedy) te tematy ostatecznie się rozstrzygną, więc na gruntowną rewizję prognoz makroekonomicznych naszym zdaniem jeszcze za wcześnie. Jak na razie największe przekonanie możemy mieć co do tego, że w Europie nastąpiło istotne przewartościowanie priorytetów i na pierwszy plan wychodzi troska o zapewnienie bezpieczeństwa w wymiarze militarnym i geopolitycznym, być może kosztem większego ryzyka w zakresie polityk finansowych.

Na razie **podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB na ten rok na poziomie zbliżonym do 3,5%** (możliwe pierwsze pozytywne efekty zapowiadającej się stymulacji w Europie równoważą się w naszej ocenie ze skutkami mocnego złotego i być może wyższych ceł) i z rosnącym optymizmem patrzymy na lata kolejne, kiedy mogą się skumulować impulsy popytowe związane z wykorzystaniem KPO, rozbudową zdolności obronnych przez UE i być może odbudową Ukrainy. Niezmiennie obstawiamy, że **kołem zamachowym dla wzrostu gospodarczego w najbliższych 2-3 latach będą inwestycje**, przy stabilnym, umiarkowanym wzroście konsumpcji oraz stopniowej poprawie perspektyw eksportu.

Rynek pracy nadal jest w dobrej kondycji, bezrobocie rekordowo niskie, a wzrost wynagrodzeń realnych wciąż wysoki, chociaż spowalnia i **w kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego umiarkowanego wyhamowania płac, co stworzy bardziej przyjazne środowisko dla dezinflacji niż w latach ubiegłych**. Niemniej, planowana rozbudowa infrastruktury i zdolności obronnych oraz oczekiwane ożywienie gospodarcze generują **ryzyko zwiększenia napięć na rynku pracy w średnim horyzoncie**.

Perspektywy inflacji na najbliższe miesiące widzimy bardziej optymistycznie niż jeszcze parę tygodni temu: za sprawą niższego punktu startowego, wpływu umocnienia złotego i spadku cen ropy, dynamika CPI w marcu może pozostać tuż poniżej 5% r/r, od kwietnia zacznie się obniżać, a od lipca może się zbliżyć do 3,5% r/r, tj. górnej granicy przedziału tolerancji wokół celu inflacyjnego. Nadal oceniamy, że ryzyko znacznego wzrostu cen energii pod koniec br., po wygaśnięciu obecnego mechanizmu zamrożenia cen, jest niewielkie – do tego czasu najprawdopodobniej albo firmy energetyczne przedstawią obniżone taryfy dla gospodarstw domowych, albo rząd zdecyduje o wydłużeniu zamrożenia cen.

Taki scenariusz utwierdza nas w przekonaniu, że **Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na wznowienie obniżek stóp procentowych od lipca br.** Jednocześnie, wspomniane wyżej „trzy duże tematy” z punktu widzenia perspektyw inflacyjnych generują asymetryczne ryzyka w górę, które w naszej ocenie mogą zawęzić pole do łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro, ale również w Polsce, w średnim terminie. W efekcie, **korygujemy w górę prognozę stopy referencyjnej NBP na koniec br. do 5,0%**, a w kolejnym roku widzimy przestrzeń na co najwyżej kolejne 100 pb obniżek.

Rozluźnienie reguł fiskalnych w Europie nie powinno automatycznie wiązać się ze wzrostem deficytu, czy wydatków na zbrojenia w Polsce – u nas te wzrosty dokonały się już wcześniej. Otwartym pozostaje pytanie, czy środki na zbrojenia uwolnione z unijnych limitów polski rząd wykorzysta do zmniejszenia potrzeb pożyczkowych i szybszego wyjścia z procedury EDP, czy raczej należy się liczyć z wolniejszą ścieżką konsolidacji fiskalnej w kolejnych latach. Biorąc pod uwagę wyzwania rozwojowe i polityczne (w tym kolejny cykl wyborczy) stawiamy raczej na ten drugi scenariusz.



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Złoty zaskoczył nas skalą umocnienia na początku roku. Zakładamy, że kiedy (jeśli) rozmowy o zawieszeniu broni w Ukrainie zakończą się porozumieniem, które rynek uzna za wiarygodne, złoty może jeszcze zyskać na wartości. W drugiej części roku spodziewamy się jednak stopniowej korekty, gdyż uwaga inwestorów prawdopodobnie przeniesie się na inne kwestie, w tym możliwy wpływ wojen handlowych na europejską gospodarkę, stopniowe pogarszanie się bilansu handlowego i rozpoczęcie cyklu luzowania polityki pieniężnej NBP (według naszych prognoz pierwsza obniżka w lipcu). Kolejnym fundamentalnym czynnikiem, który - przynajmniej w teorii - powinien działać w kierunku wzrostu EUR/PLN jest przyspieszająca ekspansja podaży pieniądza i bilansu banku centralnego w Polsce w relacji do strefy euro.

Rynek stopy procentowej

Ogłoszenie planów ekspansji fiskalnej w Europie na początku marca przesunęło w górę krzywe rentowności w strefie euro, ale też w Polsce, chociaż w mniejszym stopniu, jako że krajowy deficyt fiskalny i wydatki na obronność wzrosły już wcześniej, co w dużej części było wycenione przez rynek. W międzyczasie zaskoczenie niższą od prognoz inflacją w styczniu-lutym ożywiło rynkowe oczekiwania obniżek stóp przez RPP. Zakładamy, że dalszy spadek inflacji i wznowienie obniżek stóp NBP od lipca przesunie w dół krajowe krzywe swap i obligacji w II półroczu, a wycena malejącej przestrzeni do obniżek w średnim terminie pod wpływem zapowiadającego się ożywienia w Europie może sprzyjać dalszemu stromieniu krzywych. Dodatkowo, w sytuacji osiągnięcia porozumienia o zawieszeniu broni w Ukrainie, które rynek uzna za wiarygodne, możliwe byłoby dalsze zawężenie spreadu rentowności polskich do niemieckich i spreadów ASW. Z drugiej strony, przestrzeń do umocnienia obligacji wciąż ogranicza duża podaż długu. Po lutym stopień finansowania potrzeb pożyczkowych brutto (ok. 50%) był poniżej średniej z ostatnich lat, plus przed nami rekordowe wykupy (ponad 110 mld zł do końca br.).



Prognozy 2025 – co się zmieniło?

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2024	Nasze prognozy w marcu 2025
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.	Prognoza aktualna. Większe wydatki na obronność i infrastrukturę w Europie wg nas przełożą się zauważalnie na szybszy wzrost gospodarczy raczej dopiero w przyszłym roku. Pierwsze efekty mogą się pojawiać już pod koniec br., ale będą neutralizowane przez wpływ mocnego złotego i możliwych barier handlowych.
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.	Prognoza aktualna.
Rynek pracy	Ożywienie inwestycyjne powinno lekko wesprzeć popyt na pracowników, bezrobocie nadal blisko minimów. Wzrost płac spowolni, ale pozostanie realnie dodatni.	Prognoza aktualna.
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.	Niższy punkt startowy inflacji (efekt zmiany wag) + mocny PLN i tańsze surowce energetyczne = niższa ścieżka inflacyjna w br. W marcu CPI może pozostać na 4,9% r/r, od lipca może zejść do ok. 3,5% r/r. Inflacja bazowa powinna się stabilizować w przedziale 3,6%-4,0% r/r.
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.	Podtrzymujemy opinię, że kolejna obniżka stóp NBP jest prawdopodobna w lipcu, ale zmniejszamy oczekiwaną skalę redukcji do końca roku w związku z nowymi ryzykami dla inflacji w średnim okresie ze strony planowanej ekspansji fiskalnej w Europie (a w krótszym horyzoncie możliwej eskalacji wojen celnych z USA).
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.	Prognoza na ten rok aktualna. Konsolidacja finansów publicznych w kolejnych latach może być spowolniona pod wpływem/pretekstem rozluźnienia kryteriów fiskalnych w EU.
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.	Przewidywany kierunek zmian aktualny (w kolejnych miesiącach oczekujemy spadku rentowności), ale z wyższych poziomów, ze względu na wyższe niż zakładaliśmy poziomy krzywych na początku roku.
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.	Złoty zaskoczył nas skalą umocnienia na początku roku. Gdyby doszło do porozumienia nt. zawieszenia broni w Ukrainie, w II kw. możliwe jeszcze lekkie umocnienie, ale w II półroczu widzimy pole do odreagowania w stronę 4,30, m.in. pod wpływem spadku realnych stóp, pogorszenia salda handlowego.

Wzrost gospodarczy

1



Trzy tematy kluczowe dla scenariusza makro

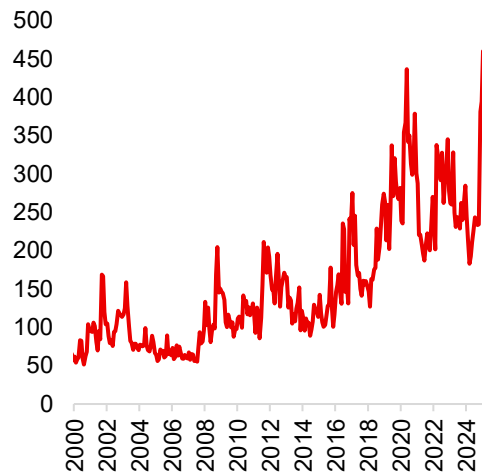
	Wpływ na wzrost gospodarczy	Wpływ na inflację	Implikacje rynkowe i dla polityki pieniężnej
<p>Wzrost protekcjonizmu handlowego i nieprzewidywalność polityki gosp.</p> <p>Zmienność decyzji administracji USA powoduje, że nie możemy być pewni co do skali i zakresu ceł, które ostatecznie będą obowiązywać, ale kierunek, w którym zmierzamy, wydaje się jasny: średnio będą one wyższe niż przed zmianą prezydentury w USA i zapewne dotkną w jakimś stopniu również kraje UE. Niepewność dotyczy też tego, w jakim stopniu kraje dotknięte będą się decydować na działania odwetowe.</p>	<p>Wzrost stawek celnych to szok podażowy negatywny dla wzrostu gospodarczego, a jego skala będzie uzależniona od ostatecznej wysokości i trwałości podwyżek taryf. Nie tylko wysokość ceł, ale też ogromna niepewność co do docelowej polityki może działać hamująco na decyzje inwestycyjne firm. Większość szacunków wskazuje, że negatywne skutki mogą być większe dla gospodarki USA niż dla Europy, Polska powinna być wśród mniej dotkniętych krajów (efekt głównie pośredni ze wzgl. na małą wagę USA w eksporcie i ujemny bilans handlu). Pierwsze negatywne efekty możliwe już w połowie br. Z drugiej strony, tuż przed wprowadzeniem barier, możliwe „wyprzedzające” zwiększone zakupy zaopatrzeniowe.</p>	<p>Wzrost ceł podniesie ceny towarów w krajach, które je wprowadzają, w związku z czym jeśli Europa zdecyduje się na działania odwetowe, wskaźniki inflacji wzrosną (przynajmniej przejściowo). Wzrost poziomu cen nie musi być tożsamy z trwale wyższą inflacją, szczególnie jeśli wygenerowany szok wpłynie na spadek popytu i aktywności ekonomicznej. Niemniej, dla banków centralnych istotne będzie zachowanie oczekiwań inflacyjnych (w USA już pojawiają się sygnały ich wzrostu pod wpływem zapowiedzi wyższych taryf) w połączeniu z zachodzącymi równoległe zmianami na rynku pracy.</p>	<p>Wzrost wskaźników inflacji (nawet jeśli przejściowy) może w krótkim okresie utrudnić bankom centralnym odważne łagodzenie polityki pieniężnej, szczególnie gdyby towarzyszył mu wzrost oczekiwań inflacyjnych. Możliwe wypłaszczenie krzywych (oczekiwanie większych obniżek stóp w przyszłości). Podwyżka ceł teoretycznie powinna sprzyjać umocnieniu waluty kraju, który się na to decyduje - osłabienie walut krajów dotkniętych cłami jest m.in. naturalnym mechanizmem obronnym, kompensującym utratę konkurencyjności ich towarów. W obecnej sytuacji ten efekt wydaje się być przeważany przez inne czynniki.</p>
<p>Rozluźnienie reguł fiskalnych w Europie</p> <p>Odpowiedzią Europy na utratę poczucia bezpieczeństwa ma być zawieszenie reguł fiskalnych (podobnie jak w reakcji na Covid-19) i zwiększenie wydatków na obronność. Równocześnie następuje zwrot w niemieckiej polityce budżetowej i mocny wzrost wydatków na infrastrukturę.</p>	<p>Pozytywny impuls popytowy, wspierający wzrost gospodarczy w Europie. Większe mnożniki dla inwestycji w infrastrukturę niż zakupów uzbrojenia, które, szczególnie początkowo, mogą głównie pobudzić import. Pierwsze pozytywne efekty możliwe w II połowie br., większy efekt w kolejnych latach. W Polsce nie zakładamy dalszego wzrostu wydatków na obronność w relacji PKB, ale ich struktura będzie ewoluować w stronę mniejszej roli zakupów sprzętu z importu, co oznacza wzrost mnożników fiskalnych. Możliwe spowolnienie konsolidacji fiskalnej w kolejnych latach.</p>	<p>Możliwy impuls inflacyjny, relatywnie silniejszy w krajach o wyższym stopniu wykorzystania mocy wytwórczych i niższym bezrobociu. Równoległe z większym popytem na pracowników wynikającym z ożywienia gospodarki, ewentualne działania rządów związane z rozbudową liczebności sił zbrojnych mogą potęgować napięcia na rynku pracy.</p>	<p>Zawężenie pola do łagodzenia polityki pieniężnej w Europie z uwagi na większe strukturalne ryzyka inflacyjne i możliwe napięcia na rynku pracy. Strukturalnie wyższe rentowności obligacji i bardziej strome krzywe; zawężenie spreadu ASW (większa konkurencja o popyt inwestorów na obligacje, których podaż w Europie może wzrosnąć o 20-30%). Lepsze perspektywy wzrostu i mniejsze pole do obniżek stóp powinny sprzyjać walutom europejskim, w tym PLN.</p>
<p>Rozejm Rosja-Ukraina</p> <p>Wg nas istotna będzie nie tylko decyzja o zawieszeniu działań zbrojnych w Ukrainie, ale też warunki porozumienia, od których mogą mocno zależeć skutki ekonomiczne i rynkowe.</p>	<p>Im bardziej będziemy mogli ocenić porozumienie jako trwałe i stabilne, tym bardziej pozytywne efekty dla wzrostu w Polsce i Europie: 1) więcej inwestycji i konsumpcji za sprawą mniejszego ryzyka, 2) odbudowa Ukrainy, w której Polska będzie ważnym hubem i podwykonawcą, 3) docelowo możliwe tańsze surowce i energia. Efekty raczej dopiero po 2025 r.</p>	<p>Impuls skutkujący potencjalnie dodatkową konkurencją o zasoby (ludzi, materiały), szczególnie w budownictwie, zwiększający presję płacową, wzrost cen m.in. materiałów i usług budowlanych. Możliwy częściowy powrót migrantów na Ukrainę. Z drugiej strony: umocnienie walut w regionie i tańsze surowce działałyby dezinflacyjne.</p>	<p>Zakładamy, że rynek walutowy i giełdy pozytywnie zareagują na zawieszenie broni niezależnie od jego warunków. Trwałość tej reakcji może jednak zależeć od scenariusza. Im bardziej warunki porozumienia będziemy oceniać jako wiarygodne, tym bardziej trwałe będzie obniżenie premii za ryzyko dla aktywów w CEE i Europie.</p>



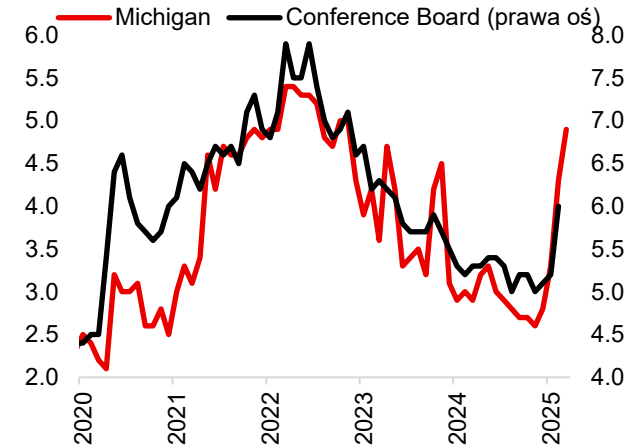
USA vs UE: nieoczekiwana zmiana miejsc?

Do niedawna dość powszechne było przekonanie, że prezydentura D. Trumpa może przynieść pogorszenie perspektyw rozwojowych Europy i poprawić je dla USA, ale wydarzenia ostatnich tygodni skłoniły rynki do rewizji tej hipotezy. Skupienie administracji USA w pierwszej kolejności na działaniach generujących szok podażyowy (cła, kontrola migracji), zapowiedź redukcji deficytu fiskalnego do 3% PKB (z obecnych 7%), skokowy wzrost niepewności dot. polityki gospodarczej, przy odłożeniu działań dot. deregulacji i obniżek podatków na dalszy plan, wywołały obawy o (przynajmniej przejściowe) spowolnienie wzrostu. Jednocześnie, zapowiedzi nagłego zwrotu w polityce fiskalnej i obronnej w Europie wygenerowały nadzieje na ożywienie gospodarcze na Starym Kontynencie. Zmianę oczekiwań wzmocniły publikacje danych, w których od połowy lutego występuje przewaga pozytywnych niespodzianek w statystykach ze strefy euro a negatywnych w przypadku USA.

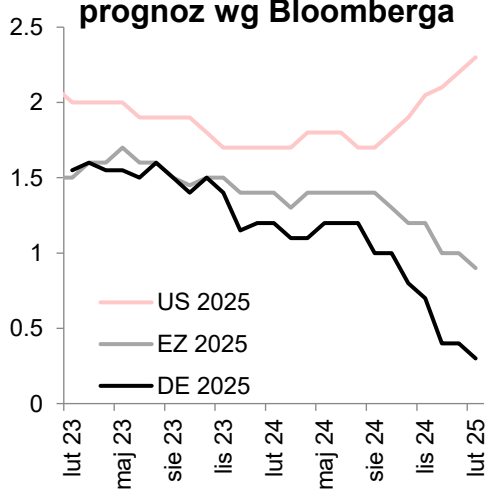
Global policy uncertainty index



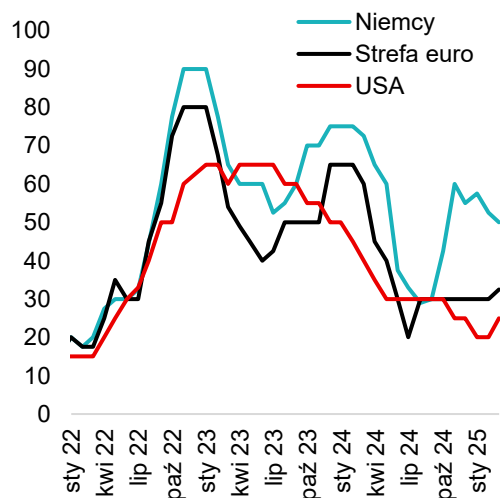
Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w USA



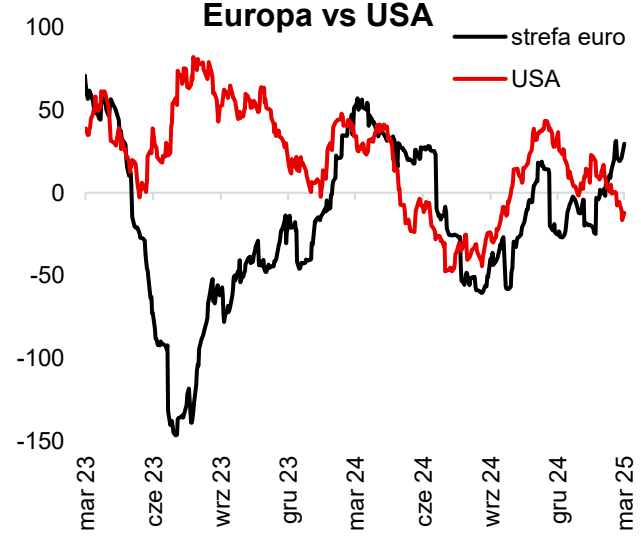
PKB, ewolucja mediany prognoz wg Bloomberga



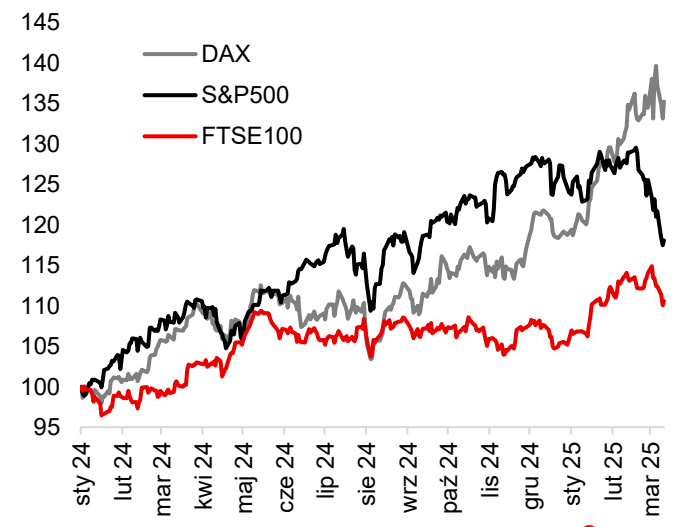
Prawdopodobieństwo recesji w USA i strefie euro (z BBG)



Citi Economic Surprise Index, Europa vs USA



Indeksy giełdowe (1/01/2024 = 100)



Źródło: Bloomberg, Santander



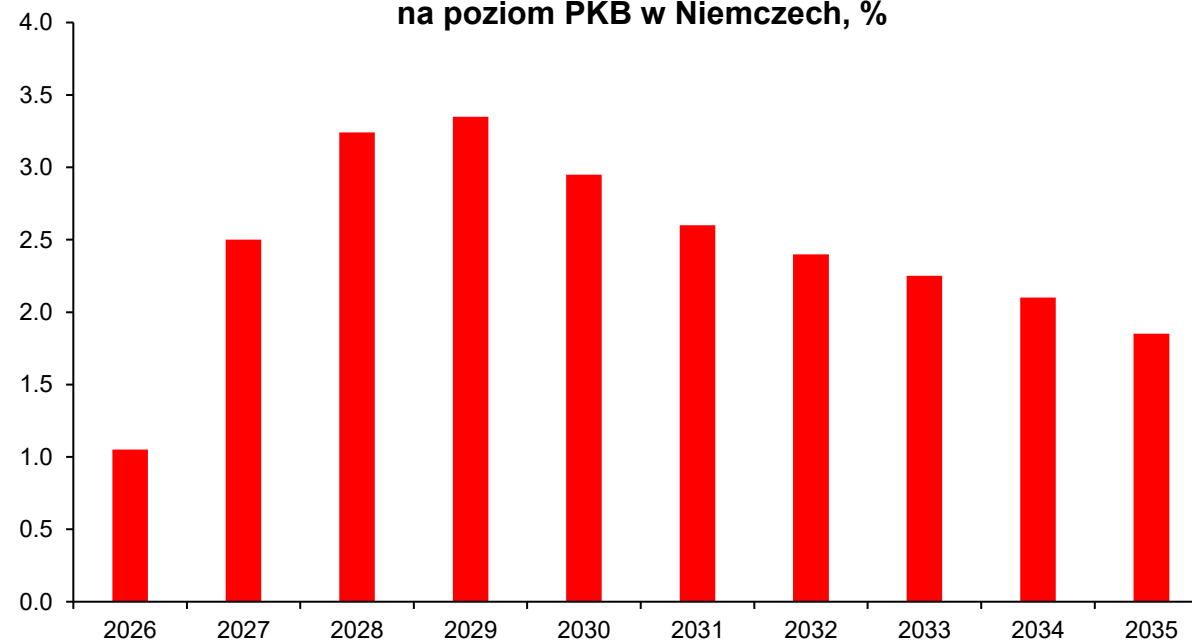
Niemiecki pakiet finansowy: obronność i infrastruktura

Niemieckie partie CDU/CSU oraz SPD zaproponowały pakiet finansowy, którego główne założenia to:

- Wyjęcie wydatków na obronność powyżej 1% PKB spod tzw. mechanizmu hamulca zadłużenia, który ogranicza deficyt strukturalny do 0,35% PKB. Obecnie Niemcy wydają na obronność ok. 2% PKB, co oznacza, że każdy wzrost wydatków w tej kategorii nie będzie ograniczany przez mechanizm hamulca, a jednocześnie uwolnione zostanie miejsce na inne wydatki o wartości ok. 40 mld € rocznie.
- Stworzenie funduszu inwestycyjnego o wartości 500 mld € na 12 lat, w tym 100 mld € do dyspozycji landów i 100 mld € na cele klimatyczne. Spodziewane są inwestycje w infrastrukturę transportową, energetyczną, cyfrową i budownictwo mieszkaniowe, ale dokładny podział nie został jeszcze ustalony.

Według [szacunków](#) Niemieckiego Instytutu Badań Gospodarczych (DIW), **pakiet inwestycyjny doda do wzrostu PKB Niemiec 1 pp w 2026 r., 1,5 pp w 2027 r. i 0,7 pp w 2028 r. W długim okresie podniesie on niemieckie PKB o 2%.**

Szacunek wpływu programu inwestycyjnego na poziom PKB w Niemczech, %



Źródło: DIW, Santander



ReArm Europe ułatwi finansowanie obronności

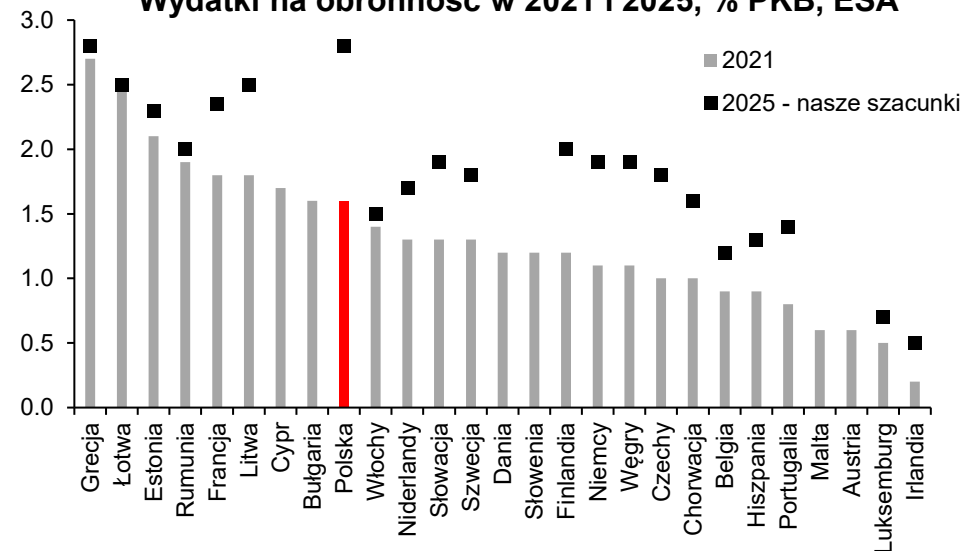
Komisja Europejska zaproponowała nowy instrument [ReArm Europe](#), którego celem ma być zwiększenie wydatków zbrojeniowych w Unii Europejskiej.

ReArm ma się składać z kilku elementów: (1) funduszu pożyczkowego SAFE o wartości 150 mld €, (2) wyjęcia do 1,5% PKB wzrostu wydatków na obronę (w Eurostatowej definicji COFOG) wobec 2021 r. spod procedury nadmiernego deficytu, co według szacunków KE może uwolnić w całej UE 650 mld € na zbrojenia w ciągu czterech lat (3) przekierowania na zbrojenia środków z Funduszu Odporności oraz z Funduszy Spójności.

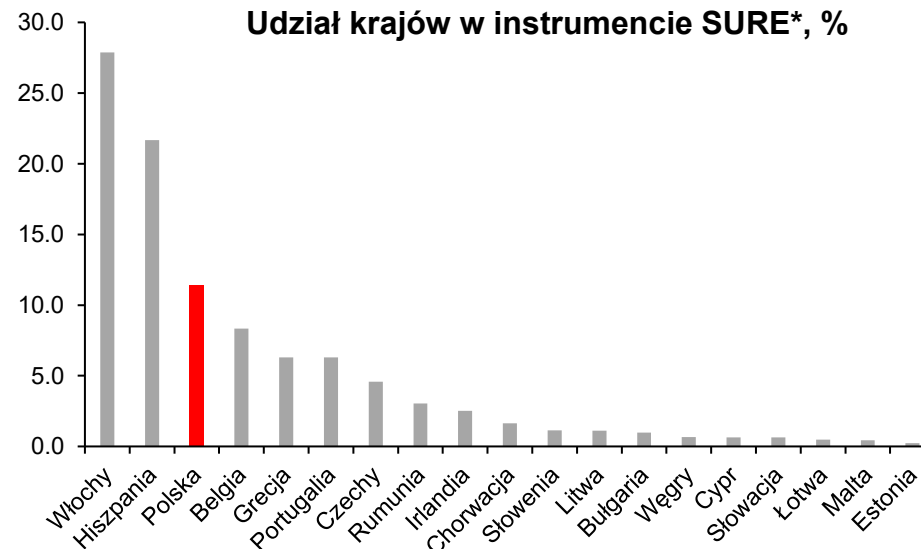
Gdyby środki z ReArm podzielono wg udziału państw w PKB, że Polska mogłaby liczyć na co najmniej 7 mld € z funduszu pożyczkowego. Szacunek ten traktujemy jako absolutne minimum, bo spodziewamy się większej alokacji w krajach na wschodniej granicy EU ze względu na kierunki potencjalnego zagrożenia. Dodatkowo, jeśli założyć, że z instrumentu nie skorzystają kraje, które mogą taniej finansować się na rynku (m.in. Niemcy), podobnie jak było z pandemicznym instrumentem SURE, to udział Polski można szacować na 16 mld €. **Realistyczna zatem wydaje nam się liczba w okolicy 20 mld €.** Ta kwota obejmuje pożyczki do 2027 r. Finansowanie na kolejne lata będzie przedmiotem rozmów przy negocjacji średnioterminowego budżetu UE na lata 2028-34.

Naszym zdaniem nowy instrument nie wpłynie znacząco na wzrost nowych wydatków zbrojeniowych w Polsce, gdyż te już w minionych latach wzrosły znacząco. Środki z funduszu pożyczkowego posłużą zatem zapewne zmniejszeniu rynkowych potrzeb pożyczkowych, a wyjęcie wydatków zbrojeniowych spod EDP (do 2025 wydatki wg ESA wzrosły o ok. 1,5% PKB, czyli w zasadzie prawie wyczerpaliśmy limit ustanowiony w ReArm) umożliwi szybsze wyjście z procedury albo wzrost wydatków w innych kategoriach i w efekcie wolniejszą konsolidację fiskalną w kolejnych latach.

Wydatki na obronność w 2021 i 2025, % PKB, ESA



Udział krajów w instrumencie SURE*, %



* SURE to program UE na 100 mld € uruchomiony w 2020 r. do walki ze skutkami pandemii (ochrona miejsc pracy i dochodów), był finansowany emisją obligacji społecznych przez KE.

Źródło: Eurostat, KE, Santander



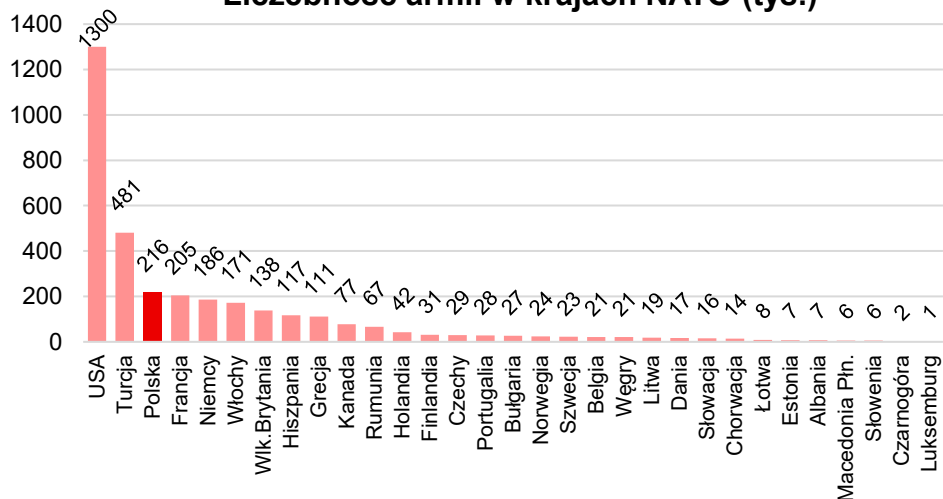
ReArm Poland: jeszcze więcej na obronność?

Polska jest absolutnym liderem w NATO jeśli chodzi o wydatki na obronność: w 2025 r. będzie to niemal 5% PKB w ujęciu kasowym (w ujęciu ESA to niecałe 3% PKB), z czego ponad połowę stanowią wydatki na zakup sprzętu. W porównaniu do 2021 r. wydatki na obronność (kasowe) zwiększyły się o ok. 2,5 pkt. w relacji do PKB i o ponad 200% w cenach bieżących, a wzrost ten wynikał w ponad 70% z zakupów sprzętowych. Liczebność armii niemal się podwoiła: z 116 tys. osób w 2020 r. do 216 tys. w 2024 (w tym ok. 144 tys. żołnierzy zawodowych, 40 tys. żołnierzy Wojsk Ochrony Terytorialnej).

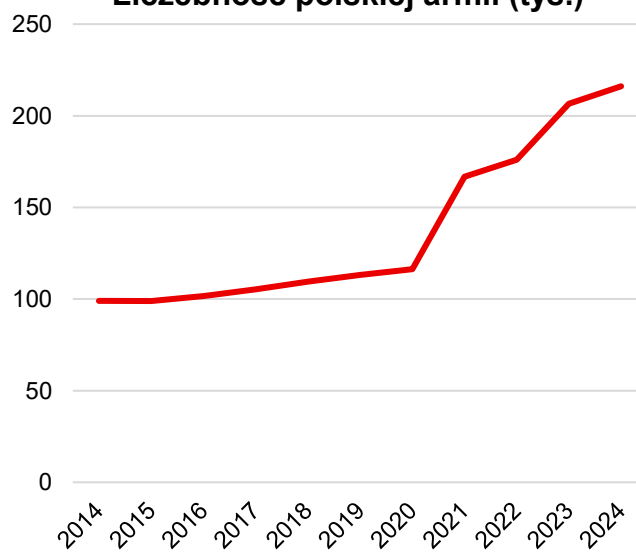
Czy w kolejnych latach będziemy wydawać jeszcze więcej na obronność? Przedstawiciele rządu (premier, minister finansów) sugerują, że scenariuszem bazowym jest raczej utrzymanie relacji wydatków zbrojeniowych do PKB na poziomie zbliżonym do obecnego. Należy jednak oczekiwać, że będzie się zmieniała struktura wydatków w kierunku malejącego udziału wydatków na sprzęt (szczególnie zagraniczny), a wzrostu nakładów na jego utrzymanie, infrastrukturę, koszty osobowe. Planowane przesunięcie części środków z KPO (ok. 30 mld zł) na obronność obejmie głównie inwestycje podwójnego zastosowania (schrony, drogi, mosty) i wsparcie dla polskich firm zbrojeniowych (badania obronne, produkcja sprzętu). Same zakupy sprzętu też będą zapewne w coraz większym stopniu dotyczyć produkcji krajowej, a przynajmniej europejskiej. W sumie, będzie to oznaczało **stopniowy wzrost mnożników fiskalnych wydatków zbrojeniowych**.

Premier Donald Tusk w niedawnym wystąpieniu w Sejmie wspominał o stworzeniu „półmilionowej armii”, co wydaje się planem super-ambitnym, ze względu na perspektywę demograficzną i rekordowo niskie bezrobocie. Elementem tego planu ma być m.in. poszerzenie bazy rezerwistów przez zapewnienie szkoleń wojskowych dla ochotników. Rozbudowa armii może być czynnikiem dodatkowo utrwalającym presję płacową w gospodarce.

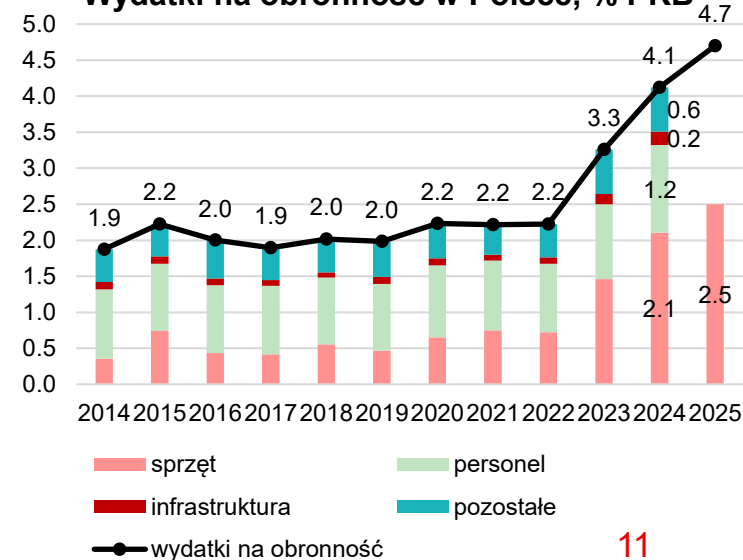
Liczebność armii w krajach NATO (tys.)



Liczebność polskiej armii (tys.)



Wydatki na obronność w Polsce, % PKB



Źródło: NATO, Santander

Źródło: NATO, Santander

Źródło: NATO, MF, Santander



Wpływ wydatków zbrojeniowych na PKB

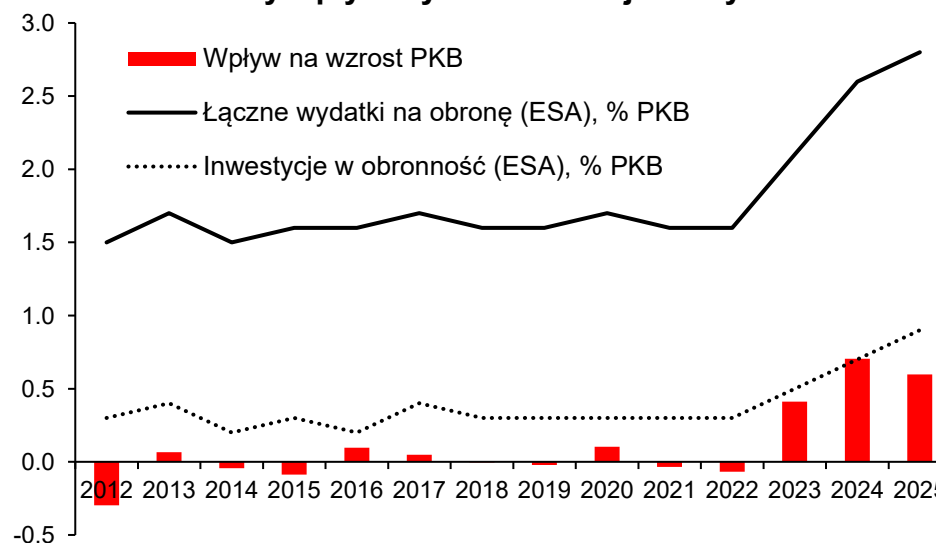
Na poprzedniej stronie zwróciliśmy uwagę na wzrost wydatków w ujęciu kasowym. Takie ujęcie, poza wydatkami bieżącymi, ujmuje też zamówienia na przyszłość, więc naszym zdaniem w przypadku szacowania wpływu na PKB lepiej posługiwać się danymi w ujęciu ESA. Przy takim podejściu zakładane łączne wydatki na obronność mają wynieść 2,8% PKB w 2025 r. (w porównaniu do 1,6% PKB w 2021 r), a wydatki na inwestycje 0,9% PKB w porównaniu do 0,3% PKB w 2021 r. Wzrost faktycznie poniesionych wydatków jest zatem mniejszy niż wynikałoby z danych kasowych.

Badania ekonomiczne wskazują (np. [tutaj](#)), że krótkookresowe mnożniki fiskalne dla wydatków na obronność są niższe niż 1.0 i niższe niż mnożniki dla innych typów wydatków. Oznacza to, że zmiana struktury wydatków fiskalnych w kierunku nakładów na obronność obniża przeciętny poziom efektywności fiskalnej. Przy czym ocenia się, że wyższy mnożnik występuje dla wydatków na personel, a niższy (w niektórych badaniach niemal zerowy) dla wydatków na sprzęt wojskowy.

Wydatki na obronność wywierają wpływ na PKB poprzez trzy kanały. Po pierwsze, zwiększają ogólny poziom bezpieczeństwa, co wpływa np. na decyzje podmiotów gospodarczych odnośnie do lokalizacji ich wydatków, a w szczególności inwestycji. Po drugie, mają dodatni wpływ na zagregowany popyt. Po trzecie, stymulują podaż i inwestycje w sektorach powiązanych ze zbrojeniami, w tym technologicznych i B+R. Z drugiej strony jednak sektory zbrojeniowe rywalizują z sektorami cywilnymi o zasoby, a zwiększenie liczebności armii wysysa pracowników z rynku pracy. Większe wydatki na obronność zmniejszają zatem efektywność alokacji zasobów w gospodarce.

Na podstawie dostępnych badań szacujemy, że **wzrost wydatków na obronność z poziomu średnio 1,5% PKB przed 2022 r. do 2,8% PKB w 2025 r. wygenerował impuls fiskalny o sile ok. 0,5% PKB w latach 2023-2025**. Krótkookresowy mnożnik fiskalny założyliśmy na poziomie 0,75, a zatem raczej optymistycznie.

Szacowany wpływ wydatków zbrojeniowych na PKB





Wolne moce w europejskim przemyśle zbrojeniowym

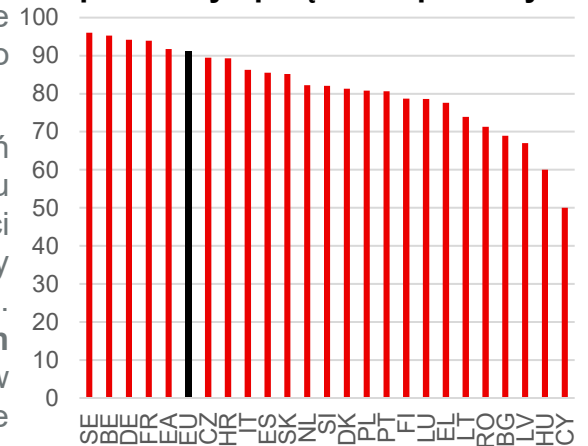
Przewodnicząca KE Ursula von der Leyen ostudziła oczekiwania na szybką realizację programu ReArm Europe własnymi mocami wytwórczymi stwierdzeniem, że **80% sprzętu wojskowego kupowanego przez kraje UE pochodzi z importu i nie ma szans na szybkie podjęcie własnej produkcji**, choć byłoby pożądane, żeby jak najwięcej ze środków przeznaczonych na dozbrojenie Europy wsparło gospodarkę UE. Unijna Wspólna Polityka Bezpieczeństwa i Obrony zakłada jedynie stopniowe przechodzenie na produkcję własną, tak żeby do 2030 r. 50% wydatków krajów UE na sprzęt wojskowy kierowane było do producentów unijnych, a do 2035 r. 60%.

Motywacja do dozbrojenia się UE płynie z potrzeby uniezależnienia się od amerykańskiej ochrony, stąd wycofanie z zamówień w USA może przebiec szybko, czego przykładem jest już deklaracja Portugalii o rezygnacji z szykowanego wcześniej zakupu samolotów F35. Podażowa luka byłaby jednak ogromna. Wg Raportu Draghiego między cze'22 a cze'23 63% wartości zamówień wojskowych krajów UE trafiło do firm z siedzibą w USA. Do tego wg ustaleń agencji Bloomberg Korea Płd., ważny globalny producent uzbrojenia, ma teraz ograniczoną możliwość szybkiego odpowiedzenia na potrzeby całej Europy (m.in. przez realizację dużego wieloelementowego zamówienia dla Polski). **Przemysł europejski może wykazać w tych okolicznościach większą elastyczność**, np. Rheinmetall AG ogłosił, że jest w stanie zaadaptować do produkcji czołgów jedną z cywilnych fabryk Volkswagena; w Polsce MON ma kupić od syndyka hutę Częstochowa. Generalnie jednak przyjmuje się, że mimo wyraźnej woli politycznej i silnej potrzeby wzmocnienia europejskich armii **na pozytywne efekty gospodarcze dozbrojenia Europy przyjdzie poczekać do 2026 r.** z pewną szansą, że wystąpią już pod koniec br.

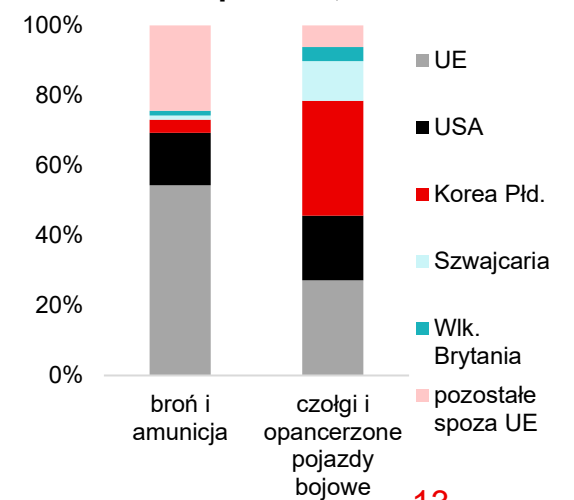
Stopień wykorzystania mocy wytwórczych w krajach UE w działach przemysłu gdzie znajdują się zakłady zbrojeniowe podpowiada, że jest miejsce na zwiększenie produkcji. Wyraźnie widać to w wyrobach gotowych z metali (armaty, broń, amunicja) gdzie w prawie wszystkich krajach stopień wykorzystania mocy to 70-80%. W mniejszym stopniu widać wolne moce w pozostałym sprzęcie transportowym (okręty wojenne, samoloty/śmigłowce/drony, wojskowe pojazdy bojowe) ze średnią unijną wykorzystania mocy na 91%. W tych działach produkcja wojskowa stanowi jednak małą część wolumenu. UE zdaje się mieć też zapas mocy w produkcji metali (ich wykorzystanie to 74%) - jednej z kluczowych branż dla potencjału przemysłu zbrojeniowego.

Znaczenie przemysłu obronnego dla ogólnej wartości produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce jest wg naszej oceny póki co niewielkie. W 2023 r. w Polsce wyprodukowano broń i amunicję wartę 4,2 mld zł, co stanowiło 0,2% produkcji przemysłowej ogółem. Do tego doliczyć trzeba produkcję ciężkiego sprzętu wojskowego, przy czym kategoria go obejmująca ważyła w 2023 r. 0,1% produkcji ogółem. Szacujemy, że statki, samoloty, śmigłowce i drony dołożyły podobną wartość, co podnosi szacunek całej produkcji wojskowej do ok. 0,5% całości produkcji sprzedanej przemysłu.

Stopień wykorzystania mocy wytwórczych (%): pozostały sprzęt transportowy



Import UE, 2023



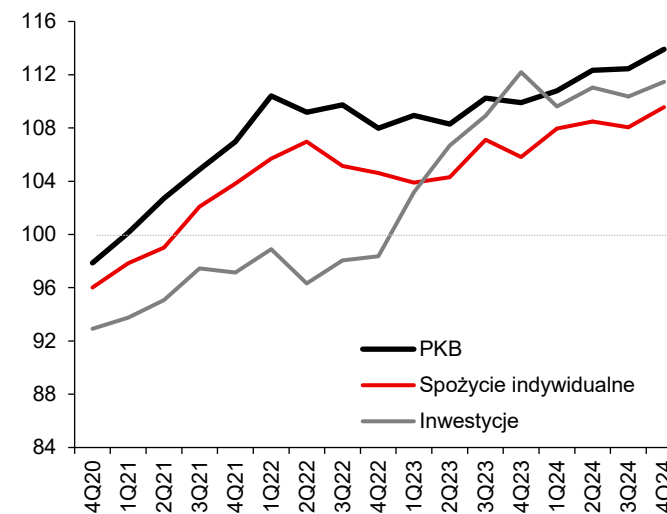
Polska gospodarka wciąż odporna

Utrzymujemy prognozę, że **polska gospodarka będzie w stanie wypracować w 2025 r. wzrost PKB rządu 3,4%**. Polska nie jest wyłączona spod oddziaływania ryzyka geopolitycznego i generalnej niepewności, która się ostatnio nasiliła, ale ostatnie informacje z gospodarki niwelują ich wpływ. Szczegółowe dane o PKB za IV kw. pokazały silniejsze odbicie konsumpcji prywatnej niż zakładał rynek (3,5% r/r zamiast 3,0% r/r), tak samo jak inwestycji (1,3% r/r wobec mediany prognoz -0,3% r/r). W ujęciu odsezonowanym konsumpcja prywatna i inwestycje kontynuowały trend w górę w IV kw.

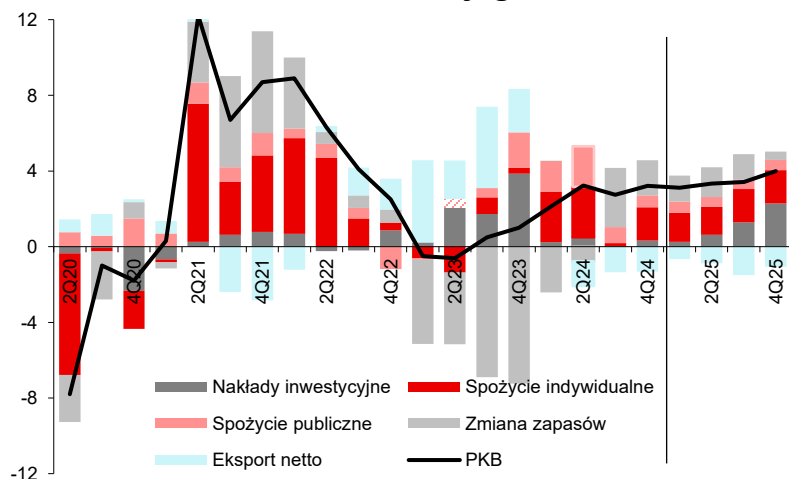
W miesięcznych danych o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej widać wręcz w ostatnich miesiącach nasilenie pozytywnych tendencji. Gorzej wyglądała produkcja przemysłowa, wciąż borykająca się z niskim popytem zagranicznym.

Nawet w przemyśle widoczne są jednak pozytywne akcenty. **Przemysłowy wskaźnik PMI po raz pierwszy od blisko trzech lat przebił się powyżej 50 pkt.** Na 36 śledzonych przez nas gospodarek, od wiosny ub.r. polski PMI odbił z końca tabeli na 13. pozycję a jeśli wziąć poprawkę na naturalny pesymizm (tj. odjąć od niego średnią wieloletnią) to jest już na czele.

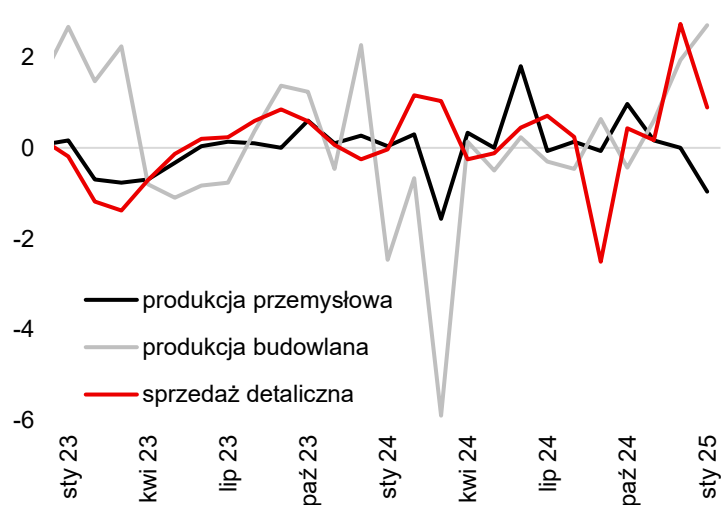
PKB i główne składniki, 4Q19=100, sa



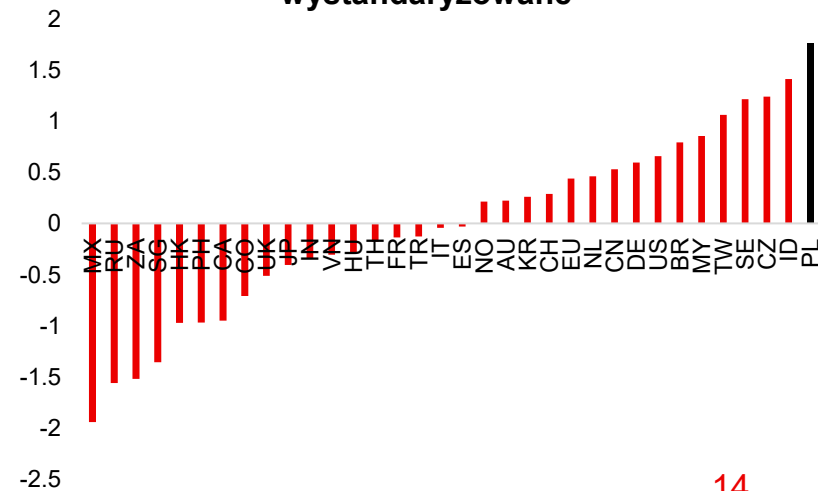
Wzrost PKB, % r/r, i jego struktura



Produkcja i sprzedaż, % m/m, dane odsezonowane, 3M średnia ruchoma



Przemysłowe wskaźniki PMI, wystandaryzowane



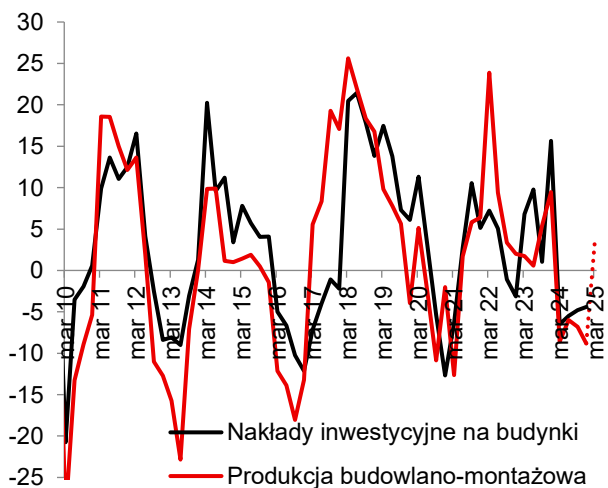


Inwestycje: na ścieżce ożywienia

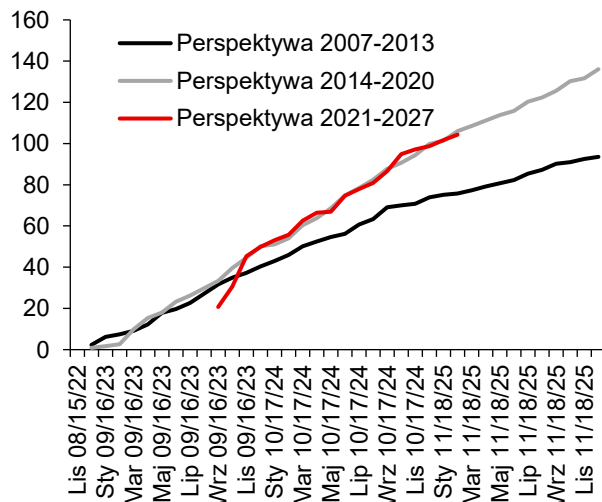
Dane za IV kw. 2024 r. pokazały wzrost inwestycji o 1,3% r/r. Jakkolwiek była to wartość nieco lepsza niż można było zakładać na podstawie danych rocznych, opublikowanych wcześniej, to jednak potwierdzają one, że 2024 r. był pod względem inwestycji bardzo słaby. **Podtrzymujemy jednak nasze oczekiwania, że w 2025 r. dojdzie do wyraźnej poprawy w inwestycjach**, przede wszystkim ze względu na przyspieszenie w wydatkowaniu środków unijnych z funduszy spójności i odporności.

Dane opublikowane w ostatnich miesiącach wspierają naszą wiarę w dobry wynik inwestycji w tym roku. Po pierwsze, dane o wnioskach o płatność z funduszy spójności wyraźnie poprawiły się w trzech ostatnich miesiącach 2024 r. Po drugie, kolejne aktualizacje planów inwestycyjnych samorządów nadal sugerują dwucyfrowy wzrost inwestycji w tym sektorze. Po trzecie, wyraźnie w górę zaskoczyła produkcja budowlana w styczniu. Do tego ostatniego sygnału należy jednak podchodzić z ostrożnością – ze względu na sezonowość produkcja styczniowa w ujęciu nominalnym jest ponad dwukrotnie mniejsza od produkcji grudniowej, więc nietrudno o mocne zaskoczenia w tym miesiącu.

Produkcja budowlana a inwestycje, % r/r

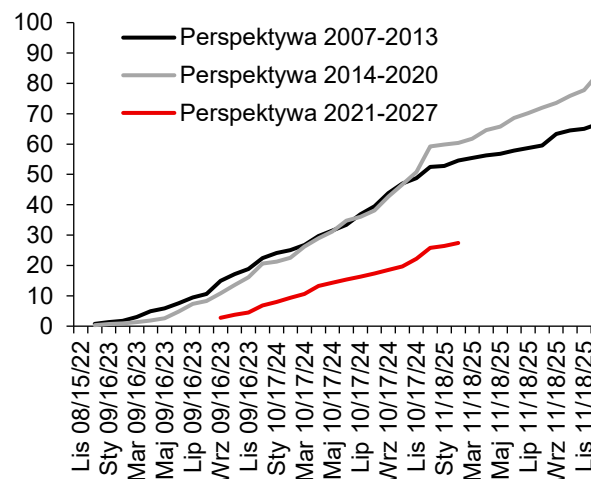


Wnioski o dofinansowanie

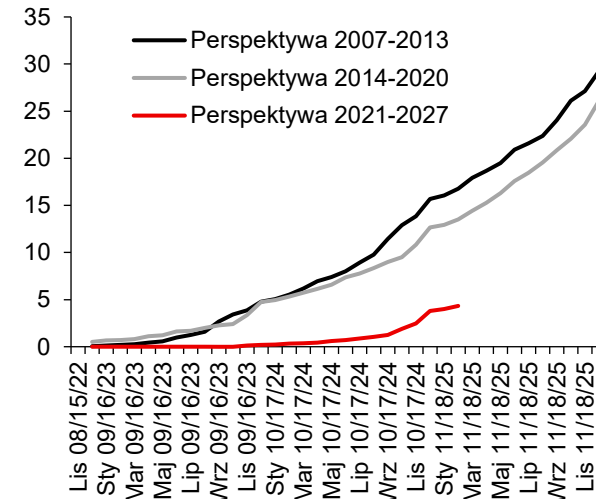


Dane o finansowaniu ze środków spójności, mld €

Umowy o dofinansowanie, % budżetu



Wnioski o płatność



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





Inwestycje: wzrost wydatków ze środków europejskich

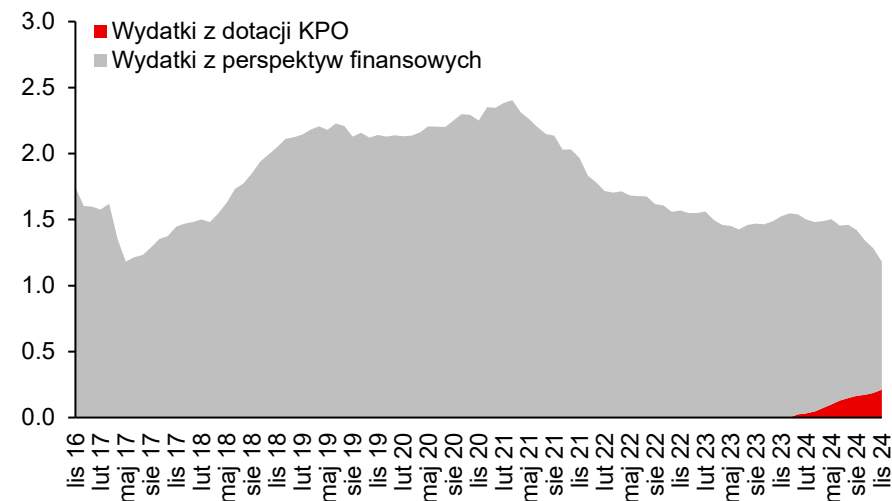
W połowie lutego wypłaty z PFR na inwestycje finansowane dotacjami z KPO przekroczyły 10 mld zł, informowała minister Pełczyńska-Nałęcz. Według planu z ustawy budżetowej wydatki z dotacji KPO mają wynieść w 2025 r. około 52 mld zł (1,3% prognozowanego przez nas PKB). Jednocześnie zwiększeniu powinny ulec wydatki z perspektywy finansowej 2021-2027, według planu z ustawy budżetowej do 33 mld zł. W rezultacie **łącznie wydatki BSE mogą wzrosnąć w 2025 r. o około 50 mld zł r/r** (z wyłączeniem wydatków na wspólną politykę rolną i po uwzględnieniu zakończenia poprzedniej perspektywy finansowej).

Jak zapowiedziała minister, obok 50 mld zł z dotacji rząd planuje zainwestować w br. ponad 30 mld zł z części pożyczkowej KPO. W październiku ub.r. zapowiadane były inwestycje na poziomie 80-100 mld zł. **Faktyczny wzrost wydatków będzie zależał od tempa realizacji kontraktów.** Jak podała minister, na początku marca zakontraktowane było ponad 75 mld zł z KPO (niecałe 30%), w tym 48 mld zł dotacji. Dla porównania, rok po tym, jak perspektywa 2014-2020 osiągnęła podobny poziom zaawansowania, wydatki z niej wzrosły o niecałe 30 mld zł (20 mld zł, jeśli dokonać porównania dla samych dotacji). Z drugiej strony, w swoim szczytowym momencie wydatki z poprzedniej perspektywy rosły o ponad 50 mld zł rocznie. KPO nie jest w pełni porównywalny do konwencjonalnych funduszy unijnych, a krótki czas jego realizacji powinien doprowadzić do szybkiego wzrostu wydatków. Niemniej, obecny poziom zakontraktowania środków sugeruje, że zainwestowanie w br. około 80 mld zł z KPO może stanowić wyzwanie. Jednak jak wspominaliśmy w poprzednim MAKROskopie, nawet realizacja KPO na niższym poziomie uczyni 2025 r. rokiem inwestycji.

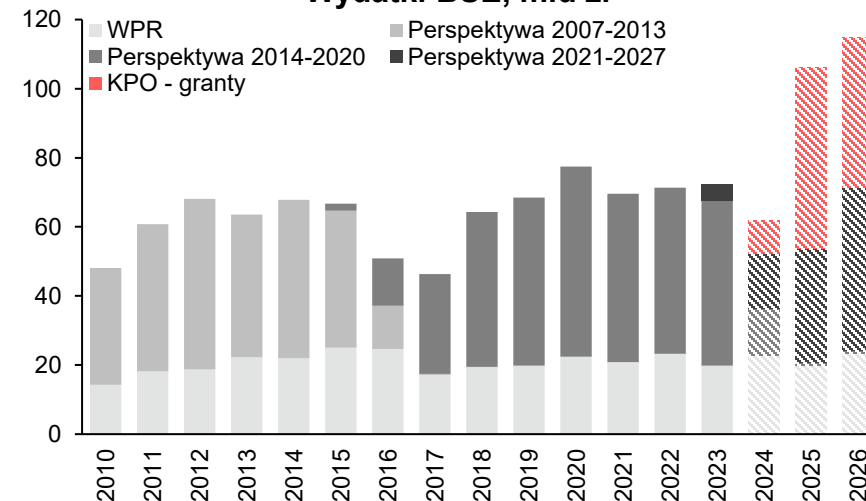
Nie spodziewamy się, aby dodatkowego impulsu inwestycyjnego ponad nasze dotychczasowe założenia miał dostarczyć zapowiedziany przez rząd Fundusz Bezpieczeństwa i Obronności, do którego ma zostać przekierowane 30 mld zł z pożyczkowego Instrumentu Zielonej Transformacji Miast (IZTM) wartego blisko 40 mld zł. Jak powiedziała minister, projekty zgłoszone dotychczas do realizacji w ramach IZTM opiewają na 4-5 mld zł. Ograniczone zainteresowanie IZTM sugeruje, że przekierowanie środków nie zwiększy wykorzystania puli pożyczkowej KPO. Zmniejszy jedynie ryzyko niepełnej realizacji planu. Przeniesione środki będą miały być przeznaczone na infrastrukturę podwójnego zastosowania (np. schrony, drogi), wsparcie spółek zajmujących się produkcją uzbrojenia, a także badania w obszarze technologii wojskowych.

Decyzja Komisji Europejskiej ws. przesunięcia środków z IZTM do Funduszu Bezpieczeństwa i Obronności ma zapaść do połowy kwietnia.

Wydatki BSE, 12-miesięczna suma krocząca, % PKB



Wydatki BSE, mld zł



Źródło: dane Ministerstwa Finansów i GUS, szacunki Santander



Konsumpcja: spokojnie w górę

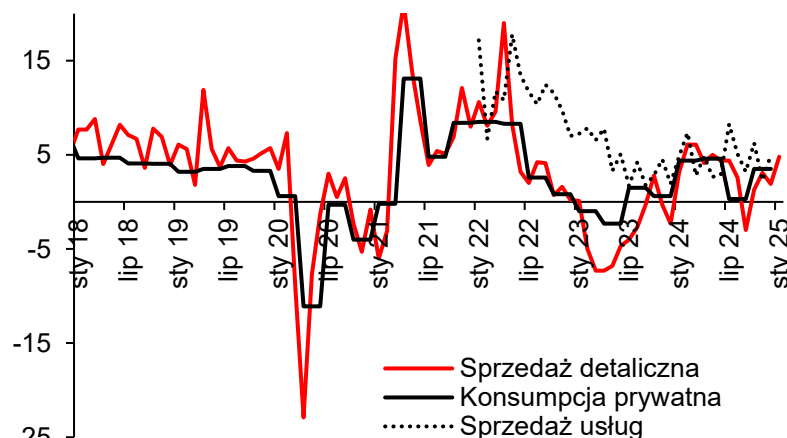
W ostatnim kwartale 2024 r. konsumpcja prywatna wzrosła o 3,5% r/r, czym potwierdziła nasze założenia, że konsument pozostaje w formie, a słaby wynik trzeciego kwartału (0,3% r/r) był podyktowany czynnikami jednorazowymi. Nasze oczekiwania nie zmieniają się – rynek pracy pozostaje stabilny, realne dochody gospodarstw domowych będą w tym roku rosły w solidnym tempie, wskaźniki optymizmu konsumenckiego utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie, wzrost kredytów konsumpcyjnych przyspiesza. **Czynniki te będą sprzyjać umiarkowanemu wzrostowi konsumpcji prywatnej w najbliższych kwartałach.**

Styczniowa sprzedaż detaliczna zaskoczyła wyraźnie w górę wzrostem o 4,8% r/r. Naszym zdaniem tak wysoki wynik częściowo był zasługą czynników jednorazowych, więc traktujemy go trochę analogicznie jak zaskakująco słaby odczyt z września 2024 r., tj. przejściowe odchylenie od trendu, ale i tak dane te wspierają nasz optymizm co do konsumenta.

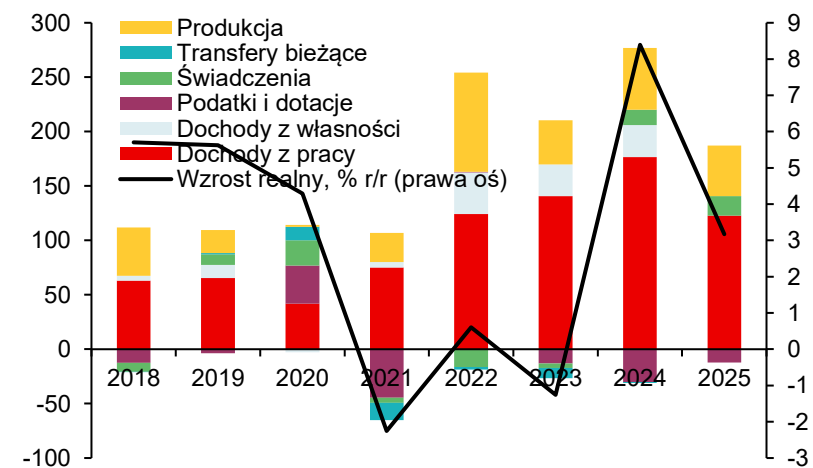
Wskaźniki optymizmu konsumentów, pkt



Sprzedaż detaliczna a konsumpcja prywatna, % r/r



Wzrost dochodów do dyspozycji, dekompozycja, % r/r





Czy zapał do oszczędzania już się wyczerpał?

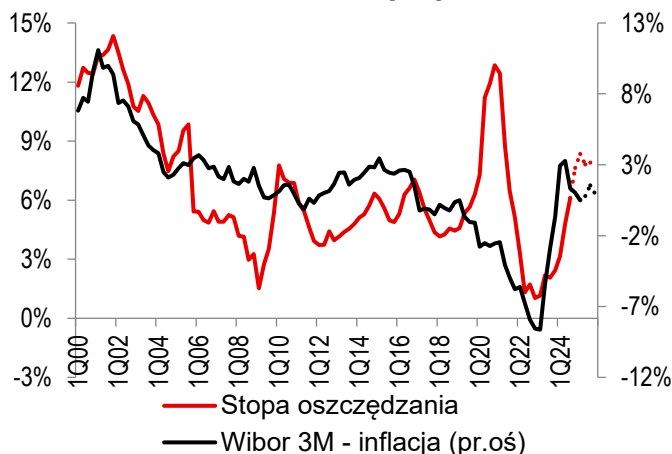
Wg danych GUS nt. rachunków sektorowych stopa oszczędzania gospodarstw domowych dalej rosła w II i III kw. ub.r. Ze względu na brak bardziej aktualnych „twardych” danych do oceny aktualnej skłonności do oszczędzania próbujemy wykorzystać badania ankietowe.

Na bazie wskaźników ESI można powiedzieć, że **polscy konsumenci pozostali w trybie oszczędzania** – w skali ostatnich trzech miesięcy doszło do lekkiego wzrostu odsetka deklarujących możliwość odkładania. To konsekwencja dalszej poprawy dochodów realnych z jednej strony a z drugiej strony niepewności geopolitycznej i gospodarczej, obaw o przyszłe finanse. Nie bez znaczenia jest też siła zachęty do oszczędzania: rynkowe stopy procentowe pozostają relatywnie wysoko, również po skorygowaniu o inflację.

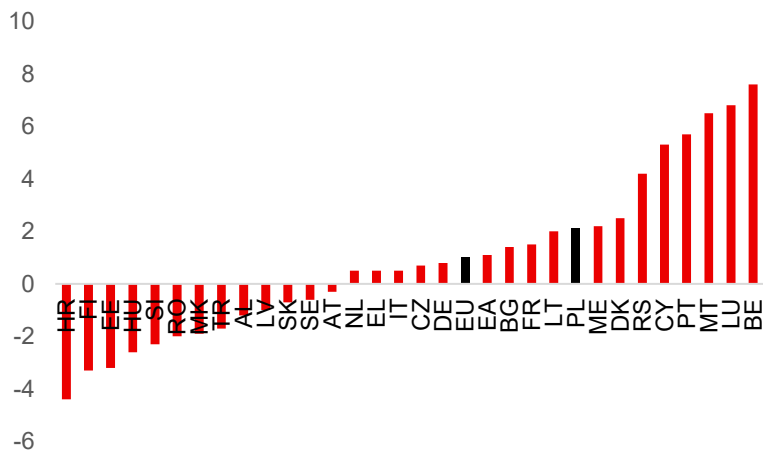
Przy użyciu modelu ekonometrycznego usunęliśmy wpływ oceny sytuacji finansowej na skłonność do oszczędzania (deklarowaną w badaniu ankietowym GUS). Tak powstała miara naszym zdaniem pozwala lepiej określić obecne podejście konsumentów. Tak określony **zapał do oszczędzania systematycznie się zmniejsza od blisko roku i jest już ponad połowę mniejszy niż w szczytowym momencie**. Wciąż jednak konsumenci nie wrócili w swoich zachowaniach do neutralnego poziomu z lat sprzed pandemii.

Czynnikiem o potencjalnym wpływie na postawy konsumentów w kolejnych kwartałach może być wg nas rozwój konfliktu na Ukrainie. Zawieszenie broni postrzegane jako trwałe, z gwarancjami bezpieczeństwa, pomogłoby prawdopodobnie w normalizacji (tj. spadku) stopy oszczędzania w Polsce.

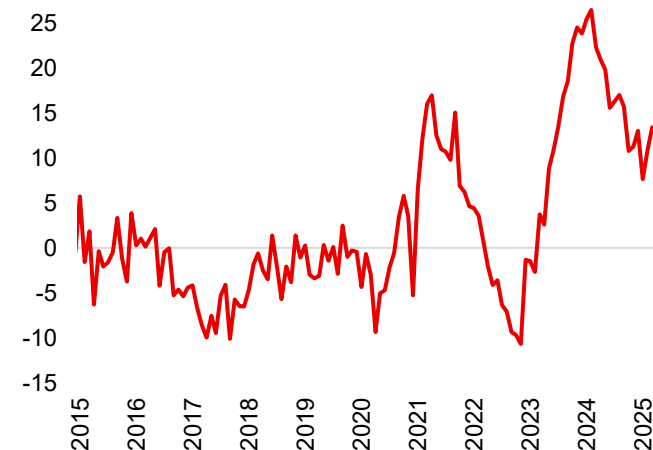
Stopa oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce a realna stopa procentowa



ESI, zmiana odsetka gospodarstw domowych deklarujących możliwość oszczędzania, lut25 vs. lis24



Wpływ na skłonność do oszczędzania innych czynników niż postrzegana sytuacja finansowa



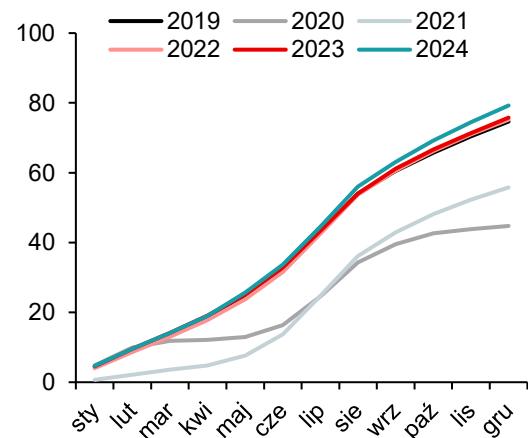
Rekordowy rok dla turystyki

Jednym z aspektów solidnej konsumpcji w kraju jest nasilenie ruchu turystycznego, a **zeszły rok był niewątpliwie pozytywny dla polskiego sektora turystycznego.**

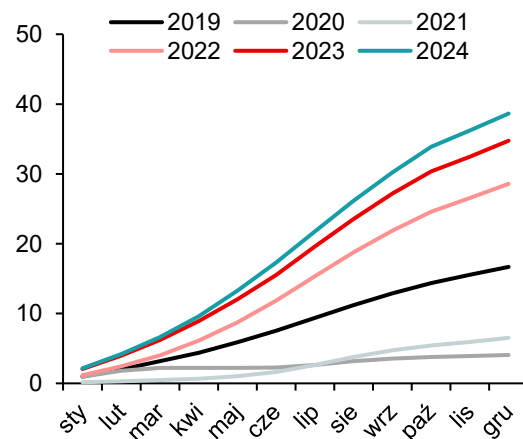
Krajowi turyści spędzili w Polsce rekordowe 79,3 mln noclegów, 4,6% więcej niż rok wcześniej. Turyści zagraniczni spędzili natomiast 18,4 mln noclegów, 8,1% więcej r/r, ale wciąż nieznacznie mniej niż przed pandemią (18,7 mln). O ponad połowę wzrosła liczba turystów z takich krajów, jak Hiszpania, Chiny, Grecja, Cypr czy Tajwan.

Zakładamy, że bardzo solidnie wyglądały też zagraniczne podróże polskich obywateli. Można tak wnioskować na podstawie wzrostu ruchu lotniczego. Wg danych GUS, liczba pasażerów obsługanych na polskich lotniskach osiągnęła w 2024 r. rekordowe 38,6 mln, 11,1% lub 3,9 mln więcej niż rok wcześniej i ponad dwukrotnie więcej niż w 2019 r. Przyrostu tego nie da się wytłumaczyć tylko i wyłącznie zwiększonymi przyjazdami turystów zagranicznych do Polski.

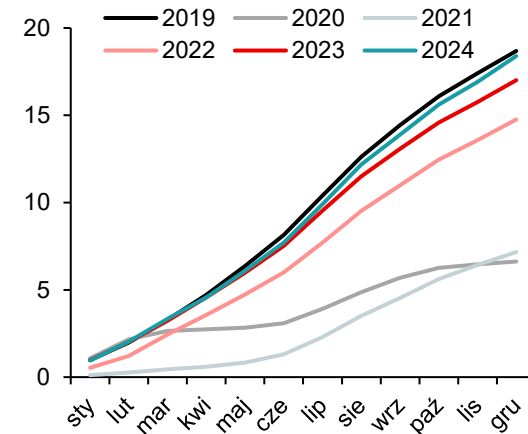
Liczba noclegów spędzonych w Polsce przez krajowych turystów, mln, narastająco



Liczba pasażerów obsługanych na krajowych lotniskach, mln, narastająco



Liczba noclegów spędzonych w Polsce przez zagranicznych turystów, mln, narastająco



Przyrost liczby turystów w 2024 r. wg krajów

Wskaźnik	Przyrost tys.	Przyrost % r/r
Niemcy	158,0	9,6
USA	85,1	18,0
Hiszpania	71,2	50,2
Włochy	63,5	31,3
Czechy	58,4	16,6
Wlk. Brytania	50,3	7,8
Holandia	37,3	21,7
Chiny	28,5	50,3
Total	800,9	11,3

Źródło: GUS, Santander



Handel: osłabiony eksport, rosnący import

Głównym źródłem słabości polskiego eksportu pozostają Niemcy. Obserwowany jest wzrost eksportu do Ukrainy, w tym nie tylko uzbrojenia, ale również niektórych maszyn i surowców. Niemniej, większy wkład Ukrainy do wzrostu polskiego eksportu jest w pełni niwelowany przez mniejszy wkład Rosji, Białorusi i republik poradzieckich takich jak Kazachstan czy Uzbekistan.

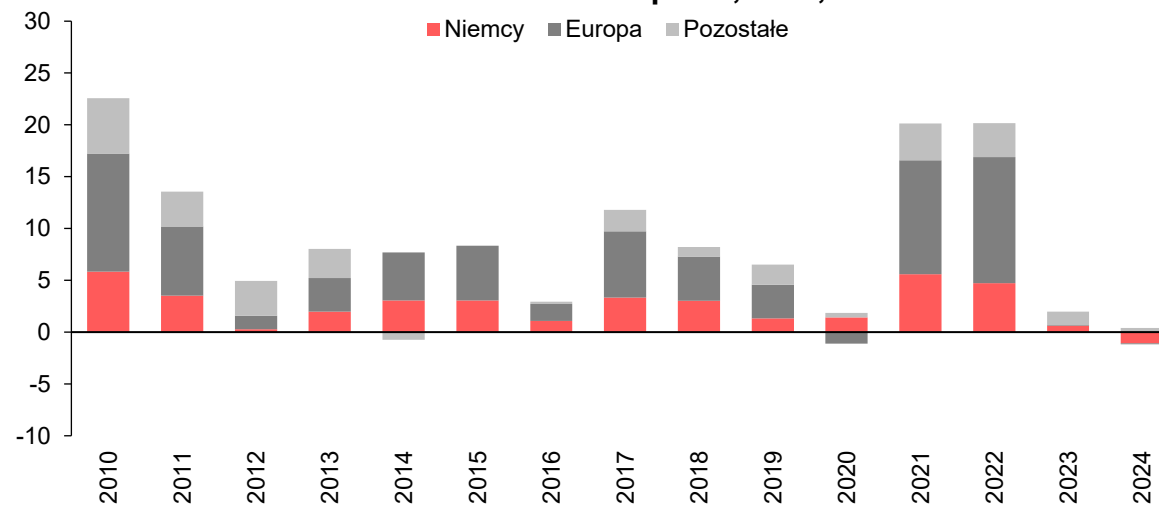
Na spadek dynamiki polskiego eksportu najmocniej wpływa osłabienie popytu na maszyny i urządzenia, w tym m.in. pojazdy i części czy urządzenia elektryczne. Mocne spadki eksportu są też widoczne w przypadku paliw i smarów, a także olejów i tłuszczów. Z drugiej strony lekkie wzrosty są rejestrowane w kategoriach żywności czy napojów i tytoniu, a bardzo wyraźne – w kategoriach odzieży i obuwia.

Po stronie importu już od początku ub.r. ma miejsce systematyczne odbicie, odzwierciedlające wzrost popytu krajowych konsumentów.

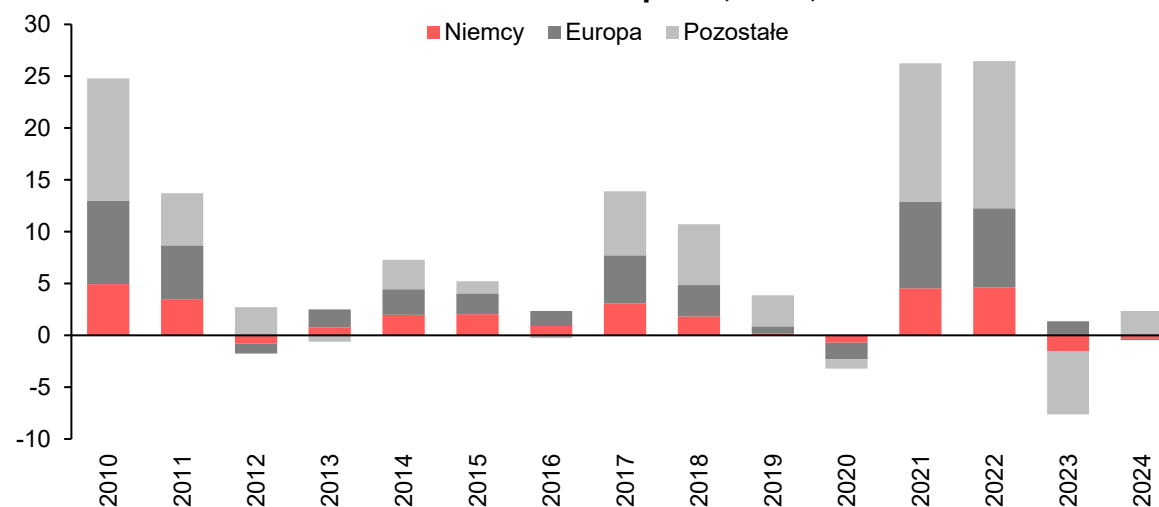
W rezultacie, od początku ub.r. ma miejsce miarowe pogorszenie polskiego bilansu handlowego, które sprowadziło go z około 1,3% PKB w 2023 r. do około 0,1% w 2024 r.

Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach dynamika polskiego importu będzie dalej odzwierciedlać mocny krajowy popyt, a w całym 2025 r. wyniesie blisko 7% r/r (wobec 2,3% r/r w 2024 r.). **Wyniki eksportu będą zależne od kondycji gospodarek strefy euro,** przez co skala ich poprawy będzie najpewniej mniejsza, w naszej ocenie rządu około 4% r/r (wobec -1,2% r/r w 2024 r.).

Wkład do wzrostu eksportu, EUR, % r/r



Wkład do wzrostu importu, EUR, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Handel: spojrzenie na Niemcy

Choć Niemcy stanowią główne źródło słabości polskiego eksportu, to tempo spadku ich importu ogółem ulega miarowemu wyhamowaniu mniej więcej od początku ubiegłego roku.

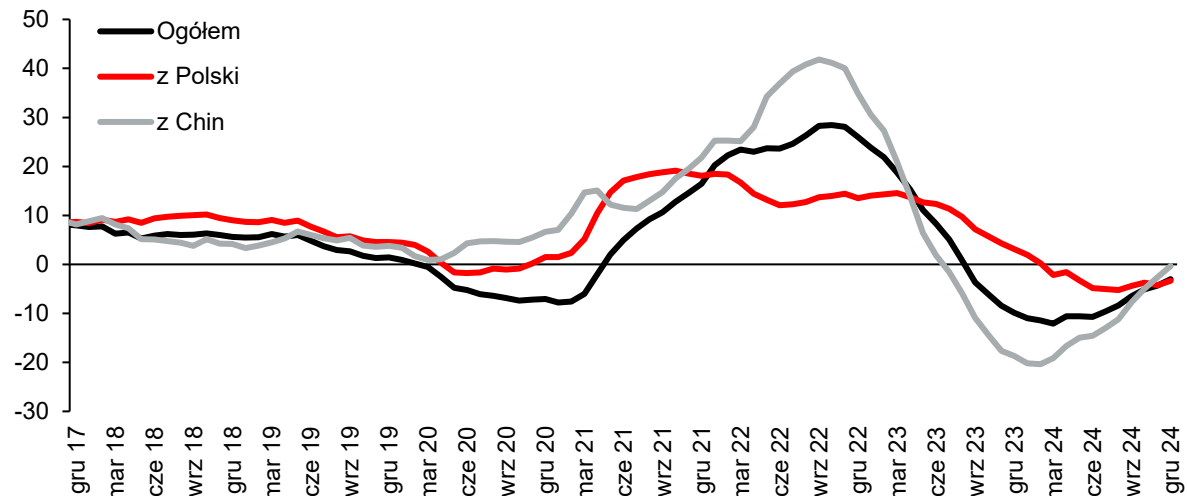
Zjawisko to nie jest tak dobrze widoczne w polskich danych jak np. w chińskich, ponieważ główne towary, które Polska eksportuje do Niemiec, w tym np. części samochodowe, maszyny, elektronika, należą do kategorii, które pozostają wciąż najbardziej dotknięte słabością niemieckiej gospodarki. Dynamiki importu tych kategorii ciągle wykazują tendencję spadkową.

W niektórych kategoriach niemieckiego importu, takich jak żywność czy ubrania, dostrzegalny jest lekki wzrost popytu, ale na razie stanowi on raczej wyjątek od powszechnych trendów.

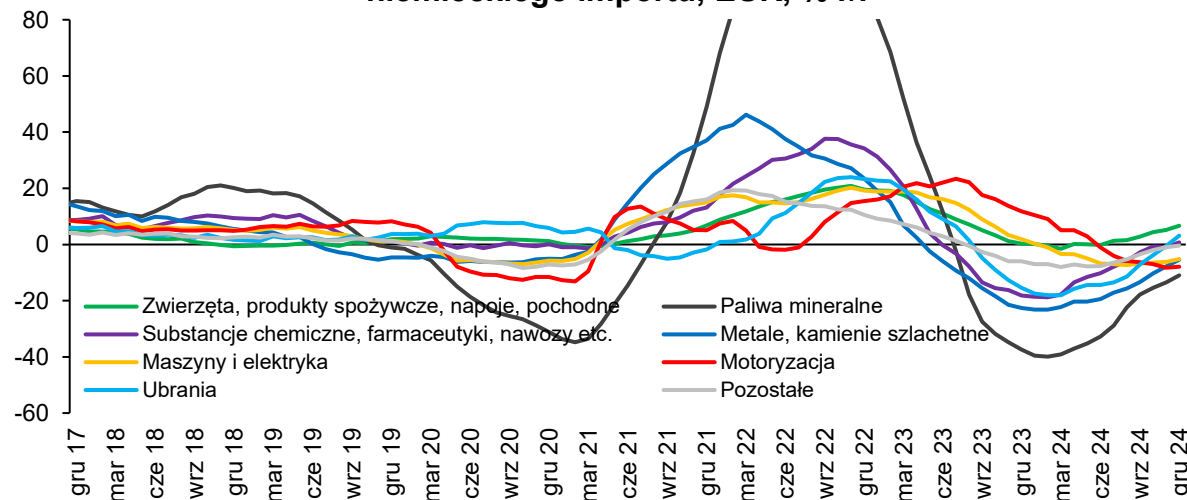
Ogółem, niemiecki popyt ulega stabilizacji. Kontynuacja tego trendu będzie oznaczała mniejsze obciążenie dynamiki polskiego eksportu. Niemniej, dopóki w Niemczech nie będzie miało miejsce widoczne odbicie gospodarcze, nie należy oczekiwać, że eksport do Niemiec ulegnie istotnemu ożywieniu.

Nadzieje może budzić zaproponowany przez CDU/CSU i SPD pakiet wydatków fiskalnych. Choć ich głównym beneficjentem ma być branża zbrojeniowa, to ich efekt rozlałby się na całą gospodarkę, wzmacniając i/lub przyspieszając jej odbicie. To z kolei znalazłoby wymierne przełożenie na wyniki polskiego eksportu.

Tempo wzrostu 12-miesięcznej kroczącej sumy niemieckiego importu, EUR, % r/r



Tempo wzrostu 12-miesięcznych kroczących sum składowych niemieckiego importu, EUR, % r/r



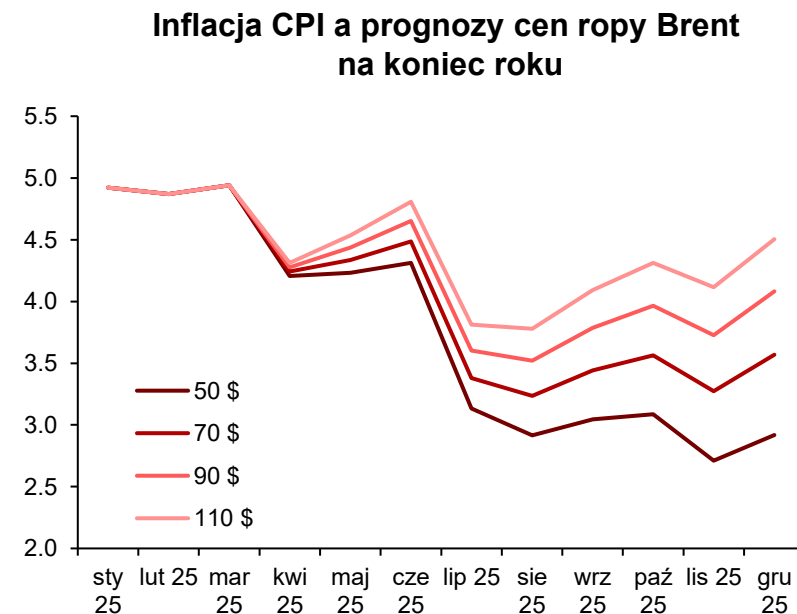
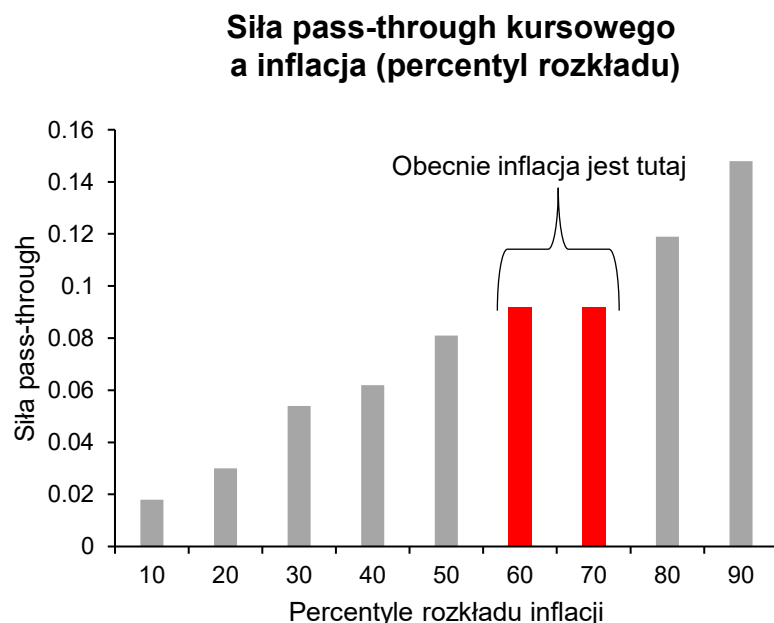
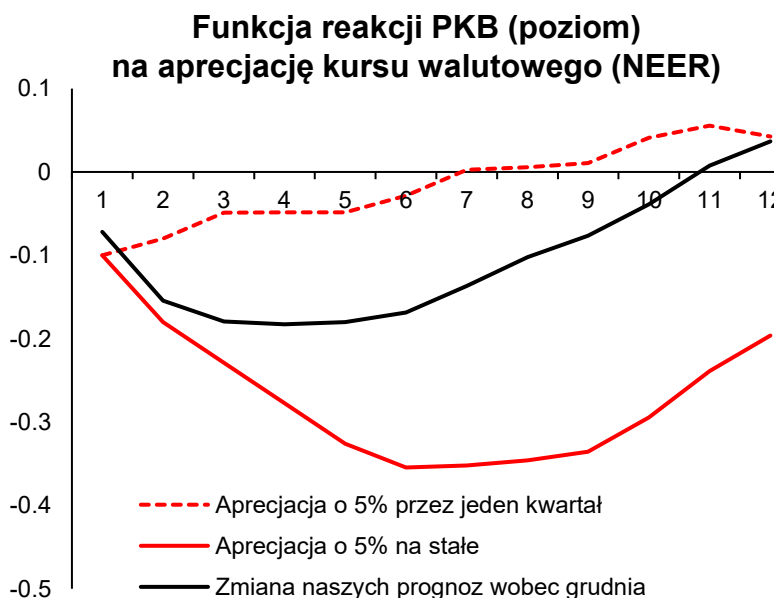
Źródło: StBA, Santander



Mocniejszy złoty obniży wzrost i inflację

Na podstawie wyników [badań NBP](#) na temat wpływu kursu walutowego na zmienne makroekonomiczne oszacowaliśmy, że **5% aprecjacja nominalnego efektywnego kursu walutowego trwająca 1 kwartał przekłada się na obniżenie tempa wzrostu PKB o niecałe 0,1 pkt. proc. w pierwszym roku. Natomiast trwała aprecjacja o 5% obniża wzrost PKB o 0,2 pkt. proc. w pierwszym roku i 0,1 pkt. proc. w kolejnym.** Przy zmianie kursu odpowiadającej rewizji naszych prognoz w porównaniu do grudniowego MAKROskopu efekt na wzrost PKB to -0,15 punktu procentowego w 2025 r. i 0,0 pp w 2026 r. Oceniamy, że siła tego efektu nie jest na tyle duża, by skłonić nas do rewizji prognoz w dół, zwłaszcza w świetle dobrych odczytów danych makro na początku roku (sprzedaż detaliczna, produkcja budowlana) i możliwej stymulacji fiskalnej w UE. Traktujemy to zatem obecnie jak czynnik ryzyka.

Siła przełożenia kursu na inflację (pass-through) zależy m.in. od wysokości inflacji (wyższa = mocniejszy efekt) oraz momentu w cyklu gospodarczym (ekspansja = mocniejszy efekt). Wzrost cen jest obecnie wyższy niż przeciętnie (w zależności od miary oceniamy, że jest to 60-70 percentyl), a gospodarka znajduje się naszym zdaniem w fazie późnego ożywienia – wczesnej ekspansji, co oznacza, że efekt pass-through można oceniać na ok. 0.06-0.1 (czyli **5% umocnienia kursu odejmuje 0,3-0,5 pkt. proc. od inflacji**). Dla inflacji ważnym czynnikiem ryzyka jest też cena surowców, w szczególności ropy naftowej. Zakładamy stopniowy wzrost cen ropy Brent do 75\$/baryłkę na koniec roku, natomiast jej wzrost do 90\$ podwyższyłby naszą prognozę inflacji na koniec roku o 0,4 pkt. proc., a spadek do 50 \$ obniżył o 0,8 punktu procentowego.



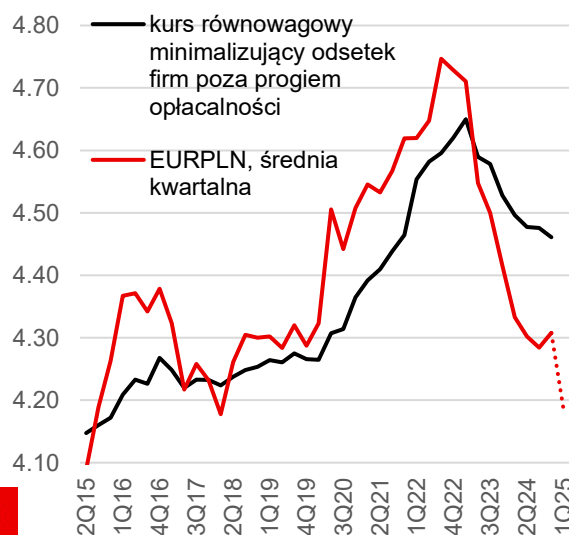


Jak dotkliwy jest mocny złoty?

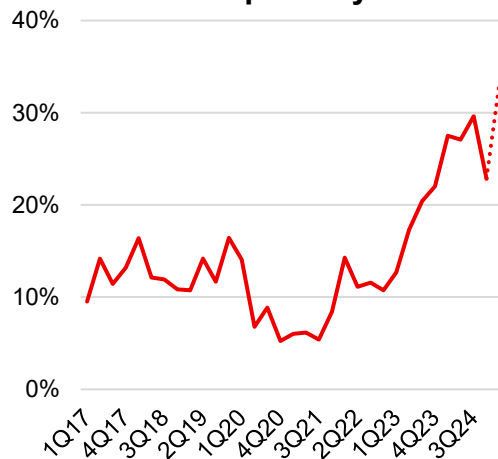
Zdecydowane umocnienie złotego rozpoczęło się w II połowie 2022 r. Po dwóch latach doszło do stabilizacji, ale ostatnie miesiące znów stoją pod znakiem dalszej wyraźnej aprecjacji. Okresy szybkiego umocnienia waluty już się wcześniej zdarzały, jednak to obecne jest ruchem na nieobserwowaną od dawna skalę w stronę niekorzystną dla eksporterów – pod względem stopnia zbliżenia się do badanego przez NBP proggu opłacalności eksportu złoty jest tam gdzie w latach 2006-2008. Firmy zajmujące się handlem zagranicznym mają pewne zdolności adaptacyjne, które historycznie (na bazie naszego modelu ekonometrycznego badającego zmiany proggu opłacalności pod wpływem wahań kursowych) pozwalały na kompensację 50-60% wahnięcia kursowego w trzy kwartały. Te zdolności mogą być jednak obecnie osłabione ciasnością rynku pracy z silnym wzrostem płac (a przez to i funduszu płac oraz jego udziału w kosztach ogółem) w ostatnich latach, szokiem kosztowym w cenach energii i działaniem na już obniżonych marżach.

Wyliczyliśmy „kurs równowagi” dla EURPLN, który minimalizowałby odsetek firm, łącznie po stronie eksporterów i importerów, działających poza progiem opłacalności. Od połowy 2015 r. do połowy 2023 r. złoty był konsekwentnie słabszy od tego kursu, za to teraz pozostaje wyraźnie wychylony w mocniejszą stronę. Na tej podstawie można powiedzieć, że przez ostatnią dekadę kurs nie stwarzał istotnej negatywnej presji na rentowność eksporterów. Do wyliczeń założyliśmy normalność rozkładu progów opłacalności. Przy tym założeniu można też wywnioskować, że obecnie ok. 30% eksporterów zawierających umowy w euro działa poza progiem. Jest to jednak wysoki szacunek w porównaniu z ustaleniami z ankiety NBP „Szybki Monitoring”, wg której w IV kw. ub.r. ok. 14% eksporterów zgłaszało nieopłacalny eksport, przy czym udział nieopłacalnego eksportu w przychodach z eksportu ogółem ledwo przekraczał 2%. W rankingu barier dla działalności z IV kw. 2023 r. kurs walutowy przeszkadzał 5% firm (5. miejsce).

EURPLN vs. kurs równowagowy na bazie progów rentowności

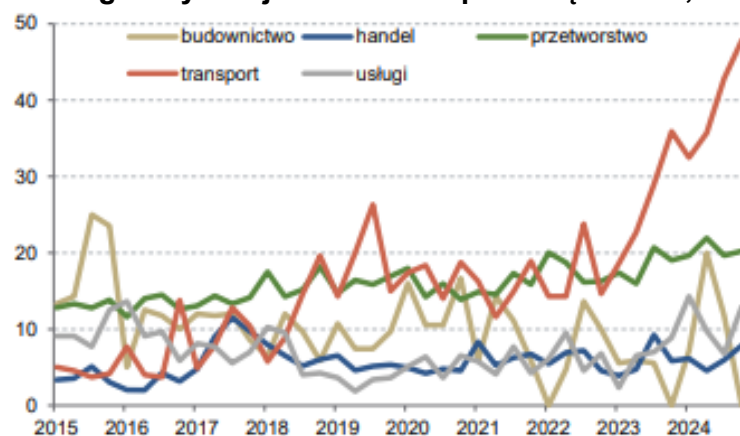


Szacunkowy odsetek nierentownych firm eksportowych*



* Odsetek implikowany na podstawie odniesienia średniego kursu w danym kwartale do informacji nt. proggu opłacalności – jego średniej i odchylenia standardowego, przy założeniu normalności rozkładu.

Szybki Monitoring NBP: odsetek eksporterów deklarujących występowanie nieopłacalnego eksportu wg klasyfikacji działalności przedsiębiorstw, %



Źródło: NBP, Santander



Rynek pracy: bezrobocie nie ma jak urosnąć

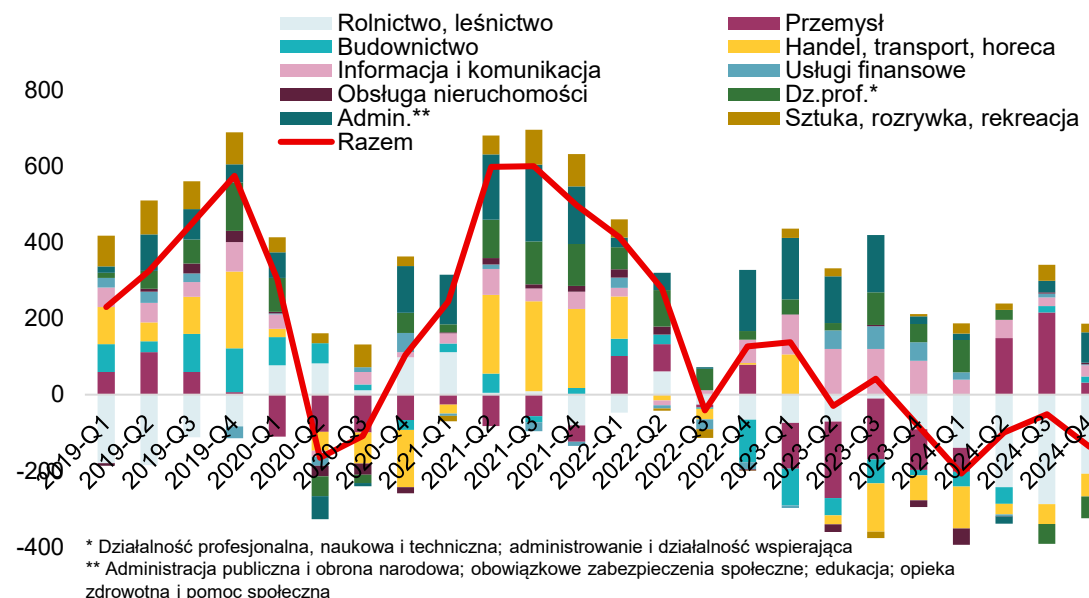
Polski rynek pracy pozostaje ciasny. Delikatne spadki zatrudnienia r/r w 2024 r. i na początku br. nie zmieniają szerszego obrazu, że **liczba zatrudnionych jest wciąż bliska rekordom i naszym zdaniem taka pozostanie przez 2025 r.** Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw może w tym roku stopniowo przesuwać się w stronę zera, osiągając średnio -0,5% r/r a liczba pracujących może pozostać w wąskim paśmie wokół 17,2 mln, w którym utrzymuje się od połowy 2021 r. Z kolei bezrobocie mimo zmian faz cyklu koniunkturalnego przez ostatnie lata nie odrywa się od rekordowo niskich poziomów.

W napływających danych z rynku pracy widoczne są niespójności: stopa bezrobocia wg BAEL ustanowiła styczniowym odczytem nowy rekord schodząc do 2,6% (dane od 1997 r., odsezonowane), z kolei wzrosty m/m bezrobocia rejestrowanego były w ostatnich trzech miesiącach większe niż w tych samych okresach lat ubiegłych. Przemysł wg danych z sektora przedsiębiorstw odpowiadał za większość zwolnień w 2024 r. (spadek ogółem wyniósł w skali roku 62 tys. z czego za 42 tys. odpowiadało przetwórstwo przemysłowe). Jednak wg szerszych danych o Gospodarce Narodowej ubywało przede wszystkim pracujących w rolnictwie a etatów w przemyśle nawet lekko przybyło w ub.r. Jednocześnie powiększa się rozpiętość między liczbą pracujących i liczbą przepracowanych godzin, co sugeruje nasilenie zjawiska chomikowania pracy.

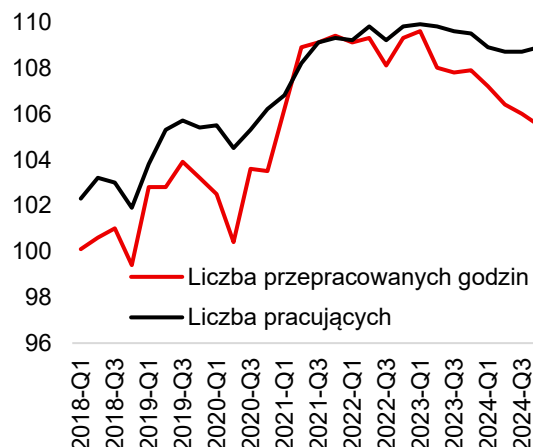
Przy dobrym stanie koniunktury i demograficznym ograniczeniu podaży pracy ciężko sobie wyobrazić odkładanie się w gospodarce wolnych zasobów pracy, zwłaszcza w obliczu potrzeby zwiększania obronności, w tym liczebności armii.

Przerwanie działań wojennych na Ukrainie może uruchomić znaczne przepływy Ukraińców w obie strony, efekt netto jest trudny do przewidzenia, ale wydaje się nam, że nie musi znacząco pogorszyć ogólnego obrazu rynku pracy w Polsce (zob. [str. 26](#)), choć może wpłynąć na niedobory i presję płacową w niektórych sektorach.

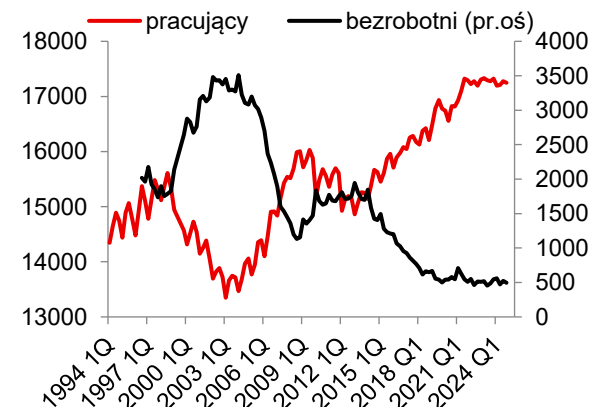
Liczba pracujących w GN, tys. osób r/r



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



Pracujący i bezrobotni wg BAEL, tys.



Źródło: Eurostat, GUS, Santander

Rynek pracy: dalsze hamowanie płac

W IV kw. 2024 r. doszło do dalszego wyhamowania płac w Gospodarce Narodowej do 12,4% r/r z 13,4% r/r w III kw. Oba odczyty istotnie odstawały w dół od listopadowych projekcji NBP. **Spodziewamy się, że kolejny odczyt rocznej dynamiki płac w GN, za I kw. 2025 r., znajdzie się już poniżej 10%**, co oznaczałoby odchylenie w dół również od nowego scenariusza banku centralnego, **a na koniec br. dotrze do ok. 8% r/r** (co byłoby zgodne z marcową projekcją NBP). Również w danych z sektora przedsiębiorstw hamowanie płac okazało się silniejsze od oczekiwań a w samym sektorze usług roczna dynamika opadła nawet poniżej 9%.

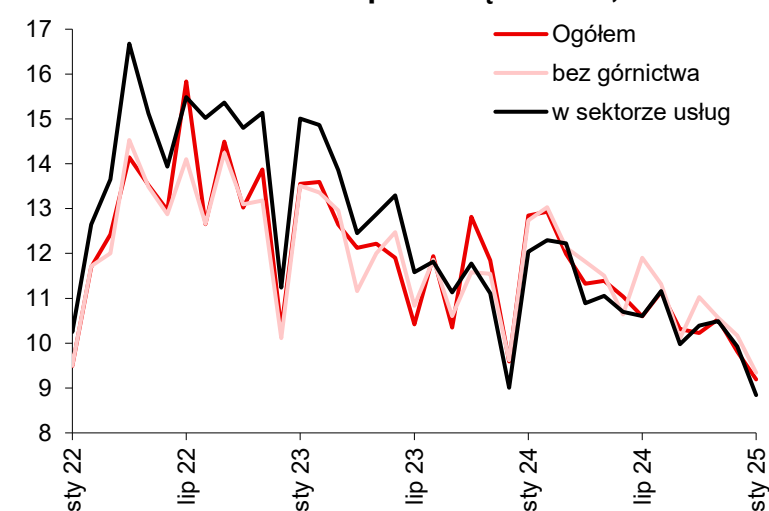
Dynamika płac nie zejdzie w tym roku w okolice tempa wzrostu cen konsumpcyjnych – w warunkach ciasnego rynku pracy nie wydaje nam się to możliwe. Szybki Monitoring NBP wskazuje na stopniowe obniżanie się skali presji płacowej wśród firm, jednak jej poziom nadal nie może być uznany za niski. Indeks planów zatrudnieniowych Manpower, który uznajemy za przybliżenie popytu na pracę, również podpowiada, że presja płacowa pozostaje znaczna, aczkolwiek w ostatnich latach jego korelacja z zachowaniem płac realnych obniżyła się.

O ile z dużą dozą pewności można przyjąć kierunek w dół dla dynamiki płac w tym roku, to nie jest oczywiste, że tempo hamowania będzie jednostajne. Postępujące ożywienie gospodarcze będzie je spowalniać, podobnie jak przejście od kontraktacji do wykonania projektów KPO. Należy się też liczyć z istotnymi różnicami sektorowymi – cykl inwestycyjny w kraju i za jakiś czas w UE będzie sprzyjał przede wszystkim presji płacowej w budownictwie i przemysłach ciężkich.

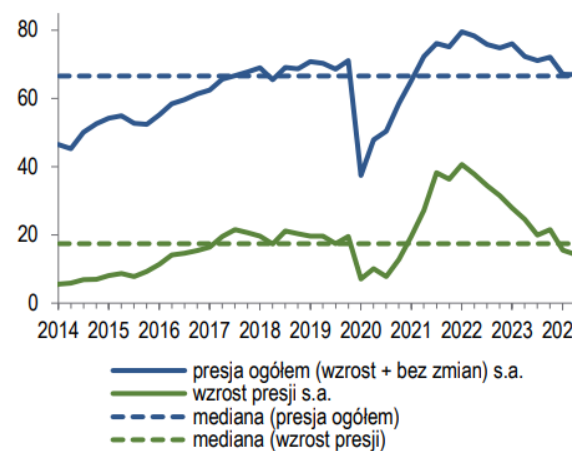
Popyt na pracę (indeks Manpower) a zachowanie płac realnych



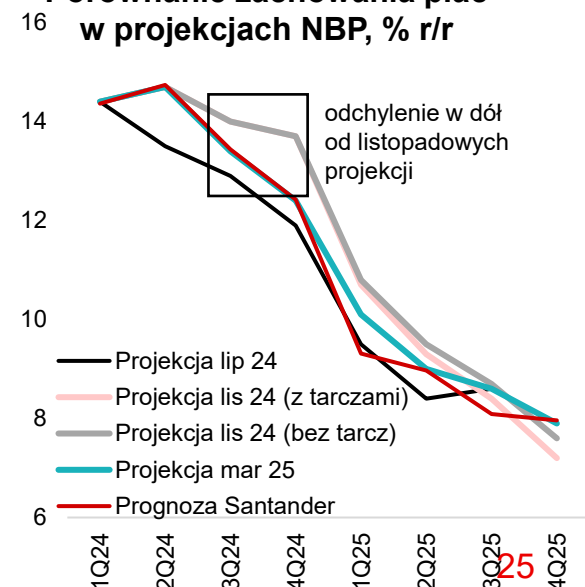
Płace w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Szybki Monitoring NBP: Udział firm zgłaszających presję płacową, w %, s.a.



Porównanie zachowania płac w projekcjach NBP, % r/r



Źródło: Szybki Monitoring NBP

Źródło: GUS, NBP, PAP, Santander



Ukraińcy wyjadą czy przyjadą? (1)

Perspektywa przerwania działań wojennych na Ukrainie każe się zastanowić nad tym jak wpłynie to na przepływy migracyjne. Uchodźcy wojenni będą zapewne wracać do ojczyzny, ale jednocześnie mężczyźni zobowiązani do służby wojskowej będą mogli wyjechać z Ukrainy za granicę i część z nich może zdecydować się na emigrację. Nie podejmujemy się próby zgadywania, który z tych kierunków migracyjnych przeważa. **Pewne wydaje się tylko to, że takie dwukierunkowe migracje będą miały miejsce i że wpłyną one na strukturę demograficzną diaspory ukraińskiej w Polsce na korzyść mężczyzn oraz młodszych ludzi.**

Według [ukraińskiego Czerwonego Krzyża](#), z Ukrainy po wojnie może wyjechać 30% mieszkańców, w tym połowa młodzieży w wieku 18-23 lat. Jednocześnie szacuje się, że wróci 30% emigrantów, przy czym najbardziej chętni do powrotu będą ludzie w wieku powyżej 50 lat.

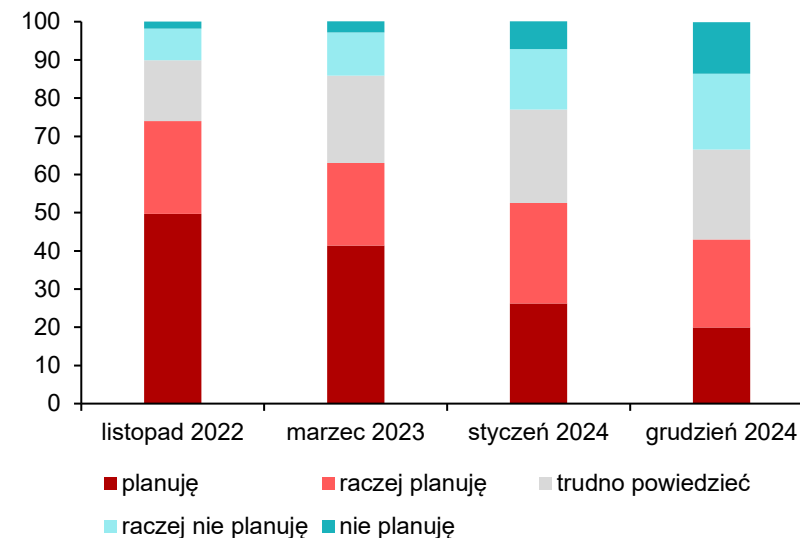
Według [badań NBP](#), szybki powrót na Ukrainę deklaruje ankietowanych 60% uchodźców wojennych oraz co trzeci imigrant przedwojenny.

Podobną liczbę pokazują [badania](#) przeprowadzone w panelu państw, przy czym uchodźcy przebywający w państwach znajdujących się bliżej Ukrainy wykazywali większą skłonność do powrotu niż uchodźcy przebywający np. w Niemczech.

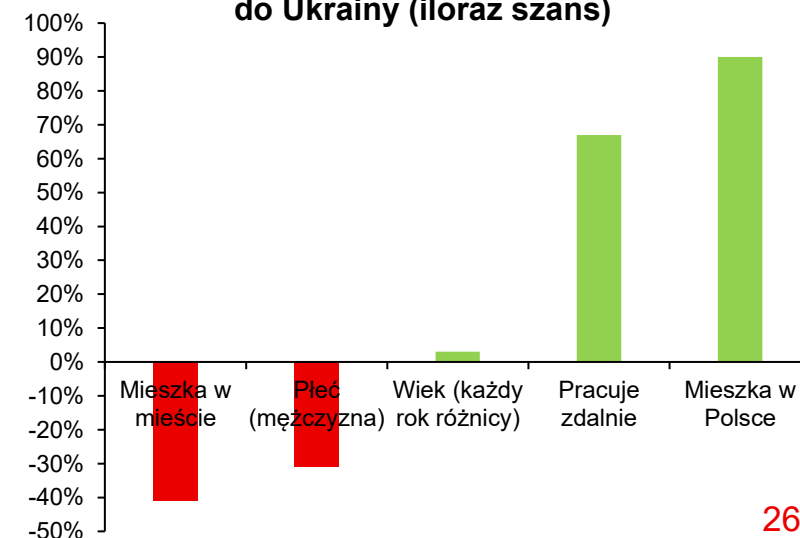
Według [badań ukraińskiego Centrum Strategii Ekonomicznej](#) (CES), powrót do kraju planuje mniej niż połowa uchodźców, a z czasem ich chęć do życia na Ukrainie maleje. Najbardziej chęć do powrotu spadła wśród tych uchodźców, którzy wyjechali z Ukrainy w pierwszych miesiącach wojny. Obecnie tylko co czwarty z nich planuje powrót. Według CES po zakończeniu wojny do kraju wróci 1,2-2,2 mln Ukraińców (z ok. 4 mln uwzględnionych w badaniu). Do powrotu mniej skłonni są mężczyźni i mieszkańcy miast, a bardziej ci mieszkający w Polsce, pracujący zdalnie i starsi. Dodatkowo, wg szacunków, za granicę może wyjechać dodatkowo 290 tysięcy w scenariuszu optymistycznym, 389 tys. w średnio optymistycznym i 532 tys. — dla pesymistycznego wariantu. Oczekiwania te oparte są o badanie wśród mężczyzn, których żony przebywają za granicą, więc faktyczna skala odpływu jest niedoszacowana.

Podobne wnioski wynikają z [badań UNHCR](#), które dodatkowo wskazuje, że do powrotu na Ukrainę bardziej skłonni są ludzie z dziećmi.

Nastawienie uchodźców z Ukrainy do powrotu w kolejnych badaniach CES, %



Zmienne wpływające na deklaracje powrotu do Ukrainy (iloraz szans)



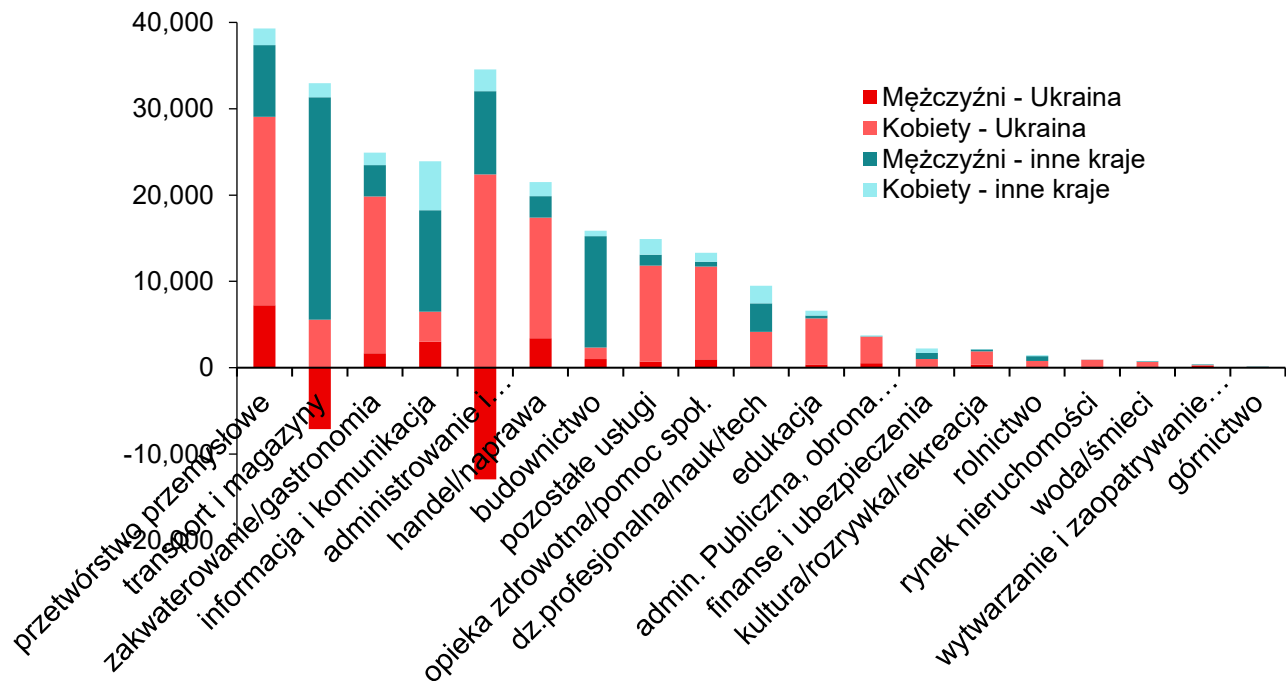
Źródło: CES, Santander

Ukraińcy wyjadą czy przyjadą? (2)

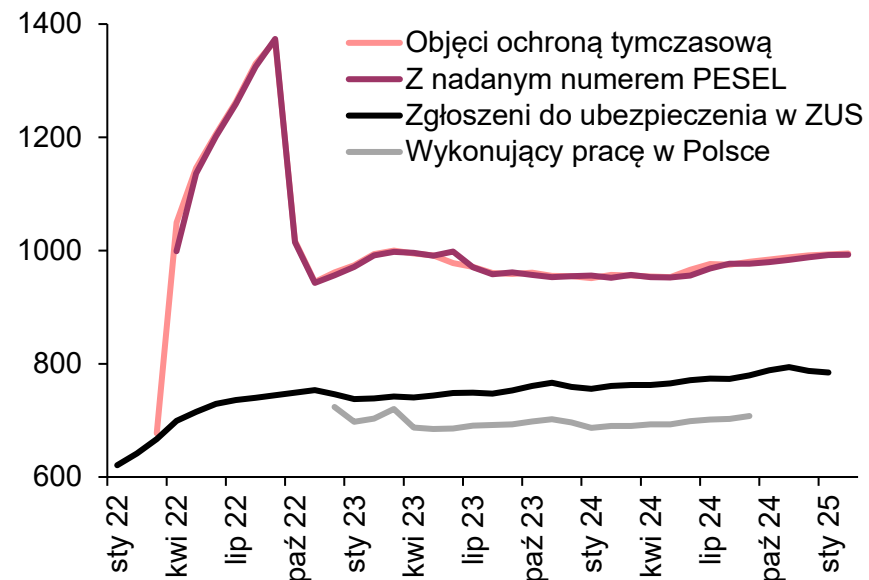
Według danych GUS, w Polsce pracuje ok. 710 tys. obywateli Ukrainy. Tak jak pisaliśmy na poprzedniej stronie, efekt netto migracji po zakończeniu wojny jest trudny do oszacowania, ale dość prawdopodobnym wnioskiem jest, że struktura demograficzna zmieni się na korzyść mężczyzn ze względu na ich mniejszą skłonność do powrotu oraz możliwe przyjazdy z Ukrainy.

To oznacza, że odpływem siły roboczej potencjalnie mocniej dotknięte zostaną sektory, w których po 2021 r. mocno wzrosło zatrudnienie obywaterek z Ukrainy: zakwaterowanie i gastronomia, handel, opieka zdrowotna / opieka społeczna, edukacja. Mniej narażone na ubytek siły roboczej są sektory, w których rosło zatrudnienie mężczyzn: transport, informacja i komunikacja, budownictwo.

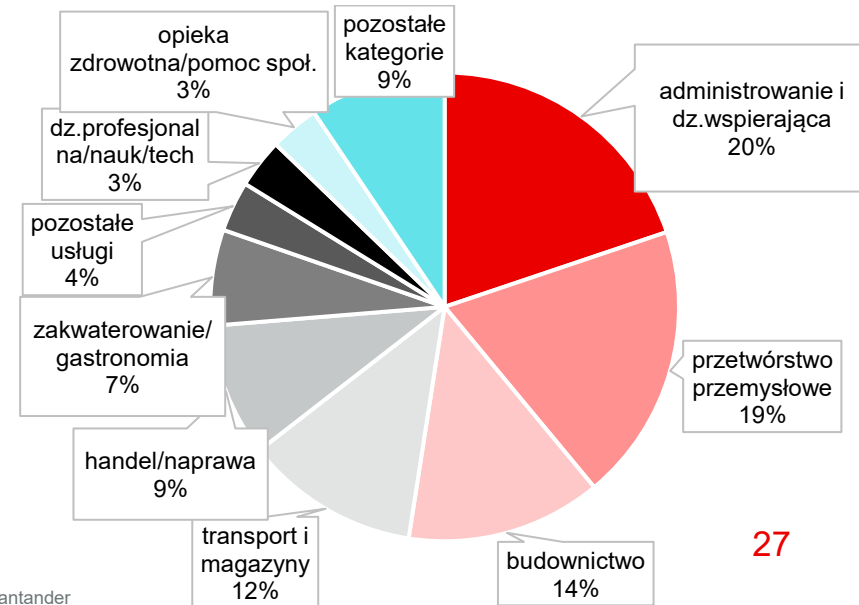
Obcokrajowcy w ZUS wg sektora, zmiana sierpień 2023 do grudnia 2021



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



Ukraińcy w ZUS wg sektora, stan na listopad 2024 r.





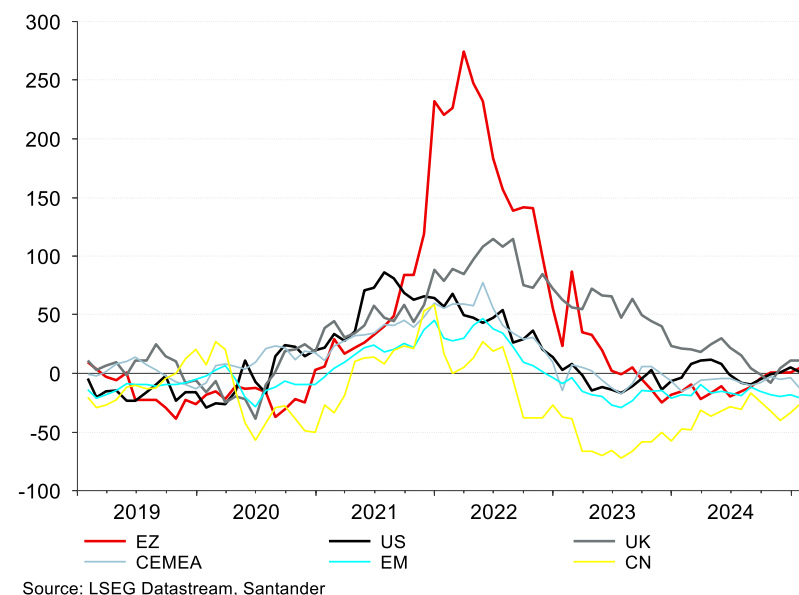
Inflacja: rewizja prognoz w dół, ale rosną ryzyka

W styczniu i lutym inflacja CPI wyniosła 4,9% r/r i sądzimy, że w marcu pozostanie w tej okolicy. W kolejnych miesiącach będzie się obniżała, latem może otrzeć się o górną granicę przedziału wokół celu (3,5% r/r). Pod koniec roku powinna być nieco niższa od 4% r/r. **Obecnie oczekiwana przez nas ścieżka jest niższa niż w poprzednich miesiącach ze względu na trzy czynniki: rewizję koszyka inflacyjnego, umocnienie złotego i niższą oczekiwaną ścieżkę cen ropy naftowej.** Z grubsza stabilne są oczekiwane przez nas ścieżki inflacji bazowej i nośników energii.

Rewizja koszyka inflacyjnego obniżyła styczniowy i lutowy odczyt CPI o 0,4 pp. Rewizja zmniejszyła znaczenie kategorii niebazowych (żywności, energii, paliwa), a zwiększyła bazowych, które w ostatnich miesiącach rosły wolniej w skali % r/r. Jest to główna przyczyna obniżki szacunku inflacji CPI jako całości. Zmiana koszyka obniżyła również odczyty inflacji bazowej. Natomiast wzrost miesięczny w styczniu i lutym utrzymał się na podwyższonym poziomie, w związku z czym zakładamy, że do końca roku inflacja bazowa pozostanie w przedziale 3,5-4,0% r/r.

Mimo obniżenia ścieżki w inflacji w najbliższych kilku miesiącach, naszym zdaniem **w dalszej perspektywie nasilają się ryzyka w górę.** Są to: potencjalne zakończenie wojny w Ukrainie, ekspansja fiskalna w strefie euro, wpływ wojen celnych oraz anomalie pogodowe, które mogą podbić ceny żywności. W niektórych gospodarkach inflacja już od kilku miesięcy zaskakuje w górę i/lub zaczyna rosnać. W Polsce na razie trudno mówić o „problemie ostatniej mili”, ponieważ inflacja jest niemal dwukrotnie wyższa od celu, ale nie można wykluczyć, że to zjawisko się pojawi za kilka kwartałów, wydłużając trwały powrót CPI do poziomu 2,5%.

Indeks zaskoczeń w inflacji Citi



Roczne stopy inflacji w wybranych gospodarkach

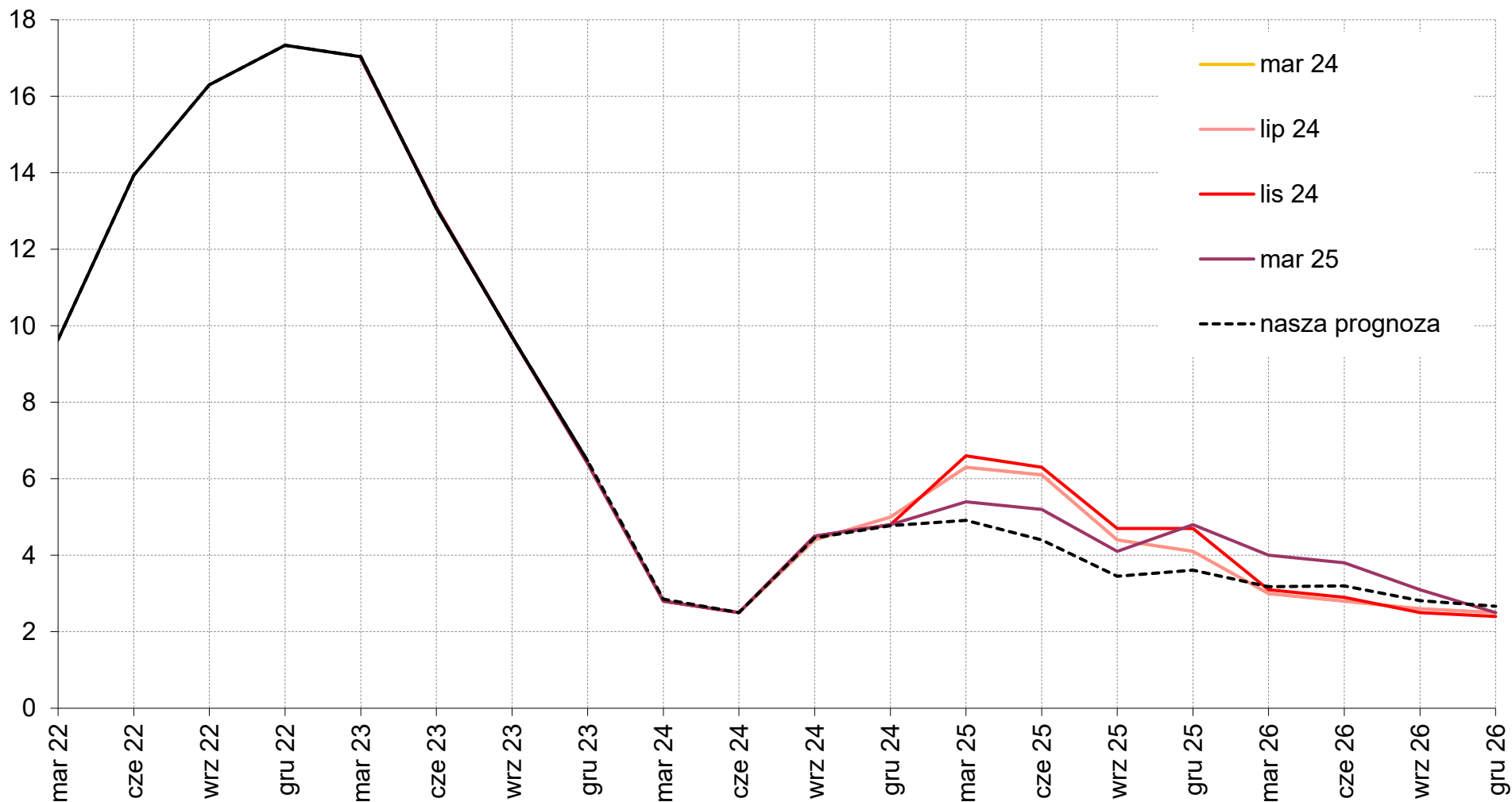
	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
Polska	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9
Czechy	17,5	16,7	15,0	12,7	11,1	9,7	8,8	8,5	6,9	8,5	7,3	6,9	2,3	2,0	2,0	2,9	2,6	2,0	2,2	2,2	2,6	2,8	2,8	3,0	2,8	2,7
Węgry	25,7	25,4	25,2	24,0	21,5	20,1	17,6	16,4	12,2	9,9	7,9	5,5	3,8	3,7	3,6	3,7	4,0	3,7	4,1	3,4	3,0	3,2	3,7	4,6	5,5	5,6
Strefa euro	8,6	8,5	6,9	7,0	6,1	5,5	5,3	5,2	4,3	2,9	2,4	2,9	2,8	2,6	2,4	2,4	2,6	2,5	2,6	2,2	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	2,3
USA	6,4	6,0	5,0	4,9	4,0	3,0	3,2	3,7	3,7	3,2	3,1	3,4	3,1	3,2	3,5	3,4	3,3	3,0	2,9	2,5	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	2,8

Legenda: spadek inflacji wzrost inflacji



Inflacja: oczekiwane ścieżki inflacji

Inflacja CPI wg kolejnych projekcji NBP i wg naszej obecnej prognozy, % r/r



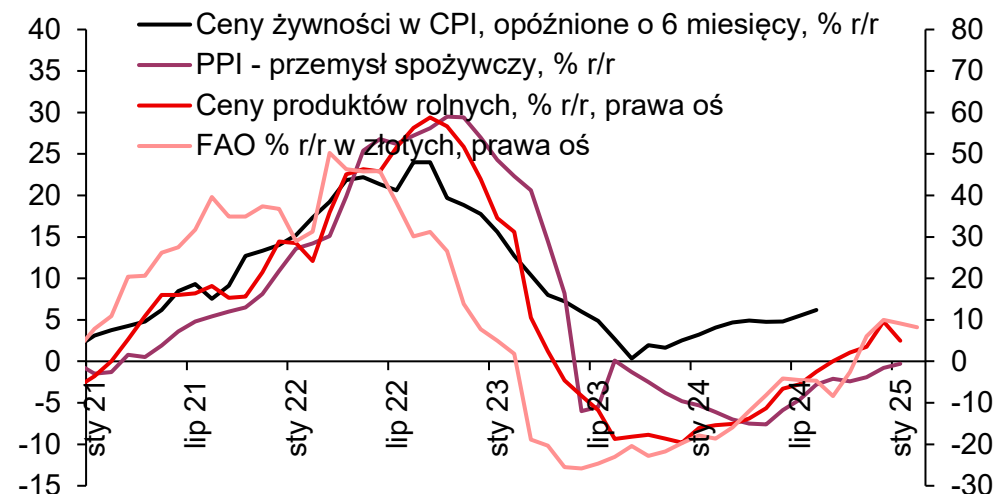


Ceny żywności: nasilone ryzyka pogodowe

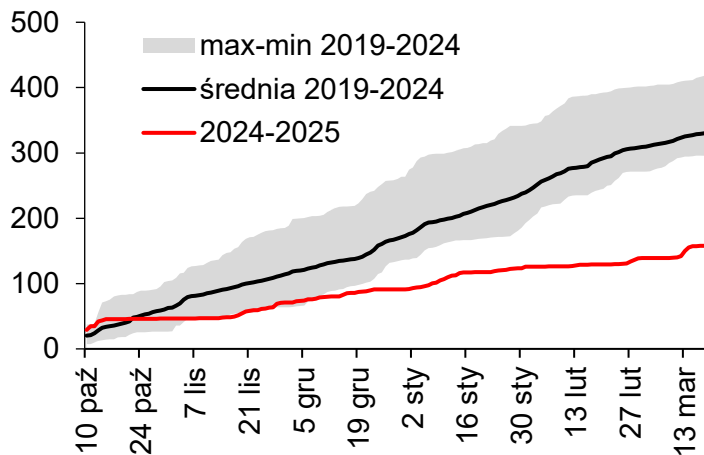
Indeksy cen żywności w ostatnim czasie pną się w górę, co naszym zdaniem będzie dyktowało dalsze nasilanie dynamiki cen detalicznych w Polsce, choć w kwietniu pojawi się efekt bazy związany z przywróceniem VAT na produkty żywnościowe w 2024 r. **Nadal zakładamy jednak, że średnio w tym roku ceny żywności wzrosną o ok. 5% r/r**

Nasilają się jednak krajowe ryzyka w górę, głównie związane z efektami pogodowymi. Po pierwsze, od kilku miesięcy utrzymuje się bardzo niski poziom opadów atmosferycznych, co oznacza podwyższone ryzyko suszy rolniczej. Problem dotyczy też innych regionów Europy, w tym Ukrainy, która jest dużym producentem żywności. Dodatkowo, wysokie temperatury na początku marca mogły pobudzić wcześniejszą wegetację, a w kolejnych tygodniach pojawiły się przymrozki, które mogły zaszkodzić świeżym pędom. Szybsze rozpoczęcie wegetacji dodatkowo też nadweręża niskie zasoby wody w glebie.

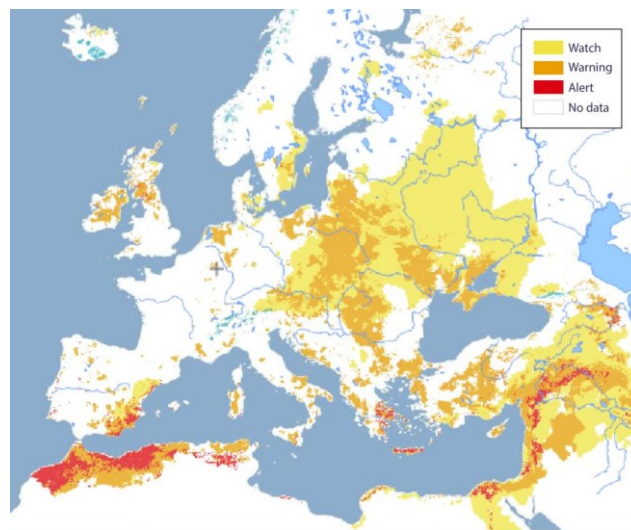
Wskaźniki cen żywności, % r/r



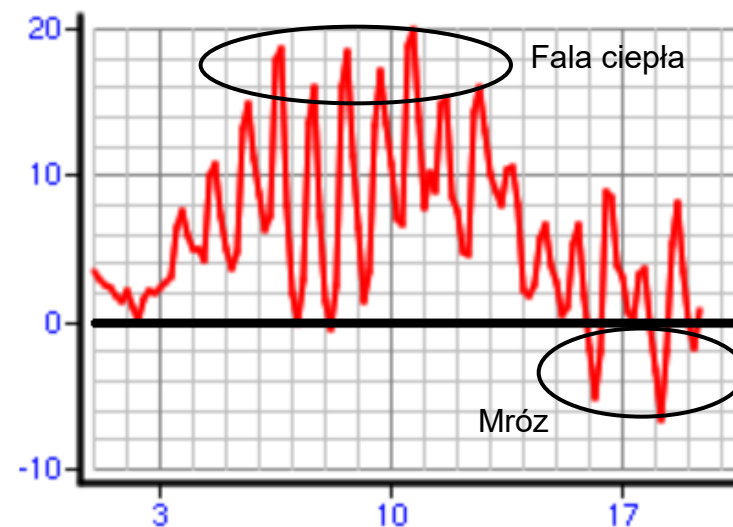
Suma opadów w Polsce od 1 października, mm



Mapa alertów suszowych Unii Europejskiej



Temperatura w Warszawie w marcu





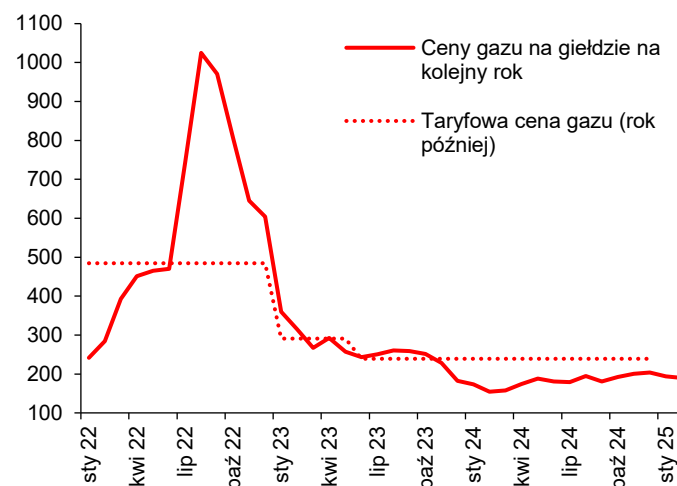
Ceny energii: wierzymy w stabilizację

W grudniowym MAKROskopie postulowaliśmy, że ceny gazu i energii elektrycznej pozostaną w tym roku z grubsza bez zmian, przede wszystkim ze względu na relatywnie niski przebieg hurtowych cen na rynku energii. Wprawdzie w tym roku ceny gazu nieco zaczęły odbijać, ale jednocześnie pojawiły się sugestie ze strony przedstawicieli rządu, że rozważane jest przedłużenie rządowych działań. Koszt wprowadzenia ceny maksymalnej do końca września [został oszacowany](#) na 4 mld zł, zatem przedłużenie do końca roku to koszt ok. 1,5 mld zł, naszym zdaniem zdecydowanie do przekroczenia dla tegorocznego budżetu. Zakładamy, że opłata mocowa zostanie przywrócona w lipcu. Jej ewentualne zawieszenie do końca roku to dodatkowy koszt 1,5 mld zł.

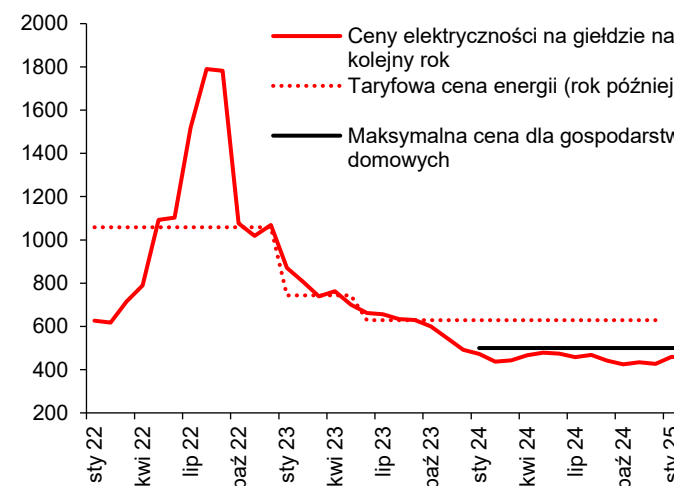
W mediach pojawiła się informacja, że URE odrzuciło zmianę taryfy proponowaną przez PGE-Obrót (jedna z największych firm energetycznych, dominująca wokół Warszawy i we wschodniej Polsce). To naszym zdaniem potwierdza determinację URE, by nie dopuścić do wzrostów cen dla gospodarstw domowych. Z kolei prezes Tauronu (spółka dominująca w południowo-zachodniej Polsce) powiedział, że ze względu na spadek cen hurtowych ceny taryfowe mogą pójść w dół dalsze mrożenie cen może nie być potrzebne.

Utrzymujemy zatem naszą prognozę, że nowe ceny gazu i energii, które zostaną wprowadzone w lipcu, będą zbliżone do tych obecnie płaconych przez gospodarstwa domowe.

Ceny gazu, zł/MWh



Ceny elektryczności, zł/MWh



Źródło: TGE, GUS, URE, Santander



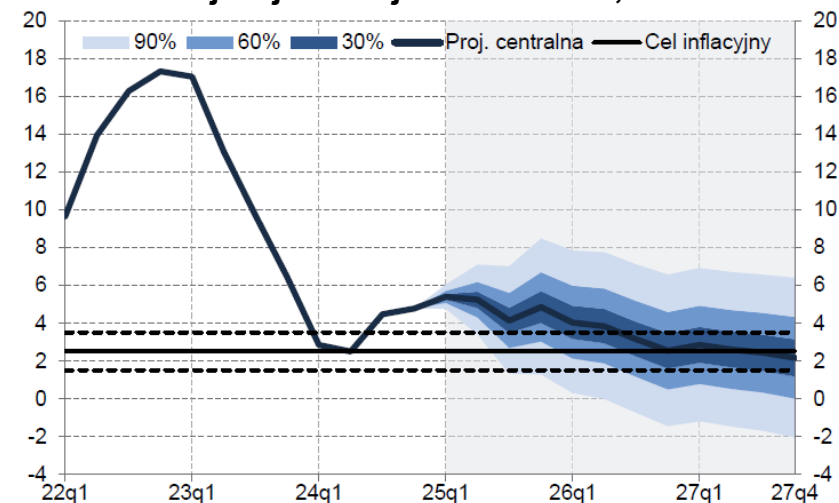
Polityka pieniężna: bliżej obniżek, ale płytszych

Prezes NBP Adam Glapiński od grudnia utrzymuje jastrzębi ton comiesięcznych konferencji po posiedzeniach RPP, skupiając uwagę przede wszystkim na ryzykach dla perspektyw inflacji w horyzoncie końcówki tego roku, uwypuklając ryzyko odbicia inflacji w górę po wygaśnięciu zamrożenia cen energii i przekonując, że perspektywa obniżek stóp procentowych się oddaliła.

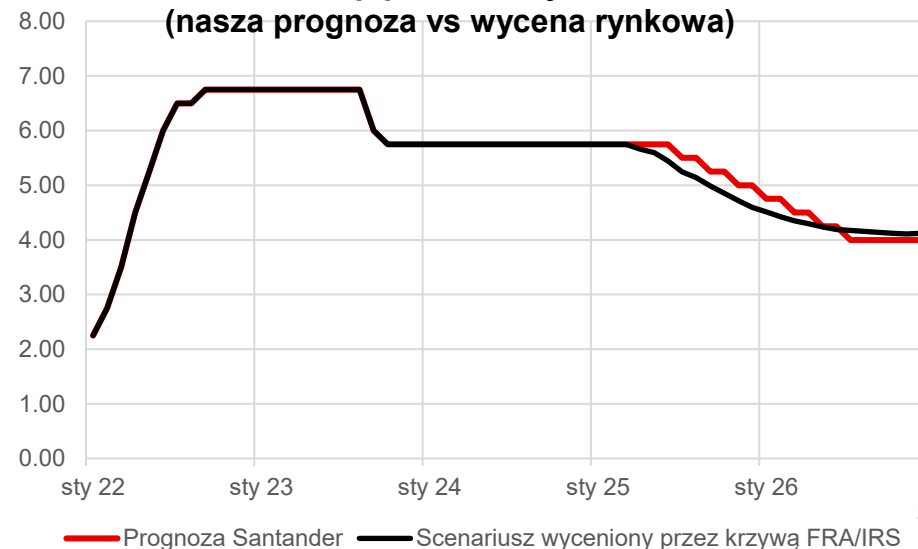
W naszej ocenie perspektywy inflacji w krótkim horyzoncie (do roku) ostatnio się poprawiły, a ryzyko wybicia CPI w górę w IV kw. pod wpływem cen prądu oceniamy jako niskie. Co więcej, mimo pozornie jastrzębiej retoryki marcowej konferencji prezesa NBP, jej najważniejszym komunikatem było naszym zdaniem to, że RPP rozpoczęła dyskusję nad warunkami do obniżenia stóp procentowych, czyli zdecydowała się na to, co wg wcześniejszych wypowiedzi prezesa Glapińskiego powinno być zostać odłożone w czasie co najmniej do października. **Utwierdza nas to w przekonaniu, że RPP może się zdecydować na wznowienie obniżek stóp procentowych w lipcu br.**, po wyborach prezydenckich i po tym jak inflacja wejdzie w trend spadkowy oraz zniknie ryzyko wzrostu cen prądu w IV kw. (do tego czasu naszym zdaniem albo spółki energetyczne przedstawią niższe taryfy, albo rząd przedłuży zamrożenie cen).

Jednocześnie, dostrzegamy coraz więcej argumentów za tym, że łagodzenie polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach powinno być ostrożne, w świetle coraz bardziej prawdopodobnych zmian w kierunku luźniejszej polityki fiskalnej w Europie, którego skutkiem będzie zapewne ożywienie wzrostu gospodarczego w kolejnych latach, ale też nasilenie presji płacowych i inflacyjnych. W efekcie, uważamy, że **pole do obniżek stóp NBP w średnim terminie raczej się zawęży niż rośnie** pod wpływem zmian w otoczeniu ekonomicznym i geopolitycznym z ostatnich tygodni. W efekcie, **rewidujemy w górę prognozę stopy referencyjnej do 5,0% na koniec br. i 4,0% na koniec 2026 r.** Rynek swap wycenia obecnie zbliżony scenariusz.

Projekcja inflacji NBP z marca, % r/r



Ścieżka stóp procentowych NBP, % (nasza prognoza vs wycena rynkowa)





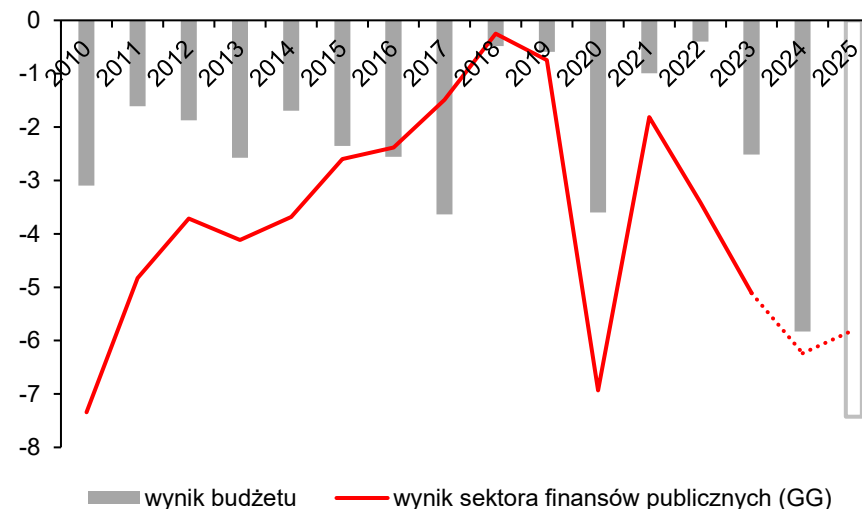
Polityka fiskalna: deficyty blisko 6%

Deficyt budżetowy za 2024 r. wyniósł 211 mld zł, a zatem z grubsza w połowie drogi między deficytem pierwotnie założonym w ustawie budżetowej (184 mld zł) a wartością znowelizowaną (240 mld zł). Realizacja na poziomie niższym niż założono w nowelizacji wynikała przede wszystkim z niższych wydatków (faktycznie 834 mld zł wobec 866 mld zł limitu w nowelizacji).

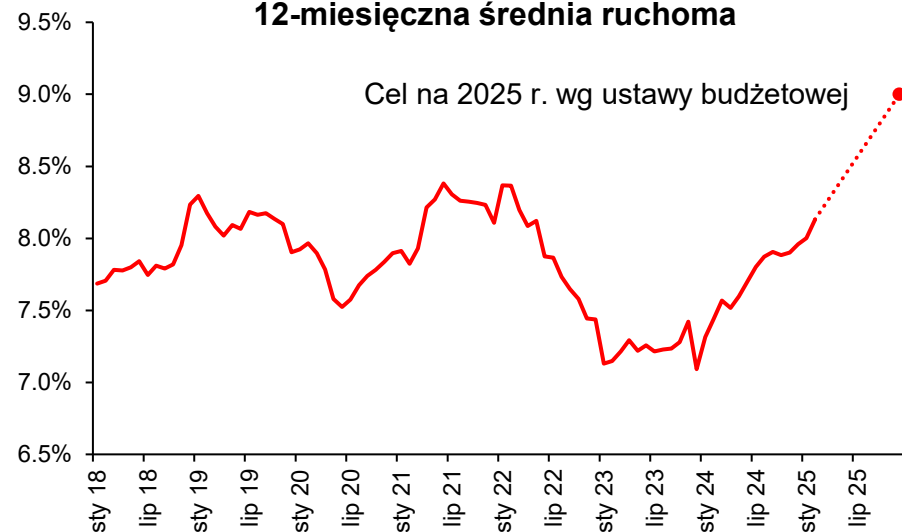
Mimo niższej realizacji wydatków budżetu, w całym IV kw. 2024 r. wyniosły one 267 mld zł w porównaniu do 207 mld zł w III kw. 2023 r. Tymczasem, po III kw. deficyt finansów publicznych w ujęciu czterech kwartałów wzrósł do 6,2% PKB z 6,0% PKB po II kw. Żeby wynik finansów publicznych w ujęciu całego roku zmieścił się poniżej 6% PKB, w IV kw. deficyt sektora nie może przekroczyć 95 mld zł, a zatem musi być mniejszy niż w analogicznym okresie 2023 r. (98,7 mld zł), co naszym zdaniem może być trudne w obliczu wzrostu wydatków budżetu o 60 mld zł r/r, nawet jeśli założymy, że samorządy zamkną rok z nadwyżką (co naszym zdaniem jest prawdopodobne). **Zakładamy zatem, że deficyt finansów publicznych w 2024 r. wyniesie 6,2% PKB.**

Nadal jesteśmy pesymistyczni co do realizacji deficytu w 2025 r. i uważamy, że wyniesie 5,8% PKB i będzie wyższy od 5,5% PKB założonych w ustawie budżetowej. Na razie nie mamy jeszcze dużego zbioru danych fiskalnych z 2025 r., który pozwoliłby na rewizję naszych założeń. Źródłem ryzyka dla budżetu należy dopatrywać się przede wszystkim w niższych dochodach z VAT, przy czym po lutym realizacja dochodów z tego podatku wyglądała całkiem nieźle, a wzrost wyniósł 17%. Dla osiągnięcia celu musi jednak przekroczyć 21%.

Wynik budżetu i sektora finansów publicznych, % PKB



Dochody z VAT jako % PKB, 12-miesięczna średnia ruchoma



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.

2

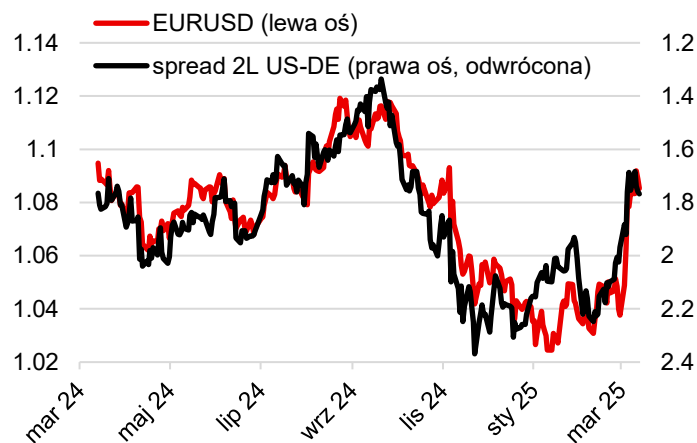


Rynki próbują przetrwać niepewność geopolityczną

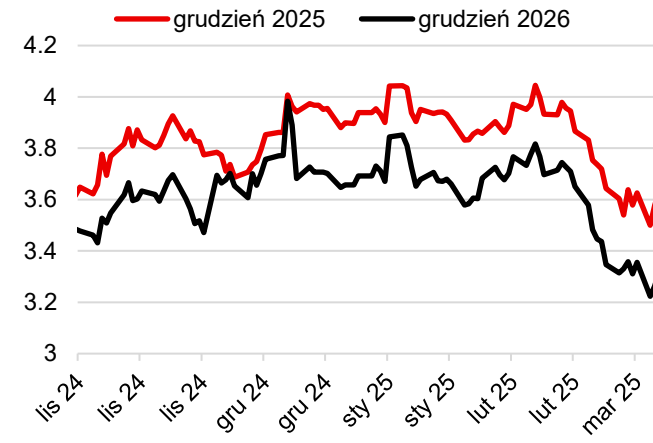
Na rynkach finansowych zmienia się właśnie narracja nt. tego, co polityka ekonomiczna i geostrategiczna administracji Donalda Trumpa może oznaczać dla scenariuszy ekonomicznych i wyceny aktywów. W skrócie, rynki zaczęły wyceniać m.in.:

- Wzrost niepewności dot. zmian polityki handlowej i ekonomicznej i jej skutków dla gospodarki realnej.
- Spadek przekonania o wyjątkowości i odporności gospodarki amerykańskiej, wzrost obaw o spowolnienie, a może nawet recesję w USA pod wpływem wzrostu barier handlowych, cięć fiskalnych, wysokiej nieprzewidywalności warunków ekonomicznych i instytucjonalnych, powodujących erozję zaufania biznesu i konsumentów.
- Poprawę perspektyw rozwojowych gospodarki strefy euro za sprawą planów poluzowania reguł fiskalnych, zwiększenia wydatków na infrastrukturę i rozbudowy zdolności obronnych.
- Wzrost oczekiwań dot. skali możliwych przyszłych obniżek stóp przez Fed, zawężenie przestrzeni do obniżek stóp EBC.
- Możliwe zakończenie, albo przynajmniej zawieszenie walk na Ukrainie, ewentualnie w dalszej perspektywie złagodzenie sankcji ekonomicznych i finansowych na Rosję.

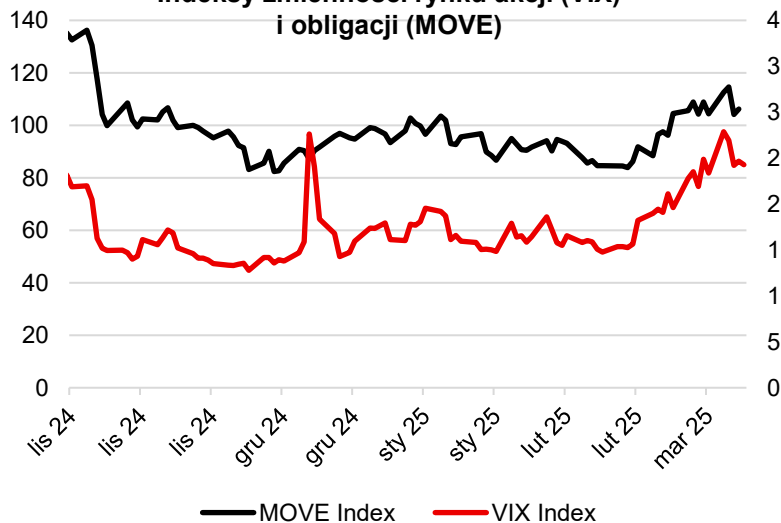
EURUSD vs różnica rentowności obligacji 2L US-DE



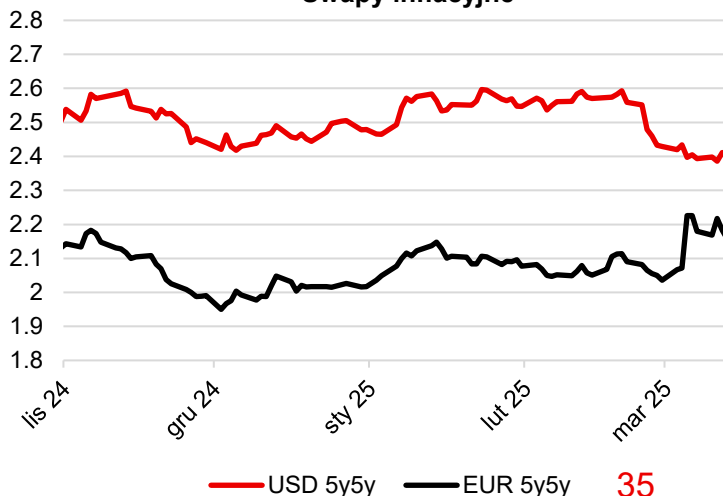
Stopa Fed na koniec 2025 i 2026 r. wyceniana przez rynek futures



Indeksy zmienności rynku akcji i obligacji (MOVE)



Swapy inflacyjne



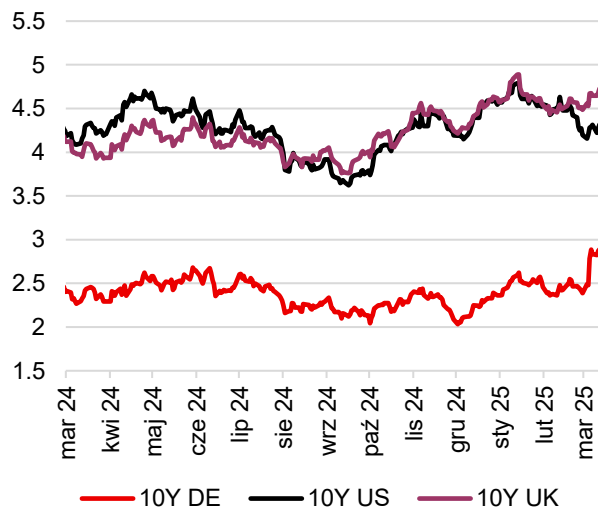
Bazowe rynki długu na huśtawce

Początek marca przyniósł skokowy wzrost rentowności obligacji w strefie euro (o 40-50 pb), będący reakcją na ogłoszenie planów KE dot. zwiększenia wydatków na obronność ReArm Europe i poluzowania unijnych zasad fiskalnych oraz wstępnego porozumienia w Niemczech dot. programu wydatków na infrastrukturę i zbrojenia. Plany te, o ile zostaną ostatecznie zatwierdzone, oznaczają z jednej strony istotny wzrost emisji netto długu w strefie euro (wg szacunków SCIB Macro Strategy Team o 20-30% w 2025 i 30-40% w 2026 r.), z drugiej implikują ryzyko większych napięć inflacyjnych, zawężających pole do obniżek stóp przez EBC.

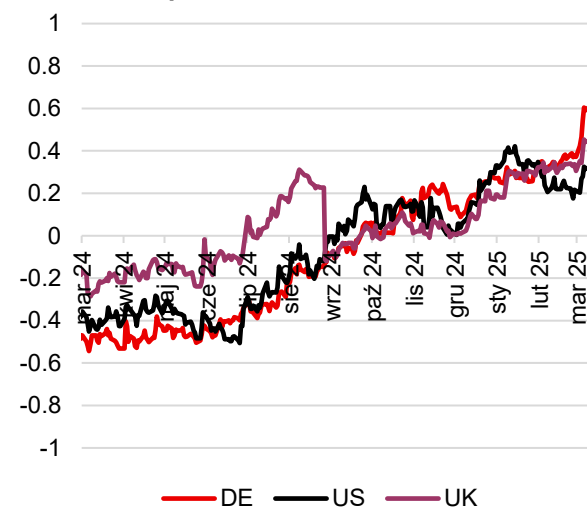
Zakładamy, że wzrost rentowności i wystromienie krzywych europejskich ma charakter strukturalny, chociaż możliwa jest przynajmniej częściowa korekta, w szczególności jeśli na kolejnych etapach prac nad pakietem ReArm Europe zostaną uzgodnione plany wspólnego finansowania, które zdejmą nieco ciężar z poszczególnych krajów (np. bank na rzecz dozbrojenia).

Na rynku amerykańskim po wyraźnym spadku rentowności Treasuries w ciągu pierwszych sześciu tygodni prezydentury D.Trumpa, trend zaczął się odwracać, i to pomimo nasilających się obaw o wzrost gospodarczy, spadków na giełdach i wzrostu oczekiwanej skali obniżek stóp przez Fed. Być może wpłynęły na to obawy o wpływ hamującej gospodarki na stan finansów publicznych oraz stopniowa erozja zaufania inwestorów do aktywów amerykańskich jako oazy bezpieczeństwa, m.in. w związku z trudnymi do przewidzenia kierunkami działań nowej administracji.

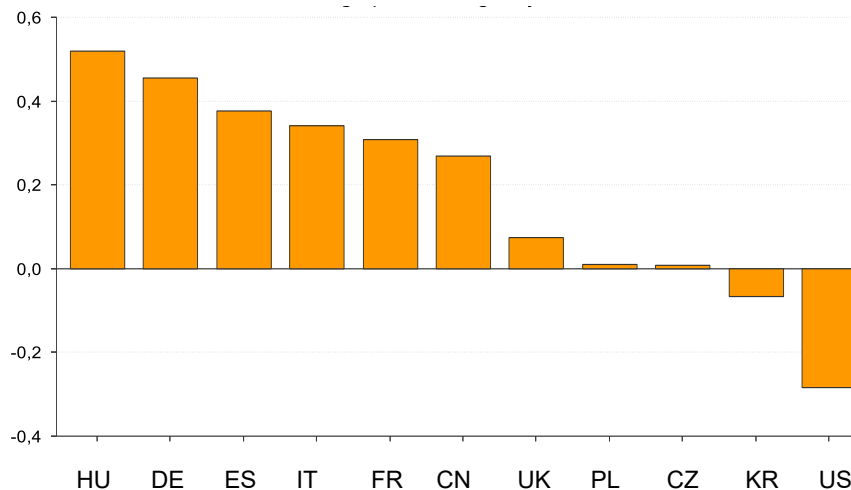
Rentowności obligacji 10L



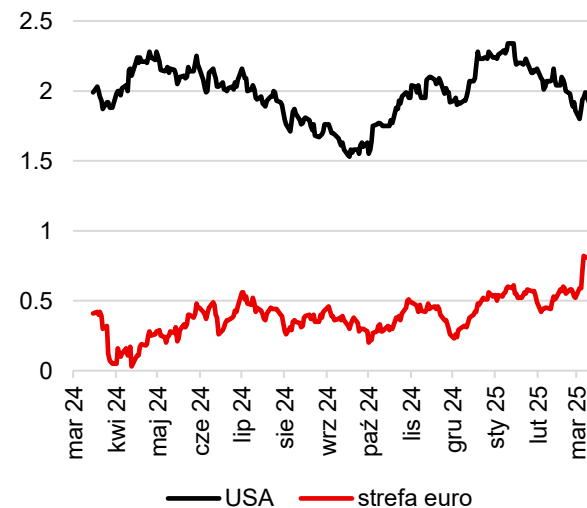
Spread rentowności 2-10L



Rentowności obligacji benchmarkowych, zmiana od początku 2025 r. w pkt. proc.



Stopy realne 10L



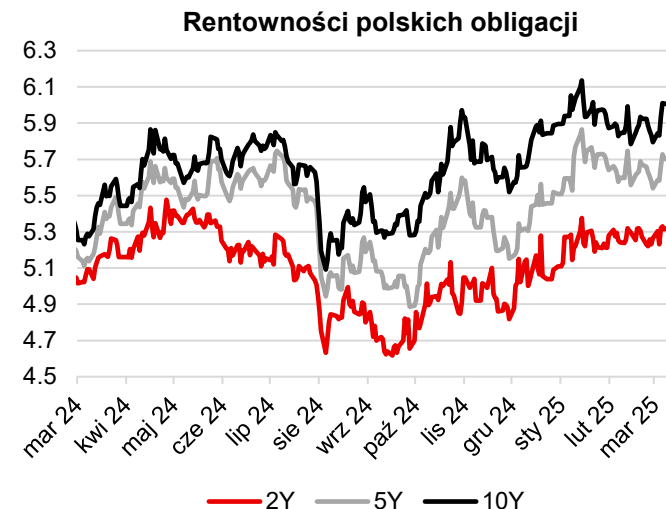
Krajowe obligacje: najgorsze za nami?



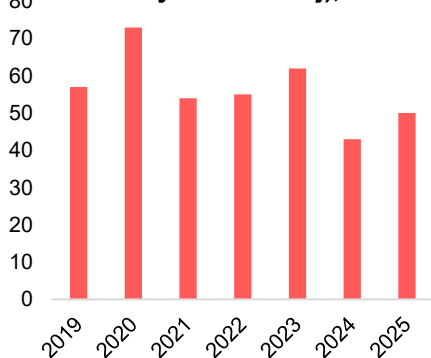
Ogłoszenie planów ekspansji fiskalnej w Europie na początku marca przesunęło w górę również krajową krzywą obligacji, chociaż w mniejszym stopniu, jako że polski deficyt fiskalny i wydatki na obronność wzrosły już wcześniej, co w dużej części było wycenione przez rynek. W efekcie, spread polskich rentowności 10L wobec niemieckiego Bunda zawężił się o niemal 30 pb. Wg nas dalszy spadek spreadu wobec Niemiec i zawężenie spreadów ASW byłoby możliwe w sytuacji osiągnięcia porozumienia o zawieszeniu broni w Ukrainie, które rynek uzna za wiarygodne.

W międzyczasie zaskoczenie niższą od prognoz inflacją w styczniu-lutym ożywiło rynkowe oczekiwania obniżek stóp przez RPP, pomimo jastrzębiego tonu wypowiedzi prezesa NBP. **Zakładamy, że dalszy spadek inflacji i wznowienie obniżek stóp NBP od lipca przesunie w dół krajowe krzywe swap i obligacji w II półroczu**, a wycena malejącej przestrzeni do obniżek w średnim terminie pod wpływem zapowiadającego się ożywienia w Europie może sprzyjać dalszemu stromieniu krzywych.

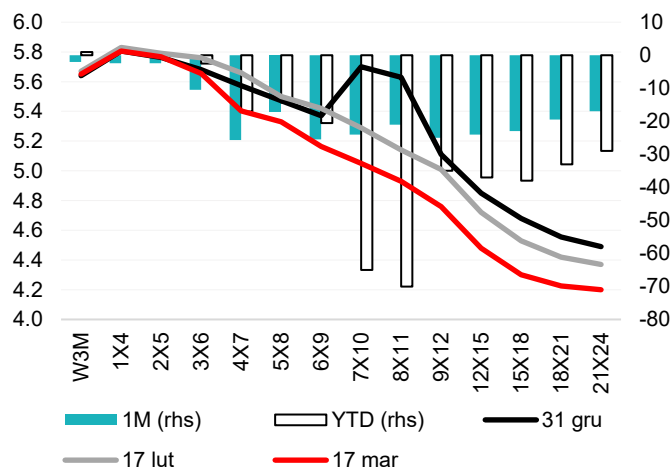
Z drugiej strony, przestrzeń do umocnienia obligacji wciąż jest ograniczona przez dużą podaż długu. Po lutym stopień finansowania potrzeb pożyczkowych brutto (ok. 50%) był poniżej średniej z ostatnich lat, plus przed nami rekordowe wykupy (ponad 110 mld zł do końca br.).



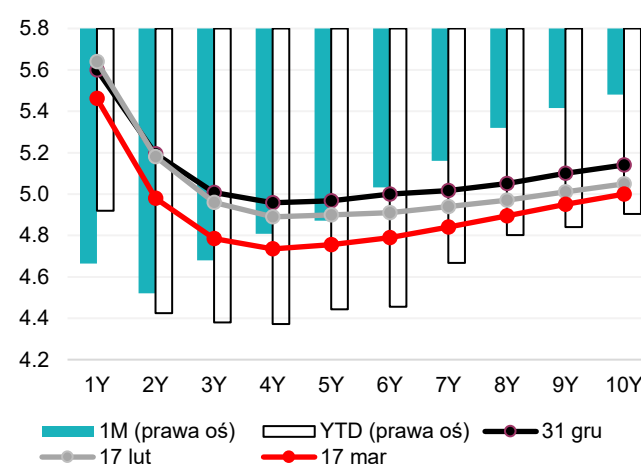
Stożek finansowania potrzeb pożyczkowych brutto na koniec lutego (w odniesieniu do planu z ustawy budżetowej), %



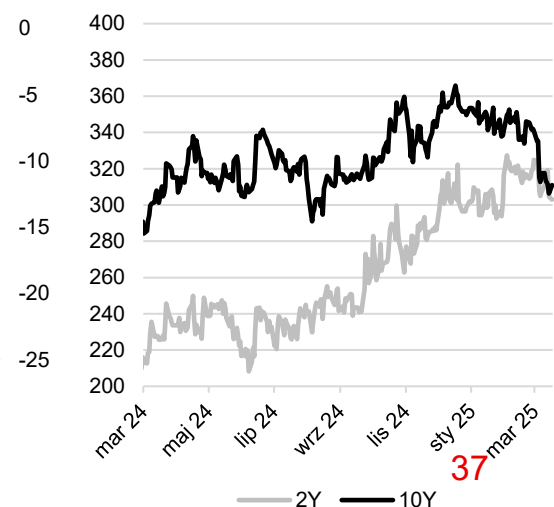
Krzywa FRA



Krzywa IRS



Spread rentowności obligacji PL-DE





Złoty rozpoczął rok od wyraźnego umocnienia

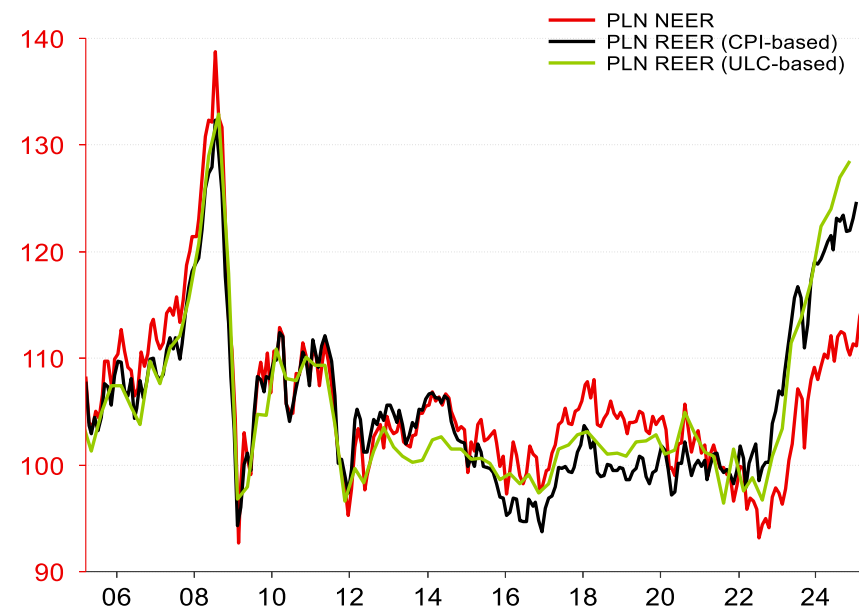
W pierwszych dwóch miesiącach br. złoty był jedną z najszybciej umacniających się walut z rynków rozwijających się, zyskując ponad 3% do euro i ok. 5% do dolara amerykańskiego. Kurs EURPLN przełamywał kolejne bariery, schodząc przejściowo do ok. 4,13, poziomu widzianego ostatnio na początku 2018 r., tj. za pierwszej prezydentury Donalda Trumpa.

W naszej ocenie kluczową rolę w umocnieniu złotego odegrały rosnące nadzieje na zawieszenie walk w Ukrainie, podsycane informacjami o rozpoczęciu rozmów pomiędzy przedstawicielami USA i Rosji. Równoległe, polską walutę wspierał rosnący oczekiwany dysparytet stóp procentowych (sygnalizacja braku warunków do obniżek stóp przez RPP przy oczekiwaniach na dalsze obniżki w strefie euro), a także odporność krajowej gospodarki na stagnację ekonomiczną w strefie euro oraz stosunkowo niska postrzegana ekspozycja na możliwą eskalację sporu celnego między USA i UE.

W marcu umocnienie złotego do euro wyhamowało, być może m.in. w związku z rosnącym przekonaniem, że perspektywa rozejmu w Ukrainie może nie być aż tak bliska, jak wydawało się części inwestorów.

Nadal uważamy, że polska waluta jest bardzo silna w ujęciu realnym. Realny efektywny kurs złotego (REER) umocnił się o około 5% od początku roku i prawie 30% od końca 2022 r., co oznacza znaczną utratę konkurencyjności polskiego eksportu. Wg danych BIS skala umocnienia złotego od początku 2020 r. jest drugą największą (po argentyńskim peso) wśród wszystkich walut uwzględnionych w bazie danych Banku. Taki ruch znajdzie wg nas odzwierciedlenie w pogorszeniu perspektyw dla polskiego przemysłu zorientowanego na eksport, który już teraz zmagają się z przedłużającą się stagnacją gospodarczą głównych partnerów handlowych Polski (w szczególności Niemiec). Jednocześnie, umocnienie złotego sprzyja obniżeniu prognoz inflacji na najbliższe miesiące, co w naszej ocenie powinno ułatwić bankowi centralnemu rozpoczęcie obniżek stóp procentowych w lipcu.

Indeksy nominalnego (NEER) i realnego (REER) efektywnego kursu złotego



Source: LSEG Datastream, Santander

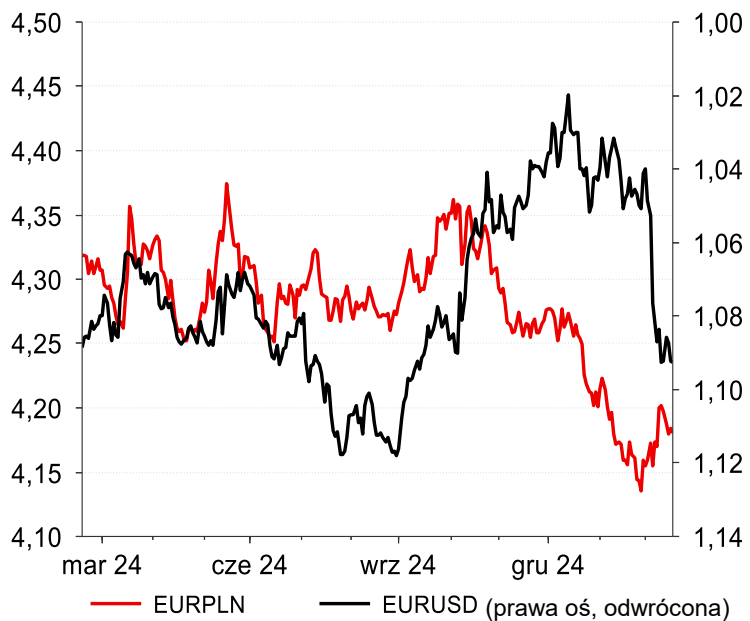


EURPLN może odbić w górę w II półroczu

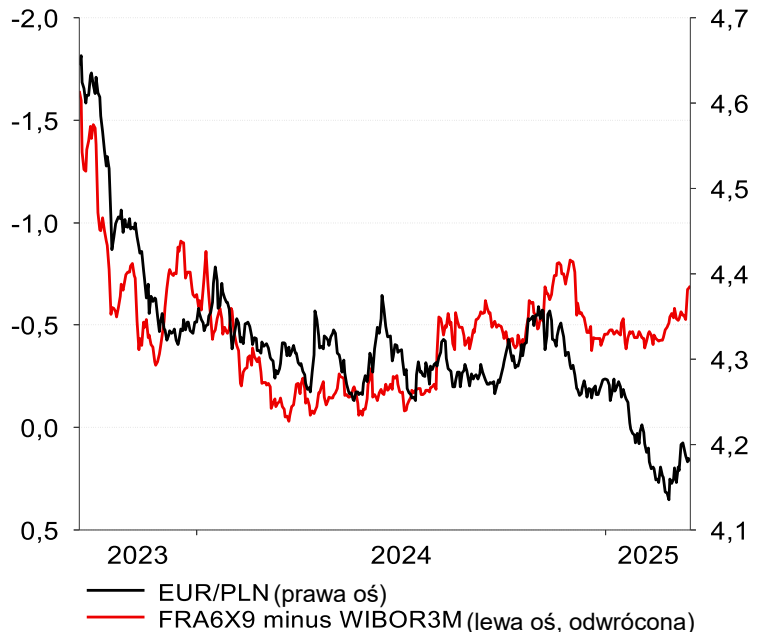
Zakładamy, że kiedy (jeśli) rozmowy o zawieszeniu broni w Ukrainie zakończą się porozumieniem, które rynek uzna za wiarygodne, złoty może się jeszcze umocnić. Biorąc pod uwagę dotychczasowy przebieg rozmów, wydaje się, że może to nie nastąpić tak szybko jak obstawiała część inwestorów, ale roboczo zakładamy, że może to być II kwartał.

W drugiej części roku spodziewamy się jednak stopniowej korekty, gdyż uwaga rynku prawdopodobnie przeniesie się na inne kwestie, w tym możliwy wpływ wojen handlowych na europejską gospodarkę, stopniowe pogarszanie się bilansu handlowego i rozpoczęcie cyklu luzowania polityki pieniężnej NBP (według naszych prognoz pierwsza obniżka w lipcu). Kolejnym fundamentalnym czynnikiem, który - przynajmniej w teorii - powinien działać w kierunku wzrostu EUR/PLN jest przyspieszająca ekspansja podaży pieniądza i bilansu banku centralnego w Polsce w stosunku do strefy euro.

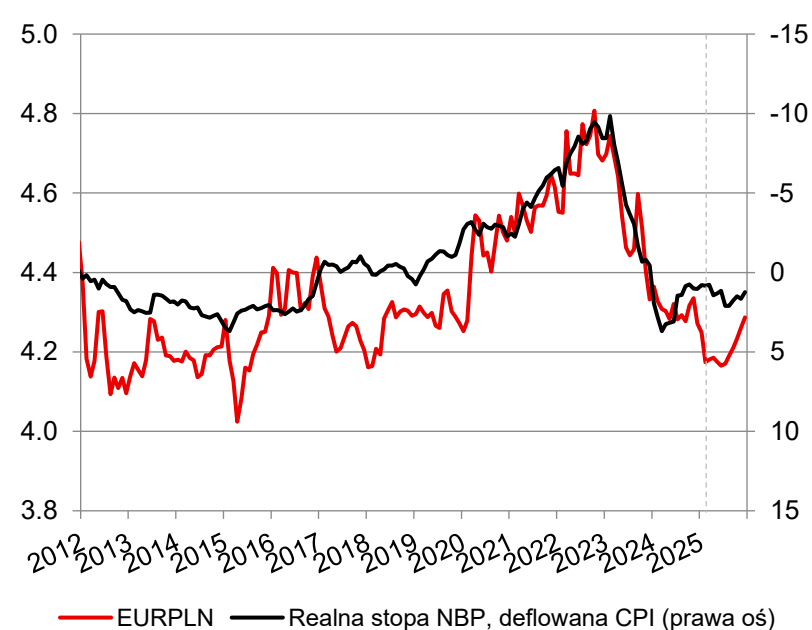
EURPLN a EURUSD



EURPLN a oczekiwania dot. stóp procentowych



EURPLN a realna stopa NBP (odwrócona)



Prognozy

6

Prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	mld PLN	3,100.9	3,401.6	3,617.4	3,874.7	835.8	863.3	905.0	1,013.4	890.1	925.6	968.1	1,090.9
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	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	4.1	4.9	2.3	4.8	4.4	4.8	4.6	4.4	5.2	5.5
Spożycie indywidualne	% r/r	5.4	-0.3	3.1	2.9	4.4	4.6	0.3	3.5	2.5	2.5	3.0	3.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1.7	12.6	1.5	6.7	1.9	3.2	0.1	1.3	2.0	4.0	8.0	9.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	10.4	-2.1	1.1	1.8	-0.1	2.0	1.1	1.4	-0.5	1.7	2.9	3.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7.7	4.8	-7.6	4.9	-8.6	-6.0	-6.8	-8.8	3.9	3.9	6.3	4.9
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.5	-3.6	3.2	4.9	5.0	4.5	1.3	2.2	3.3	2.3	6.0	7.8
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12.1	12.8	13.7	7.6	14.4	14.7	13.4	12.4	8.5	7.9	7.0	6.9
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.0	0.6	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	-0.3	-0.3	0.0	0.2
Stopa bezrobocia*	%	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.0	4.9	5.0
Rachunek bieżący	mln EUR	-14,872	13,485	1,175	-9,103	4,567	501	-4,277	384	895	-1,828	-5,039	-3,132
Rachunek bieżący	% PKB	-2.2	1.8	0.1	-1.0	1.6	1.3	0.5	0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-1.0
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-3.4	-5.1	-6.2	-5.8	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	14.3	11.6	3.6	4.1	2.9	2.5	4.5	4.8	4.9	4.4	3.5	3.6
CPI *	% r/r	16.6	6.2	4.7	3.7	2.0	2.6	4.9	4.7	4.9	4.5	3.6	3.7
Inflacja bazowa	% r/r	9.1	10.2	4.3	3.8	5.4	3.8	3.9	4.1	3.7	3.8	3.8	3.9

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Stopa referencyjna NBP *	%	6.75	5.75	5.75	5.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00
WIBOR 3M	%	6.02	6.52	5.86	5.60	5.86	5.86	5.85	5.85	5.86	5.77	5.56	5.23
Rentowność obligacji 2L	%	6.35	5.67	5.05	4.94	5.05	5.28	4.89	4.99	5.27	5.09	4.83	4.56
Rentowność obligacji 5L	%	6.36	5.66	5.33	5.33	5.19	5.55	5.23	5.34	5.65	5.50	5.23	4.93
Rentowność obligacji 10L	%	6.10	5.83	5.55	5.63	5.36	5.70	5.45	5.70	5.93	5.80	5.55	5.25
IRS 2L	%	6.62	5.63	5.22	4.81	5.22	5.48	5.09	5.07	5.15	4.92	4.68	4.50
IRS 5L	%	5.92	5.01	4.80	4.59	4.70	5.13	4.60	4.77	4.91	4.70	4.48	4.28
IRS 10L	%	5.68	5.10	4.90	4.86	4.77	5.23	4.69	4.92	5.09	4.95	4.80	4.60
EUR/PLN	PLN	4.69	4.54	4.31	4.21	4.33	4.30	4.28	4.31	4.20	4.18	4.19	4.26
USD/PLN	PLN	4.46	4.20	3.98	3.88	3.99	4.00	3.90	4.04	3.99	3.83	3.83	3.86
CHF/PLN	PLN	4.67	4.68	4.52	4.32	4.57	4.42	4.50	4.60	4.44	4.30	4.25	4.28
GBP/PLN	PLN	5.50	5.22	5.09	5.01	5.06	5.04	5.07	5.17	5.03	4.97	4.99	5.07

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **19.03.2025** 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