

Testowanie granic

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ PKB	s. 7
■ Inwestycje	s. 8
■ Fundusze UE	s. 10
■ Konsumpcja	s. 12
■ Rynek pracy	s. 13
■ Rynek kredytowy	s. 18
■ Przemysł i eksport	s. 19
■ Inflacja	s. 22
■ Polityka pieniężna	s. 23
■ Polityka fiskalna	s. 25
■ Rynek długu	s. 32
■ Rynek walutowy	s. 34
■ Tabela z prognozami	s. 37



Podsumowanie (makro)

Od publikacji naszego poprzedniego raportu przed wakacjami scenariusz makroekonomiczny nie uległ zasadniczej zmianie. Polska gospodarka utrzymuje się na trajektorii łagodnego ożywienia, czego efektem powinien być wzrost PKB na poziomie 3,5% w tym roku i 3,7% w roku przyszłym. Nieco inna niż zakładaliśmy będzie jednak kompozycja tego wzrostu. Ze względu na przeciągające się opóźnienie w wydatkowaniu środków z KPO, impuls inwestycyjny przesuwają się coraz bardziej na rok 2026. Niemniej, już teraz widzimy wczesne objawy tego cyklu, m.in. w postaci rosnących nakładów inwestycyjnych w samorządach i dużych firmach. Miejsce nieco słabszych niż zakładaliśmy tegorocznych inwestycji wypełni mocniejsza konsumpcja gospodarstw domowych, której – obok solidnego wzrostu realnych dochodów – sprzyja ożywienie kredytowe i normalizacja stopy oszczędzania z nadzwyczajnie wysokiego poziomu osiągniętego w ub.r.

Rynek pracy ma się dobrze – popyt na pracę pozostaje solidny, a wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego w ostatnich miesiącach wynikał przede wszystkim z wpływu zmian regulacyjnych, a nie z faktycznego pogorszenia sytuacji. Dynamika wynagrodzeń jest nadal podwyższona, ale podtrzymujemy opinię, że w kolejnych kwartałach powinna hamować w stronę 6-7% r/r, co przy wzroście produktywności rzędu 3-4% r/r oznaczałoby coraz bardziej sprzyjające warunki do stabilizacji inflacji w pobliżu celu.

To powiedziawszy, po raz pierwszy od kilku kwartałów zmieniamy prognozy inflacji lekko w górę. Ma to związek m.in. z podwyżkami cen ciepła i innych kosztów związanych z utrzymaniem domu, których wpływ na CPI na jesieni może być większy niż wcześniej zakładaliśmy. Nieco wyższą prognozę inflacji (również bazowej) w kolejnych kwartałach uzasadnia też wzrost gospodarczy w większym stopniu oparty na konsumpcji oraz bardziej ekspansywna polityka fiskalna w tym i przyszłym roku. Spodziewamy się, że dynamika CPI, która w sierpniu obniżyła się do 2,8% r/r, już we wrześniu powróci powyżej 3% r/r, gdzie pozostanie do końca br., a w przyszłym roku ma szansę zejść znowu nieco poniżej, pozostając jednak w górnym pasmie tolerowanych odchyleń od celu 2,5%. W naszej prognozie zakładamy wydłużenie przepisów określających maksymalne ceny prądu do końca br. i przyjęcie taryf energetycznych na przyszły rok, które nie będą oznaczały wzrostu kosztów dla gospodarstw domowych.

Taka perspektywa nie oznacza zamkniętych drzwi do kolejnych obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem obecny poziom stopy referencyjnej (4,75%) jest nadal odległy od docelowego, który widzimy w okolicy 4,00%. Rynek finansowy wycenia nawet głębszą skalę możliwych obniżek – do ok. 3,50% w horyzoncie roku, jednak w naszej ocenie RPP będzie bardziej wstrzemięźliwa, ze względu na kontynuację luźnej polityki fiskalnej i niezły wzrost PKB w kolejnych kwartałach. Oczekiwany przez nas wzrost CPI powyżej 3% we wrześniu będzie zapewne argumentem, aby kolejną obniżkę stóp o 25 pb odłożyć do listopada, nawet jeśli już na październikowym posiedzeniu będzie znana informacja o wydłużeniu do końca br. przepisów ograniczających ceny prądu. Na początku 2026 r. zakładamy dwie kolejne obniżki, nadal w ostrożnych krokach po 25 pb, w ślad za ponownym spadkiem CPI poniżej 3%.

Przyjęty przez rząd projekt budżetu na 2026 r. oznacza utrzymanie polityki fiskalnej na ścieżce wysokich deficytów i szybkiego przyrostu zadłużenia. Deficyt sektora publicznego (GG) trzeci rok z rzędu mocno przekroczy 6% PKB, dług publiczny w metodologii unijnej wzrośnie do 66,8% PKB, a w krajowej zbliży się do 53% PKB, co sam premier Tusk określił jako testowanie granicy bezpieczeństwa. Pogorszenie perspektyw fiskalnych zaowocowało już zmianą perspektywy polskiego ratingu na negatywną przez Fitch Ratings i widzimy spore prawdopodobieństwo, że kolejne agencje pójdą jej śladem, co z kolei może oznaczać testowanie granicy cierpliwości inwestorów. Nie zakładamy ostrej reakcji KE na mniej ambitną ścieżkę konsolidacji fiskalnej w Polsce, jako że Komisja w swojej ocenie skupia się głównie na ścieżce wydatków, a ta nie przekracza ustalonych celów.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Kurs EURPLN od połowy kwietnia porusza się w trendzie bocznym, w dość wąskim przedziale 4.24-4.28. Spodziewamy się przesunięcia kursu pod koniec września w pobliże górnej granicy dotychczasowego kanału, tj. 4.28, i stabilizacji blisko tego poziomu w IV kwartale br., m.in. pod wpływem kolejnych decyzji agencji ratingowych, przypominających o pogarszających się perspektywach fiskalnych, z ewentualnym ryzykiem zmiany percepcji ryzyka geopolitycznego w regionie przez inwestorów. Ostatni incydent z naruszeniem polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony wskazuje raczej na ryzyko zwiększenia napięcia w relacjach z Rosją niż na możliwą deeskalację konfliktu, czy zbliżające się zawieszenie broni w Ukrainie.

Rynek stopy procentowej

Polski rynek obligacji w ostatnich miesiącach zachowywał się zdecydowanie lepiej niż większość odpowiedników w Europie i wykazał zadziwiającą odporność na pogarszające się perspektywy fiskalne, które zaowocowały obniżką perspektywy ratingu przez Fitch. Zakładamy, że nadchodzące tygodnie mogą przynieść schłodzenie nastrojów, wynikające – podobnie jak w przypadku rynku walutowego – z kolejnych decyzji agencji ratingowych i ewentualnie wzrostu premii za ryzyko geopolityczne, gdyby incydenty przy polskiej granicy się powtarzały. Dodatkowo, przewidywany przez nas wzrost CPI we wrześniu powyżej 3% może osłabić oczekiwania związane z obniżkami stóp NBP. W kolejnych kwartałach widzimy jeszcze pole do umiarkowanego spadku rentowności.



Prognozy 2025 – co się zmieniło?

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2024	Nasze prognozy we wrześniu 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. Krajowa gospodarka pozostaje na ścieżce łagodnego ożywienia, chociaż struktura wzrostu układa się nieco inaczej niż zakładaliśmy.
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.	Ożywienie inwestycyjne się opóźnia, m.in. w związku z powolną absorpcją środków z KPO. Większa część impulsu inwestycyjnego przeniesie się na 2026 r., za to w tym roku jest szansa na lepszy od prognoz wynik konsumpcji. Mniej więcej zgodne z założeniami zachowanie zapasów i salda wymiany z zagranicą.
Rynek pracy	Ożywienie inwestycyjne powinno lekko wesprzeć popyt na pracowników, bezrobocie nadal blisko minimów. Wzrost płac spowolni, ale pozostanie realnie dodatni.	Prognoza aktualna. Popyt na pracę jest niezły, dynamika płac stopniowo hamuje ale pozostaje wysoka.
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.	W poprzednich kwartałach obniżaliśmy prognozę inflacji, teraz przesuwamy ją nieco w górę m.in. pod wpływem kosztów utrzymania mieszkań oraz mniej deflacyjnego scenariusza makro (większa rola konsumpcji we wzroście PKB, bardziej ekspansywna polityka fiskalna).
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.	RPP rozpoczęła obniżki stóp w maju, wcześniej niż zakładaliśmy, ale ich łączna skala w br. może być spójna z naszymi założeniami. Do tej pory stopy spadły już o 100 pb i w tym roku zakładamy jeszcze jedną obniżkę o 25 pb w listopadzie. W 2026 r. przewidujemy dwie kolejne, do docelowego poziomu 4,0%.
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.	Deficyty fiskalne i przyrost długu w latach 2025-26 będą jeszcze większe niż zakładaliśmy, mimo że nie byliśmy optymistami w kwestii możliwej konsolidacji fiskalnej. Ten scenariusz zaczyna się przekładać na oceny agencji ratingowych.
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.	W III kwartale krajowy rynek długu po raz kolejny zaskoczył nas spadkiem rentowności, mimo wciąż negatywnych trendów na rynkach bazowych. Wzrost ryzyka fiskalnego może przejściowo popsuć nastroje, ale w kolejnych kwartałach widzimy pole do stopniowego spadku rentowności.
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.	Do tej pory złoty był mocniejszy niż zakładaliśmy. Spodziewamy się przesunięcia EURPLN pod koniec września w pobliże 4,28, i stabilizacji blisko tego poziomu w IV kwartale, m.in. za sprawą większych obaw o perspektywę fiskalne i możliwego zwiększenia napięcia w relacjach z Rosją.

Gospodarka

1

Wzrost PKB wciąż na ścieżce lekkiego przyspieszenia

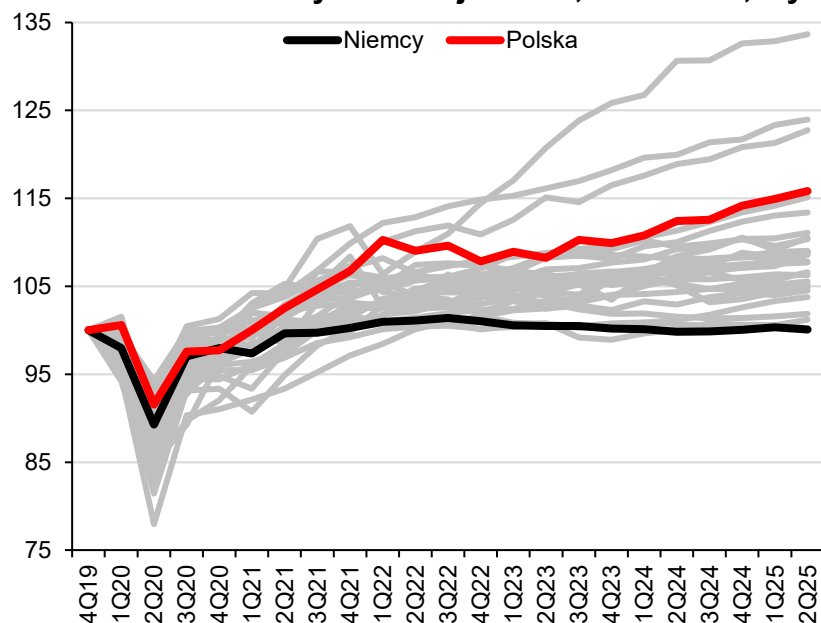


Tempo wzrostu gospodarczego z kwartału na kwartał delikatnie przyspiesza, utrzymując się na trajektorii spójnej z naszymi przewidywaniami. W efekcie, Polska jest jedną z najszybciej rozwijających się gospodarek w UE. W II kwartale wzrost PKB przyspieszył do 3,4% r/r, a skorygowany sezonowo wyniósł 0,8% kw/kw.

Odmienna od oczekiwań jest jednak struktura wzrostu: zaskakująco mocny wzrost nakładów na środki trwałe w I kwartale był chwilowy i mógł wynikać z wydatków zbrojeniowych, natomiast trwałe ożywienie inwestycyjne coraz bardziej się opóźnia (co przypisujemy głównie powolnej absorpcji środków z KPO); jednocześnie, lepiej niż zakładaliśmy radzi sobie konsumpcja, wspierana wciąż wysokim wzrostem dochodów osobistych i – jak wynika z naszych szacunków – lekkim spadkiem stopy oszczędzania gospodarstw domowych.

Przewidywany przez nas scenariusz na kolejne kwartały zasadniczo się nie zmienił – spodziewamy się wzrostu PKB średnio o 3,5% w tym roku i o 3,7% w 2026 r., przy większej niż wcześniej zakładaliśmy roli konsumpcji w roku bieżącym, a inwestycji w roku przyszłym.

Poziom PKB w cenach stałych w krajach UE, 4Q19=100, wyr.sezon.



Źródło: Eurostat, Santander

Struktura wzrostu PKB Polski, % r/r



Źródło: GUS, Santander



Inwestycje: opóźniony początek nowego cyklu

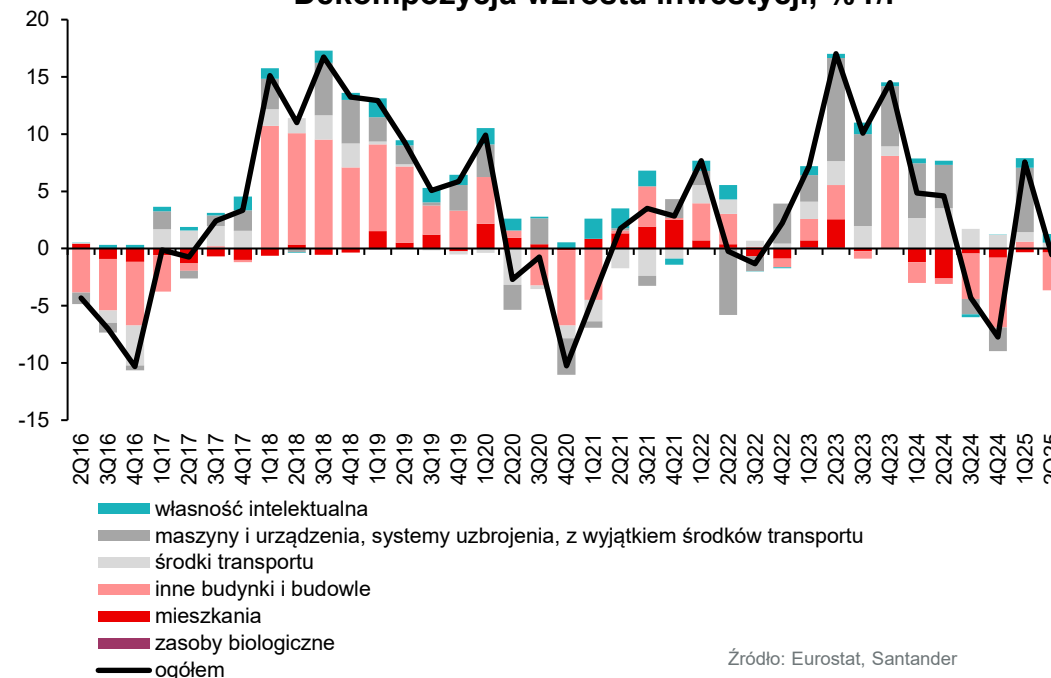
Po niespodziewanie mocnym wzroście inwestycji w I kw., o 6,3% r/r, można było przypuszczać, że gospodarka jednoznacznie wkroczyła na ścieżkę ożywienia inwestycyjnego. Spadek inwestycji o 1,0% r/r w II kw. podważył tę hipotezę.

Już w poprzednim MAKROskopie zwracaliśmy uwagę, że wzrost inwestycji w I kw. mógł wynikać częściowo z czynników jednorazowych, w tym przede wszystkim z wydatków zbrojeniowych. Wyhamowanie dynamiki inwestycji w II kw. sugeruje, że czynniki te mogły mieć jednak nie częściowy, a dominujący wkład we wzrost inwestycji.

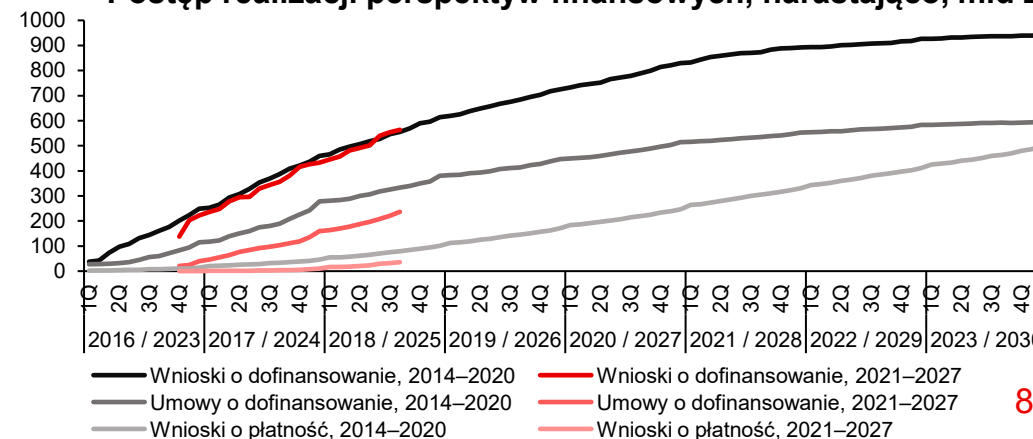
Aktualne dane wskazują, że w pierwszej połowie roku cykl inwestycyjny znajdował się na podobnym stopniu zaawansowania jak w pierwszej połowie 2017 r. Podobnie jak w 2025 r., rozpoczynający się wtedy cykl inwestycyjny był związany z nową perspektywą finansową UE. Wolumen dofinansowań przyznanych w ramach nowej perspektywy osiągnął wtedy już znaczny rozmiar, ale nie przekładał się jeszcze na wyraźny wzrost wydatków budżetu środków europejskich (BŚE). W efekcie, choć inwestycje nie spadały już tak mocno jak w 2016 r., to nie ulegały też jeszcze wzrostowi. Stanowi to analogiczny obraz sytuacji do tego z pierwszej połowy 2025 r., zwłaszcza w warunkach wolniejszej, niż zakładaliśmy, realizacji KPO.

Podobnie jak w poprzednim cyklu inwestycyjnym finansowanym środkami UE, **postęp we wdrażaniu nowej perspektywy finansowej, wsparty dodatkowo realizacją KPO, powinien doprowadzić w kolejnych kwartałach do przyspieszającego wzrostu inwestycji** – według naszych szacunków najpierw o około 3% r/r w III kw., a następnie o około 8% r/r w IV kw. i około 10% w całym 2026 r.

Dekompozycja wzrostu inwestycji, % r/r



Postęp realizacji perspektyw finansowych, narastająco, mld zł





Inwestycje: opóźniony początek nowego cyklu

Zanik czynników jednorazowych, które w naszej ocenie odpowiadały za wzrost inwestycji w I kw., sprawił, że dynamika inwestycji znalazła się w II kw. na poziomie zgodnym z wciąż wczesnym etapem realizacji nowej perspektywy finansowej UE – już nie głęboko ujemnym jak w drugiej połowie 2024 r., ale jeszcze nie dodatnim.

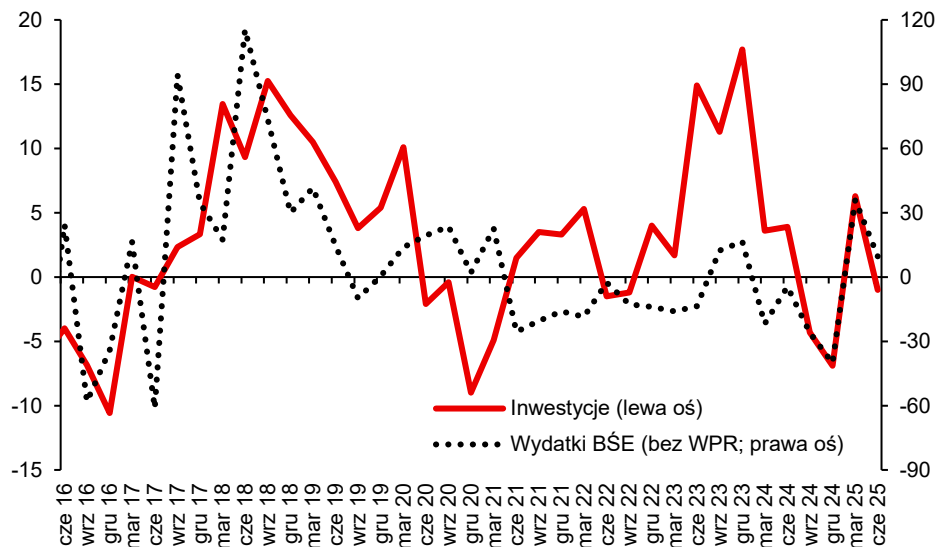
Realizacja nowej perspektywy postępuje, a wydatki środków europejskich zaczynają rosnąć – co widać m.in. w sprawozdaniach operatywnych publikowanych przez Ministerstwo Finansów – ale ich poziom nie jest jeszcze wysoki. Niemniej, wpływ funduszy UE na gospodarkę jest już widoczny w danych.

Po pierwsze, w II kw. inwestycje dużych firm po raz pierwszy od IV kw. 2023 r. uległy wzrostowi w ujęciu rocznym, o 1,4%, co wynikało m.in. z przyspieszenia wzrostu inwestycji firm klasyfikowanych przez nas jako zależne od finansowania unijnego z 5,3% r/r w I kw. do 16,9% r/r w II kw.

Po drugie, inwestycje JST finansowane ze środków UE drugi kwartał z rzędu wzrosły o ponad 100% r/r, dzięki czemu wzrost inwestycji JST ogółem utrzymał się na dodatnim poziomie, równym 4,6% r/r.

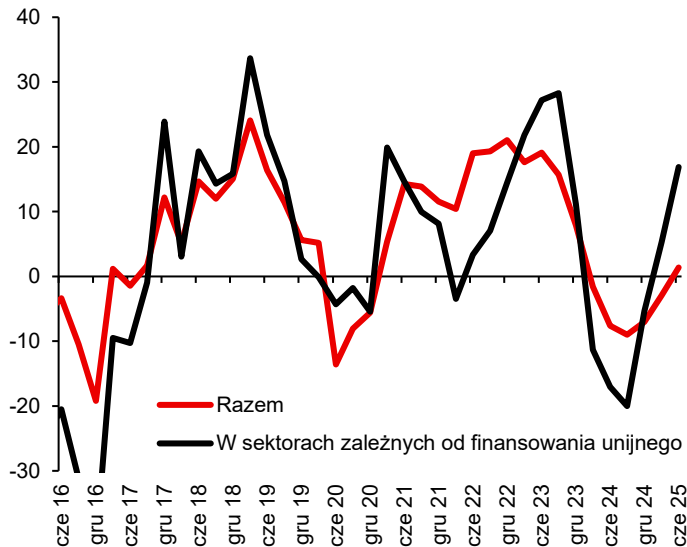
Wzrosty inwestycji firm i JST wskazują, że nowy cykl inwestycyjny już się rozpoczął, choć wciąż jest jeszcze młody i mało rozwinięty.

Wzrost wydatków BŚE a wzrost inwestycji, % r/r



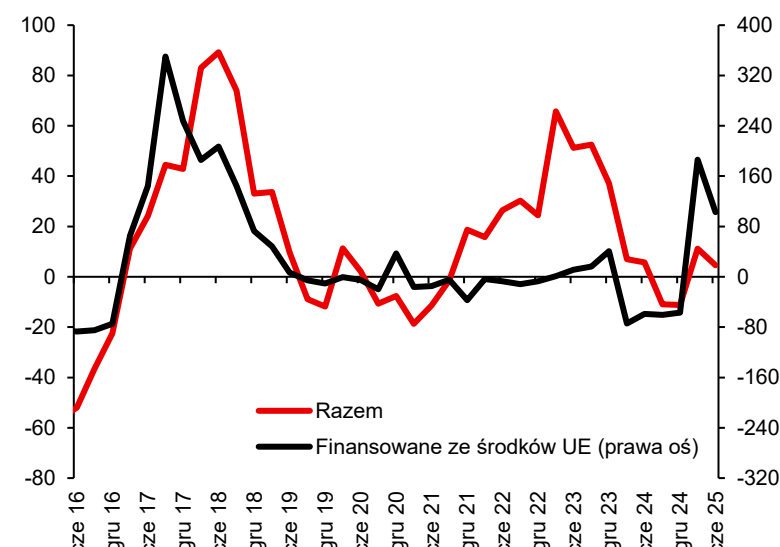
Źródło: GUS, MF, Santander

Inwestycje dużych firm, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Inwestycje JST, % r/r



Źródło: GUS, MF, Santander

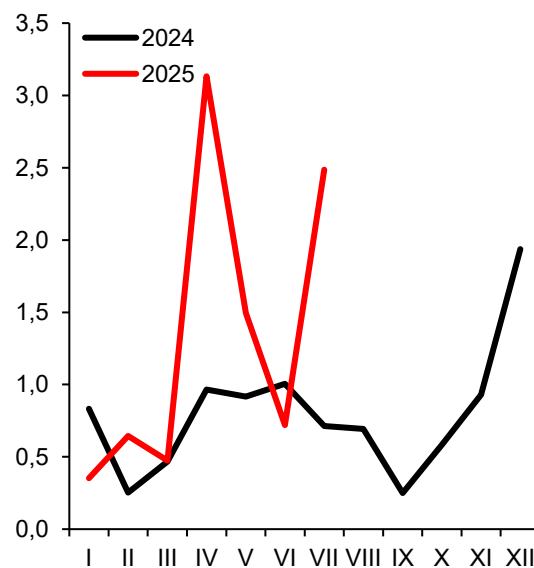


Fundusze europejskie: wydatki w 2025 r.

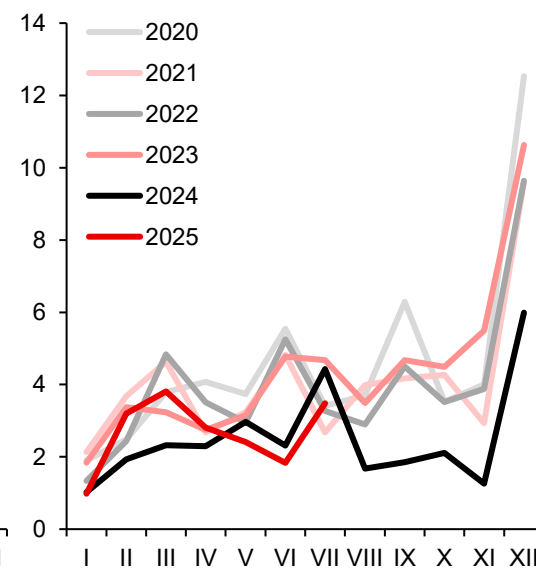
Realizacja perspektywy finansowej 2021–2027 przebiega zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Według danych Ministerstwa Finansów wydatki z perspektyw finansowych wyniosły w pierwszych siedmiu miesiącach roku około 18,5 mld zł, czyli około połowę ich całkowitej kwoty założonej przez nas na 2025 r., a także o około 1 mld zł więcej niż w tym samym okresie 2024 r.

Gorzej przebiega realizacja KPO. Wysokość wydatków dotacji z KPO poniesionych od stycznia do lipca wyniosła jedynie około 9 mld zł, tj. raptem 4 mld zł więcej niż w tym samym okresie 2024 r. Co więcej, plan wydatków BŚE przedstawiony w projekcie ustawy budżetowej na 2026 r. nie wskazuje, aby w drugiej połowie 2025 r. miało dojść do przyspieszenia wdrażania KPO. Według planu z projektu ustawy wydatki dotacji z KPO mają wynieść w 2026 r. około 81 mld zł. Ponieważ całkowita wartość dotacji wynosi około 107 mld zł, a w 2024 r. wydano już około 9,5 mld zł, zgodnie z planem w całym 2025 r. może zostać wydane około 16-17 mld zł, czyli jeszcze 7–8 mld zł.

Miesięczne wydatki dotacji KPO w ramach BŚE, mld zł

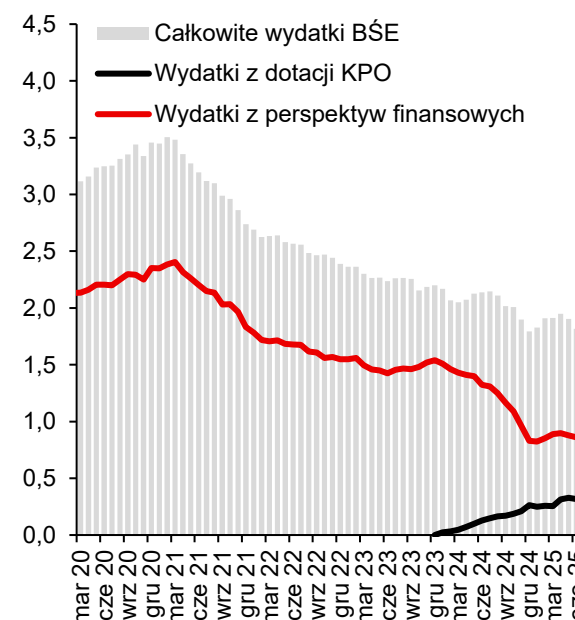


Miesięczne wydatki funduszy perspektyw finansowych w ramach BŚE, mld zł



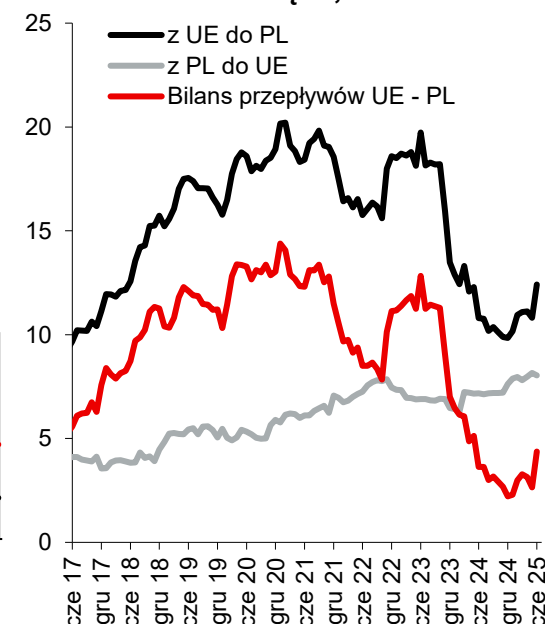
Źródło: MF, Santander

Wydatki BŚE, 12-miesięczna suma krocząca, % PKB



Źródło: MF, GUS, Santander

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



Źródło: NBP, Santander



Fundusze europejskie: wydatki w 2026 r.

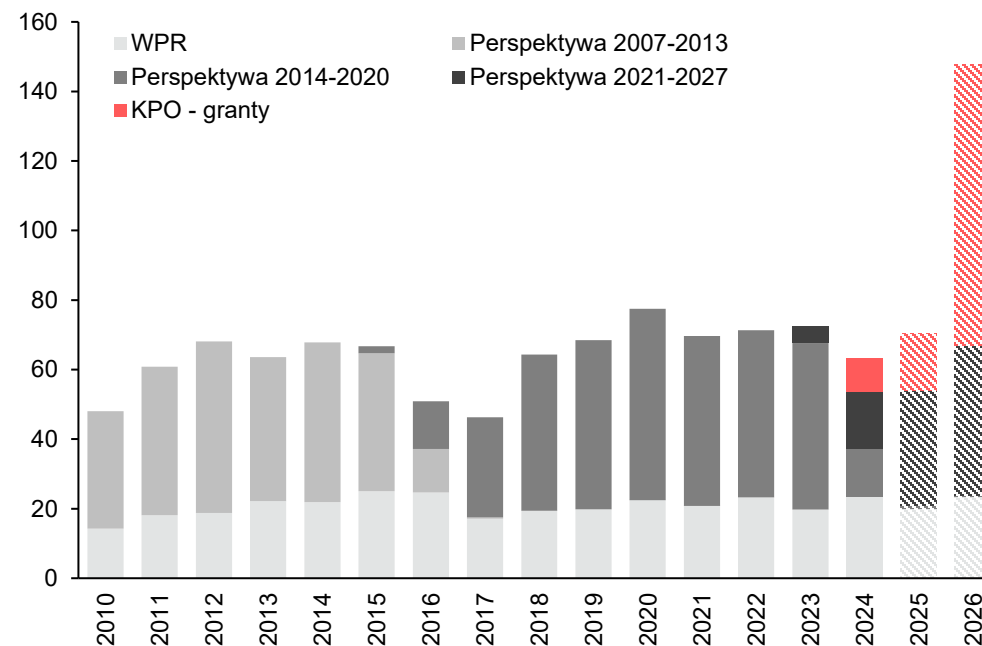
Niższe od oczekiwań wydatki dotacji z KPO w 2025 r. powinny przełożyć się na większe wydatki funduszy programu w 2026 r. Nie jest jednak pewne, czy skala opóźnienia KPO umożliwi pełne wykorzystanie jego części dotacyjnej.

Założenie pełnego wykorzystania dotacji KPO jest widoczne w projekcie ustawy budżetowej na 2026 r. – w uzasadnieniu do projektu podano, że rząd oczekuje „zdecydowanego przyspieszenia inwestycji realizowanych z KPO”, a niepełna realizacja programu jest jednym z czynników ryzyka dla założeń makroekonomicznych budżetu.

Trudno ocenić, jak wysokie jest to ryzyko. Z wypowiedzi minister funduszy i polityki regionalnej wiemy, że w połowie lipca wolumen zakontraktowanych dotacji wynosił około 70 mld zł, co sugeruje, że wydatki dotacji z KPO powinny w przyszłym roku przynajmniej przekroczyć 40 mld zł. Jednocześnie pełnej realizacji programu powinno sprzyjać przedłużenie czasu realizacji KPO do końca 2026 r., na które KE wyraziła zgodę w połowie czerwca, a także aktualne negocjacje z KE w sprawie przesunięcia o kilka miesięcy terminu realizacji niektórych kamieni milowych.

Według planu wydatków BŚE z projektu ustawy budżetowej na 2026 r. wydatki dotacji z KPO mają wynieść w przyszłym roku 81 mld zł. Wydatki funduszy perspektywy finansowej 2021–2027 mają być równe 43 mld zł, co jest zgodne z naszymi dotychczasowymi założeniami. **Realizacja planu z projektu ustawy budżetowej oznaczałaby, że wydatki dotacji KPO i funduszy perspektywy finansowej byłby wyższe w 2026 r. o około 70 mld zł niż w 2025 r.**

Wydatki budżetu środków europejskich, mld zł



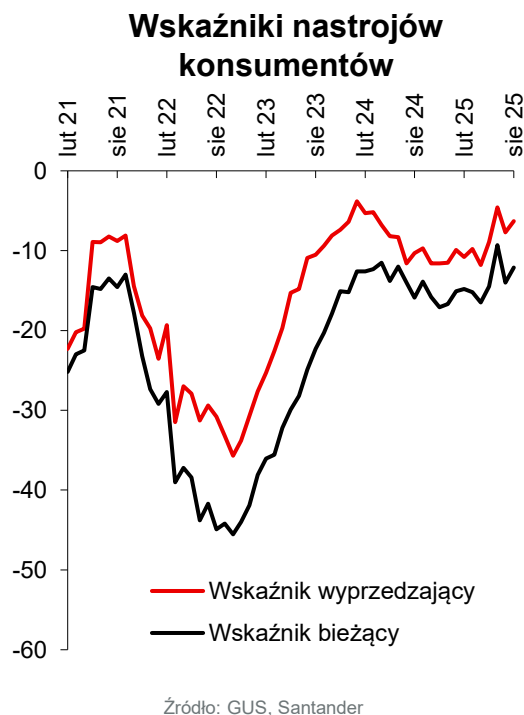
Źródło: GUS, MF, Santander



Konsumpcja prywatna nadal motorem wzrostu

W tym roku miało dojść do zmiany głównego motoru wzrostu gospodarczego – od konsumpcji prywatnej pałeczkę miały przejąć inwestycje. Minęło pół roku i tak się nie dzieje, z dwóch powodów: opóźnienia w ożywieniu inwestycji i utrzymującego się rozpędu konsumpcji. Wzrost konsumpcji opierał się przede wszystkim na usługach, które przyspieszyły w II kw. do 9,0% r/r z 7,3% oraz dalszym zwiększaniu przez gospodarstwa domowe wydatków na dobra trwałe użytku (w II kw. o 12,2% r/r). Na poprawę w tych kategoriach wskazują też dane o produkcji usług w zakresie turystyki, gastronomii i zakwaterowania oraz zachowanie składników sprzedaży detalicznej dotyczące dóbr trwałego użytku (wzrost w II kw. średnio o 13,4% r/r, w lipcu o 12,9% r/r).

W czerwcowym MAKROskopie postulowaliśmy, że nasza prognoza wzrostu konsumpcji na ten rok jest konserwatywna, bo założyliśmy dalszy lekki wzrost stopy oszczędności. Tymczasem, na podstawie dostępnych danych za II kw. szacujemy, że doszło do jej lekkiego spadku, co też jest spójne z relatywnie dobrym optymizmem konsumenckim oraz spadkiem realnych stóp procentowych. W nastawieniu konsumentów nastąpił przełom – wskaźniki GUS ruszyły w ostatnich miesiącach na nowo w górę po płaskim II półroczu 2024 r. i początku br. W konsekwencji **podnieśliśmy prognozę wzrostu konsumpcji prywatnej – w kolejnych 2-3 kwartałach powinna utrzymać się w przedziale 4-5% r/r.**



Popyt na pracę cały czas solidny

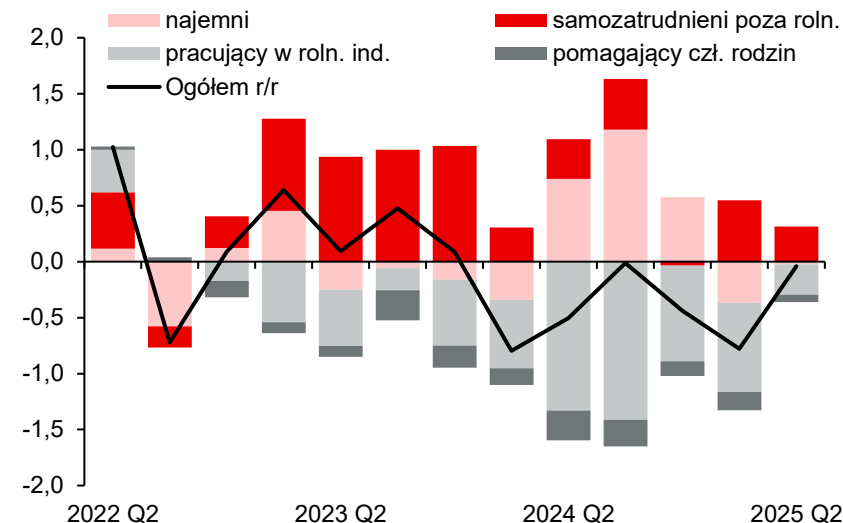
Wg danych GUS zatrudnienie w firmach zatrudniających 10 i więcej osób w II kw. br. nie zmieniło się w ujęciu rocznym trzeci kwartał z rzędu (spadki w przemyśle i usługach rynkowych, szczególnie w handlu i transporcie, kompensowane były wzrostami w usługach nierynkowych). Z kolei wg BAEL za II kw. br., najszersza miara liczby pracujących także nie zmieniła się w porównaniu z II kw. 2024 r., co stanowi wyraźnie lepszy wynik niż spadek o 0,8% r/r odnotowany kwartał wcześniej. Co więcej, po wyłączeniu rolnictwa indywidualnego liczba pracujących wzrosła o 0,2% r/r. W rolnictwie ubyło 4,7% pracujących, co jest i tak poprawą po głębokich dwucyfrowych spadkach w poprzednich czterech kwartałach. Na plusie był popyt na pracę zarówno w przemyśle, jak i w sektorze usług. Pod względem formy zatrudnienia, liczba pracowników najemnych była stabilna w ujęciu rocznym (po spadku w I kw. o 0,4%), a wzrost całej kategorii był zasługą samozatrudnienia pozarolniczego.

Wg wyników Szybkiego Monitoringu NBP, **indeks prognoz zatrudnienia w II kw. odbił dość wyraźnie w górę**; więcej było firm z dostępnością wakatów, odnotowano nieco niższe bariery braków kadrowych. Mniej optymistyczne są prognozy zatrudnienia z badania koniunktury GUS – w budownictwie i handlu wskaźnik ten w ostatnich miesiącach się obniżył, natomiast wzrostowy trend, mimo gorszego sierpnia, widoczny jest w przemyśle. Z kolei liczba ofert pracy publikowanych w Internecie, wg Barometru Ofert Pracy BIEC, od półtora roku pozostaje na stabilnym poziomie, notując tylko niewielkie wahania.

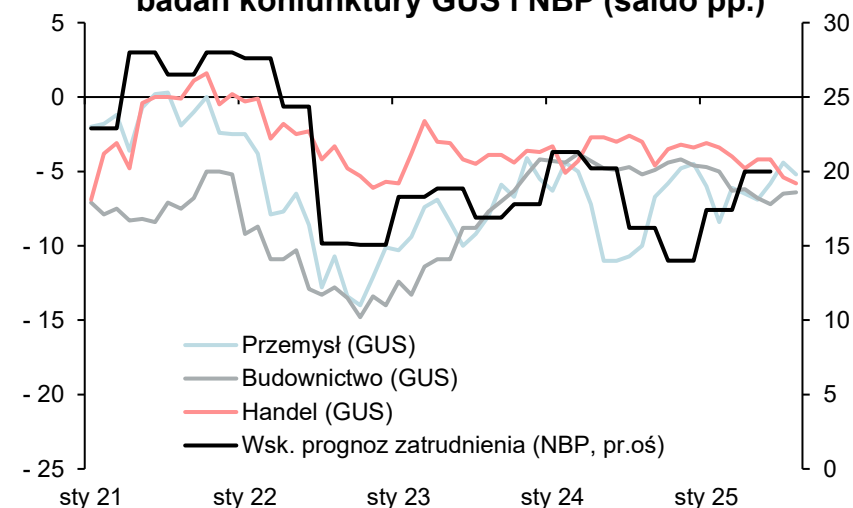
Współczynnik aktywności zawodowej wg BAEL w całej gospodarce nie zmienił się w porównaniu z poprzednim rokiem. Dane z rynku pracy za II kw. można więc uznać za pozytywny sygnał po dość mocnym spadku liczby pracujących i wzroście stopy bezrobocia w poprzednim kwartale. Szczególnie wyhamowanie spadków w rolnictwie i poprawa dynamiki pracy najemnej sugerują, że **w kolejnych kwartałach możemy się spodziewać już dodatniej dynamiki całej populacji pracujących**.

W danych ZUS do tej pory obserwowaliśmy spadek pracowników etatowych, kompensowany wzrostami samozatrudnionych i umów cywilnoprawnych – powstaje pytanie, czy ten trend się utrzyma. Jeżeli zjawisko to miało źródło w optymalizacji kosztowej przedsiębiorstw, to można oczekiwać, że spowolnienie inflacji i niski wzrost płacy minimalnej 2026 powinien wspomóc odbudowę umów o pracę. **Spodziewamy się zatem wzrostu zatrudnienia w II poł. br. na poziomie 0,1% r/r i stopniowego przyspieszania w kolejnych kwartałach, do 0,3% na koniec 2026 r.**

Dynamika liczby pracujących wg BAEL, % r/r



Indeks prognoz zatrudnienia na kolejny kwartał wg badań koniunktury GUS i NBP (saldo pp.)



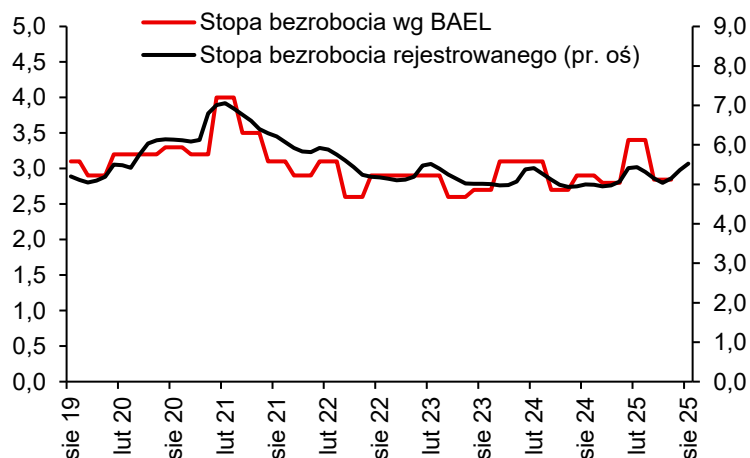


Bezrobocie pozostaje bardzo niskie, mimo zaburzenia w danych rejestrowych

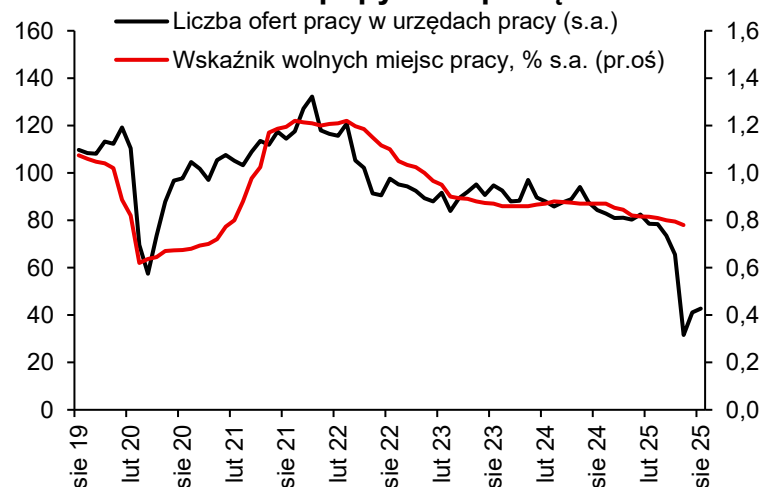
Bezrobocie w Polsce cały czas utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Stopa bezrobocia wg BAEL odnotowała w II kw. sezonowy spadek z 3,4% do 2,8% i była zaledwie o 0,1 pp. wyżej niż rok wcześniej. Wzrost bezrobocia rejestrowanego obserwowany od czerwca br. jest nietypowy i należy go wiązać ze zmianami proceduralnymi wynikającymi z nowej ustawy o rynku pracy. Wprowadza ona m.in. możliwość rejestracji rolników jako bezrobotnych, a także uniezależnia rejestrację w urzędzie od miejsca zameldowania, co w naturalny sposób zwiększa potencjalne grono bezrobotnych. Ustawa przewiduje też nowe zasady dla instytucji publicznych w zakresie zgłaszania ofert pracy. Pośród różnych innych zmian istotne okazało się, że bezrobotni nie otrzymują obecnie comiesięcznych wezwań do urzędu w celu potwierdzenia gotowości do pracy – będą oni wykreśleni z ewidencji dopiero po 3 miesiącach. Zaowocowało to skokowym spadkiem liczby osób wyrejestrowanych z urzędu, podczas gdy liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych nie zmienia się istotnie.

Nowe procedury wpłynęły też na liczbę zgłoszonych ofert pracy, która w czerwcu obniżyła się o ok. połowę względem maja i o 66,5% r/r. W sierpniu, pomimo kilku już miesięcy obowiązywania nowych regulacji, liczba zarejestrowanych ofert jest o ponad połowę niższa niż rok temu. Wg badania popytu na pracę GUS, wskaźnik wolnych miejsc pracy – mierzący liczbę wakatów w stosunku do liczby miejsc pracy – także obniżył się względem poprzedniego kwartału (z 0,81 do 0,78, tj. o niecałe 4%), jednak nie ma tu mowy o tak gwałtownym załamaniu, jakie rysują dane rejestrowe. **Spodziewamy się, że wpływ powyższych zmian regulacyjnych będzie stopniowo zanikał, jednak poziomy stopy bezrobocia mogą pozostać trwale podwyższone** (o ok. 0,5 pp) w stosunku do tych obserwowanych przed czerwcem.

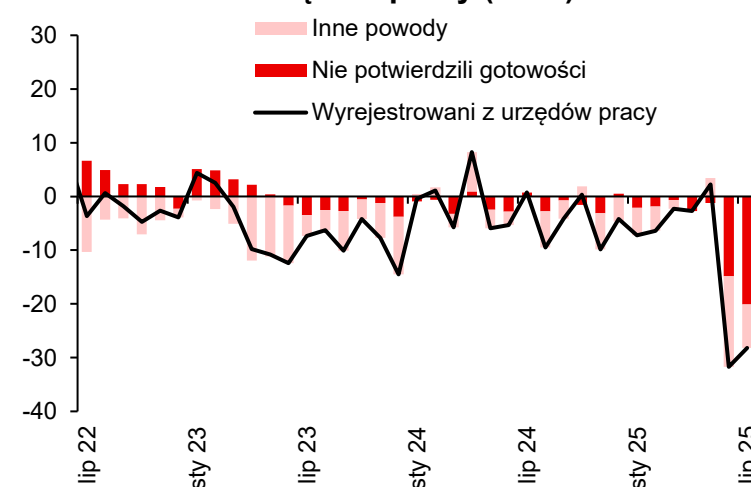
Stopa bezrobocia rejestrowanego i wg BAEL (%)



Oferty pracy w urzędach pracy a wskaźnik wakatów z badania popytu na pracę GUS



Dynamika liczby osób wyrejestrowanych z urzędów pracy (% r/r)





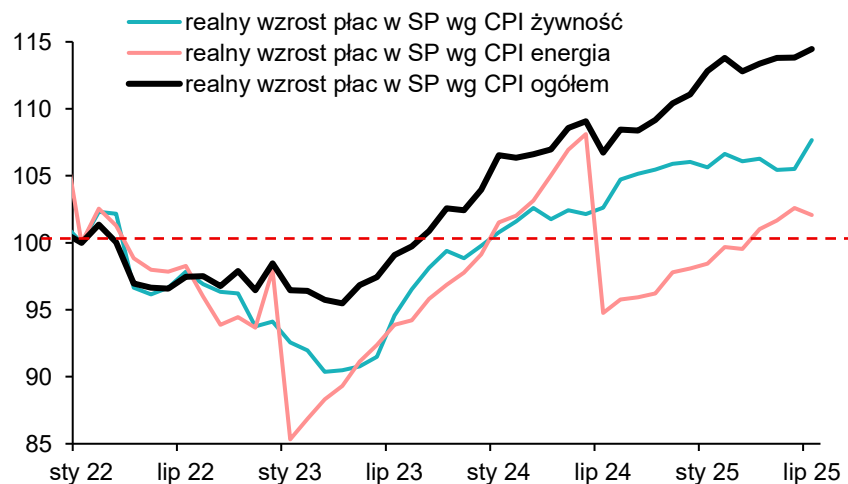
Wzrost płac hamuje, ale presja płacowa wciąż mocna

Dane o wynagrodzeniach w II kw. br. były pod pewnymi względami zaskoczeniem. Z jednej strony sektor przedsiębiorstw notował wzrosty płac wyraźnie wyższe niż się spodziewaliśmy, osiągając dynamikę 9,2% r/r w II kw. wobec 8,2% r/r kwartał wcześniej. Z drugiej strony, odczyt płac w całej gospodarce narodowej sporo się obniżył, z 10,0% do 8,8% r/r, co miało źródło zarówno w obniżeniu tempa wzrostu w sektorze publicznym, jak i w szacowanych przez GUS płacach mikroprzedsiębiorstw.

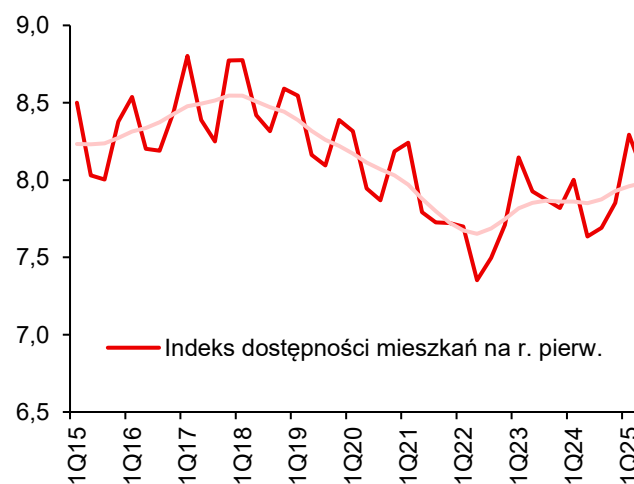
Wg badania przedsiębiorstw NBP, **presja płacowa odczuwana przez firmy w II kw. zmniejszyła się tylko minimalnie**. W badaniu odnotowano też obniżenie skłonności do podnoszenia wynagrodzeń w horyzoncie kwartału. Nadal wysoka presja ze strony pracowników może być spowodowana niższą siłą nabywczą wynagrodzeń niż odzwierciedlają to statystyki przeciętnych płac i przeciętnej inflacji. Realny wzrost płac policzony ogólnym wskaźnikiem CPI pomiędzy styczniem 2022 r. a lipcem 2025 r. wyniósł 14,5% czyli średnio mniej więcej 4% rocznie. **Gdy jednak weźmiemy pod uwagę zmiany cen żywności w tym samym okresie, wzrost siły nabywczej jest około dwukrotnie niższy i wynosi tylko 7,7%**. Z kolei wzrost cen energii był tak duży, że zupełnie zniwelował nominalny wzrost płac. Pozytywną informacją jest, że policzony przez nas indeks dostępności mieszkań, mierzący relację przeciętnego wynagrodzenia do cen mieszkań na rynku pierwotnym, jest w powolnym trendzie wzrostowym. Niemniej jednak, ceny mieszkań osiągają historycznie wysokie ceny i w stosunku do płac są wyraźnie wyższe niż przed pandemią. Dodatkowym elementem wzmagającym presję płacową jest wysoki poziom płacy minimalnej. Z punktu widzenia "typowego" (medianowego) pracownika, **silne wzrosty najniższego wynagrodzenia w ostatnich kilku latach mocno obniżyły jego pozycję względem osób najniżej wykwalifikowanych**, co podnosi oczekiwania płacowe osób lepiej wykwalifikowanych.

Powyższe rozważania prowadzą do wniosku, że dynamika wynagrodzeń może się utrzymywać na względnie wysokim poziomie, mimo że będzie spowalniać z powodu mniejszej presji inflacyjnej, niższych podwyżek płac sfery publicznej i płacy minimalnej. **Prognozujemy zatem zejście z dynamiki 8,8% r/r w II kw. br. do 8,3-8,4% w kolejnych kwartałach 2025 r. i 7,1% r/r przeciętnie w 2026 r.**

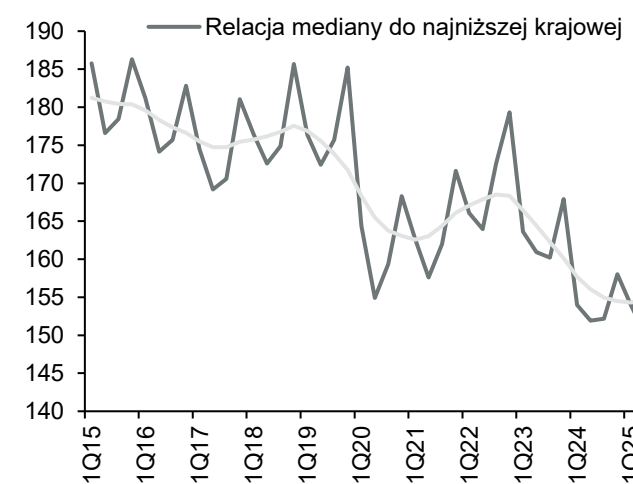
Realny wzrost płac w SP wg różnych miar CPI (sty 2022= 100)



Indeks dostępności mieszkań (pkt)



Mediana a najniższe wynagrodzenie (minimalne wyn. = 100)



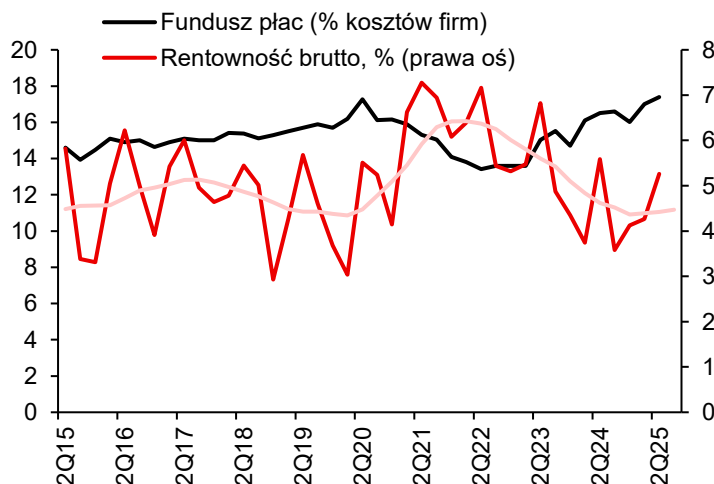


Fundusz płac coraz więcej waży w kosztach firm

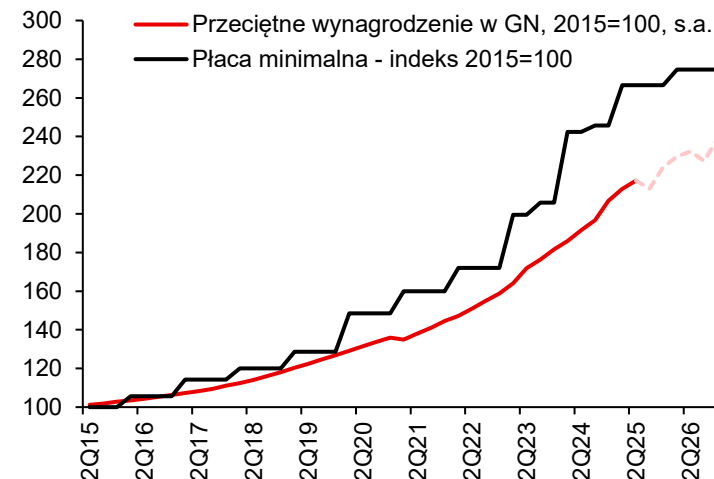
Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw o liczbie pracujących 50 i więcej osób zmniejszył się w II kw. o 1,0% r/r, hamując po wyjątkowo wysokim odczycie w I kw. (+13,9% r/r). Przychody firm odnotowały przy tym wzrost o 5,1% r/r, a koszty o 5,5% r/r. **Marża brutto wzrosła do 5,3% w porównaniu z 4,3% w I kw. i wygląda na to, że stabilizuje się na umiarkowanym poziomie między 4 a 5%.** Wzrost kosztów ogółem był w dużej mierze spowodowany wzrostem kosztów materiałów (1,8% r/r w porównaniu ze spadkiem o 3,6% w poprzednim kwartale) i usług obcych (9,7% r/r po 4,1% r/r w pierwszym kwartale). Tempo spadku kosztów podatkowych zmniejszyło się do 13,6% po spadku o 22,5% r/r w I kw., co również przyczyniło się do wyższej dynamiki kosztów ogółem. W II kw. inwestycje w przedsiębiorstwach zatrudniających 50 i więcej osób wzrosły o 0,8% r/r w cenach stałych. Jest to pierwsza dodatnia dynamika po pięciu kwartałach ich spadków, w I kw. br. o 3,6% r/r.

Dość silny wzrost kosztów wygenerował **fundusz płac, który wzrósł o 11,2% r/r po 5,0% w I kw., a jego waga w strukturze kosztów ogółem wzrosła z 17,0% do 17,2%.** Istotnym czynnikiem podnoszącym koszty pracy przedsiębiorstw w ostatnich kilku latach była płaca minimalna. O ile w latach przed pandemią rosła ona w podobnym tempie jak średnie płace w gospodarce, w 2020 nastąpił rozdzwiek spowodowany wysoką podwyżką płacy minimalnej przy równoczesnym przyhamowaniu płac spowodowanym pandemią Covid-19. Kolejne dwucyfrowe podwyżki płacy minimalnej z lat 2023-2024 spowodowały jej mocne zdystansowanie od tempa wzrostu przeciętnej płacy. **Propozycja rządowa zakłada w tym momencie wzrost płacy minimalnej w 2026 r. o 3%, z 4666 zł do 4806 zł,** choć ostateczna kwota może się jeszcze nieznacznie zmienić. Podwyżka o 3% to wyraźnie mniej niż prognozowane przez nas tempo wzrostu płac w całej gospodarce, dzięki czemu relacja najniższej do średniej krajowej zmniejszy się wg naszej prognozy z 52,2% w 2025 r. do 50,3% w 2026 r. Będzie to szczególnie istotne dla mniejszych przedsiębiorstw z racji na ich znacznie wyższą ekspozycję na płacę minimalną, z odsetkiem pracowników z najniższą krajową w mikrofirmach ok. 50% w porównaniu z kilkukrotnie niższym poziomem wśród większych podmiotów.

Rentowność a udział kosztów pracy w kosztach firm



Wzrosty płacy minimalnej a średniej krajowej





Komplikacje ws. legalności pobytu imigrantów z Ukrainy – jednak niskie ryzyko odpływu

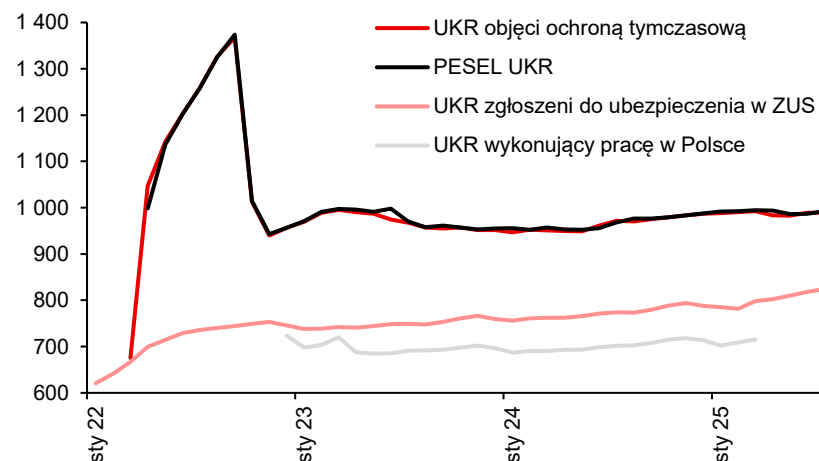
Liczba obywateli Ukrainy legalnie przebywających w Polsce wynosi obecnie nieco ponad 1,5 mln i wzrosła o ok. 4% w stosunku do 2024 r. Nadal w kilkuprocentowym tempie rośnie też liczba pracujących Ukraińców. Liczba ubezpieczonych w ZUS w lipcu wyniosła ok. 825 tys., z czego 715 tys. spełnia definicję osoby pracującej wg GUS. Większość ubezpieczonych – ponad 470 tys. – wykonywała umowę o pracę, więc posiada stabilne miejsce zatrudnienia. Dane o powiadomieniach o powierzeniu pracy wskazują, że nieoskładkowane umowy o dzieło są wykorzystywane w bardzo ograniczonym zakresie.

Weto Prezydenta do nowelizacji tzw. specustawy o pomocy obywatelom Ukrainy wprowadziło dużą niepewność, co to tak naprawdę będzie oznaczało dla społeczności ukraińskiej. **Legalność pobytu uchodźców wojennych jest zapewniona ze względu na ochronę na mocy decyzji Rady UE, a potencjalny problem legalizacji pobytu dotyczyłby wg danych ZUS pozostałych (nie-uchodźców) ok. 570 tys. osób.** Jednakże rząd dość szybko przygotował projekt ustawy, który częściowo niweluje skutki weta. Projekt zakłada przedłużenie do 4 marca 2026 r. legalności pobytu Ukraińców, a dostęp do świadczeń społecznych i systemu ochrony zdrowia ogranicza do cudzoziemców aktywnych zawodowo. Ukraińcy stracić mogą jednak część przywilejów, jakie dawała im dotychczasowa ustawa, w szczególności dotyczących łatwości otrzymywania wsparcia socjalnego oraz korzystania z systemu edukacji i ochrony zdrowia. Przedłużenie legalnego pobytu do marca przyszłego roku – zakładając, że wejdzie wkrótce w życie – da więc więcej czasu na uzyskanie niezbędnych dokumentów (przede wszystkim pozwolenia na pobyt czasowy, ewentualnie wizy) w razie, gdyby kolejnego przedłużenia ustawy nie było.

Warto zaznaczyć, że niedawno, bo 1 czerwca br. weszła w życie ustawa z dnia 20 marca br. r. o warunkach dopuszczalności powierzania pracy cudzoziemcom na terytorium RP. Podstawowym celem ustawy jest uszczelnienie systemu: rozszerzono m.in. zakres przesłanek odmowy w procedurach legalizacji pracy cudzoziemca oraz zaostrzono przepisy dotyczące kar. Ponadto, decyzje urzędowe mają szansę być wydawane sprawniej m.in. za sprawą elektronizacji procedur związanych z uzyskaniem zezwolenia na pracę cudzoziemców. Biorąc wszystkie czynniki pod uwagę, **nie prognozujemy odpływu imigracji, a kontynuację jej umiarkowanego wzrostu.**

Obszar danych	Miara	Okres	Poziom (tys.)	% r/r
Legalizacja pobytu	Liczba obywateli Ukrainy z zalegalizowanym pobytom	stan na 1.07	1565,0	3,9
	w tym na podst. ochrony czasowej („specustawa”)	09.09 br.	999,1	2,3
	Liczba wiz wydanych	I poł. br.	59,4	-0,8
	Wydane pozwolenia na pobyt czasowy	I poł. br.	115,2	3,3
Legalność pracy	Liczba powiadomień i oświadczeń o powierzeniu pracy	I poł. br.	549,1	-5,6
	na um. o pracę	I poł. br.	162,4	-6,2
	na um. Zlecenia	I poł. br.	364,6	-6,7
	na um. o dzieło	I poł. br.	3,9	-62,4
	Ubezpieczeni w ZUS łącznie	lip.25	824,5	6,5
	w tym uchodźcy	gru.24	255	-
	z tyt. um. o pracę	lip.25	471,9	5,7
	z tyt. um. zlecenia	lip.25	301,8	2,7
	w tyt. pozarolniczej działalności gospodarczej	lip.25	54,0	48,2
	Pracujący wg GUS	mar.25	714,9	3,6

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



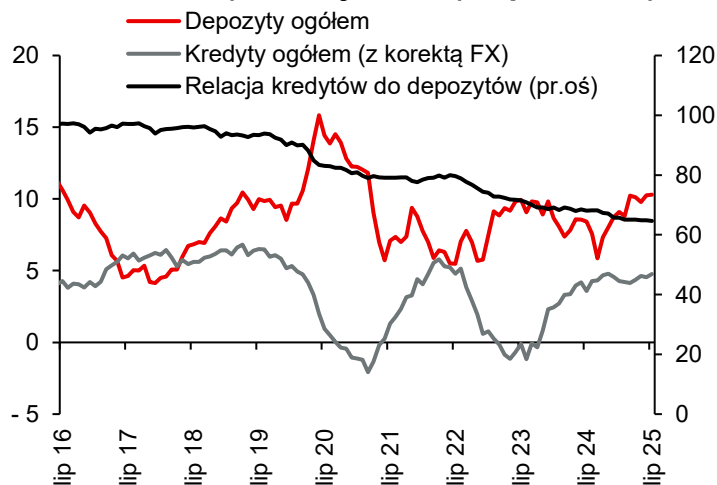


Rynek kredytowy nabiera tempa

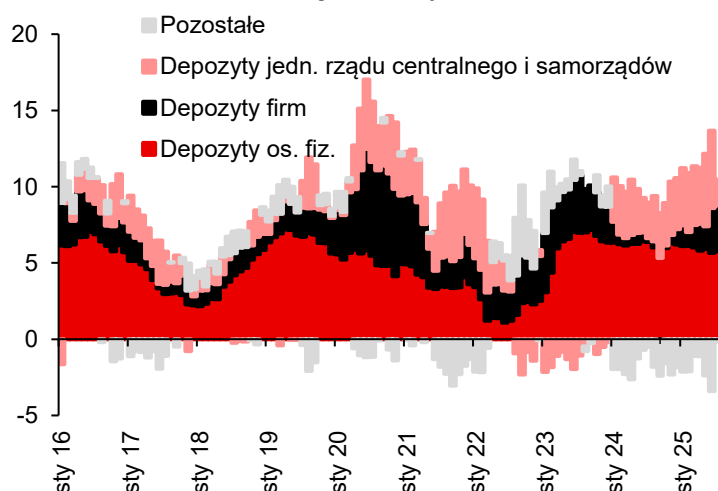
Relacja całkowitego wolumenu kredytów do depozytów (LDR, loan-to-deposit ratio) w ostatnich latach silnie malała, gdy rynek kredytowy osiadł najpierw w wyniku pandemii Covid-19, a później po szoku inflacyjnym i wybuchu wojny na Ukrainie. Teraz wydaje się, że trend spadkowy LDR hamuje na dość niskim poziomie ok. 65%, co świadczy o dużej przestrzeni na zwiększenie akcji kredytowej. Wysoka ok. 10% r/r dynamika depozytów utrzymuje się od marca, w lipcu wyniosła 10,3%. Powoli maleją przyrosty depozytów osób fizycznych, a przyspieszają depozyty firm; dużą cegiełkę dokłada od 2 lat sektora rządu centralnego i samorządowego. **Spodziewamy się utrzymania dynamiki depozytów w zakresie 10-11% r/r w kolejnych miesiącach.**

Zgodnie z wcześniejszymi przypuszczeniami, niezłe tempo wzrostu gospodarczego w połączeniu ze wzrostem realnych płac, z obniżonymi stopami procentowymi i oczekiwaniami dalszych obniżek, zaczynają dawać efekt w postaci zwiększonej liczby nowych kredytów. Po solidnych wzrostach w I kw., kolejne miesiące przyniosły jeszcze większą dynamikę zarówno kredytów konsumpcyjnych, jak i hipotecznych. **Liczba nowo udzielonych kredytów konsumpcyjnych wzrosła z 10,5 mld zł w styczniu do prawie 13 mld zł w lipcu.** Z kolei kredyty mieszkaniowe osiągnęły już poziom zeszłorocznego lokalnego maksimum, gdy obowiązywał rządowy program wsparcia kredytobiorców – w lipcu prawie 9,5 mld zł. Aktywność kredytowa firm w tym roku utrzymuje się na stabilnym poziomie między 13 a 14 mld zł miesięcznie. Wyniki te nie przekładają się jeszcze na przyspieszony wzrost całego wolumenu kredytów ze względu na równoczesne wzrosty spłat kredytów. **W obliczu szybko rosnącej konsumpcji spodziewamy się dalszego wzrostu liczby udzielanych kredytów,** a zwiększony popyt na mieszkania może przełożyć się na rozruszanie rynku nieruchomości, który w ostatnim czasie był w koniunkturalnym dołku. **Zakładamy utrzymanie tempa wzrostu kredytów w tym roku na ok. 6% r/r.**

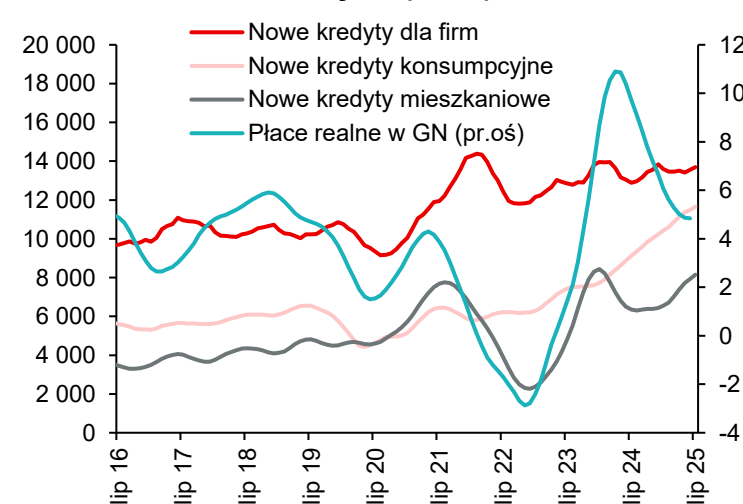
Depozyty a kredyty – całkowite wolumeny (% r/r, lewa oś) i relacja LDR (% , prawa oś)



Wkład do dynamiki depozytów wg sektora (pkt proc r/r)



Wartość nowych kredytów (mln PLN) a wzrost płac realnych (% r/r)*



* Dane wygładzone średnią ruchomą

Przemysł trzyma poziom

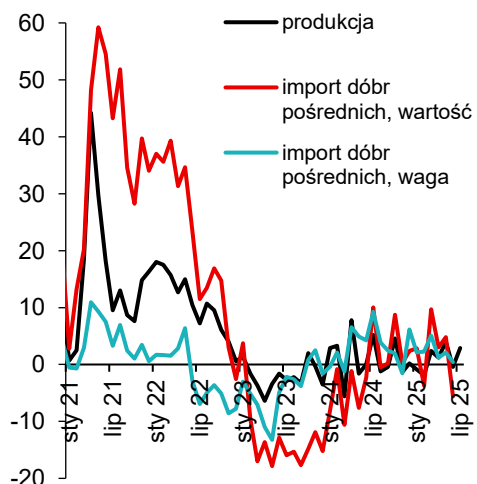
Poziom produkcji przemysłowej przeszedł w tym roku poniżej trendu sprzed pandemii. To konsekwencja słabości w konsumpcyjnych dobrach trwałych i dobrach związanych z energią. Wynik ciągną za to w górę dobra inwestycyjne z lekką pomocą dóbr konsumpcyjnych nietrwałych. Producenci dóbr pośrednich potrzebują bardziej wyrazistego odbicia w Europie (indeksy PMI podpowiadają, że jest już blisko), żeby móc przejść od utrzymywania poziomu produkcji do regularnego wzrostu.

O ile w 2024 r. wyraźnie lepiej miały się działy przemysłu skoncentrowane na rynku krajowym, to w 2025 r. pod względem dynamiki produkcji przewagę mają branże eksportowe. To jest odbicie z niskiego poziomu, ale nakreślające perspektywę dalszego umiarkowanego wzrostu produkcji ogółem i szans na przyspieszenie w miarę poprawy koniunktury w Europie.

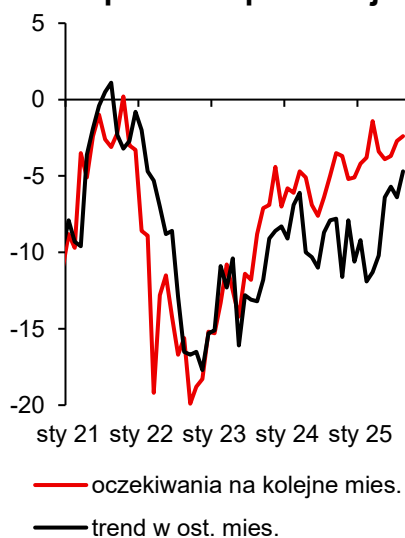
Póki co, nie widzimy w danych o imporcie dóbr pośrednich sygnału gotowości przemysłu do przejścia do wyższych wzrostów. Z drugiej strony badania ankietowe pokazują poprawę zarówno oceny bieżących trendów w produkcji jak i oczekiwań. **Spodziewamy się, że w II półroczu średni wzrost produkcji wyniesie 2,4% r/r wobec 0,7% r/r w I półroczu.**



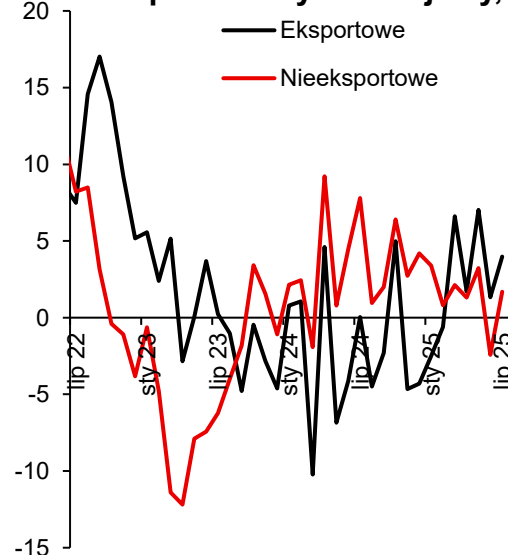
Produkcja sprzedana a import dóbr pośrednich, % r/r



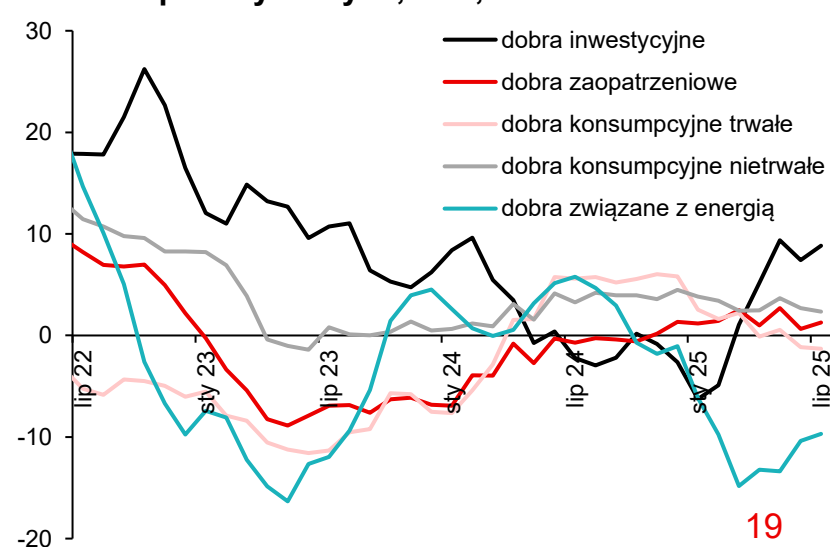
ESI, przemysł, odczucia dot. poziomu produkcji



Produkcja, działy przemysłu nastawione na eksport i na rynek krajowy, %r/r



Produkcja wg głównych grup przemysłowych, %r/r, 3M śr. ruchoma

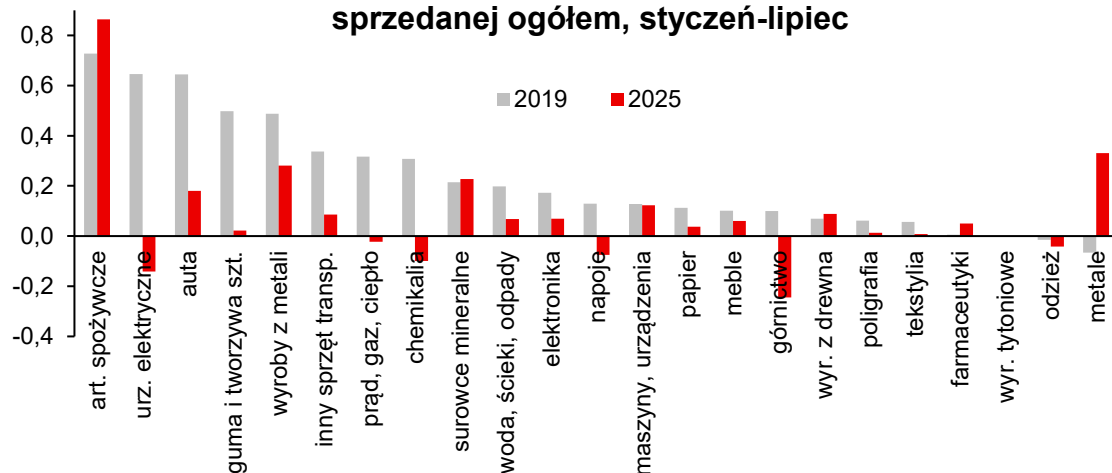


Produkcja: nierówne odbicie

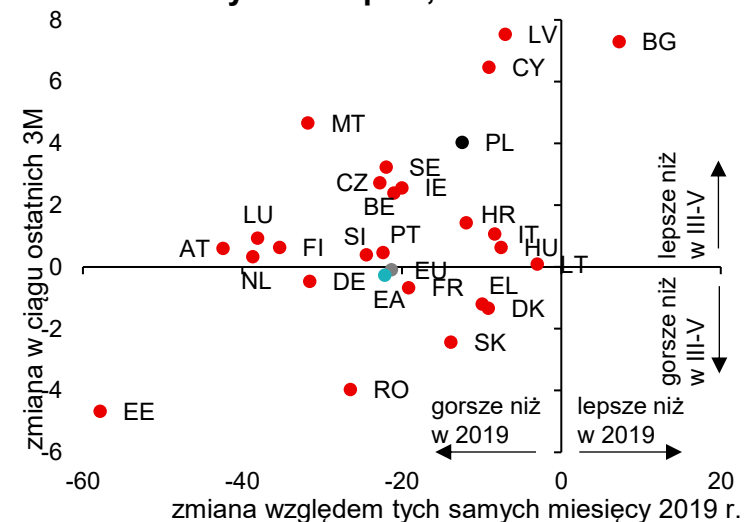
Pod względem wkładu do wzrostu produkcji ogółem część działów przemysłu osiągnęła już poziom z 2019 r. (okres bez zaburzeń, choć przy już słabnącym wzroście w strefie euro), np. artykuły spożywcze, produkcja metali i wyrobów z metali, urządzenia. W tym roku przemysł motoryzacyjny przestał ciągnąć wzrost przemysłu ogółem w dół. Z drugiej strony działy takie jak produkcja urządzeń elektrycznych, czy wyroby z gumy i tworzyw sztucznych oraz wyroby chemiczne, które istotnie wspierały wzrost w warunkach niezaburzonych cykli koniunkturalnych, teraz nie pomagają wcale. W rezultacie wzrost produkcji ogółem w okresie styczeń-lipiec wyniósł 1,1% r/r w br., podczas gdy w tym samym okresie 2019 r. było to 5,5% r/r.

Uruchomienie tych brakujących motorów wzrostu produkcji nie jest rzeczą oczywistą. Firmy wielu działów przemysłu wciąż zgłaszają działanie w warunkach silnej konkurencji ze strony zagranicy (choć w skali całego przetwórstwa przemysłowego ta presja zelżała wg badania koniunktury GUS). Producenci sprzętu RTV/AGD zmagają się z wciąż obniżonym popytem – skłonność Europejczyków do podejmowania dużych wydatków pozostaje dużo niższa niż przed pandemią. Poprawa wskaźnika w ostatnich kwartałach w większości krajów UE jest niwelowana jego utrzymującą się słabością w Niemczech i Francji.

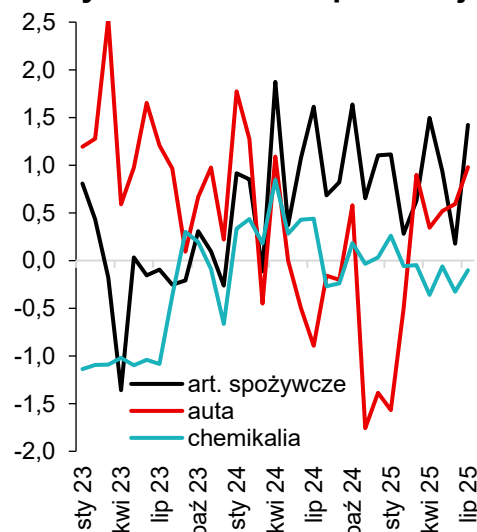
Wkład działów przemysłu do wzrostu r/r produkcji sprzedanej ogółem, styczeń-lipiec



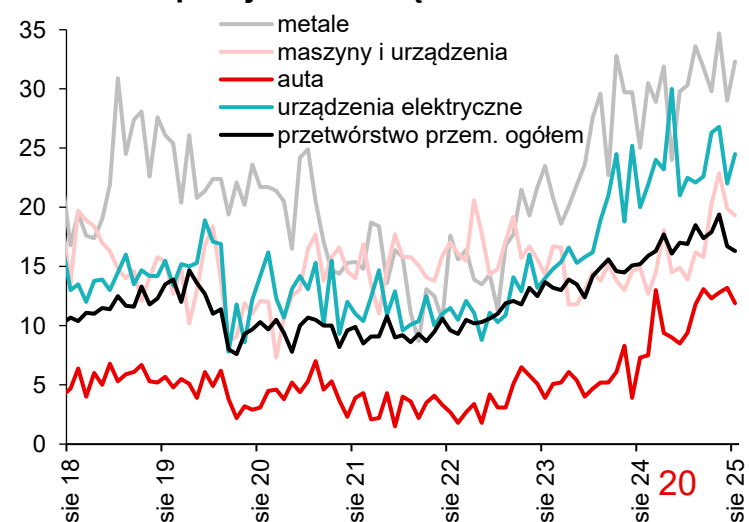
ESI, obecne nastawienie konsumentów wobec dużych zakupów, średnia VI-VIII



Wkład wybranych działów przemysłu do wzrostu produkcji



Przemysł, % firm zgłaszających konkurencyjny import jako barierę działalności



Eksport: liczymy na Europę

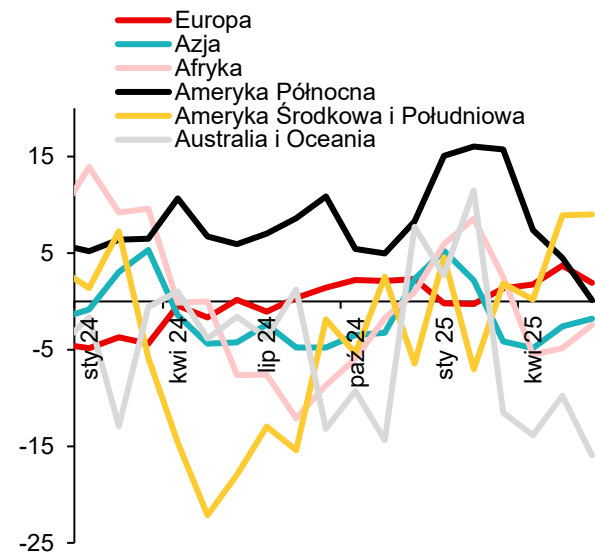
Na polski eksport ma wpływ przede wszystkim stopniowe ożywienie w Europie oraz globalne zaburzenie wywołane zmianami w polityce celnej USA. Pierwszy czynnik powinien prowadzić do **przyspieszenia krajowego eksportu w II poł. br. do przedziału 5-10% r/r**. Pogląd taki można oprzeć na odbijających wskaźnikach PMI strefy euro i zagięciu w górę prognoz rynkowych wzrostu PKB na 2025 r. głównych europejskich partnerów handlowych Polski (w szczególności Niemiec, z 0% w maju do 0,3% obecnie).

Drugi czynnik wywołał przejściowy wzrost aktywności eksporterów, ale ostatecznie będzie działać na niekorzyść łącznego wyniku eksportu – w ostatnich latach miało miejsce ożywienie relacji handlowej z USA, ale w tym roku tendencja się odwraca przez permanentną niepewność co do zasad handlu i stawek celnych na poszczególne towary wysyłane za ocean, bezpośrednio i jako wsad w inne towary z UE.

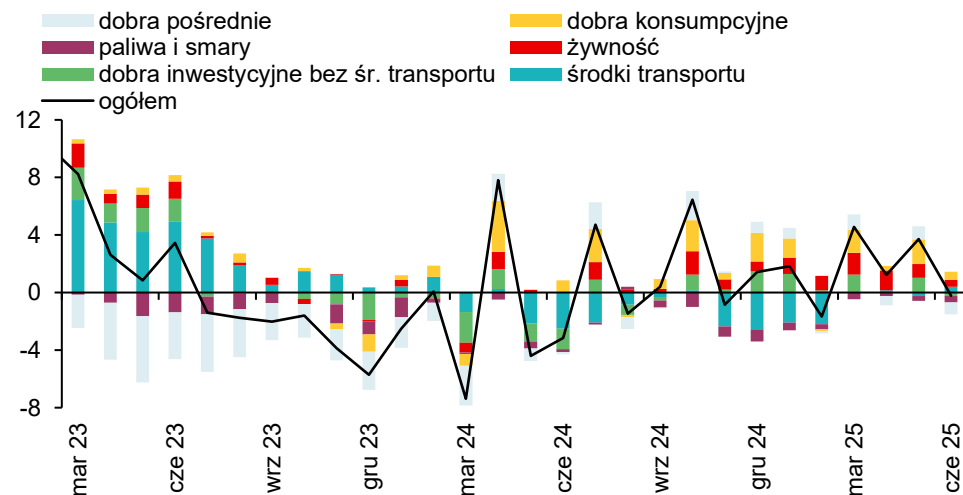
Wzrost eksportu przez ostatni rok bazuje na towarach dla konsumentów: przetworzonej żywności i produktach przemysłowych, głównie pół-trwałych i nietrwałych. Eksport sektora motoryzacji przez presję konkurencyjną z Chin raczej nie ma szans napędzać wzrostu jak w latach przed pandemią, ale w II kw. przynajmniej przestał obciążać wynik.

Konkurowanie z Chinami na rynku europejskim idzie trudno – Polsce udało się od 2019 r. zwiększyć udział w imporcie UE ogółem o 0,5 pkt. proc do 3,9% (głównie dzięki ekspansji polskiej żywności dla gospodarstw domowych) a Chinom o 1,5 pkt. proc. do 8,5% (w tym czasie zdołały wyprzedzić Polskę w rankingu dostawców aut osobowych i części do nich).

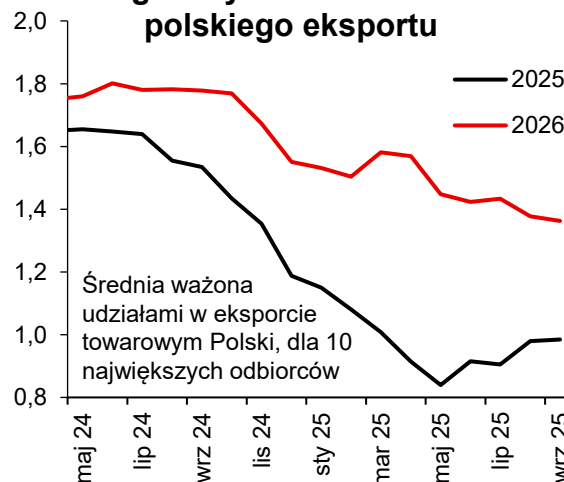
Eksport towarów, 3M średnia, %r/r



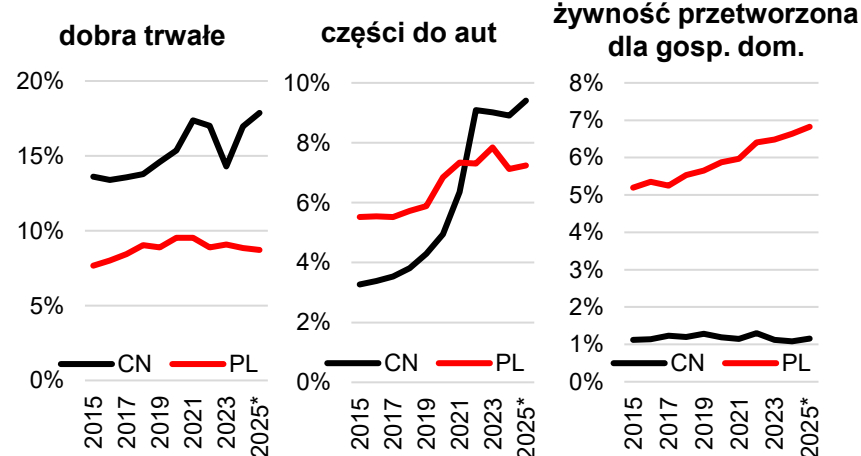
Struktura wzrostu r/r eksportu wg kategorii BEC, wg wartości, w €



Ewolucja prognoz wzrostu głównych odbiorców polskiego eksportu



Udział Polski i Chin w imporcie UE:



* Suma 12-miesięczna za okres czerwiec 2024 – maj 2025

Inflacja: stabilizacja w pobliżu celu

Wspólnym elementem naszych poprzednich edycji MAKROskopu były rewizje w dół prognoz średniej inflacji CPI na ten rok: z 4,9% w grudniu, poprzez 4,1% w marcu, do 3,6% w czerwcu. To wydanie wyłamuje się ze schematu, bo nasza prognoza tym razem lekko podskoczyła, do 3,8%.

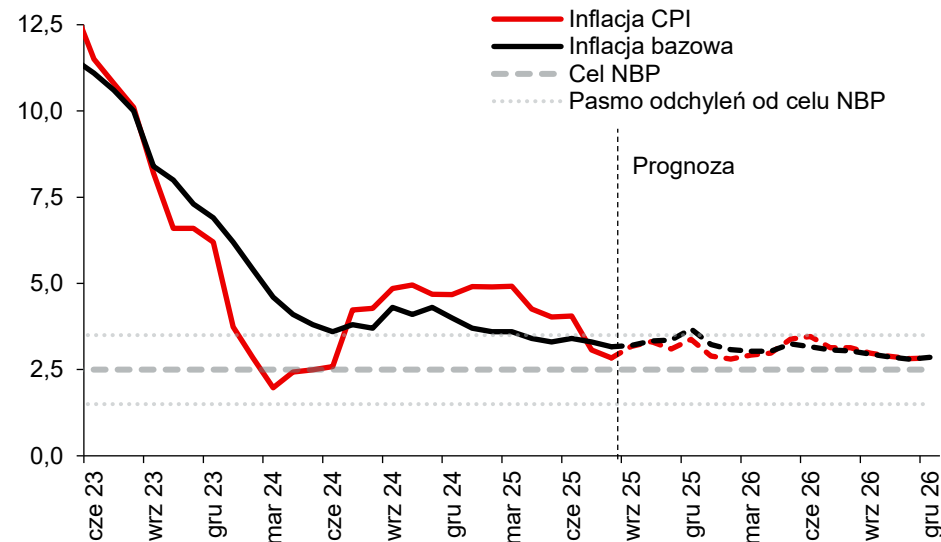
Stoją za tym trzy czynniki – nieco wyższy przebieg inflacji bazowej w ostatnich miesiącach, mniej sprzyjający dalszej dezinflacji scenariusz makro (z większą rolą konsumpcji i bardziej ekspansywną polityką fiskalną), a także wygaśnięcie tarczy w przypadku cen ciepła z końcem czerwca. W danych z lipca i sierpnia ceny ciepła wciąż były stabilne, ale naszym zdaniem w kolejnych miesiącach będą pojawiać się w danych i podbijają stopę inflacji o ok. 0,2 pkt.proc – w większym stopniu niż wcześniej zakładaliśmy. Niepewność dotycząca cen ciepła jest jednak wysoka. Wg informacji z GUS, wzrost jest uwzględniany wraz z podwyżkami opłat w poszczególnych spółdzielniach, co utrudnia nam precyzyjne uchwycenie tego procesu. Zakładamy jednak, że już we wrześniu powinien on zacząć pojawiać się na rachunkach.

Wstępne oceny GUS na temat wielkości tegorocznych zbiorów oraz bieżące dane pogodowe sugerują, że w tym roku nie ma dużego ryzyka w górę dla krajowych cen żywności i nasza prognoza średniego wzrostu o 5% (stabilna od grudnia 2024) ma dużą szansę się zrealizować.

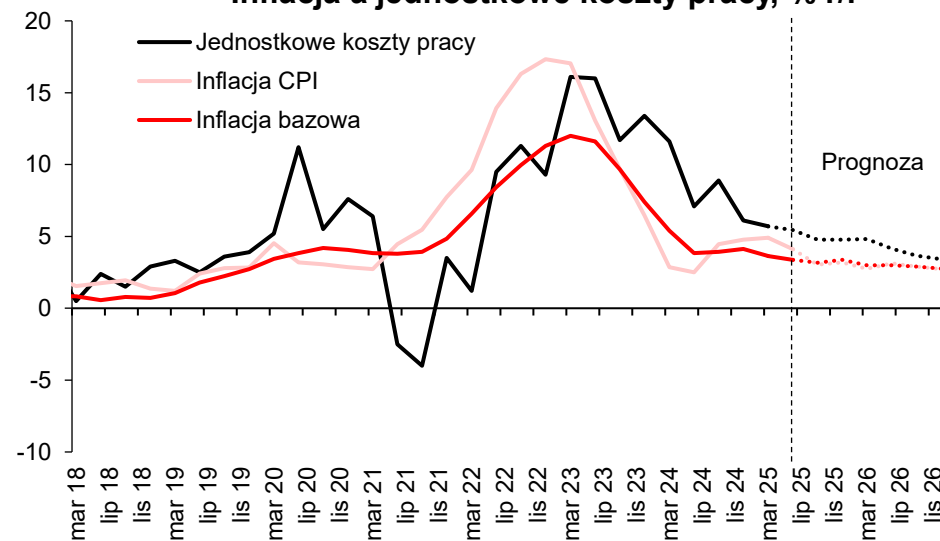
W przypadku cen energii elektrycznej zakładaliśmy stabilizację i prawdopodobnie okres obowiązywania ceny maksymalnej zostanie przedłużony na IV kw. – toczą się w tej sprawie prace legislacyjne. W 2026 r. zakładamy stabilizację cen prądu dzięki przewidywanej obniżce taryf do poziomu spójnego z obecnie obowiązującą ceną maksymalną.

Zakładamy, że inflacja wróci we wrześniu ponad 3% r/r, a pod koniec roku będzie nieco poniżej 3,5%. W przypadku inflacji bazowej spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach pozostanie ona nieco powyżej 3%, nieco może się podnieść w grudniu. W 2026 r. inflacja, zarówno CPI, jak i wskaźnik bazowy będą naszym zdaniem oscylować wokół 3%.

Inflacja CPI i inflacja bazowa, % r/r



Inflacja a jednostkowe koszty pracy, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Polityka pieniężna: RPP zamierza pozostać ostrożna

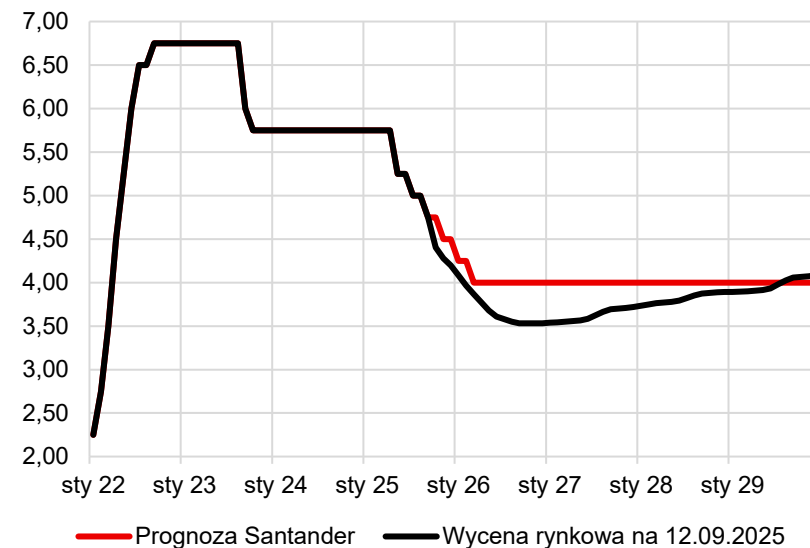


Obniżka stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej o 25 pb w lipcu została wytłumaczona lepszymi od oczekiwań danymi o inflacji i płacach (choć akurat ostatni odczyt CPI znany przed posiedzeniem pokazał lekki wzrost CPI, do 4,1% r/r). Uzasadnieniem kolejnej redukcji stóp w tej samej skali we wrześniu było już tylko „kształtowanie się inflacji” (od lipcowego posiedzenia pojawiły się dwa wyraźnie niższe odczyty CPI, w tym w sierpniu inflacja zeszła poniżej poziomu 3% r/r), podczas gdy dynamikę płac, która w międzyczasie uległa dalszemu spowolnieniu, poniżej 8% r/r, prezes NBP Adam Glapiński określił jako wciąż zbyt wysoką i generującą ryzyko dla dalszej dezinflacji. Jednocześnie, konferencja prezesa NBP po wrześniowym posiedzeniu RPP utrzymana była w naszym odczuciu w bardziej jastrzębim tonie niż w poprzednich miesiącach. Glapiński podkreślał, że inflacja nie została ostatecznie okiełznana, wskazywał, że ustabilizowanie inflacji bazowej w okolicy 3% r/r generuje ryzyko wytrącenia CPI z celu, koncentrował się przede wszystkim na ryzykach dla trwałego obniżenia inflacji, do których zaliczył przede wszystkim zbyt luźną politykę fiskalną, dobrą koniunkturę gospodarczą i sytuację na rynku pracy. Jako czynnik ograniczający możliwość dalszych obniżek stóp wymienił też utrzymującą się niepewność co do kształtowania cen energii.

Naszym zdaniem obecny poziom stopy referencyjnej (4,75%) jest nadal odległy od docelowego, który widzimy w okolicy 4,00%. Rynek finansowy wycenia nawet głębszą skalę możliwych obniżek – do ok. 3,5% w horyzoncie roku, jednak w naszej ocenie RPP będzie bardziej wstrzemięźliwa, ze względu na kontynuację luźnej polityki fiskalnej i oczekiwany przez nas scenariusz dalszego ożywienia wzrostu PKB. Prezes Glapiński na wrześniowej konferencji zwracał uwagę, że RPP chce uniknąć sytuacji, w której nadmierne obniżki stóp wymagałyby korekty polityki w przeciwnym kierunku w ciągu kilku kwartałów, wskazując na przykład Czech (gdzie stopy procentowe zostały obniżone niedawno do 3,5%).

Jednoznaczne zdefiniowanie funkcji reakcji RPP jest nadal niezwykle trudne. Niemniej, wydaje się, że Rada pozostaje wrażliwa na napływające dane, w szczególności te dotyczące inflacji. W tym kontekście, oczekiwany przez nas ponowny wzrost CPI powyżej 3% we wrześniu będzie zapewne argumentem, aby kolejną obniżkę stóp o 25 pb odłożyć do listopada, nawet jeśli już na październikowym posiedzeniu będzie znana informacja o przedłużeniu do końca br. przepisów ograniczających cenę prądu. Na początku 2026 r. zakładamy dwie kolejne obniżki, nadal w ostrożnych krokach po 25 pb, w ślad za ponownym spadkiem CPI poniżej 3%.

Stopa referencyjna NBP wg wyceny rynkowej i wg prognozy Santander Bank Polska, %



Źródło: LSEG, Santander

RPP postrzegana jako bardziej jastrzębia

Według najnowszej ankiety PAP, analitycy oceniają, że członkowie RPP przesunęli się na nieco bardziej jastrzębie pozycje w porównaniu do końca kwietnia, kiedy odbyło się ostatnie badanie.

Największa zmiana dotyczy oceny Adama Glapińskiego i Przemysława Litwiniuka, ale ogólnie należy je ocenić jako kosmetyczne, przynajmniej w porównaniu do zmiany w poprzedniej turze tej ankiety.

Ocena analityków jest spójna z oczekiwaniami rynkowymi. Wprawdzie od kwietnia stopy poszły w dół o 100 punktów bazowych, ale wycena ich poziomu na koniec 2026 r. nieznacznie się podniosła.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej

Konsensus powstał w oparciu o prognozy 13 ośrodków analitycznych, zebranych przez PAP Biznes w dn. 9-12 września 2025 r.

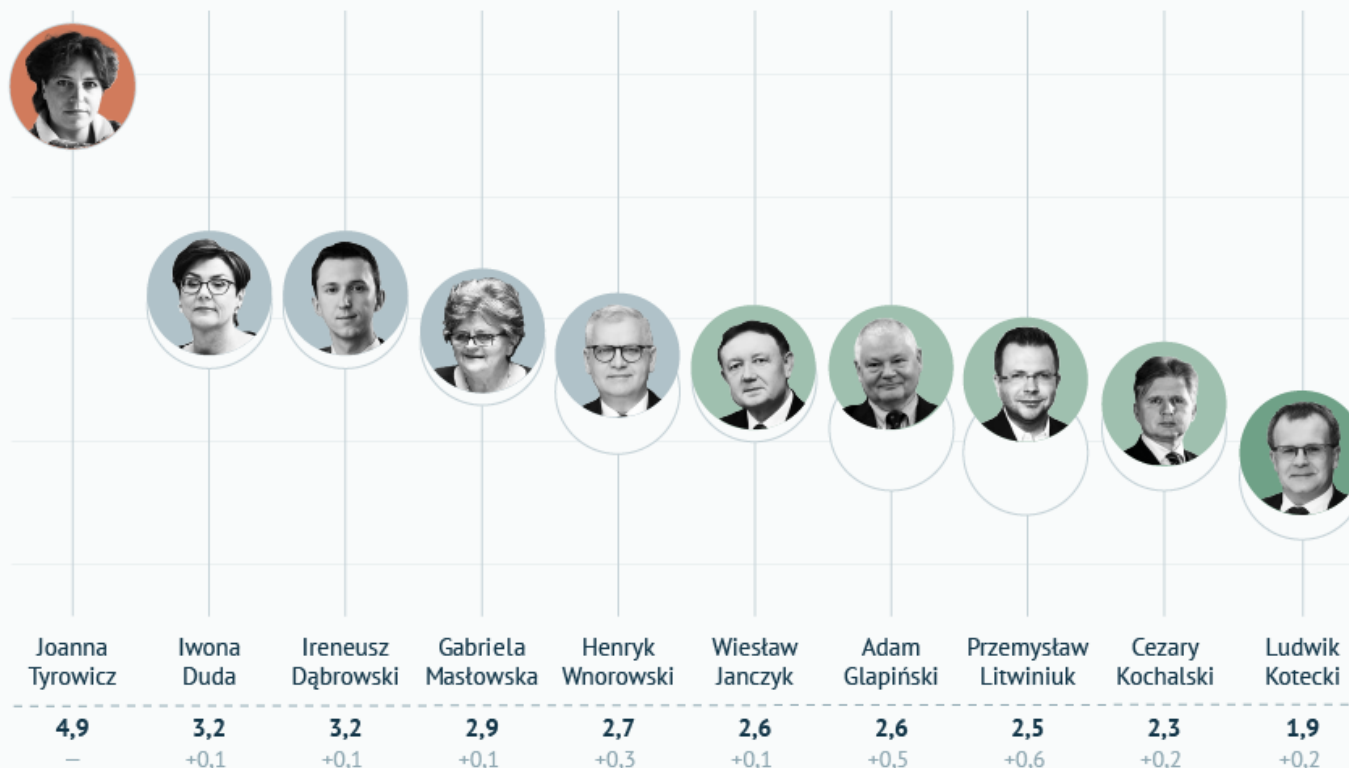
● konsensus z września '25
○ konsensus z kwietnia '25

Nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



Źródło: PAP Biznes

pap
biznes

Budżet 2025: kolejny rok wysokiej nierównowagi

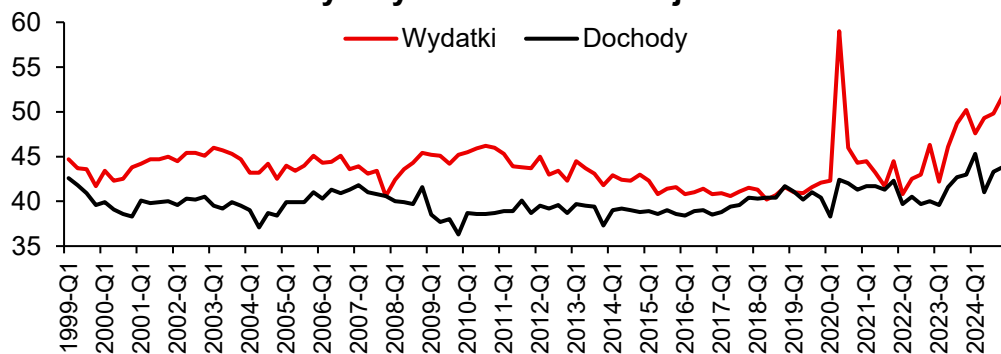
Deficyt budżetowy wyniósł 157 mld zł po lipcu i był – dla tego miesiąca – najwyższy w historii. Przy analizie tej wartości należy jednak brać pod uwagę, że w tym roku budżet sfinansował wykup obligacji PFR0325 i FPC0725 o łącznej nominalnej wartości 44 mld zł, oraz że zmieniły się zasady finansowania samorządów – dostają one dużo większą część dochodów z PIT – co planowo miało zwiększyć tegoroczny deficyt o 25 mld zł.

Szacujemy, że gdyby skorygować tegoroczny deficyt o te dwa czynniki, to wyniósłby on ok. 91 mld zł – niewiele więcej niż 83 mld zł zanotowane w lipcu 2024 r.

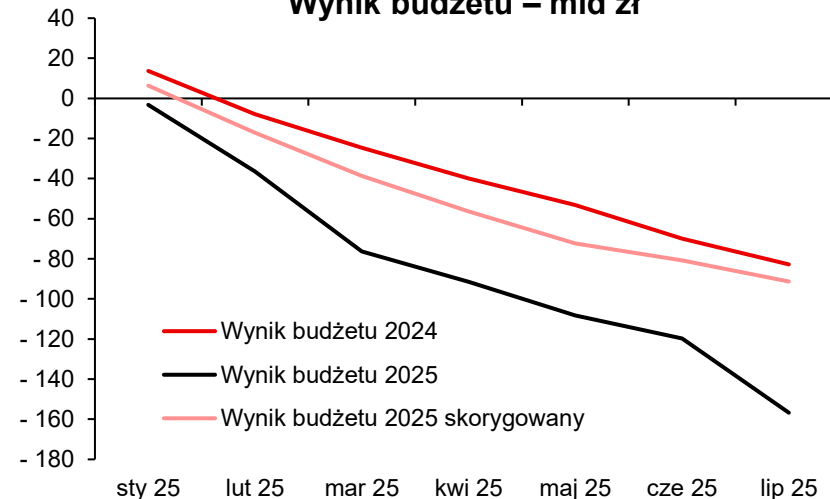
Zsumowanie deficytu budżetu i samorządów po II kw. 2025 r. oraz korekta o wykup obligacji PFR (który jest obojętny dla wyniku GG) daje deficyt 61,7 mld zł (1,6% całorocznego PKB) w porównaniu do zeszłorocznego 48,7 mld zł (1,3% całorocznego PKB). **W efekcie, oceniamy, że pomimo wyraźnie wyższego niż przed rokiem deficytu budżetowego, saldo całego sektora finansów publicznych w tym roku ma szansę zamknąć się wynikiem porównywalnym z tym z ubiegłego roku.**

Prognoza rządowa przedstawiona w projekcie ustawy budżetowej na 2026 r. zakłada, że deficyt sektora finansów publicznych wzrośnie do 6,9% PKB w 2025 r. z 6,6% PKB w 2024 r. Oceniamy tę prognozę jako lekko pesymistyczną (zakładaliśmy do tej pory 6,6% PKB), ale nie mamy wystarczających informacji aby kwestionować założenie rządu. Być może motywacją do pokazania nieco bardziej pesymistycznej prognozy deficytu na ten rok było to, że dzięki temu deficyt 6,5% w 2026 r. wygląda jak lekka poprawa.

Dochody i wydatki sektora GG jako % PKB



Wynik budżetu – mld zł



Dekompozycja zmiany deficytu GG, % PKB



Budżet 2025: nowelizacja raczej nie będzie konieczna

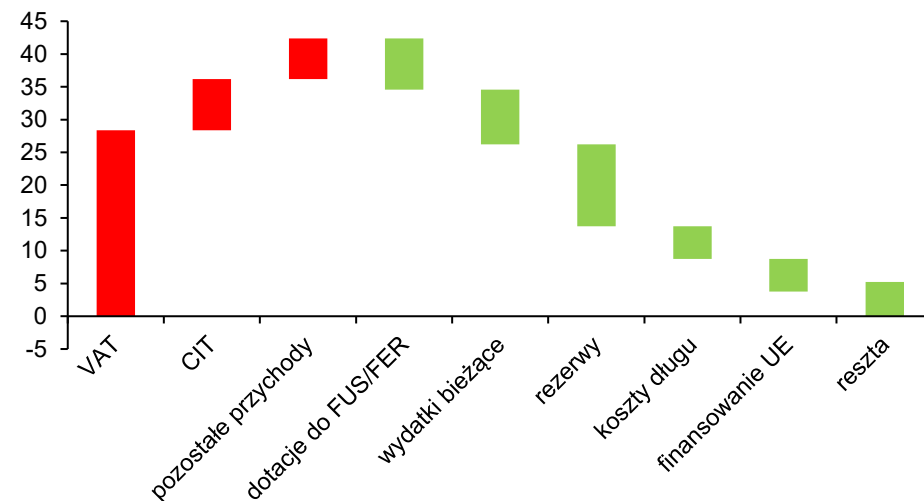
Prognozujemy, że w tym roku dochody budżetowe wyniosą 595 mld zł, czyli wyraźnie poniżej założeń z ustawy budżetowej (632,8 mld zł), a także poniżej planowanego wykonania z projektu ustawy budżetowej na 2026 r. (603,4 mld zł). Głównym winowajcą będą słabsze dochody z VAT, których naszym zdaniem zabraknie ok. 30 mld zł. 5-10 mld zł może też zabraknąć z tytułu CIT.

Natomiast rząd obniżył swoje oczekiwania dotyczące VAT (24,5 mld zł), CIT (4,7 mld zł), PIT (3,6 mld zł) oraz akcyzy (3,1 mld zł).

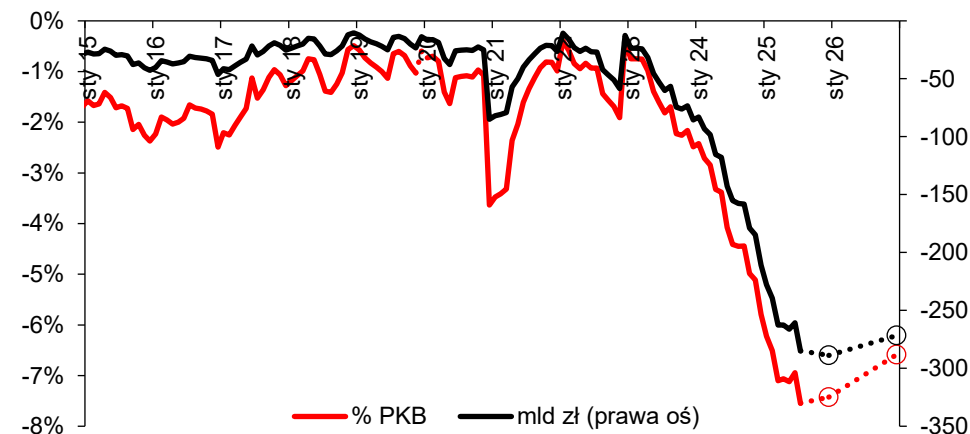
Przy dochodach jak powyżej w budżecie zmieszczą się wydatki o łącznej wartości 885 mld zł, wobec 921,6 mld zł planu. Czy jest to możliwe? Naszym zdaniem tak, choć prawdopodobnie będzie to wymagało od rządu pewnej gimnastyki. Subwencja dla funduszy ubezpieczeń społecznych może być o ok. 10 mld zł niższa od planu, w czym pomoże relatywnie wysoki wzrost płac i dzięki temu dochodów składkowych. Około 10-15 mld zł może naszym zdaniem zostać z rezerw, o ok. 10 mld zł mniejsza od planu może być realizacja wydatków bieżących jednostek budżetowych i ok. 5-10 mld zł da się urwać z kosztów długu i współfinansowania projektów unijnych.

Zakładamy zatem, że uda się uniknąć nowelizacji budżetu i sugestie ze strony Ministerstwa Finansów potwierdzają taką hipotezę.

Szacowane przez nas odchylenie dochodów i wydatków budżetowych w 2025 r. od planu z ustawy, mld zł



Wynik budżetu, 12-miesięczna suma krocząca



Budżet 2026: deficyt nadal grubo powyżej 6%

Projekt budżetu na 2026 r. zakłada utrzymanie akomodacyjnej polityki fiskalnej w Polsce, z deficytem GG na poziomie 6,5% PKB, wobec 6,9% PKB w 2025 r.

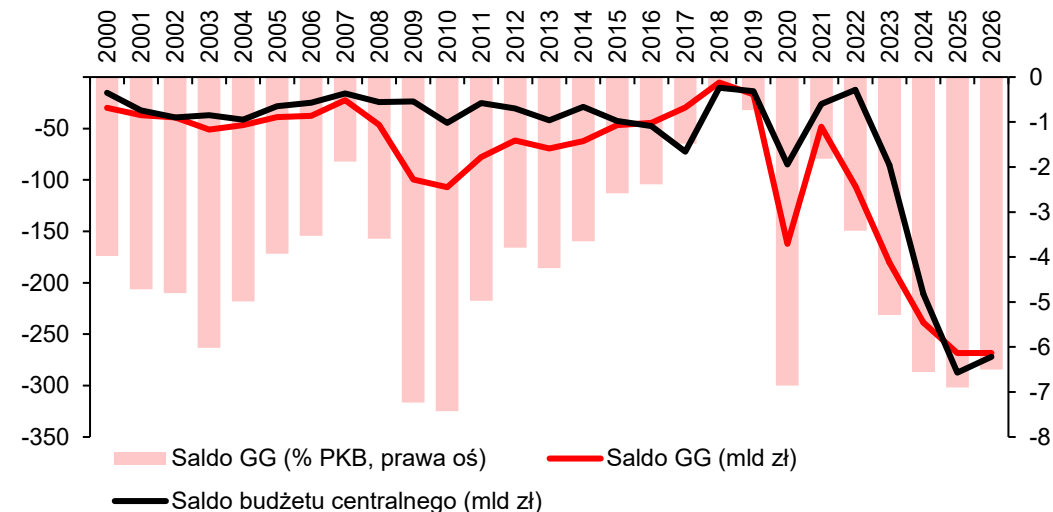
Ryzyko gorszego od planu wykonania deficytu w 2026 r. oceniamy jako niższe niż w przypadku dwóch poprzednich projektów budżetu, m.in. za sprawą urealnionych założeń makroekonomicznych i planów dot. wzrostu dochodów. Ryzyko dla wpływów budżetowych wiąże się głównie z możliwym wetem prezydenta do planowanych podwyżek podatków, jednak nawet w „wersji maksimum” generowałoby to niedobór rzędu 10 mld zł, czyli ok. 0,2% PKB (6,6 mld zł CIT dla banków, 2,0 mld zł akcyza na alkohol, 1,5 mld zł opłata cukrowa). Nieco zbyt optymistyczne wydaje nam się spojrzenie na dochody z CIT, które przycięlibyśmy o ok. 5 mld zł

Wydatki na zakup sprzętu wojskowego mają wynieść 109,0 mld zł wobec 94,9 mld zł planowanych na 2025, a dostawy sprzętu 42,5 mld zł wobec 38,7 mld zł w 2025. Wydatki na obronność w ujęciu memoriałowym, tj. łączne wydatki skorygowane o wydatki na sprzęt, który zostanie dostarczony w innym okresie, wyniosą ok. 133,7 mld zł, czyli 3,2% PKB – o 0,1 punktu procentowego mniej niż rok wcześniej. **Zatem wydatki zbrojeniowe nieznacznie zmniejszają deficyt finansów publicznych (GG) w porównaniu do 2025.**

Projekt budżetu na 2026 r. wraz z szacowanym wykonaniem 2025 po raz kolejny przesuwa Polskę na trajektorię fiskalną gorszą niż oczekiwano do tej pory. W naszej ocenie nie spowoduje to ostrej reakcji KE, która w swojej ocenie skupia się głównie na ścieżce wydatków (a te nie przekraczają uzgodnionych celów). Większe znaczenie ma to jednak dla agencji ratingowych, co opisujemy na [stronie 30](#).

Szczegółowo tegoroczny projekt budżetu opisaliśmy w naszym [Komentarzu](#).

Saldo GG i budżetu



Źródło: MF, Eurostat, GUS, Santander

Główne parametry budżetu

	2024 wykonanie	2025 ustawa	2025 PW	2026 projekt ustawy
Dochody (mln zł)	623 240	632 848	603 404	647 200
Wydatki (mln zł)	834 243	921 618	892 173 *	918 940
Saldo (mln zł)	-211 003	-288 770	-288 770	-271 740
Saldo GG (% PKB)	-6,6%	-5,5%	-6,9%	-6,5%
Dług GG (% PKB)	55,3%	59,8%	60,4%	66,8%
Dług PDP (% PKB)	44,3%	47,9%	48,9%	53,8%

Źródło: Ministerstwo Finansów; * kwota z UB 2025 dostosowana do przewidywanego wykonania dochodów i deficytu



Dług publiczny: coraz bliżej limitów bezpieczeństwa

Według projektu ustawy budżetowej, dług publiczny w definicji ESA ma wzrosnąć w 2026 r. do 66,8% PKB z 60,4% PKB w tym roku, a wg definicji krajowej (PDP) do 53,8% PKB z 48,9% PKB.

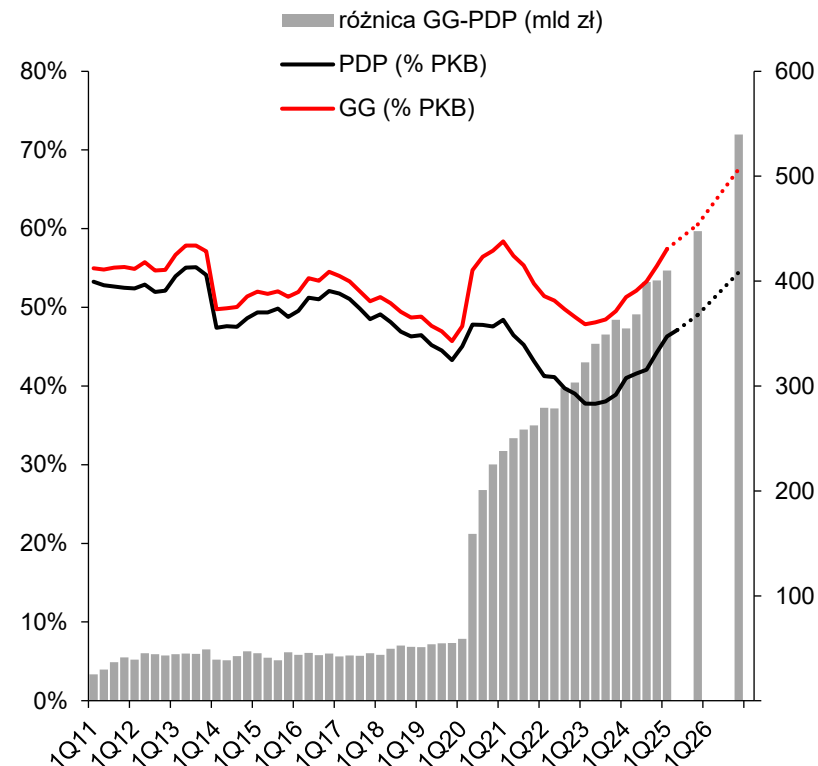
Różnica między zadłużeniem w obu definicjach wg szacunków MF ma w tym roku wynieść ok. 448 mld zł, a w przyszłym powiększyć się do ok. 540 mld zł (tj. 13% PKB), co oznacza kontynuację wypychania zadłużenia do funduszy nieobjętych krajową definicją długu, której dotyczą ustawowe i konstytucyjne progi ostrożnościowe. W samym Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych przewidziano w 2026 r. wpływy z tytułu finansowania dłużnego 73,7 mld zł. Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 planuje w przyszłym roku pozyskać 18,5 mld zł z emisji obligacji przy braku zapadalności własnych papierów. Z kolei zadłużenie Krajowego Funduszu Drogowego ma być na koniec 2026 r. większe niż na koniec br. o 3,7 mld zł.

Przy tak wysokiej prognozie długu PDP na rok 2026 (53,8%) **rośnie prawdopodobieństwo przekroczenia w 2027 r. progu ostrożnościowego 55% PKB**, wynikającego z ustawy o finansach publicznych. Zgodnie z zapisami ustawy w sytuacji, gdy dług publiczny przekracza 55% PKB, kolejny budżet nie może w ogóle wykazywać deficytu lub musi zapewnić spadek długu do PKB, dochodzi do zamrożenia płac w sferze budżetowej, renty i emerytury mogą być waloryzowane nie bardziej niż o wskaźnik inflacji. W przypadku przekroczenia progu 60% PKB stosuje się takie same instrumenty, jak w przypadku progu 55%, a dodatkowo wydatki jednostki samorządu terytorialnego nie mogą być wyższe niż jej dochody, a jednostki sektora finansów publicznych nie mogą udzielać nowych poręczeń i gwarancji.

Stwierdzenia przekroczenia progu dokonuje się w oparciu o stan zadłużenia na koniec roku, oficjalnie podawany wiosną kolejnego roku. Zatem przekroczenie w roku T (przykładowo: 2027), stwierdzone w roku T+1 (2028), będzie narzucało ograniczenia dopiero na konstrukcję budżetu na rok T+2 (2029). Zanim to nastąpi, dług publiczny może już znacząco zbliżyć się do limitu konstytucyjnego na poziomie 60% PKB.

W praktyce, rząd mógłby w przyszłości odsuwać groźbę przekroczenia ustawowych limitów, np. zmieniając krajową definicję długu i/lub wypychając w jeszcze większym stopniu zadłużenie poza zakres PDP. O ile oddalałoby to scenariusz gwałtownych cięć w budżecie o potencjalnie recesyjnych skutkach, to nie likwidowałoby obaw o stabilność finansów publicznych z potencjalnie negatywnymi implikacjami dla ocen ratingowych.

Dług publiczny w definicji GG i PDP



Źródło: MF, Santander



SAFE – bezpieczny dla polskiego długu?

Komisja Europejska [poinformowała](#) o przyznaniu Polsce kwoty 43,7 mld euro (ok. 185 mld zł lub 4,4% przyszłorocznego PKB) z wynoszącej 150 mld euro puli pożyczek w ramach programu SAFE.

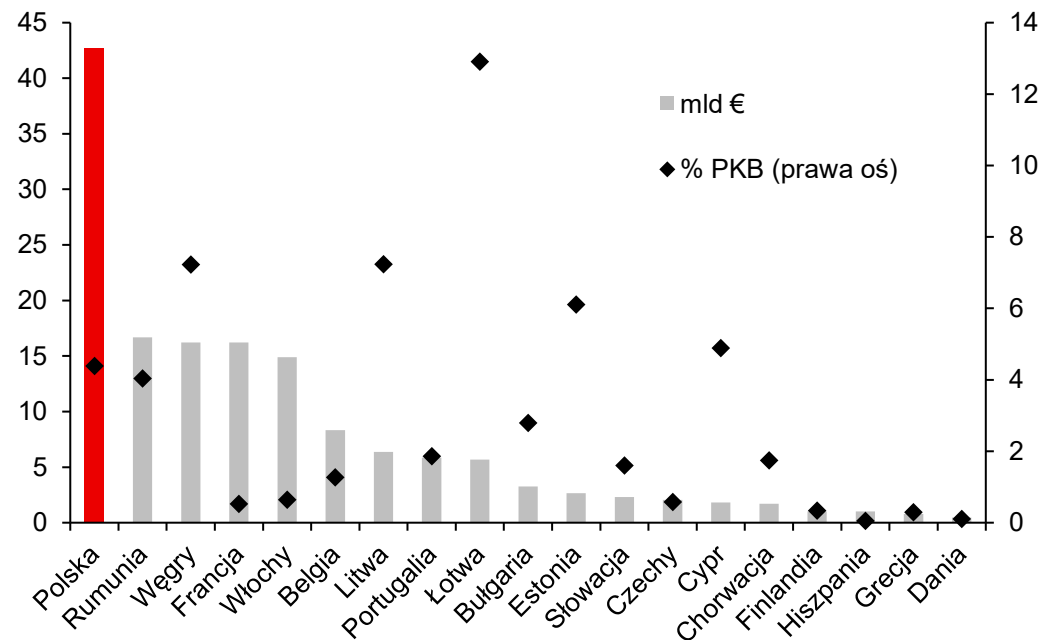
[Według rozporządzenia Rady UE](#) środki mogą zostać przeznaczone na zakupy i projekty badawcze dotyczące obronności, przy czym co najmniej 35% zakupionych komponentów ma pochodzić z UE lub Ukrainy. Środki będą dostępne do końca 2030 r., a do 15% może zostać wypłacone w formie zaliczki. Wydatki muszą być realizowane w ramach współpracy z innymi państwami, przy czym do końca maja 2026 r. możliwe jest zawieranie umów angażujących tylko jedno państwo.

Pytanie brzmi – czy ścieżka krajowych wydatków na obronność wyglądałaby tak samo z instrumentem SAFE i bez niego, innymi słowy – czy SAFE spowoduje wzrost deficytu i długu. Przeciętna pula środków przypadająca na jeden rok to ok. 0,9% PKB. Przy krajowych wydatkach na obronność sięgających 5% PKB jest to ok. 20% całości. Oczywiście nie wszystkie wydatki na obronność będą się kwalifikowały do SAFE, ale z drugiej strony finansowanie mogą uzyskiwać projekty z innych kategorii, np. inwestycje w infrastrukturę. Naszym zdaniem możliwe jest, że taka suma zostanie wykorzystana w większości na projekty, które i tak byłyby realizowane.

Z dostępnych informacji wynika, że rząd planuje aby środki z SAFE trafiły do FWSZ, więc zakładamy, że nie będą one obniżać potrzeb pożyczkowych budżetu i emisji SPW, tylko zapewnią finansowanie funduszu.

Doświadczenie KPO pokazuje jednak, że nie tak łatwo szybko rozruszać duże programy wydatkowe, zwłaszcza, jeśli służą finansowaniu inwestycji. To oznacza, że w praktyce może dojść do kumulacji wydatków w końcówce okresu obowiązywania SAFE (lata 2029-2030) i potencjalnie wzrostu wydatków, napędzanego chęcią całkowitego wykorzystania dostępnych środków.

Pożyczki dostępne w ramach instrumentu SAFE



Źródło: Komisja Europejska, AMECO, Santander

Co dalej z ratingami?

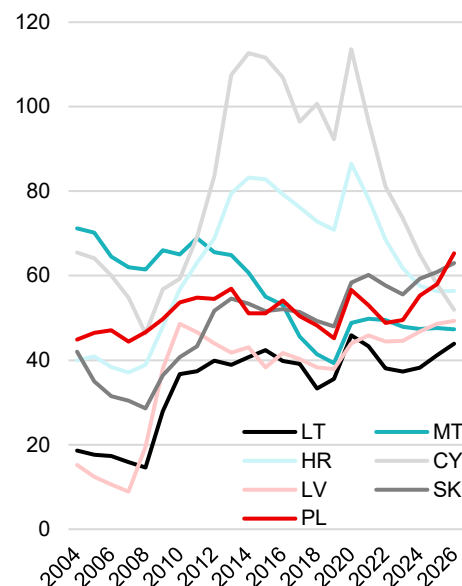
Po decyzji Fitch o obniżeniu perspektywy polskiego ratingu do negatywnej widzimy ryzyko, że kolejne agencje pójdą tym samym śladem. Obniżenie samego ratingu wciąż wydaje nam się mniej prawdopodobne, dopóki utrzymuje się szybki wzrost PKB, chociaż w przypadku agencji Moody's, u której mamy wyższą ocenę niż u pozostałych, to ryzyko jest większe.

W ostatnim przeglądzie kondycji fiskalnej Polski przez Moody's napisano, że „presję na obniżenie stabilnej perspektywy ratingu Polski wywierałoby istotne pogorszenie sytuacji w zakresie bezpieczeństwa w regionie, w tym bardziej konkretne sygnały wycofania wsparcia USA. Z kolei presja na obniżenie ratingu "A2" pojawiłaby się w scenariuszu istotnie szybszego wzrostu obciążenia rządu długiem i pogorszenia wskaźników zdolności do zaciągania długu, wykraczającego poza obecny scenariusz bazowy Moody's.” Warto nadmienić, że agencja liczyła wtedy na 4-procentowy wzrost gospodarczy w tym roku, silne zaangażowanie rządu w redukcję deficytu poniżej 3% w ciągu 5 lat oraz stabilizację długu w pobliżu 60% PKB. Na dziś trudno uznać którekolwiek z tych założeń za aktualne.

Najbliższe decyzje agencji ratingowych to 19 września (Moody's) i 7 listopada (S&P). Na zachowanie inwestorów azjatyckich może mieć też wpływ opinia nt. wiarygodności kredytowej Polski japońskiej agencji JCR. Ta zwykle przygląda się Polsce w listopadzie i marcu – w ostatnim komunikacie utrzymała rating A z perspektywą stabilną, uznając, że pewien wzrost obciążenia fiskalnego może być tolerowany, przy czym w momencie wydania decyzji plan na 2025 r. zakładał zejście do 5,5% i nie było jeszcze wiadomo, że deficyt GG przekroczył 6% w 2024 r.

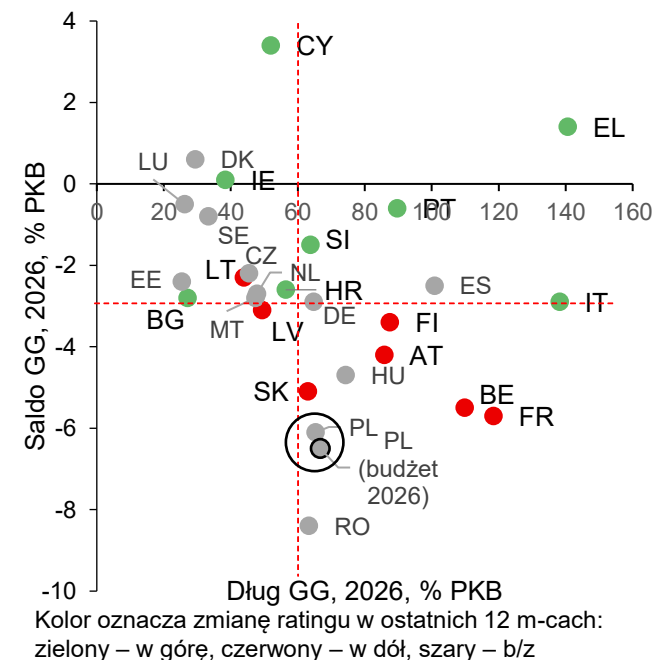
Czynniki wspierające oceny ratingowe Polski to odporna, szybko rosnąca gospodarka i brak nierównowagi zewnętrznej.

Dług GG krajów UE o tym samym ratingu co Polska u co najmniej jednej z głównych agencji, % PKB (+ prognoza KE na 2025/26)

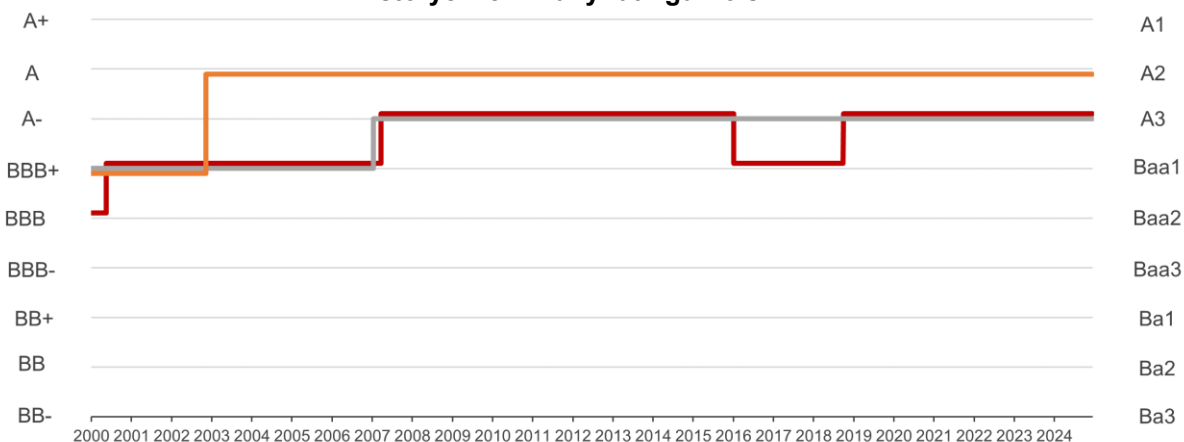


Źródło: Bloomberg, KE, MF, Santander

Dług i wynik finansów publicznych wg prognoz KE i projektu budżetu na 2026 r



Historyczne zmiany ratingu Polski



Źródło: MF

— S&P — Fitch — Moody's (prawa skala)

Rynek finansowy

2

Rynek długu: globalne stromienie i presja ratingów

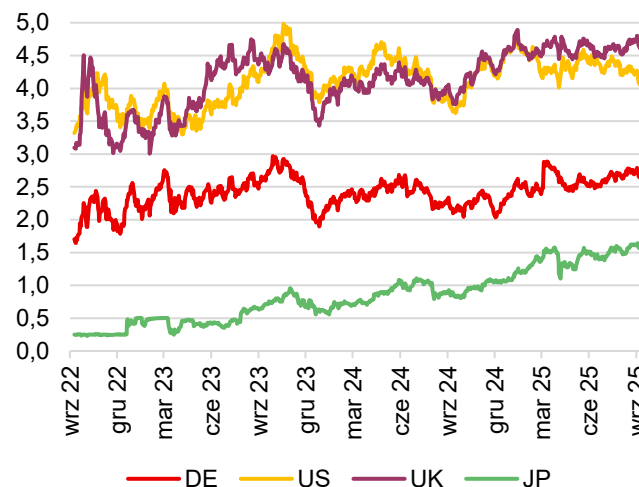
Kierunek zmian na globalnych rynkach długu nie jest jednolity. Na większości z nich od początku br. rentowności pną się w górę, w szczególności w Europie i w Japonii, na części stopniowo się obniżają – w USA od stycznia rentowność 10L spadła już o 50pb. Cechą wspólną, która charakteryzuje rynki od ponad roku jest stopniowe stromienie krzywych, i to niezależnie od momentu cyklu, w jakim znajduje się lokalna polityka pieniężna. Przyczyny, które się na to składają są różnorakie, wśród nich można wymienić m.in.: powszechnie rosnący poziom zadłużenia, obawy o stabilność polityczną i fiskalną (m.in. Francja), obawy o niezależność banków centralnych (USA), obawy o inflacyjne skutki polityki celnej USA.

Polski rynek obligacji w ostatnich miesiącach zachowywał się zdecydowanie lepiej niż większość odpowiedników w Europie i wykazał zadziwiającą odporność na pogarszające się perspektywy fiskalne, które zaowocowały obniżką perspektywy ratingu przez Fitch.

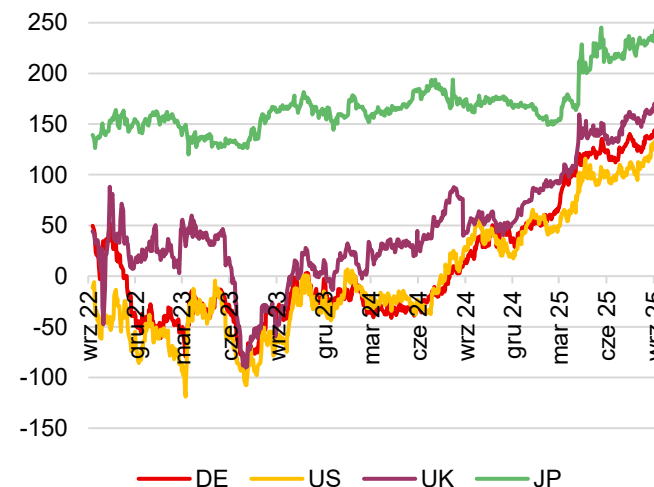
Zakładamy, że nadchodzące tygodnie mogą jednak przynieść schłodzenie nastrojów. Przewidywany przez nas wzrost CPI we wrześniu powyżej 3% może osłabić oczekiwania związane z obniżkami stóp NBP. Przegląd ratingu przez Moody's (19 września) zakończy się zapewne co najmniej kolejnym obniżeniem perspektywy, podbijając temat obaw o stabilność finansów publicznych, co może przejściowo wywołać dalszą korektę na krajowym rynku długu.

W kolejnych kwartałach widzimy wciąż pole do umiarkowanego spadku rentowności.

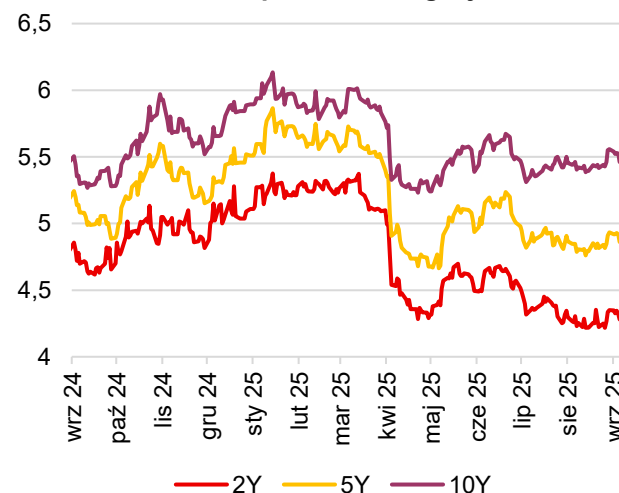
Rentowności obligacji 10L, %



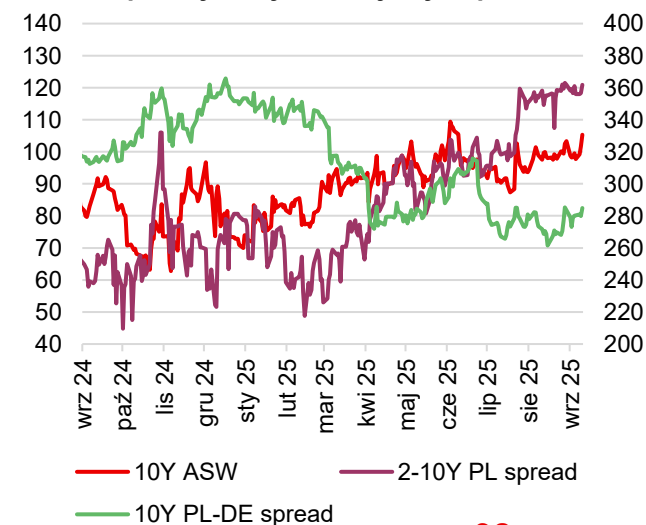
Spread rentowności obligacji 2-30L, pb



Rentowności polskich obligacji, %



Spready na rynku krajowym, pb



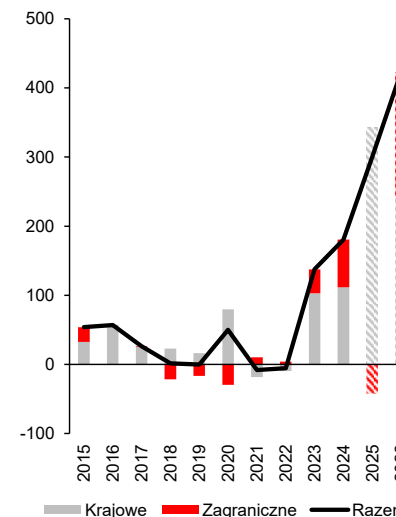
Podaż SPW lekko wzrośnie

Projekt budżetu na 2026 r. zakłada rekordowe potrzeby pożyczkowe: ok. 423 mld zł netto i ok. 690 mld zł brutto (+41% wobec ich wykonania przewidywanego na 2025 r.). Jednak duża część wzrostu potrzeb pożyczkowych wynika z założenia większej aktywności związanej z rozporządzaniem środkami UE, w tym ok. 111 mld zł w ramach pożyczkowej części KPO.

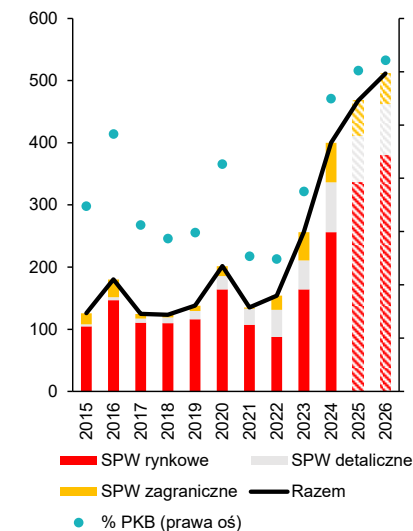
Planowane emisje netto SPW nie rosną, a wręcz maleją w porównaniu z br. (m.in. dzięki wykorzystaniu pożyczek z UE oraz środków na rachunkach walutowych). Niemniej, warto zwrócić uwagę, że emisje z 2025 r. obejmują wykup obligacji PFR i BGK, który zwiększył podaż SPW o ponad 60 mld zł i stanowił w praktyce „rolowanie” zadłużenia publicznego. W efekcie, **emisje netto SPW w 2026 r. „w warunkach porównywalnych”, tj. po korekcie o wykup obligacji PFR i BGK, wzrosną w 2026 r. o ok.30 mld zł w porównaniu z rokiem bieżącym.**

W 2026 r. skokowo rośnie wartość krajowych SPW przypadających do wykupu: w przypadku obligacji rynkowych to ponad 132 mld zł, wobec ok. 78 mld zł w br. W efekcie, planowana podaż brutto papierów dłużnych będzie nieco większa niż w tym roku i ma wynieść średniomiesięcznie ok. 32 mld zł.

Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto, mld zł



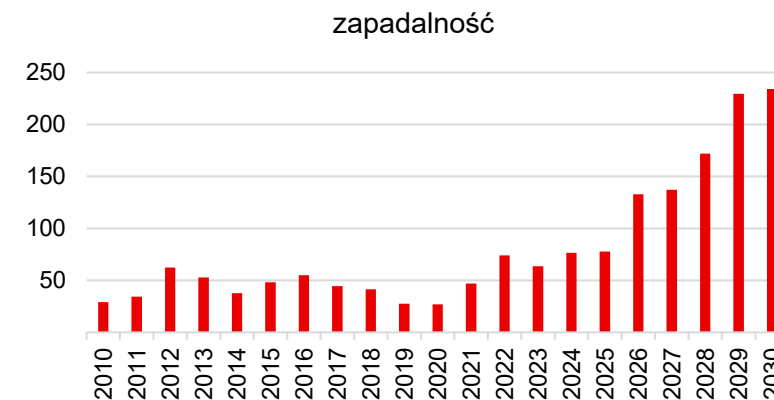
Emisje brutto SPW, mld zł



Emisje SPW 2025-2026 (mln zł)

	Emisje netto				Emisje brutto			
	2025 UB	2025 PW	2026 P	2026 zmiana	2025 UB	2025 PW	2026 P	2026 zmiana
	(1)	(2)	(3)	(3) - (2)	(4)	(5)	(6)	(6) - (5)
Bony skarbowe	45 734	31 468	26 645	-4 823	45 734	31 468	58 113	26 645
Obligacje rynkowe - stały kupon	102 823	153 186	150 939	-2 248	182 228	232 578	236 443	3 865
Obligacje rynkowe - zmienny kupon	48 613	39 813	36 510	-3 304	67 343	66 353	78 471	12 119
Obligacje rynkowe - indeksowane	11 825	7 452	8 468	1 017	11 825	7 452	8 468	1 017
Obligacje oszczędnościowe	37 210	34 988	18 206	-16 781	73 864	73 666	81 238	7 572
SPW KRAJOWE - SUMA	246 205	266 907	240 768	-26 139	380 995	411 516	462 733	51 217
SPW ZAGRANICZNE - SUMA	42 909	33 008	27 949	-5 059	66 313	56 181	48 606	-7 575

Zapadalności krajowych obligacji skarbowych, mld zł

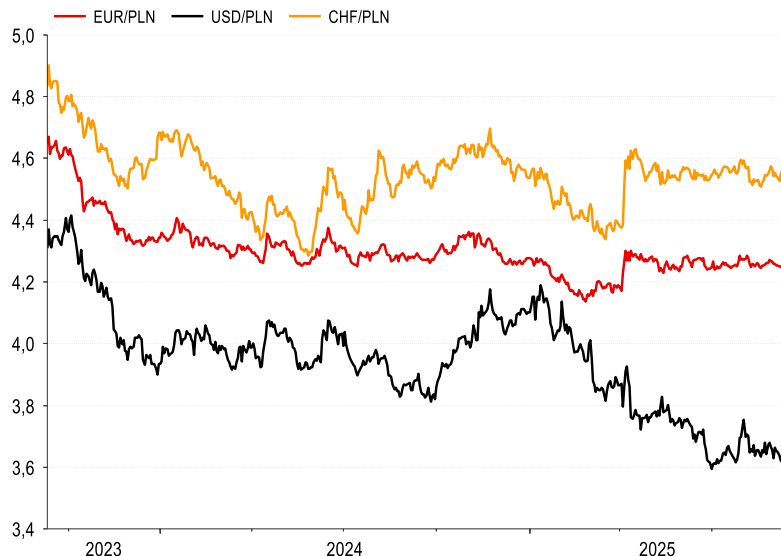


Rynek walutowy: PLN w trendzie bocznym

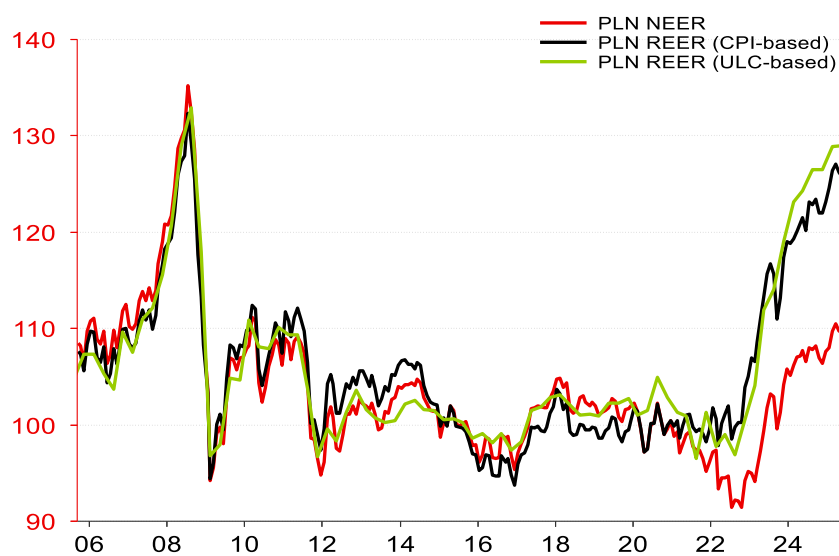
Kurs EURPLN od połowy kwietnia porusza się w trendzie bocznym, w dość wąskim przedziale 4,24-4,28. Sierpniowe spotkania Trump-Putin i Trump-Zełenski, które ożywiły na jakiś czas medialne spekulacje nt. możliwego przybliżenia rozejmu lub przynajmniej zawieszenia broni w Ukrainie, nie przyniosły żadnego faktycznego przełomu ani reakcji rynkowej. Wiarygodne sygnały dot. rychłego końca konfliktu z pewnością mogłyby wywołać znaczne umocnienie złotego, ale w naszej ocenie to nadal nie jest scenariusz bazowy na najbliższe miesiące.

Obniżenie perspektywy polskiego ratingu przez Fitch również nie wywołało reakcji rynku walutowego. Widzimy jednak ryzyko, że analogiczne decyzje kolejnych agencji ratingowych (Moody's 19 września, S&P 7 listopada) mogą w końcu zaważyć na nastrojach inwestorów. Incydent z naruszeniem polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony miał nieco większy wpływ na walutę niż decyzja Fitch, ale przejściowy. Trwalszy wzrost obaw o ryzyko geopolityczne w regionie mógłby się pojawić w przypadku powtórzenia tego typu zdarzeń. Nowe sygnały dot. pogarszających się perspektyw fiskalnych mogą naszym zdaniem w najbliższych tygodniach skutkować podwyższoną premią za ryzyko widoczną w wycenie polskich aktywów, w tym złotego. **W sumie, spodziewamy się wzrostu EURPLN pod koniec września w pobliże górnej granicy dotychczasowego kanału, tj. 4,28, i stabilizacji blisko tego poziomu w IV kwartale br.**

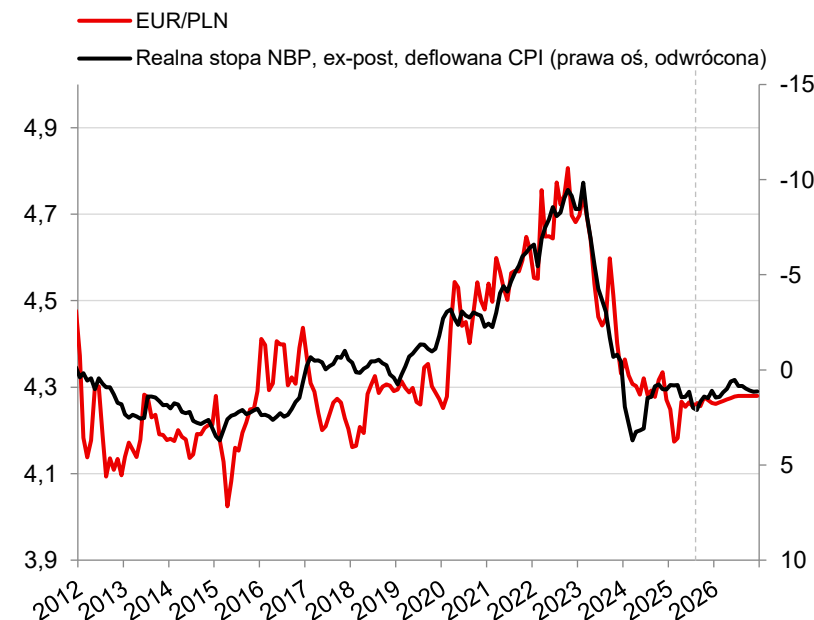
Kurs złotego wobec EUR, USD, CHF



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



EURPLN a realna stopa NBP



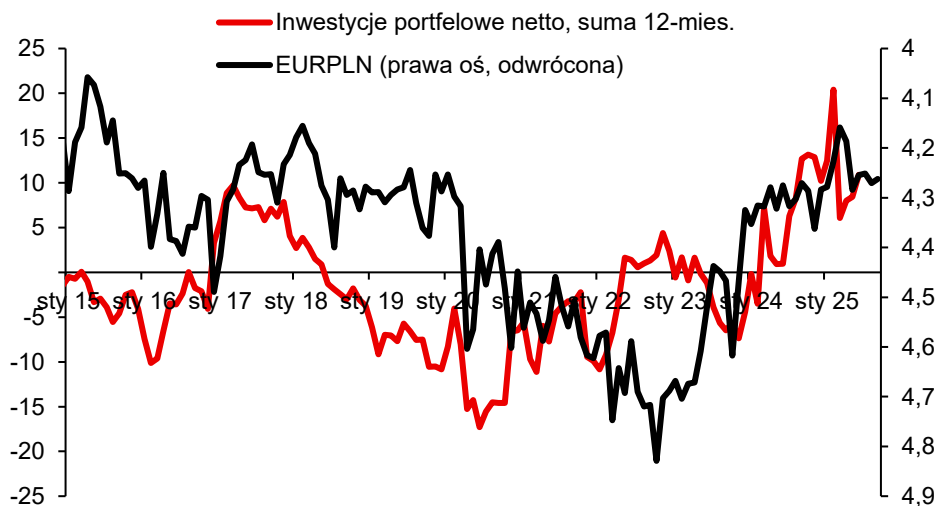


Zadłużanie za granicą wspiera złotego?

Zachowanie złotego w ostatnich dwóch latach zdaje się dobrze korelować z napływem netto zagranicznych inwestycji portfelowych. Co ciekawe, dane NBP o bilansie płatniczym wskazują, że praktycznie cały ten napływ zawdzięczamy inwestycjom w instrumenty dłużne, przy odpływie netto inwestycji udziałowych. Szczegółowe dane MF nt. struktury zadłużenia wskazują, że był to przede wszystkim efekt zakupów przez nierezydentów SPW emitowanych na rynkach zagranicznych, w podobnym stopniu wzrostu zadłużenia wobec UE (instrument SURE i pożyczkowa część KPO) i w mniejszej skali zakupów krajowych SPW.

W ostatnich miesiącach napływ zagranicznych inwestycji portfelowych przyhamował i w kolejnych miesiącach nie spodziewamy się istotnej poprawy, m.in. w związku ze wzrostem obaw związanych z sytuacją fiskalną. Jest to spójne z naszą prognozą kursu złotego.

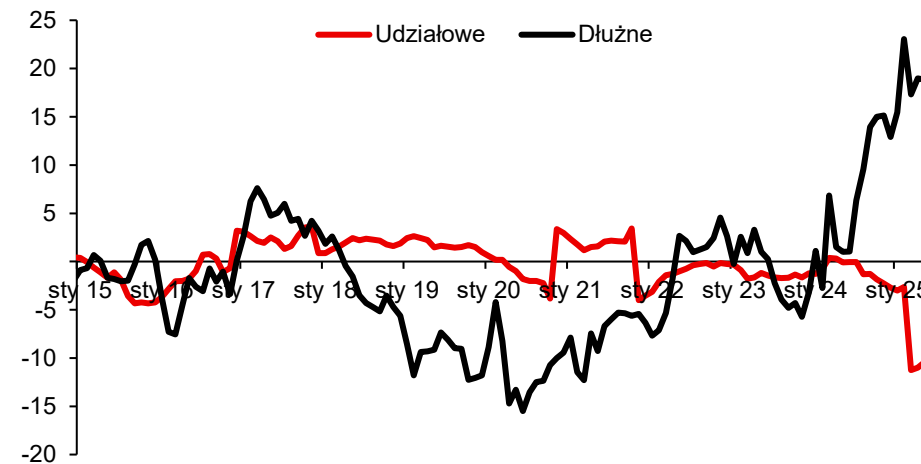
Kurs złotego a inwestycje portfelowe netto, suma 12m, mld zł



Źródło: LSEG, NBP, Santander

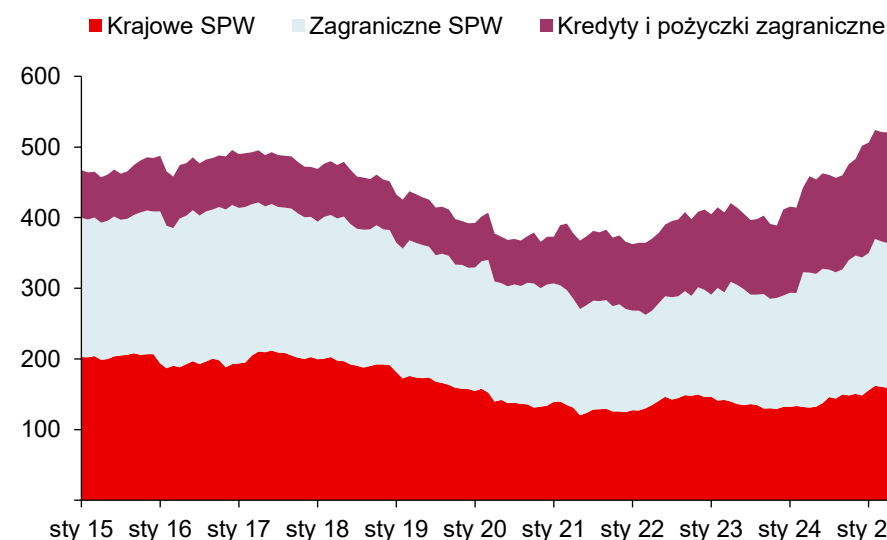


Inwestycje portfelowe netto, suma krocząca 12m, mld zł



Źródło: NBP, Santander

Zadłużenie SP w posiadaniu nierezydentów, mld zł



Źródło: MF, 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	3 889,0	4 136,5	892,9	927,3	970,2	1 098,6	958,9	986,9	1 028,7	1 162,1
PKB	% r/r	0,1	2,9	3,5	3,7	3,2	3,4	3,6	3,8	3,5	3,7	3,7	4,0
Popyt krajowy	% r/r	-3,1	4,1	4,9	5,3	4,6	4,0	5,2	5,7	6,1	5,3	5,0	5,0
Spożycie indywidualne	% r/r	-0,3	3,1	4,0	3,3	2,5	4,4	4,8	4,2	4,0	3,0	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,7	-2,2	4,5	10,7	6,3	-1,0	3,0	8,0	9,0	12,0	12,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,1	1,1	1,6	3,8	-0,1	1,6	2,3	2,4	4,6	3,8	3,4	3,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,8	-7,6	-0,2	8,9	0,9	-1,4	0,4	-0,4	5,0	10,0	9,5	9,6
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3,6	3,2	3,9	3,3	1,1	4,6	5,0	4,8	1,7	3,4	4,5	3,6
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12,8	13,7	8,9	7,1	10,0	8,8	8,3	8,4	7,8	6,9	6,7	6,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Stopa bezrobocia*	%	5,1	5,1	5,6	5,5	5,3	5,2	5,5	5,6	5,8	5,4	5,4	5,5
Rachunek bieżący	mln EUR	13 485	-287	-12 893	-24 298	-1 178	-1 783	-6 128	-3 804	-3 381	-4 729	-9 244	-6 944
Rachunek bieżący	% PKB	1,8	0,0	-1,4	-2,5	-0,7	-0,9	-1,2	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,5
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-5,3	-6,6	-6,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	11,6	3,6	3,8	3,0	4,9	4,1	3,0	3,2	2,9	3,3	3,1	2,9
CPI *	% r/r	6,2	4,7	3,4	2,8	4,9	4,1	3,2	3,4	2,9	3,4	3,0	2,8
Inflacja bazowa	% r/r	10,2	4,3	3,4	3,0	3,6	3,4	3,2	3,4	3,1	3,1	3,0	2,8

* 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	4,50	4,00	5,75	5,25	4,75	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	6,52	5,86	5,21	4,25	5,86	5,35	4,93	4,70	4,39	4,23	4,20	4,20
Rentowność obligacji 2L	%	5,67	5,05	4,64	4,38	5,24	4,54	4,34	4,43	4,47	4,44	4,36	4,25
Rentowność obligacji 5L	%	5,66	5,33	5,11	4,64	5,63	4,97	4,90	4,95	4,78	4,60	4,58	4,60
Rentowność obligacji 10L	%	5,83	5,55	5,60	5,24	5,92	5,46	5,48	5,55	5,43	5,33	5,18	5,03
IRS 2L	%	5,63	5,22	4,43	4,23	5,13	4,24	4,10	4,27	4,29	4,26	4,23	4,15
IRS 5L	%	5,01	4,80	4,32	4,03	4,90	4,16	4,11	4,13	4,05	3,98	4,00	4,08
IRS 10L	%	5,10	4,90	4,64	4,43	5,08	4,50	4,48	4,50	4,50	4,50	4,40	4,30
EUR/PLN	PLN	4,54	4,31	4,25	4,28	4,20	4,26	4,26	4,27	4,27	4,28	4,28	4,28
USD/PLN	PLN	4,20	3,98	3,78	3,85	3,99	3,76	3,65	3,71	3,79	3,83	3,87	3,89
CHF/PLN	PLN	4,68	4,52	4,48	4,23	4,44	4,55	4,55	4,38	4,27	4,23	4,22	4,20
GBP/PLN	PLN	5,22	5,09	4,98	4,96	5,03	5,02	4,92	4,94	4,93	4,97	4,98	4,98

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **12.09.2025** 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

Adrian Domitrz

571 664 004

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



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

