MAKROskop

Warszawa, 18 czerwca 2025

Wychodzimy na prostą

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Santander

Spis treści

- Podsumowanie s. 3
- Gospodarka światowa s. 7
- PKB s. 11
- Inwestycje s. 13
- Fundusze UE s. 15
- Konsumpcja s. 18
- Rynek pracy s. 20
- Rynek kredytowy s. 23
- Inflacja s. 24
- Polityka pieniężna s. 27
- Polityka fiskalna s. 29
- Rynek długu s. 32
- Rynek walutowy s. 36
- Tabela z prognozami s. 40

Podsumowanie (makro)

Otoczenie globalne, w którym funkcjonuje polska gospodarka, wciąż charakteryzuje wysoka niepewność. Na początku lipca mija 90-dniowy okres zawieszenia tzw. „ceł wzajemnych" ogłoszonych na początku kwietnia przez USA i nie jest wciąż jasne jaki model relacji handlowych się po nim ukształtuje. Powrót do poziomu taryf sprzed objęcia urzędu przez Donalda Trumpa wydaje się mało realny, ale z drugiej strony ryzyko scenariuszy skrajnie negatywnych dla światowego handlu w naszej ocenie zmalało, jako że administracja amerykańska raczej nie wygląda na skłonną do ryzykowania dużych kosztów ekonomicznych i społecznych zbyt radykalnych działań. Jednocześnie, skręt Europy w stronę rozluźnienia reguł fiskalnych i zwiększenia wydatków na zbrojenia i infrastrukturę powinien wygenerować impuls wzrostowy na Starym Kontynencie, który wg nas już od przyszłego roku zacznie przeważać nad negatywnymi efektami większego protekcjonizmu handlowego. Na horyzoncie pojawił się też nowy czynnik niepewności w postaci eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, który na razie trudno skwantyfikować.

Polska gospodarka powróciła na ścieżkę ponad 3-procentowego wzrostu gospodarczego, na której w naszej ocenie ma szansę się utrzymać w kolejnych kwartałach. **Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB na ten rok bliską 3,5%, a na przyszły rok przewidujemy nawet lekkie przyspieszenie do 3,7%.** To scenariusz bardziej optymistyczny od konsensusu, motywowany m.in. naszym umiarkowanie konstruktywnym poglądem na perspektywy gospodarki strefy euro oraz przekonaniem, że krajowy cykl inwestycyjny dopiero się rozkręca i jest nieco opóźniony względem wcześniejszych oczekiwań, w związku z czym jego największy impet przypadnie na rok 2026.

Spodziewamy się utrzymania wzrostu konsumpcji w tym i przyszłym roku w pobliżu 3% r/r, przy stopniowo spowalniającym, ale wciąż realnie dodatnim wzroście płac i lekko poprawiającym się popycie na pracowników. Inwestycje, które już w I kw. 2025 zaskoczyły mocno na plus, powinny się rozpędzić w stronę dwucyfrowej dynamiki na przełomie 2025/2026, wspierane początkowo głównie wydatkami sektora publicznego i coraz większym wykorzystaniem środków unijnych. Ten rok nadal jest trudnym czasem dla eksporterów, ale spodziewamy się stopniowej poprawy w eksporcie i przemyśle wraz z wychodzeniem na prostą koniunktury w strefie euro.

Perspektywy inflacji wyraźnie się poprawiły na początku tego roku, na co złożyła się m.in. rewizja wag w koszyku CPI i w efekcie niższy punkt startowy, większa od prognoz skala umocnienia złotego i spadku cen surowców energetycznych w Europie, niespodziewana obniżka cen gazu zapowiedziana na II półrocze. W efekcie, **od lipca stopa inflacji spadnie wyraźnie poniżej 3% r/r i – o ile konflikt na Bliskim Wschodzie nie wywoła poważnych zawirowań na rynkach surowcowych i finansowych – ma szansę zakotwiczyć się w pobliżu celu inflacyjnego w przyszłym roku**.

Rada Polityki Pieniężnej po dokonaniu zaskakującego gołębiego piwotu w kwietniu i „dostosowawczej" obniżce stóp w maju o 50pb, w czerwcu wróciła do bardziej ostrożnego tonu, podkreślając niepewności i ryzyka unoszące się nad prognozami inflacji. Z wypowiedzi prezesa NBP i członków Rady wynika dość jasno, że do decyzji o kolejnej zmianie stóp mogą nie wystarczyć wyniki lipcowej projekcji NBP - bank centralny będzie zapewne wolał poczekać do jesieni, na rozwianie niepewności odnośnie do kształtu przyszłorocznego budżetu i zmian cen prądu w końcówce roku. **Przewidujemy jeszcze dwie ostrożne obniżki stóp w tym roku – we wrześniu i w listopadzie – oraz dalsze dostosowanie do obniżonej inflacji w przyszłym roku, z docelowym poziomem stopy referencyjnej NBP 4,0%**, nieco powyżej wycenianego obecnie przez rynek.

Sytuacja finansów publicznych nie jest łatwa, ponieważ projekt budżetu na ten rok, podobnie jak na poprzedni, oparty był na zbyt optymistycznych założeniach. W efekcie, deficyt sektora publicznego (GG) w 2024 r. wyniósł 6,6% PKB, znacznie przekraczając oczekiwania, a rząd przesunął prognozę tegorocznego deficytu na 6,3% PKB, widząc ryzyko niższych od planowanych dochodów. **Spodziewamy się utrzymania deficytu fiskalnego w 2026 r. powyżej 6% PKB.** Oznacza to ścieżkę wyraźnie odbiegającą od ustalonej w ramach EDP (5,5% PKB w 2025 i 4,5% w 2026). Nie wykluczamy jednak, że wypełnione zostaną cele EDP – wg prognoz rządowych w 2025 r. wydatki pierwotne netto finansowane ze środków krajowych wzrosną o 5,8%, czyli mniej niż 6,3% ustalone z KE, dodatkowo spod EDP częściowo wyłączone zostaną wydatki na obronność, co w przypadku Polski generuje ok. 1 pkt. proc. „miejsca" w 2025 r. Zaplanowane na 2027 r. wybory parlamentarne sugerują naszym zdaniem, że rząd będzie skłonny do wykorzystania tej dodatkowej przestrzeni na większą ekspansję fiskalną.

Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Pomimo fluktuacji w ostatnich tygodniach, m.in. pod wpływem zmiennych nastrojów na rynkach globalnych i zmian w retoryce banku centralnego, złoty pozostaje mocny, a indeksy nominalnego i efektywnego kursu polskiej waluty są blisko rekordowych poziomów z I kwartału. Zakładamy stabilizację EURPLN w kolejnych miesiącach w trendzie bocznym wokół 4,28. Krajowej walucie może sprzyjać ponownie bardziej jastrzębia retoryka banku centralnego, przesuwająca na później oczekiwane obniżki stóp, oczekiwana przez nas kontynuacja przyspieszenia wzrostu gospodarczego, napędzanego w coraz większym stopniu wzrostem inwestycji oraz ewentualnie dalsze wzrosty indeksów giełdowych. Przeciwko znaczącej aprecjacji złotego będzie naszym zdaniem oddziaływać brak istotnych postępów w rozmowach pokojowych Rosja-Ukraina, nieco większy poziom niepewności nt. krajowej stabilności politycznej oraz trajektorii fiskalnej po wyborach prezydenckich, stopniowo pogarszające się saldo obrotów bieżących. Dodatkowym czynnikiem ryzyka w krótkim horyzoncie jest ewentualny ponowny wzrost globalnej awersji do ryzyka na początku lipca, jeśli po upływie 90 dni od zawieszenia przez D.Trumpa podwyższonych taryf celnych ponownie pojawi się groźba eskalacji napięć handlowych (chociaż bardziej prawdopodobne wydaje nam się jednak przedłużenie status quo), a także możliwa dalsza eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie.

Rynek stopy procentowej

Niekorzystne dla rynków długu środowisko globalne, wzrost lokalnego ryzyka politycznego i perspektywa luźniejszej polityki fiskalnej po wyborach prezydenckich, a także ponowny skręt retoryki banku centralnego w stronę mniejszej skłonności do szybkich obniżek stóp oznaczają naszym zdaniem niewielką przestrzeń do spadków rentowności w najbliższych miesiącach. Z drugiej strony, pole do wzrostu też wydaje się wyczerpywać – spready kredytowe ASW są blisko wyjątkowo wysokich poziomów (wyżej były tylko w okresie globalnego kryzysu finansowego 2008-09), więc ich dalszy wzrost wymagałby scenariusza kryzysowego, którego nie zakładamy.

Prognozy 2025 – co się zmieniło?

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2024	Nasze prognozy w czerwcu 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. Ryzyka dla światowej gospodarki wynikające z globalnych wojen handlowych nieco zmalały, pozytywne efekty europejskiej stymulacji fiskalnej pojawią się z większą siłą dopiero od przyszłego roku.
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. Inwestycje mocno odbiły w górę już w I kwartale, oczekujemy dalszego ożywienia wraz z postępem w wydatkowaniu środków z KPO. Wzrost dochodów realnych powinien podtrzymać ścieżkę konsumpcji.
Rynek pracy	Ożywienie inwestycyjne powinno lekko wesprzeć popyt na pracowników, bezrobocie nadal blisko minimów. Wzrost płac spowolni, ale pozostanie realnie dodatni.	Początek roku przyniósł lekki wzrost bezrobocia, ale rynek pracy nadal mocny. Hamowanie płac może być nieco wolniejsze niż zakładaliśmy.
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.	Prognozy inflacji wyraźnie się poprawiły: niższy punkt startowy, mocny PLN, obniżka cen gazu spowodują, że od lipca do grudnia CPI będzie wyraźnie poniżej 3%, a na początku 2026 może zejść poniżej celu inflacyjnego 2,5%.
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 przybliża się, a nie oddala, co pozbawi argumentów najbardziej jastrzębią grupę członków RPP skupioną wokół prezesa NBP.	RPP obniżyła stopy w maju, dostosowując je do lepszych perspektyw inflacji, ale sygnalizuje ostrożność w dalszych działaniach. Zakładamy jeszcze dwie obniżki stóp o 25pb po wakacjach i docelową stopę NBP na poziomie 4,0% w 2026 r.
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 powyborczy.	Rośnie prawdopodobieństwo wolniejszej konsolidacji fiskalnej. W tym roku deficyt fiskalny (GG) utrzyma się powyżej 6% PKB, dług zbliży się do 60% PKB. Nie liczymy na istotną redukcję deficytu w kolejnym roku.
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.	Rentowności obligacji na świecie nadal w trendzie wzrostowym. Krajowe krzywe przesunęły się mocno w dół w kwietniu pod wpływem zmiany narracji RPP, ale w kolejnych miesiącach nie przewidujemy powrotu do wyraźnych spadków, szczególnie na długim końcu.
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.	Po przejściowym umocnieniu w I kw. EURPLN powrócił w pobliże 4,30 i oczekujemy stabilizacji nieco poniżej tego poziomu w kolejnych miesiącach.

Wzrost gospodarczy

1

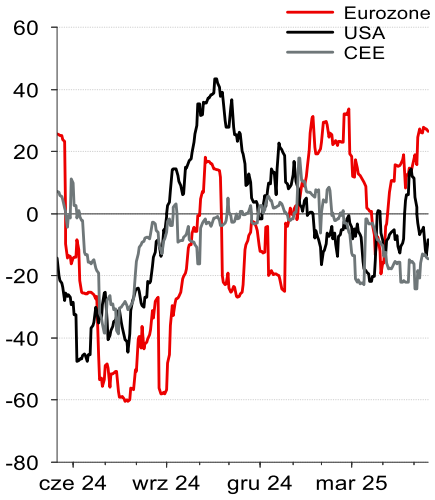
W którą stronę zmierza gospodarka światowa?

Niepewność nt tego jak zmienią się globalne relacje handlowe nie znikła, ale wyraźnie się zmniejszyła i najbardziej pesymistyczne scenariusze wydają się dzisiaj mniej prawdopodobne, jako że administracja USA w naszej ocenie raczej nie będzie skłonna zaryzykować dużych kosztów ekonomicznych i społecznych radykalnych działań. Niemniej, prognozy wzrostu gospodarczego są stopniowo obniżane, w większym stopniu dla USA niż Europy, gdzie bardziej elastyczne podejście do polityki fiskalnej, rosnące wydatki na zbrojenia oraz regulacje promujące handel wewnątrz-wspólnotowy (np. te dotyczące zakupów zbrojeniowych w ramach programu SAFE) powinny co najmniej równoważyć ewentualne napięcia w handlu międzynarodowym.

W sumie, naszym zdaniem wyłania się z tego obraz, w którym pomimo możliwego hamowania w globalnym handlu i przemyśle, **gospodarka strefy euro, a wraz z nią Europa Środkowa, ma szanse na umiarkowane przyspieszenie w przyszłym roku**, podczas gdy USA i kraje azjatyckie, w tym Chiny, utrzymają się zapewne na ścieżce spowolnienia.

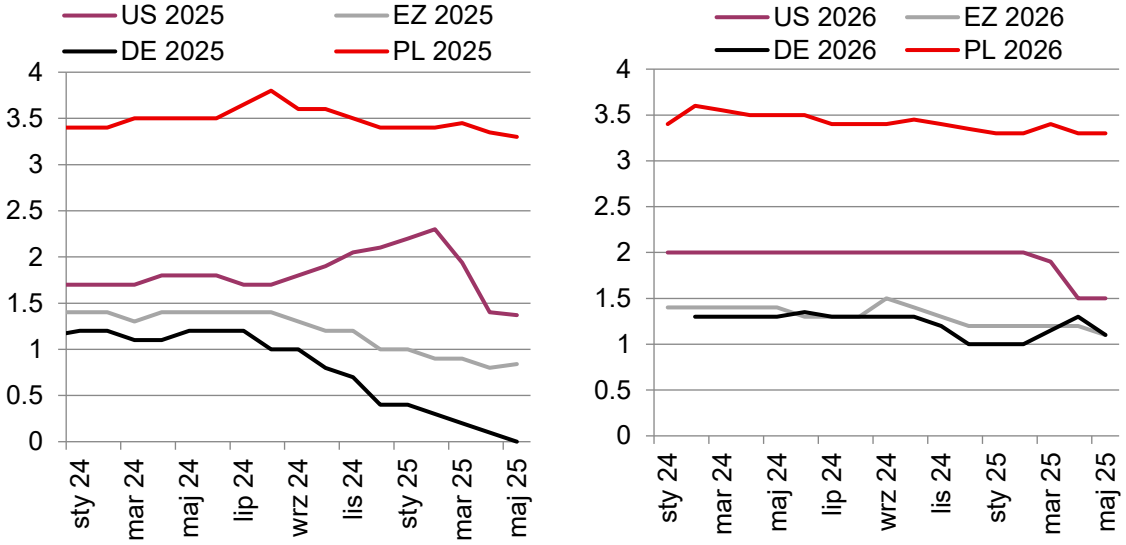
Bloomberg US Trade Policy Uncertainty Index

Indeks zaskoczeń CESI



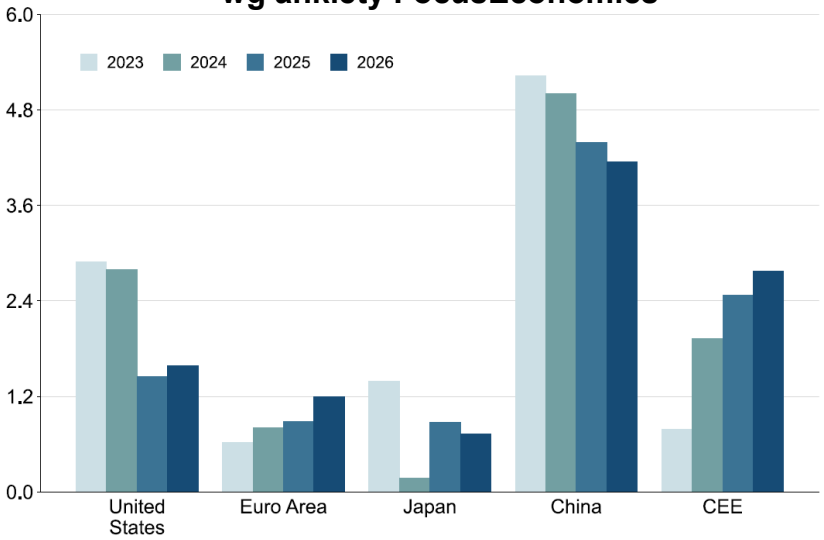
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Ewolucja prognoz wzrostu PKB, mediany z ankiety agencji Bloomberg



Źródło: Bloomberg, Santander

Mediana prognoz wzrostu PKB wg ankiety FocusEconomics



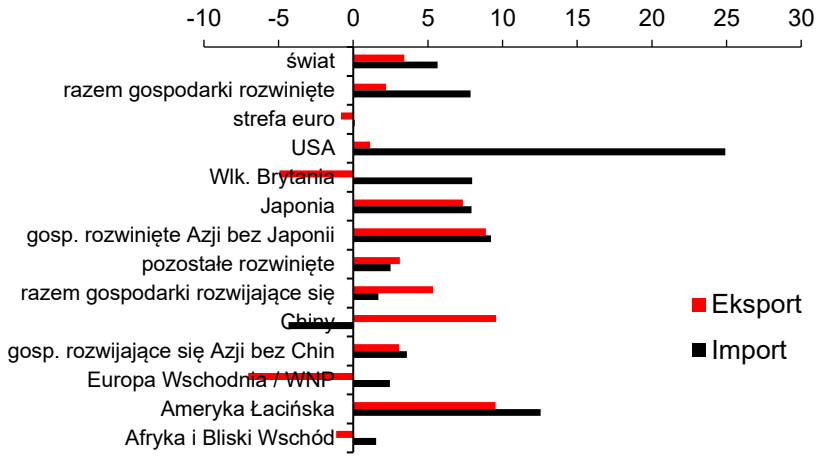
Źródło: FocusEconomics

(Przejściowa?) Poprawa w przemyśle i handlu

Perspektywa wejścia amerykańskich ceł i działań odwetowych a potem ich odroczenie tymczasowo zdynamizowała bieżącą koniunkturę przemysłową na świecie, w szczególności ze względu na wzmożony popyt firm w USA na dobra importowane. Trudno zakładać, że taki czynnik – generalnie niekorzystny dla aktywności gospodarczej – miałby dalej podbijać wyniki.

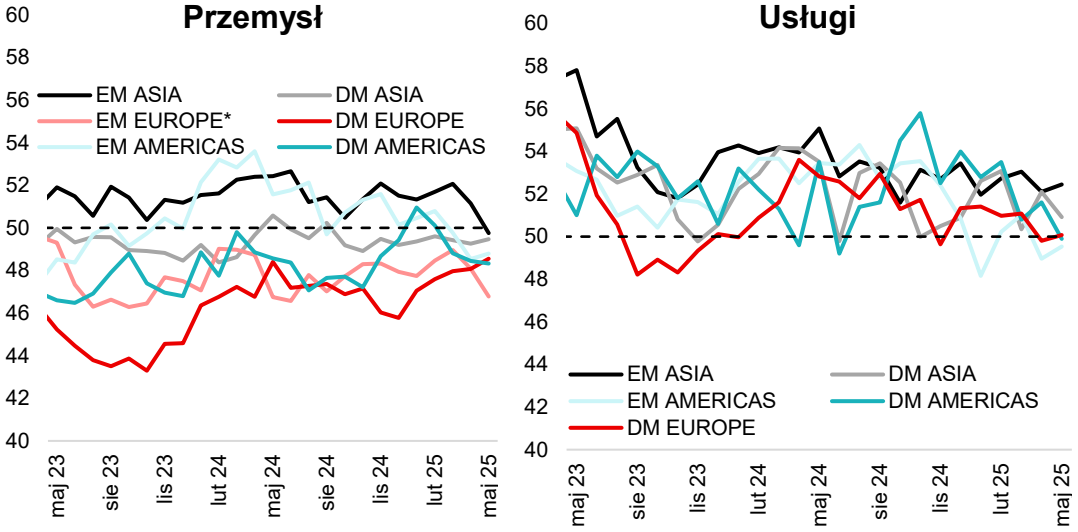
Uznając poprawę z ostatnich miesięcy za przyspieszoną realizację zamówień i gromadzenie zapasów zanim wejdą w życie wyższe cła, spodziewamy się, że kolejne kwartały przyniosą wyhamowanie poniżej trendu obecnego zanim USA zmieniły politykę handlową. Z tego względu światowy handel i produkcja mogą wyglądać gorzej w II poł. roku niż w I półroczu. Zaburzenie wywołane wojnami celnymi nie pozwoli na tak dynamiczny wzrost produkcji i eksportu jak w poprzednich cyklach koniunkturalnych.

Światowy handel – zmiana obrotów w I kw. 2025, % r/r



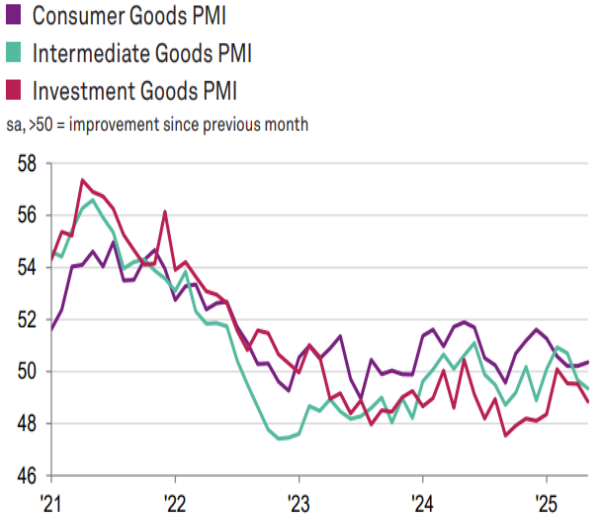
Źródło: CPB World Trade Monitor, Santander

Wskaźniki PMI, ważone średnie wg regionów



Źródło: S&P Global, Santander

Global PMI, wg typu towarów



Źródło: J.P.Morgan, S&P Global PMI

Indeks wolumenu obrotów w handlu światowym wg CPB

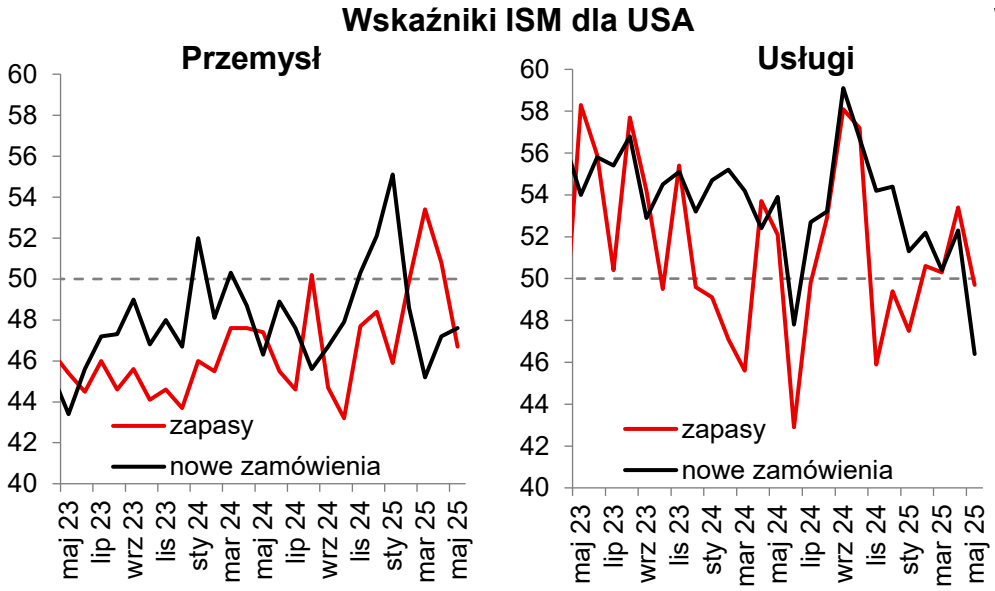
Źródło: LSEG Datastream, Santander

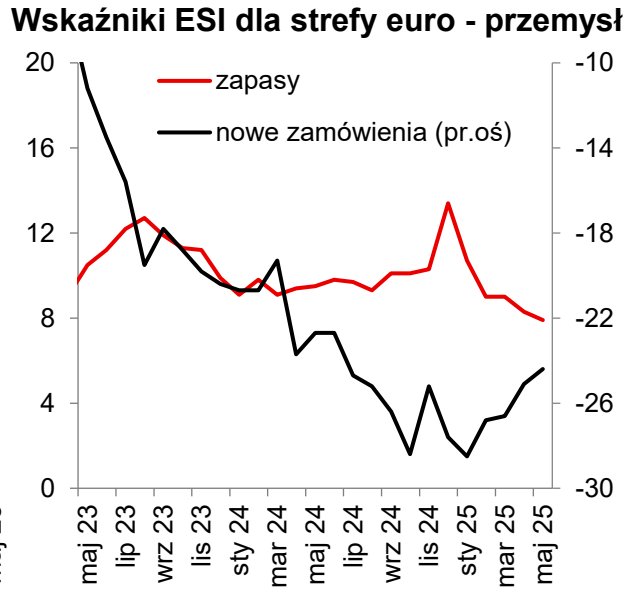
(Przejściowa?) Poprawa w przemyśle i handlu

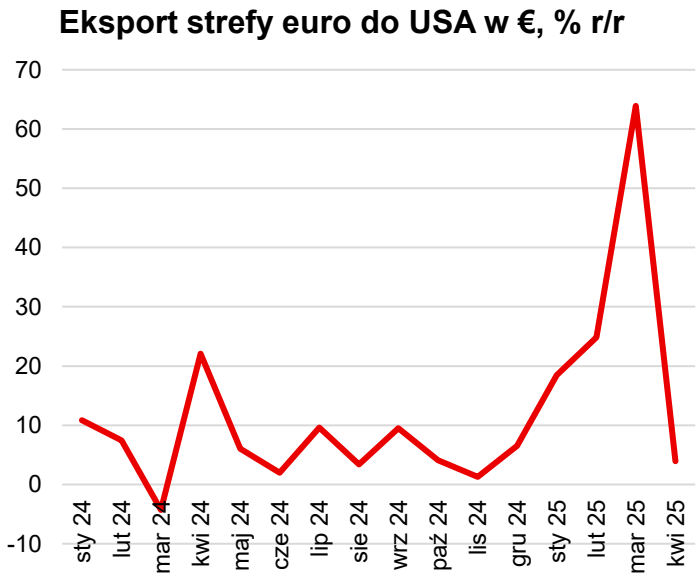
Wg badania ISM, w przemyśle USA doszło na przełomie roku do poprawy w nowych zamówieniach a w kolejnych miesiącach do akumulacji zapasów. Wygląda na to, że obie fale już przeszły. W usługach USA od pół roku słabnie strumień nowych zamówień, za to w okresie grudzień-kwiecień odbijał wskaźnik zapasów. W tym sektorze również ostatnie odczyty sugerują, że fala wzmożonego popytu już przeszła.

W Europie, wg wskaźników ESI miała miejsce krótkotrwała wzmożona akumulacja zapasów w przemyśle na przełomie roku. Ostatnie miesiące są pod znakiem odbicia nowych zamówień, ale poziom opisującego je indeksu pozostaje niski. Poprawa pojawiła się wyraźnie później niż w USA co wg nas oznacza, że może mieć bardziej organiczny charakter tj. wyrażać bardziej długofalową (acz póki co powolną) poprawę w przemyśle europejskim niezależnie od zaburzeń wywołanych amerykańskimi cłami.

Wartość wysyłki towarów do USA ze strefy euro odbiła o 64% r/r w marcu, gdy jeszcze w listopadzie jej wzrost wynosił 1,2% r/r. Jednak dane za kwiecień wskazały na wyraźne osłabienie strumienia eksportu ze strefy euro do USA, nawet jeśli wziąć poprawkę na efekt bazy (nietypowo wysoka dynamika w kwietniu 2024 r.).







Źródło: Bloomberg, KE, Eurostat, Santander

(Przejściowa?) Poprawa w przemyśle i handlu: Polska

W przypadku naszego regionu można zrobić poprawkę na duży niemiecki bodziec fiskalny, który powinien poprawić kondycję tej gospodarki niezależnie od tego jak ukształtują się relacje handlowe UE z USA. Polska powinna przy tym wg nas być mniej wrażliwa niż inne kraje CEE na niemieckie ożywienie, skoro była wcześniej mniej wrażliwa na niemieckie spowolnienie. Polskiemu przemysłowi sprzyja też wciąż solidny popyt wewnętrzny, czego potwierdzeniem jest wzrost zatrudnienia w branżach nastawionych na rynek krajowy.

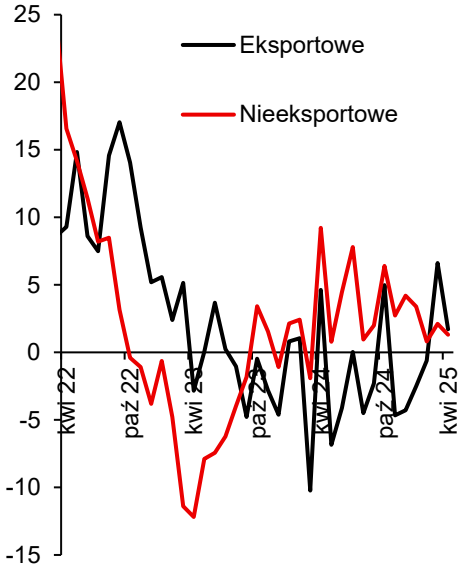
W ostatnich miesiącach pewna poprawa wskaźników koniunktury ESI w polskim przemyśle miała miejsce i dotyczyła bieżącej produkcji, nie była jednak spektakularna. Nie towarzyszył jej też większy popyt na czynniki produkcji ze strony firm ani równoległa poprawa wskaźnika oczekiwanej przez nie produkcji. Z kolei węższy, bardziej zmienny i bardziej skupiony na firmach eksportowych indeks PMI wskoczył w lutym powyżej 50 pkt po raz pierwszy od trzech lat na trzy miesiące, po czym odnotował największy spadek od trzech lat.

Wg nas w Polsce trudno mówić o istotnej fali wzmożonego popytu wywołanego zmianą polityki handlowej USA. A skoro takiego wzrostu szczególnie wyraźnie nie widać to i nie ma powodu, by obawiać się postępującego za nią pogorszenia koniunktury.

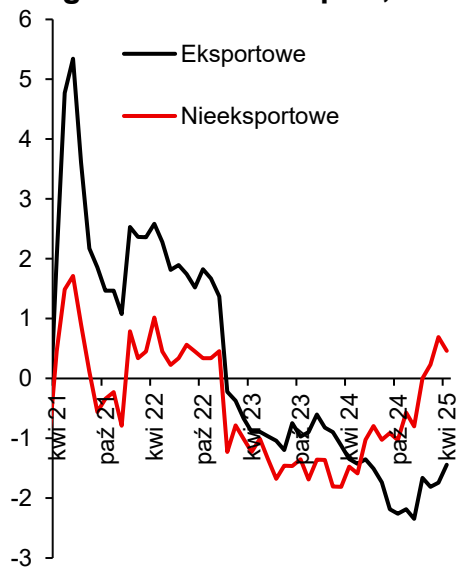
Chwilowa poprawa w eksporcie w lutym i marcu była maskowana tym, że akurat wtedy wyhamowała produkcja działów przemysłu nastawionych na rynek krajowy. Zatrudnienie w branżach eksportowych wciąż spada, choć już o mniej niż 2% r/r.

Na wynikach polskiego przemysłu odbijają się, niezależnie od polityki celnej USA, trudności europejskiego sektora samochodowego. Do tego wciąż produkcja konsumpcyjnych dóbr trwałego użytku (RTV, AGD, meble) nie dostarcza takiego wkładu do produkcji ogółem jak w poprzednich cyklach. Rewizja globalnych powiązań handlowych i negocjowanie nowych umów może rodzić wątpliwości czy UE podejmie się ochrony tych rynków przed importem z zewnątrz, czyli włączy się w wojny celne już nie tylko przeciw USA.

Produkcja, działy przemysłu wg zaangażowania w eksport, %r/r

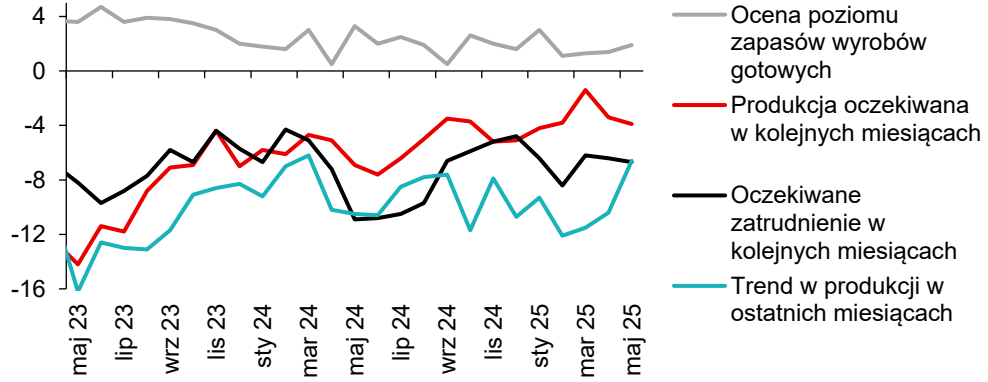


Zatrudnienie, działy przemysłu wg zaangażowania w eksport, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Wybrane wskaźniki ESI dla polskiego przemysłu



Źródło: KE, Santander

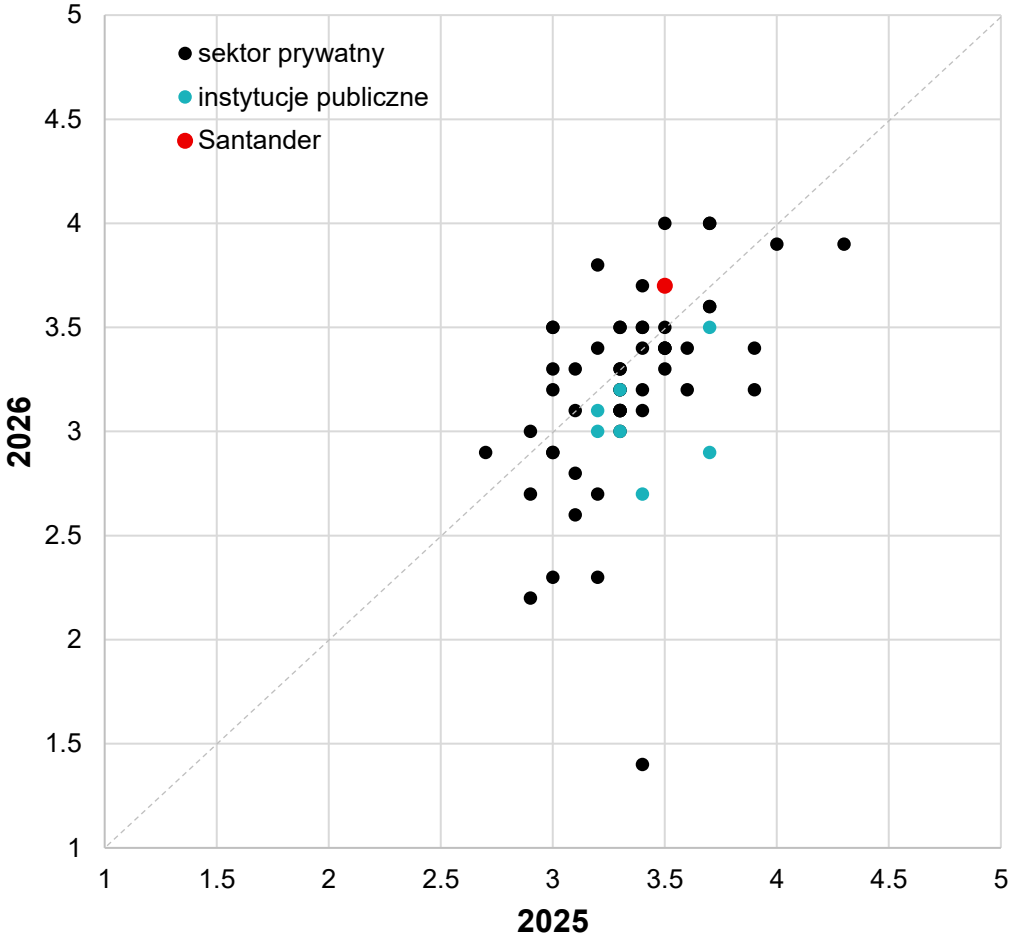
Polska: lepiej czy gorzej w 2026?

Ostatnie miesiące przyniosły obniżenie mediany prognoz wzrostu gospodarczego Polski na lata 2025-26 o ok. 0,2-0,3 pkt. proc. Jednocześnie, konsensus wskazuje, że wzrost PKB w 2026 r. będzie wolniejszy niż w 2025 - przewiduje tak ok. 60% spośród 60 instytucji biorących udział w ankietach Bloomberga i FocusEconomics oraz w zasadzie wszystkie instytucje publiczne (MF, NBP, KE, MFW, OECD, EBOR, BŚ).

Naszym zdaniem krajowa gospodarka jest w trendzie ożywienia. Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB na ten rok na poziomie ok. 3,5% i wydaje nam się coraz bardziej prawdopodobne, że 2026 będzie nawet nieco lepszy niż 2025 pod względem wzrostu gospodarczego. Przemawia za tym m.in. opóźnienie w wydatkowaniu środków unijnych, w wyniku którego większa część impulsu inwestycyjnego zrealizuje się dopiero w przyszłym, a nie w tym roku.

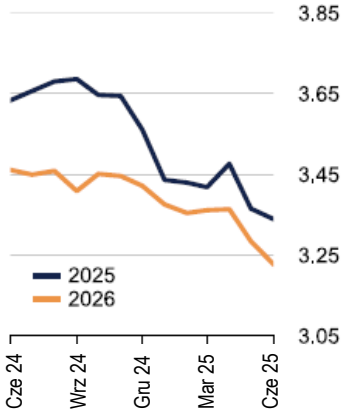
Warto odnotować, że kształt krzywej rentowności wskazuje, że rynek długu też wycenia dalsze stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach.

Prognozy wzrostu PKB dla Polski, %

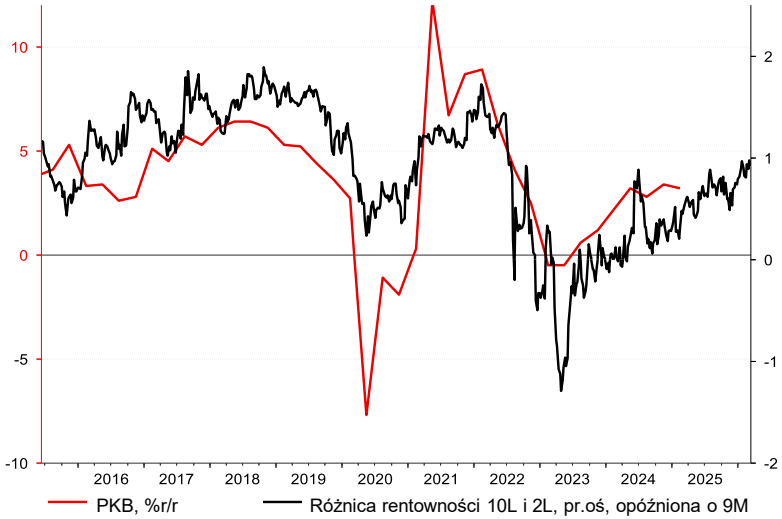


Źródło: Bloomberg, FocusEconomics, Santander

Zmiana mediany prognoz PKB wg FocusEconomics



Wzrost PKB a nachylenie krzywej rentowności



Źródło: LSEG Datastream, Santander

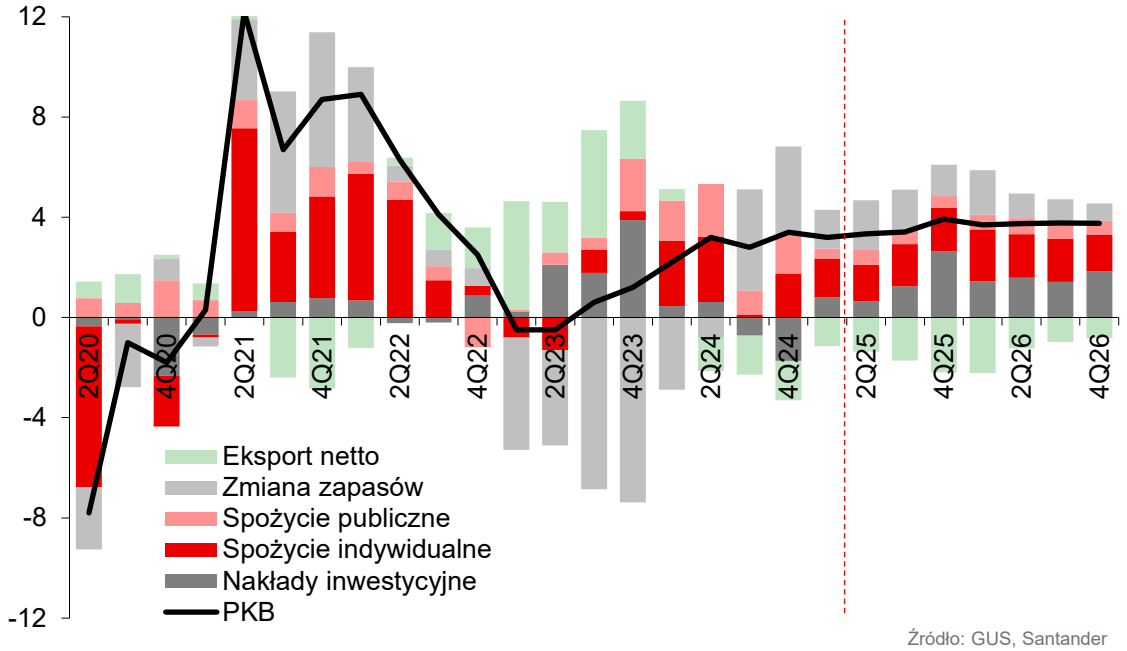
PKB: przyspieszamy w kierunku 4%

Nasze prognozy wskazują, że **tempo wzrostu PKB powinno przyspieszyć w kolejnych kwartałach, zbliżając się do 4% r/r w końcówce tego roku i stabilizując nieco poniżej tego poziomu w 2026 r.**

Głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostanie popyt krajowy – konsumpcja prywatna, rosnąca o blisko 3% r/r w tym i przyszłym roku za sprawą realnego wzrostu dochodów gospodarstw domowych i braku dalszego wzrostu stopy oszczędzania, oraz inwestycje, rozpędzające się do dwucyfrowej dynamiki na przełomie tego i przyszłego roku, finansowane obfitym strumieniem środków unijnych. Wydatkowanie środków z UE w tym roku przebiega nieco wolniej niż sobie wyobrażaliśmy, w związku z czym większa część impulsu inwestycyjnego przesunie się naszym zdaniem na 2026 r. Zmiana zapasów też powinna mieć dodatni wpływ na PKB – to mocno procykliczna kategoria, której w tym roku dodatkowo sprzyja wyprzedzające działanie wielu firm, związane z niepewnością dotyczącą przyszłej polityki celnej.

Handel zagraniczny będzie miał wg nas ujemny wkład netto do wzrostu gospodarczego w tym i przyszłym roku. Nawet jeśli krajowy eksport powinien zacząć wykazywać nieco więcej objawów życia niż do tej pory, za sprawą oczekiwanej przez nas poprawy aktywności ekonomicznej w Europie (wspieranej w coraz większym stopniu stymulacją fiskalną i szeroko zakrojonymi wydatkami na obronność i infrastrukturę), to przyspieszający popyt krajowy będzie oznaczał również większy wzrost importu.

Struktura wzrostu PKB Polski, % r/r



Źródło: GUS, Santander

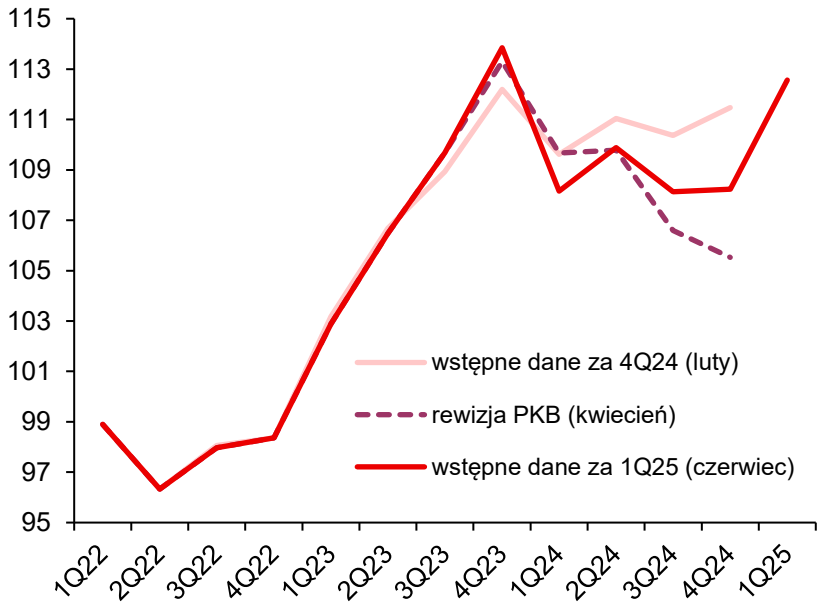
Dochody budżetu z podatków pośrednich a popyt krajowy, ceny bieżące, % r/r

Źródło: MF, GUS, Santander

Inwestycje: sektor publiczny podbija dynamikę

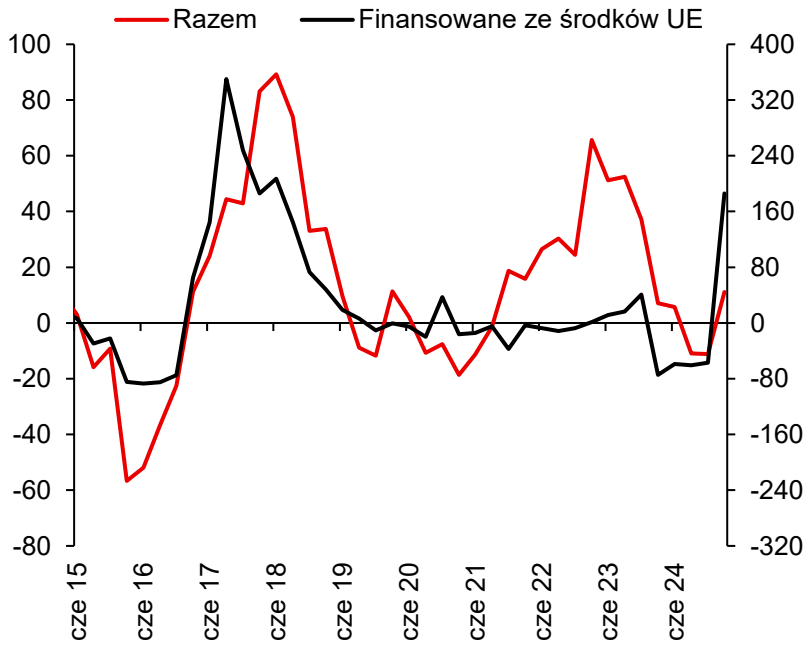
Po kilku kwartałach zastoju inwestycyjnego, a nawet ich wyraźnego spadku w końcówce 2024 r., dane za I kw. 2025 r. pokazały zaskakująco mocne odbicie – wzrost nakładów na środki trwałe o 6,3% r/r po spadku o 6,9% r/r w IV kw. 2024 r. Poprawa wyniku inwestycji nie była dla nas zaskoczeniem, bo stawialiśmy na nią od dłuższego czasu. Sugerowały ją też dane o realizacji umów na finansowanie i płatności środków unijnych, wzrost kosztorysowej wartości nowych inwestycji czy też dane z samorządów, które pokazały wyraźny wzrost nakładów inwestycyjnych, w tym finansowanych ze środków UE. Niespodzianką była jednak skala odbicia. Dekompozycja inwestycji wg rodzajów aktywów pokazała, że za odbicie odpowiadałby przede wszystkim „maszyny i urządzenia, systemy uzbrojenia" oraz nakłady na budowle niemieszkalne. Na tej podstawie twierdzimy, **że poprawa inwestycji była zasługą sektora publicznego, w szczególności wydatków militarnych oraz rosnącego wykorzystania środków unijnych. Oznacza to, że gospodarka weszła na ścieżkę ożywienia inwestycyjnego, ale część ze wzrostu w I kw. 2025 r. wynikała zapewne z czynników jednorazowych.**

Inwestycje, 4Q2019 = 100, wyr.sezon., rewizje danych w ostatnich miesiącach



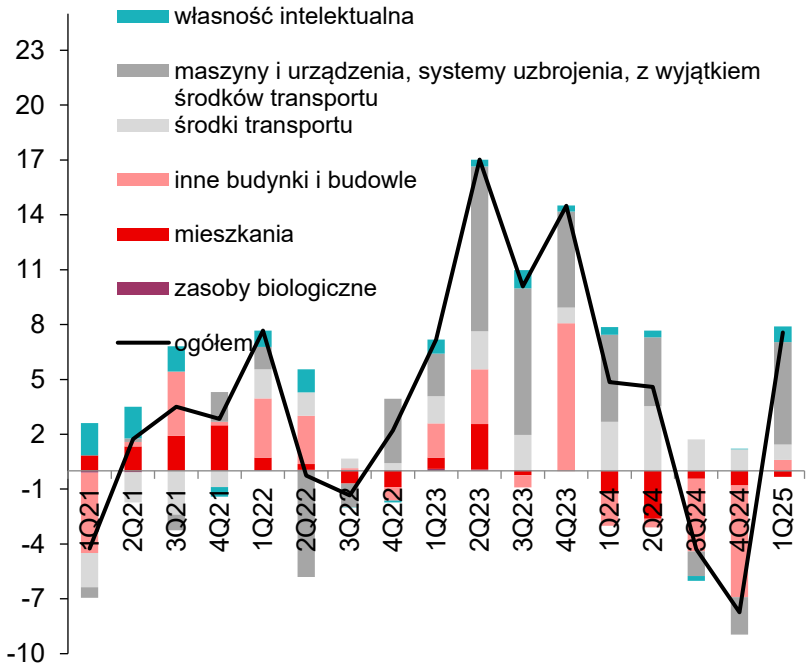
Źródło: GUS, Santander

Inwestycje samorządów, % r/r



Źródło: GUS, MF, Santander

Dekompozycja inwestycji wg typu aktywów, % r/r

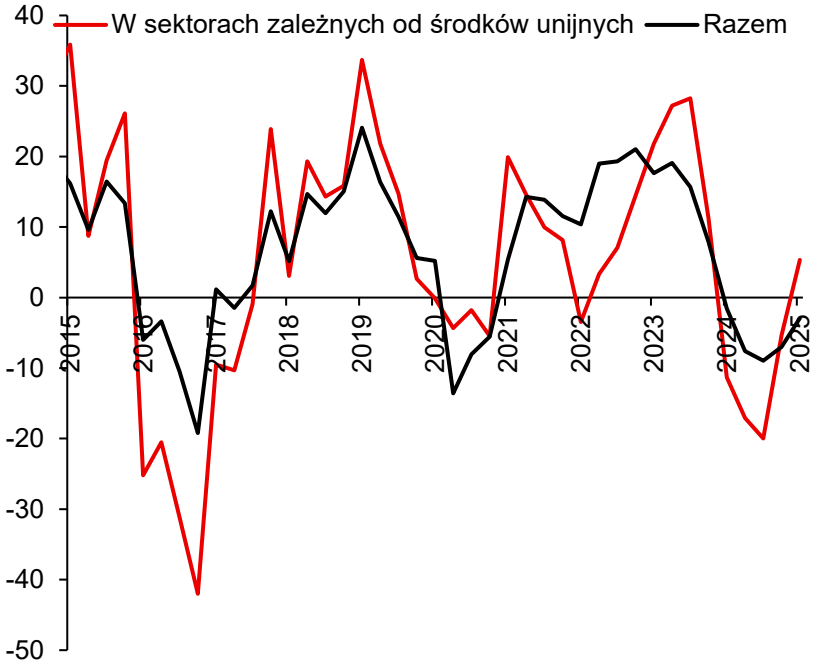


Źródło: Eurostat, Santander

Inwestycje: sektor prywatny pod kreską

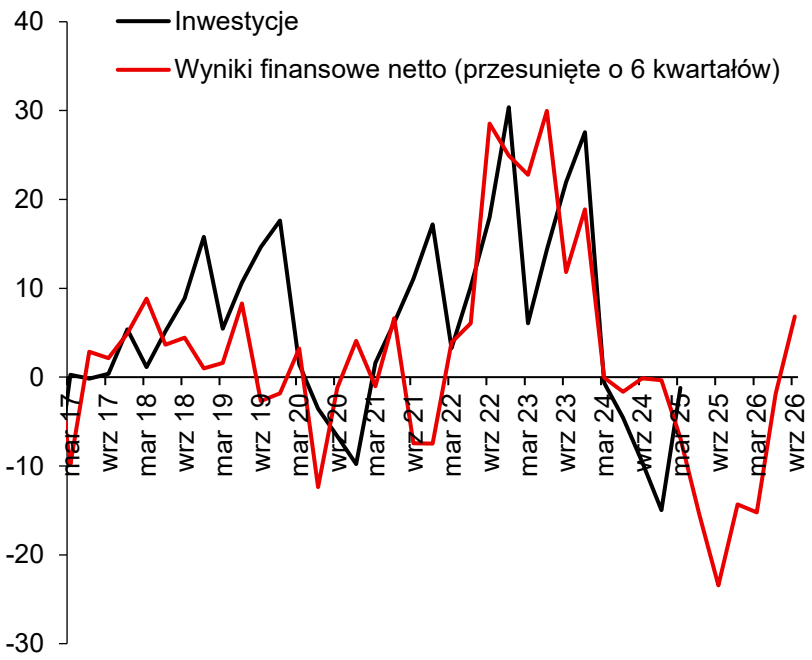
W I kw. 2025 r. inwestycje dużych firm nadal spadały (-3,6% r/r), choć wolniej niż pod koniec 2024 r. (-8,4% r/r). Poprawa była widoczna przede wszystkim w sektorach mocniej korzystających z finansowania unijnego. W I kw. 2025 r. doszło też do lekkiej poprawy wyników finansowych firm, co naszym zdaniem w dalszym okresie będzie miało przełożenie na wzrost aktywności inwestycyjnej sektora. Wyniki ankiet NBP wskazały na pewną poprawę optymizmu inwestycyjnego firm w pierwszej połowie 2025 r. Zakładamy zatem, że **w najbliższych kwartałach poprawiać się będą nakłady inwestycyjne w firmach zorientowanych na finansowanie unijne, ale w pozostałych sektorach ożywienie pojawi się później – na przełomie 2025 i 2026 r.**

Inwestycje w dużych firmach, % r/r



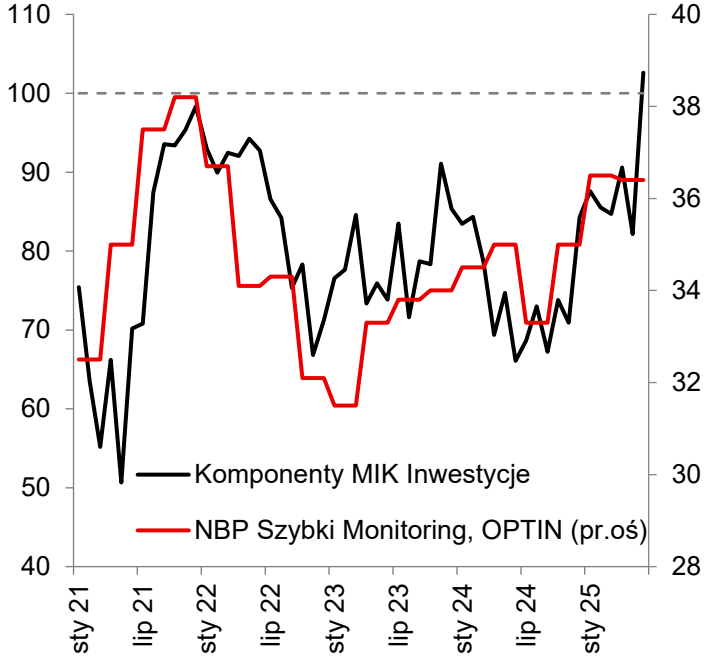
Źródło: GUS, Santander

Inwestycje a wyniki finansowe netto, zmiana r/r mld zł



Źródło: GUS, Santander

Indeks optymizmu inwestycyjnego OPTIN, pkt



Źródło: NBP, PIE, Santander

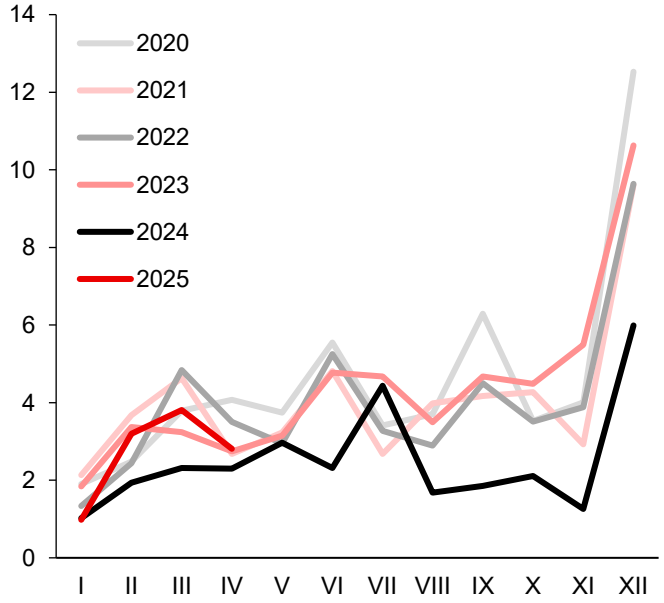
Fundusze UE: wzrost wykorzystania

Od początku roku obserwujemy wyraźne przyspieszenie wykorzystania funduszy europejskich. Ze sprawozdań Ministerstwa Finansów wynika, że całkowite wydatki budżetu środków europejskich w pierwszych czterech miesiącach roku wyniosły 23,4 mld zł, a tym samym wzrosły o 44,0% r/r. Wydatki poniesione w ramach perspektyw finansowych były równe 10,8 mld zł, co oznacza, że zwiększyły się o 42,6% r/r.

Relatywnie wysokie wykorzystanie funduszy unijnych w okresie od stycznia do kwietnia pozwoliło przełamać obserwowany w poprzednich kwartałach trend miarowego spadku wydatków budżetu środków europejskich. Oznacza to, że początek 2025 r. prawdopodobnie stanowił punkt zwrotny w cyklu wykorzystywania finansowania unijnego, co wspiera naszą prognozę mocnego wzrostu inwestycji na przestrzeni całego bieżącego roku.

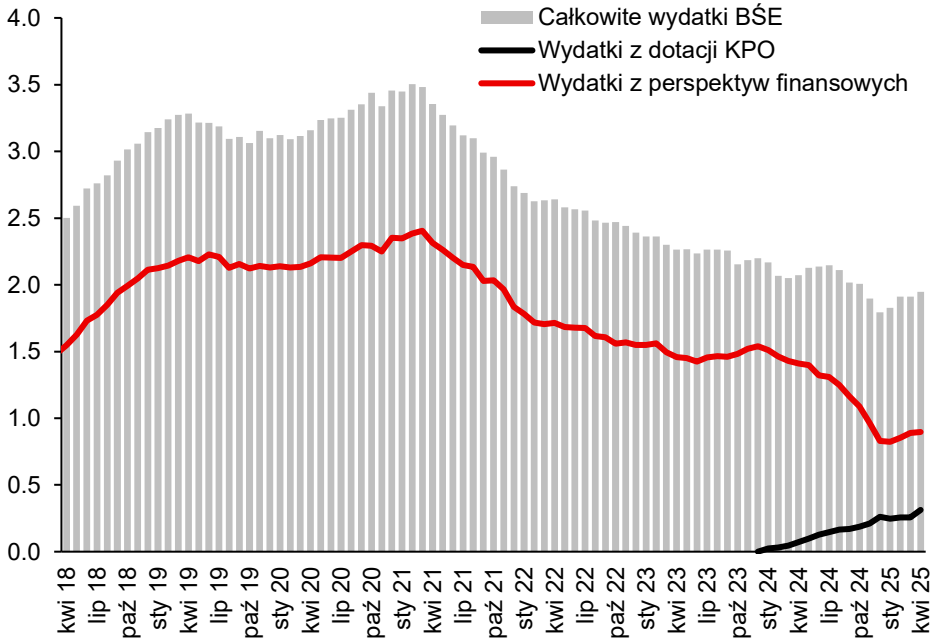
Spodziewamy się, że **w 2025 r. wykorzystanie funduszy perspektywy finansowej na lata 2021-2027 przekroczy 30 mld zł**.

Wydatki budżetu środków europejskich w ramach perspektyw finansowych w ujęciu miesięcznym, mld zł



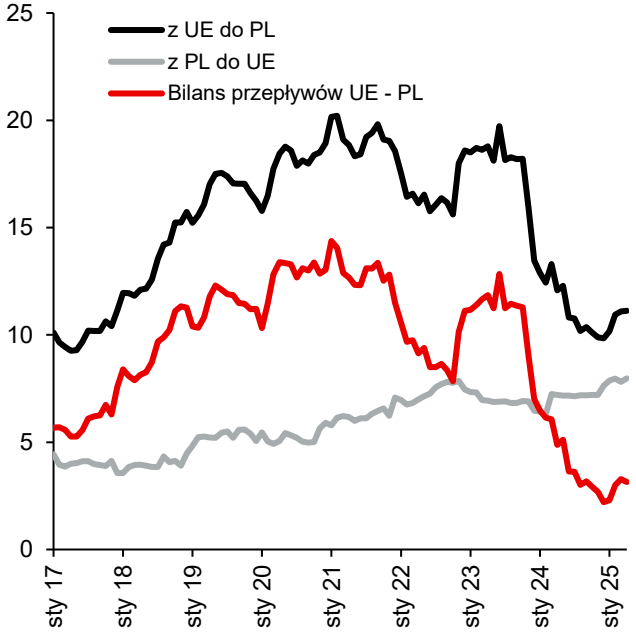
Źródło: MF, Santander

Wydatki budżetu środków europejskich, 12-miesięczna suma krocząca, % PKB



Źródło: MF, GUS, Santander

Transfery między Polską a UE, 12-miesięczna suma krocząca, mld euro



Źródło: NBP, Santander

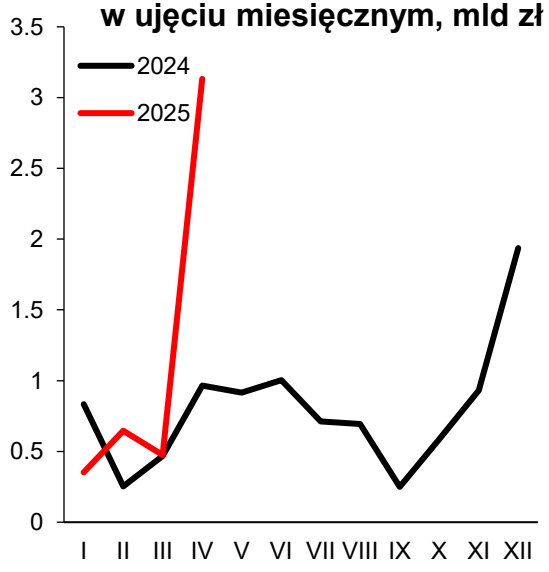
Fundusze UE: co dalej z KPO?

Choć I kwartał br. przyniósł znaczny wzrost wydatków „konwencjonalnych” funduszy unijnych, to w przypadku wydatków dotacji KPO charakteryzował się nikłym postępem. Według danych ze sprawozdań Ministerstwa Finansów wydatki dotacji KPO wyniosły około 1,5 mld zł, a więc były o około 5% mniejsze niż w I kw. 2024 r.

Niemniej, kolejne kwartały powinny przynieść przyspieszenie realizacji KPO. Oczekiwania te wspiera m.in. mocny wzrost wydatków dotacji KPO w kwietniu, równy około 3,1 mld zł. Co więcej, według stanu na 20 maja wartość dotacji z KPO wypłaconych przez PFR wyniosła 20,1 mld zł, co sugeruje, że wykorzystanie dotacji KPO wzrosło od końca I kw. do 20 maja o około 5 mld zł, a w całym II kw. powinno przekroczyć tę kwotę. Trudnym do określenia pozostaje wykorzystanie KPO w drugiej połowie roku, ale wysoki stopień zakontraktowania dotacji, przekraczający 60 mld zł, a także przyspieszenie widoczne w danych z bilansu płatniczego stanowią dobry sygnał.

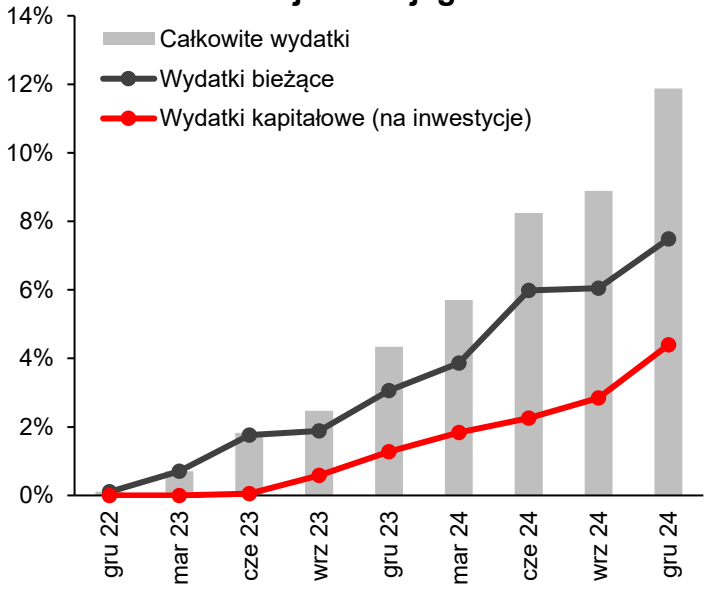
W związku z relatywnie słabą pierwszą połową roku **postanowiliśmy zrewidować naszą prognozę wykorzystania dotacji z KPO w 2025 r. do około 40 mld zł**, poniżej planu z ustawy budżetowej wynoszącego około 50 mld zł. Z drugiej strony, w związku ze zgodą na wydłużenie rozliczania inwestycji z KPO do końca 2026 r., **podwyższyliśmy wykorzystanie dotacji KPO w 2026 r. do około 50 mld zł**.

Wydatki budżetu środków europejskich w ramach dotacji KPO w ujęciu miesięcznym, mld zł



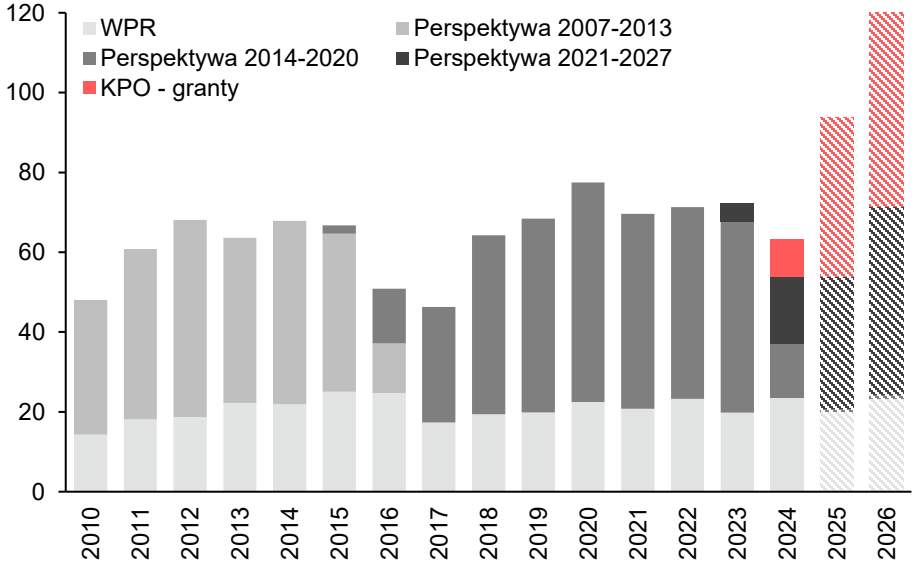
Źródło: MF, Santander

Skumulowane wydatki bieżące i kapitałowe w ramach grantów KPO w bilansie płatniczym, % całkowitej alokacji grantów KPO



Źródło: przybliżenie Santander na podstawie raportu NBP o bilansie płatniczym

Wydatki budżetu środków europejskich, wykonanie i prognoza Santander, mld zł

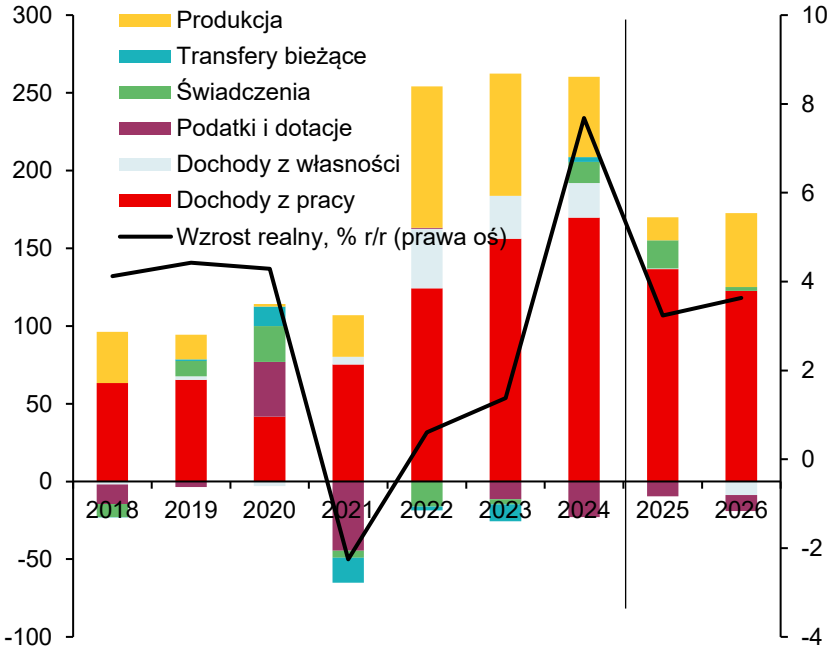


Źródło: GUS, MF, Santander

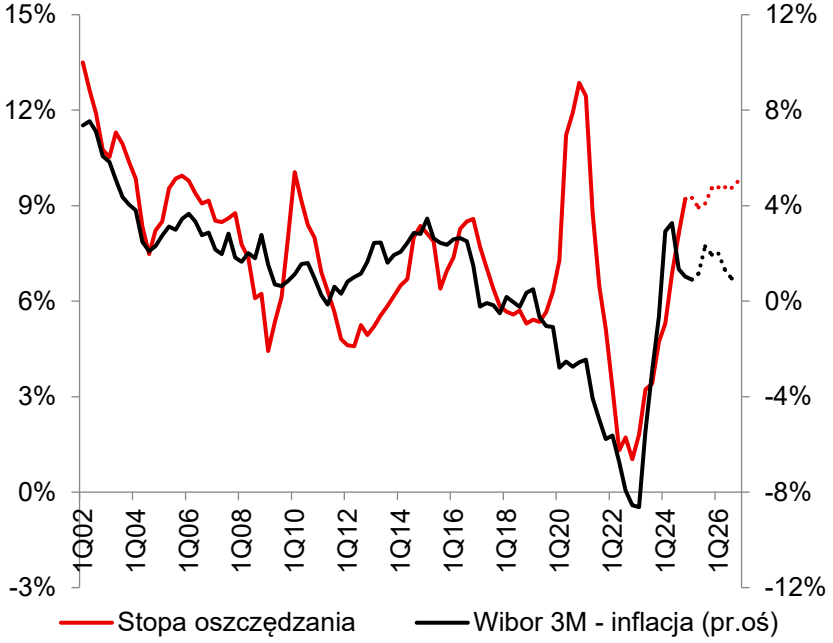
Dochody osobiste będą rosnąć wolniej, ale solidnie

W 2024 r. dochody do dyspozycji gospodarstw domowych urosły realnie o 7,7%, co pozwoliło na wzrost konsumpcji o 3,1% i jednocześnie stopy oszczędzania do 9,2% z 4,7% w 2023 r. **W 2025 i 2026 r. wzrost dochodów osobistych nie będzie już naszym zdaniem tak dynamiczny i realnie wyniesie ok. 3%.** Nie widzimy już miejsca do dalszego wzrostu stopy oszczędzania – jest ona wysoko w porównaniu historycznym, nie spodziewamy się też wydarzeń, które mogłyby ujemnie wpłynąć na optymizm konsumentów i ich skłonność do wydawania. Z drugiej strony, realne stopy procentowe utrzymają się blisko obecnego poziomu, więc naszym zdaniem pole do spadku stopy oszczędzania również jest ograniczone.

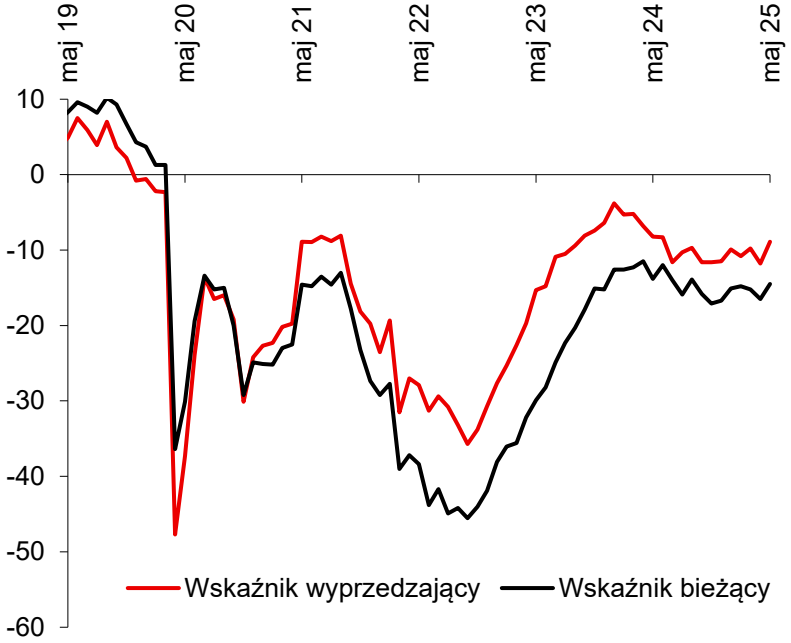
Wzrost dochodów do dyspozycji, mld zł



Stopa oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce a realna stopa procentowa



Wskaźniki optymizmu konsumentów, pkt

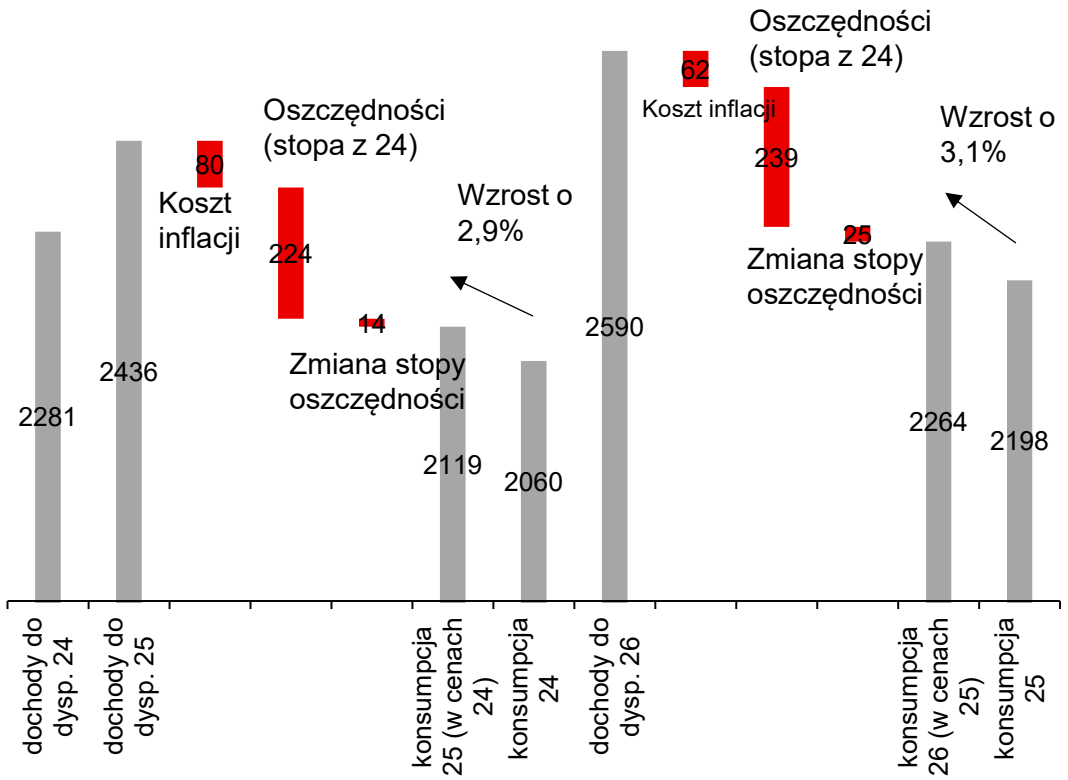


Źródło: GUS, Eurostat, Santander

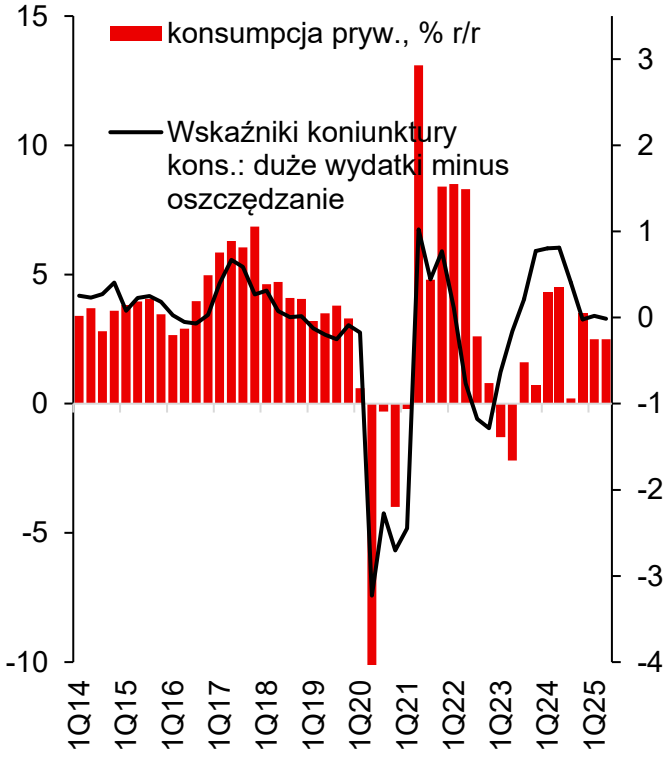
Konsumpcja powinna rosnąć w umiarkowanym tempie

Przy realnym wzroście dochodów na poziomie ok. 3% oraz stabilnej stopie oszczędności **spodziewamy się utrzymania wzrostu konsumpcji na poziomie ok. 3%, czyli podobnie jak w 2024 r.** Naszym oczekiwaniom sprzyjają pierwsze dane z tego roku – o konsumpcji prywatnej w I kw., o sprzedaży detalicznej, produkcji usług oraz wskaźniki koniunktury konsumenckiej. **Nasze prognozy są raczej ostrożne, bo nie zakładamy istotnego spadku stopy oszczędności**. W 2026 r. ryzyko dla dochodów gospodarstw domowych jest naszym zdaniem asymetryczne w górę, gdyż – w obliczu porażki obozu rządzącego w walce o fotel prezydenta – spodziewać można się walki o sympatię wyborców w postaci luźniejszej polityki fiskalnej.

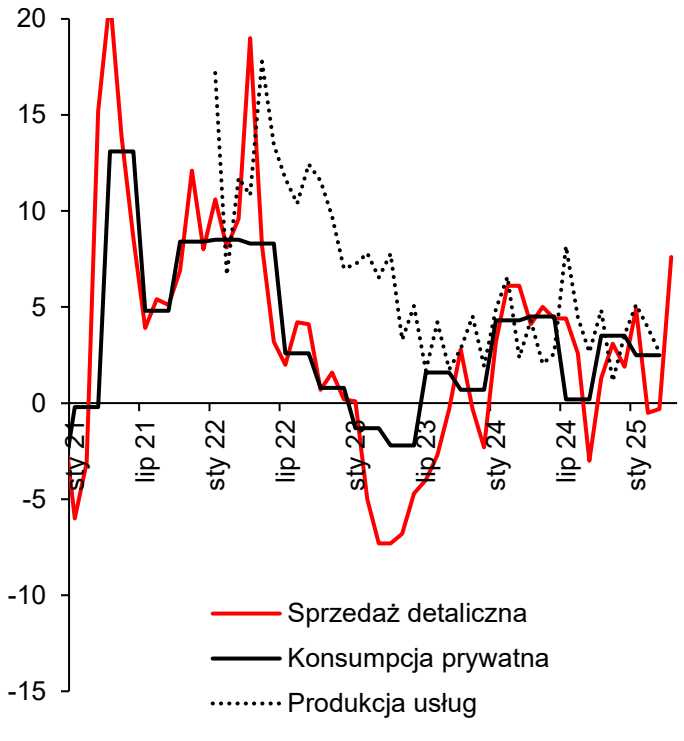
Dochody i konsumpcja w 2025 i 2026 – dekompozycja



Konsumpcja prywatna a koniunktura konsumencka



Konsumpcja prywatna a sprzedaż detaliczna i produkcja usług



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

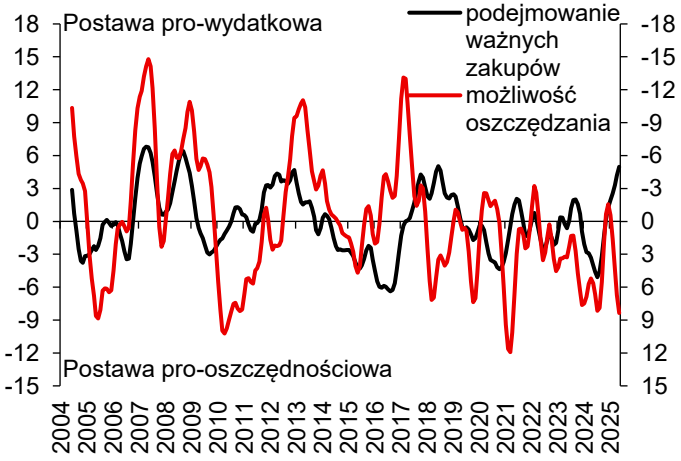
Konsumpcja: rosną wydatki na dobra trwałe

Rok 2024 i I kw. 2025 r. pokazały, że całkiem dobry wzrost konsumpcji może iść w parze z historycznie wysoką stopą oszczędzania. Umożliwił to pokaźny wzrost dochodów realnych, który wg nas istotnie rozszerzył grono osób mogących pozwolić sobie na odłożenie części bieżącego dochodu na później - wg badania koniunktury konsumenckiej GUS ze średnio ok. 50% w 2023 r. do ok. 60% w 2024 r. i przeciętnie 61,7% w okresie styczeń-maj br. Stąd ostatnie rekordowe poziomy wskaźnika możliwości oszczędzania w tymże badaniu nie muszą oznaczać zdecydowanego zaciągnięcia wydatkowego hamulca przez gospodarstwa domowe. Obniżka stóp wzmocniła sprzedaż kredytów, więc być może odbije się też na ochocie na oszczędzanie. Prognozując konsumpcję przyjęliśmy jednak konserwatywnie utrzymywanie się stopy oszczędzania na podwyższonym poziomie.

Okazuje się, że apetyt na podejmowanie dużych wydatków jest teraz całkiem spory. Opisujący go podawany przez GUS wskaźnik korygujemy o indeks opinii konsumentów o własnej sytuacji finansowej. Tak uzyskana miara uzyskała w maju jeden z najwyższych wyników ostatnich 20 lat. Ta otwartość na duże wydatki może się brać m.in. ze zmiany technologicznej jaka dokonuje się w ostatnich latach na rynku motoryzacyjnym. Wśród aut nowych, te z napędem alternatywnym stanowią już w Polsce połowę sprzedaży. Przez ostatnie 1.5 roku konsumpcja dóbr trwałego użytku (gdzie wchodzą auta) dawała solidny, wyraźnie większy niż we wcześniejszych latach wkład do wzrostu konsumpcji prywatnej ogółem.

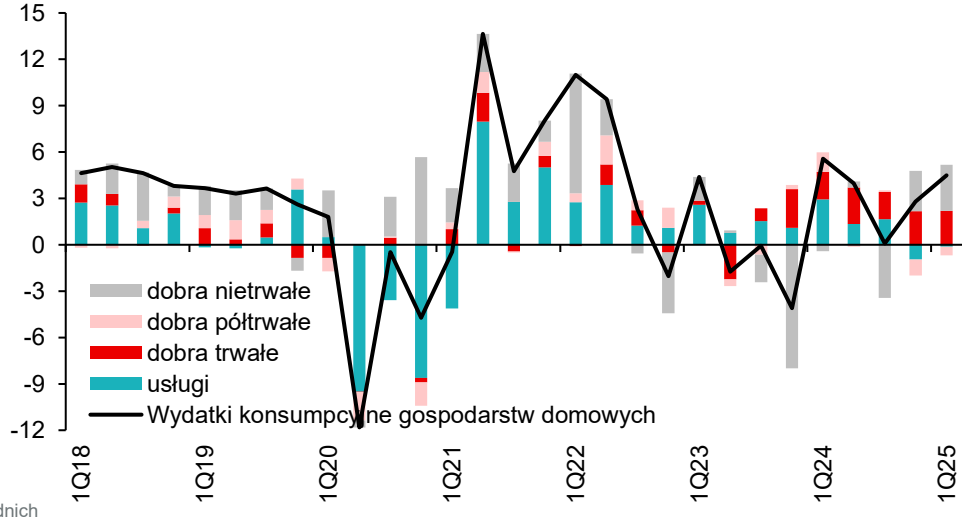
Struktura wzrostu konsumpcji wskazuje jednocześnie na zanik w ostatnich kwartałach wsparcia ze strony usług. Ich ponowne przyspieszenie jest jednak wg nas kwestią czasu, bo poziom ich konsumpcji wciąż zdecydowanie odstaje w dół od przedpandemicznego trendu (za to w przypadku dóbr trwałych już rok temu przekroczył linię trendu).

Wskaźniki nastawienia konsumentów wobec wydatków i oszczędzania

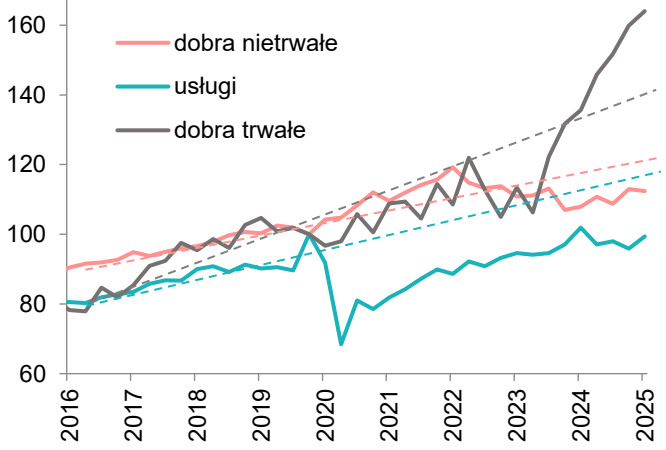


Wyliczane jako reszty z modelu odpowiednich wskaźników koniunktury konsumenckiej GUS objaśnianych sytuacją finansową gosp. domowych

Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, struktura wzrostu r/r



Konsumpcja prywatna w cenach stałych, wyr.sezon., 4Q19=100



Przerywane linie pokazują trend sprzed pandemii

Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Rynek pracy: sprzeczne sygnały (1)

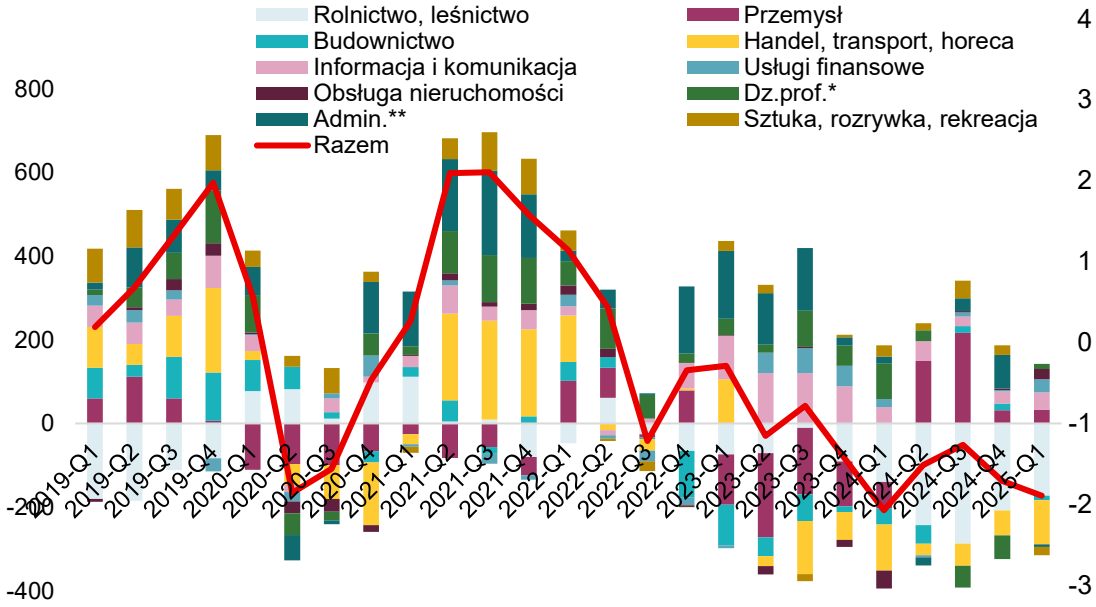
I kwartał 2025 był szóstym z rzędu, w którym spadała liczba pracujących w Gospodarce Narodowej w ujęciu r/r. O spadkach przesądzał w dużym stopniu ubytek pracujących w rolnictwie, podczas gdy sporo branż zwiększało zatrudnienie. W ocenie sytuacji należy też brać pod uwagę czynnik demograficzny. Wg BAEL ludność w wieku produkcyjnym spadła o 0,6% r/r w I kw. a w ub.r. kurczyła się o 0,8-0,9% r/r. Zatem spadek liczby pracujących w podobnej skali należałoby uznać za neutralne zjawisko. Do tego, liczba ubezpieczonych w ZUS była w ostatnich kwartałach stabilna, choć spadała liczba zarejestrowanych w nim Polaków.

Sprzeczności są też w statystykach bezrobocia. Wg Eurostatu liczba bezrobotnych urosła w ostatnich miesiącach i jest najwyższa od połowu 2021 r. Dane BAEL za I kw. podpowiadają, że to wskutek wzrostu liczby osób tracących pracę. Jednak w bezrobociu rejestrowanym nic takiego nie widać a popyt na pracę nie załamał się.

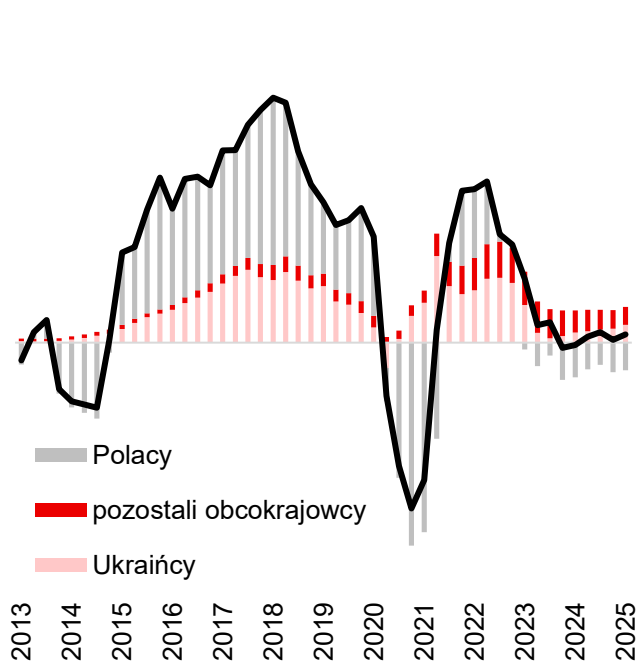
Skłaniamy się ku hipotezie, że za sprzecznościami w danych stoją różnice w obejmowaniu przez dane obcokrajowców, których przybywa na rynku pracy, ale ich obecność ma charakter krótkoterminowy a pracę świadczą często w oparciu o umowy cywilno-prawne.

Generalnie oczekujemy poprawy na rynku pracy w kolejnych kwartałach. **W naszym scenariuszu ważną rolę odgrywa ożywienie inwestycji a to powinno pociągać za sobą co najmniej stabilizację, jeśli nie wzrost zatrudnienia**.

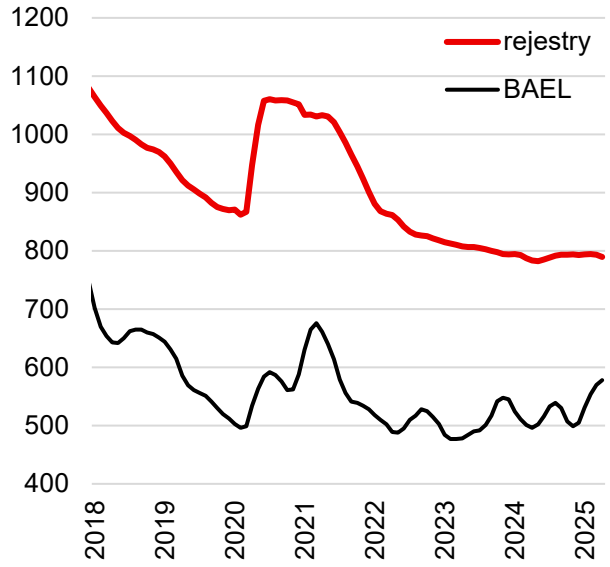
Liczba pracujących w GN, tys. osób r/r



Liczba ubezpieczonych w ZUS, % r/r



Liczba bezrobotnych, dane odsezonowane (tys.)



Santander

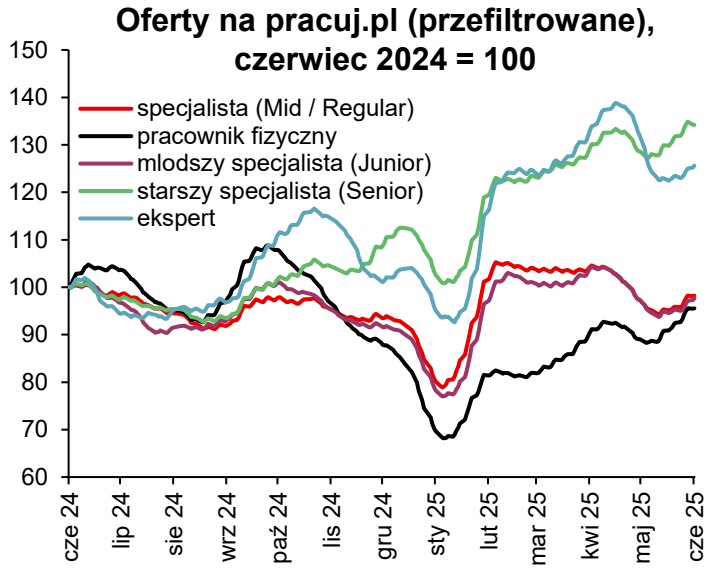
* Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna; administrowanie i działalność wspierająca
** Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe zabezpieczenia społeczne; edukacja; opieka zdrowotna i pomoc społeczna

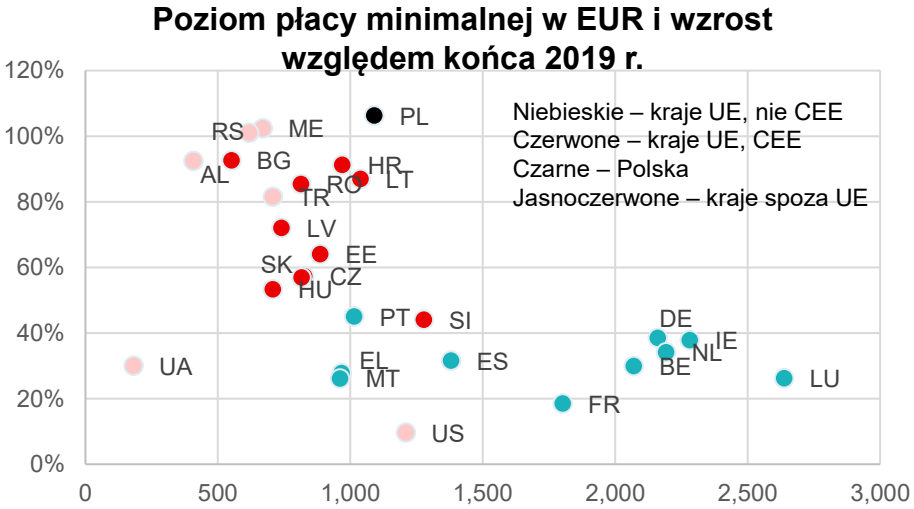
Źródło: Eurostat, GUS, ZUS, Santander

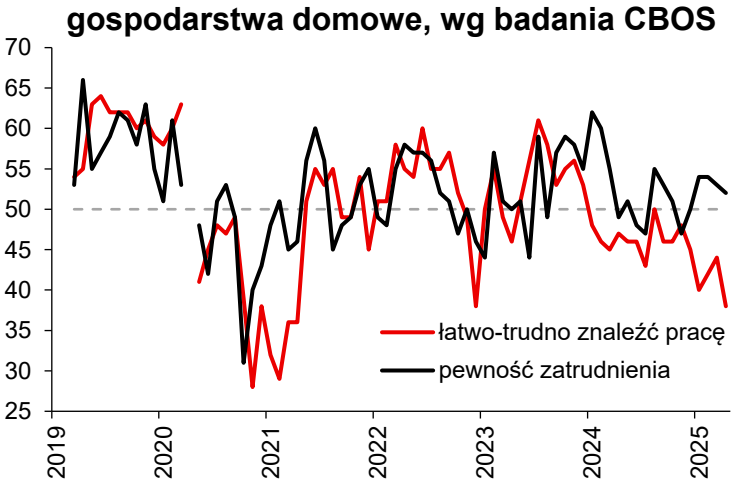
Rynek pracy: sprzeczne sygnały (2)

W ankietach wśród firm przeważają wskazania na utrzymywanie się solidnego popytu na pracę. Potwierdza to liczba internetowych ofert pracy (choć głównie dla osób wykwalifikowanych). Wskaźnik Manpower odniesiony do zmian bezrobocia podpowiada nam, że ten popyt nie prowadzi jednak wzrostu zatrudnienia. Przyczynę widzimy w wyjątkowo małej puli szukających pracy oraz stosunkowo wysokich kosztach pracy. Koszty pracy są najczęściej zgłaszaną teraz przez firmy barierą rozwoju.

W przypadku pracy niewykwalifikowanej rynek jest usztywniony szybko rosnącą w ostatnich latach płacą minimalną - od końca 2019 r. o ponad 100%, najszybciej w CEE. Narastanie bariery wejścia na rynek pracy widać w badaniu CBOS wśród gospodarstw domowych: nie nasilają się obawy o utratę pracy., ale przybywa opinii, że trudno pracę znaleźć. Wnioskujemy, że ze względu na poziom płac firmy zrobiły się „wybredne" są ostrożne i w zgłaszaniu wakatów i przy ich zapełnianiu.







Źródło: Bloomberg, Eurostat, Manpower, pracuj.pl, Santander

Płace hamują, ale nie superszybko

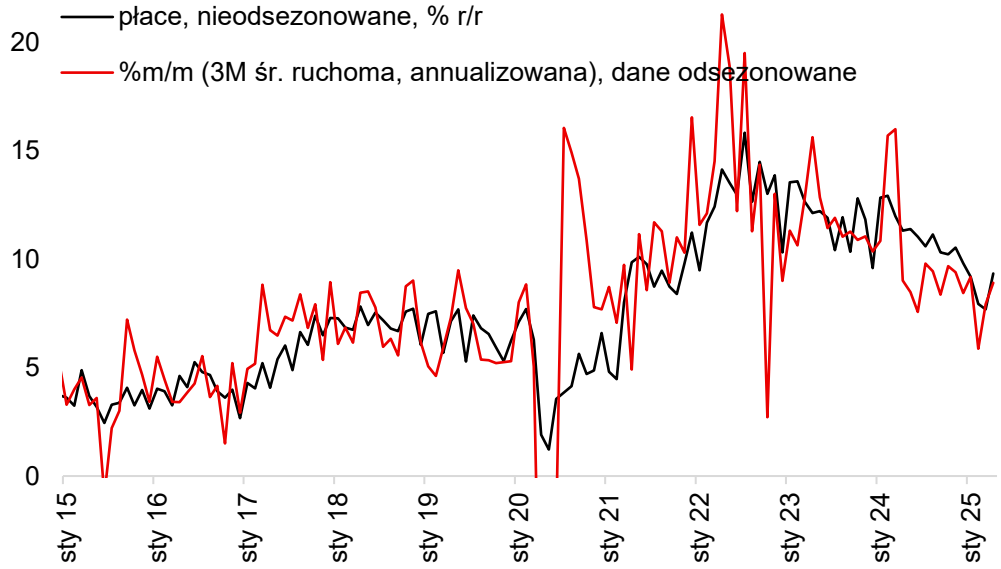
Wzrost płac zwalnia, ale wciąż ma tendencję do zaskakiwania w górę. Wprawdzie dane z sektora przedsiębiorstw za trzy pierwsze miesiące roku pokazały mocne hamowanie, poniżej 8% r/r, co przyczyniło się do gołębiego piwotu RPP, ale już w kwietniu nastąpiło wyraźne odbicie w górę. Co ważniejsze, wzrost płac w całej gospodarce w I kw. 2025 był wciąż dwucyfrowy i wyniósł 10 % r/r, i to pomimo znacznie skromniejszej niż w poprzednich latach podwyżki płacy minimalnej i podwyżek w budżetówce.

Rządowa propozycja podniesienia płacy minimalnej w 2026 r. o 3% po jej wzroście o 8,5% w tym roku i blisko 20% w dwóch poprzednich powinna silnie działać w stronę dalszego hamowania płac w gospodarce.

Podobnie, na rzecz opadającej dynamiki płac działa propozycja podwyższenia wynagrodzeń w sferze budżetowej o 3% w przyszłym roku, wobec 5% w tym roku, nawet jeśli wziąć poprawkę na to, że faktyczna zmiana w budżetówce odbiega od podawanej przez rząd liczby.

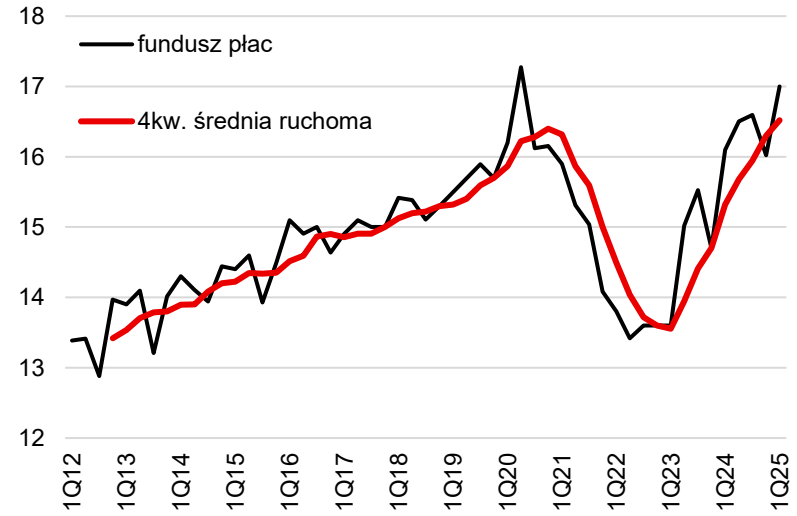
Udział kosztów pracy w dużych i średnich firmach narastał przez ostatnie lata i jest już historycznie wysoki – w okolicy rekordowych poziomów odnotowanych w ostatnich kwartałach przed pandemią. Wzrost udziału kosztów pracy dokonywał się pomimo obniżania się dynamiki wynagrodzeń. Naszym zdaniem przesądzi to niskiej skłonności firm do ulegania presji płacowej w kolejnych kwartałach, czego konsekwencją powinno być dalsze wytracanie tempa przez płace w gospodarce, w kierunku 7% r/r.

Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Bloomberg, Santander

Udział funduszu płac w kosztach przedsiębiorstw zatrudniających 50 i więcej osób



Źródło: GUS, Santander

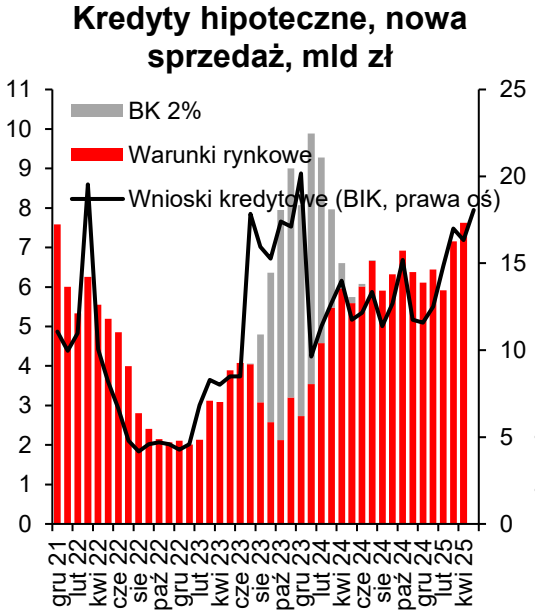
Wysoka aktywność na rynku kredytowym

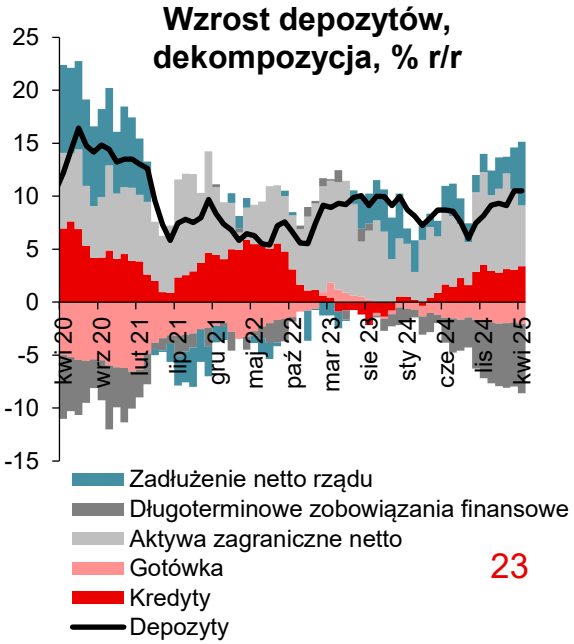
Rynek kredytowy nadal znajduje się w fazie ożywienia. Jest to szczególnie widoczne na rynku kredytów konsumpcyjnych, który bez zatrzymania pnie się w górę, bijąc kolejne rekordy sprzedaży. W kwietniu uruchomiono kredyty konsumenckie o wartości 11,4 mld zł, co jest wartością najwyższą w historii i pobiło poprzedni rekord, który padł ledwie w marcu. Sądzimy, że dość dobra koniunktura konsumencka będzie sprzyjała dalszemu wzrostowi rynku.

W ostatnich miesiącach ujawnił się też impuls w górę na rynku hipotecznym. W marcu i kwietniu sprzedaż przekroczyła 7 mld zł, po raz pierwszy od wyczerpania środków w ramach programu BK2%, a liczba nowych wniosków sugeruje utrzymanie tej tendencji w najbliższych miesiącach. Naszym zdaniem mobilizująco na popyt zadziałała stabilizacja cen nieruchomości, spadek stóp procentowych oraz spadek szans na kolejny program rządowy. Zakładamy stabilizację dynamiki rynku w najbliższych kwartałach.

Nieco słabiej na tle tych dwóch rynków wygląda kredyt dla firm, przy czym nadal sprzedaż utrzymuje się w okolicy rekordowych wartości, plus naszym zdaniem poprawie popytu firm powinno sprzyjać ożywienie inwestycyjne oraz rosnące wykorzystanie środków unijnych. Jak wskazują nasze szacunki, **zwiększenie poziomu zakontraktowania funduszy unijnych przez firmy o 1 mld zł wiąże się ze wzrostem sprzedaży kredytu bankowego dla firm o średnio 0,6 mld zł, co sugeruje, że dalszy rozwój perspektywy finansowej 2021-2027 powinien wpływać stymulująco na popyt na kredyt**.

Zakładamy, że dynamika rynku kredytowego w ujęciu wolumenowym utrzyma się w tym roku na poziomie 5-6% r/r, a w kolejnym może przyspieszyć do ok. 7%. Depozyty będą rosnąć szybciej, 8-9% r/r, m.in. ze względu na luźną politykę fiskalną i wzrost aktywów zagranicznych netto w sektorze bankowym.





Źródło: BIK, NBP, Santander

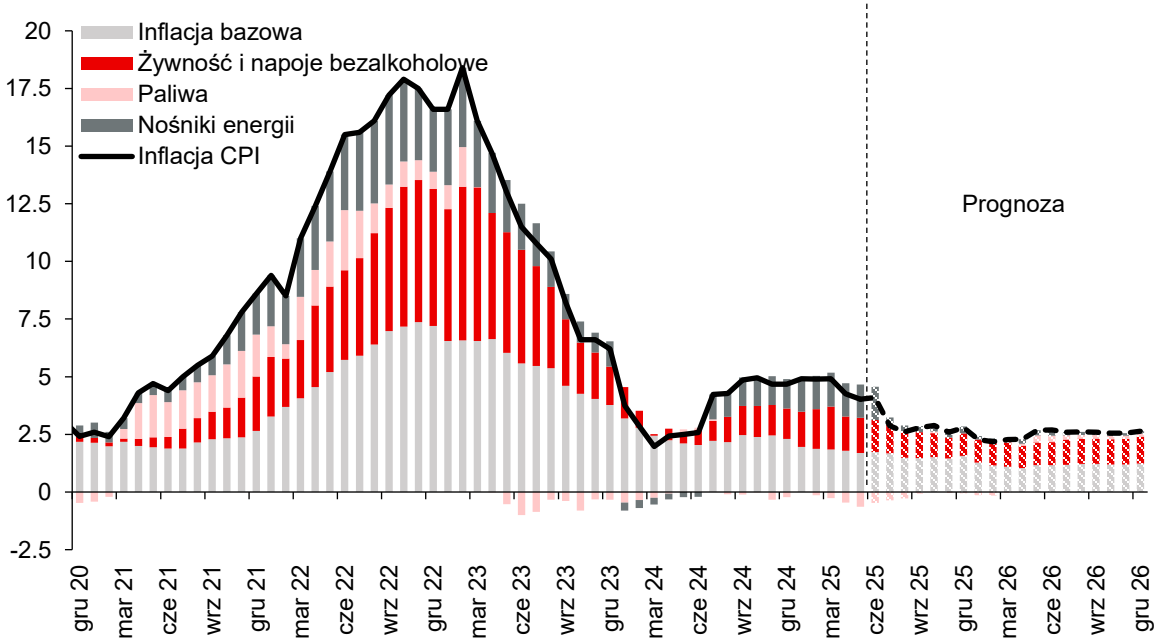
Inflacja: ostatni krok na drodze do pasma odchyleń?

Inflacja CPI z dużym prawdopodobieństwem powróci w lipcu do pasma odchyleń od celu inflacyjnego NBP, równego 2,5% ± 1 pkt proc. Spadek ten będzie w znacznej mierze efektem wysokiej bazy statystycznej, związanej ze wzrostem cen energii w lipcu 2024 r., i zostanie dodatkowo wsparty przez ogłoszoną przez URE obniżkę cen gazu (str. 26). Szacujemy, że czynniki te powinny sprowadzić inflację lekko poniżej 3% r/r. **Przez pozostałą część roku dynamika cen najpewniej pozostanie relatywnie stabilna, fluktuując między 2,6% a 3,0% r/r, a w 2026 r. widzimy sporą szansę na zakotwiczenie CPI w wąskim przedziale wokół celu (2,2-2,7%)**, przy założeniu stabilizacji cen energii i paliw oraz kursów walutowych.

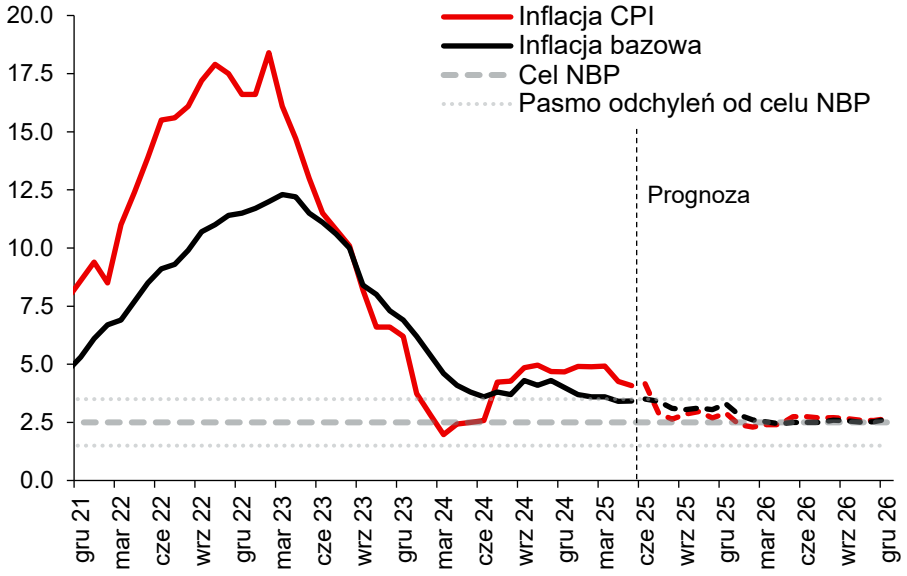
Zmiana cen ropy Brent o każde 10$ przesuwałaby krajową inflację o ok. 0,15 pkt. proc., a zmiana kursu PLN o 10% może zmienić CPI o niemal 1 pkt. proc.

Inflacja bazowa w drugiej połowie br. najpewniej ustabilizuje się nieco powyżej 3% r/r. Niemniej, już na początku 2026 r. dynamika cen bazowych powinna spaść poniżej tego poziomu i na przestrzeni kilku miesięcy powrócić do celu 2,5% r/r.

Struktura inflacji CPI, % r/r



Inflacja CPI i inflacja bazowa, % r/r



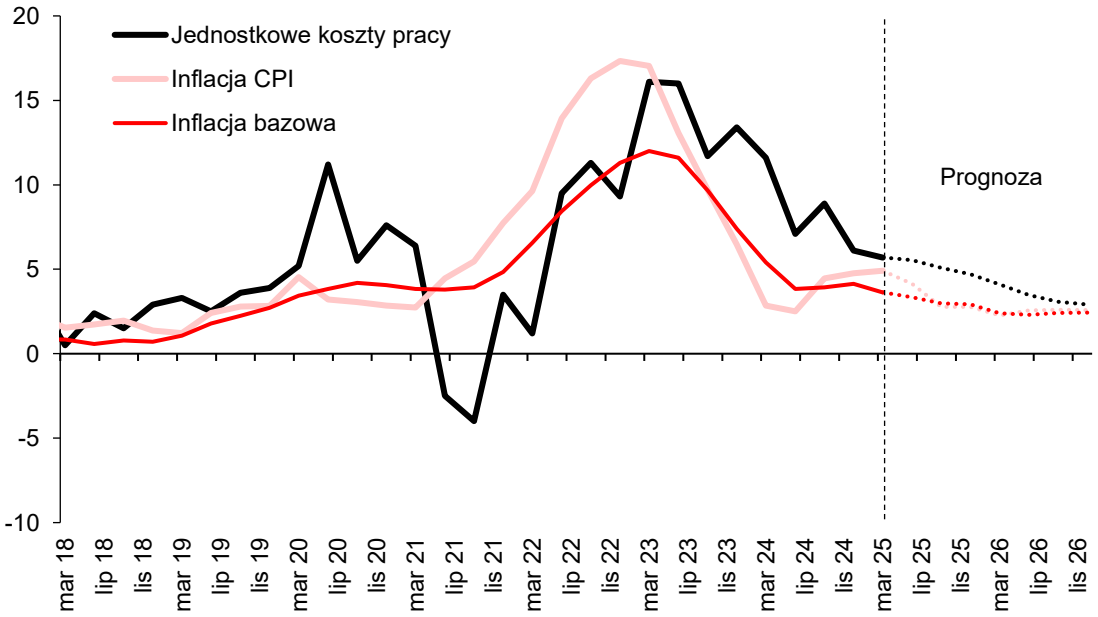
Źródło: GUS, NBP, Santander

Inflacja: spowolnienie wzrostu kosztów pracy

Ograniczająco na presję inflacyjną powinno wpływać spowolnienie wzrostu jednostkowych kosztów pracy, związane z jednej strony z hamowaniem wzrostu wynagrodzeń w gospodarce narodowej, według naszych prognoz z 10,0% r/r w I kw. br. do ok. 7% r/r w IV kw. 2026 r., a z drugiej – z utrzymaniem tempa wzrostu wydajności pracy na solidnym poziomie, który w perspektywie nadchodzących kwartałów powinien w naszej ocenie przekraczać 3% r/r.

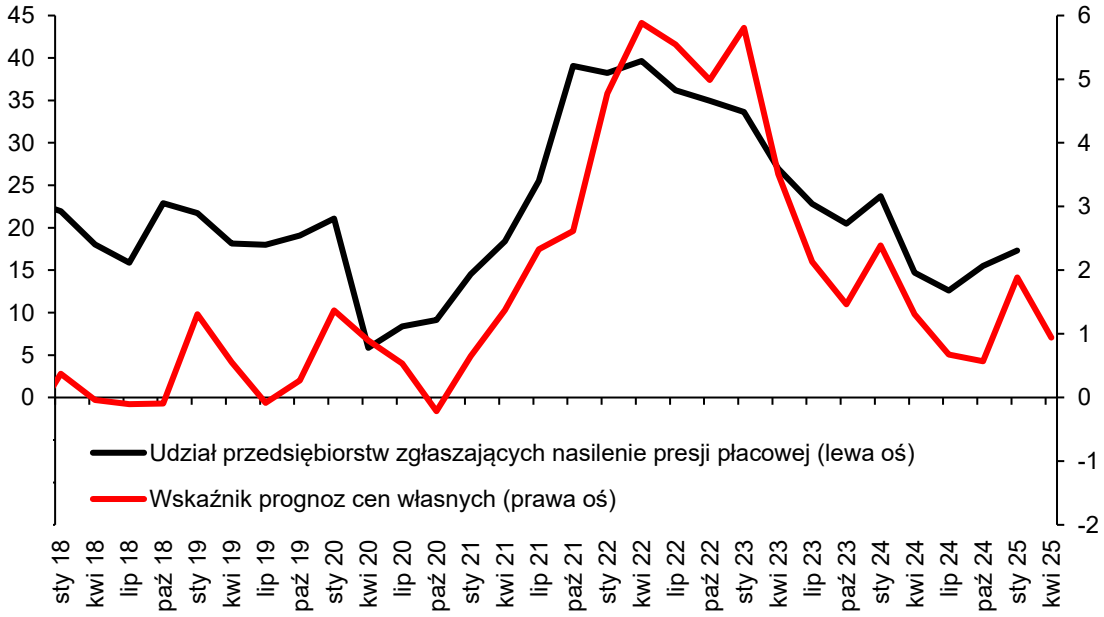
Wolniejszy wzrost kosztów pracy oznacza wolniejszy wzrost kosztów produkcji, co wyraźnie przekłada się na decyzji cenowe przedsiębiorstw, jak widać m.in. w badaniach Szybki Monitoring prowadzonych przez NBP. Według danych Eurostatu w I kw. br. dynamika jednostkowych kosztów pracy kształtowała się na poziomie 5,7% r/r, a więc mocno poniżej 11,6% r/r z I kw. 2024 r. i 16,1% r/r z I kw. 2023 r. Choć spadki dynamiki kosztów pracy w kolejnych kwartałach najpewniej nie będą aż tak spektakularne, to powinny jednak stanowić czynnik wspierający dalszą dezinflację.

Inflacja a jednostkowe koszty pracy, % r/r



Źródło: Eurostat, GUS, NBP, Santander

Nasilenie presji płacowej a wzrosty cen własnych wg Szybkiego Monitoringu NBP



Źródło: NBP, Santander

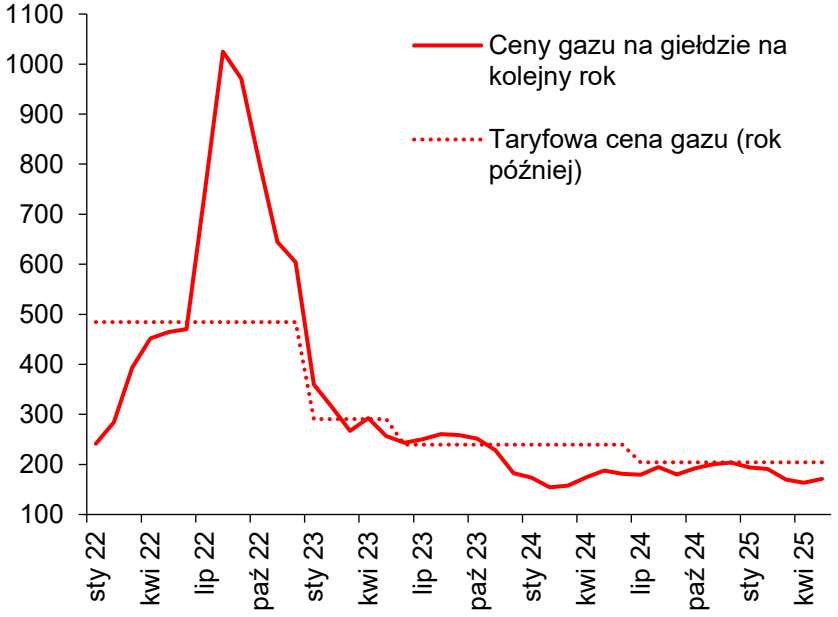
Ceny energii: ceny gazu w dół, a co z prądem?

Zgodnie z decyzją URE, **od lipca ceny gazu dla gospodarstw domowych zostaną obniżone do 204,26 zł/MWh z 239,65 zł.** Jakkolwiek w scenariuszu bazowym zakładaliśmy stabilizację cen, to sugerowaliśmy ryzyko w dół ze względu na niski przebieg hurtowych cen gazu. Decyzja ta przełoży się na spadek przeciętnego rachunku za gaz o ok. 10% i odejmie od inflacji ok. 0,2 punktu procentowego. Nowa taryfa ma obowiązywać przez rok, czyli do lipca 2026 r.

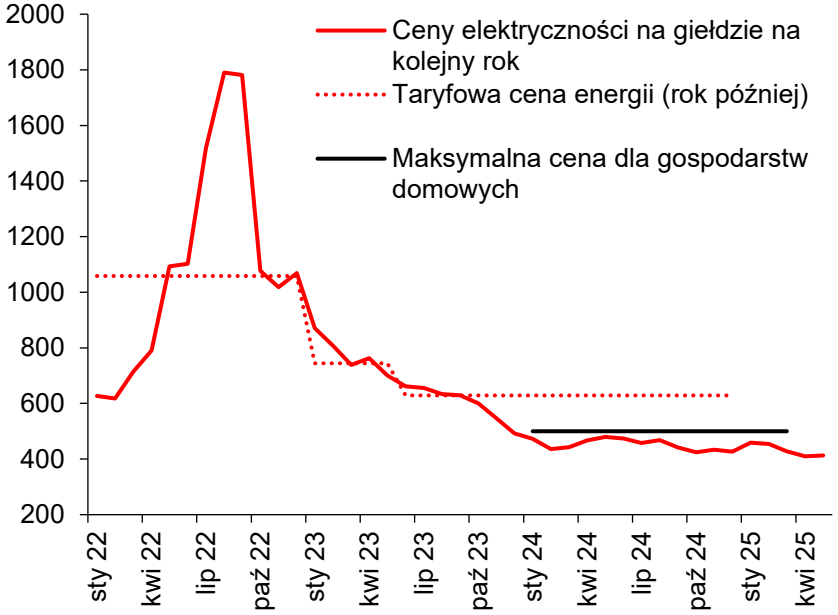
Wciąż czekamy na decyzje w sprawie nowej taryfy elektrycznej, która ma wejść w życie w październiku. Zakładamy, że **nowe taryfy zostaną obniżone do poziomu ceny maksymalnej 500 zł/MWh (obecnie cena taryfowa to 622,80 zł/MWh)** i podobnie jak w przypadku cen gazu widzimy ryzyko w dół. Z deklaracji przedstawicieli rządu wynika, że jeśli taryfy nie zostaną obniżone, wówczas możliwe jest przedłużenie obecnie obowiązującego pułapu cen dla gosp. domowych. Zakładamy powrót do naliczania stawki mocowej od lipca, co podniesie przeciętny rachunek o ok. 8% a do inflacji doda 0,35 punktu procentowego.

Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie oznacza ryzyko wzrostu cen paliw. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy stabilizację cen ropy naftowej Brent blisko 70$/baryłkę. Ich wzrost o każde 10$ podnosiłby ścieżkę CPI o ok. 0,15pp. W 2026 r. paliwa po raz pierwszy od kilku lat będą pozytywnie dokładać się do inflacji CPI.

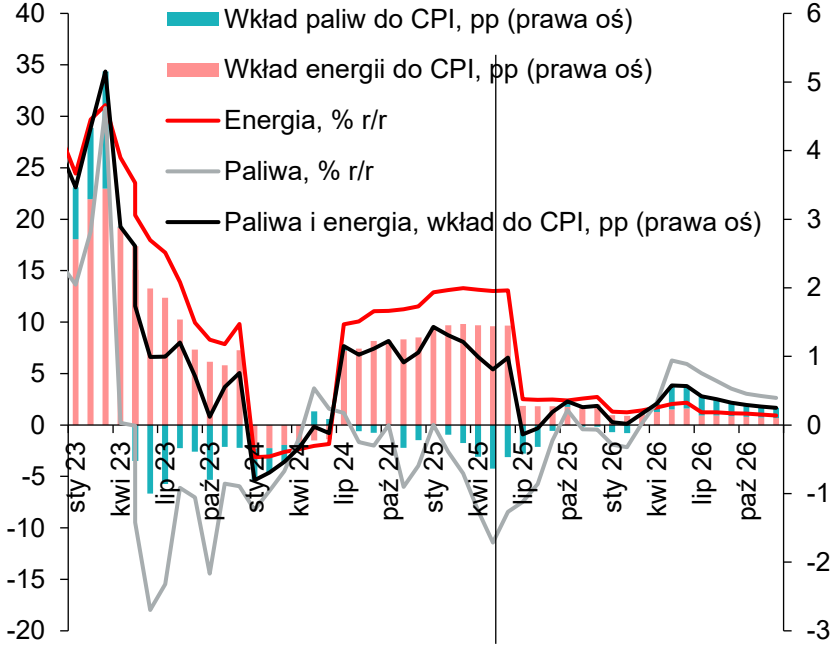
Ceny gazu, zł/MWh



Ceny elektryczności, zł/MWh



Energia i paliwa w CPI



Źródło: TGE, GUS, URE, Santander

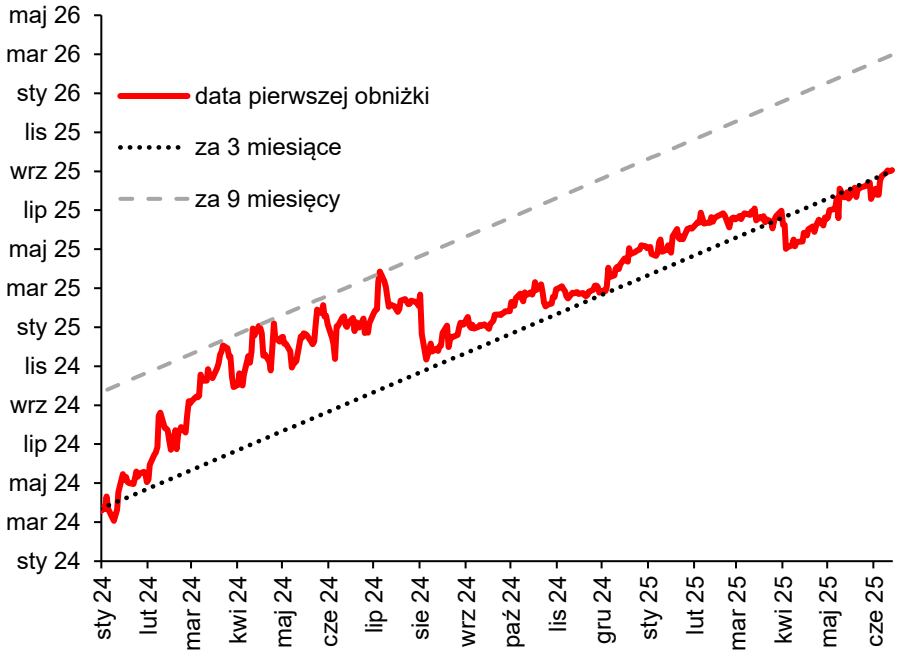
Polityka pieniężna: kolejne obniżki po wakacjach?

Obniżka stóp procentowych o 50pb w maju została zakomunikowana przez Radę Polityki Pieniężnej jako „dostosowanie" do niższej inflacji i jej lepszych perspektyw na kolejne miesiące, a nie początek cyklu. W czerwcu, kiedy stopy procentowe zgodnie z oczekiwaniami pozostały bez zmian, ton wypowiedzi prezesa NBP na comiesięcznej konferencji po posiedzeniu RPP ponownie zmienił się na bardziej ostrożny: Adam Glapiński znowu akcentował przede wszystkim czynniki niepewności i ryzyka dla perspektyw inflacji w średnim horyzoncie oraz sugerował, że nowa projekcja NBP, która zostanie opublikowana w lipcu może nie być wystarczająca, aby rozwiać wątpliwości banku centralnego i dopiero na jesieni (kiedy będzie znany projekt budżetu na 2026 rok oraz pojawią się informacje co się stanie z cenami energii w końcówce tego roku) można będzie z większym przekonaniem podjąć dyskusję o dalszych zmianach w polityce pieniężnej.

Zakładamy, że stopy procentowe NBP mogą zostać obniżone jeszcze o 50pb do końca br., w ramach ponownego „dostosowania" do spadającej inflacji, która od lipca zakotwiczy się zapewne wyraźnie poniżej 3% r/r. Biorąc pod uwagę wypowiedzi prezesa NBP i członków RPP wydaje nam się, że do zmiany stóp dojdzie dopiero po wakacjach, tym bardziej, że do listy czynników ryzyka dla perspektyw inflacji dołączyła właśnie eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i związana z nią niepewność dot. cen surowców energetycznych i kursów walutowych, wzmacniając argumenty za brakiem pośpiechu w decyzjach.

W 2026 r. spodziewamy się dalszego umiarkowanego złagodzenia polityki pieniężnej ze względu na przewidywane hamowanie jednostkowych kosztów płac, umożliwiające utrzymanie inflacji pod kontrolą. **W naszej ocenie stopa referencyjna NBP pod koniec 2026 r. może być w okolicy 4%.** Rynek swap wycenia obecnie nieco większą skalę obniżek, do ok. 3,75%.

Data kolejnej obniżki stóp NBP wyceniana przez rynek FRA



Źródło: LSEG, Santander

Polityka pieniężna: co wniesie lipcowa projekcja?

Czynniki potencjalnie kształtujące lipcową projekcję NBP:

- Wyraźnie niższy punkt startowy niż marcowa. W I kw. średnia inflacja okazała się 0,5pp niższa niż zakładał bank centralny a w II kw. (dodając naszą prognozę za czerwiec) odchylenie w dół od projekcji prawdopodobnie rozrosło się do 1,1pp w przypadku inflacji CPI ogółem i 0,8pp w inflacji bazowej; w I kw. realny wzrost konsumpcji prywatnej oraz całego popytu krajowego wypadł 0,8-0,9pp poniżej założonych wartości.
- Tańszy gaz od lipca, z wpływem -0.2pp na ścieżkę CPI przez rok
- Wydłużenie terminu wykorzystania funduszy z KPO – marcowa projekcja zawierała wyraźne hamowanie gospodarki w 4Q26 (z 2,9% r/r do 2,0%) z uwagi na rozliczenia związane z KPO
- Obniżka stóp przez RPP w maju o 50pb – dokładająca 0,2-0,3pp do inflacji w II poł 2026 r. i w 2027 r.
- Brak formalnej decyzji rządu o przedłużeniu zamrożenia cen prądu w IV kw. br., ale sugestia L.Koteckiego z RPP, że pokazane mogą być dwa warianty projekcji, jeden z założeniem co do cen prądu jak dotychczas (czyli skok w IV kw. do obecnej taryfy) i drugi z przedłużeniem zamrożenia.

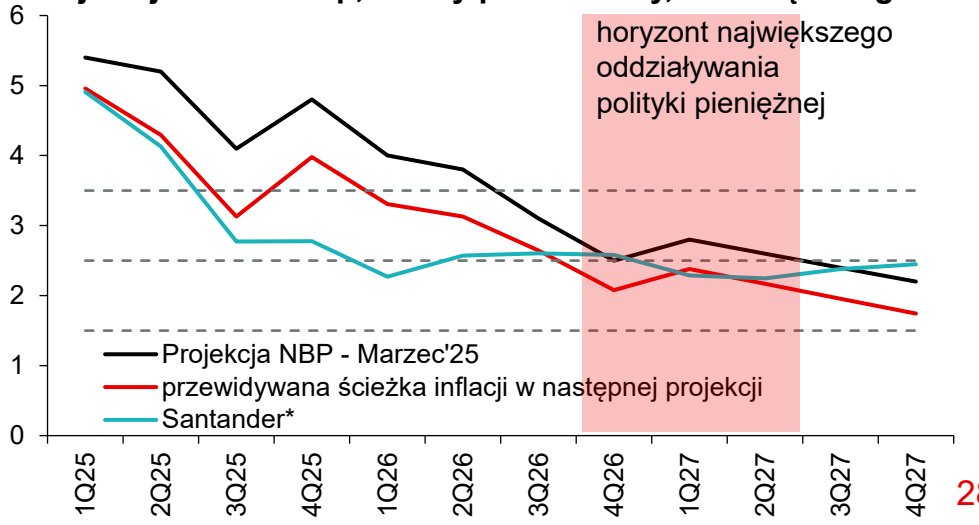
Istotne będzie również, czy utrzymane zostanie w projekcji mocne wyhamowanie gospodarki po zakończeniu KPO oraz na ile uwzględnione zostanie szykowane poluzowanie fiskalne w Europie, szczególnie w Niemczech. Główne banki centralne zastrzegają też, że ostateczny kształt a przez to i wpływ zmian w polityce celnej USA wprowadza dużo niepewności w projekcje. NBP prawdopodobnie też zostanie przy uwzględnieniu tego czynnika w bilansie ryzyk dla projekcji raczej niż w samym kształcie ścieżek inflacji i PKB.

Wg nas nowa projekcja będzie sprzyjała dalszym obniżkom stóp w Polsce.

Santander

Wybrane elementy marcowej projekcji NBP a realizacja za I kw. i nasza prognoza na II kw.	Projekcja mar'25		Wynik	Santander
	1Q25	2Q25	1Q25	2Q25
Inflacja CPI, % r/r	**5.4**	**5.2**	**4.9**	**4.1**
Inflacja bazowa	**4.0**	**4.1**	**3.6**	**3.3**
Ceny żywności	6.4	5.7	6.1	5.3
Ceny energii	8.2	8.0	7.9	5.6
PKB (%, r/r)	3.5	3.4	3.2	3.4
Popyt krajowy (%, r/r)	**5.4**	**4.8**	**4.6**	**4.9**
Spożycie gospodarstw domowych (%, r/r)	**3.4**	**2.9**	**2.5**	**2.5**
Spożycie publiczne (%, r/r)	2.0	3.1	2.0	3.0
Nakłady brutto na środki trwałe (%, r/r)	6.4	5.9	6.3	4.0
Wynagrodzenia (%, r/r)	**10.1**	**9.0**	**10.0**	**9.8**
Stopa bezrobocia (%)	2.8	2.7	3.1	3.3
Stopa aktywności zawodowej (%)	58.4	58.4	58.2	58.1
Wydajność pracy (%, r/r)	3.8	3.2	4.0	3.5
Jednostkowe koszty pracy (%, r/r)	6.2	5.7	5.8	6.1

Ścieżka CPI w marcowej projekcji skorygowana o efekt majowej obniżki stóp, niższy pkt startowy, obniżkę cen gazu



* Nasza prognoza CPI, uwzględnia dalsze 50pb obniżek stóp w 2025 r. i 75pb w 2026 r.

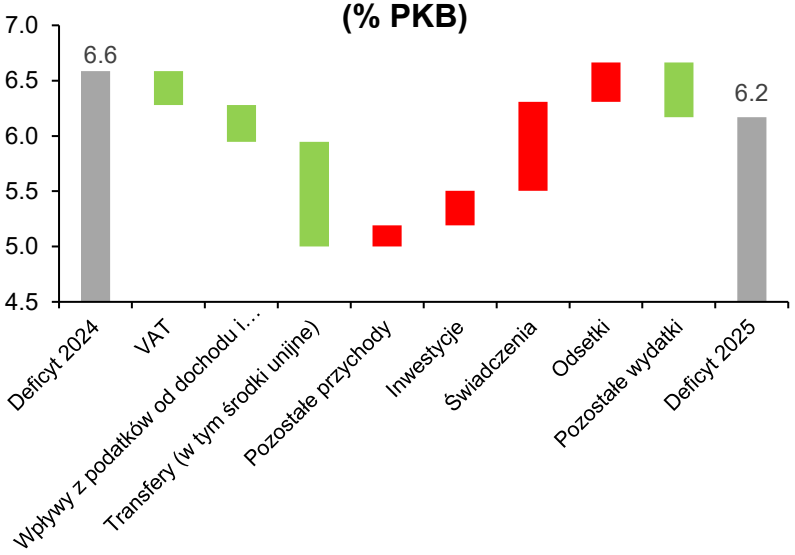
Źródło: NBP, Santander

Polityka fiskalna: przyzwyczajmy się do deficytów 6%+

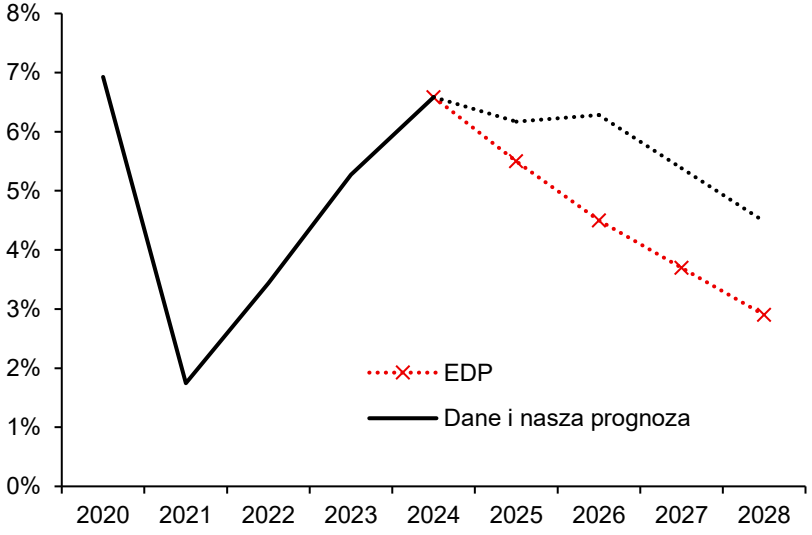
Pod koniec kwietnia rząd przedstawił prognozy, wg których deficyt finansów publicznych wyniesie 6,3% PKB w tym roku, czyli wyraźnie więcej niż 5,5% PKB założone w ustawie budżetowej. Już w naszym komentarzu do projektu ustawy wyraziliśmy nasze wątpliwości co do realności założeń odnośnie do dochodów, zwłaszcza z VAT. W zaktualizowanej prognozie rząd pokazał spadek dochodów z podatków od produkcji i importu (w tym z VAT) do 14,3% PKB z 14,5% PKB w 2024 r. Naszym zdaniem taka prognoza jest nawet lekko zbyt konserwatywna, zważywszy, że w I kw. 2025 r. dochody z VAT wzrosły o ok. 13% r/r (i ok. 9% r/r po korekcie związanej w normalizacją stawek VAT na żywność). Zakładamy, że w 2025 r. dochody z VAT wzrosną do 8,3% PKB z 8,0% PKB w 2024 r.

Spodziewamy się, że w 2025 r. deficyt finansów publicznych spadnie do 6,2% PKB i utrzyma się na podobnym poziomie w 2026 r. Będzie to wyraźnie wyżej niż ustalone w ramach EDP (odpowiednio 5,5% oraz 4,5% PKB) i naszym zdaniem **konsolidacja do 3% PKB w 2028 r. jest bardzo mało prawdopodobna**. Nie wykluczamy natomiast, że wypełnione zostaną cele EDP – wg prognoz rządowych w 2025 r. wydatki pierwotne netto finansowane ze środków krajowych wrosną o 5,8%, czyli mniej niż 6,3% ustalone z Komisją Europejską, dodatkowo spod EDP częściowo wyłączone zostaną wydatki na obronność, co w przypadku Polski generuje ok. 1 punkt procentowy „miejsca" w 2025 r. Zbliżające się wybory parlamentarne w 2027 r. oznaczają naszym zdaniem, że rząd będzie skłonny do wykorzystania tej dodatkowej przestrzeni.

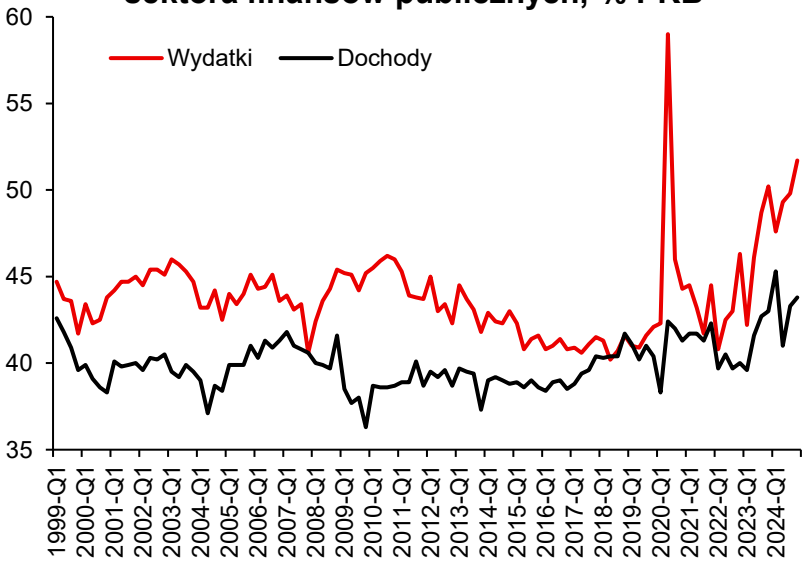
Zmiana deficytu finansów publicznych 2024-2025 (% PKB)



Deficyt finansów publicznych, % PKB



Dochody i wydatki sektora finansów publicznych, % PKB



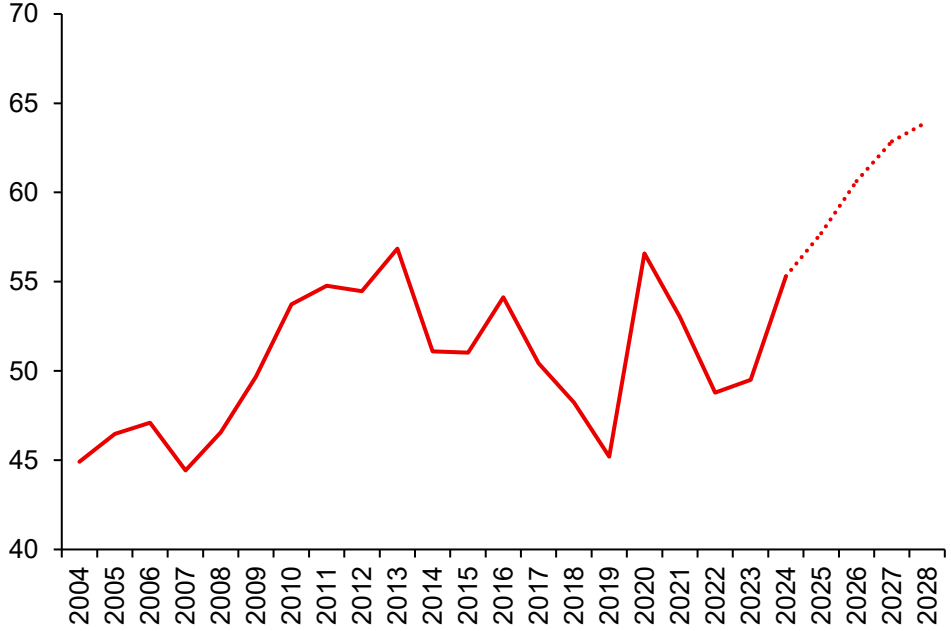
Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Santander

Polityka fiskalna: dług publiczny w górę

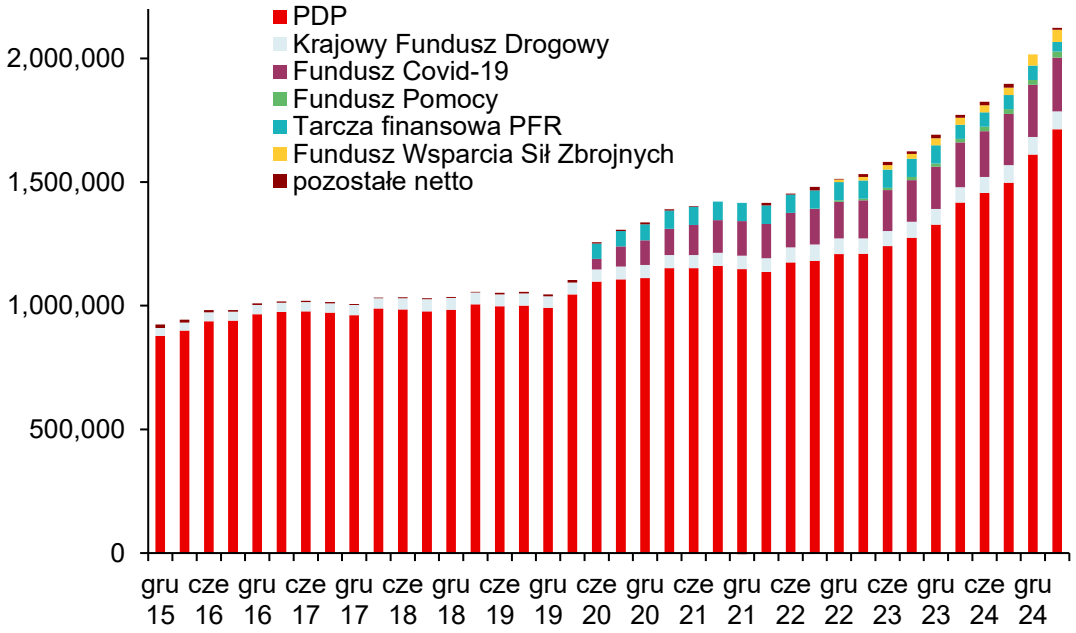
Utrzymywanie deficytów finansów publicznych na wysokim poziomie przy relatywnie niskim wzroście nominalnego PKB oznaczać będzie **szybki przyrost długu publicznego w najbliższych latach.** Zakładamy, że już w tym roku dług przekroczy 58% PKB, co będzie rekordową wartością (dotychczasowy rekord to 56,8% PKB w 2013 r.), **a w 2026 r. przekroczymy 60% PKB.** Naszym zdaniem taka trajektoria długu będzie przekładała się na wzrost premii za polskie obligacje na rynkach finansowych.

Mimo decyzji rządu o wykupie obligacji PFR na koszt budżetu państwa, dane za I kw. 2025 r. wskazują na dalszy przyrost zadłużenia pozabudżetowego, choć jest on nieco wolniejszy niż w przypadku długu publicznego.

Dług sektora finansów publicznych (GG), % PKB



Dług sektora finansów publicznych (GG), dekompozycja, mln zł



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Santander

Rynek finansowy

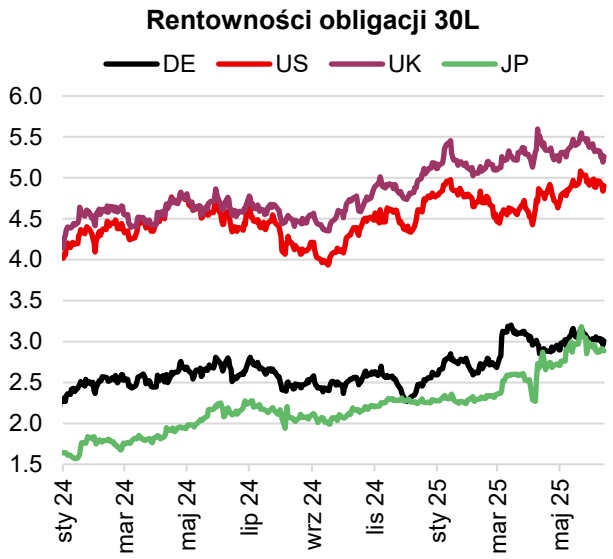
2

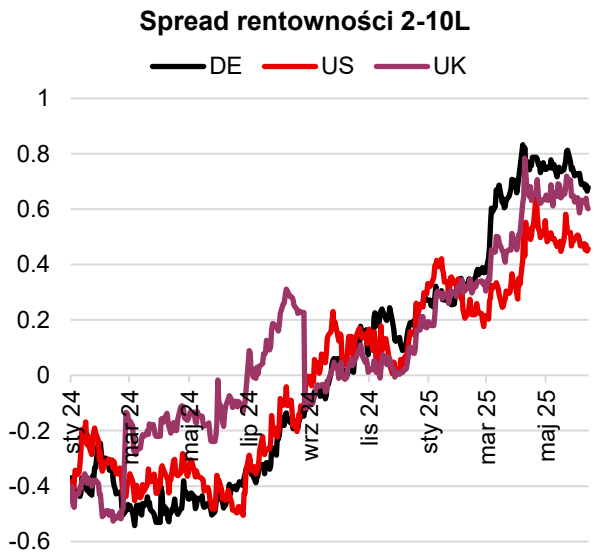
Rynek długu: rośnie globalna premia terminowa

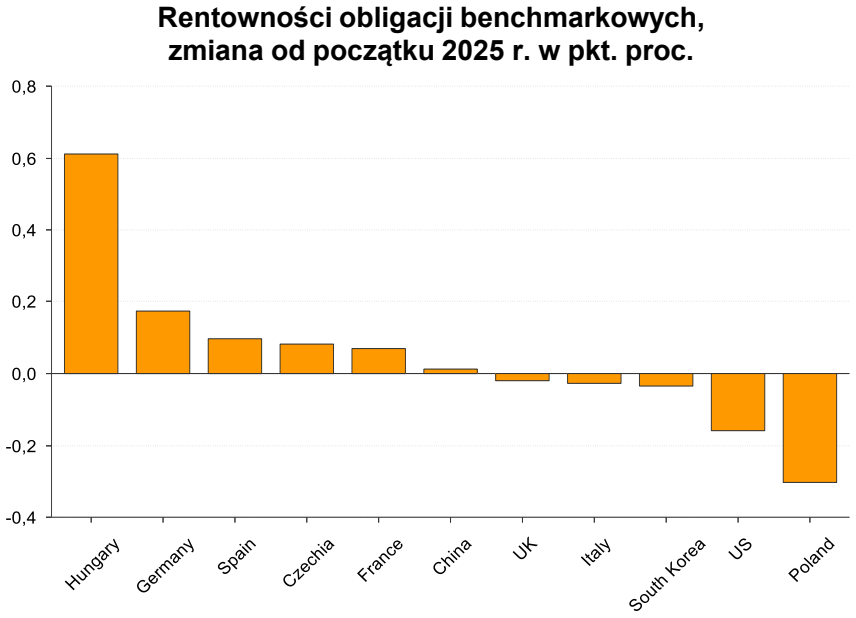
Na głównych światowych rynkach długu utrzymuje się wysoka premia terminowa – rentowności obligacji o najdłuższych terminach są blisko najwyższych poziomów od ponad dekady, w trendzie stopniowo rosnącym, podobnie jak nachylenie krzywych rentowności.

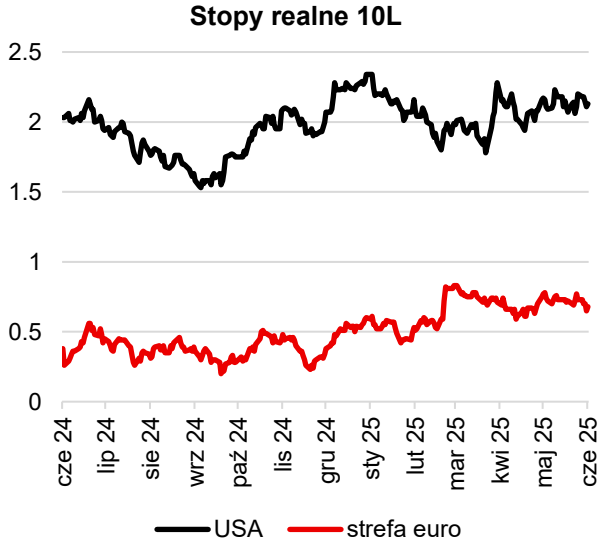
Perspektywa ekspansywnej polityki fiskalnej w wielu krajach, a co za tym idzie rosnącej podaży długu, przy jednoczesnym zmniejszaniu się skali interwencji głównych banków centralnych na rynkach obligacji, tworzy warunki, w których o znaczne spadki rentowności może być trudno. Tym bardziej, że pole do obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne nie wydaje się szczególnie duże: EBC zbliżył się już do poziomu stóp procentowych uważanego za neutralny, przestrzeń do obniżek stóp Fed ogranicza ryzyko inflacyjnych skutków podwyżek ceł, Japonia jest w fazie zacieśniania, a nie łagodzenia polityki pieniężnej.

W efekcie, zakładamy, że na bazowych rynkach długu kolejne kwartały mogą przynieść dalsze wzrosty rentowności na długim końcu krzywej (10L+), przy stabilizacji lub tylko niewielkich spadkach rentowności papierów o krótszych terminach.









Źródło: LSEG Datastream, Santander

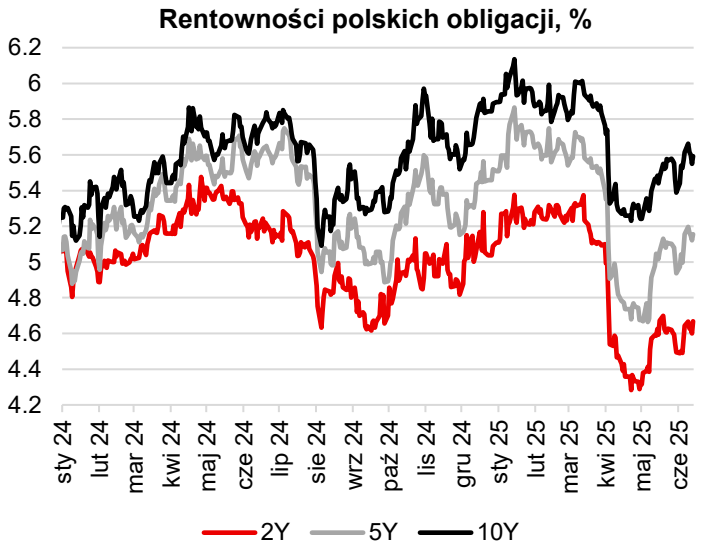
Rynek długu: lepiej już było

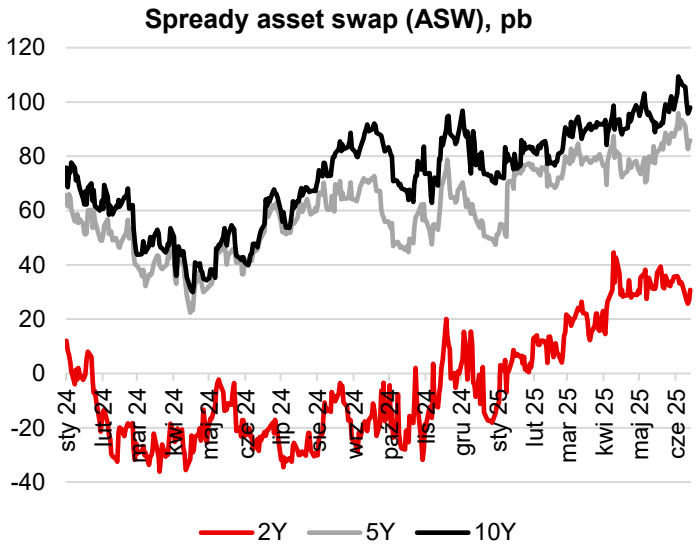
Gołębi piwot prezesa NBP w kwietniu wywołał gwałtowne przesunięcie w dół krajowych krzywych, które wyczerpało praktycznie cały potencjał do spadku rentowności i stawek swap, zakładany przez nas na ten rok.

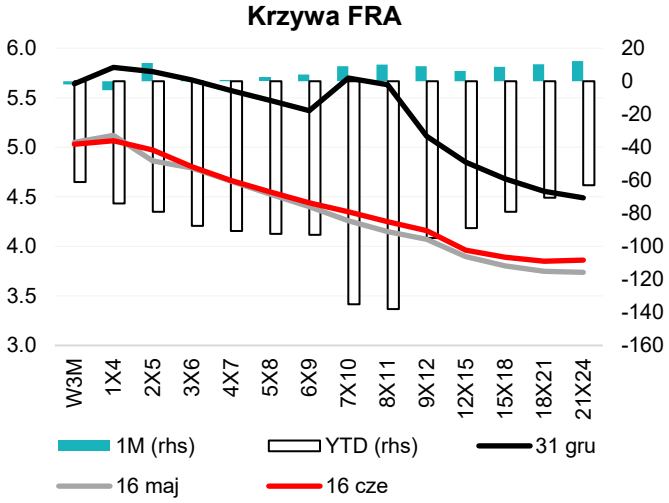
Niekorzystne dla rynków długu środowisko globalne, wzrost lokalnego ryzyka politycznego i perspektywa luźniejszej polityki fiskalnej po wyborach prezydenckich, a także ponowny skręt retoryki banku centralnego w stronę mniejszej skłonności do szybkich obniżek stóp oznaczają naszym zdaniem niewielką przestrzeń do spadków rentowności w najbliższych miesiącach. Z drugiej strony, pole do wzrostu też wydaje się wyczerpywać – spready kredytowe ASW są blisko wyjątkowo wysokich poziomów (wyżej były tylko w okresie globalnego kryzysu finansowego 2008-09), więc ich dalszy wzrost wymagałby scenariusza kryzysowego, którego nie zakładamy.

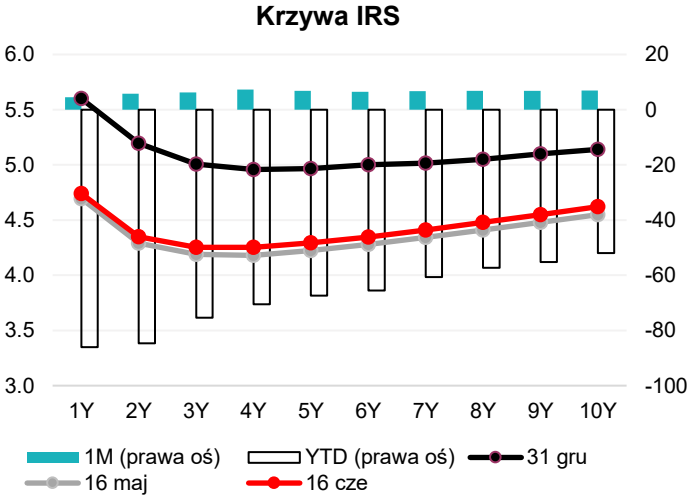
Przesuwamy w górę prognozy rentowności obligacji i stawek swap na II półrocze.

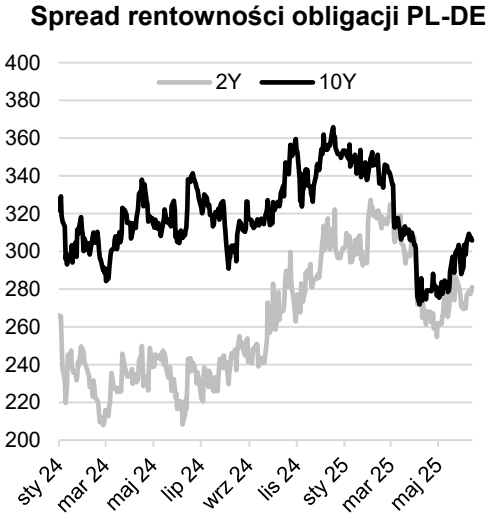
W 2026 r. widzimy pole do umiarkowanego spadku rentowności, w czym pomoże dokończenie cyklu obniżek stóp przez RPP i utrzymanie gospodarki na trajektorii niezłego wzrostu PKB.











Źródło: LSEG Datastream, MF, Santander

Rekordowe emisje długu na rynku krajowym

Spadkom rentowności nie sprzyja rekordowa skala emisji długu. W pierwszych pięciu miesiącach br. emisja netto papierów skarbowych wyniosła 144 mld zł, niemal dwukrotnie więcej niż w analogicznym okresie rok wcześniej. W ostatnich 12 miesiącach wyemitowano netto instrumenty o wartości ok. 255 mld zł.

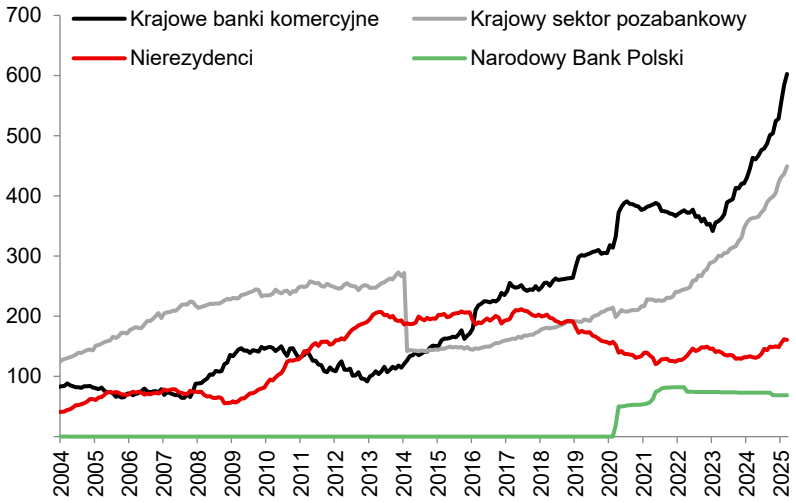
Na koniec maja finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych wyniosło ok. 69% i było podobne jak rok wcześniej.

Głównym odbiorcą krajowego długu pozostaje system bankowy. Na koniec kwietnia banki miały w portfelach skarbowe papiery wartościowe o wartości ok. 673 mld zł, zwiększając swoje zaangażowanie o ponad 26% r/r. Łącznie z innymi instrumentami dłużnymi sektora publicznego (BGK, PFR), banki posiadały na koniec kwietnia papiery o wartości 762 mld zł, tj. 21% sumy bilansowej sektora bankowego.

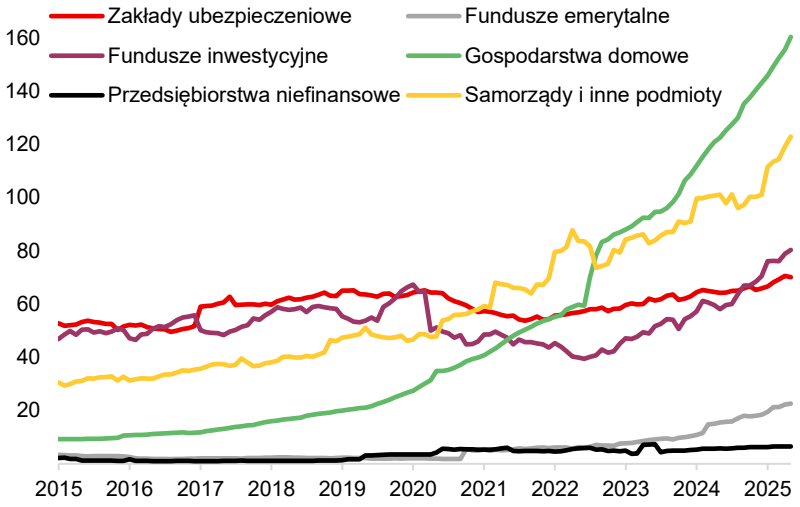
Procentowo jeszcze szybciej zwiększa się portfel SPW w posiadaniu funduszy emerytalnych (46% r/r), funduszy inwestycyjnych (38% r/r) i gospodarstw domowych (31% r/r), jednak w wyrażeniu kwotowym łączny przyrost ich portfeli to zaledwie połowa wzrostu zaangażowania banków.

Zdolność sektora krajowego do absorbcji wysokich podaży długu nie jest jeszcze wyczerpana.

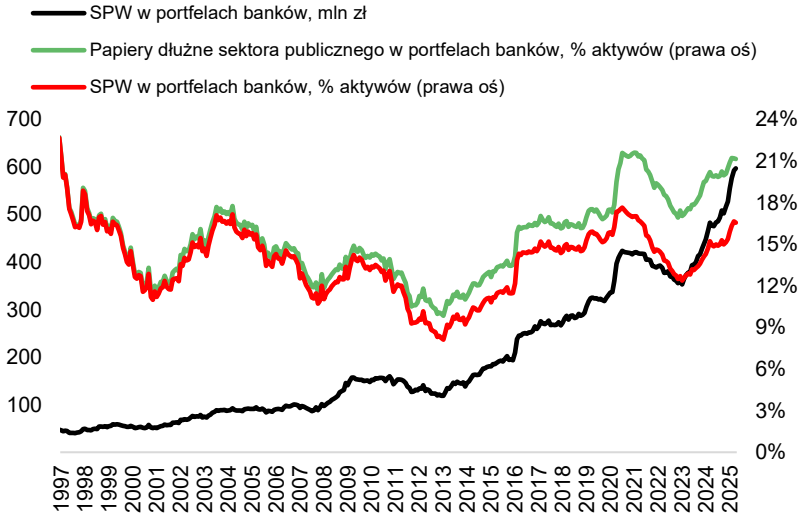
Krajowe SPW w posiadaniu grup podmiotów, mld zł



Krajowe SPW w posiadaniu krajowego sektora pozabankowego, mld zł



Dłużne papiery wartościowe w portfelach krajowych banków



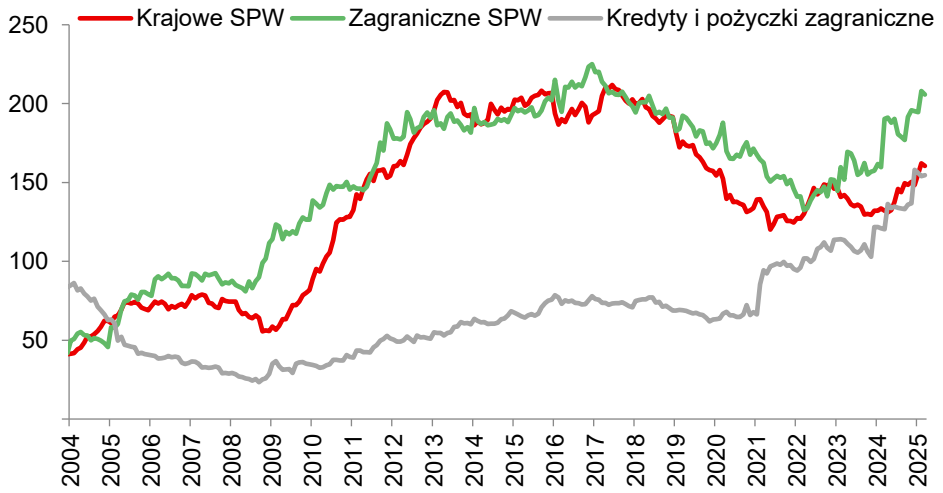
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Gospodarstwa domowe wyprzedziły nierezydentów

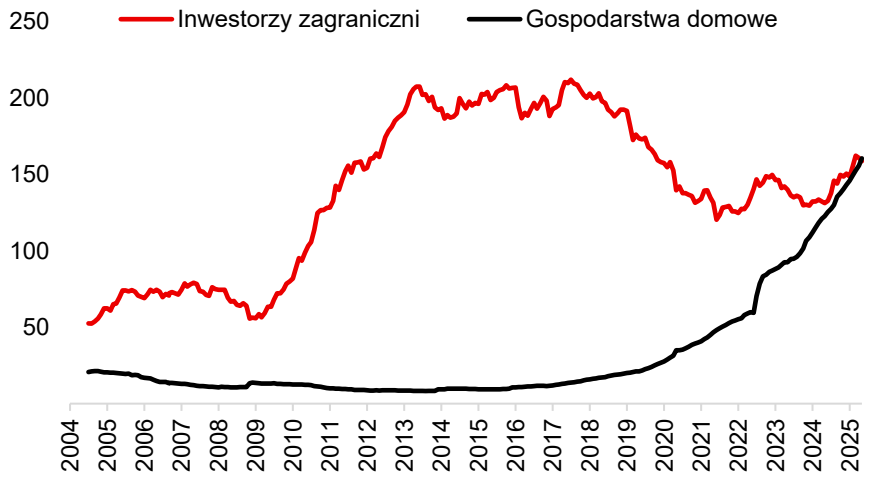
Udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu krajowych potrzeb pożyczkowych stale się zmniejsza – na koniec kwietnia w ich posiadaniu było zaledwie 12% krajowych SPW, najmniej od ponad dwóch dekad. Niemniej, udział nierezydentów w całkowitym zadłużeniu skarbu państwa jest ponad dwukrotnie większy i wynosi ok. 30%, ze względu na rosnące od kilku lat ich zaangażowanie w zagraniczne papiery wartościowe oraz kredyty i pożyczki.

W kwietniu po raz pierwszy w historii gospodarstwa domowe wyprzedziły inwestorów zagranicznych pod względem wartości posiadanych obligacji skarbowych (160 mld zł). Gospodarstwa domowe kupują głównie obligacje oszczędnościowe, skierowane do inwestorów indywidualnych, do czego zachęca oprocentowanie konkurencyjne wobec ofert depozytowych banków. Ich rola w finansowaniu potrzeb pożyczkowych będzie naszym zdaniem dalej stopniowo się zwiększać.

Zadłużenie krajowe i zagraniczne w portfelach nierezydentów, mld zł



Krajowe SPW w posiadaniu inwestorów zagranicznych i gospodarstw domowych, mld zł

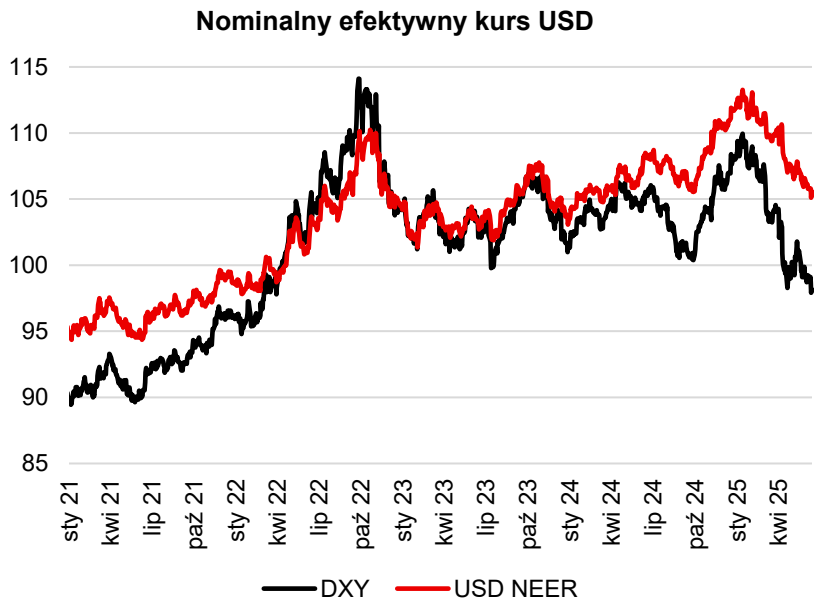


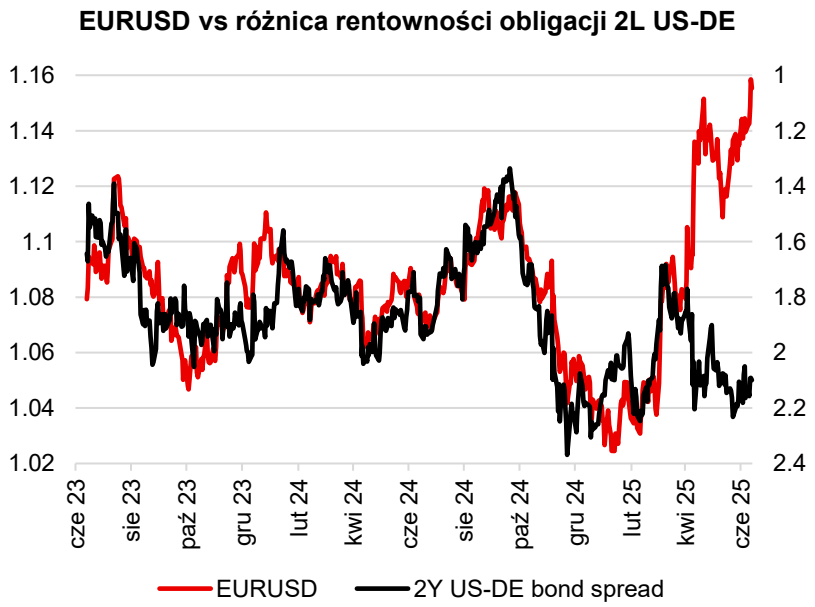
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Rynek walutowy: dolar w defensywie

Większość walut z rynków rozwijających się umacniała się do dolara amerykańskiego w ostatnich tygodniach, co wynikało m.in. z obniżenia poziomu obaw o eskalację globalnych wojen handlowych po ich bezprecedensowym wzroście na początku kwietnia, ale też z postępującej, ogólnej słabości dolara amerykańskiego, który tracił na wartości wobec wszystkich innych walut z krajów wysoko rozwiniętych.

Wydaje się, że erozja zaufania inwestorów międzynarodowych do aktywów amerykańskich jako bezpiecznej i wiarygodnej przystani ma charakter strukturalny. Wprawdzie trudno spodziewać się, aby dolar amerykański nagle stracił status głównej waluty rezerwowej, m.in. z uwagi na niewystarczającą głębokość i płynność innych rynków, które mogłyby aspirować do tej roli. Niemniej, dalsza stopniowa dywersyfikacja światowych rezerw, prowadząca do zmniejszenia dominacji dolara jest całkiem prawdopodobna i może negatywnie odbijać się na jego kursie.





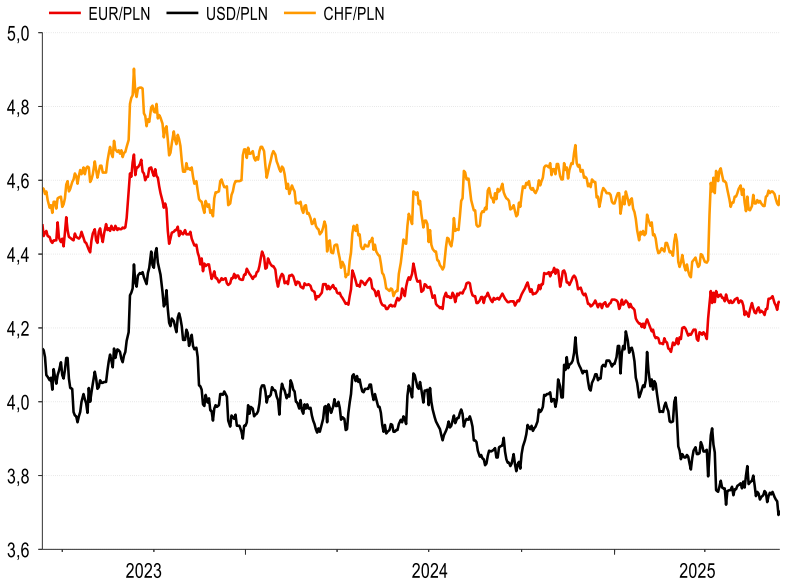
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Rynek walutowy: PLN nadal mocny

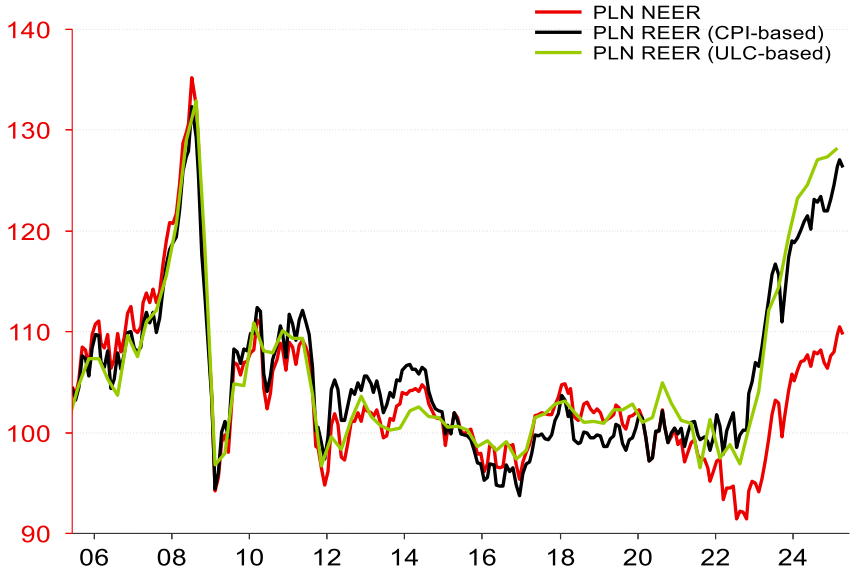
Wahania nastrojów na globalnych rynkach finansowych, zmienność retoryki Rady Polityki Pieniężnej, niejednoznaczne dane makroekonomiczne oraz niepewność polityczna w kontekście rozstrzygniętych na początku czerwca wyborów prezydenckich wpływały na zachowanie kursu złotego w ostatnich tygodniach. Po skokowym osłabieniu złotego do euro na początku kwietnia, do którego przyczynił się wzrost globalnej awersji do ryzyka i jednocześnie „gołębi piwot" RPP, kurs EURPLN ustabilizował się w dość wąskim przedziale nieco poniżej 4,30.

Złoty jest w naszej ocenie nadal mocny – nominalny i realny efektywny kurs krajowej waluty utrzymuje się blisko lokalnych maksimów, które osiągnął w I kwartale br., najwyżej od kilkunastu lat. Kurs złotego do euro utrzymuje się powyżej progu opłacalności dla eksporterów (4,10 wg badania NBP), ale kurs do dolara zsunął się właśnie poniżej progowego poziomu (3,7). Z punktu widzenia gospodarki uważamy jednak, że rosnący kurs EURUSD jest ogólnie korzystny, dając nieco ulgi eksporterom, rozliczającym się głównie w euro i ograniczając impuls inflacyjny (import surowców głównie w dolarze).

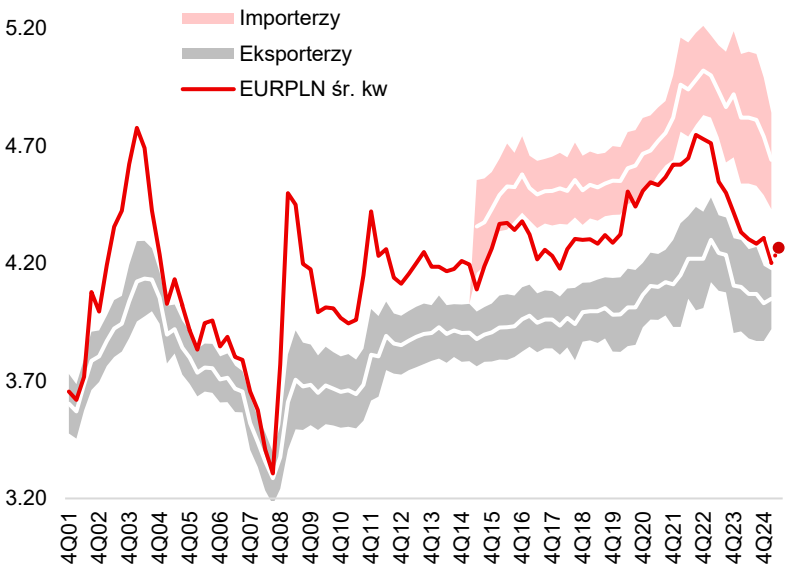
Kurs złotego wobec EUR, USD, CHF



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



EURPLN a progi opłacalności eksportu i importu



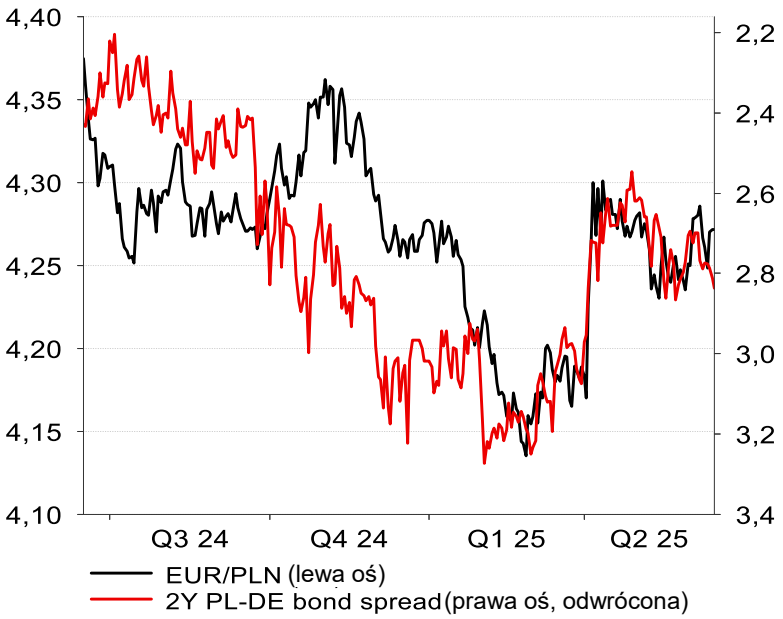
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Źródło: NBP, Santander

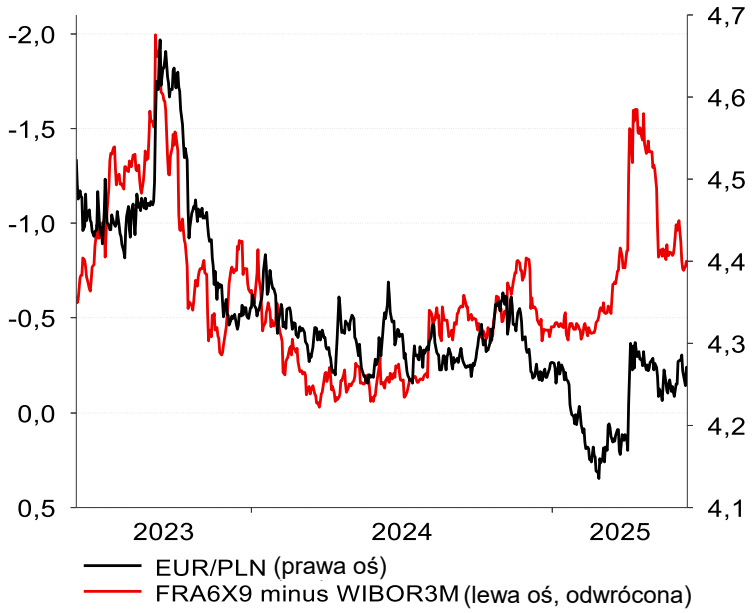
Rynek walutowy: przed nami stabilizacja ?

Zakładamy stabilizację kursu EURPLN w kolejnych miesiącach w trendzie bocznym wokół 4,28. Krajowej walucie może sprzyjać ponownie bardziej jastrzębia retoryka banku centralnego, przesuwająca na później oczekiwane obniżki stóp, oczekiwana przez nas kontynuacja przyspieszenia wzrostu gospodarczego, napędzanego w coraz większym stopniu wzrostem inwestycji oraz ewentualnie dalsze wzrosty indeksów giełdowych. Przeciwko znaczącej aprecjacji złotego będzie naszym zdaniem oddziaływać brak znaczących postępów w rozmowach pokojowych Rosja-Ukraina, nieco większy poziom niepewności nt. krajowej stabilności politycznej oraz trajektorii fiskalnej po wyborach prezydenckich, stopniowo pogarszające się saldo obrotów bieżących. Dodatkowym czynnikiem ryzyka w krótkim horyzoncie jest ewentualny ponowny wzrost globalnej awersji do ryzyka na początku lipca, jeśli po upływie 90 dni od zawieszenia przez D.Trumpa podwyższonych taryf celnych ponownie pojawi się groźba eskalacji napięć handlowych (chociaż bardziej prawdopodobne wydaje nam się przedłużenie status quo), możliwa eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie.

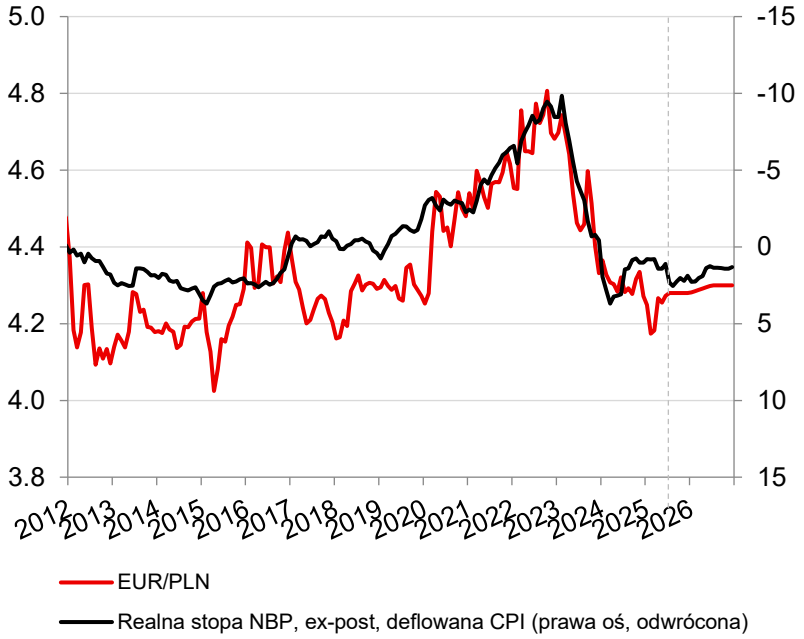
EURPLN a różnica stóp procentowych PL-DE



EURPLN a oczekiwania dot. krajowych stóp procentowych



EURPLN a realna stopa NBP



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Źródło: LSEG, NBP, Santander

Prognozy

6

Prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	mld PLN	3,415.3	3,641.2	3,898.2	4,146.2	892.9	929.6	970.8	1,104.9	959.3	988.0	1,029.8	1,169.0
PKB	% r/r	0.1	2.9	3.5	3.7	3.2	3.3	3.4	3.9	3.7	3.7	3.8	3.8
Popyt krajowy	% r/r	-3.1	4.1	5.3	5.2	4.6	4.9	5.3	6.3	6.1	5.1	4.9	4.7
Spożycie indywidualne	% r/r	-0.3	3.1	2.9	3.1	2.5	2.5	2.9	3.5	3.3	3.0	3.0	3.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12.7	-2.2	8.3	9.2	6.3	4.0	8.0	12.0	11.0	10.0	9.0	8.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2.1	1.1	3.0	4.7	-0.1	3.1	4.3	4.8	7.0	4.6	3.9	3.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4.8	-7.6	1.3	10.8	0.9	-1.5	2.3	2.9	8.5	13.9	11.0	9.6
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3.6	3.2	5.4	4.9	1.1	5.2	7.1	7.8	4.7	5.8	5.5	3.6
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12.8	13.7	9.6	7.8	10.0	9.8	9.5	9.2	8.5	7.9	7.5	7.1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0.6	0.2	0.0	0.5	-0.4	-0.1	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
Stopa bezrobocia*	%	5.1	5.1	5.0	5.0	5.3	4.9	4.9	5.0	5.2	4.9	4.9	5.0
Rachunek bieżący	mln EUR	13,485	1,710	-10,419	-20,260	-938	-2,208	-6,050	-1,223	-2,633	-5,485	-8,446	-3,695
Rachunek bieżący	% PKB	1.8	0.2	-1.1	-2.1	-0.4	-0.7	-0.9	-1.1	-1.3	-1.6	-1.9	-2.1
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-5.3	-6.6	-6.2	-6.3	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	11.6	3.6	3.6	2.5	4.9	4.1	2.7	2.8	2.2	2.6	2.6	2.6
CPI *	% r/r	6.2	4.7	2.8	2.6	4.9	4.1	2.8	2.8	2.3	2.7	2.6	2.6
Inflacja bazowa	% r/r	10.2	4.3	3.2	2.4	3.6	3.3	3.0	2.9	2.4	2.3	2.4	2.4

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie

Prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Stopa referencyjna NBP *	%	5.75	5.75	4.75	4.00	5.75	5.25	5.00	4.75	4.25	4.00	4.00	4.00
WIBOR 3M	%	6.52	5.86	5.35	4.32	5.86	5.35	5.22	4.98	4.59	4.28	4.20	4.20
Rentowność obligacji 2L	%	5.67	5.05	4.79	4.40	5.24	4.54	4.70	4.66	4.55	4.45	4.36	4.25
Rentowność obligacji 5L	%	5.66	5.33	5.21	4.64	5.63	4.98	5.19	5.05	4.80	4.60	4.58	4.60
Rentowność obligacji 10L	%	5.83	5.55	5.63	5.26	5.92	5.46	5.64	5.53	5.48	5.38	5.18	5.03
IRS 2L	%	5.63	5.22	4.56	4.24	5.13	4.23	4.50	4.39	4.32	4.27	4.23	4.15
IRS 5L	%	5.01	4.80	4.43	4.04	4.90	4.15	4.44	4.25	4.10	3.98	4.00	4.08
IRS 10L	%	5.10	4.90	4.74	4.46	5.08	4.49	4.81	4.60	4.60	4.55	4.40	4.30
EUR/PLN	PLN	4.54	4.31	4.26	4.30	4.20	4.26	4.28	4.28	4.29	4.30	4.30	4.30
USD/PLN	PLN	4.20	3.98	3.85	3.91	3.99	3.77	3.79	3.86	3.88	3.91	3.93	3.94
CHF/PLN	PLN	4.68	4.52	4.42	4.24	4.44	4.55	4.39	4.30	4.26	4.25	4.24	4.22
GBP/PLN	PLN	5.22	5.09	5.04	5.07	5.03	5.03	5.07	5.04	5.07	5.08	5.06	5.06

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **16.06.2025** 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 Luziński	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

Santander

MEMBER OF
Dow Jones
Sustainability Indices
In Collaboration with RobecoSAM

FTSE4Good