

# Kurier ekonomiczny ING

## Polska i świat

Prognozy na 2024: nowe możliwości, stare wyzwania

Rafał Benecki, Adam Antoniak, Leszek Kąsek, Piotr Popławski, Michał Rubaszek

Grudzień 2023/Styczeń 2024

thinkforward



# W skrócie – rynki i świat

- Koniec 2023 roku przyniósł nadzieję, że ostatni, najtrudniejszy, etap sprowadzania inflacji do celu, będzie szybszy niż zakładały banki centralne oraz sugerowała historia lat 70-80tych. W 2poł23 inflacja bazowa w gospodarkach G10 (w tym USA i Eurolandzie) oraz największych rynkach wschodzących bardzo mocno spowolniła. W reakcji na te dane Fed dokonał zaskakującego złagodzenia nastawienia (dovish pivot). Jest kwestią czasu kiedy tym śladem pójdzie EBC i inne banki centralne.
- Na rynkach zapanowała nie tylko chwilowa ekscytacja niższymi odczytami inflacji bazowej. Jest więcej czynników wskazujących, że Fed udało się zapanować nad inflacją. Wśród nich można wymienić: spowolnienie tempa płac w USA, spadek nierównowagi na rynku pracy (różnica między podażą a popytem na pracowników zmniejszyła się z 6 do 2 mln), odblokowanie spadków cen niektórych usług, np. czynszów za mieszkania. Ważne są też czynniki zewnętrzne, w tym słabość chińskiej gospodarki i stabilizacja cen na rynkach surowców, zarówno energetycznych, jak i metali szlachetnych.
- W 2024 roku spodziewamy się cięć stóp procentowych o 150pb w USA, 75pb w Eurolandzie, 375pb na Węgrzech, 300pb Czechach i 150bp w Rumunii. W takich warunkach NBP będzie trudno utrzymać niezmienione stopy bez dużej aprecjacji złotego.
- Jednym z ważniejszych sygnałów z grudniowego posiedzenia Fed była wypowiedź sugerująca, że ostatnie poluzowanie tzw. warunków finansowych jest niewystarczające, co może wyrażać przekonanie Fed, iż udało się sprowadzić inflację na niskie poziomy i obecne perspektywy inflacyjne są wystarczająco dobre, aby powrócić ze stopami na poziom zbliżony do neutralnego. Spodziewamy się rozpoczęcia cięć stóp już w 1poł24 roku z ryzykiem, iż może się do wydarzyć wcześniej - nawet przed końcem 1kw24.
- Gospodarka USA jest w trakcie spowolnienia, trwa debata czy będzie to miękkie lądowanie, czy w 2024 techniczna recesja.
- Gospodarka strefy euro tkwi w stagnacji od 1,5 roku. Spowodowała ją kombinacja czynników cyklicznych (podwyżki stóp, skok inflacji), ale także strukturalnych, szczególnie w Niemczech. Ten kraj boryka się z wysokimi cenami energii, problemami sektora motoryzacyjnego (silna konkurencja azjatyckich elektryków), drogą pracą i niskimi inwestycjami z ostatnich lat, które przełożyły się także na obniżoną innowacyjność, szczególnie w porównaniu do gigantów z USA i Azji. Płytką recesją w Niemczech w 2023 (-0,2%) może wystąpić także w 2024 (-0,4%), co utrudni/spowolni odbicie polskiej gospodarki.
- W 2024 oczekujemy dalszego wzrostu €/US\$. Fed obniży stopy bardziej niż EBC. Spodziewamy się też umocnienia złotego do euro i dolara. Przemawia za tym powrót Polski jako atrakcyjnego miejsca do inwestowania, zarówno dla przedsiębiorstw jak i inwestorów finansowych, a także tylko niewielkie cięcia stóp NBP.
- Według naszych prognoz ścieżka swapów w PLN jest zbyt niska, szczególnie na krótkim końcu (2-3lata). Rynek wycenia obecnie około 200pb obniżek stóp procentowych w horyzoncie 2 lat. Z uwagi na m.in. inflację bazową nie spodziewamy się, aby było istotnie więcej niż 25-50pb w 2024. Krótkoterminowo nie kontestujemy wycen rynkowych, bo początek roku przyniesie dalszy istotny spadek inflacji. Zarówno w Polsce, jak i za granicą.

# W skrócie – Polska

- Rok 2024 będzie okresem nowych szans, ale także starych wyzwań. Polska gospodarka odbije, a PKB wzrośnie o około 3% r/r, ale możemy liczyć głównie na popyt wewnętrzny. Niemiecka gospodarka pozostanie w stagnacji, co razem z mocnym złotym spowoduje, że warunki zewnętrzne będą mniej sprzyjające dla eksporterów.
- Dostępność pracy nie poprawi się, a konkurencja o pracownika może wzrosnąć, bo liczymy na więcej inwestycji nearshoringowych, które będą przejmowały polskich pracowników. Także bardzo hojna podwyżka pensji minimalnej, płac w budżetówce i innych świadczeń spowoduje, że realne dochody (do dyspozycji) wrócą do wysokiego tempa sprzed pandemii.
- Oczekujemy kontynuacji dezinflacji. W 1pół24, inflacja CPI spadnie poniżej 4%, a średnio w roku wyniesie 5,5% albo mniej. Cel inflacyjny może zostać osiągnięty dopiero w 2026. Wcześniejsze osiągnięcie celu wymaga korzystnego splotu czynników globalnych (spadek cen surowców, dalszy spadek inflacji towarów, korzystna sytuacja na rynku żywności), dużego umocnienia złotego oraz wyhamowania wzrostu wynagrodzeń. O ten ostatni czynnik będzie trudno w 2024 roku.
- W 2024 roku oczekujemy wysokiego deficytu w sektorze finansów publicznych, tj. 5,5-6% PKB. Założyliśmy, że tylko część obietnic nowej koalicji zostanie wdrożona, stąd do wysokiego deficytu w projekcie budżetu premiera Morawieckiego dodaliśmy 1-1,5% PKB. W połowie to wyższe wydatki, a druga część to nasz ostrożniejszy szacunek dochodów niż zakłada obecnie MinFin. W kontekście finansów publicznych zachowujemy ostrożny optymizm. Rok 2024 przyniesie rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe (7,5% PKB), ale duże umocnienie na globalnym rynku długu i ostatnie decyzje nowego rządu stwarzają **korzystne otoczenie do finansowania**. 2024 będzie rokiem obligacji, a to oznacza, że łatwiej będzie finansować potrzeby.
- Widzimy pole do niewielkich obniżek stóp: 25pb w 2024 i 75pb w 2025. Istnieje wiele argumentów zarówno za jak i przeciw obniżkom. Za stabilizacją stóp przemawia podwyższony poziom inflacji, ożywienie koniunktury, ekspansywna polityka fiskalna oraz mocne odbicie popytu na kredyt w sektorze gospodarstw domowych (m.in. w wyniku programu bezpieczny kredyt). Z kolei decyzja o zaostrzeniu polityki pieniężnej byłaby trudna do zakomunikowania po jesiennych decyzjach RPP, zwłaszcza w warunkach spadającej inflacji oraz dużych obniżek jakich spodziewamy się ze strony innych banków centralnych. W takich warunkach NBP będzie trudno utrzymać niezmiennione stopy procentowe bez dużej aprecjacji złotego.
- W 2024 w Polsce ruszy opóźniona transformacja energetyczna. Już dziś polskie firmy wydają na uprawnienia do emisji CO2 aż 1% PKB powyżej kwoty która wraca do polskiego budżetu lub w postaci darmowych uprawnień. Okazało się, że system EU ETS działa tak jak miał działać, ale o wiele bardziej boleśnie karze wysokoemisyjny miks i brak zielonych inwestycji z ostatnich lat. Warto wykorzystać wszystkie środki z UE, by stymulować rozwój w sektorze energetycznym, sieciach oraz przedsiębiorstwach.
- Na horyzoncie widzimy sporo szans do wykorzystania. Wybory odblokowały potencjał polskiej gospodarki w paru ważnych obszarach: ożywienie potencjału krajowych firm i inwestycji prywatnych, odblokowanie środków z UE i więcej inwestycji zagranicznych. Zachodni biznes chce przenosić produkcję do Polski bo uważa, że gdyby stracił dziś dostęp do azjatyckich producentów, to byłoby to 10-krotnie większy problem niż zakręcenie kurka z rosyjskim gazem w 2022!

# Prognozy makroekonomiczne – Polska i świat

	2022	1kw23	2kw23	3kw23	4kw23	2023	1kw24	2kw24	3kw24	4kw24	2024	2025
<b>Polska</b>												
PKB r/r	5,3	-0,3	-0,6	0,5	2,0	0,4	2,2	3,2	3,3	3,3	3,0	3,5
Konsumpcja r/r	5,2	-2,0	-2,8	0,8	2,3	-0,5	3,2	3,8	3,6	3,8	3,6	3,5
Inwestycje r/r	4,9	6,8	10,5	7,2	2,5	6,1	4,5	3,0	2,5	2,5	3,0	7,5
Saldo fin. publ. %PKB	-3,7					-5,2					-6,0	-3,6
Dług publ. %PKB (kon. okr.)	49,3					50,4					54,0	55,7
Bezrobocie (kon. okr.)	5,2	5,4	5,1	5,0	5,2	5,2	5,4	4,9	4,8	5,0	5,1	4,8
CPI r/r (średnio)	14,3	17,0	13,1	9,7	6,6	11,6	4,2	4,9	6,4	6,6	5,5	4,0
Stopa referencyjna	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	4,75
<b>Bilans obrotów bieżących</b>												
CA, %PKB	-2,4					1,1					1,4	1,4
Wynagrodzenia – sektor przedsiębiorstw %r/r (śr.)	12,9	13,2	12,1	10,9	12,2	12,1	10,8	10,3	11,3	11,6	11,0	9,3
<b>Strefa euro</b>												
PKB kw/kw, zannualiz., %	3,4	0,2	0,6	-0,2	-0,3	0,5	-0,1	0,6	1,2	1,1	0,3	1,4
HICP r/r, średnio w okresie	8,3	8,0	6,9	5,0	2,6	5,6	3,1	3,0	2,8	2,2	2,8	2,0
Stopa refinansowa, k.okr.	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75	3,00
<b>USA</b>												
PKB kw/kw, zannualiz., %	1,9	2,2	2,1	5,2	1,9	2,5	0,0	-2,1	-0,9	1,0	0,5	1,0
CPI r/r, średnio w okresie	6,4	5,0	3,1	3,6	3,2	4,1	2,8	2,5	1,7	1,5	2,2	2,0
Stopa funduszy Fed, k.okr.	4,50	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	4,00	3,00
<b>Rynki finansowe</b>												
Wibor 3M (kon. okr.)	7,02	6,89	6,90	5,77	5,80	5,80	5,72	5,60	5,60	5,65	5,65	4,95
Stawka 3M EUR (kon. okr.)	2,13	3,04	3,58	3,95	4,00	4,00	3,90	3,70	3,40	3,15	2,90	2,60
Stawka 3M USD (kon. okr.)	4,77	5,19	5,55	5,66	5,40	5,40	5,40	4,90	4,40	3,90	3,90	3,00
US\$/PLN (kon. okr.)	4,40	4,29	4,11	4,37	4,07	4,07	4,01	3,86	3,77	3,65	3,65	3,77
US\$/PLN (średnio)	4,47	4,36	4,18	4,16	4,14	4,21	4,03	3,91	3,80	3,69	3,86	3,67
€/PLN (kon. okr.)	4,69	4,68	4,45	4,64	4,36	4,36	4,33	4,25	4,22	4,20	4,20	4,22
€/PLN (średnio)	4,69	4,70	4,53	4,51	4,42	4,54	4,34	4,28	4,23	4,21	4,26	4,21

## Polska

Druga połowa 2023 przyniosła sygnały powolnego odbicia koniunktury, które będzie kontynuowane w 2024. Motorem wzrostu PKB będzie konsumpcja prywatna, napędzana przez odbudowę realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Lepszej koniunkturze w 1pół24 będzie towarzyszyła dalsza dezinflacja, ale wzrost cen pozostanie podwyższony. Zakładamy jedną obniżkę stóp NBP w 2024 roku.

## Strefa euro

Gospodarka strefy euro tkwi w stagnacji od 1,5 roku. Spowodowała ją kombinacja czynników cyklicznych (podwyżki stóp, skok inflacji), ale także strukturalnych, szczególnie w Niemczech. Płytką recesja w Niemczech w 2023 (-0,2%) może wystąpić także w 2024 (-0,4%), co utrudni odbicie polskiej gospodarki

## USA

Gospodarka USA jest w trakcie spowolnienia, trwa debata czy będzie to miękkie lądowanie czy techniczna recesja w 2024. To najprawdopodobniej skłoni Fed do zdecydowanych obniżek stóp w 2024.

## Rynki finansowe

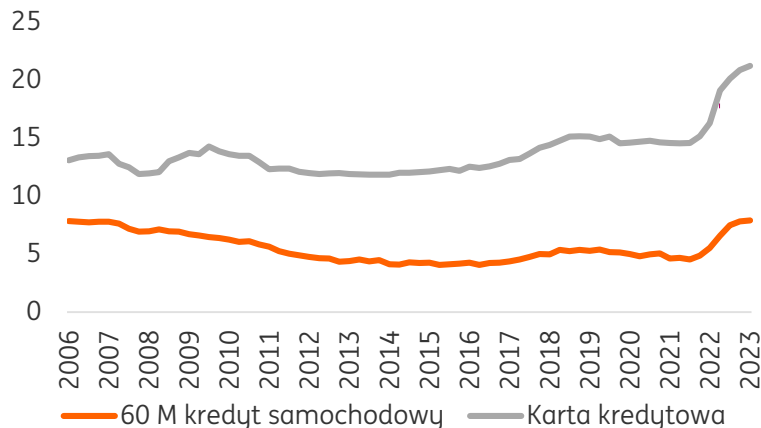
W 2024 oczekujemy dalszego wzrostu €/US\$. Spowolnienie w USA powinno nabierać na sile skłaniając Fed do większych obniżek stóp niż EBC. Spodziewamy się też umocnienia złotego do euro i dolara. Przemawia za tym napływ kapitału z zagranicy czy wysokie stopy NBP. Ścieżka swapów w PLN jest zbyt niska, szczególnie 2-3lata. Krótkoterminowo nie będziemy kontestować wycen rynkowych, bo początek roku przyniesie dalszy istotny spadek inflacji, zarówno w Polsce jak i za granicą.

Aktualizacje prognoz na: <https://think.ing.com/forecasts/>

# USA: dezinflacja i dekonunktura

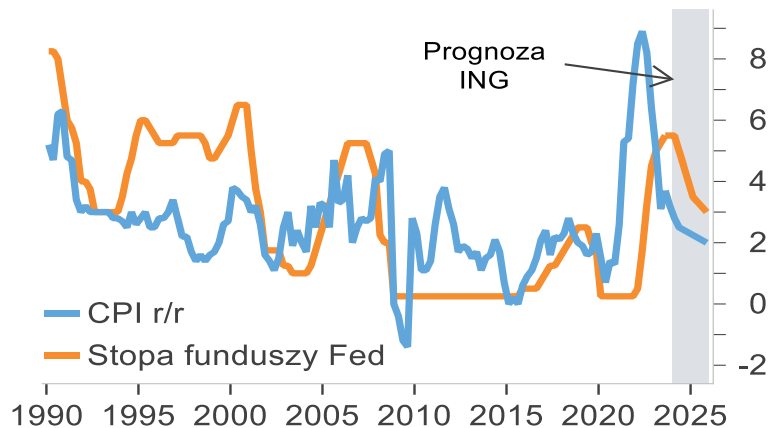
## Zdecydowane obniżki stóp Fed w 2024.

Koszty kredytu w USA – gigantyczny wzrost opłat uderzy w konsumpcję mimo niskiego bezrobocia



Źródło: Fed

Stopa funduszy Fed – po najszybszym cyklu podwyżek stóp również obniżki powinny być agresywne



Źródło: Macrobond, ING

- Gospodarka USA jest w trakcie spowolnienia. Trwa debata czy będzie to miękkie lądowanie, czy techniczna recesja. Problemem jest gwałtowny wzrost kosztów kredytu. Np. w przypadku kredytów na samochody, ich koszt przekracza ten z okresu tuż przed kryzysem finansowym 2008-09. To już obecnie hamuje popyt na samochody. Najwyższy od dekad jest też np. koszt kredytu na kartach. Oczekujemy, że doprowadzi to do spowolnienia wydatków gospodarstw domowych, mimo ciągle nienajgorszej sytuacji na rynku pracy. Bezrobocie w USA pozostaje na bardzo niskim poziomie (3,7%). Poprawia się natomiast wskaźnik aktywności zawodowej, co w 2024 powinno dodatkowo złagodzić napięcia na rynku pracy i presję płacową.
- Wysokie koszty kredytu powinny także przełożyć się na pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. Już obecnie stawki najmu znajdują się w trendzie spadkowym, a proces ten zapewne nabierze tempa w 2024. Przełoży się to na spadek czynszów w inflacji CPI, choć z opóźnieniem. Czynsze to kluczowy komponent inflacji bazowej (ponad 40%) oraz inflacji ogółem (około 35%). W połączeniu z hamowaniem cen aut i ogólnie słabszym popytem konsumpcyjnym, oznacza to relatywnie szybki powrót inflacji CPI do celu Fed (2%/r), nawet już w połowie 2024 roku.
- Spowolnienie gospodarcze i dezinflacja najprawdopodobniej skłonią Fed do zdecydowanych obniżek stóp w 2024 roku. Pierwsze cięcia nastąpią w połowie 2024 roku albo nawet w 1kw24. Perspektywa powrotu inflacji do celu Fed nawet w połowie 2024 oznacza, że Komitet może obniżyć stopy o 150pb (nasza prognoza na 2024), nadal utrzymując dodatnią realną stopę procentową.

# Strefa euro: cykliczne i strukturalne spowolnienie

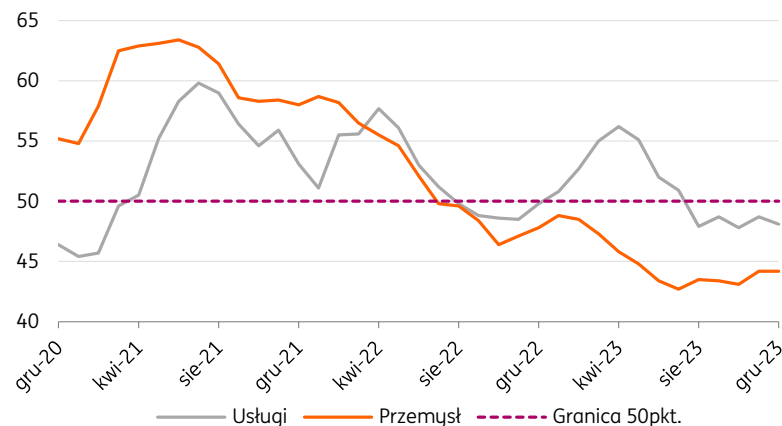
## Cykliczny dołek w strefie euro i Niemcy ponownie jako „sick man of Europe”

### Porównanie grudniowej i wrześniowej projekcji EBC, %

	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Wzrost PKB</b>	<b>3,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
Projekcja wrzesień 2023	3,4	0,7	1,0	1,5	n/a
<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>
Projekcja wrzesień 2023	6,7	6,5	6,7	6,7	n/a
<b>Inflacja HICP</b>	<b>8,4</b>	<b>5,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Projekcja wrzesień 2023	8,4	5,6	3,2	2,1	n/a
<b>Inflacja bazowa</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
Projekcja wrzesień 2023	3,9	5,1	2,9	2,2	n/a
<b>3M stopa EURIBOR, zał., tech.)</b>	<b>0,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>
Projekcja wrzesień 2023	0,3	3,4	3,7	3,1	n/a
<b>Cena gazu TTF, €/MWh, zał. tech.</b>	<b>123</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>44</b>	<b>37</b>
Projekcja wrzesień 2023	123	43	54	47	n/a

Źródło: EBC.

### PMI w stagnacji od 1,5 roku, z przerwą w usługach w 1poł23, pkt.



Źródło: Macrobond.

- Gospodarka strefy euro tkwi w stagnacji od 1,5 roku. Spowodowała ją kombinacja czynników cyklicznych (podwyżki stóp, skok inflacji), ale także strukturalnych, szczególnie w Niemczech. Gospodarka naszych zachodnich sąsiadów boryka się z wysokimi cenami energii, problemami sektora motoryzacyjnego (silna konkurencja azjatyckich elektryków), drogą pracą i niskimi inwestycjami z ostatnich lat, które przełożyły się także na obniżoną innowacyjność, szczególnie w porównaniu do gigantów z USA i Azji.
- W 2023 roku, gospodarka Eurolandu skorzystała na odwróceniu szoku energetycznego i szybkiej dezinflacji, która w trakcie roku dotyczyła również inflacji bazowej. Wynikało to jednak z wyraźnego osłabienia koniunktury. Na schłodzenie popytu wewnętrznego, w szczególności konsumpcji, wynikającego z erozji dochodów realnych, wpłynęła rosnąca restrykcyjność polityki EBC. Słaby był także popyt zewnętrzny. Słabość gospodarki chińskiej i spowolnienie globalnego handlu (do 0,2% w 2023 z 5,3% w 2022 - wg EBC), spowodowane m.in. rosnącym protekcjonizmem, i to pomimo pełnego powrotu do normalnego funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw.
- Te trendy są odzwierciedlone w ostatniej rewizji prognoz EBC. W porównaniu z projekcją wrześniową, prognozy PKB i inflacji na lata 2023-24 zostały zrewidowane w dół. Dyskusja o rychłych cięciach stóp EBC na pewno nie ucichnie. Spodziewamy się obniżek w 2024 o 75pb łącznie, podczas gdy instrumenty rynkowe wyceniają prawie 150pb cięć.
- Odcięcie dostaw rosyjskiego gazu do Europy silnie wpłynęło na wyniki i konkurencyjność gospodarki Niemiec. Dochodzi do tego instytucjonalny kryzys fiskalny. Spodziewana płytka recesja w 2023 (-0,2%) może wystąpić także w 2024 (-0,4%), co utrudni odbicie polskiej gospodarki.

# Prognozy dla regionu: Polska odstaje z PKB, ale też CPI

## Główne wskaźniki gospodarcze dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2021-25

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Wzrost PKB, w %</b>					
Polska	6.9	5.3	0.4	3.0	3.5
Czechy	3.6	2.4	-0.4	1.4	2.2
Węgry	4.8	6.5	-3.1	2.6	3.4
Rumunia	5.7	4.6	1.5	2.8	3.0
<b>Inflacja konsumencka CPI, koniec okresu, w %</b>					
Polska	8.6	16.6	6.8	6.6	4.7
Czechy	6.6	15.8	7.1	2.2	2.0
Węgry	7.4	24.5	6.1	6.2	3.0
Rumunia	8.2	16.4	7.4	4.7	4.2
<b>Stopy procentowe banku centralnego, koniec okresu w %</b>					
Polska	1.75	6.75	5.75	5.50	4.75
Czechy	3.75	7.00	7.00	4.00	3.00
Węgry	2.40	13.00	10.75	7.00	5.00
Rumunia	1.75	6.75	7.00	5.50	5.00
<b>Saldo sektora finansów publicznych, general government, % PKB</b>					
Polska	-1.8	-3.7	-5.2	-6.0	-3.6
Czechy	-5.1	-3.6	-3.3	-2.4	-1.7
Węgry	-7.2	-6.2	-5.8	-4.4	-3.3
Rumunia	-8.0	-6.9	-5.5	-5.0	-4.4
<b>Saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego, % PKB</b>					
Polska	-1.3	-2.4	1.1	1.4	1.4
Czechy	-0.8	-6.1	-0.8	0.0	0.3
Węgry	-4.2	-8.2	0.5	0.9	1.9
Rumunia	-7.3	-9.4	-6.9	-6.8	-6.7

Źródło: Directional Economics, grudzień 2023.

- W naszym najnowszym raporcie półrocznym z prognozami dla krajów wschodzących [Directional Economics](#), Polska prezentuje się odmiennie na tle regionu. Wyróżnia się jako kraj z potencjałem do silnego ożywienia PKB, dzięki poluzowaniu fiskalnemu, a także napływowi środków z UE, z wyraźnie umacniającą się walutą i niewielkimi obniżkami stóp NBP. Także spadek inflacji w Polsce to niekoniecznie zasługa krajowego policy mix, a raczej odwrócenia zewnętrznych szoków i mocnego PLN.
- Na tle krajów regionu CEE4 (obejmującego - oprócz Polski - Czechy, Węgry i Rumunię), gospodarka polska odnotuje najsilniejsze ożywienie: 3,0% w 2024 z 0,4% szacowanego w br. W odróżnieniu od krajów regionu, spodziewamy się, że - w kolejnym roku wyborczym - saldo sektora finansów publicznych dalej się pogorszy, podczas gdy inne kraje CEE4 rozpoczną konsolidację budżetową. [Oceniamy](#) jednak, że spadająca inflacja i znaczny wzrost oczekiwań na cięcia stóp, na rynkach bazowych pomogą finansować rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe w Polsce, bez podbicia rentowności krajowych SPW. Pomocne będzie także odblokowanie dostępu do środków unijnych z KPO i polityki spójności z nowej perspektywy finansowej UE.
- Dezinflacja w Polsce jest najbardziej niepewna wśród wszystkich krajów regionu. Motorem odbicia PKB będzie ponownie konsumpcja prywatna, a dodatkowo oczekujemy wysokiego wzrostu płac w 2024, ekspansywnej polityki fiskalnej, zaś nawis zamrożonych cen prądu i gazu dodatkowo podbije CPI w 2pół24. To pozwoli na niewielkie obniżki stóp NBP w 2024. Większych cięć spodziewamy się w Czechach (o 300bp) i na Węgrzech (o 375pb, ale z najwyższego poziomu w CEE4). NBP wyróżni się cięciami stóp procentowych o 25-50pb w 2024 i o kolejne 75-100pb w 2025.

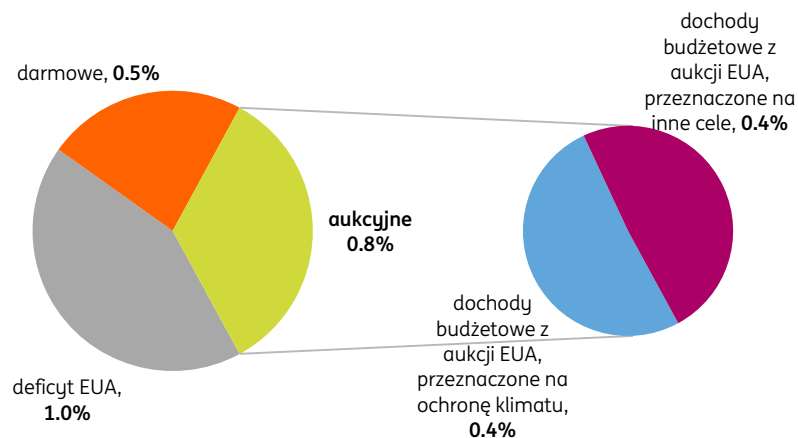
# Inwestycje w elektroenergetyce: Polska pod presją i szansą

## Polska ma 1%PKB deficytu na prawach do emisji CO<sub>2</sub>! Dostęp do finansowania unijnego i prywatnego.

### Alokacje uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> w EU ETS (EUA) w 2022 r.

	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
Zweryfikowane emisje (mln EUA)	184.1	57.0	15.6	28.2
Przyznane uprawnienia, łącznie	105.4	24.0	14.3	20.1
Darmowe uprawnienia EUA	42.5	15.6	8.5	14
Aukcyjne lub sprzedane EUA	62.9	8.4	5.9	6.1
Saldo, mln EUA	-78.8	-33.1	-1.2	-8.1
Wartość jako % PKB	-1.0	-1.0	-0.1	-0.2
Saldo: nabycie/sprzedaż aktywów niefinansowych (€mld)	-4.2	-2.0	-0.05	0.1
Wartość jako % PKB	-0.6	-0.7	0.0	0.0
Dochody budżetowe z EUA (€mld)	5.0	0.7	0.5	0.5
Wartość jako % PKB	0.8	0.2	0.3	0.2
Dochody przeznaczone na klimat i energię, % dochodów z EUA	51	27	50	57

### Alokacje uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> w EU ETS (EUA) w 2022 r. w Polsce i ich wykorzystanie, jako % PKB



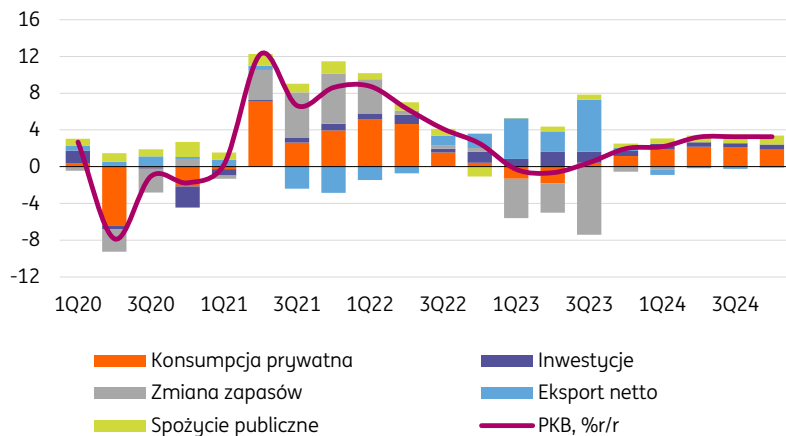
- W ramach [Directional Economics](#) opracowaliśmy raport specjalny, który analizuje wpływ wysokich cen paliw i uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> na krajowe ceny energii i ważne zmienne makro w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.
- Polska, w parze z Czechami, wyróżnia się jako kraj ponoszący ogromne koszty ze względu na wciąż ponad 70% udział węgla w miksie elektroenergetycznym. Presja kosztowa wynika z wysokich cen surowców, a także cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> (EUA) w unijnym systemie ograniczania i handlu emisjami EU ETS.
- W 2022 roku, polskie firmy energetyczne i przemysłowe, wykorzystały 184mln ton praw do emisji CO<sub>2</sub>, co odpowiadało 2,3% PKB. Na tę kwotę złożyły się: (1) uprawnienia darmowe (0,5%PKB), (2) aukcyjne (środki z ich sprzedaży - 0,8%PKB - trafiły do budżetu państwa; w połowie zostały przeznaczone na klimat i energię, a druga połowa trafiła na bieżące wydatki), (3) pozostały deficyt uprawnień do emisji EUA wartości 1,0%PKB musiał zostać pokryty przez zakup EUA za granicą lub wykorzystanie zakupionych wcześniej. Ze względu na spodziewany wzrost cen EUA w tej dekadzie, Polska pozostanie pod presją kosztową na lata.
- Jakie jest wyjście z tej sytuacji? Radykalne przyśpieszenie inwestycji w OZE, atom i sieci elektroenergetyczne. Może to pozwolić na ucieczkę przed długotrwałym ciężarem kosztów EUA. Inwestycje energetyczne mogą zostać sfinansowane z odblokowanych grantów i pożyczek unijnych oraz środków prywatnych - przez instrumenty rynku kapitałowego i kredyty bankowe. Szacujemy, że do 2030 roku, Polska będzie miała dostęp do €45mld grantów unijnych (z KPO i innych funduszy) i prawie €30mld pożyczek unijnych na inwestycje w nowe moce i sieci elektroenergetyczne.



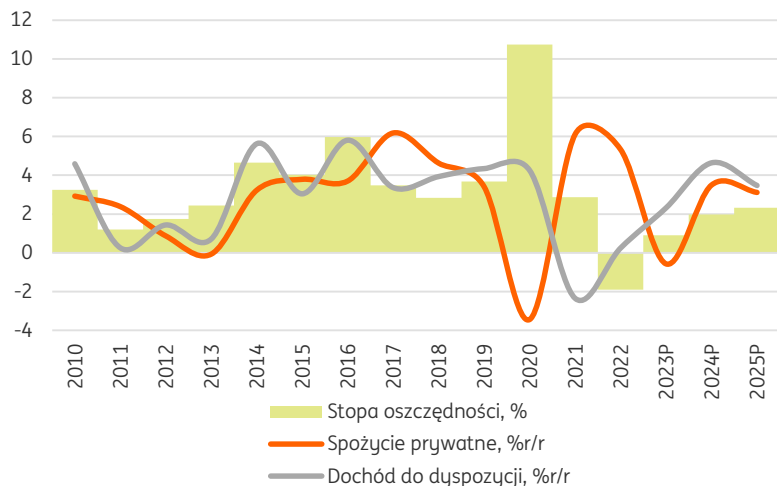
# PKB: Odbicie koniunktury na bazie wzrostu konsumpcji

## Poprawa dochodów realnych i lepsze nastroje wesprą wydatki konsumentów.

PKB i jego struktura, %r/r, pkt. proc.



Realne dochody do dyspozycji i konsumpcja, %r/r



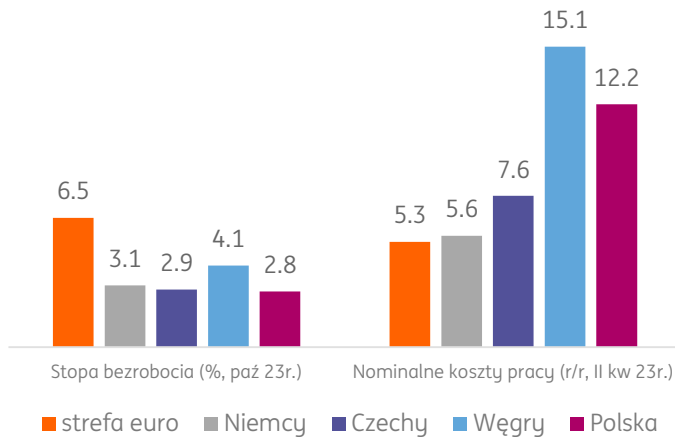
Źródło: GUS, Eurostat, ING.

- W 2024 powinniśmy być świadkami wyraźnego odbicia gospodarki (wzrost PKB o 3%) na bazie wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych. Będzie to główny motor napędowy polskiej gospodarki, przy przyhamowaniu wzrostu inwestycji i pogorszeniu wpływu salda wymiany handlowej z zagranicą na wzrost gospodarczy. Oczekujemy również wygaśnięcia negatywnego wpływu zmiany stanu zapasów na wzrost PKB.
- Dezinflacja, której towarzyszy nadal dynamiczny wzrost nominalnych wynagrodzeń, spowodowała, że w 2pół23 realna dynamika dochodów do dyspozycji wróciła na poziomy notowane przed pandemią. W 2024 dalszej ich poprawie będzie sprzyjać wciąż dynamiczny wzrost płac (podwyżka pensji minimalnej o ok. 20% i podobna skala podwyżki w sferze budżetowej) oraz wysoka waloryzacja świadczeń społecznych (800+, emerytury i renty). Obserwowana na przestrzeni 2023 poprawa nastrojów konsumenckich także powinna wspierać skłonność gospodarstw domowych do zakupów. **Wzrost spożycia prywatnego powinien w 2024 przekroczyć 3%.**
- Prognozujemy, że **wzrost inwestycji wyhamuje do 3,0%** z 6,1% w 2023 z uwagi na cykl inwestycji publicznych, związany z zakończeniem perspektywy finansowej UE. Pozytywnym zaskoczeniem w 2023 były wyniki inwestycji prywatnych (głównie duże firmy), które mogą być kontynuowane w 2024 z uwagi na nakłady związane z transformacją energetyczną. Negatywne dla aktywności inwestycyjnej czynniki to wysokie stopy procentowe oraz spodziewane pogorszenie wyników finansowych firm.
- Odbudowa popytu krajowego podbije import, co w warunkach słabego popytu na eksport przełoży się na **pogorszenie salda wymiany handlowej z zagranicą w 2024.**

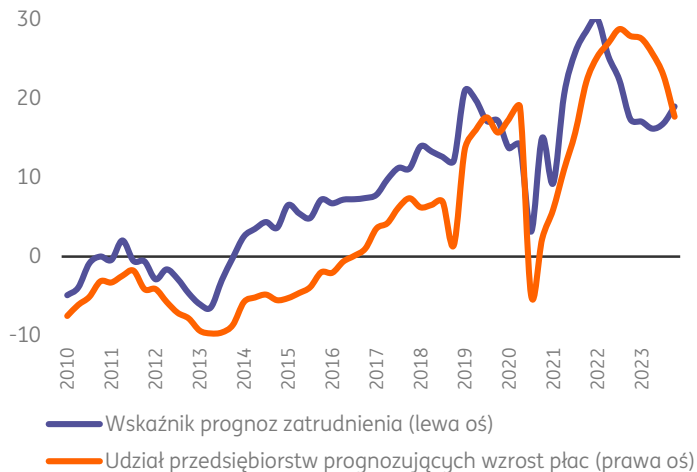
# Rynek pracy: stabilizacja stopy bezrobocia na niskim poziomie

## Dynamika płac powinna stopniowo spadać, ale z ryzykiem dodatkim.

### Sytuacja na rynku pracy w PL na tle krajów UE.



### Utrzymujący się rynek pracownika



Uwagi: Wskaźnik prognoz zatrudnienia opisuje równicę w odsetku firm planujących zwiększenie/zmniejszenie zatrudnienia.

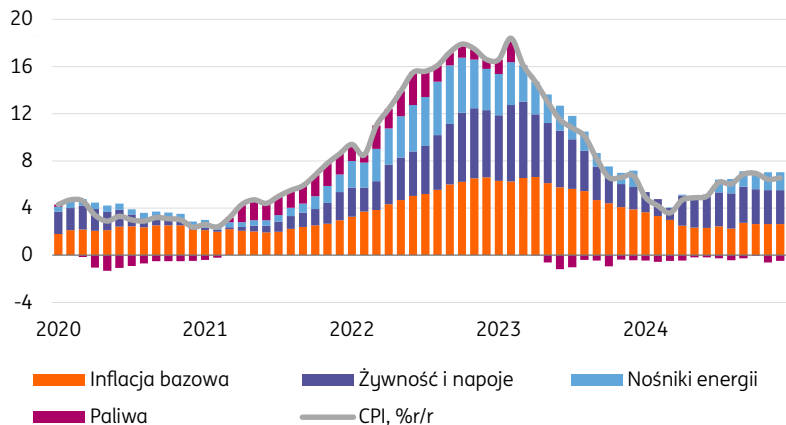
Źródło: Eurostat oraz Szybki Monitoring NBP (dane odsezonowane przez ING).

- Sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje korzystna na tle innych krajów UE. Dane Eurostatu ukazują, że w październiku br. stopa bezrobocia w Polsce wyniosła zaledwie 2,8%, czyli porównywalnie do innych krajów regionu, ale znacznie poniżej 6,5% dla strefy euro. Z kolei roczna dynamika kosztów pracy w III kw. br. wyniosła 12,2%, znacznie więcej niż w krajach Eurolandu.
- W listopadzie br. stopa bezrobocia rejestrowanego pozostała na historycznie niskim poziomie 5,0%. Dane GUS pokazują również, że przeciętna płaca w gosp. narodowej wzrosła o 11,0% r/r (3kw23), zaś dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw to 11,8% r/r (listopad 2023 r.).
- Wskaźniki wyprzedzające wskazują, że w 2024 r. można oczekiwać stabilizacji stopy bezrobocia na niskim poziomie oraz wysokiej dynamiki płac. Ankiety przeprowadzane przez NBP w ramach opracowania „Szybki Monitoring” informują, że znaczny odsetek firm prognozuje wzrosty płac. Ponadto, większa liczba ankietowanych firm planuje zwiększyć zatrudnienie, aniżeli jego redukcję. Podobny obraz wyłania się z grudniowego raportu Randstad „Plany Pracodawców”, w którym rekordowo wysoki udział firm (60%) deklarowało podniesienie płac w pierwszej połowie 2024 r. Warto odnotować, że skala podwyżek często będzie się mieścić w przedziale od 7 do 10%. Z kolei w raporcie „Barometr ManpowerGroup Perspektyw Zatrudnienia” jest informacja, że w I kwartale 2024 r. 33% ankietowanych firm planuje zwiększyć zatrudnienie, zaś 16% organizacji planuje redukcję etatów.
- Nasze analizy wskazują, że w kolejnych latach możemy się spodziewać utrzymania „rynku pracownika”. W warunkach ożywienia aktywności gospodarczej oraz spadającej liczby osób aktywnych zawodowo (zmiany demograficzne) prognozujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego pozostanie na rekordowo niskim poziomie (5,1% na koniec 2024 r. i 4,8% na koniec 2025 r.), zaś dynamika średniego wynagrodzenia utrzyma się na wysokim poziomie (11,0% w 2024 r. i 9,3% w 2025 r.). Istnieje przy tym ryzyko, że wzrost wynagrodzeń okaże się wyższy od prognozy, m.in. ze względu na zmiany płacy minimalnej (z 3600 zł w 2023 r. do 4242 zł od stycznia 2024 i 4300 zł od lipca 2024), czy wynagrodzeń w budżetówce (+20%). Znaczenie ma także dalszy napływ do Polski zagranicznych inwestorów bezpośrednich, którzy konkurują o pracownika z polskimi pracodawcami.

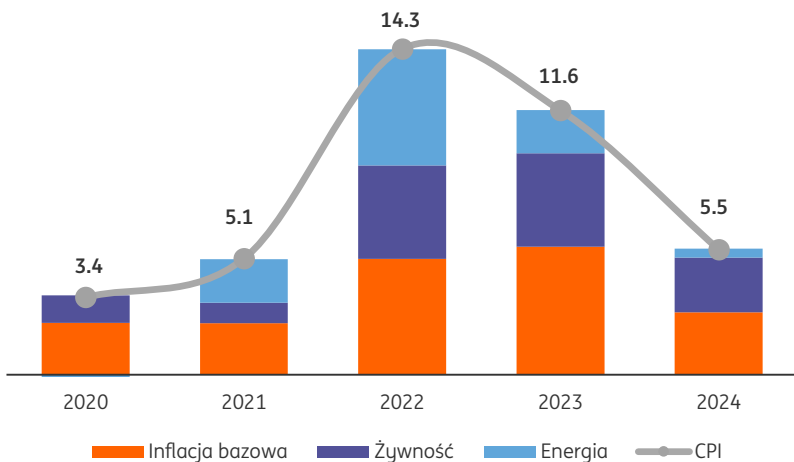
# Hamowanie inflacji w 1poł24, ale wzrost cen wciąż wysoki

## Dezinflacji będą sprzyjały czynniki globalne, a utrudniały ją lokalne.

Ścieżka inflacji, %r/r



Struktura wzrostu cen, %, pkt. proc.



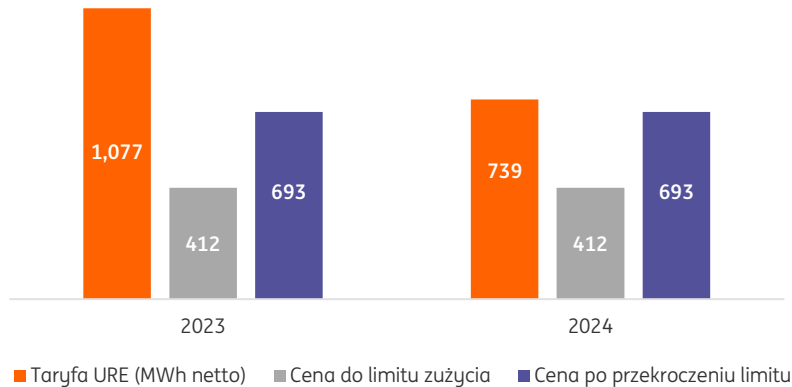
Źródło: GUS, ING.

- Rok 2024 zapowiada się na **kontynuację dezinflacji**, zwłaszcza w pierwszej jego połowie, z uwagi na wygasanie wcześniejszego szoku energetycznego. Dużą rolę w przebiegu ścieżki inflacyjnej będą odgrywały decyzje administracyjne i regulacyjne. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że ceny energii będą zamrożone do końca czerwca, a VAT na żywność zostanie przywrócony od 1 kwietnia 2024.
- **Ogromne znaczenie dla dezinflacji w Polsce będą miały czynniki globalne**, w tym odwrócenie szoków pandemicznego i wojennego, a także stabilne ceny surowców energetycznych. To wszystko spowoduje, że mocno wyhamuje inflacja towarów (tzw. tradeables). Dodatkowo spadkowi inflacji pomoże mocny złoty.
- **Czynniki krajowe będą nadal powodowały utrzymywanie się podwyższonej inflacji**. W szczególności dalszy wysoki wzrost płac w sytuacji napiętego rynku pracy (rekordowo niskie bezrobocie, ograniczona podaż pracy) będzie sprzyjał dalszym wzrostom cen usług, co będzie podbijało inflację bazową (w 2024 średniorocznie ok. 4,9%).
- Osiągnięcie celu inflacyjnego wymaga albo korzystnego splotu czynników globalnych (spadek cen surowców, dalszy spadek inflacji towarów, korzystna sytuacja na rynku żywności), lub wyhamowania wzrostu wynagrodzeń. O ten drugi czynnik będzie trudno w 2024 roku z uwagi na ponowny wysoki wzrost płacy minimalnej (o 17,8% od stycznia) i odbicie koniunktury. W efekcie oczekujemy, że wzrost płac będzie nadal dwucyfrowy.
- **W 1poł24 inflacja CPI spadnie poniżej 4%, a średnio wyniesie 5,5% z ryzykiem w dół**. Cel inflacyjny może zostać osiągnięty dopiero w 2026 i to przy założeniu utrzymywania restrykcyjnej polityki pieniężnej na przestrzeni 2024.

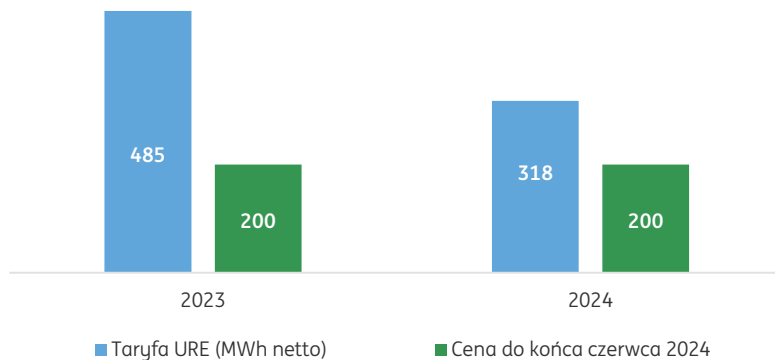
# Nośniki energii nie podrożeją od stycznia 2024

## Ceny prądu i gazu pozostaną zamrożone do końca czerwca przyszłego roku.

### Ceny energii elektrycznej



### Ceny gazu



### Energia elektryczna

- Urząd Regulacji Energetyki (URE) zatwierdził taryfę na sprzedaż energii na 2024 na poziomie PLN739,3/MWh (cena netto), wobec PLN1076,7/MWh w 2023 (spadek o 31,3%/r). Taryfy dystrybucyjne wzrosną w 2024 o blisko 3%.
- Na mocy ustawy, podobnie jak w 2023, taryfy zatwierdzone przez URE nie będą stosowane w rozliczeniach z gospodarstwami domowymi.
- Cena energii elektrycznej dla gospodarstw domowych pozostanie na poziomie PLN412/MWh do określonych limitów zużycia, a po ich przekroczeniu wzrośnie do PLN693/MWh.

### Gaz ziemny

- Według zatwierdzonej przez URE taryfy cena gazu w 2024 została obniżona do PLN318,1/MWh (cena netto) z PLN484,5/MWh w 2023 (wzrost o 34,3%/r). Opłaty dystrybucyjne wzrosły o ok. 5%/r.
- W rozliczeniach z gospodarstwami domowymi, do końca czerwca 2024 roku, cena gazu pozostaje zamrożona na poziomie PLN200,2/MWh (bez limitu zużycia)

### Szacowany wpływ na CPI

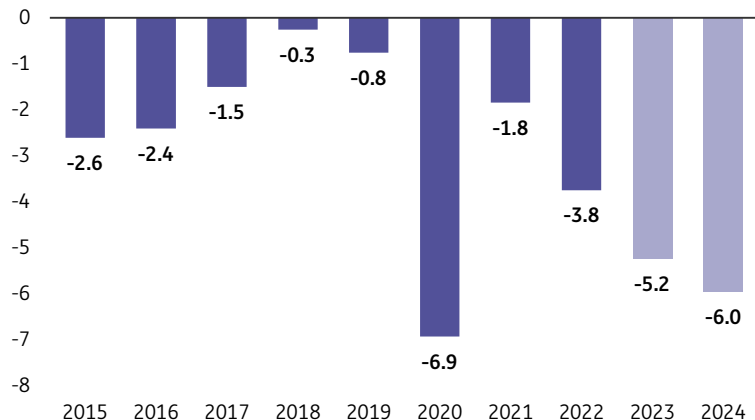
- Przepisy mrozące ceny energii obowiązują do końca czerwca 2024. Zakładamy, że w lipcu rachunek za prąd wzrośnie o 15%, a koszt gazu dla gospodarstw domowych o 10%.
- W styczniu 2024 ceny nośników energii nie zmienią się, a w lipcu wzrosną o ok. 7,8%/r, podbijając inflację CPI o ok. 0,9pkt. proc.

Źródło: Urząd Regulacji Energetyki, ING

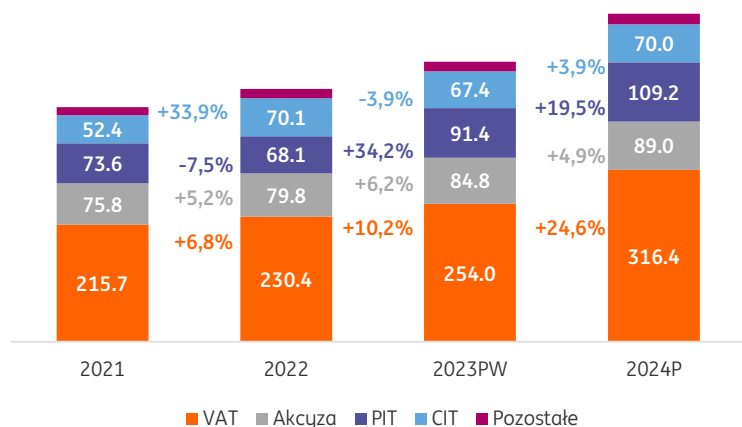
# Deficyt budżetu w 2024 może sięgnąć 6% PKB

## Nowa koalicja wdraża nowe wydatki, a dochody mogą być niższe.

Wynik sektora *general government*, %PKB



Dochody podatkowe w budżecie na 2024, mld PLN



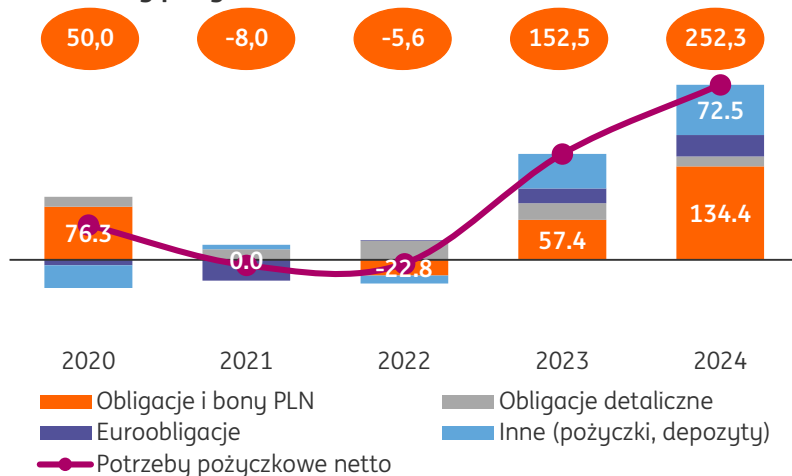
Źródło: ING, Ministerstwo Finansów.

- Projekt budżetu państwa na 2024 nowego rządu zakłada **rekordowo wysoki deficyt** (kasowo) na poziomie PLN184mld oraz redukcję deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do 5,1% PKB z 5,6% PKB przewidywanych na 2023 (jesienna notyfikacja fiskalna). W naszej ocenie sytuacja budżetu kształtuje się mniej korzystnie niż przedstawiona w projekcie budżetu na 2024.
- Analizując projekt budżetu na 2024, przyjęty przez rząd M. Morawieckiego i propozycje nowych wydatków składanych przez obecnie rządzącą koalicję zakładaliśmy, że **deficyt sektora *general government* może w 2024 wynieść ok. 6% PKB** z uwagi na 0,7% PKB niższe dochody i 0,7% PKB wyższe wydatki niż zakładano we wrześniowym projekcie budżetu.
- Mamy wątpliwości co do optymistycznych założeń wzrostu dochodów podatkowych, podczas gdy już wykonanie 2023 wskazuje na problemy z realizacją oryginalnego planu w zakresie podatku VAT i CIT. Projekt budżetu zakłada m.in. wzrost dochodów z VAT o PLN62,4mld (24,6%/r vs. oczekiwane wykonanie 2023), co w kontekście wolniejszego wzrostu nominalnego PKB (niższa inflacja) wydaje się mało prawdopodobne.
- Zapowiedziane w projekcie koalicji wydatki „konsumują” 0,5% PKB z szacowanego przez nas wcześniej wzrostu wydatków. Zgodnie z zapowiedziami z kampanii wyborczej, płace nauczycieli wzrosną w 2024 o 30%, a wynagrodzenia w sferze budżetowej o 20%. Jednak najbardziej kosztowne działania fiskalne (zwiększenie kwoty wolnej od podatku PIT z PLN30tys. do PLN60tys.) zostały odłożone w czasie.
- W 2024 deficyt *general government* będzie zbliżony, lub nieznacznie niższy niż 6% PKB, wobec 5,2% w PKB w 2023.**

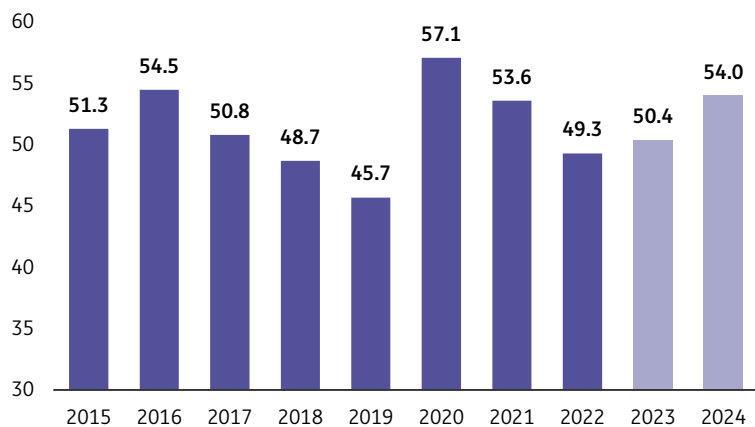
# Wysokie potrzeby pożyczkowe w 2024

## Rząd dywersyfikuje źródła finansowania i ma kredyt zaufania inwestorów.

Potrzeby pożyczkowe netto i ich finansowanie, mld PLN



Dług publiczny, % PKB



Źródło: ING, Ministerstwo Finansów.

- Projekt budżetu państwa na rok 2024 zakłada nawet **wyższe potrzeby pożyczkowe** netto niż wrześnieowa propozycja (PLN252mld vs. PLN225mld), jednak podaż netto krajowych i zagranicznych obligacji w roku przyszłym jest nieco niższa od wcześniej planowanego poziomu.
- Rząd aktywnie prefinansował przyszłoroczne potrzeby, wykorzystując korzystną sytuację na rynkach finansowych przed końcem 2023 roku. Pozwoliło to najprawdopodobniej na zwiększenie wykorzystania poduszki finansowej (depozytów) do sfinansowania potrzeb pożyczkowych w 2024. **Większe** niż wcześniej zakładano są także **pożyczki z KPO**, zarówno w 2023, jak i w 2024.
- W planie finansowania na 2024 zakładane są emisje skarbowych papierów wartościowych (w tym bonów skarbowych) na kwotę PLN134mld (ponad PLN19mld mniej niż wcześniej), euroobligacji na kwotę PLN31mld (blisko PLN7mld mniej) oraz wykorzystanie pożyczki w ramach KPO na kwotę PLN40mld (wcześniej PLN28mld).
- Ostatnie tygodnie pokazały, że **nowy rząd uzyskał znaczący kredyt zaufania ze strony rynków finansowych**, które liczą na poprawę relacji z Brukselą i przywrócenie praworządności. **Spodziewamy się wzrostu zaangażowania inwestorów zagranicznych w polski dług.** Z kolei krajowy sektor bankowy w dalszym ciągu będzie najprawdopodobniej doświadczał napływu depozytów w skali wyższej niż ekspansja akcji kredytowej, co przełoży się na **wzrost zaangażowania krajowych banków w obligacje skarbowe.**
- Podsumowując, rok 2024 przyniesie rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe, jednak - w naszej ocenie - przy **korzystnym otoczeniu do ich finansowania**, zarówno w kraju, jak i za granicą.

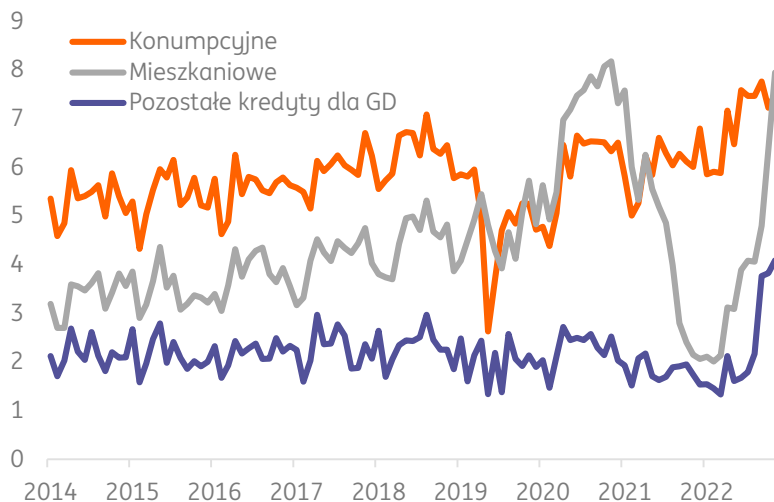
# RPP: Niewielkie cięcia stóp w 2025

Inflacja usług oraz ożywienie akcji kredytowej jako czynniki ograniczające szanse na obniżki stóp.

Porównanie projekcji NBP:  
wciąż odległa perspektywa powrotu inflacji do celu

PKB	2022	2023	2024	2025
listopad 2022	4,6	0,7	2,0	3,1
listopad 2023	5,3	0,3	2,9	3,5
<b>Inflacja CPI</b>				
listopad 2022	14,5	13,1	5,9	3,5
listopad 2023	14,4	11,4	4,6	3,7
<b>Inflacja bazowa</b>				
listopad 2022	9,1	10,3	6,0	3,6
listopad 2023	9,1	10,1	5,2	4,0

Wartość nowo udzielonych kredytów (mld PLN):  
przyspieszenie akcji kredytowej w sektorze GD



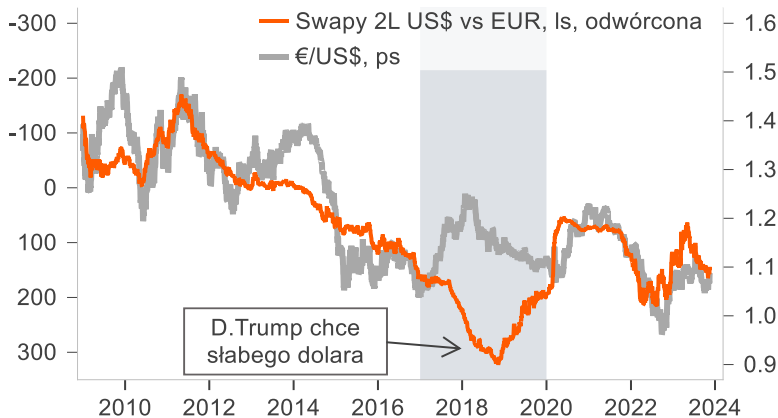
Źródło: NBP, ING.

- Skala osłabienia PKB oraz spadek inflacji CPI w 2023 r. były głębsze niż w projekcji NBP z końca 2022 r. Natomiast inflacja bazowa ukształtowała się blisko projekcji. Z tego powodu, i przy wsparciu obniżających się (krótkookresowych) oczekiwań inflacyjnych, we wrześniu br. RPP zdecydowała się rozpocząć cykl obniżek stóp procentowych (cięcie o 75pb we wrześniu i 25pb w październiku). W listopadzie cykl został nieoczekiwanie zakończony, zaś aktualna komunikacja NBP sugeruje, że w średnim horyzoncie główna stopa NBP pozostanie na poziomie 5,75%.
- Widzimy pole do niewielkich obniżek stóp NBP: 25pb w 2024 i 75pb w 2025. Istnieje wiele argumentów zarówno przeciw obniżkom jak i podwyżkom stóp. Argumenty przeciw obniżkom to podwyższony poziom inflacji, ożywienie aktywności gospodarczej, ekspansywna polityka fiskalna oraz mocne odbicie popytu na kredyt w sektorze gospodarstw domowych (m.in. w wyniku programu bezpieczny kredyt). Z kolei decyzja o zaostrzeniu polityki pieniężnej byłaby trudna do zakomunikowania po jesiennych decyzjach RPP, zwłaszcza w warunkach umacniającego się kursu złotego, spadającej inflacji oraz dużych obniżek jakich spodziewamy się ze strony innych banków centralnych: 150pb w USA, 75pb w Eurolandzie, 375pb na Węgrzech, 300pb w Czechach oraz 150pb w Rumunii. W takich warunkach NBP będzie trudno utrzymać niezmienną stopę bez dużej aprecjacji złotego.
- W dalszym horyzoncie, poziom stóp NBP będzie zależeć przede wszystkim od tempa powrotu inflacji do celu. Nasze analizy wskazują, że głównym czynnikiem ograniczającym spadek inflacji będzie wysoka dynamika płac, prowadząca do utrzymania inflacji usług powyżej 6% w 2025 r. (waga w koszyku CPI to 25,4%). Powrót do celu będzie natomiast przyspieszany przez kontynuację umocnienia złotego oraz spadek cen surowców. Oprócz tego istnieje szereg czynników ryzyka dla ścieżki inflacji CPI (ceny regulowane energii, VAT na żywność, ceny surowców). Biorąc pod uwagę powyższe tendencje, szacujemy, że istnieje niewielka szansa, aby inflacja bazowa znalazła się w paśmie wahań w latach 2024-25. Podobnie pokazuje ostatnia projekcja NBP, w której inflacja CPI w 2025 r. będzie kształtowała się w górnym przedziale pasma odchyleń inflacyjnych, zaś inflacja bazowa pozostanie na podwyższonym poziomie w całym horyzoncie projekcji.

# Dalsze osłabienie dolara w 2024, wraz z obniżkami Fed

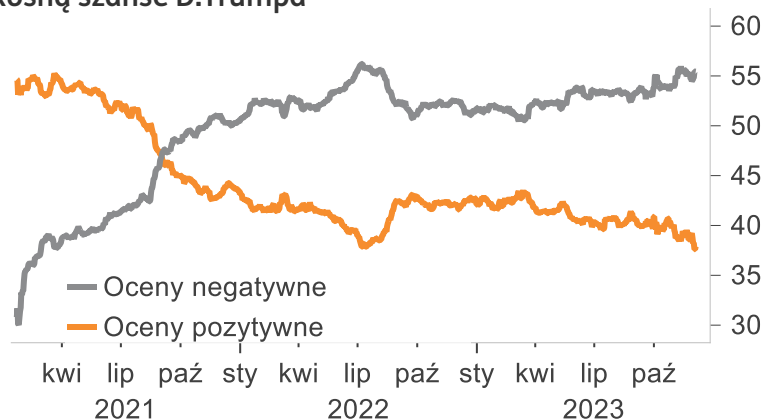
Sytuacja geopolityczna także mniej sprzyjająca dla dolara.

Stopy Fed i EBC kluczowe dla zachowania €/US\$ -  
obniżki stóp Fed oznaczają dalszy wzrost kursu



Źródło: Macrobond, ING.

Oceny urzędującego prezydenta USA J.Bidena –  
Rosną szanse D.Trumpa



Źródło: fivethirtyeight.com

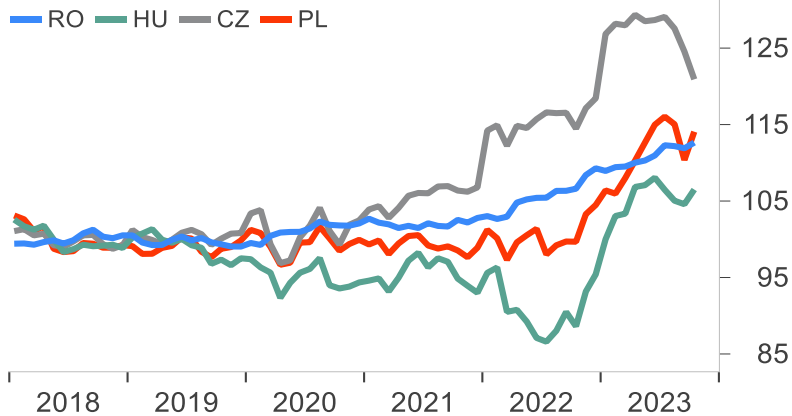
- W 2024 oczekujemy dalszego wzrostu €/US\$ ponad 1,10. **Naszym zdaniem, pod koniec przyszłego roku kurs €/US\$ może sięgnąć 1,12-1,15.**
- Kluczowa z punktu widzenia €/US\$ jest polityka Fed i EBC. **Historycznie wyższe stopy procentowe w USA niż w strefie euro skutkowały spadkiem kursu** (por. wykres). Obecnie jednak zbliżamy się do momentu, w którym Fed swoją politykę musi istotnie poluzować. Konsekwencją najszybszego cyklu podwyżek stóp przez FOMC jest spowolnienie gospodarcze w USA, którego apogeum oczekujemy w połowie 2024. W tym okresie, do celu Fed powinna też wrócić inflacja. Z kolei w Europie mamy do czynienia z powolną odbudową koniunktury, co zwiększa wiarygodność zapewnień EBC o utrzymaniu wysokich stóp procentowych na dłużej.
- Zmienia się także otoczenie geopolityczne. Konflikt na Ukrainie nieproporcjonalnie mocniej szkodził gospodarkom europejskim, uzależnionym od surowców z Rosji. Obecny konflikt na Bliskim Wschodzie nie ma bezpośredniego przełożenia na Europę, wymusza natomiast duże zaangażowanie ze strony USA. Nie jest to więc, mimo globalnych napięć, otoczenie jednoznacznie pro-dolarowe, jak miało to miejsce w 2022 roku.
- **Dodatkowym ryzykiem jest sytuacja polityczna w USA.** Wg ostatnich sondaży spada poparcie dla urzędującego Prezydenta J.Bidena i gdyby wybory miały odbyć się dziś jego szanse i głównego kontrkandydata D.Trumpa byłyby wyrównane (sondaż Uniwersytetu Quinnipac). W poprzedniej kadencji D.Trump starał się prowadzić politykę protekcjonistyczną, której elementem był słaby dolar.



# Dalsze umocnienie złotego w 2024

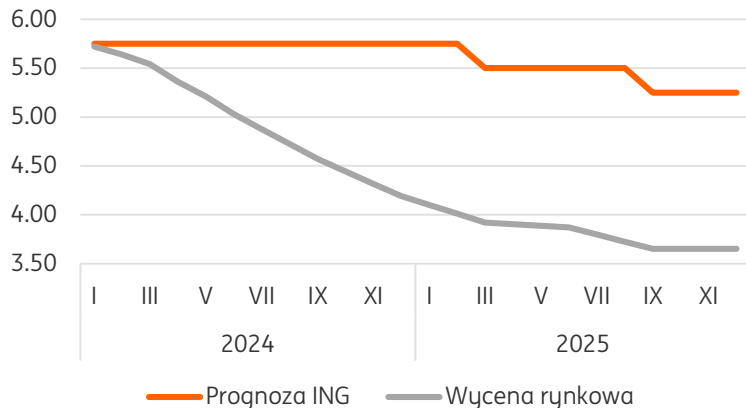
## Wsparciem wysokie stopy NBP oraz napływy kapitału z zagranicy

Realne efektywne kursy walutowe wg BIS (wyżej = mocniej) – od końca pandemii złoty zyskał ponad 10%



Źródło: Macrobond, ING.

Stopa referencyjna NBP - rynek wycenia agresywne cięcia stóp NBP mimo wysokiej inflacji w kraju



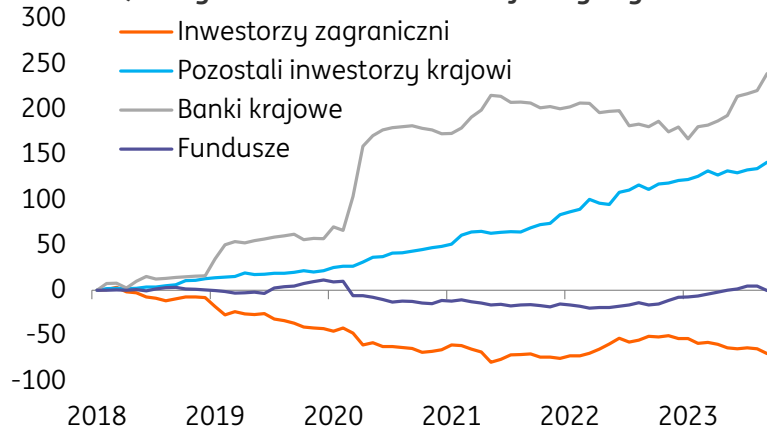
Źródło: Bloomberg, ING

- Oczekujemy, że w 2024 kurs  $\text{€}/\text{PLN}$  zbliży się do 4,20-25. Za umocnieniem złotego przemawia:
  - **Napływ kapitału z zagranicy.** Od lat inwestorzy zagraniczni omijali polski rynek finansowy (np. ich udział w SPW jest o połowę mniejszy niż w regionie). Oczekujemy także wysokich zagranicznych inwestycji bezpośrednich (w formie zarówno nowych projektów, jak i reinwestycji zysków zagranicznych firm).
  - **Napływ środków z UE.** Przez konflikt z KE płatności z Funduszu Odbudowy opóźniły się. W 2024 Polska prawdopodobnie uzyska zaległe środki wraz z płatnościami z nowego budżetu UE.
  - **Wysokie stopy NBP.** Z uwagi na uporczywą inflację spodziewamy się małych zmian stóp NBP w 2024. Rynek wycenia natomiast agresywne cięcia stóp śladem Fed.
  - **Nadwyżka w bilansie obrotów bieżących.** Mimo oczekiwanego pogorszenia w saldzie wymiany towarów i wysokich dochodów zagranicznych firm, powinien to zrównoważyć m.in. eksport usług (IT, shared services).
- Okolice 4,30 dla  $\text{€}/\text{PLN}$  to wg ankiety NBP poziom opłacalności polskiego eksportu. Poziom ten silnie wzrósł po pandemii z uwagi na szybszy wzrost cen w kraju niż wśród głównych partnerów handlowych Polski. Wg szacunków BIS od 1poł22 złoty umocnił się realnie o ponad 10%. Dlatego spodziewamy się, że instytucje publiczne będą podejmować próby hamowania spadku  $\text{€}/\text{PLN}$  np. poprzez wymianę znacznej części środków z UE w NBP, a nie na rynku.
- Ryzykiem dla PLN jest też sytuacja geopolityczna, szczególnie przedłużający się konflikt na Ukrainie i jego coraz bardziej niepewny rezultat.

# Możliwy wzrost swapów i rentowności SPW w 1poł24

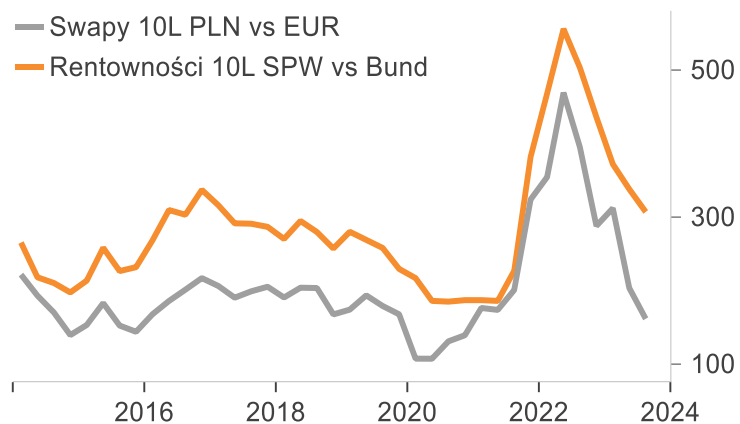
Do większego wzrostu asset swapów prawdopodobnie jednak nie dojdzie.

Główne grupy inwestorów na SPW (zmiana w PLNmld od 2018) – zagranica od lat unika krajowego rynku



Źródło: Ministerstwo Finansów, ING.

Spread SPW do Bunda nieco większy niż sugeruje różnica 10letnich swapów, podobnie w regionie



Źródło: Macrobond, ING.

- Według naszych prognoz ścieżka swapów w PLN jest zbyt niska, szczególnie na krótkim końcu (2-3lata). Rynek wycenia obecnie około 200pb obniżek w horyzoncie 2 lat. Z uwagi na m.in. uporczywą inflację bazową nie spodziewamy się, aby możliwe było istotnie więcej niż 25-50pb w 2024.
- Punktem zwrotnym dla rynku mogą być nowe projekcje w marcowe i lipcu. W marcu rynek wycenia prawie pełną obniżkę stóp, wbrew komentarzom płynącym z RPP. Brak zmian stóp powinien wówczas przesunąć całą krzywą IRS i w mniejszym stopniu SPW w górę. Ponownego spadku oczekujemy najwcześniej w 2poł24.
- Nie spodziewamy się natomiast większego wzrostu asset swapów, mimo wysokich potrzeb pożyczkowych na 2024. Oczekujemy, że rząd zróżnicuje źródła finansowania:
  - MF zmniejszy bufor gotówkowy - pierwotnie o 64 mld zł już w 2023, ale jak dotąd spadek był stosunkowo powolny,
  - Wydatki wojskowe pokrywane poza SPW (pozabudżetowe ~40mld w 2024) poprzez finansowanie od dostawców,
  - **Ew. FCL** i zwiększenie emisji obligacji w walutach obcych.
  - Silny wzrost oszczędności netto w polskich bankach (~3% PKB w 2poł23) sugeruje solidne zakupy przez lokalne banki.
- W takim środowisku spodziewamy się powrotu inwestorów zagranicznych na rynek SPW. Obecnie ich udział w SPW wynosi około połowy tego, co widzimy w innych krajach CEE.
- Ciągłe dość wysoki spread wobec krzywej niemieckiej, może zachęcić zagranicę do powrotu na polski rynek obligacji. Jest o około 50pb wyższy niż sugeruje spread między 10letnimi swapami, ale podobnie jest np. w Czechach.

## Zespół analiz makroekonomicznych

---

Rafał Benecki  
Główny Ekonomista

Piotr Popławski  
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek  
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak  
Starszy Ekonomista

Michał Rubaszek  
Starszy Ekonomista

E [Rafal.Benecki@ing.pl](mailto:Rafal.Benecki@ing.pl)

E [Piotr.Poplawski@ing.pl](mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl)

E [Leszek.Kasek@ing.pl](mailto:Leszek.Kasek@ing.pl)

E [Adam.Antoniak@ing.pl](mailto:Adam.Antoniak@ing.pl)

E [Michal.Rubaszek@ing.pl](mailto:Michal.Rubaszek@ing.pl)

### Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdą się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.