



Wielkie nadzieje

Perspektywy gospodarcze na 2024

PKO Bank Polski, 12 stycznia 2024

Spis treści

Kluczowe tezy	3
10 głównych tematów na 2024	
#1. Globalna gospodarka – przed nami „miękkie lądowanie”?	6
#2. Czy Polska jest już potęgą eksportową?	12
#3. Fundusze unijne – źródło przełomu w gospodarce?	21
#4. Polityka fiskalna: pod presją, ale wciąż pod kontrolą	26
#5. Rynek pracy: lokomotywa czy bariera dla wzrostu gospodarczego?	34
#6. Przed nami konsumpcyjny boom	44
#7. Przedwczesny koniec dezinflacji	52
#8. Czy jest przestrzeń do obniżek stóp?	62
#9. Złoty mocniejszy na dłużej	69
#10. Czy Polska jest wciąż liderem w Europie Środkowo-Wschodniej?	74
Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	81



Główne wnioski (1)

- **#0 Wielkie nadzieje.** Ostatnie lata były okresem kumulacji negatywnych szoków. Po pandemii przyszedł szok wojenny i wybuch inflacji. W efekcie od 2020 gospodarka regularnie była wybijana z równowagi przez zewnętrzne szoki, a w prognozach dominowały trudne do zmierzenia czynniki ryzyka. 2024 może być wreszcie inny. Chociaż czynniki ryzyka pozostają, to wydaje się, że pierwszy raz od dawna o trendach gospodarczych będą decydować fundamentalne procesy, nie szoki.
- **#1 Globalna gospodarka – przed nami „miękkie lądowanie”?** Głównym bankom centralnym udało się sprowadzić inflację w pobliże celu bez wzrostu bezrobocia. Zarówno w USA, jak i w strefie euro, stopa bezrobocia jest na rekordowo niskim poziomie lub w jego pobliżu, pomimo znaczącego zaostżenia polityki pieniężnej. Spodziewamy się, że w połowie tego roku Fed i EBC rozpoczną obniżki stóp procentowych, a do końca 2024 stopy zostaną obniżone łącznie o 75–100pb. Interesującym strukturalnym zjawiskiem jest nowa polityka przemysłowa w USA (i w pewnym stopniu w UE). Ma ona na celu dekarbonizację, reindustrializację, zmniejszenie zależności od Chin i wsparcie regionów zaniedbanych gospodarczo.
- **#2 Czy Polska jest już potęgą eksportową?** Ekspansja eksportowa stała się głównym motorem polskiej gospodarki po wejściu do UE w 2004. Jednocześnie importochłonność polskiego eksportu utrzymuje się na stosunkowo wysokim, ale stabilnym poziomie. Polska staje się coraz bardziej otwartą gospodarką, a relacja eksportu do PKB przekracza już 60%. Pomimo rosnącej otwartości, udział polskiej wartości dodanej generowanej przez popyt zagraniczny jest niższy niż w innych gospodarkach EŚW. Pogorszenie salda handlowego w latach 2021/2022 i jego szybka poprawa w 2023 były w dużej mierze spowodowane szokiem *terms-of-trade*. Ożywienie gospodarcze, w tym szczególnie oczekiwany boom inwestycyjny, może utrudnić dalszą poprawę rachunku bieżącego i ogólnej równowagi zewnętrznej.
- **#3 Fundusze unijne – źródło przełomu w gospodarce?** Zmiana polityczna w Polsce dała nadzieję na stosunkowo szybki napływ środków unijnych z Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF - *Recovery and Resilience Facility*), które są uzależnione od spełnienia kamieni milowych. Wraz z projektem RePowerEU, który jest częścią RRF, środki potencjalnie dostępne dla Polski wynoszą obecnie 60 mld EUR. W szczególności, RRF pomoże sfinansować inwestycje poprawiające efektywność energetyczną, które są konieczne ze względu na ambitne cele klimatyczne UE. Oczekujemy, że w 2024 fundusze RRF zapewnią znaczny napływ funduszy UE przy stosunkowo niskiej absorpcji środków związanych z polityką spójności.

Główne wnioski (2)



Bank Polski

- **#4 Polityka fiskalna: pod presją, ale wciąż pod kontrolą.** Sytuacja fiskalna Polski systematycznie pogarsza się na tle innych państw UE - z pozycji jednego z liderów fiskalnych w popandemicznym 2021 spadliśmy szybko do dolnej połowy unijnej stawki. Od pandemicznego szczytu w 1q21 relacja długu do PKB obniżyła się o 10,3pp, przy pozytywnym wpływie wysokiej inflacji (deflator PKB obniżył relację o 11pp) i relatywnie silnego realnego wzrostu gospodarczego (wpływ: -7pp). Spodziewamy się, że deficyt fiskalny w relacji do PKB pozostanie relatywnie wysoki przez dłuższy czas, zmniejszając się powoli z 5,9% w 2023 do 5,6% w 2024 i 4,7% w 2025. Przestrzeń do dalszych dyskrecyjnych działań w zakresie polityki fiskalnej jest znacznie ograniczona. Rosyjska agresja na Ukrainę zakończyła okres "dywidendy pokojowej" i wymusiła wzrost wydatków wojskowych. Kryzys energetyczny/transformacja energetyczna także stanowi poważne obciążenie dla finansów publicznych Polski.
- **#5 Rynek pracy: lokomotywa czy bariera dla wzrostu gospodarczego?** Polski rynek pracy był odporny na spowolnienie gospodarcze w latach 2022-2023, a stopa bezrobocia utrzymała się na rekordowo niskim poziomie. Nominalny wzrost płac był dwucyfrowy, a w ujęciu realnym w 2023 stał się znowu dodatni dzięki gwałtownie spadającej inflacji. Hojna podwyżka płacy minimalnej w 2024 utrzyma ogólny wzrost płac na dwucyfrowym poziomie. Popyt na pracę jest ograniczony, ale w 2024 powinien rosnąć wraz z oczekiwanym ożywieniem gospodarczym. Skala wzrostu zatrudnienia będzie jednak ograniczona przez niedobory podażowe, związane z malejącą liczbą ludności w wieku produkcyjnym, które tylko częściowo zostaną zrównoważone przez korzystną migrację netto i potencjalnie wyższe wskaźniki aktywności zawodowej kobiet.
- **#6 Przed nami konsumpcyjny boom.** Solidny wzrost PKB w 2h23 jest jedynie wstępem do jeszcze silniejszego ożywienia w kolejnych kwartałach. Prognozujemy, że wzrost PKB w 2024 będzie bliski 4%. Konsumpcja gospodarstw domowych będzie najważniejszą siłą napędową odbicia gospodarczego, głównie ze względu na poprawę realnych dochodów (dwucyfrowy wzrost płac i emerytur, niższa inflacja, zwiększone transfery socjalne). Odmrożenie funduszy RRF pobudzi inwestycje.



Główne wnioski (3)

- **#7 Przedwczesny koniec dezinflacji.** Ostatnie dane inflacyjne wspierają naszą niższą od konsensusu prognozę inflacji CPI w 2024. Przewidujemy, że w okresie marzec-kwiecień 2024 inflacja CPI wyniesie około 3% r/r i znajdzie się bardzo blisko celu NBP wynoszącego 2,5%. Tak silny spadek nie byłby jednak możliwy bez efektu wysokiej bazy i przedłużanych działań antyinflacyjnych. Ożywienie popytu przedwcześnie zatrzyma trend dezinflacyjny, a droga do trwałego osiągnięcia celu NBP nadal jest długa.
- **#8 Czy jest przestrzeń do obniżek stóp?** Przed RPP trudne wybory. W kraju będzie obserwować szybkie ożywienie popytu w otoczeniu wciąż wysokiej inflacji. Za granicą trendem 2024 będzie globalny zwrot w kierunku obniżek stóp procentowych. Zakładamy, że szukając optymalnego kształtu polityki pieniężnej, RPP zdecyduje się na ostrożne dostosowanie stóp. Silna bieżąca dezinflacja powinna dać przestrzeń do obniżki stóp o 25pb w marcu. Z kolei globalne otoczenie może skłonić RPP do kolejnego takiego ruchu pod koniec roku, prawdopodobnie w listopadzie. Przewidujemy, że na koniec 2024 stopa NBP wyniesie 5,25% wobec obecnego poziomu 5,75%. Ryzyko dla tego scenariusza jest zdecydowanie asymetryczne – w stronę utrzymania stóp procentowych bez zmian.
- **#9 Złoty mocniejszy na dłużej.** W 2023 złoty znacząco umocnił się wobec głównych walut. Realny efektywny kurs wymiany wskazuje na znaczące umocnienie wszystkich walut w regionie. Aprecjacja wspiera banki centralne regionu w ograniczaniu presji inflacyjnej, zmniejszając presję ze strony cen importowych. Niemniej jednak, negatywną konsekwencją mocniejszej waluty jest erozja opłacalności eksportu. Według badań NBP odsetek eksporterów z nieopłacalnym eksportem jest już najwyższy od 2011.
- **#10. Czy Polska jest wciąż liderem w Europie Środkowo-Wschodniej?** Oceniamy, że Polska nadal wykazuje jedną z najbardziej optymalnych relacji między siłą wzrostu gospodarczego a stabilnością gospodarczą wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej. Wzrost gospodarczy pozostaje odporny na okresy dekonjunktury (w 2023 Polska po raz kolejny uniknęła recesji) i szybko się odbudowuje (w 2024 Polska może być liderem wzrostu w regionie). Jednocześnie nie prowadzi to do nierównowag - inflacja, wzrost płac, deficyt fiskalny nie odbiegają znacząco od regionu, a tempo przywracania równowagi zewnętrznej jest nawet najszybsze wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej.

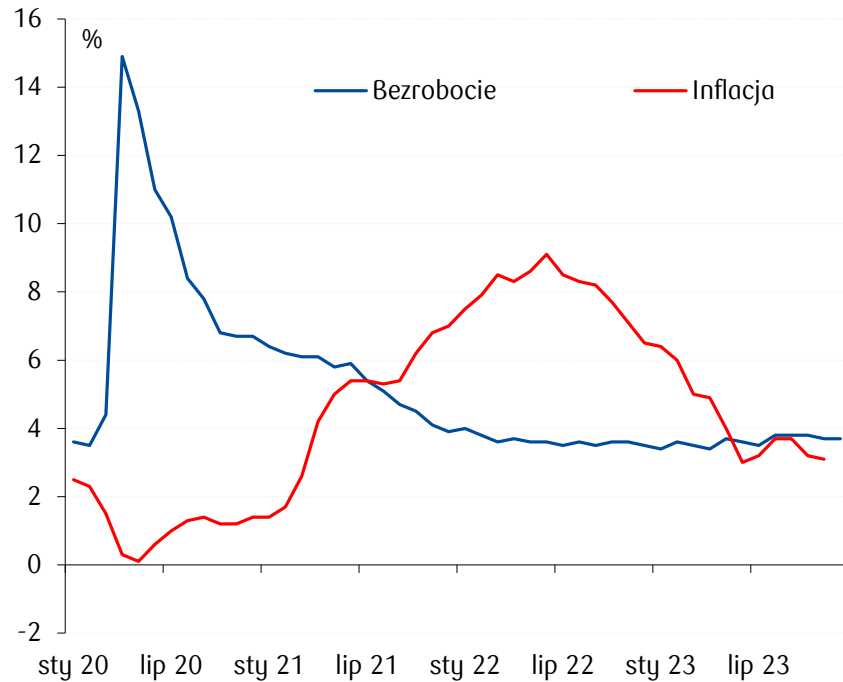


Bank Polski

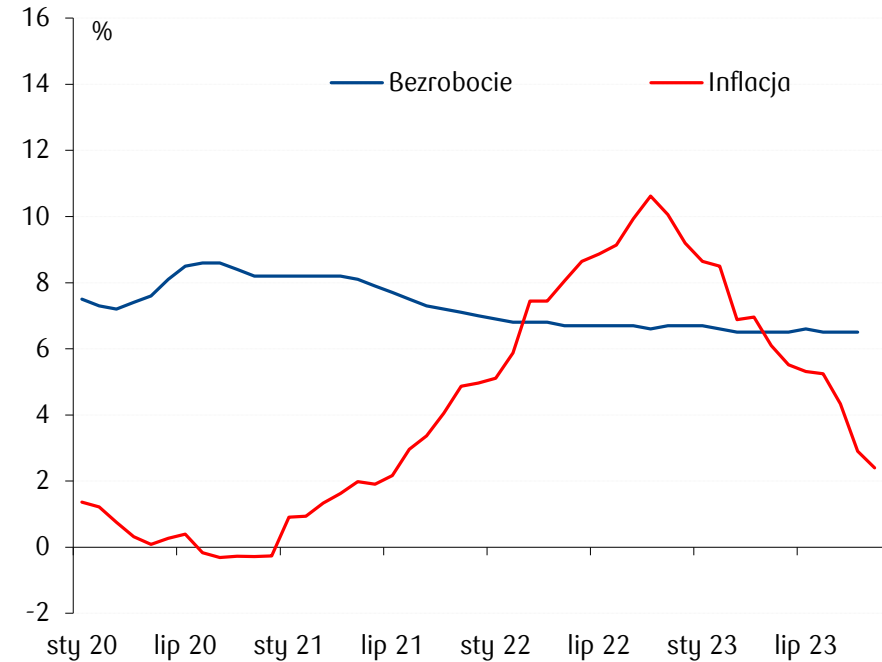
#1 Globalna gospodarka – przed nami „miękkie lądowanie”?

Główne gospodarki realizują scenariusz „miękkiego lądowania”

Inflacja i bezrobocie w USA



Inflacja i bezrobocie w strefie euro

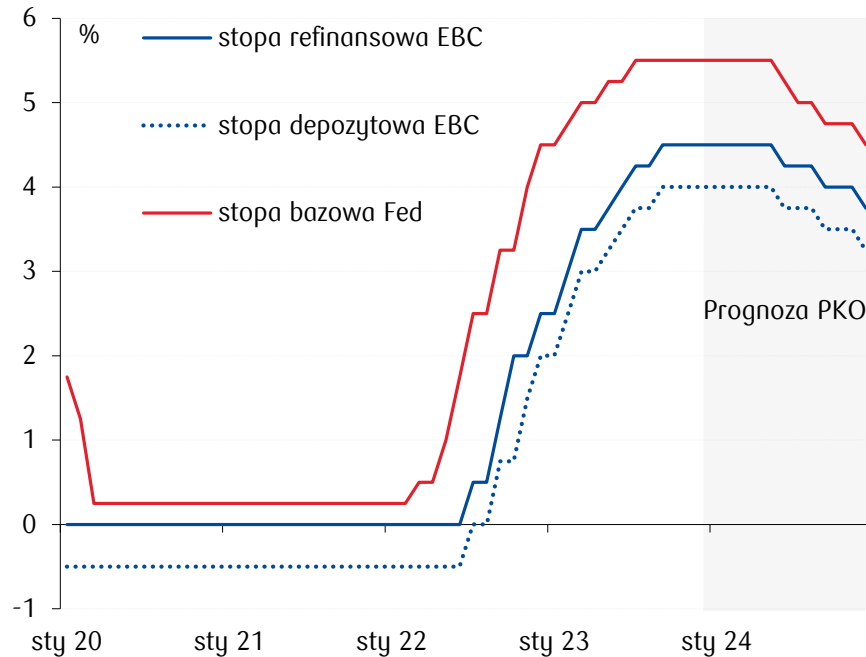


- Głównym bankom centralnym udało się sprowadzić inflację w pobliże celu bez wzrostu bezrobocia. W praktyce, zarówno w USA jak i w strefie euro, stopa bezrobocia jest na rekordowo niskim poziomie lub w jego pobliżu, pomimo znaczącego zaostrzenia polityki pieniężnej.

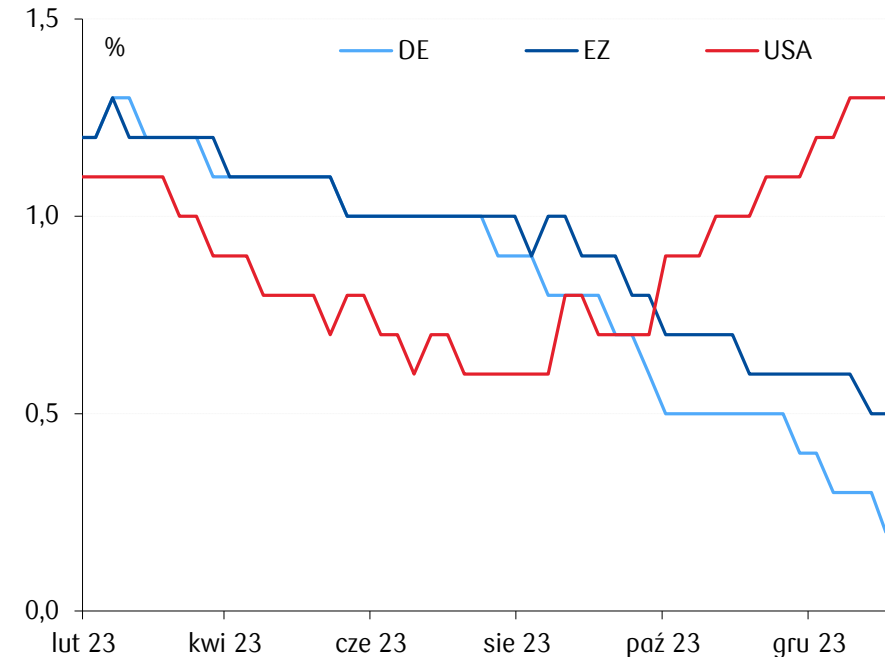


Niższa inflacja umożliwi obniżki stóp procentowych

Obniżki stóp na horyzoncie



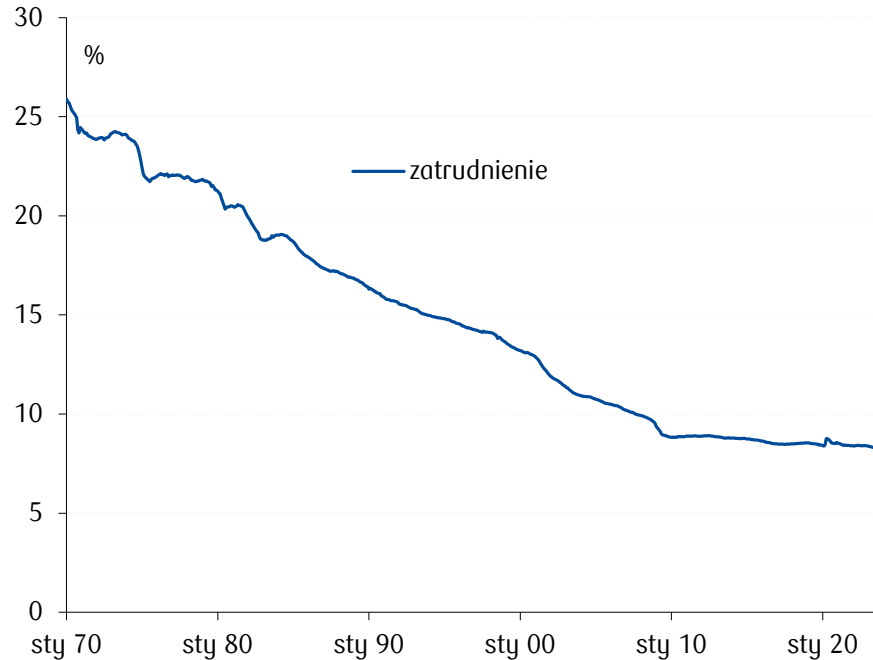
Prognozy wzrostu PKB w 2024 (konsensus Bloomberg)



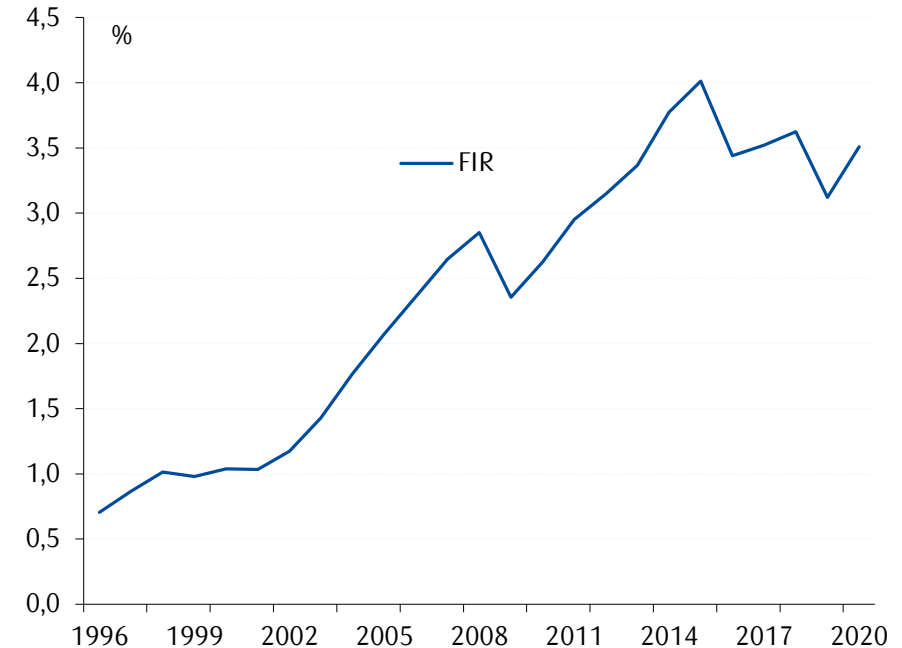
- Obawy związane z recesją w USA się nie zmaterializowały, a gospodarka pozostaje odporna na skutki podwyżek stóp procentowych. Ta odporność jest wspierana przez znaczącą ekspansję fiskalną z lat ubiegłych, która wzmocniła kondycję konsumentów. W strefie euro ostatnie miesiące były naznaczone stagnacją i obawami o płytką recesję.
- W naszych prognozach zakładamy, że w połowie roku Fed i EBC rozpoczną obniżki stóp procentowych. Oczekujemy, że w tym roku łącznie stopy zostaną obniżone o 75-100pb.

Inflation Reduction Act – nowa polityka przemysłowa w USA

Udział przetwórstwa w gospodarce USA



Zależność USA od Chin – wskaźnik uzależnienia od zagranicznych dostaw (średni)



- Ogłoszona w 2022 ustawa Inflation Reduction Act składa się z trzech elementów: (1) przewiduje ulgi podatkowe i finansowanie inicjatyw w zakresie zielonej energii; (2) rozszerza finansowaną przez rząd opiekę zdrowotną i zmniejsza koszty leków na receptę; oraz (3) dostosowuje regulacje podatkowe w celu zwiększenia opodatkowania korporacji. Nie wszystkie jej postanowienia zostały do tej pory wdrożone.
- Pierwszy element IRA ma szansę mieć istotnie zwiększyć zdolności USA w zakresie dekarbonizacji. Choć wiele subsydiów nie ma ustalonego limitu finansowania, rząd szacuje, że ich koszt w ciągu dekady wyniesie 369 mld USD. Inicjatywa ta stanowi integralną część szerszej polityki przemysłowej, obejmującej też 39 mld USD dotacji w ramach Chips Act, mających na celu wsparcie przetwórstwa, zmniejszenie zależności gospodarczej od Chin i wzmocnienie zaniedbanych gospodarczo regionów USA.

Inflation Reduction Act z perspektywy europejskiej

Skutki wprowadzenie zielonych subsydiów w ramach IRA w USA oraz wzrostu finansowania klimatycznego na poziomie UE

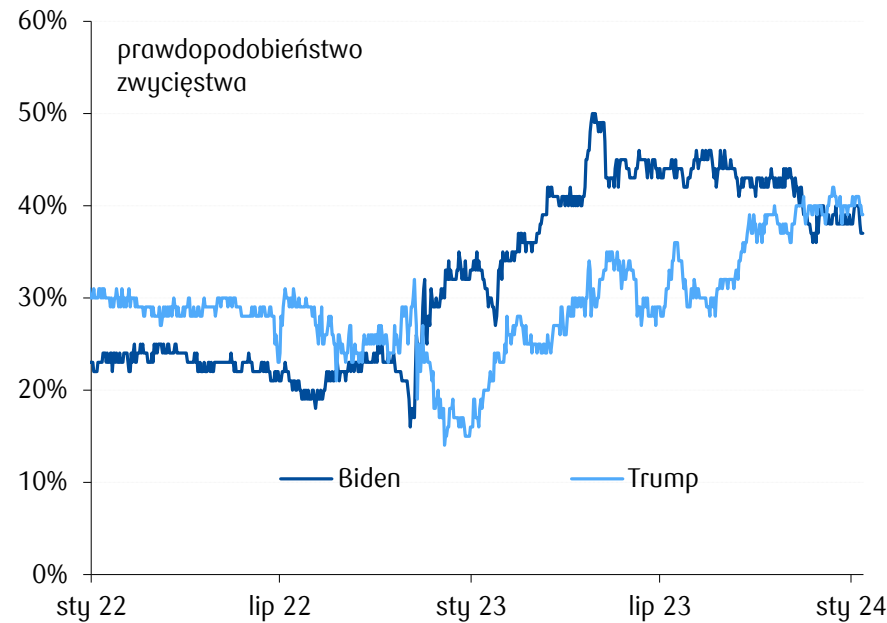
	UE	US
W sektorze dób i usług związanych ze środowiskiem	3,69%	19,33%
Poziom kapitału	8,04%	7,26%
Płace	5,20%	0,95%
Zatrudnienie	11,99%	6,00%
Produkcja		
W całej gospodarce		
Poziom kapitału	0,10%	0,81%
Płace	0,22%	0,31%
Zatrudnienie	0,14%	0,04%
Produkcja	0,33%	0,25%
Wpływ na budżet		
Wpływy z CIT	0,70%	-14,38%
Wpływy podatkowe ogółem	0,38%	-0,62%

Źródło: The Macroeconomic Impact of the Energy and Climate Provisions of the US Inflation Reduction Act: Evidence for the EU, JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms No 08/2023, Barrios, S. Pycroft, J. Stasio, A. L. Stoehlker, D.

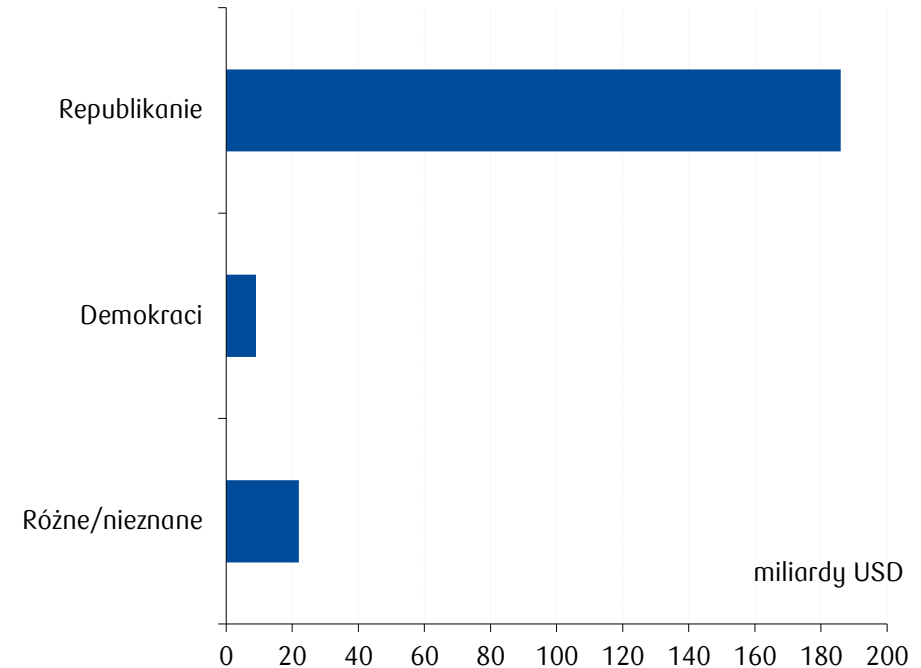
- Wartość 391 mld USD ulgi podatkowe w obszarze zielonej energii w ramach Inflation Reduction Act w Stanach Zjednoczonych, jeśli zostaną przyjęte jednostronnie, mogą doprowadzić do potencjalnej realokacji działalności inwestycyjnej i produkcyjnej poza Unię Europejską.
- Jednak UE przyjęła równie ambitne rozwiązania, zwłaszcza w ramach programu inwestycyjnego NextGenerationEU, który zapewnia pożyczki o wartości 360 mld EUR i dotacje o wartości 390 mld EUR na wsparcie zielonej transformacji i transformacji cyfrowej gospodarki UE. Wyniki symulacji sugerują, że dzięki tym rozwiązaniom zielone sektory UE znacznie zwiększyłyby swoją aktywność, a wpływ na gospodarkę UE jako całość byłby pozytywny i zauważalny.

Inflation Reduction Act – co może się nie udać?

Sondaże przedwyborcze w USA



Wartość ogłoszonych projektów wg preferencji partyjnych okręgów



- Wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych w 2024 wprowadzają potencjalne ryzyko dla wdrożenia IRA, wg sondaży D.Trump prowadzi w wyścigu o nominację Republikanów, a w ostatnich ogólnokrajowych sondażach wyprzedził J.Bidena. D.Trump zapowiedział, w przypadku wygranej drugiej kadencji, zasadniczą rewizję amerykańskiej polityki klimatyczno-energetycznej i skupienie się na zwiększeniu wydobycia paliw kopalnych. Ta rozbieżność w priorytetach polityki rodzi niepewność co do dalszego zaangażowania w inicjatywę IRA dotyczące zielonej energii i w szersze cele związane z klimatem.
- Z drugiej strony, ponad 80% wielkoskalowych inwestycji w czystą energię i produkcję półprzewodników zadeklarowanych do sierpnia 2023 zostanie zlokalizowana w okręgach, gdzie przewagę ma Partia Republikańska (według Financial Times).

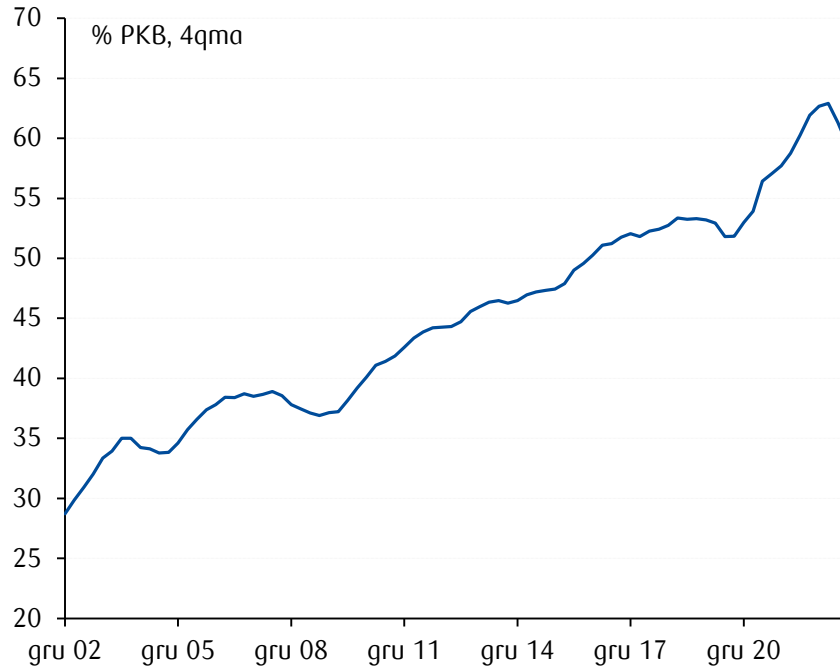


Bank Polski

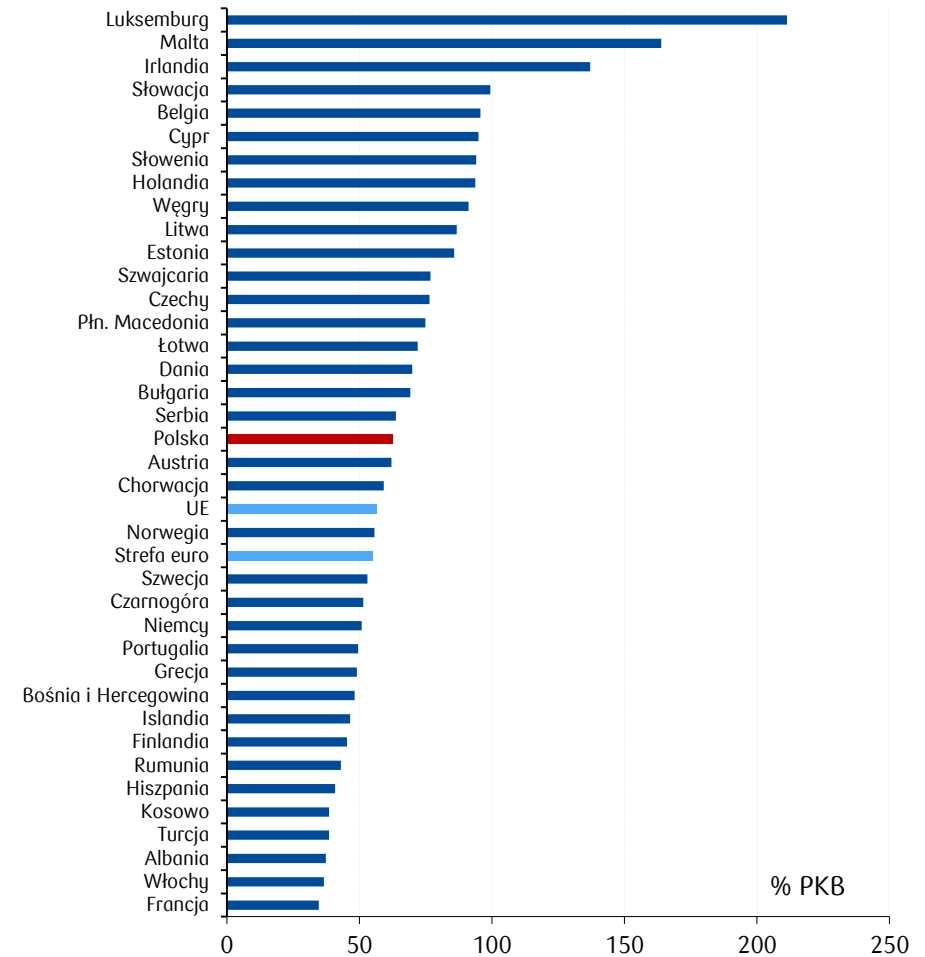
#2 Czy Polska jest już potęgą eksportową?

Ponadprzeciętna otwartość gospodarki

Polski eksport dóbr i usług



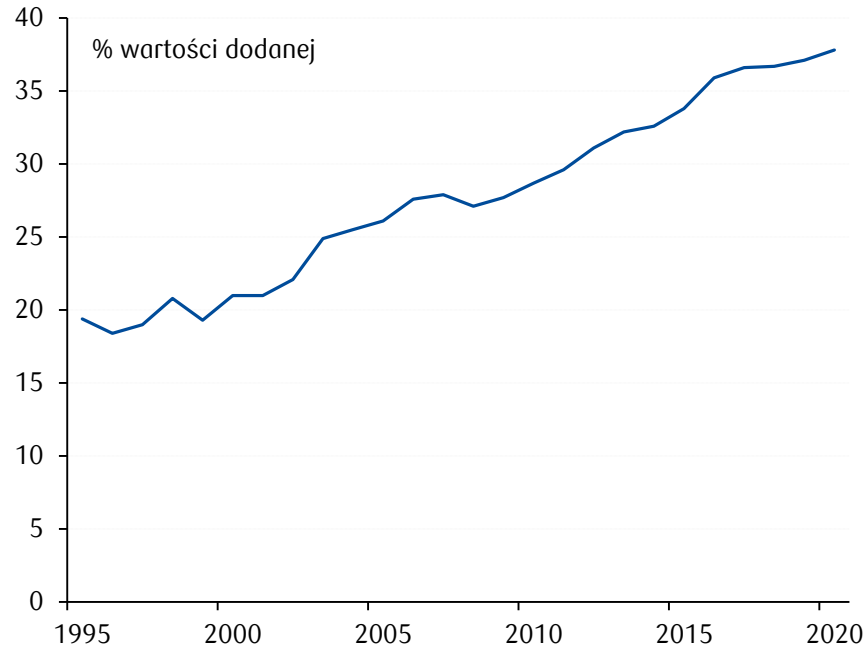
Eksport dóbr i usług



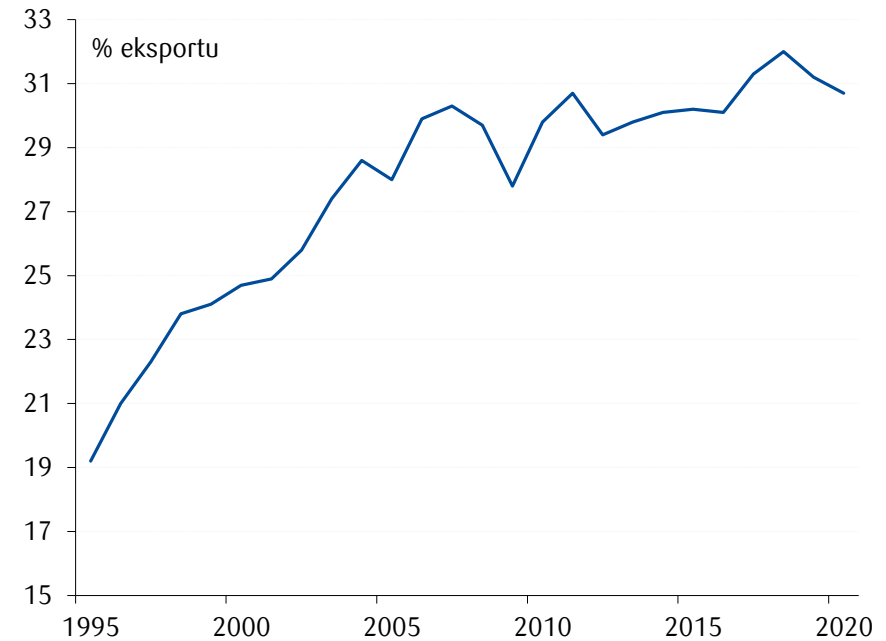
- W ostatnich latach w Polsce obserwujemy gwałtowny wzrost otwartości gospodarki, a udział eksportu w PKB przekroczył 60%, osiągając rekordowy poziom 62,9% w 2023. Tendencje te uległy wzmocnieniu po 2008, a obecny poziom otwartości eksportowej plasuje Polskę powyżej średniej dla UE.

Eksport jako główny motor wzrostu

Krajowa wartość dodana wygenerowana przez popyt zagraniczny



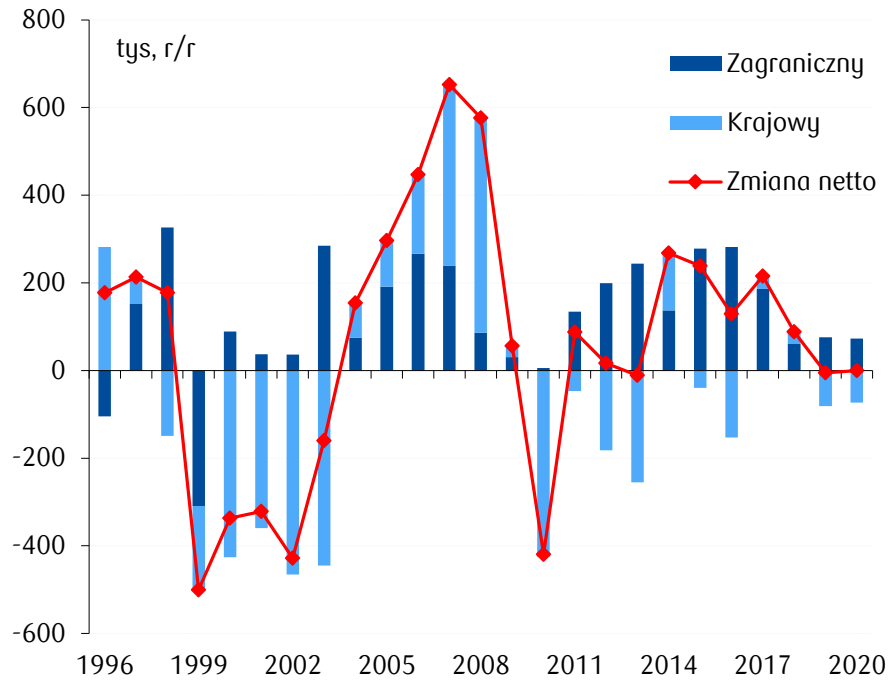
Udział zagranicznej wartości dodanej w eksporcie



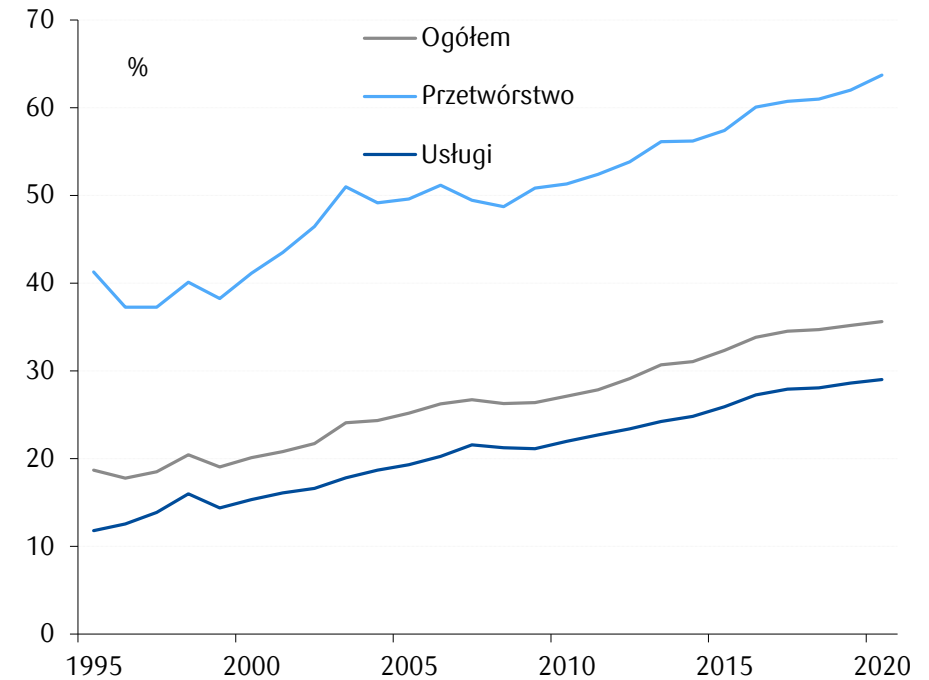
- Analiza wymiany międzynarodowej w ujęciu wartości dodanej także wskazuje na silny wzrost otwartości polskiej gospodarki. W 2020 37,8% polskiej wartości dodanej było generowane przez popyt zagraniczny, co oznacza solidny wzrost względem ok. 20% w 1995.
- Jednocześnie, udział zagranicznej wartości dodanej w polskim eksporcie utrzymuje się na mniej więcej stałym poziomie od czasu przystąpienia do UE w 2004. Szacuje się, że w 2020 wzrósł on do 30,7% wobec 28,6% w 2004. Importochłonność eksportu nie uległa istotnym zmianom. Wzrost wolumenu eksportu był głównym motorem poakcesyjnej ekspansji gospodarczej.

Ekspert tworzy miejsca pracy

Zmiana zatrudnienia wg źródeł popytu



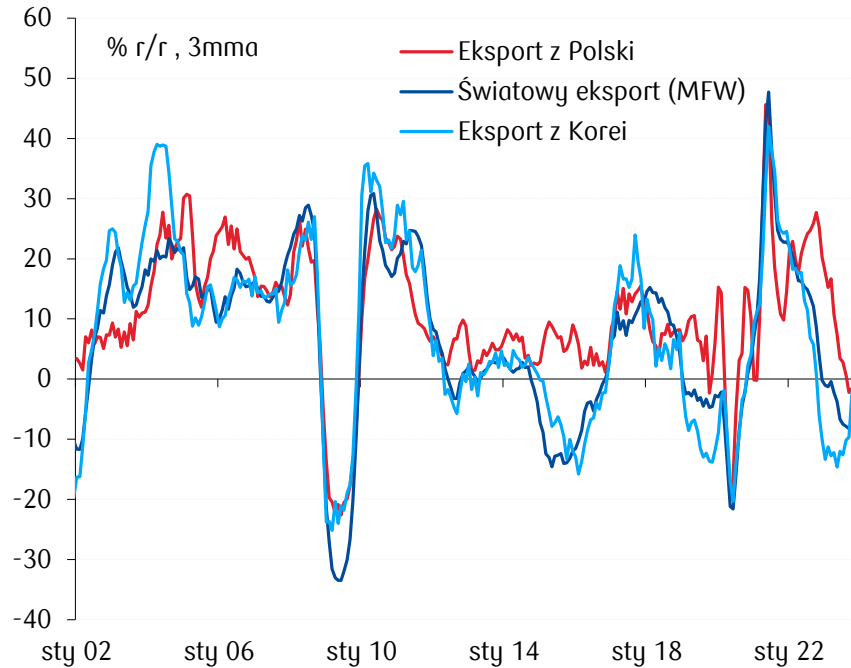
Krajowe zatrudnienie zaspokajające popyt zagraniczny



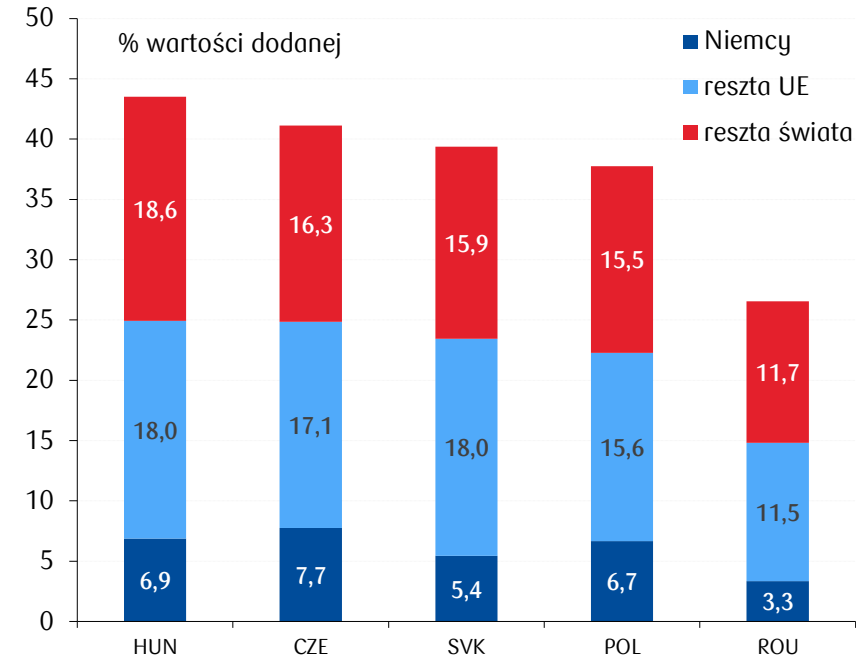
- W 2020 35,6% ogółu zatrudnionych zajmowało się produkcją na zaspokojenie zagranicznego popytu finalnego, łącznie to około 5,8 mln osób. Udział ten przewyższa średnią OECD wynoszącą 29% i stanowi wzrost w stosunku do 24,5% odnotowanych w 2004. Ogólnie rzecz biorąc, zatrudnienie w przetwórstwie wykazuje większą zależność od popytu zagranicznego w porównaniu z usługami. Największy udział w zatrudnieniu uzależnionym od zagranicznego popytu finalnego odnotowano w produkcji pojazdów samochodowych, wynosi on 82,8%.

Eksport rośnie pomimo globalnych zawirowań

Polski eksport wyróżnia się na tle globalnym



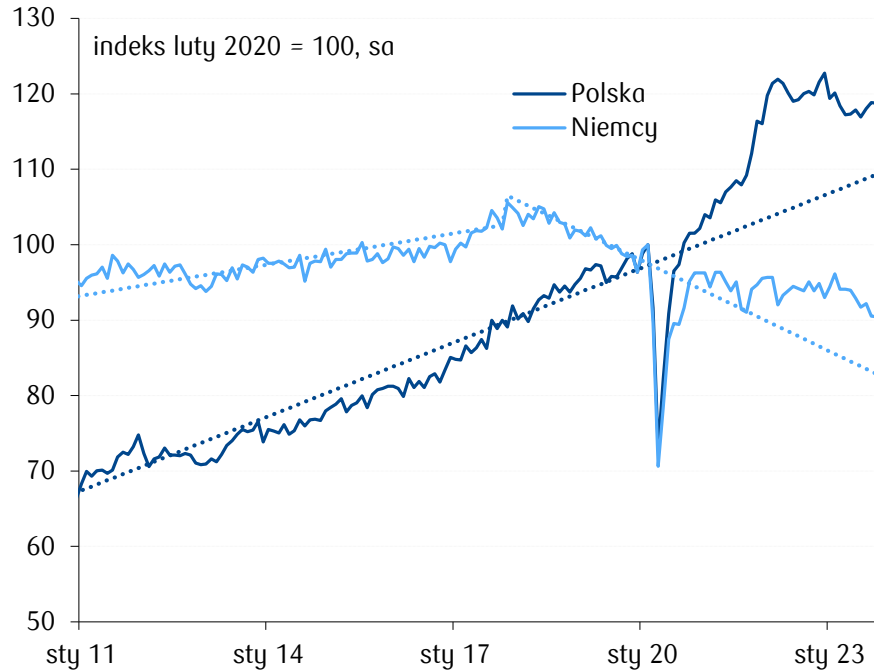
Krajowa wartość dodana wygenerowana przez popyt zagraniczny



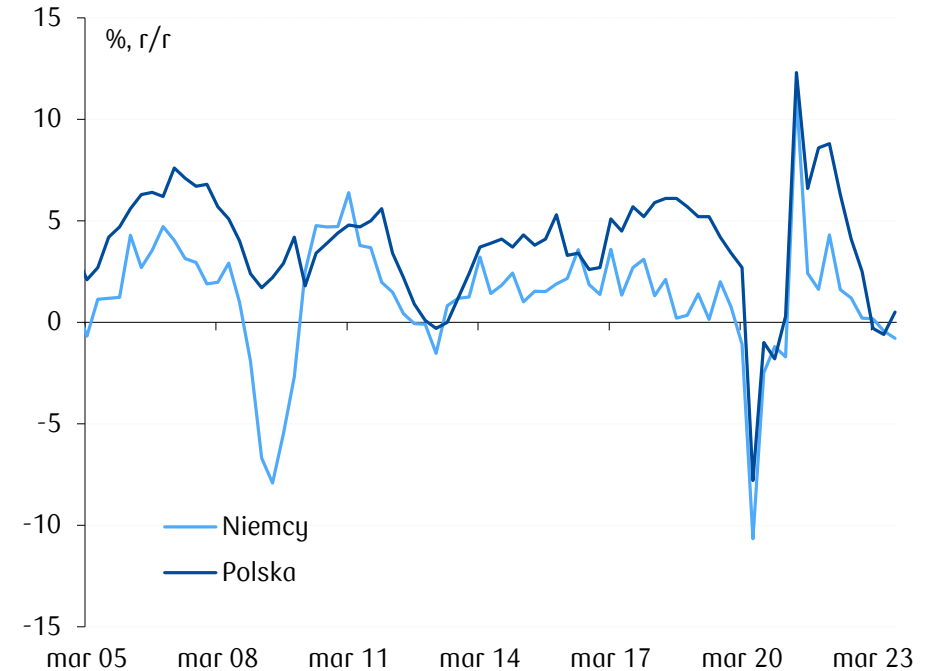
- Polska wykazuje mniejsze uzależnienie od niemieckiego popytu w porównaniu do niektórych państw regionu. Pomimo rosnącej otwartości udział wartości dodanej generowanej przez popyt zagraniczny pozostaje niższy niż obserwowany na Węgrzech, w Czechach i na Słowacji.
- Od 2022 wyniki polskiego eksportu wyróżniały się pozytywnie na tle globalnego handlu.

Rosnąca niezależność od niemieckiego sektora przetwórczego

Produkcja przemysłowa



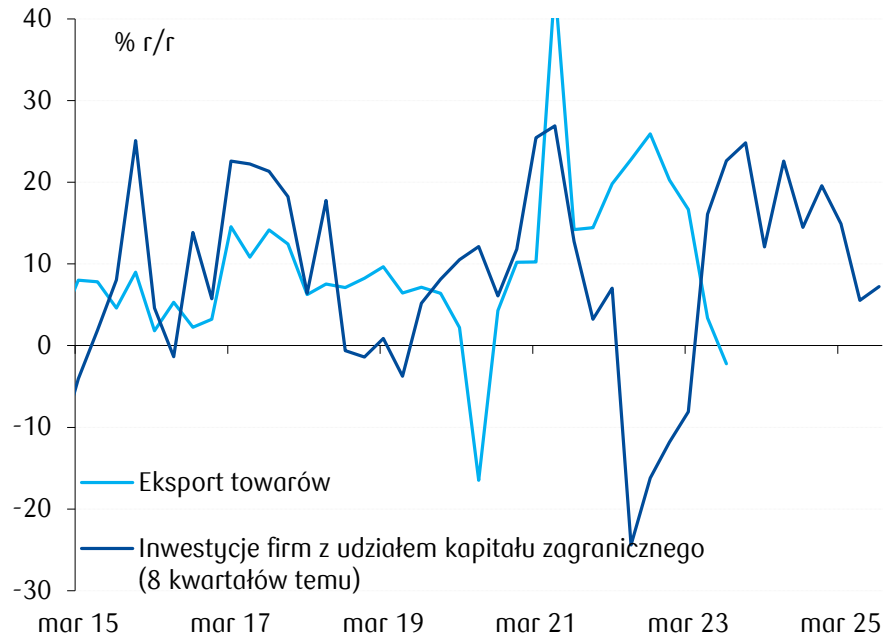
Wzrost PKB w Polsce i Niemczech



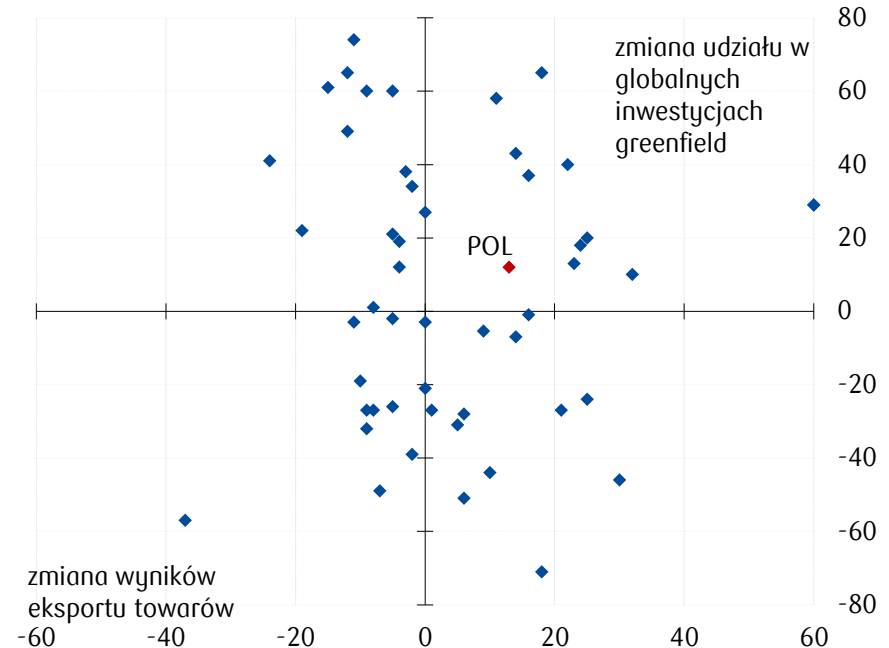
- Jeszcze przed pandemią niemiecki sektor przemysłowy doświadczył strukturalnego spadku produkcji, częściowo powiązanego z przemysłem motoryzacyjnym. W ostatnim czasie tendencja ta uległa przyspieszeniu, a gospodarka wykazała dużą wrażliwość na szok energetyczny, jakiego doświadczyła po inwazji Rosji na Ukrainę. Od połowy 2018 obserwujemy przeciwstawne trendy w krajowym i niemieckim przetwórstwie.
- To potwierdza, że problemy gospodarcze Niemiec niekoniecznie przekładają się na polską gospodarkę. Polska ma na swoim koncie okresy solidnego wzrostu, nawet w czasach recesji w Niemczech. Zakładamy, że podobnie będzie w 2024.

Kluczowa rola BIZ

Inwestycje firm z udziałem kapitału zagranicznego są wskaźnikiem wyprzedzającym dla eksportu



Rosnąca rola Polski w globalnej gospodarce

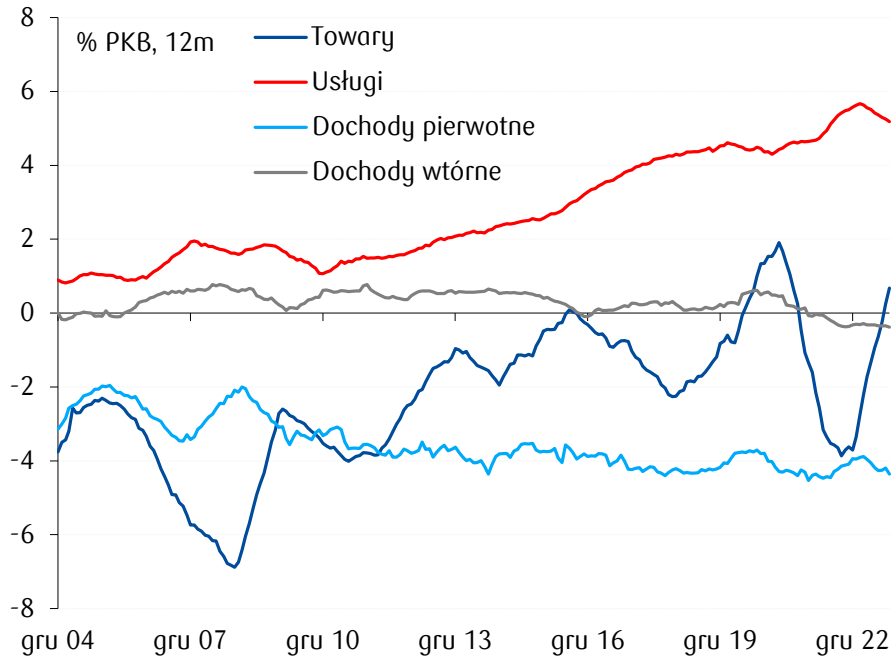


Źródło: Bloomberg Economics na bazie danych UN Comtrade & UNCTAD, World Investment Report
Zmiana udziału w inwestycjach greenfield dotyczy lat 2013-22 wobec 2003-2012. Wyniki eksportu w 2022 w odniesieniu do globalnego trendu od 2017.

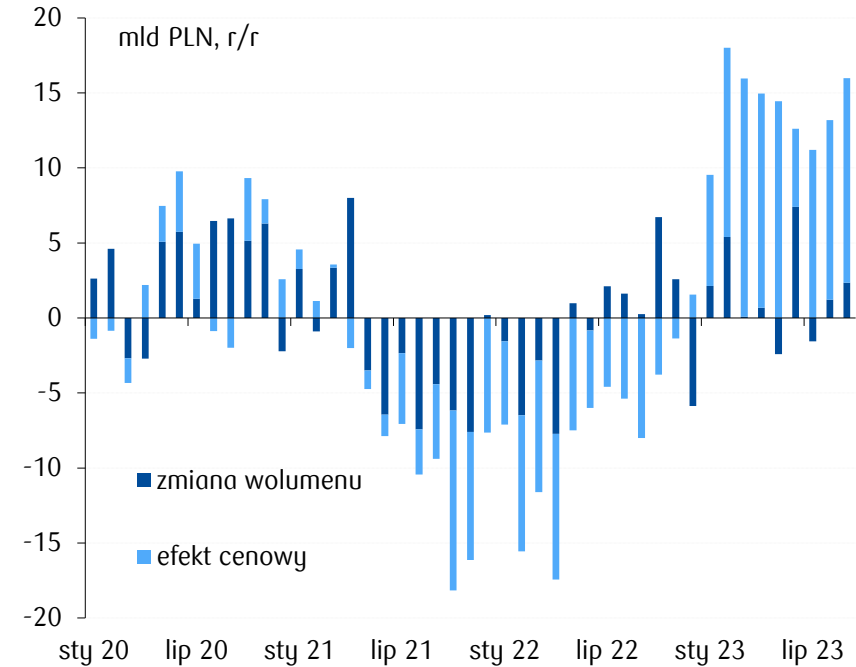
- Wzrost polskiego eksportu w ostatnich latach, odnotowany pomimo spowolnienia w handlu światowym, był naszym zdaniem możliwy dzięki znacznemu napływowi Bezpośrednich Inwestycji Zagranicznych (wzrost udziału w BIZ realizowanych w UE).
- Polska ma szansę wykorzystać obecne zmiany w globalnych łańcuchach wartości dodanej. Jest wskazywana jako wiodące miejsce przenoszenia działalności w ramach *reshoringu*, *nearshoringu* i *friendshoringu*. Charakteryzuje się konkurencyjnością, solidną infrastrukturą, dużym rynkiem krajowym, otwartością na międzynarodową siłę roboczą oraz strategicznie korzystnym położeniem geograficznym. Łącznie te czynniki plasują Polskę jako kraj łącznikowy w światowej wymianie handlowej.

Rachunek bieżący wraca do normy

Główne składowe rachunku bieżącego



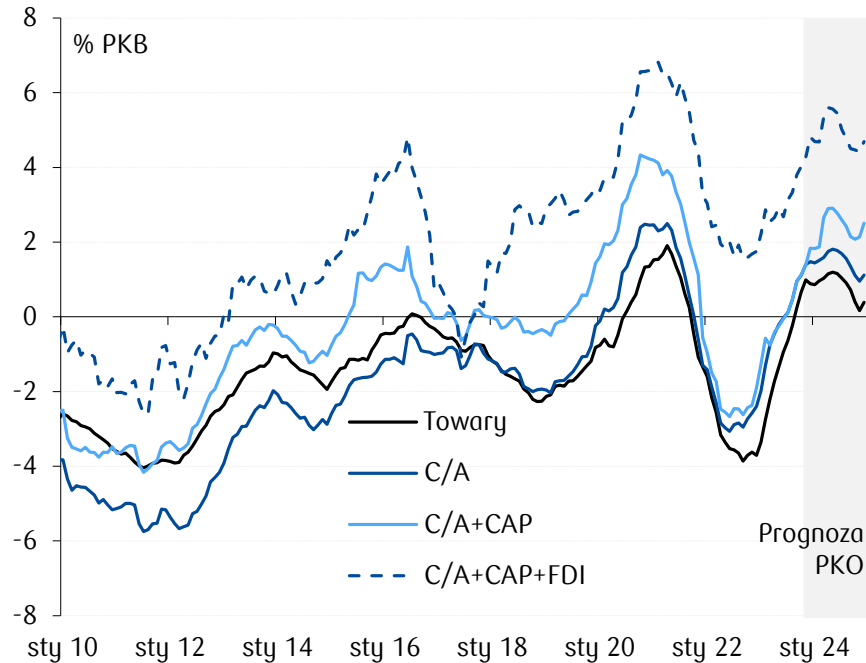
Roczna zmiana salda towarowego



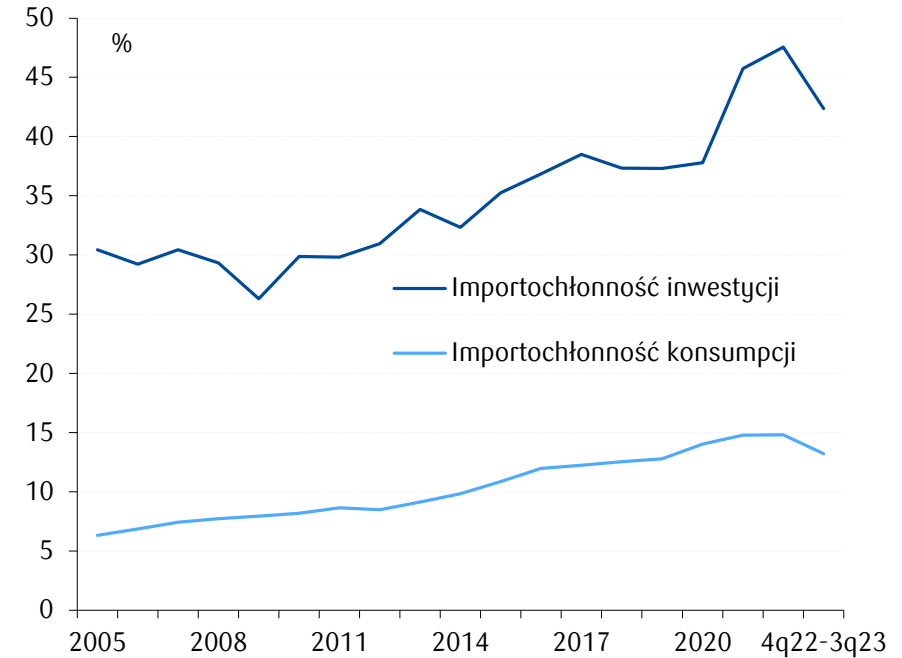
- Bilans płatniczy ulega systematycznej i silnej poprawie. 12-miesięczna suma krocząca pokazała pod koniec 2023 nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących na poziomie ponad 1% PKB, wobec deficytu na poziomie 2,4% PKB na koniec 2022. Całą poprawę można przypisać rachunkowi handlowemu, podczas gdy saldo usług i dochodów uległo nieznacznemu pogorszeniu.
- Pogorszenie salda handlowego w 2021/2022 i jego szybka poprawa w 2023 były w dużej mierze spowodowane szokiem kosztowym, który wpłynął na ceny towarów importowanych i eksportowanych.

Boom inwestycyjny zatrzyma poprawę rachunku bieżącego

Miary równowagi zewnętrznej



Szacowana importochłonność



- Dalszą poprawę sytuacji na rachunku bieżącym utrudniać będzie ożywienie gospodarcze, w szczególności boom inwestycyjny. Według naszych szacunków importochłonność inwestycji jest ponad trzykrotnie wyższa od importochłonności konsumpcji (42% vs. 13%), a wskaźnik ten może jeszcze wzrosnąć, w związku ze zbliżającymi się inwestycjami w sektorach energetycznym i obronnym.

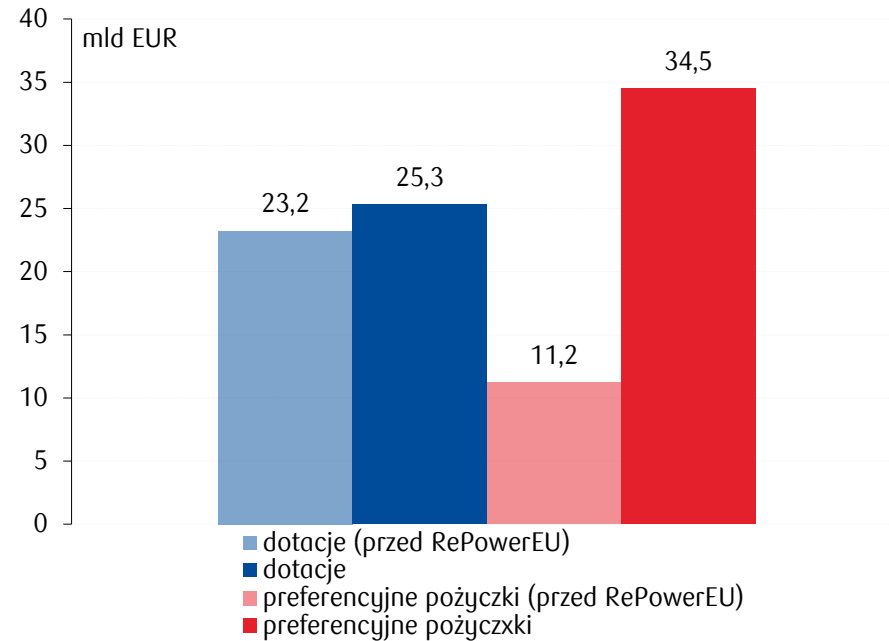


Bank Polski

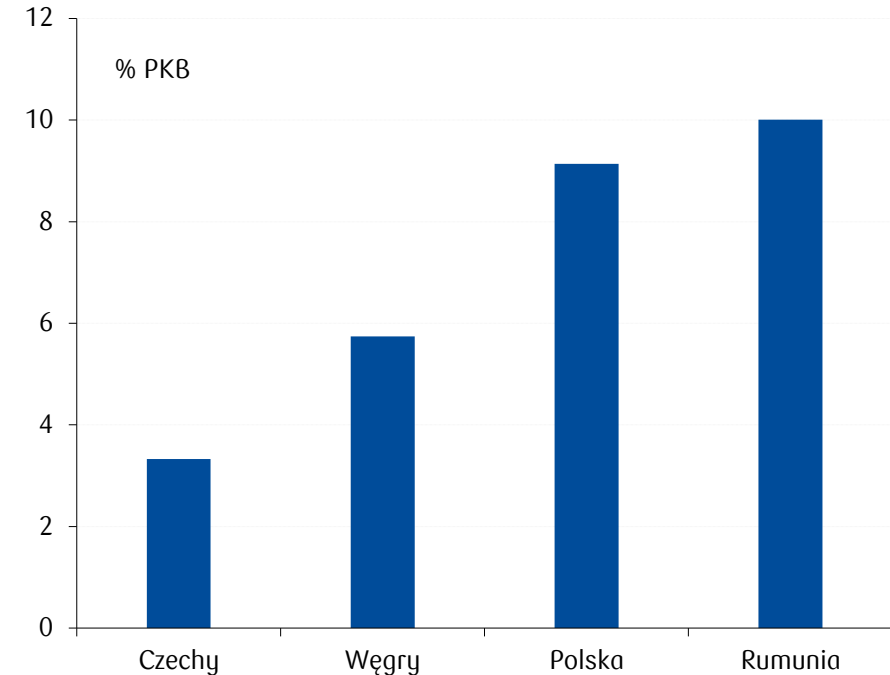
#3 Fundusze unijne – źródło przełomu w gospodarce?

KPO wesprze potencjał gospodarczy Polski

Fundusze z KPO z uwzględnieniem RePowerEU



Fundusze z KPO w relacji do PKB



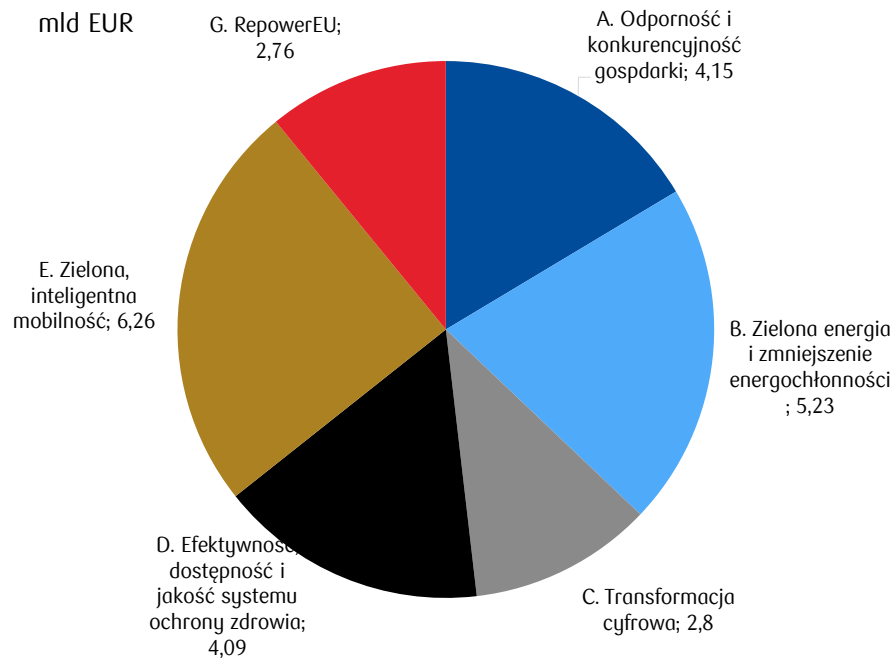
- W ramach KPO Polska miała początkowo otrzymać blisko 34 mld EUR, głównie w postaci dotacji. Po zainicjowaniu przez KE planu RePowerEU w maju 2022, Polska ubiegała się o dodatkowe fundusze, a zmodyfikowany KPO został zatwierdzony w grudniu 2023. Kwota dostępnych środków zwiększyła się do 60 mld EUR, z czego zdecydowaną większość stanowią preferencyjne pożyczki, 34,5 mld EUR, a dotacje 25,3 mld EUR.
- Dostępne fundusze są równe blisko 9% PKB (2022), stąd obok Rumunii Polska ma szansę być największym beneficjentem funduszy w ramach instrumentu RRF w regionie.

Reformy i inwestycje koncentrują się wokół wzmocnienia odporności energetycznej

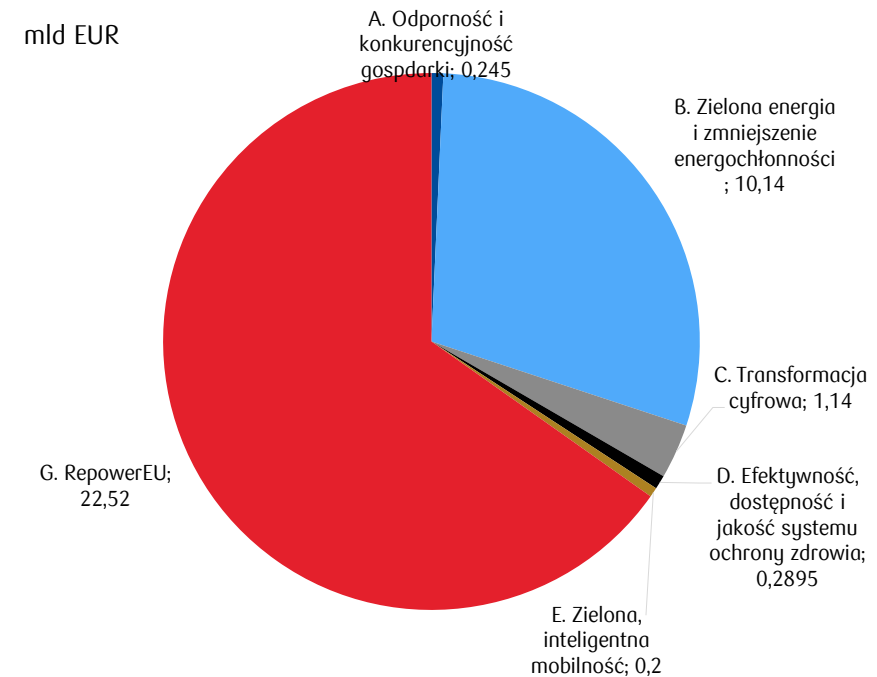


Bank Polski

Alokacja dotacji w zależności od rodzaju reformy/inwestycji



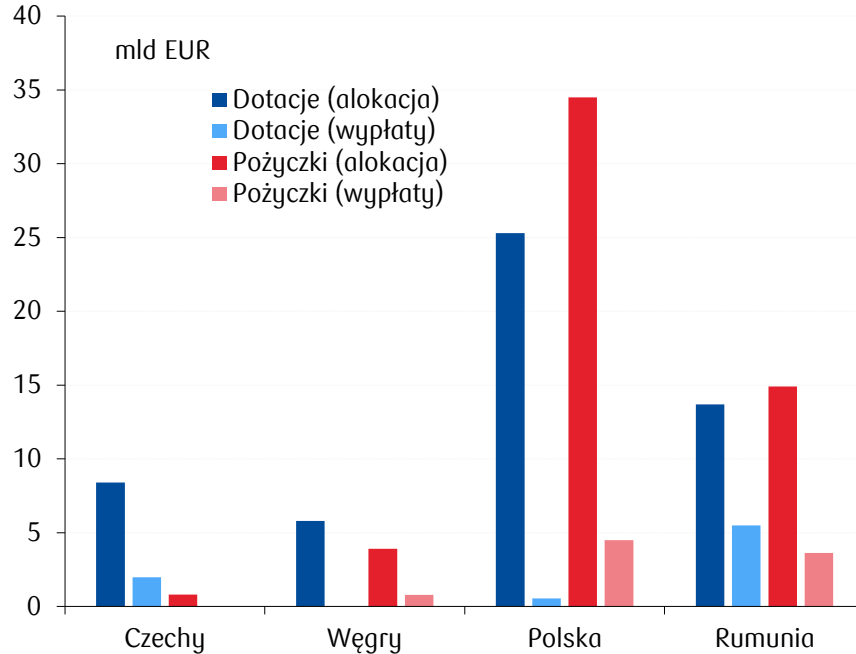
Alokacje preferencyjnych pożyczek w zależności od rodzaju reformy/inwestycji



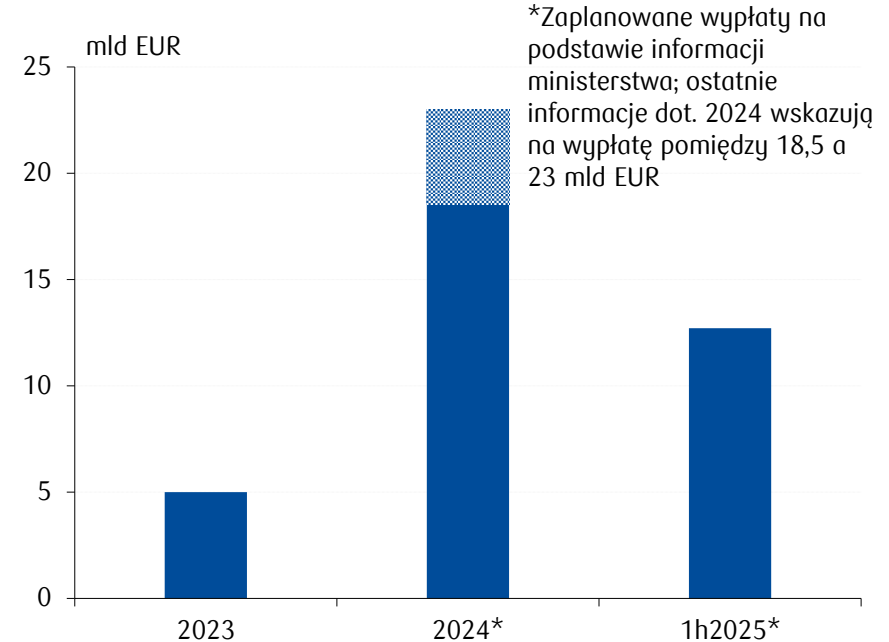
- Od samego początku KPO kładł nacisk na transformację energetyczną, co zostało wzmocnione po zainicjowaniu programu RePowerEU. Zmodyfikowany KPO zawiera w szczególności reformy nakierowane na ułatwienie rozwoju energetyki odnawialnej, rozwój lokalnych społeczności energetycznych oraz przyspieszenie integracji zasobów odnawialnych do sieci dystrybucyjnych.
- KPO wspomaga finansowanie inwestycji nakierowanych na efektywność energetyczną, których przeprowadzenie byłoby niezbędne nawet w warunkach braku środków z KPO.

Po wyborach wzrosły szanse na wypełnienie kamieni milowych

Dotacje i pożyczki w ramach KPO wypłacone w regionie



Zaplanowane wypłaty funduszy w ramach KPO

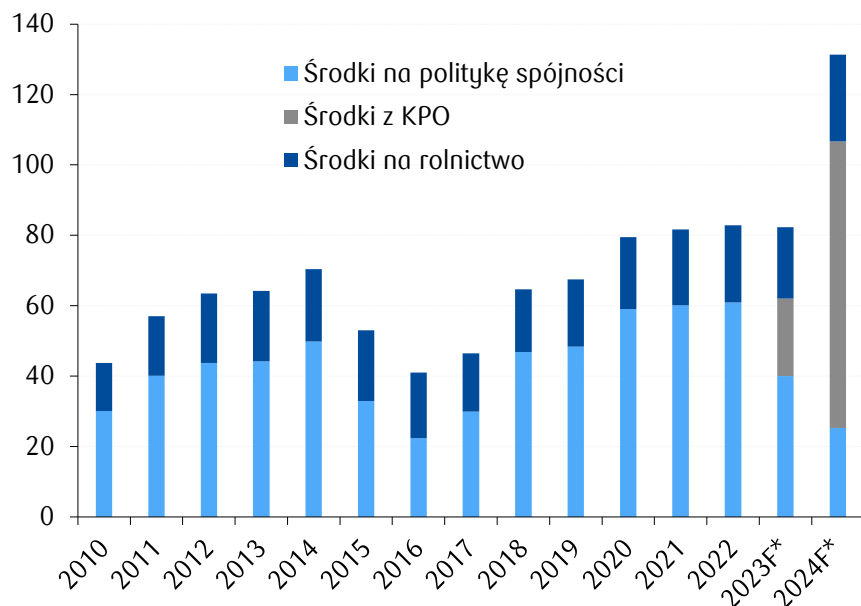


- Podobnie jak w przypadku Węgier, brak porozumienia pomiędzy poprzednim rządem a UE w sprawie kamieni milowych blokował wypłatę funduszy w ramach KPO. W 2023 wypłacono ok 5 mld EUR, dopiero po akceptacji zmodyfikowanego KPO, a fundusze te nie podlegały wymogowi spełnienia kamieni milowych. Nowo wybrany rząd, który od dawna zapowiadał porozumienie z UE, ogłosił, że w 2024, najprawdopodobniej w kwietniu, Polska powinna otrzymać 8 mld EUR dotacji oraz 10,5 mld EUR preferencyjnych pożyczek. Ostatnie informacje mówią nawet o 23 mld EUR w skali całego 2024. W 2h24 polski rząd ma złożyć kolejne wnioski o płatności na kwotę 5,6 mld EUR i 7,2 mld EUR, które mają zostać zrealizowane w 2h25.



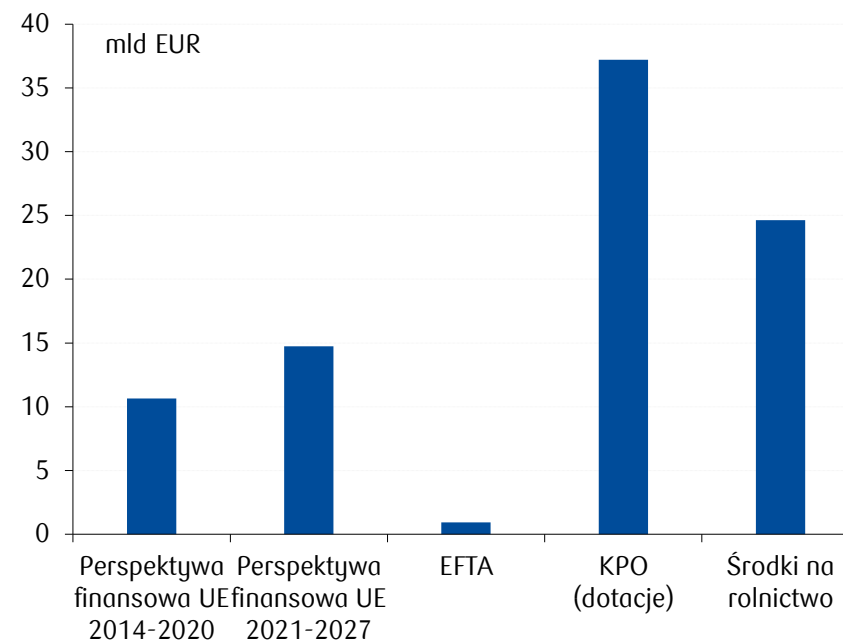
KPO będzie kluczowy w warunkach zmiany perspektywy finansowej UE

Transfery środków z UE



* Zawiera zarówno dotacje, jak i pożyczki w ramach

Założenia dot. środków europejskich na 2024 na podstawie ustawy budżetowej na rok 2024



- W 2024 fundusze z KPO mogą zapewnić duży napływ środków unijnych, co będzie istotne w kontekście stosunkowo niskiej absorpcji środków związanych z polityką spójności. Dzięki temu to fundusze z KPO będą miały kluczowe oddziaływanie na gospodarkę, w tym na dynamikę inwestycji.
- Jednocześnie pełne wykorzystanie funduszy z KPO (60 mld EUR) przez cały horyzont programu jest wysoce niepewne ze względu na 1) ograniczenie czasowe (inwestycje muszą zakończyć się do czerwca 2026 i zostać rozliczone do końca 2026) 2) „nawis” środków związany z de facto brakiem lub mocno ograniczoną ich alokacją w 2020-2022; 3) ograniczenia podażowe stanowiące barierę dla realizacji inwestycji.

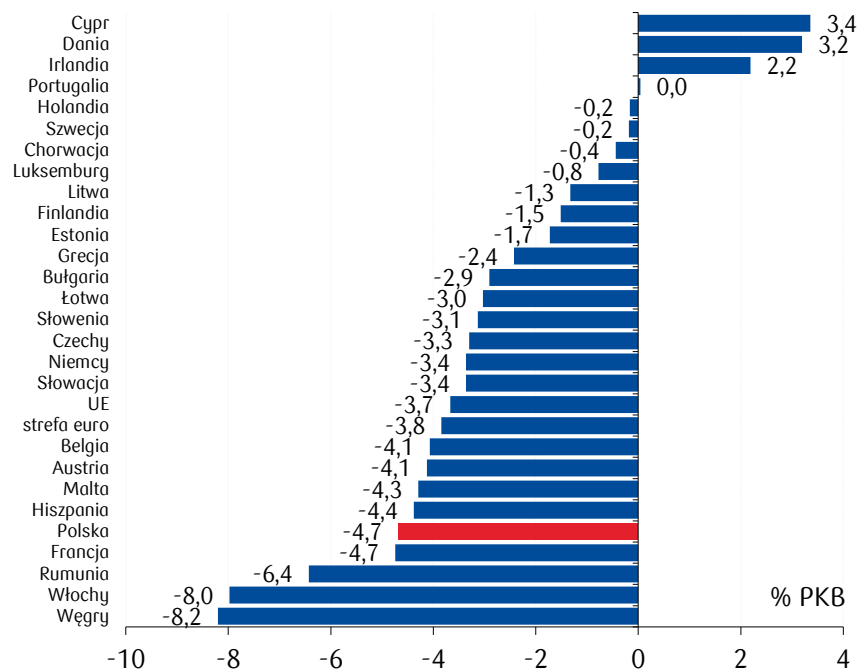


Bank Polski

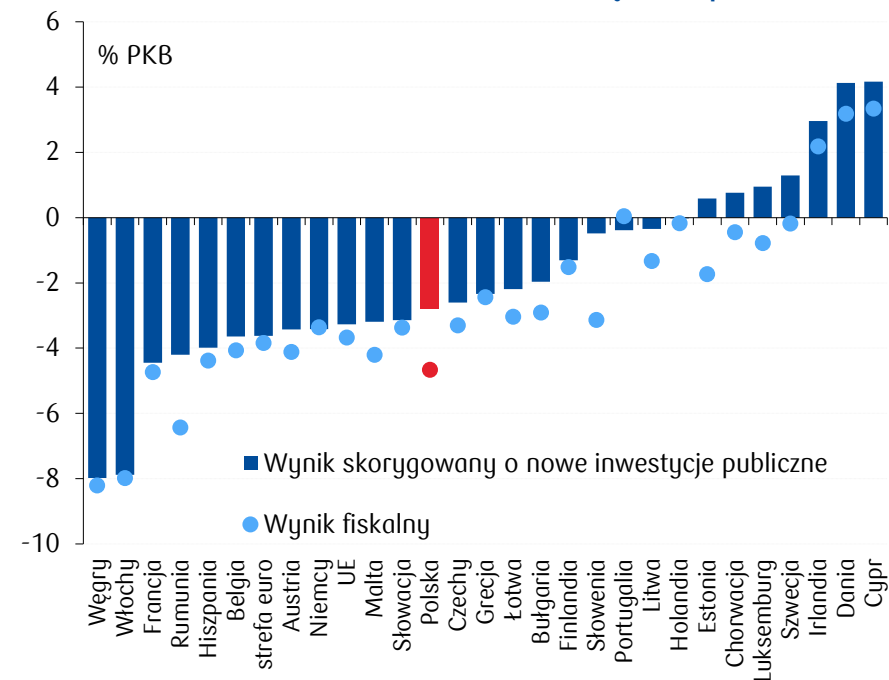
#4 Polityka fiskalna: pod presją, ale wciąż pod kontrolą

Równowaga fiskalna - od unijnego lidera do unijnego średniaka

Saldo fiskalne w 2q23 w UE (suma krocząca 4q)



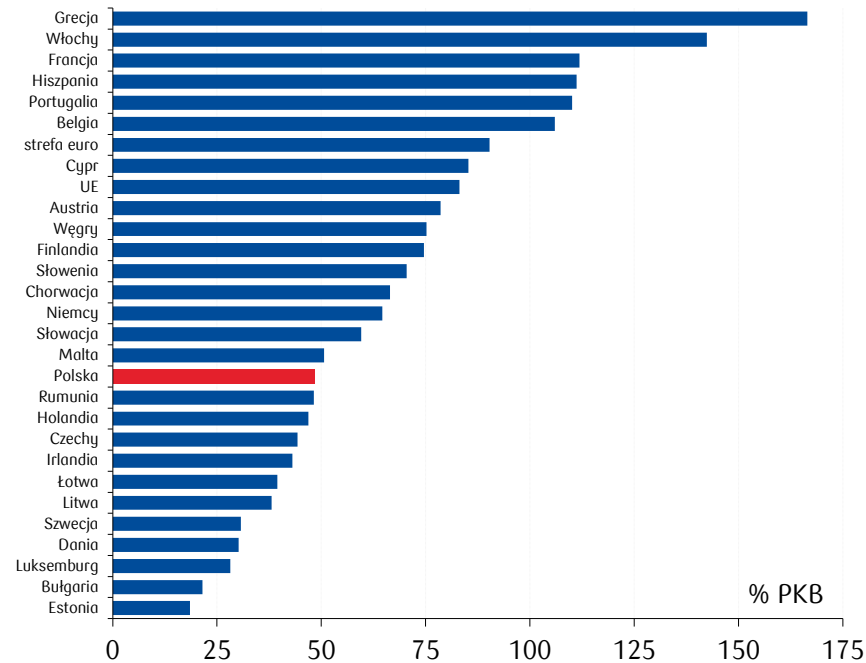
Saldo fiskalne skorygowane o inwestycje publiczne w 2q23 w UE (suma krocząca 4q)



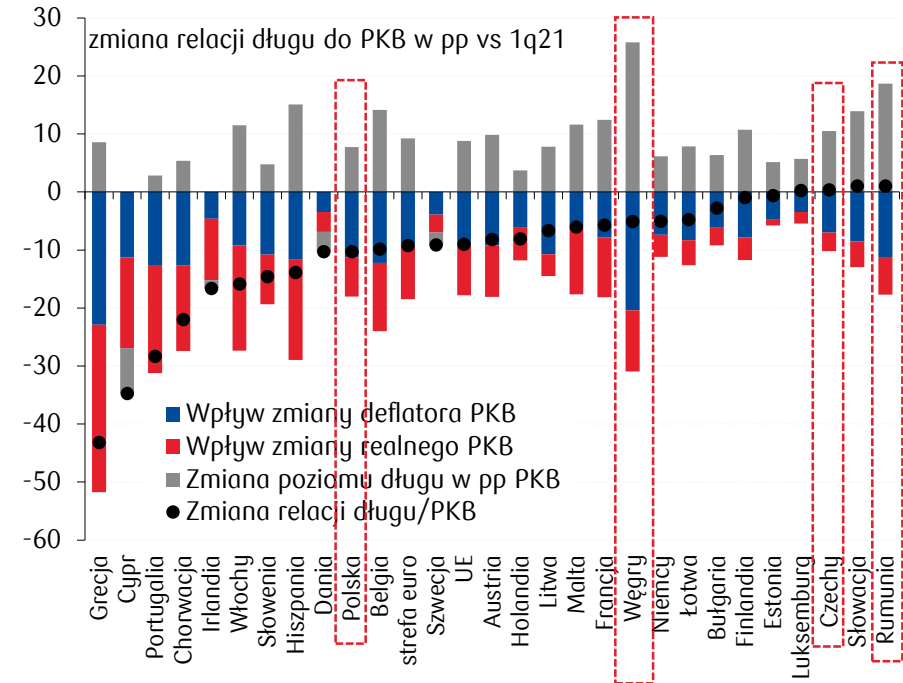
- Sytuacja fiskalna Polski ulega systematycznemu pogorszeniu na tle innych państw UE. Z grona prymusów fiskalnych przesunęliśmy się w kierunku dolnej połowy unijnego rankingu. Deficyt po 2q23 wyniósł 4,7% PKB. Ministerstwo Finansów oczekuje, że w całym 2023 wyniesie on 5,6% PKB (wg notyfikacji fiskalnej) i 5,9% PKB według naszych szacunków.
- Po skorygowaniu o wydatki na inwestycje publiczne (które w Polsce są strukturalnie wyższe niż średnio w UE) pozycja fiskalna Polski wygląda nieco lepiej.

Dług publiczny - spadek w przeszłości, wzrost w przyszłości

Relacja długu publicznego do PKB w 2q23



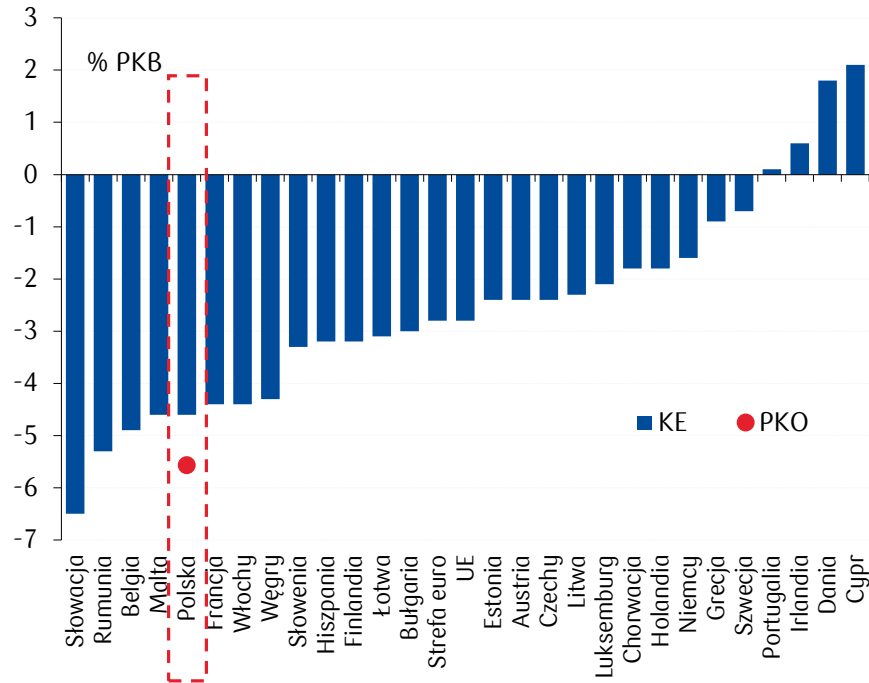
Czynniki wpływające na zmianę relacji długu publicznego do PKB między 2q23 a 1q21 (szczyt relacji długu do PKB w UE)



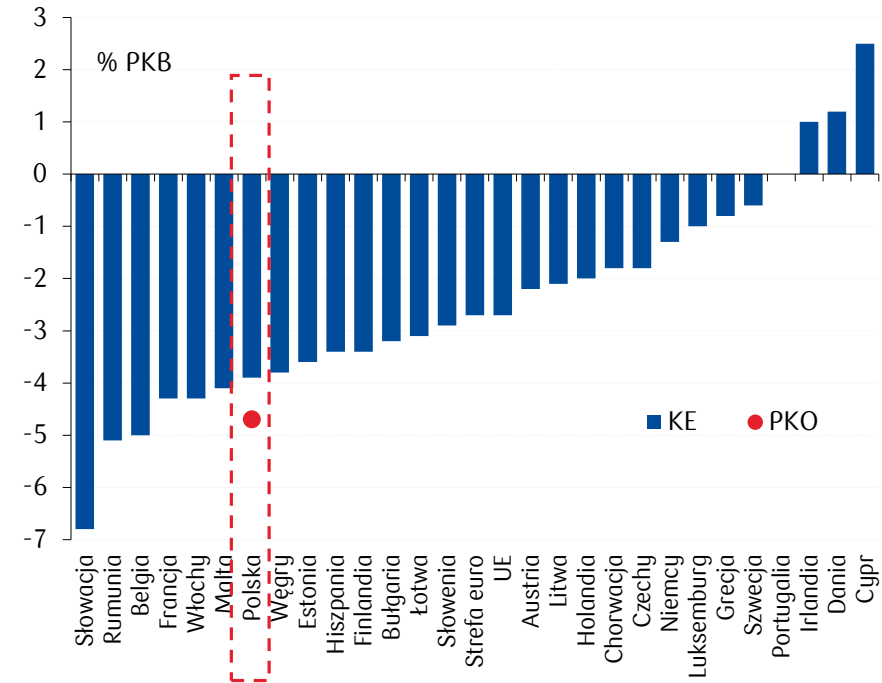
- Wyjściowy poziom długu publicznego w Polsce pozostaje niski w porównaniu z UE. wg danych MF w 3q23 stanowił on 48,7% PKB. Oczekujemy, że relacja długu do PKB znacznie wzrośnie w kolejnych latach - do 50,0% na koniec 2023 i 52,7% na koniec 2024. Poza wysokim deficytem, będzie to spowodowane przez gwałtowny wzrost wydatków na zbrojenia.
- Relacja długu publicznego do PKB Polski spadła o 10,3pp w porównaniu do szczytowego poziomu z 1q21, w czym pomógł deflator PKB (jego oddziaływanie to ok. -11pp) i realny wzrost gospodarczy (ok. -7pp). W tym kontekście Polska wygląda znacznie lepiej niż inne kraje regionu CEE - Węgry (spadek relacji długu publicznego do PKB w tym samym okresie o 5,1pp), Czechy (wzrost o 0,4pp), czy Rumunia (wzrost o 1pp).

Prognozy fiskalne Komisji Europejskiej

Prognoza salda fiskalnego na 2024



Prognoza salda fiskalnego na 2025



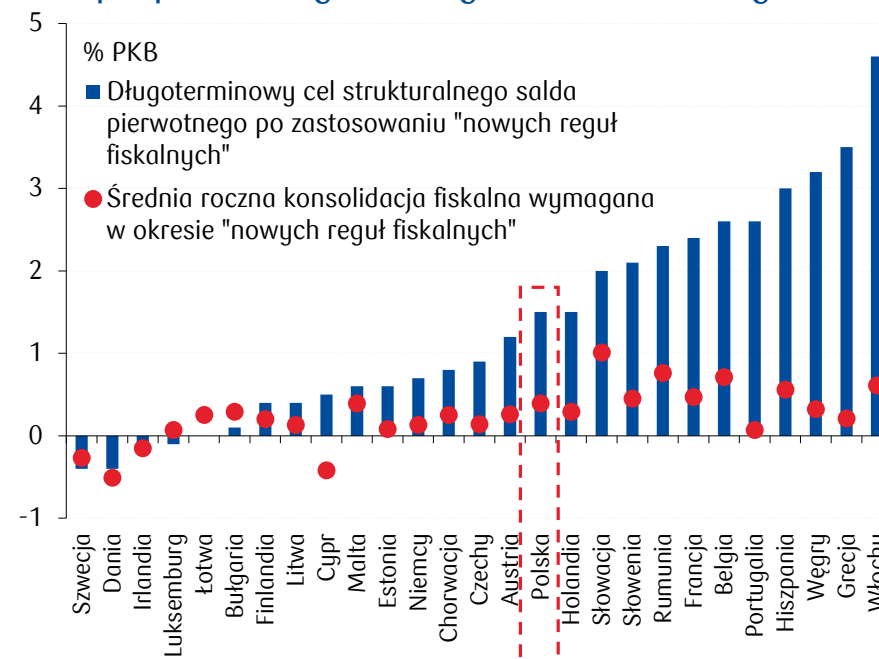
- Listopadowe prognozy Komisji Europejskiej w zakresie deficytu fiskalnego na lata 2024 i 2025 plasują Polskę w dolnej części unijnej stawki.
- Nasze prognozy deficytu są niższe niż KE, ponieważ uwzględniamy wpływ realizacji obietnic wyborczych (m.in. wzrost płac w sektorze publicznym o 20%, podwyżki dla nauczycieli o 30%, 1500 zł dla pracujących matek małych dzieci od 2024) zapowiedzianych przez nowy rząd D. Tuska (szacujemy ich koszt na ok. 1% PKB już w 2024).

Polityka fiskalna - działania dyskrecjonalne i przepisy UE

Potencjalne środki dyskrecjonalne, które mogą poprawić lub pogorszyć saldo fiskalne

	Szacunki	
	mld PLN	% PKB
Potencjalne pogorszenie salda fiskalnego		
Podwyżka kwoty wolnej PIT (z 30 tys. do 60 tys.)	48	1,2
Zmiana zasad składki zdrowotnej dla przedsiębiorców	7	0,2
Suma	55	1,4
Potencjalna poprawa salda fiskalnego (wg MFV)		
Ograniczenie powszechności obniżonych stawek VAT i reforma podatków od nieruchomości	35	0,9
Podwyżka wieku emerytalnego do 67 lat	35	0,9
Celowane transfery społeczne	24	0,6
Suma	94	2,4

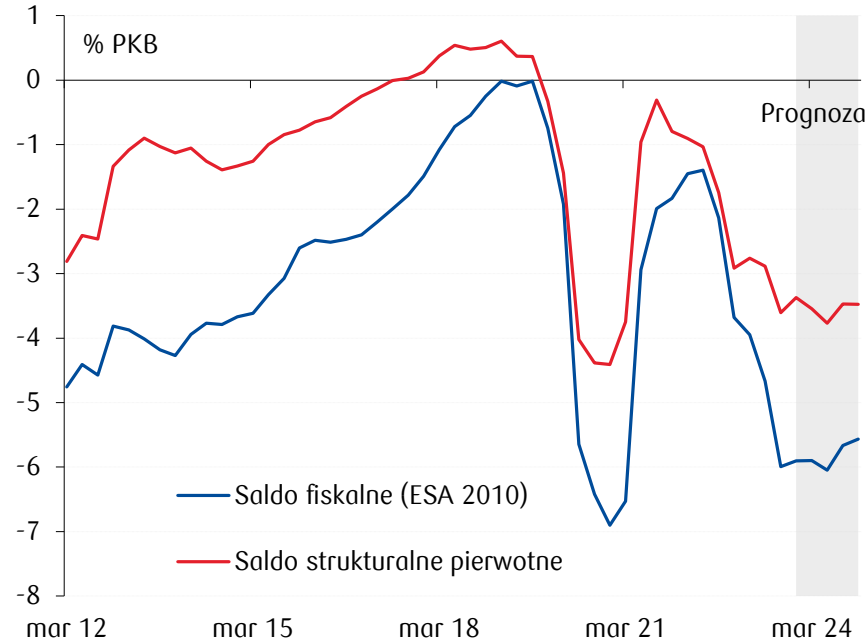
Konieczne korekty salda fiskalnego w ramach proponowanych nowych zasad fiskalnych UE



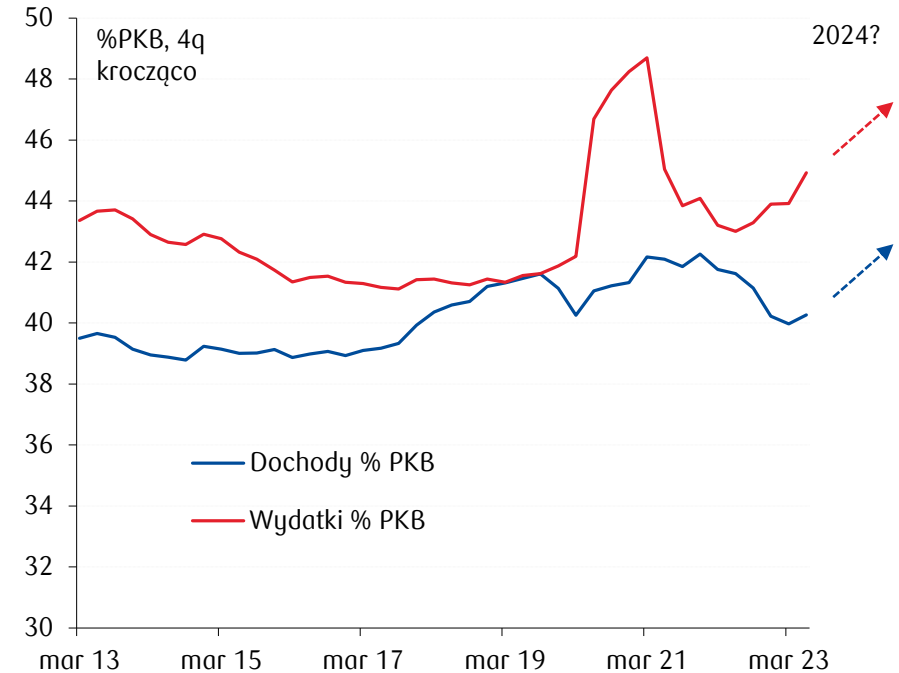
- Przestrzeń do ewentualnych dalszych dyskrecjonalnych działań w zakresie polityki fiskalnej jest znacząco ograniczona. Główne ryzyka na 2025 to pojawiające się w kampanii wyborczej w 2023 zapowiedzi podwyższenia ulgi podatkowej PIT oraz zmiany zasad opłacania składki zdrowotnej dla przedsiębiorców.
- Uzgodnione nowe reguły fiskalne UE zakładają indywidualne podejście do ścieżki redukcji nadmiernego deficytu. Według wyliczeń Instytutu Bruegel opartych na listopadowych prognozach KE, Polska powinna osiągnąć strukturalną nadwyżkę pierwotną na poziomie 1,5% PKB w długim okresie, a konieczna roczna konsolidacja fiskalna w okresie procedury może wynieść 0,4% PKB.

Oczekiwany wzrost relacji wydatków do PKB

Saldo fiskalne i pierwotne saldo strukturalne



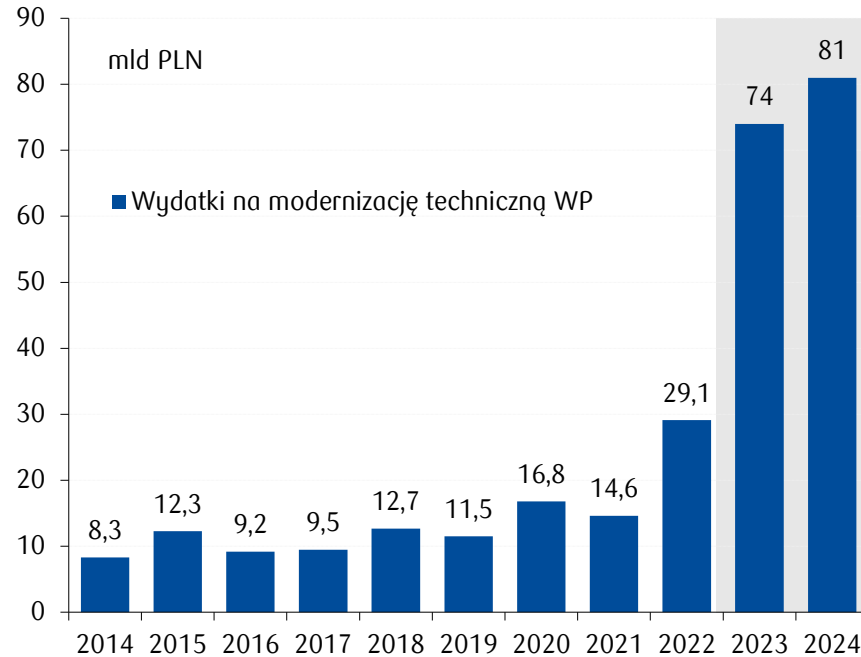
Dochody i wydatki sektora finansów publicznych w relacji do PKB



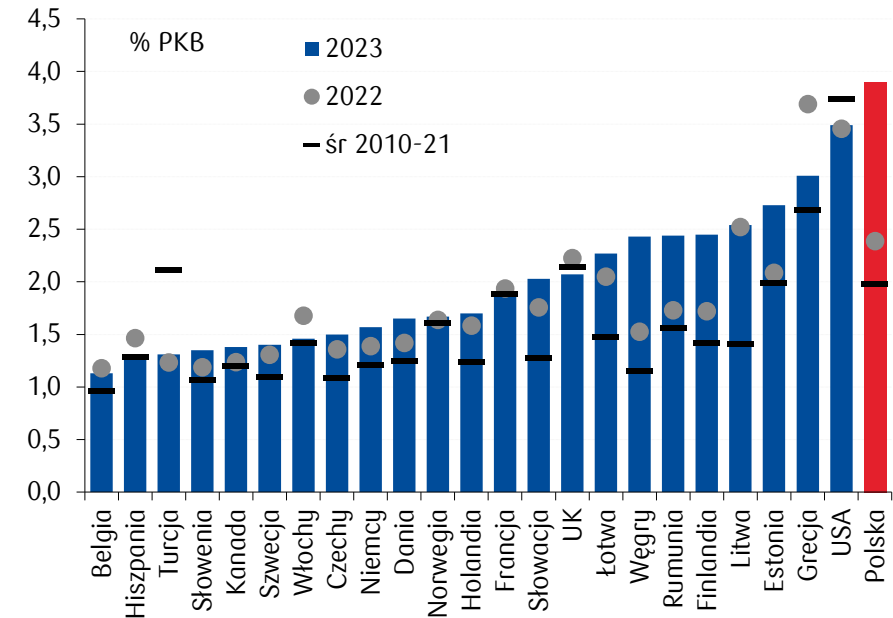
- Oczekujemy, że deficyt fiskalny spadnie z 5,9% PKB w 2023 do 5,6% PKB w 2024 i 4,7% PKB w 2025. Pierwotny deficyt strukturalny powinien pogłębić się znacznie mniej niż całkowity deficyt fiskalny.
- W nadchodzących kwartałach spodziewamy się stopniowego wzrostu relacji dochodów do PKB, głównie w efekcie ożywienia gospodarczego i zamrożenia nominalnych progów podatkowych PIT. Spodziewamy się również wzrostu relacji wydatków do PKB, głównie w wyniku wyższych wydatków wojskowych (zgodnie z metodologią ESA są one uwzględniane w deficycie dopiero po fizycznym dostarczeniu sprzętu) oraz wydatków socjalnych (np. rewaloryzacja zasiłków rodzinnych), pomimo stopniowego spadku dopłat do cen energii.

Koniec „pokojoyej dywidendy”

Wydatki na modernizację techniczną Sił Zbrojnych RP



Przewidywane całkowite wydatki wojskowe w 2023 r.

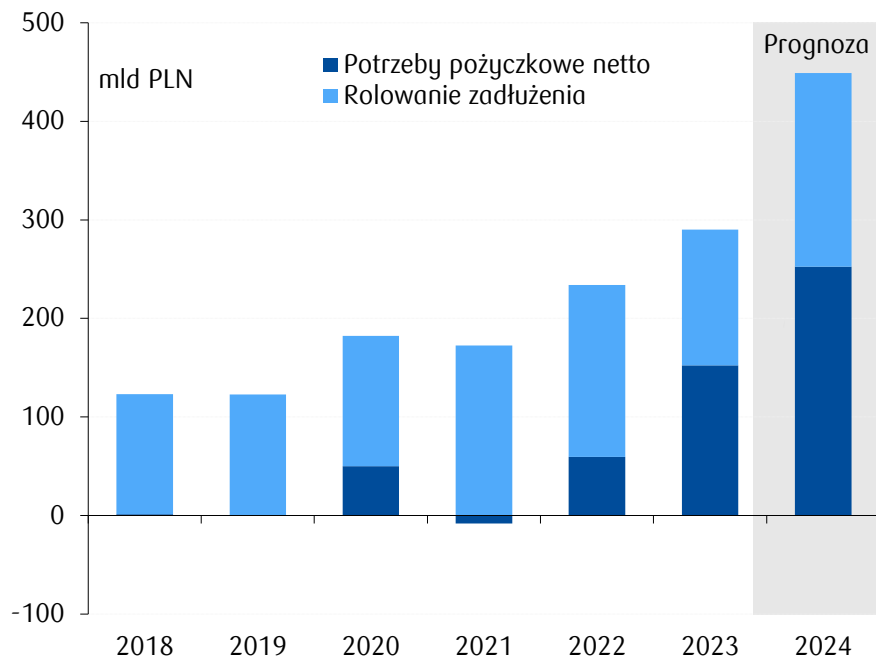


- Agresja Rosji na Ukrainę zakończyła okres "pokojoyej dywidendy" i wymusiła gwałtowny wzrost wydatków wojskowych.
- Całkowite wydatki wojskowe w 2023 w Polsce wyniosły około 4% PKB (prawdopodobnie najwięcej w NATO) w porównaniu do około 2% w poprzednich latach. Finansowanie pochodzi z budżetu i zadłużenia w specjalnym funduszu. Ze względów metodycznych wydatki na modernizację techniczną zwiększają dług w momencie zaciągnięcia zobowiązania (metoda kasowa), a deficyt dopiero w momencie fizycznego dostarczenia sprzętu (metoda memoriałowa).



Wysokie potrzeby pożyczkowe - wymagające, ale do zrealizowania

Potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa



Struktura finansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa

Potrzeby pożyczkowe netto	2023	2024	Różnica
<i>krajowe</i>	145,9	148,8	2,9
SPW	81,6	148,8	67,2
rynkowe	57,4	87,1	29,7
bony skarbowe	0	47,3	47,3
obligacje detaliczne	24,3	14,4	-9,9
środki na rach. budżetowych	64,4		
<i>zagraniczne</i>	6,6	103,5	96,9
obligacje	21,0	31,0	10,0
KPO	19,4	40,0	20,6
Potrzeby pożyczkowe netto	152,5	252,3	99,8
Potrzeby pożyczkowe brutto	290,0	449,0	159,0

- Konieczność sfinansowania zbrojeń, tarczy energetycznej i dodatkowych wydatków socjalnych spowodowała znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych. Uważamy, że ich sfinansowanie będzie wymagające, ale nie powinno stanowić problemu ze względu na wysoki popyt na polski dług.
- Efektywnej realizacji potrzeb pożyczkowych sprzyjać będzie wysoka płynność i nadwyżka depozytów nad kredytami w krajowym sektorze bankowym, a także większe otwarcie na inwestorów zagranicznych (które w poprzednich latach było ograniczane).

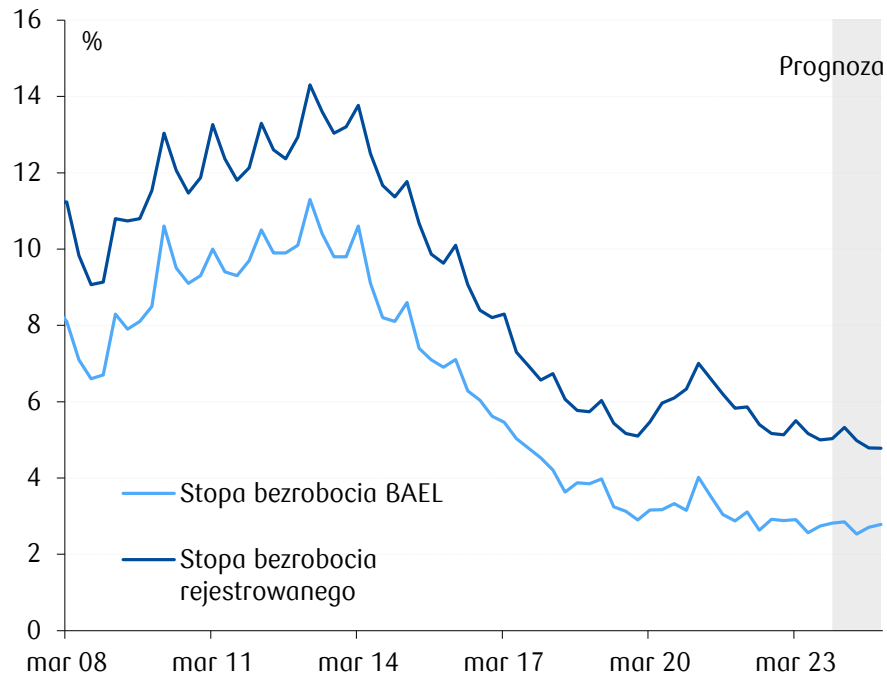


Bank Polski

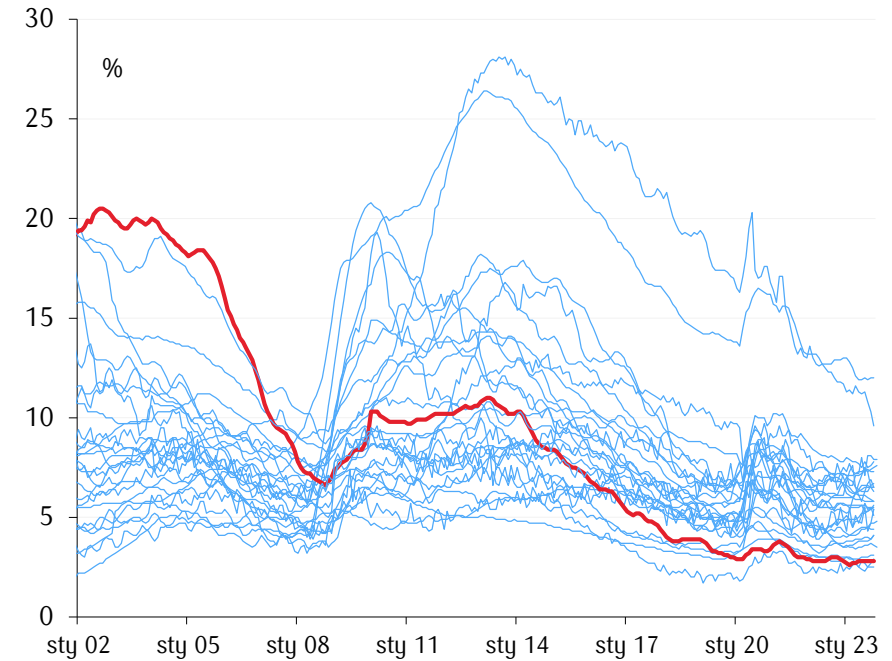
#5 Rynek pracy – lokomotywa czy bariera dla wzrostu gospodarczego?

Rynek pracy był odporny na spowolnienie w 2023

Stopa bezrobocia



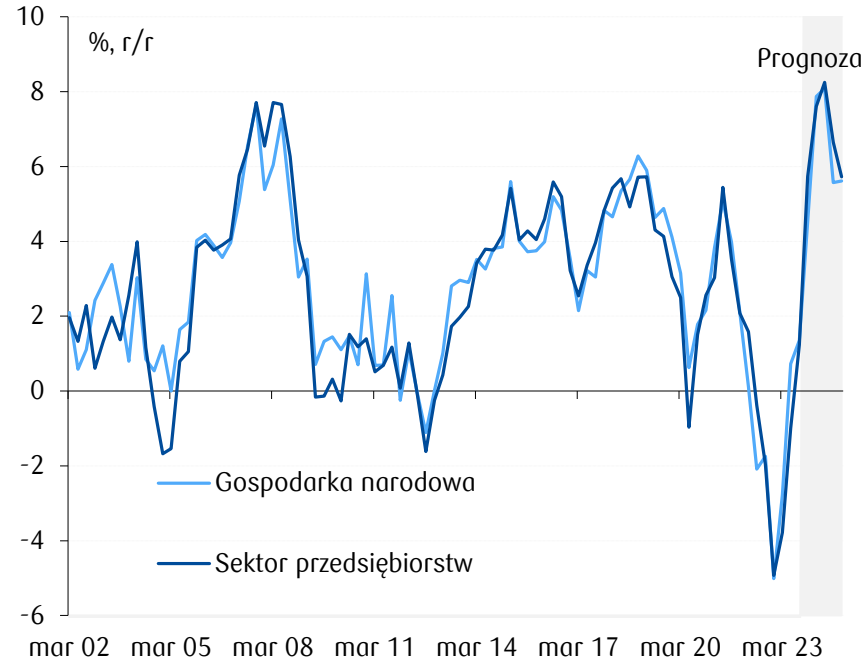
Zharmonizowana stopa bezrobocia w UE



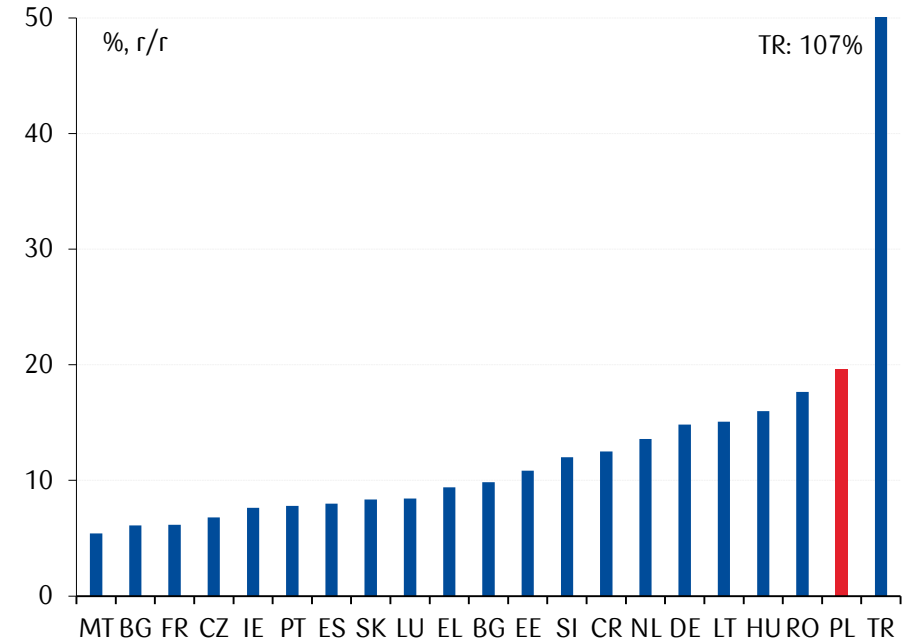
- Rynek pracy pozostał odporny na spowolnienie gospodarcze w 1h23, co znalazło odzwierciedlenie w stabilizacji stopy bezrobocia na rekordowo niskim poziomie. Dostosowanie do gorszych warunków gospodarczych nastąpiło głównie poprzez niższy popyt na pracę, który pozostaje ograniczony, ale powinien stopniowo odbijać w miarę dalszego ożywienia wzrostu gospodarczego w 2024.

Powrót realnego wzrostu płac wspiera konsumpcję

Realny wzrost płac



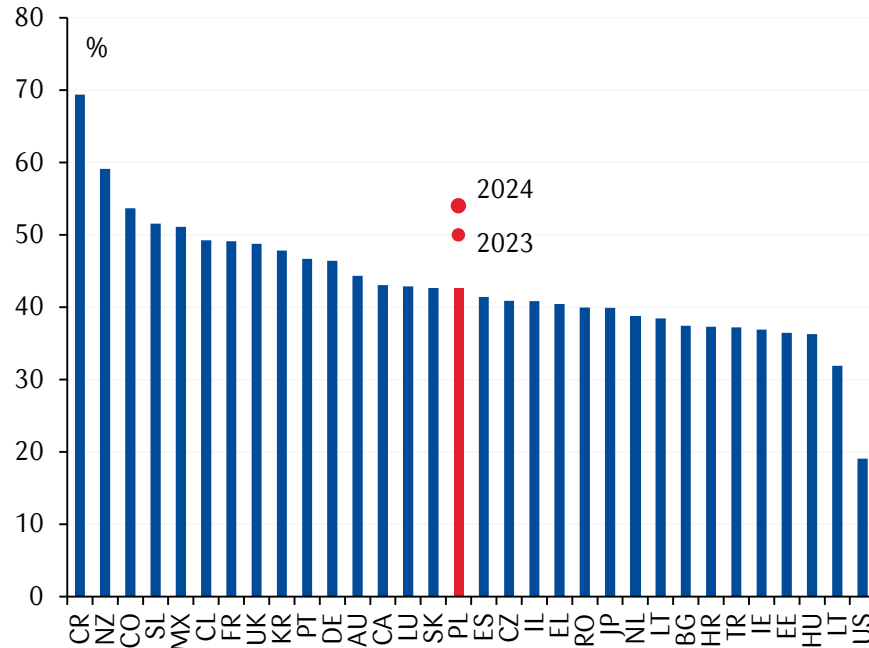
Wzrost płacy minimalnej w 2h2023



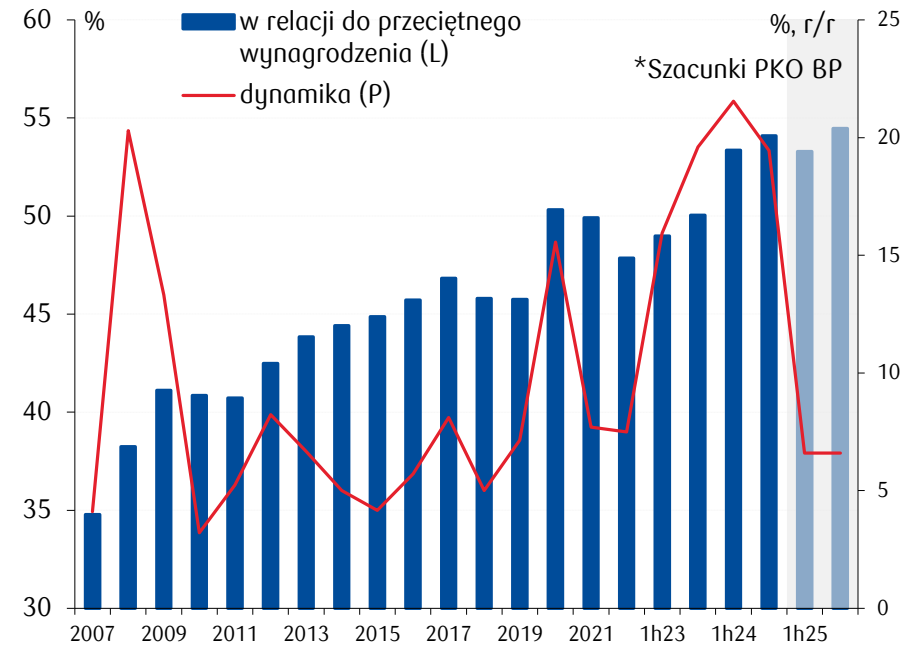
- W warunkach spadającej inflacji i solidnej dynamiki wynagrodzeń nominalnych, dynamika płac realnych powróciła do wartości dodatnich i stopniowo przyspiesza. Wzrost płacy minimalnej o (średnio) 17,8% w 2023 roku zapewnił zauważalny impuls, który znalazł odzwierciedlenie w ponadprzeciętnym wzroście płac nominalnych obserwowanym w sektorach o relatywnie większym pokryciu płacą minimalną (np. HoReCa, administracja). Wzrost płacy minimalnej w Polsce w drugiej połowie 2023 był najwyższy w UE, przy stosunkowo wysokim wzroście odnotowanym w dużej części regionu CEE.

2024 przyniesie kolejną hojną podwyżkę płacy minimalnej

Płaca minimalna jako procent średniego wynagrodzenia, kraje OECD



Dynamika płacy minimalnej



* Zakładając wzrost płacy minimalnej o wskaźnik inflacji założony w ustawie budżetowej na 2024

- Wzrosty płacy minimalnej wypłaszczyły siatkę wynagrodzeń, w konsekwencji oczekuje się, że w 2024-2025 płaca minimalna utrzyma się wyraźnie powyżej 50% przeciętnego wynagrodzenia.
- Spodziewamy się, że po dwóch latach hojnych wzrostów płacy minimalnej (napędzanych przede wszystkim dostosowaniami do podwyższonej inflacji), jej dynamika powróci do jednocyfrowego poziomu, który zwykle miał miejsce w latach przed pandemią. Jednocześnie, uzgodnienia w ostatnich latach skutkowały zwykle wyższym wzrostem płacy minimalnej niż wynikałoby jedynie z odpowiedniej ustawy.



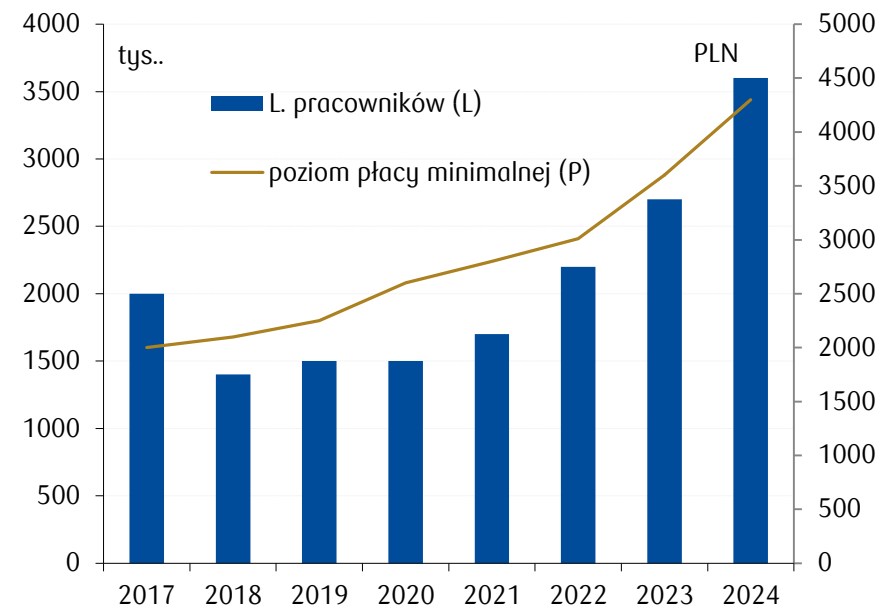
Zakres pracowników objętych płacą minimalną będzie znaczący

Zakres pokrycia płacą minimalną w wybranych branżach

Średnie miesięczne wynagrodzenie (w tys.) w jednostkach powyżej 9 pracujących

Sekcja PKD	Ogółem	Decyl 1	Decyl 2	Decyl 3	Decyl 4	Decyl 5	Decyl 6	Decyl 7	Decyl 8	Decyl 9
80.1 Działalność ochroniarska, z wyłączeniem obsługi systemów bezpieczeństwa	3,96	3,51	3,56	3,61	3,68	3,76	3,85	4,01	4,32	5,32
80.2 Działalność ochroniarska w zakresie obsługi systemów bezpieczeństwa	4,53	3,51	3,60	3,65	3,78	3,88	4,17	4,61	5,20	6,34
81.2 Sprzątanie obiektów	4,32	3,53	3,62	3,76	3,89	4,07	4,29	4,72	5,32	6,44
14.1 Produkcja odzieży, z wyłączeniem wyrobów futrzarskich	4,55	3,58	3,72	3,84	4,04	4,28	4,42	4,68	5,09	5,80
47.1 Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach	4,89	3,57	3,76	3,94	4,12	4,30	4,48	4,69	5,03	5,60
15.2 Produkcja obuwia	4,75	3,56	3,79	3,90	3,97	4,42	4,69	4,86	5,03	5,55
47.3 Sprzedaż detaliczna paliw do pojazdów silnikowych na stacjach paliw	7,79	3,58	3,72	3,95	4,19	4,47	4,69	5,01	5,56	6,28
87.3 Pomoc społeczna z zakwaterowaniem dla osób w podeszłym wieku i osób niepełnosprawnych	5,14	3,63	3,91	4,05	4,26	4,57	4,73	5,09	5,79	8,17
10.7 Produkcja wyrobów piekarskich i mącznych	5,53	3,56	3,73	3,99	4,24	4,51	4,97	5,30	5,78	6,55
56.1 Restauracje i pozostałe placówki gastronomiczne	5,09	3,53	3,74	3,99	4,28	4,58	4,87	5,37	5,91	6,85

Poziom płacy minimalnej i zakres pokrycia



* Jasny niebieski – płaca minimalna 1 stycznia 2024, ciemny niebieski płaca min. 1 lipca 2024

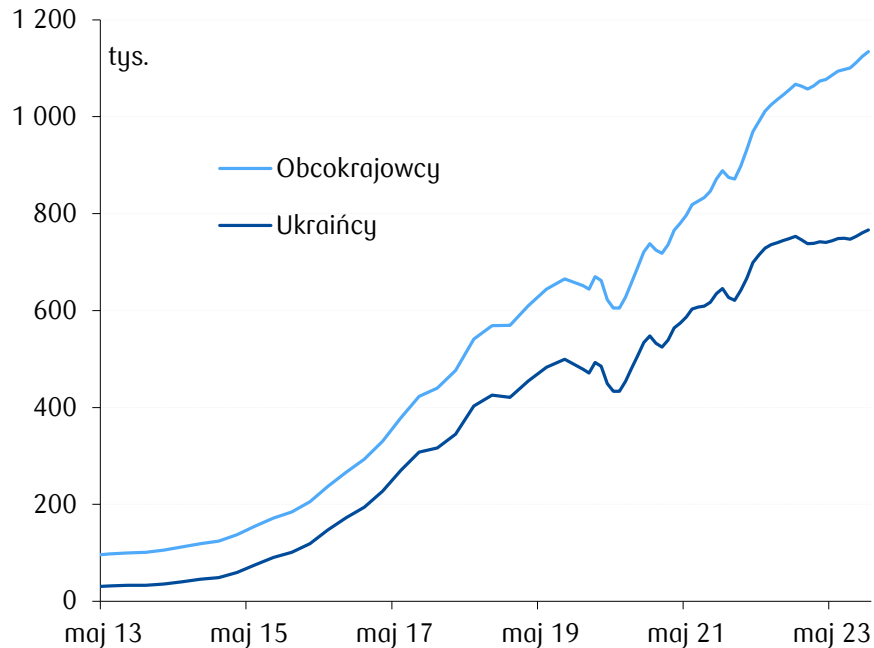
- Zgodnie z szacunkami ministerstwa w 2024 płacą minimalną objętych będzie 3,6 mln pracowników, stanowiących ok. 20% pracujących. To o 0,9 mln więcej niż w 2023.
- Więcej niż połowa pracowników w branżach o relatywnie niższych kwalifikacjach, takich jak ochrona czy sprzątanie obiektów, będzie objęta płacą minimalną.

Migracja była głównym czynnikiem łagodzącym niedostateczną podaż pracy

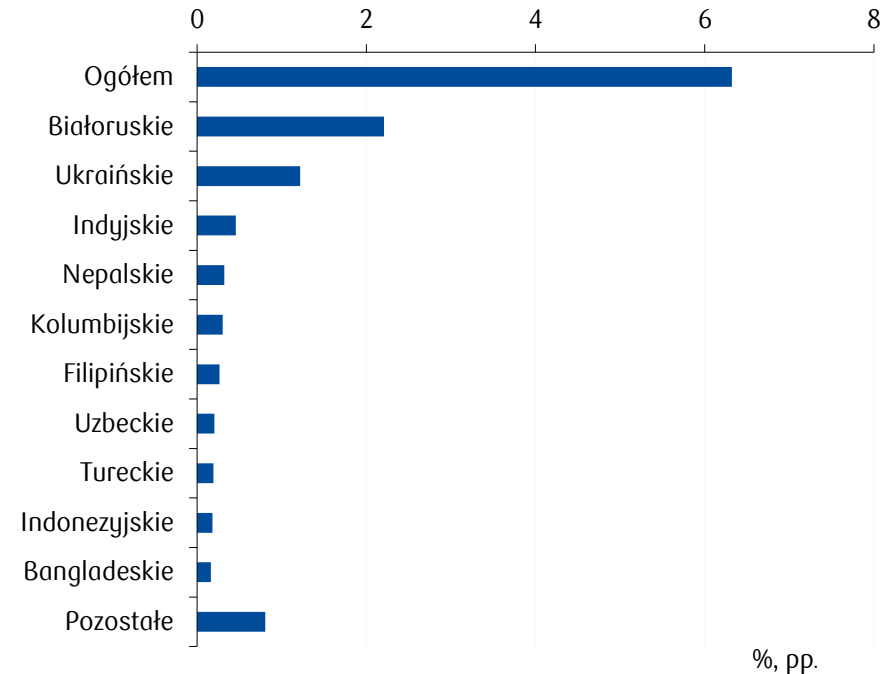


Bank Polski

Cudzoziemcy ubezpieczeni w ZUS



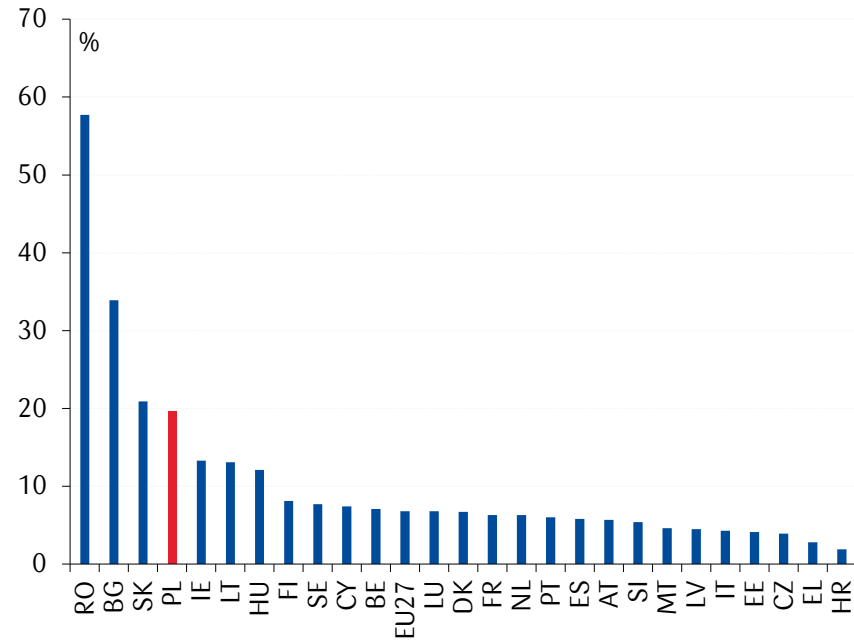
Cudzoziemcy ubezpieczeni w ZUS – wkład do wzrostu w okresie lis-2023 vs lis-2022



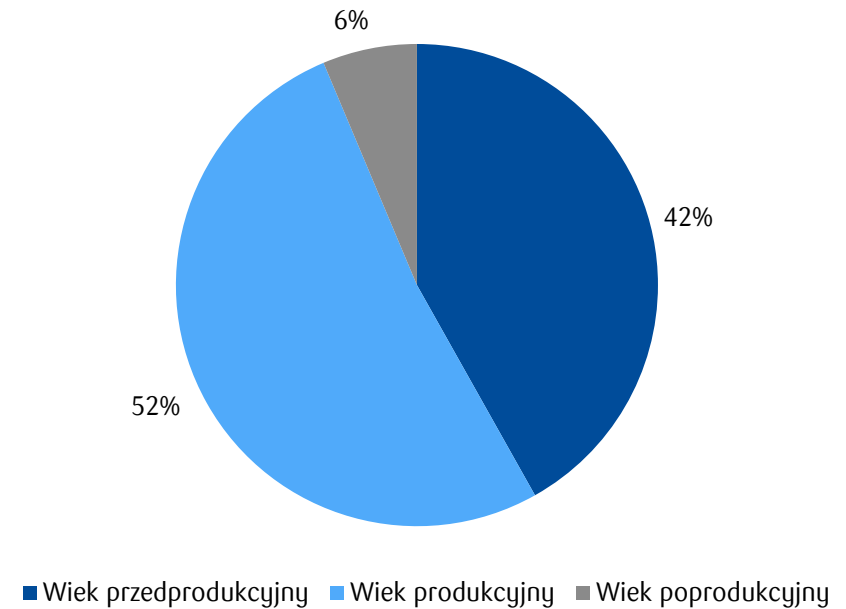
- Wpływ wzrostu płacy minimalnej na bezrobocie będzie regionalnie zróżnicowany, choć ogólnie ograniczony w warunkach, gdy krajowy rynek pracy pozostaje napięty. Niedobory podaży pracy były w ostatnim czasie niwelowane przez migrantów z Ukrainy (zarówno przedwojennych jak i uchodźców), jednak tempo ich napływu znacząco spowolniło. Przyspieszenie wzrostu migracji z innych kierunków można zaobserwować nie tylko w przypadku krajów sąsiadujących, takich jak Białoruś, ale też z bardziej odległych regionów, jak Indie i Nepal, co odzwierciedla rosnącą atrakcyjność polskiej gospodarki dla migrantów zarobkowych.

Struktura ostatniej migracji była mniej korzystna

Udział migrantów poniżej 15 roku życia



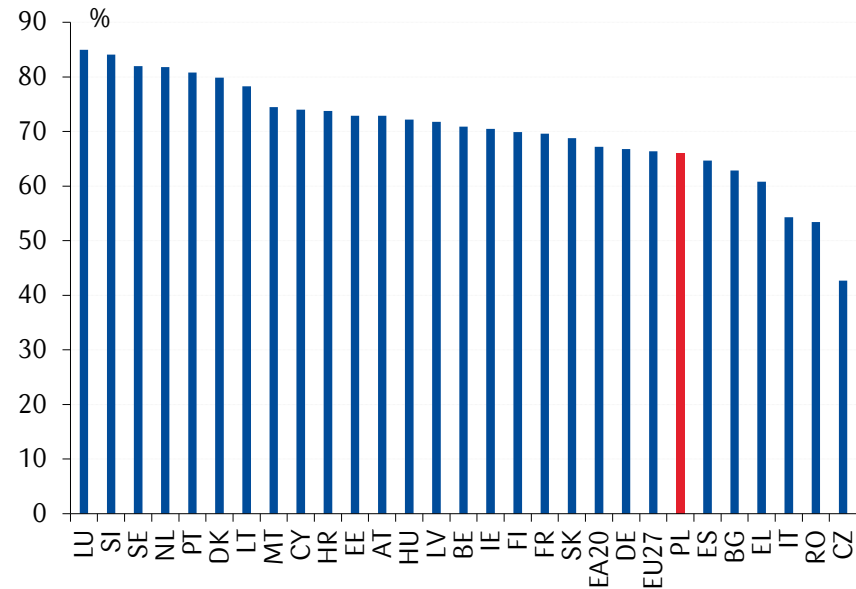
Mieszkańcy Ukrainy objęci ochroną czasową wg grup wiekowych



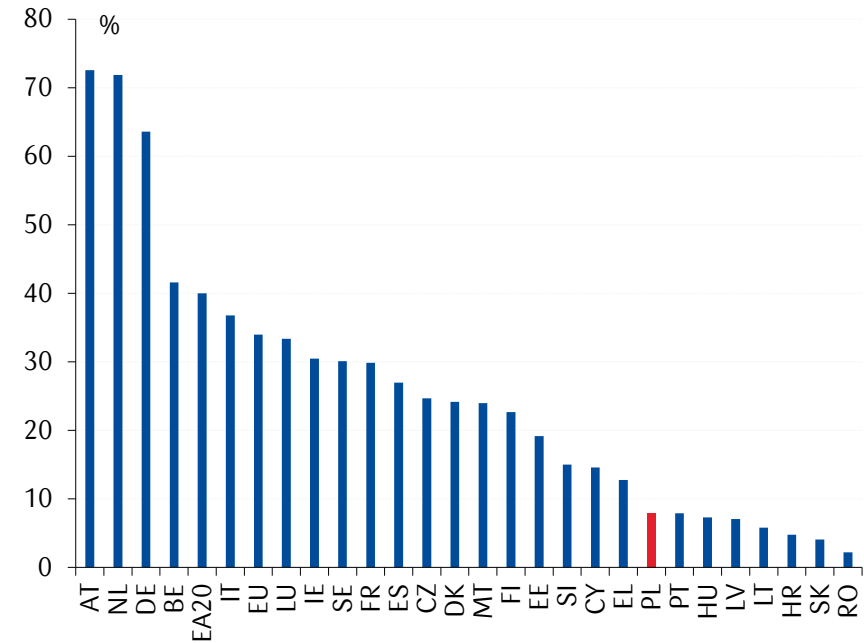
- Powojenna migracja Ukraińców charakteryzowała się relatywnie większym udziałem grup w wieku nieprodukcyjnym. Pomimo historycznie wysokiego wskaźnika aktywności zawodowej migrantów, w naturalny sposób przełożyło się to na silny wzrost konsumpcji i relatywnie mniej pozytywny impuls dla podaży pracy.

Wsparcie dla rynku pracy może nadejść ze strony pracujących mam

Stopa zatrudnienia kobiet posiadających przynajmniej 1 dziecko poniżej 6 r. życia



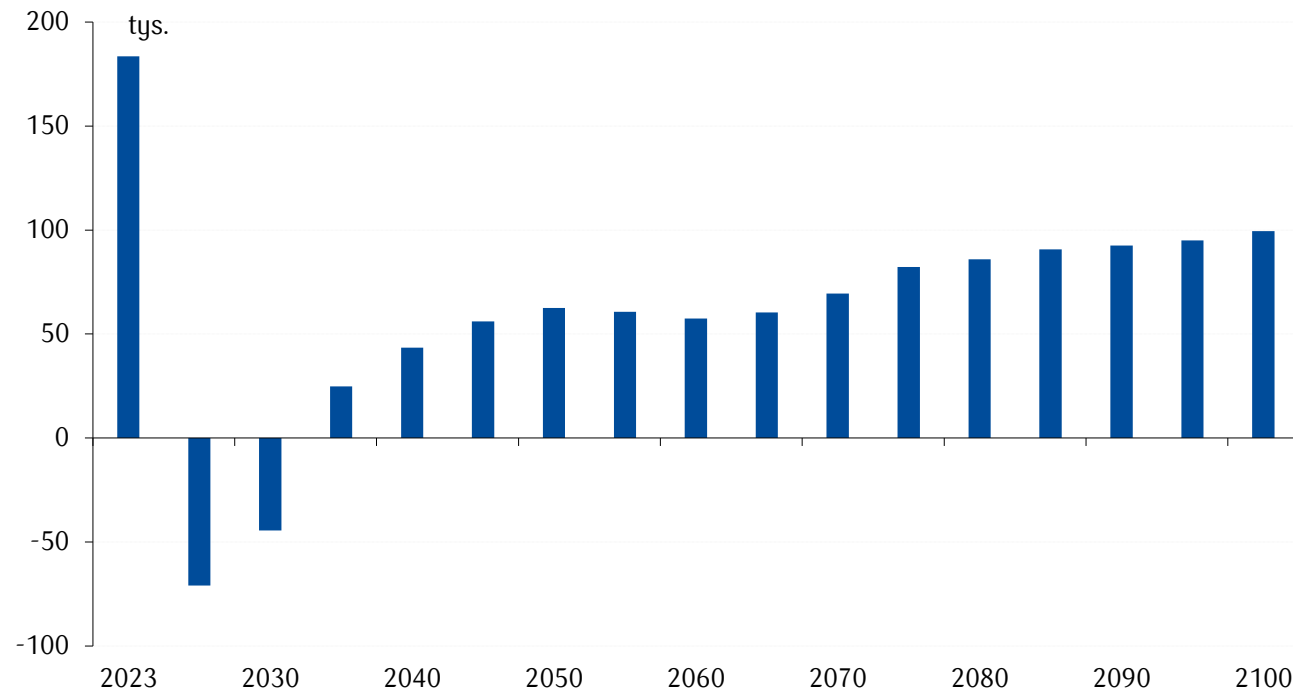
Zatrudnienie na niepełny etat wśród kobiet posiadających przynajmniej jedno dziecko poniżej 6 r. życia



- Zachęty finansowe w ramach zapowiadanego przez nowy rząd programu „Aktywna Mama”, pokrywające koszty opieki nad dzieckiem w przypadku powrotu kobiety do pracy, mogą przełożyć się na kolejne źródło dodatkowej podaży pracy.
- Efekt ten mógłby zostać wzmocniony pewnymi zmianami jakościowymi w zatrudnieniu kobiet w wieku rozrodczym, np.: poprzez większą skłonność pracodawców do dopuszczania zatrudnienia w niepełnym wymiarze czasu pracy.

Projekcje migracji netto pozostają korzystne...

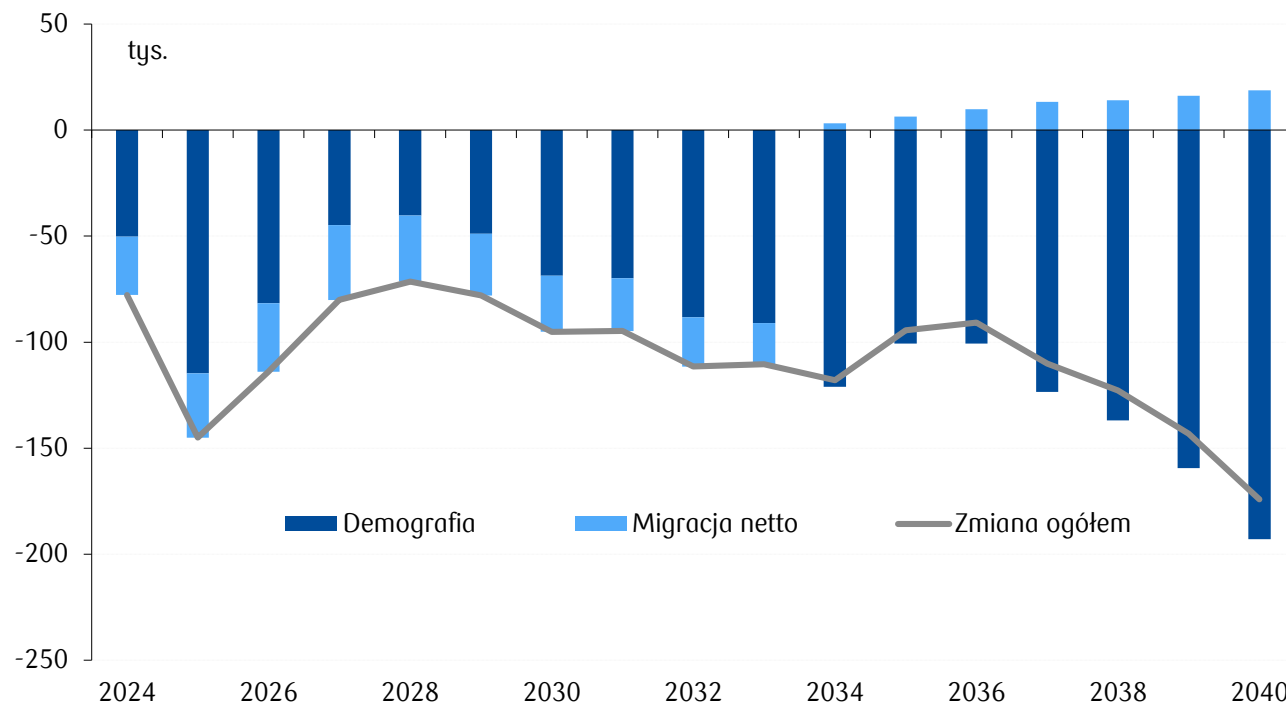
Projekcja migracji netto



- Migracja ukraińska ma charakter osiedlency. Z najnowszego badania przeprowadzonego przez NBP wynika, że 61% przedwojennych migrantów i 39% uchodźców wojennych deklaruje, że pozostanie w Polsce na dłużej lub na stałe. Co ważne, bardzo niski odsetek (1-2%) chce wyemigrować z Polski do kraju innego niż Ukraina.
- GUS w swojej prognozie demograficznej zakłada, że w Polsce na stałe pozostanie 37,5% uchodźców. Założono także, że reszta z nich będzie stopniowo wracać na Ukrainę w latach 2024-2034, podobne założenie podziela Eurostat.
- Zarówno Eurostat, jak i GUS prognozują stały wzrost liczby migracji netto.

... jednak niekorzystne czynniki demograficzne będą przeważać

Źródła zmian podaży pracy



- Z prognoz Eurostatu i GUS wynika, że do 2040 liczba ludności Polski zmniejszy się o około 5-6%, a do 2060 o prawie 11-13%. Spadkowi liczby ludności będą towarzyszyć niekorzystne zmiany w jej strukturze, w tym starzenie się społeczeństwa.
- Udział ludności w wieku produkcyjnym spadnie z około 59% w 2022 do 56% w 2040 i 49% w 2060. Spadek liczby kobiet w wieku produkcyjnym będzie bardziej gwałtowny: ok. -30% w latach 2023-2060, wobec -25% w tym samym okresie w przypadku mężczyzn.



Bank Polski

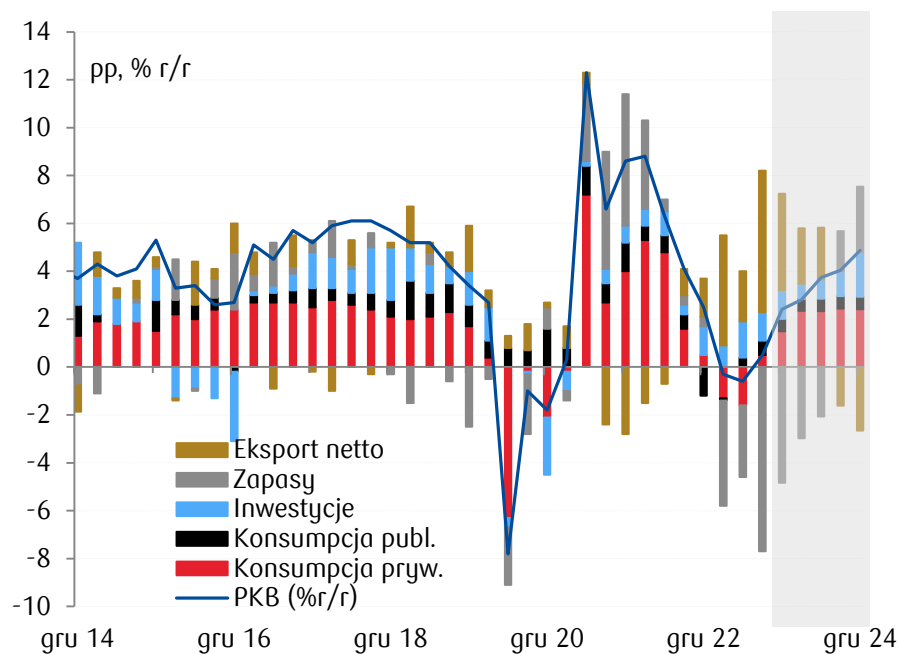
#6 Przed nami konsumpcyjny boom

Motorem wzrostu PKB będą konsumpcja i przyspieszające inwestycje

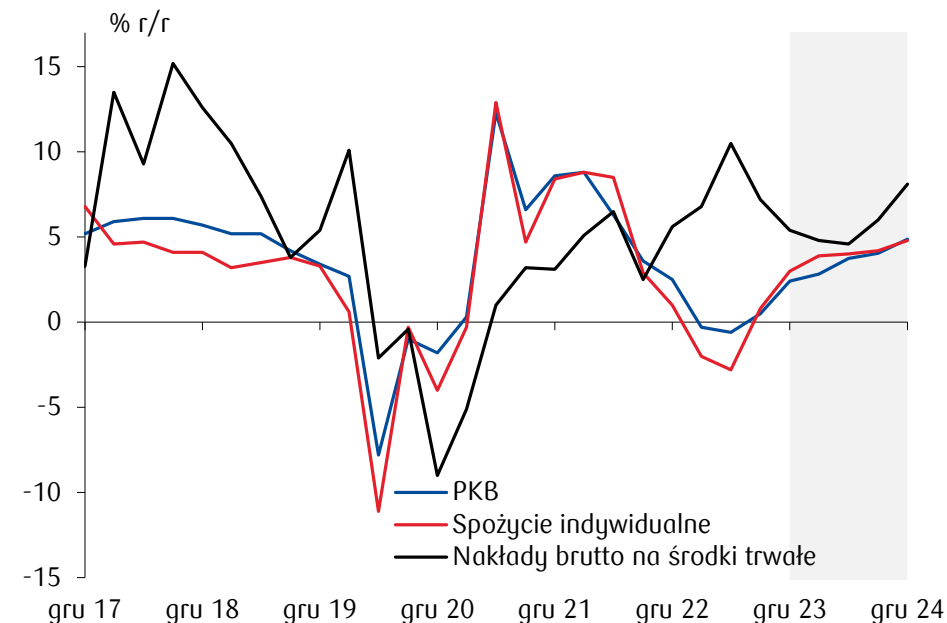


Bank Polski

Wkłady do wzrostu PKB



Główne komponenty PKB



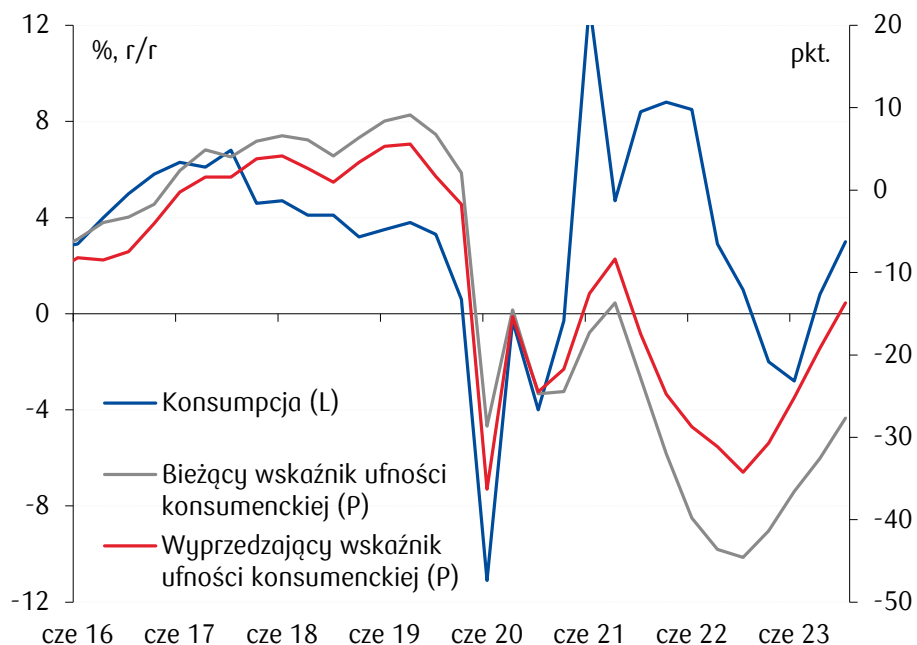
- Solidny wzrost PKB w 2h23 był tylko preludium do jeszcze silniejszego ożywienia w kolejnych kwartałach. Prognozujemy, że w 2024 wzrost PKB wyniesie blisko 4%. Nasz optymizm wynika z coraz lepszych perspektyw dochodów gospodarstw domowych (silny rynek pracy, podwyżki płac w sektorze publicznym), silniejszej od oczekiwań aktywności inwestycyjnej firm oraz odmrożenia środków z KPO. Szacujemy, że konsumpcja prywatna doda 2,4 pp., a wzrost inwestycji 1,1 pp. do wzrostu PKB.

Wzrost konsumpcji przekroczy 4% odzwierciedlając wyższe realne dochody

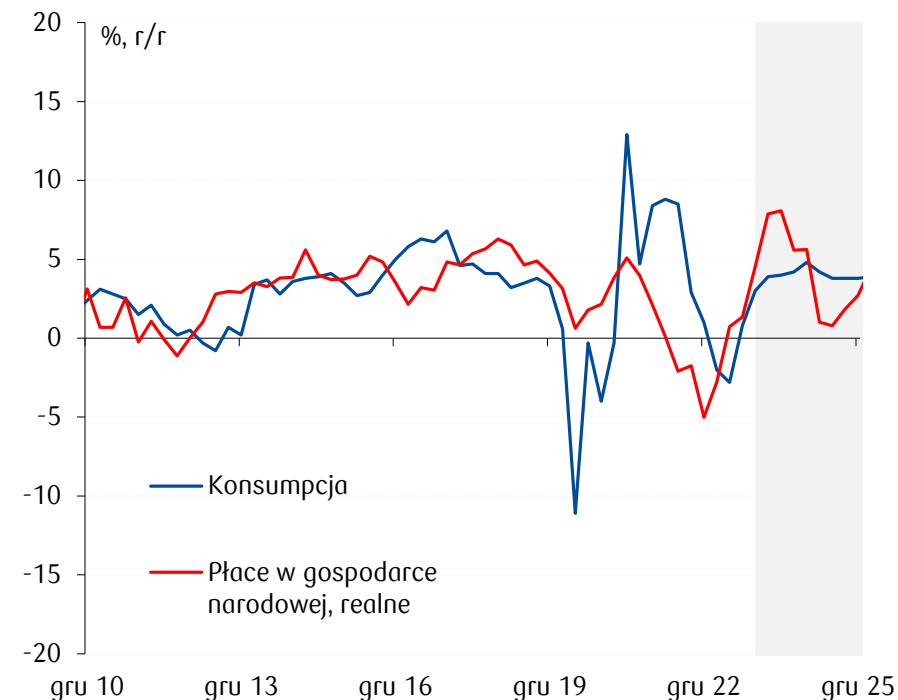


Bank Polski

Nastroje konsumenckie vs konsumpcja



Konsumpcja vs płace realne

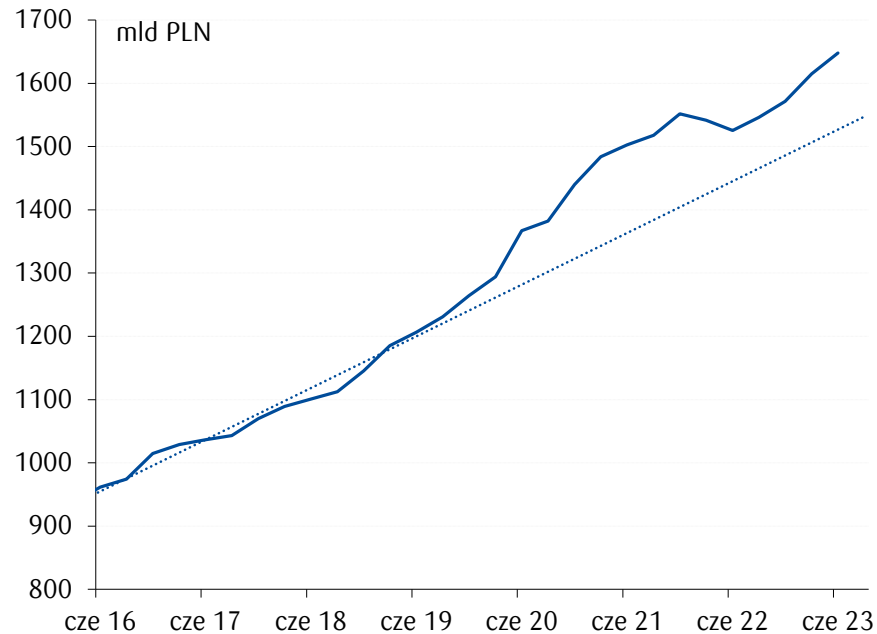


- Konsumpcja gospodarstw domowych staje się głównym motorem napędowym odbicia, głównie ze względu na poprawę realnych dochodów (dwucyfrowa dynamika płac i emerytur, spadająca inflacja, rosnące transfery socjalne).
- Stabilna sytuacja na rynku pracy, której towarzyszy poprawa zaufania konsumentów, będzie również sprzyjać wydatkom konsumenckim.
- Skłonność do konsumpcji w gospodarce dodatkowo zwiększa struktura wzrostu dochodów (większa w mniej zamożnych gospodarstwach).

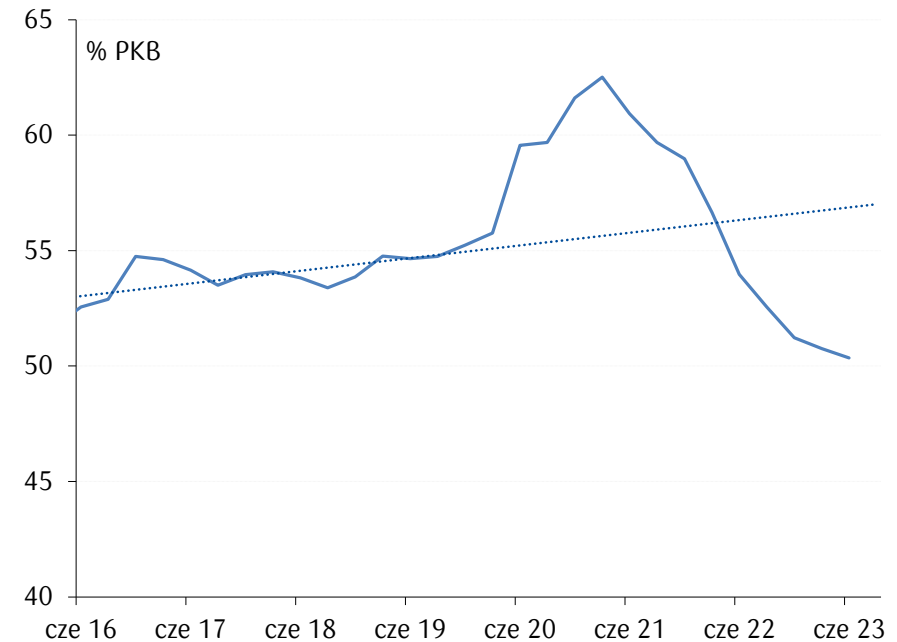


Zakumulowane oszczędności nie będą już wspierały konsumpcji

Oszczędności gospodarstw domowych*
(gotówka + depozyty + udziały w TFI)



Oszczędności gospodarstw domowych*
(gotówka + depozyty + udziały w TFI)

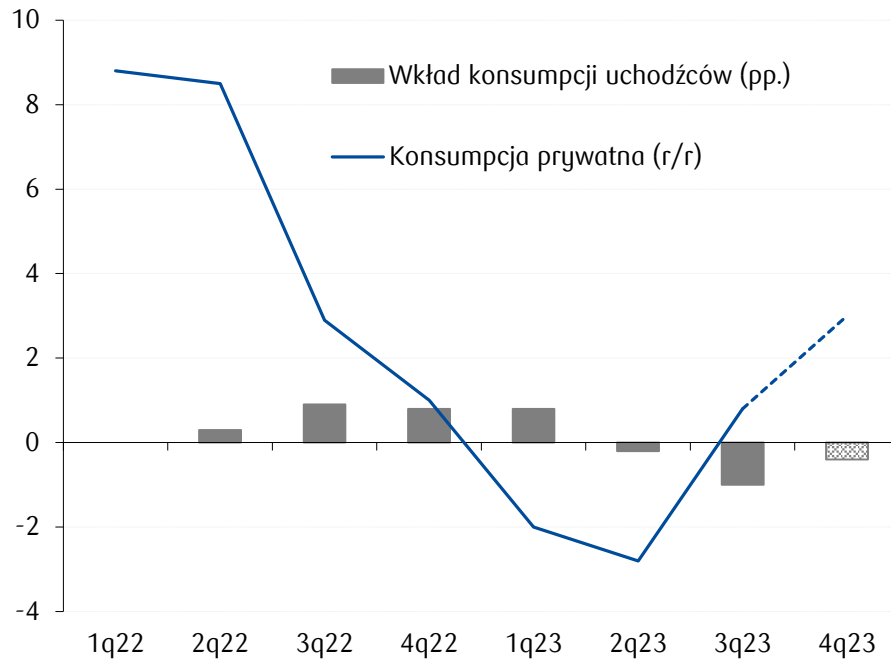


- Nadwyżkowe oszczędności gospodarstw domowych z okresu pandemii zostały wyczerpane.
- Zakładamy, że oszczędności gospodarstw domowych będą powoli rosnąć wraz ze wzrostem realnych stóp procentowych. Akumulacja oszczędności może być motywowana również zakupami mieszkań.

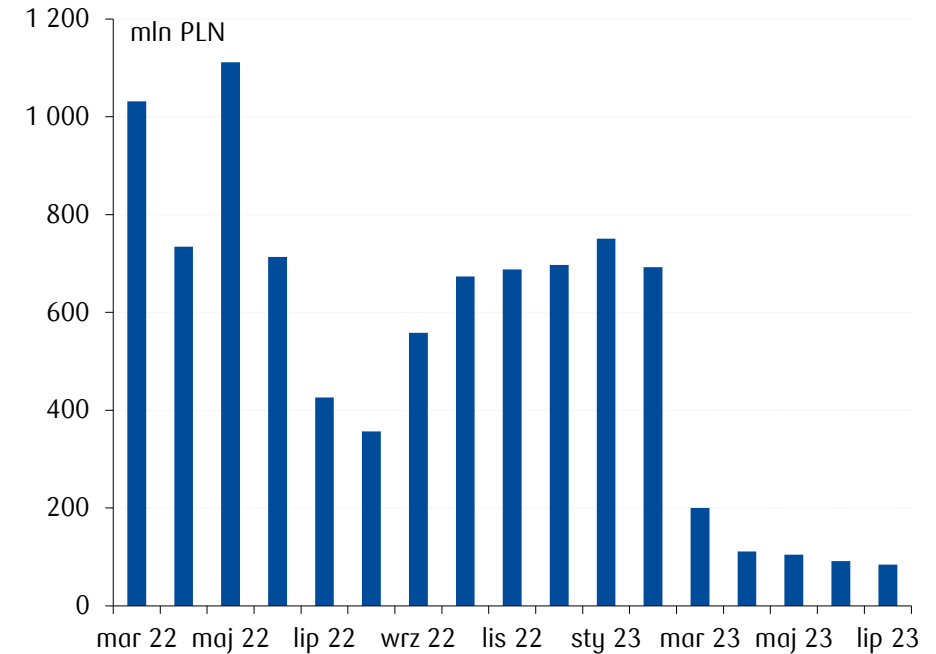
* ostatnie dostępne dane (kwartalne rachunki niefinansowe) za 2q23.

Uchodźcy – istotne źródło popytu krajowego

Szacowany wpływ wydatków uchodźców na konsumpcję



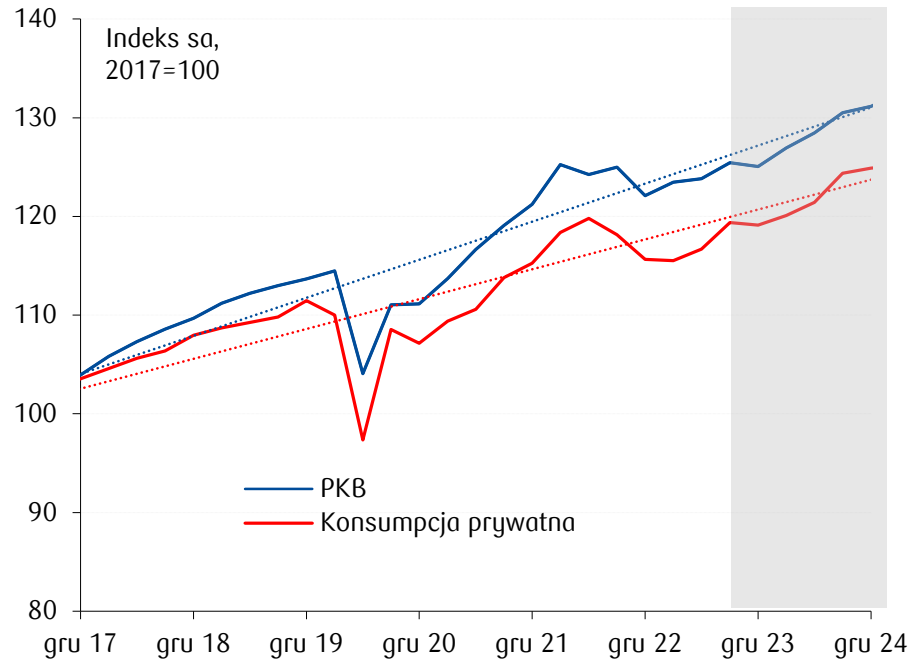
Wpłaty z kart ukraińskich w Polsce



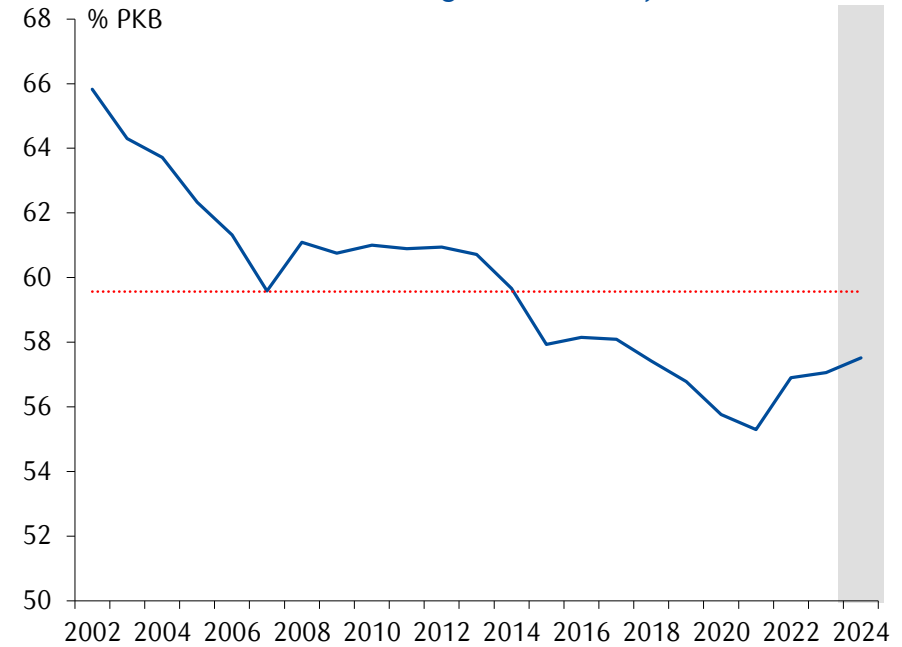
- Nagły napływ uchodźców wojennych podbił konsumpcję prywatną w Polsce w 2022 i na początku 2023. Liczba uchodźców osiągnęła szczyt w 3q22, na poziomie ponad 1 mln osób. W 2q22 i 4q22 wartość wypłat z ukraińskich kart w Polsce przekraczała poziom 2 mld PLN. Obecnie znaczenie tego źródła finansowania wydatków uchodźców jest nieznaczące.
- Bazując na danych o wypłatach z kart ukraińskich i na wewnętrznych danych dotyczących rachunków posiadanych przez uchodźców szacujemy, że generowany przez nich bezpośredni popyt podbił konsumpcję prywatną w Polsce w okresie 3q22-1q23 o ok. 1pp (traktujemy ten szacunek jako dolny przedział oszacowania). Od 3q23 wpływ uchodźców na dynamikę konsumpcji prywatnej jest już negatywny (głównie przez efekt bazy).

Do nadmiarowego boomu konsumpcyjnego jeszcze daleko

Poziom PKB i konsumpcji



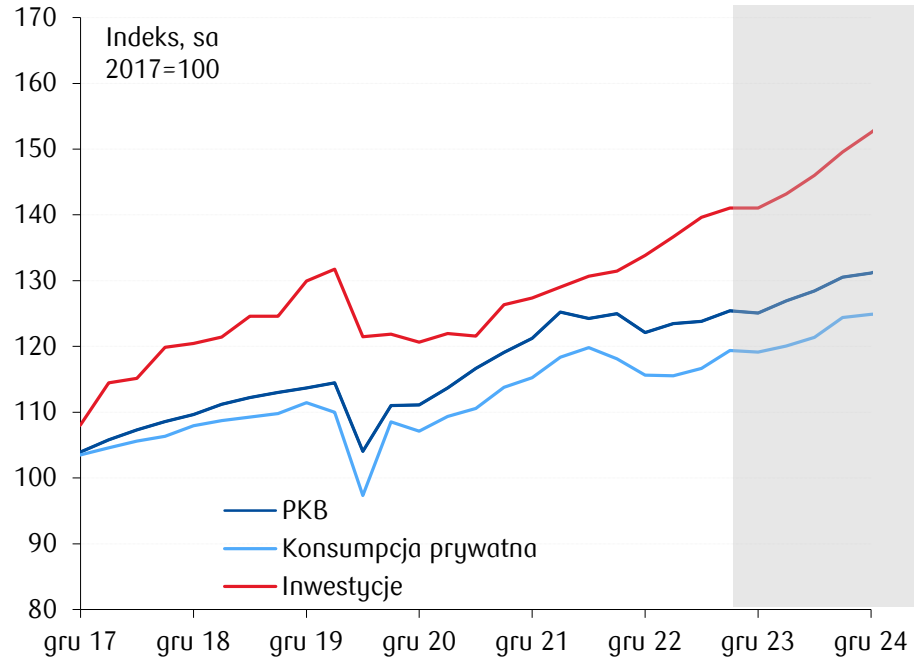
Konsumpcja prywatna jako % PKB na tle średniej długookresowej



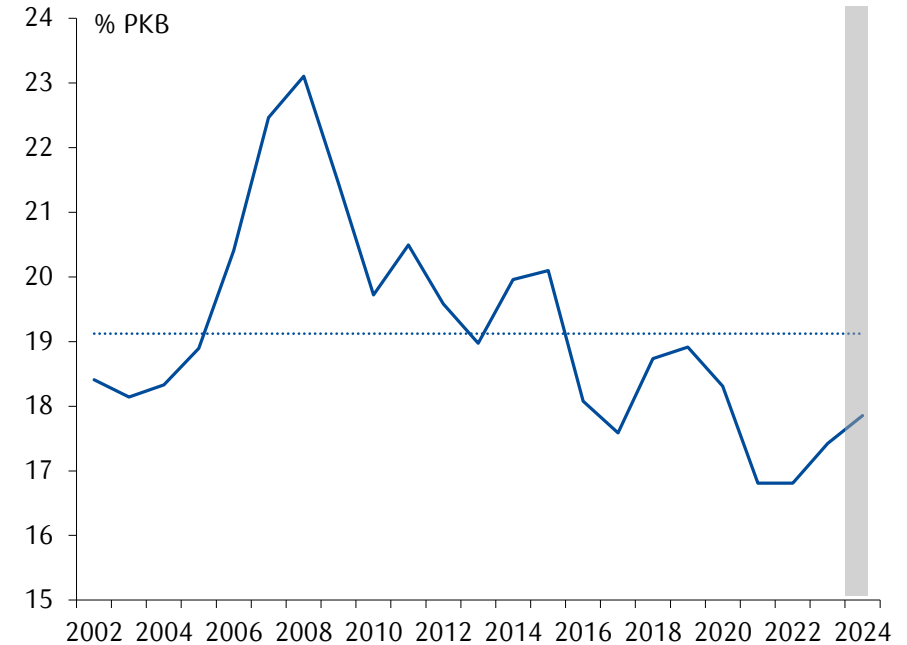
- W ostatnich latach realna dynamika spożycia gospodarstw domowych była wolniejsza niż wzrost PKB, a mimo to udział konsumpcji w PKB pozostanie znacznie poniżej średniej długookresowej.

Inwestycje będą rosły szybciej, ale nie na tyle, aby zlikwidować „lukę”

Poziom głównych komponentów PKB



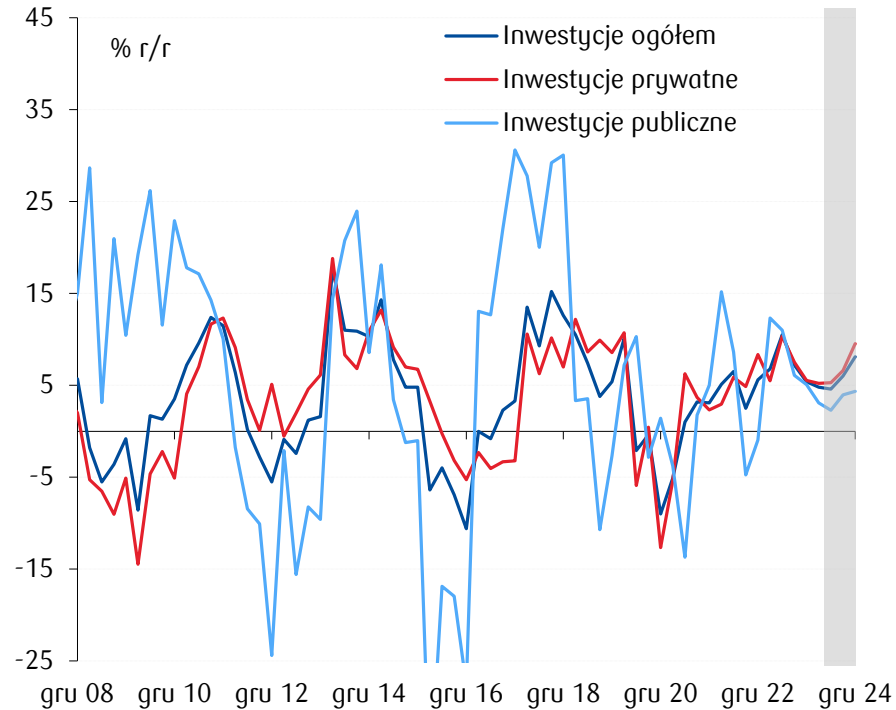
Inwestycje jako % PKB na tle długookresowej średniej



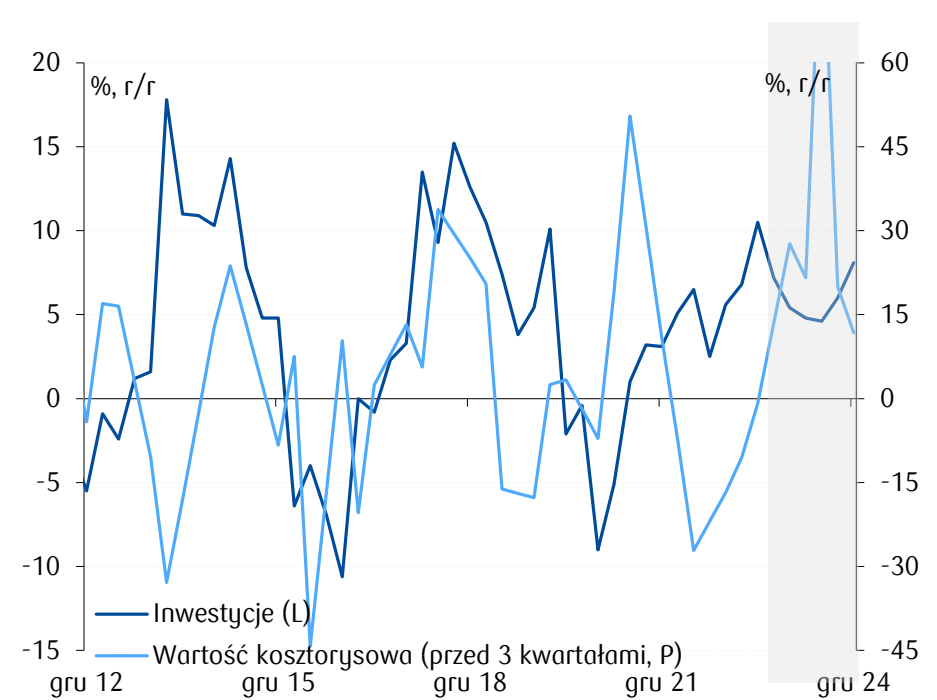
- Odmrożenie środków z KPO znacząco wesprze inwestycje. Przyspieszenie będzie napędzane transformacją energetyczną, lepszymi możliwościami eksportowymi gospodarki (dzięki *reshoringowi* i napływowi BIZ) oraz koniecznością zwiększenia zasobu kapitału produkcyjnego przedsiębiorstw (wynikającą ze zmniejszonej stopy inwestycji w czasie pandemii, niskiego stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnących kosztów pracy).
- Nawet po realnym wzroście o 6,2% w 2024 (PKOe) udział inwestycji w PKB nie przekroczy 18% i będzie wyraźnie poniżej długookresowej średniej.

Boom inwestycyjny będzie głównie zasługą prywatnych nakładów

Tempo wzrostu inwestycji



Inwestycje prywatne vs plany kosztorysowe



- Przejście na nową perspektywę środków UE może tymczasowo odbić się negatywnie na inwestycjach publicznych, ale szybsza absorpcja środków z KPO i zwiększone wydatki na obronność powinny łagodzić ten efekt.
- Zakładany wzrost absorpcji środków unijnych w dużej mierze zneutralizuje negatywny wpływ "luki" między starą a nową perspektywą finansową i powinien znacząco wspierać również inwestycje prywatne.



Bank Polski

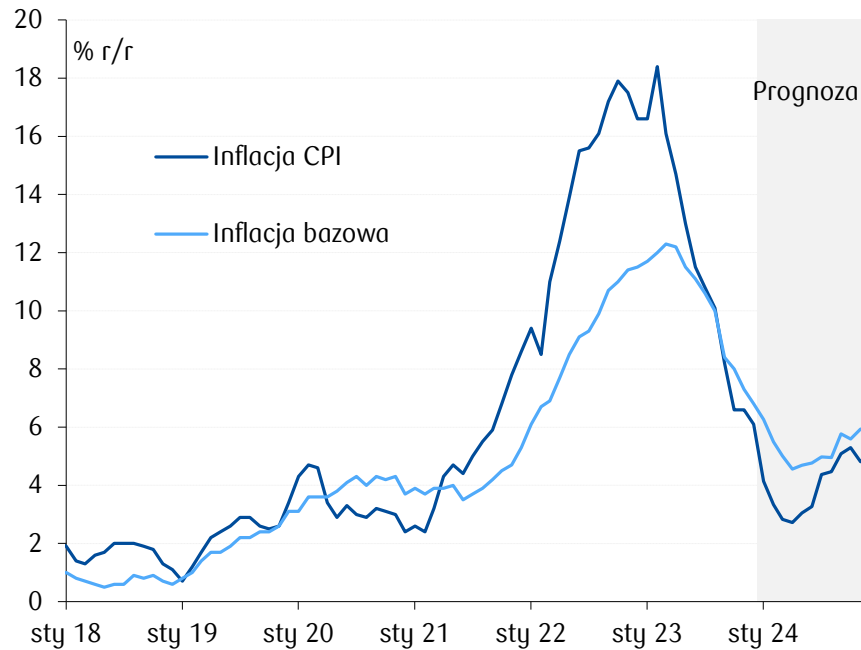
#7 Przedwczesny koniec dezinflacji

Inflacja pod silnym wpływem kosztów i przy rosnącym znaczeniu presji popytowej

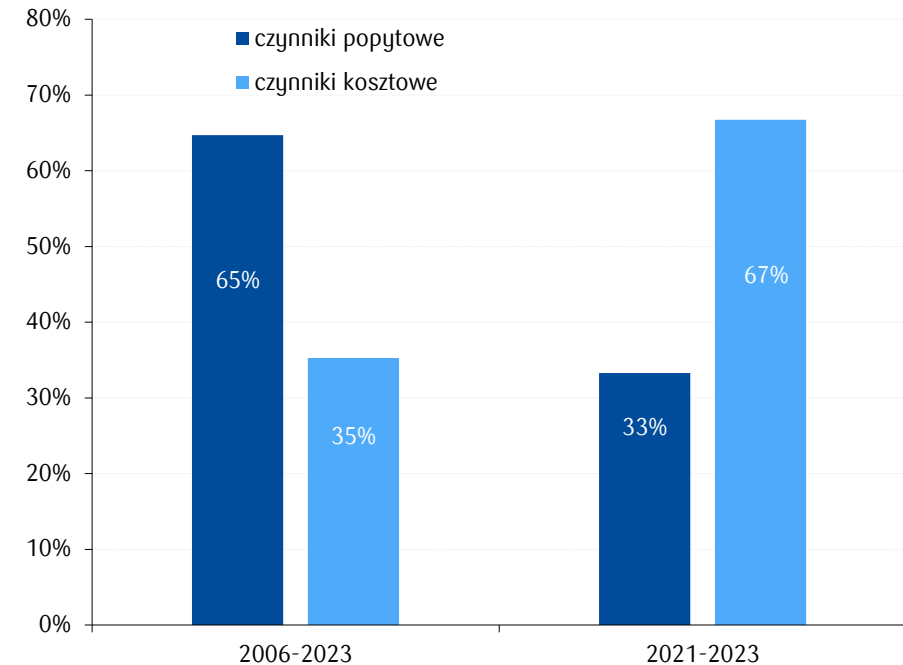


Bank Polski

Prognoza inflacji i inflacji bazowej



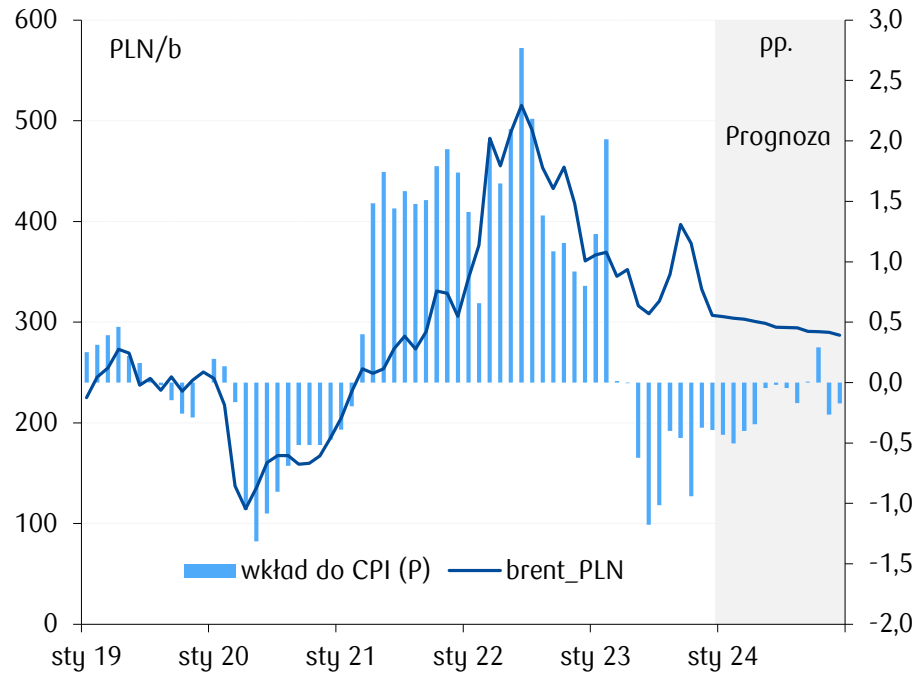
Popytowe i kosztowe determinanty inflacji bazowej



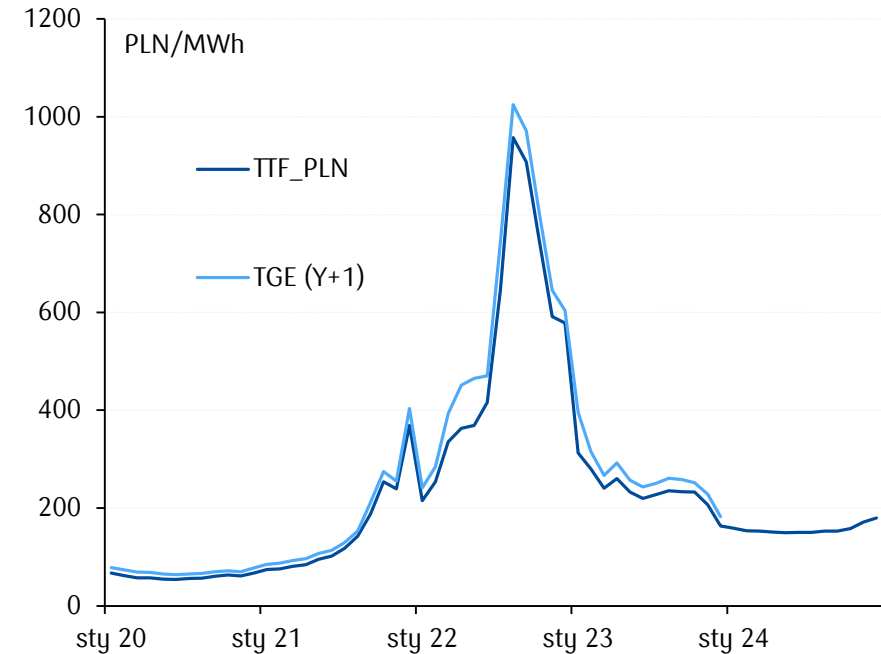
- 2023 przyniósł silną dezinflację – po szczycie, odnotowanym w lutym na poziomie 18,4% r/r, na koniec 2023 inflacja obniżyła się do 6,1% r/r, wyraźnie silniej od oczekiwań formułowanych na początku roku. Za silnym procesem dezinflacji stały efekty statystyczne (baza), wygasanie szoków kosztowych (korekta cen energii) i spadek popytu.
- Szacujemy, że łącznie w okresie 2021-23 wpływ czynników kosztowych na inflację (a w nich skumulował się szok) był dwukrotnie silniejszy niż przeciętnie od 2006. W 2024 znaczenie czynników kosztowych osłabnie, ale ich rola w kształtowaniu inflacji wciąż będzie większa niż przeciętnie. Pierwsze skrzypce ponownie zacznie grać odbudowujący się popyt, który zahamuje trend spadku inflacji bazowej.

Ceny nośników energii – nadzieja na „nudny” rok

Ceny paliw będą nieznacznie obniżać inflację



Perspektywa stabilnych cen gazu



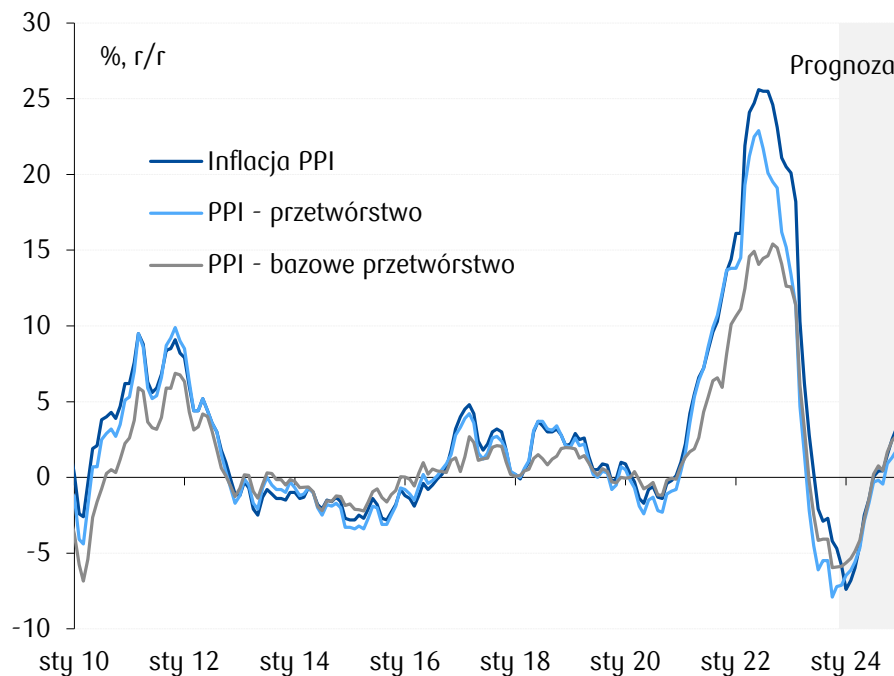
- W okresie od stycznia 2022 do lutego 2023 paliwa podbijały inflację CPI przeciętnie o 1,5pp. w 2h23 ich wkład od inflacji był już ujemny, przeciętnie na poziomie -0,7pp. Kontrakty terminowe zakładają stopniowy ale konsekwentny spadek cen ropy. W połączeniu z oczekiwanym przez nas umocnieniem złotego zapowiada to, że w 2024 paliwa będą obniżać inflację, choć nie w aż tak silnym stopniu jak w 2h23.
- Po szoku w 2022, w 2023 ceny gazu TTF ustabilizowały się w okolicy 50 EUR/MWh. Kontrakty terminowe wskazują na ich dalszy spadek w 2024, w kierunku 35 EUR/MWh, co w połączeniu z mocniejszym złotym dawałoby przestrzeń do spadku cen gazu (dla odbiorców na zasadach rynkowych) w skali ok. 20-25%.

Ceny surowców obniżają inflację PPI, ale jej odbicie widać już na horyzoncie

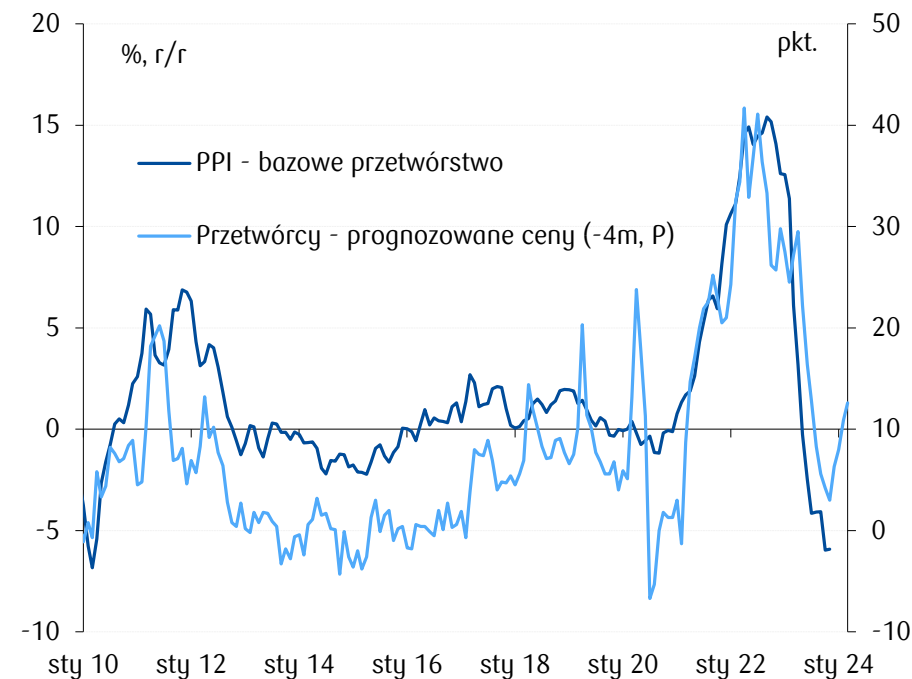


Bank Polski

Głęboka, ale odwracająca się deflacja w cenach producentów



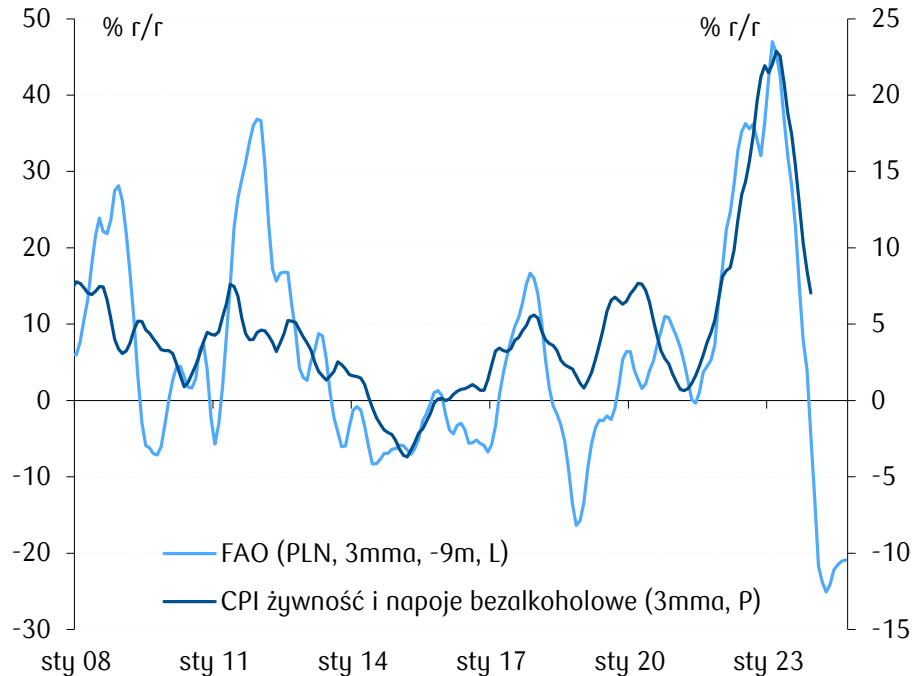
Rosną oczekiwania cenowe przetwórców



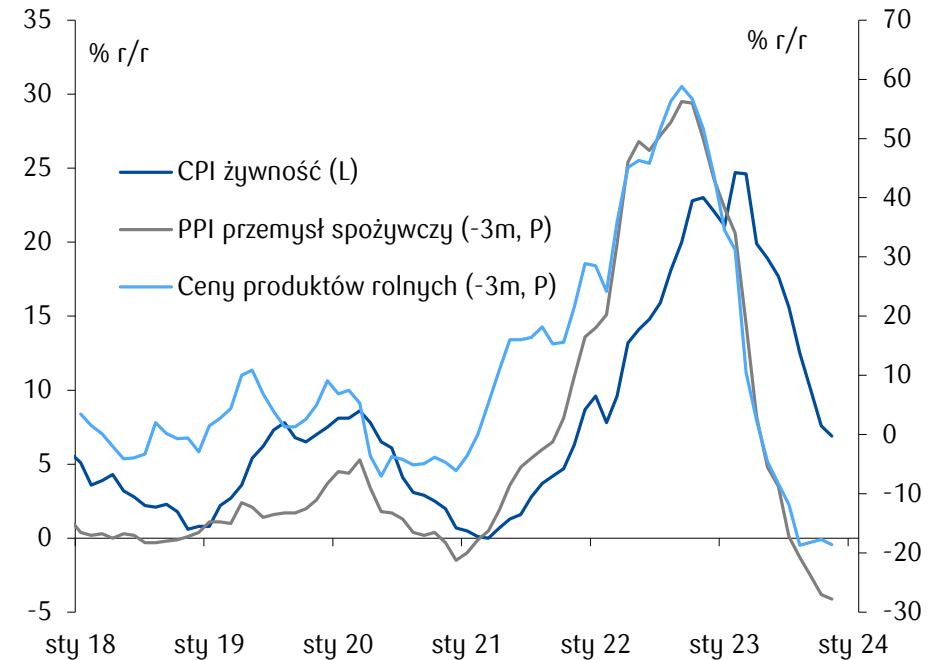
- Od lipca 2023 utrzymuje się deflacja cen producentów, napędzana głównie przez branże surowcowe (produkcja koksu i produktów ropy naftowej, produkcja metali) oraz branże energochłonne (m.in. chemiczną). Za deflacją stoją więc głównie wygasające szoki energetyczne, chociaż nie bez znaczenia jest też słaby popyt, wywierający presję na marże.
- Badania koniunktury wskazują na stopniową odbudowę popytu krajowego. Oczekujemy, że w trakcie 2024 dołączy do niego popyt zagraniczny. Dodatkowo, mniejsze efekty bazy ograniczą wpływ normalizacji cen energii i surowców na inflację PPI. Oczekujemy, że w połowie 2024 inflacja PPI będzie znowu dodatnia (wzrosty cen r/r). Patrząc na prognozy samych przetwórców ta zmiana może nawet nastąpić nieco wcześniej.

Dezinflacja cen żywności hamuje, w centrum uwagi decyzje podatkowe

Światowe vs krajowe ceny żywności



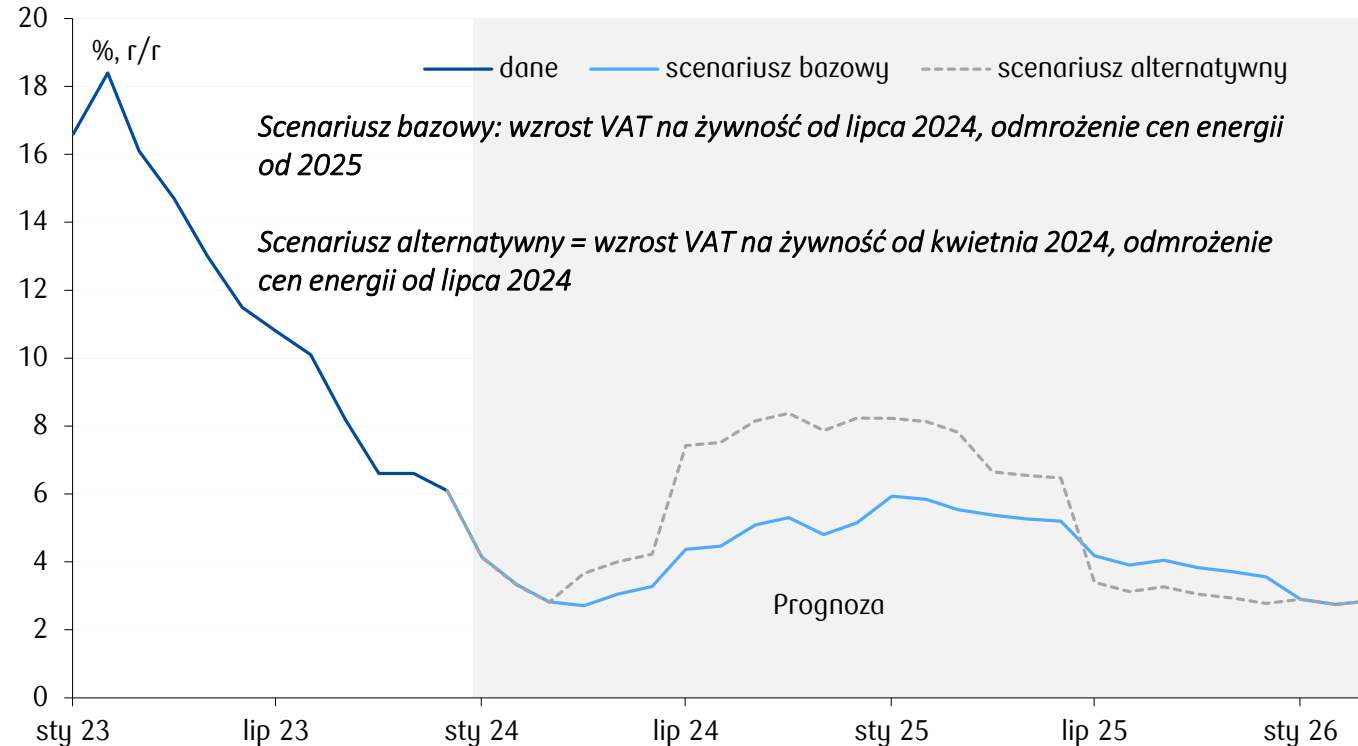
Ceny żywności w inflacji CPI vs komponenty kosztowe



- Zarówno tendencje globalne jak i krajowe wskazują, że proces dezinflacji w cenach żywności będzie w 2024 kontynuowany. Istotne znaczenie dla zmian cen żywności w inflacji CPI będą także miały decyzje regulacyjne. Według przepisów w kwietniu wzrośnie stawka VAT na większość towarów żywnościowych, z 0% do 5%. My zakładamy, że obniżona stawka zostanie przedłużona jeszcze na 2q24. Ta zmiana podbije inflację cen żywności o 3,5pp a inflację CPI o 1pp.
- Znaczenie cen żywności dla inflacji ogółem wg nas w 2024 wzrośnie – oczekujemy, że jej waga w koszyku inflacyjnym może być największa od wielu lat. To może dodatkowo obniżać inflację w 1h24, a podbijać w 2h24.

Jedno z kluczowych pytań na 2024 – czy odmrozić ceny energii?

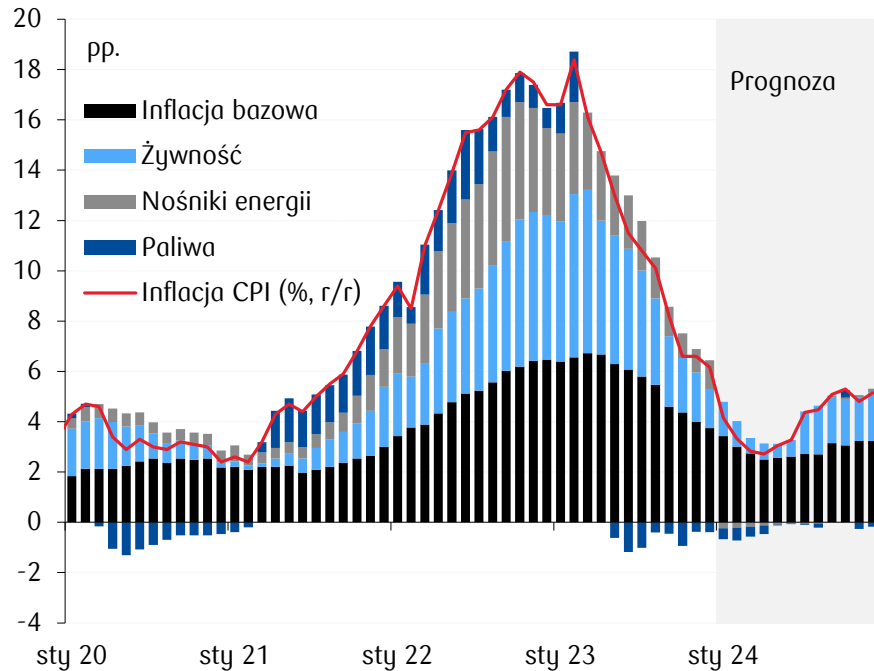
Wpływ założeń odnośnie do zmian regulacyjnych na inflację



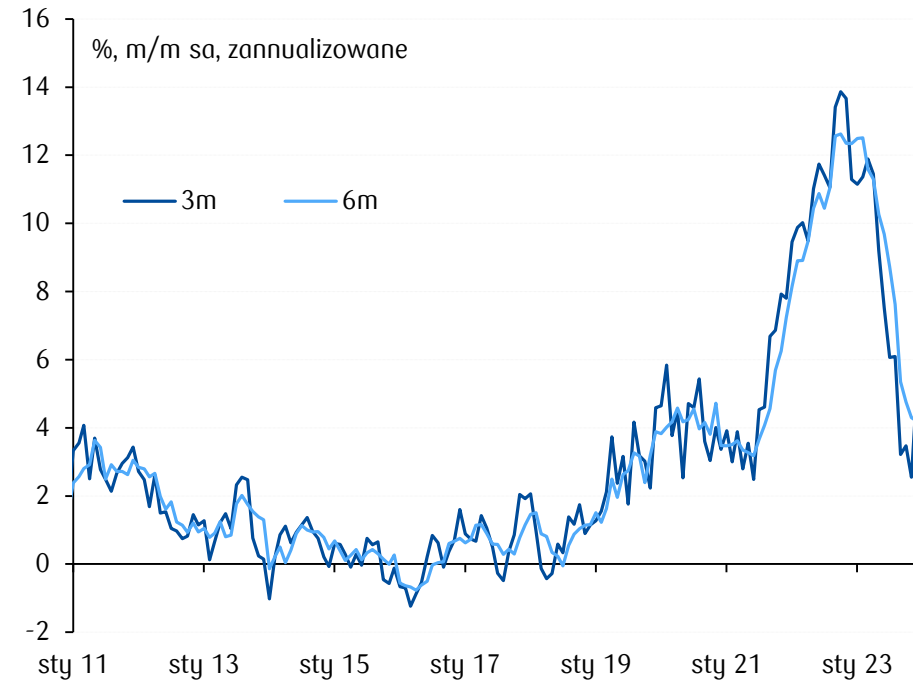
- Założenia dotyczące decyzji regulacyjnych są kluczowe dla prognoz inflacji na 2024 i 2025. Poza zmianą stawki VAT rząd będzie musiał podjąć decyzję o potencjalnym odmrożeniu cen energii (energia elektryczna, gaz, ciepło systemowe), które zamrożono w 2023. Na razie zamrożenie cen przedłużono na 1h24. Bazując na obecnych taryfach URE odmrożenie cen podniosłoby ceny prądu i gazu o ok. 40%. W bazowym scenariuszu zakładamy, że mrożenie cen energii zostanie przedłużone na 2h24.
- Jeśli zmiany regulacyjne weszłyby w życie zgodnie z obecnymi przepisami (wyższy VAT w kwietniu, odmrożenie cen energii w lipcu) inflacja CPI w 2q24 byłaby o ok 1pp wyższa, a w 2h24 byłaby o ponad 3pp wyższa niż zakładamy w scenariuszu bazowym.

Inflacja bazowa – trend spadkowy może się przedwcześnie zatrzymać

Inflacja CPI - struktura



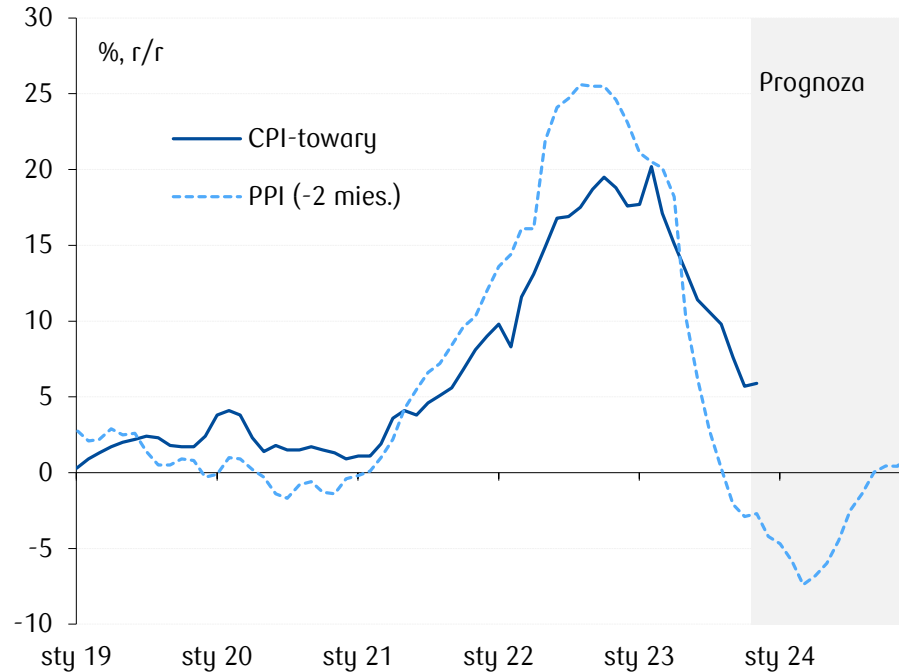
Impet inflacji bazowej



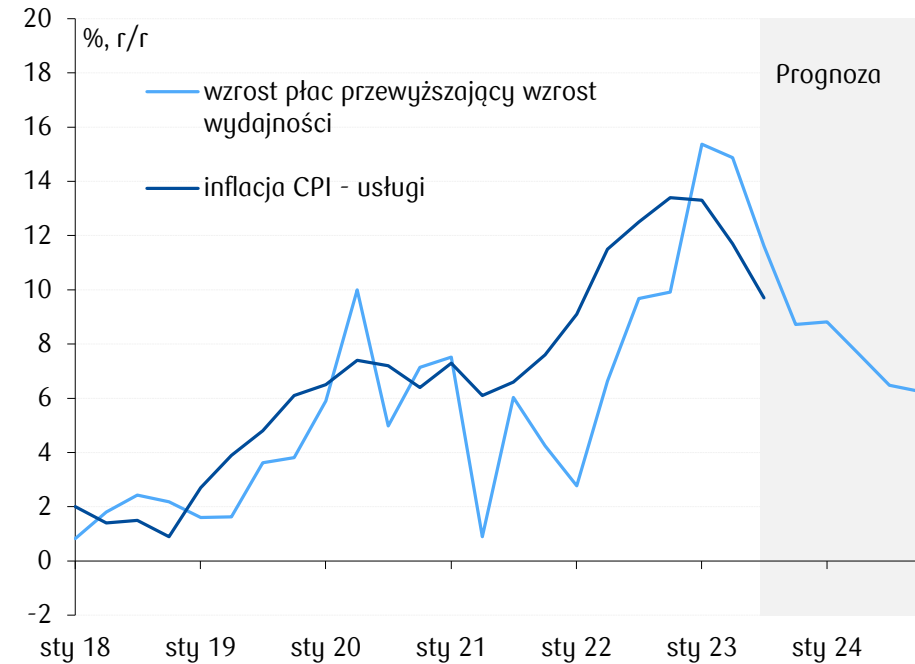
- W naszej prognozie na 2024 dwa kluczowe czynniki, które będą decydowały o poziomie inflacji (zakładając dalsze zamrożenie cen energii) to ceny żywności i, przede wszystkim, inflacja bazowa.
- Trend spadkowy inflacji bazowej rozpoczął się z pewnym opóźnieniem w stosunku do inflacji ogółem. Jej spadki stały się możliwe, gdy przez ceny bazowe przefiltrowały się szoki kosztowe. Wraz z hamowaniem popytu wewnętrznego dodatkowym elementem hamującym impet inflacji bazowej była presja konkurencyjna. Na koniec 2023 impet inflacji bazowej był o połowę niższy niż na początku roku. Jednocześnie jednak przestał się obniżać sygnalizując, że inflacja bazowa może się zakotwiczyć na zbyt wysokim poziomie.

Ceny usług – główne źródło ryzyka dla inflacji bazowej

Inflacja CPI – towary vs inflacja PPI



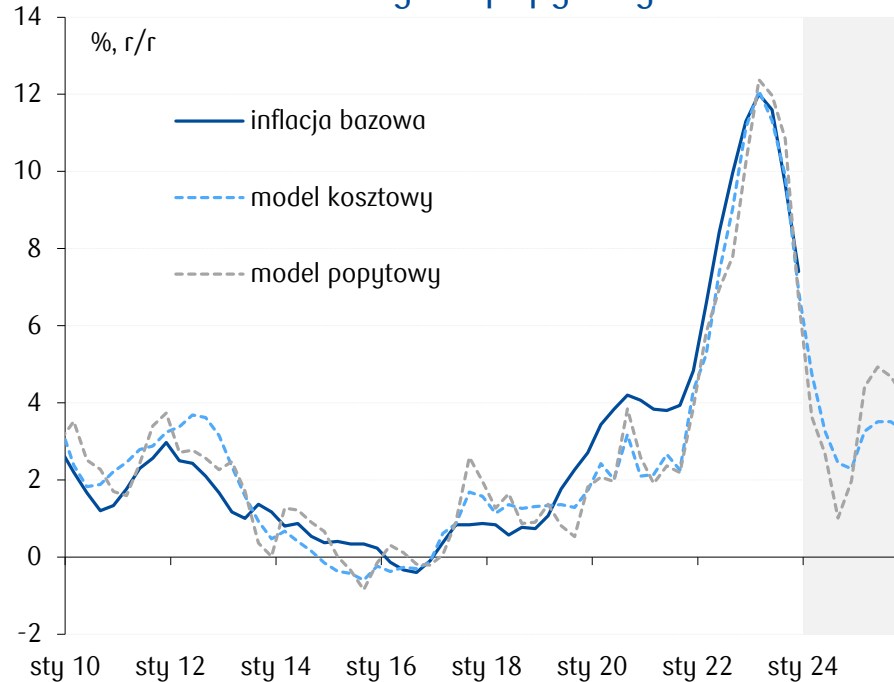
Inflacja cen usług vs wzrost płac przewyższający tempo wzrostu wydajności



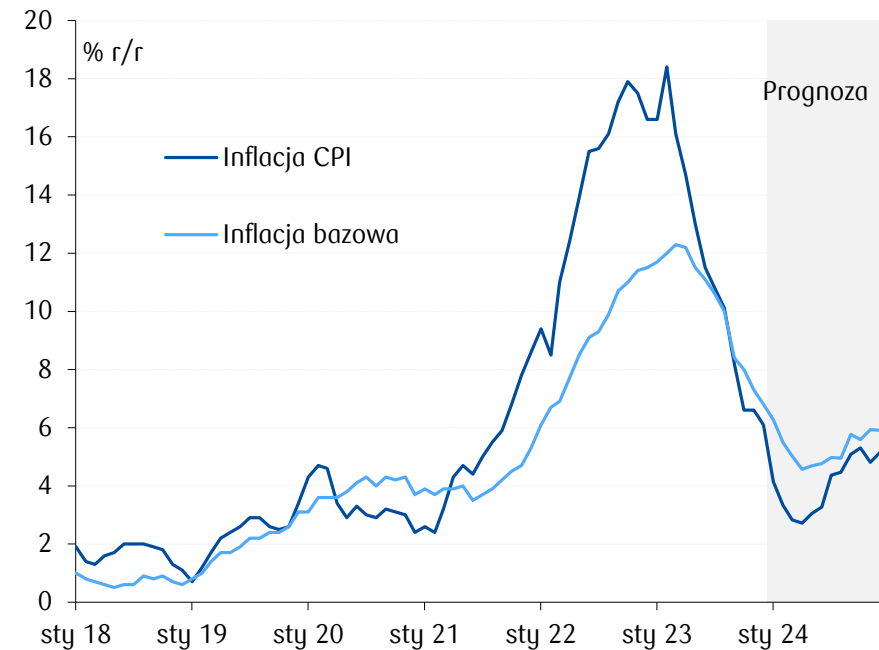
- Trendy po stronie cen producentów zapowiadają, że w 2024 ceny towarów (także w inflacji bazowej) będą neutralne dla inflacji lub wręcz będą ją obniżać. Nawet w przypadku wzrostu popytu nie sądzimy, by stanowiły one istotne ryzyko proinflacyjne.
- Inaczej jest w przypadku cen usług. Poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych będzie prowadzić do odbudowy popytu na usługi. Jednocześnie, silny wzrost płac, w tym istotny wzrost płacy minimalnej pociągający za sobą podobnie silny wzrost wynagrodzeń w sektorach o niższych płacach (do których należy wiele branż usługowych), będzie utrzymywał na wysokim poziomie presję kosztową. Średnioterminowo kluczem do jej ograniczania jest wzrost produktywności pracy.

Prognozy inflacji bazowej

Inflacja bazowa z perspektywy czynników kosztowych i popytowych



Nasza prognoza inflacji CPI i inflacji bazowej



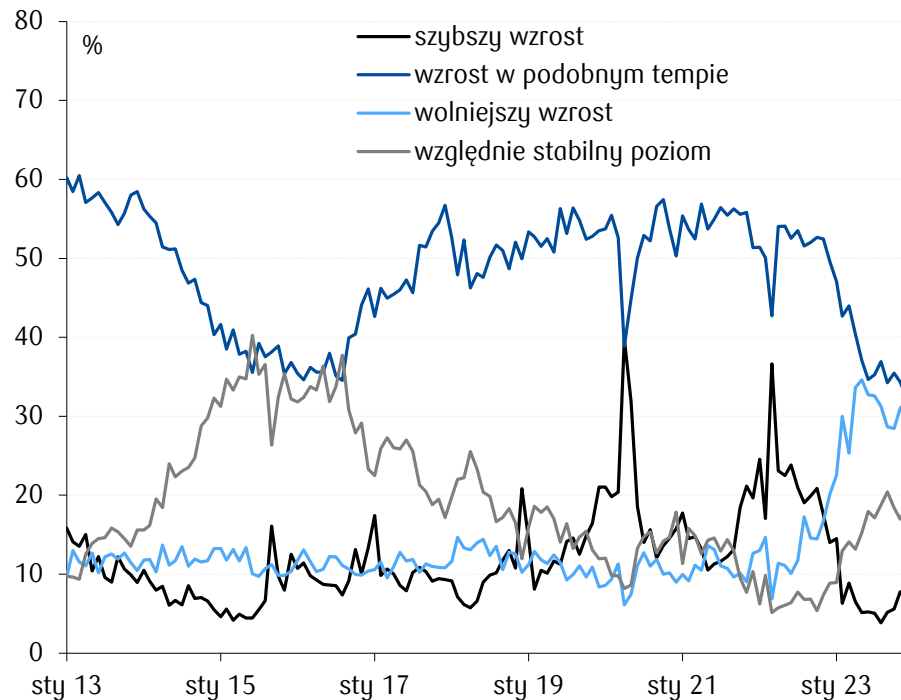
- Po zdezagregowaniu czynników determinujących inflację bazową na popytowe i kosztowe zbudowaliśmy na ich podstawie modele prognozujące przebieg inflacji bazowej w horyzoncie kolejnych dwóch lat. Obydwa modele wskazują, że początkowo w 2024 inflacja bazowa będzie się nadal obniżać, ale następnie ponownie wzrośnie, na koniec horyzontu prognozy plasując się wyraźnie powyżej 3% r/r.

Oczekiwania inflacyjne obniżają się, ale wciąż są powyżej długoterminowej średniej

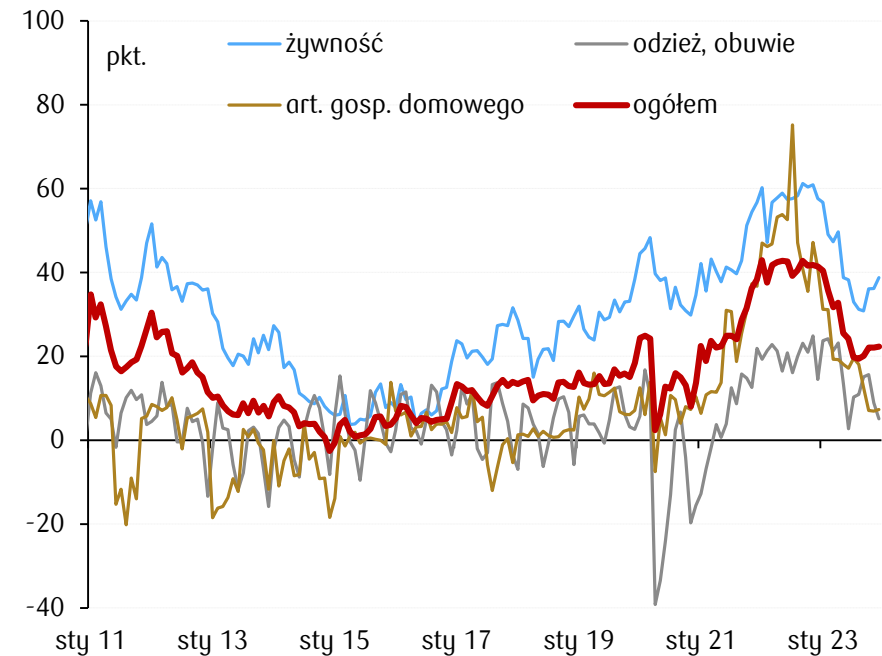


Bank Polski

Oczekiwania inflacyjne konsumentów



Oczekiwania inflacyjne w handlu detalicznym



- W trakcie 2023 wyraźnie obniżyły się oczekiwania inflacyjne zarówno po stronie konsumentów, jak i po stronie firm w handlu detalicznym. W przypadku handlowców nadal są one jednak wyższe niż długoterminowa średnia (wyjątkiem – choć wg. nas tylko przejściowo, są firmy z segmentu mebli i sprzętu rtv/agd). W przypadku konsumentów interpretację badania utrudnia wciąż wysoki bieżący poziom inflacji – w odniesieniu do niego trudno ocenić, czy dominujące przekonanie o perspektywie spadku inflacji jest równoznaczne z wiarą, że inflacja szybko znajdzie się pod pełną kontrolą.

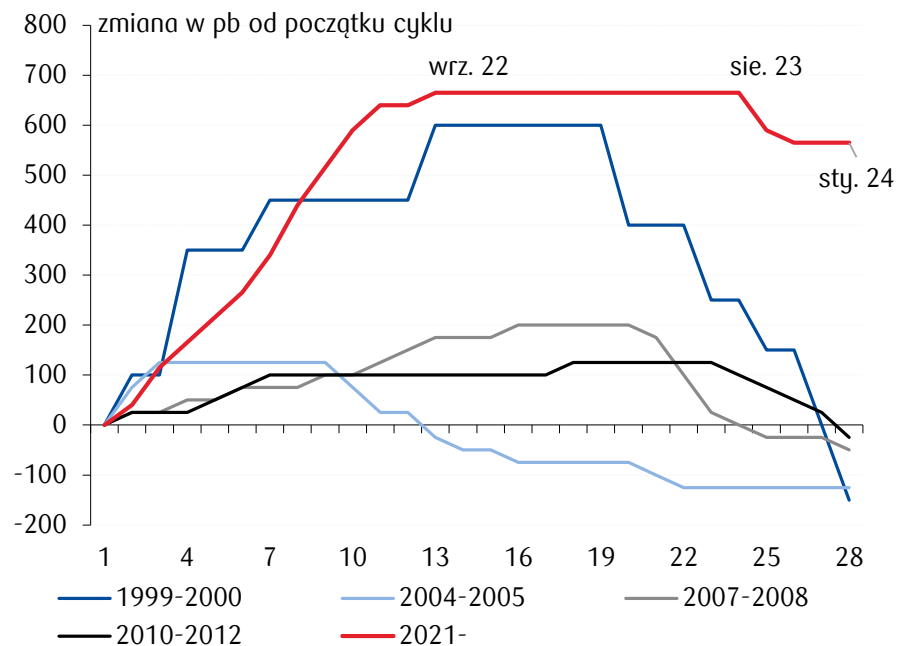


Bank Polski

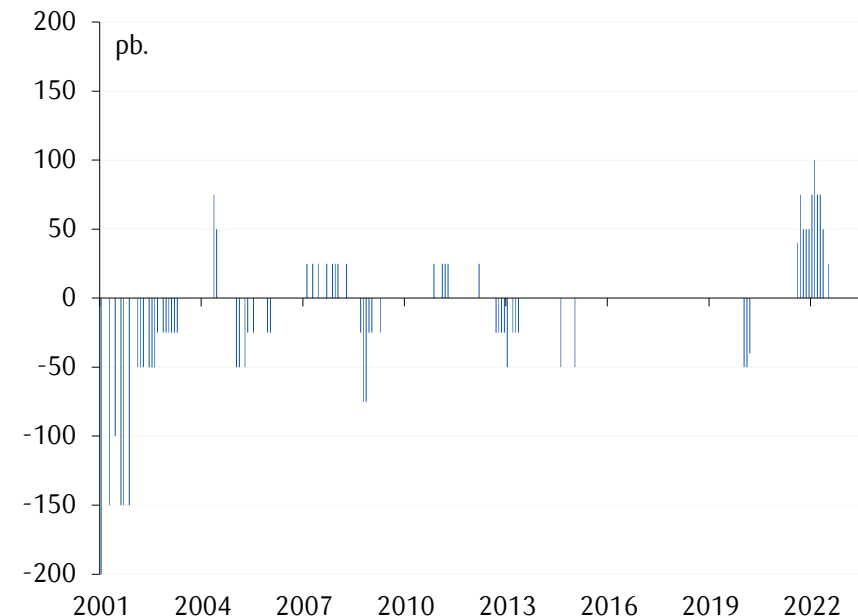
#8 Czy jest przestrzeń do obniżek stóp NBP?

Jeszcze po żadnym cyklu podwyżek w historii stopy NBP nie były tak wysoko przez tak długo jak obecnie

Obecny cykl vs zmiany stóp w historii



Zmiany stóp procentowych



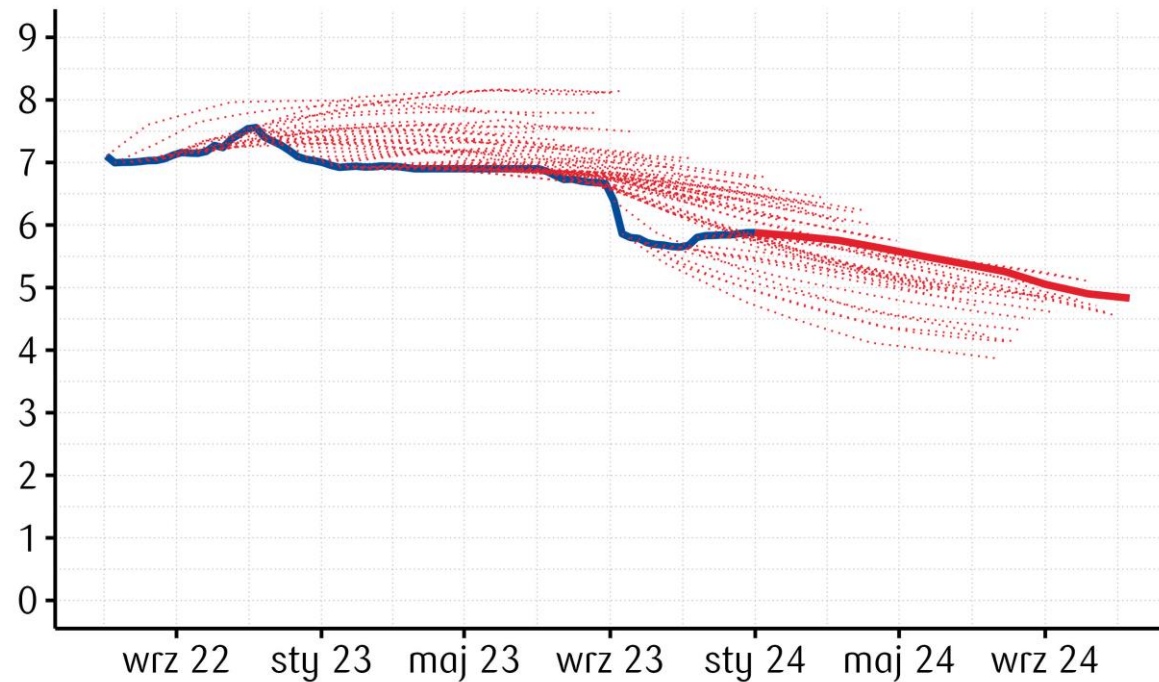
- Cykl podwyżek stóp procentowych, który miał miejsce od października 2021 do września 2022 był najszybszym i najdłuższym w historii. Po nim nastąpił okres najdłuższego w historii utrzymywania stóp procentowych na maksymalnym poziomie. Choć w 2023 RPP dokonała dwóch obniżek stóp procentowych, łącznie o 100 pb, ich bieżący nominalny poziom nadal jest znacząco wyższy niż miało to miejsce przeciętnie w perspektywie roku od zakończenia poprzednich cykli podwyżek stóp.

RPP lubi zaskakiwać, co zwiększa zmienność na krajowym rynku stopy procentowej



Bank Polski

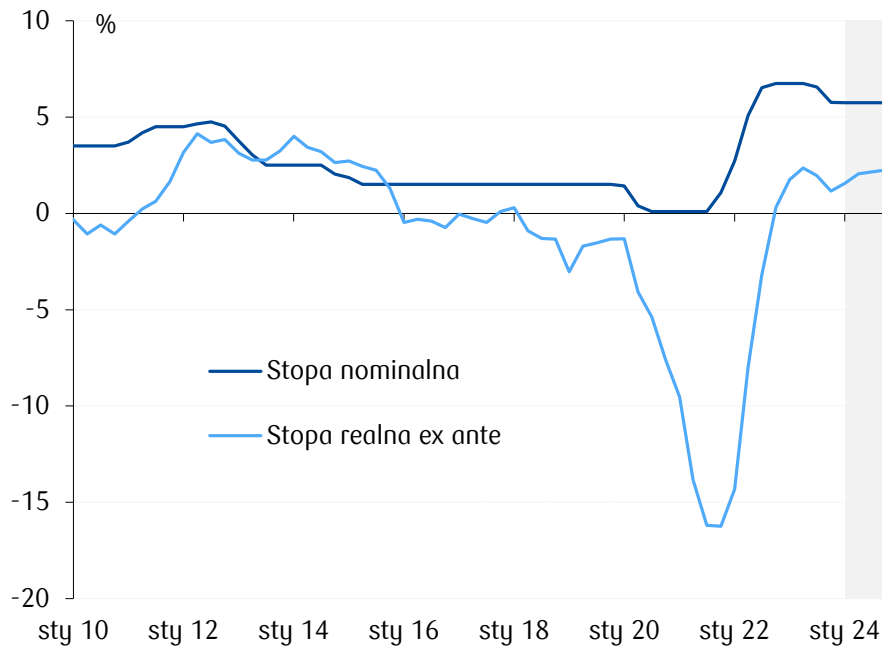
Rynkowe wyceny stóp (bieżący WIBOR3M – linia niebieska; WIBOR3M szacowany na podstawie kontraktów FRA – linia czerwona)



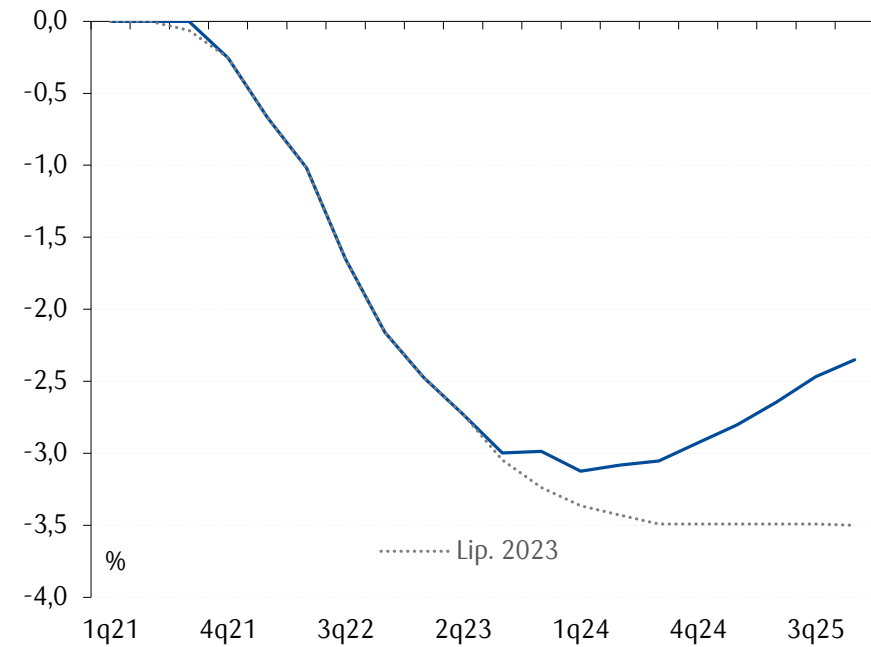
- Skala zmian stóp procentowych w 2023 (100pb) nie oddaje zmienności w polityce pieniężnej, z którą mieliśmy do czynienia. Do lipca RPP utrzymywała jastrzębią postawę, we wrześniu zaskoczyła obniżką stóp o 75pb, na pierwszym planie stawiając dynamicznie postępującą dezinflację. W listopadzie powróciła do nastawienia *wait-and-see* skupiając się na potencjalnie proinflacyjnym oddziaływaniu polityki fiskalnej.
- Duża zmienność w nastawieniu RPP zwiększa niepewność prognoz stóp i potęguje zmienność na rynku stopy procentowej.

Czynniki krajowe determinujące politykę pieniężną

Realne stopy procentowe
(ex ante, bazując na inflacji z projekcji NBP)



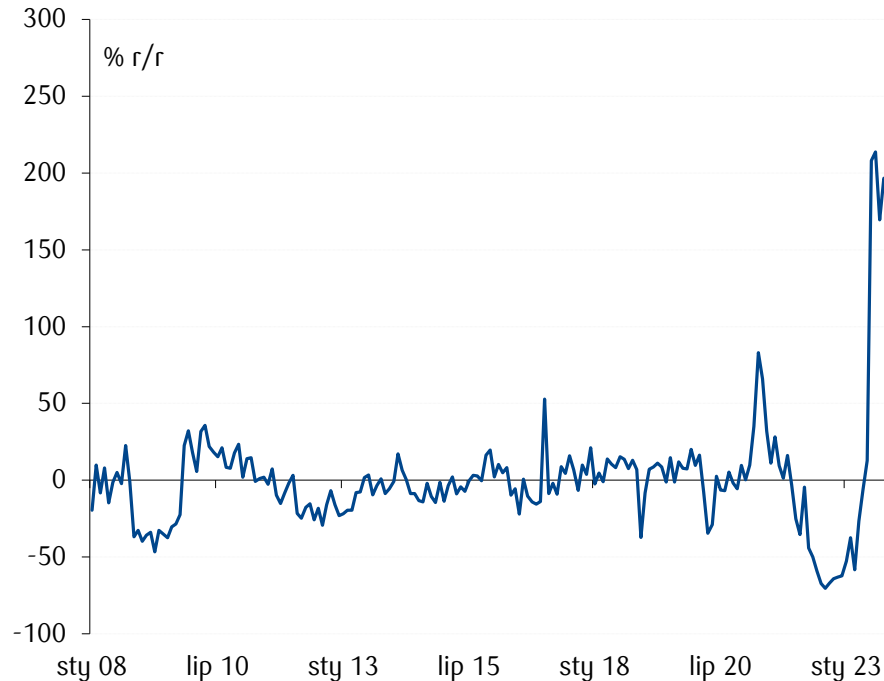
Skumulowany wpływ polityki pieniężnej na inflację



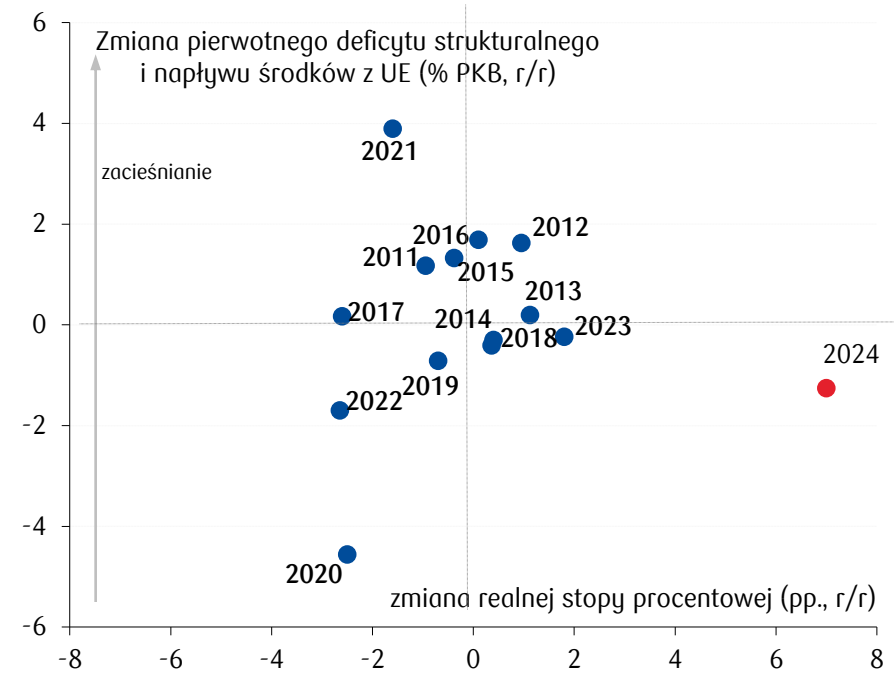
- Silny spadek inflacji doprowadził do wzrostu realnych stóp procentowych. W ujęciu ex-ante realna stopa NBP w 2023 stała się znowu dodatnia – nastąpiło to po trwającym od 2016 wieloletnim okresie, kiedy (z bardzo krótkimi przerwami) realne stopy były ujemne.
- Bazując na prognozach inflacji z ostatniej projekcji NBP, utrzymanie stopy NBP na bieżącym poziomie (5,75%) oznaczałoby, że w perspektywie 2024 – 2025 pozostanie ona wyraźnie dodatnia i na przestrzeni 2024 będzie stopniowo rosnąć.
- Na procesy inflacyjne w Polsce w okresie 2024-25 nadal oddziaływać będą skutki zacieśnienia polityki pieniężnej z 2021-23. W lipcu 2023 NBP szacował, że ich wpływ na inflację osiągnie apogeum w połowie 2024. W obliczu obniżek stóp o 100pb dokonanych w 2h23 szacujemy, że od 2q24 oddziaływanie polityki pieniężnej na inflację będzie już słabło.

Czynniki krajowe determinujące politykę pieniężną (2)

Osoby ubiegające się o kredyt hipoteczny



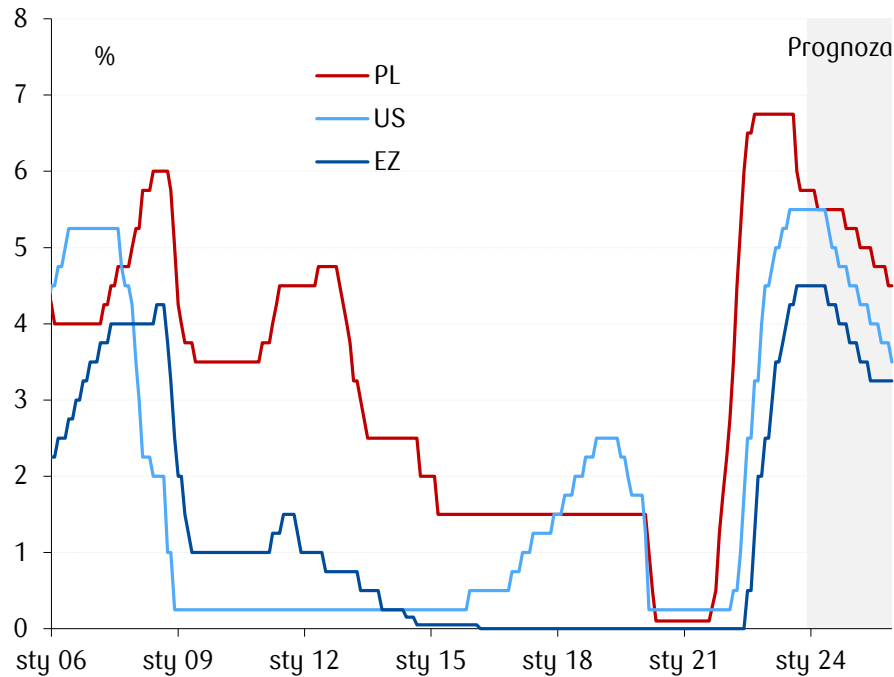
Policy mix



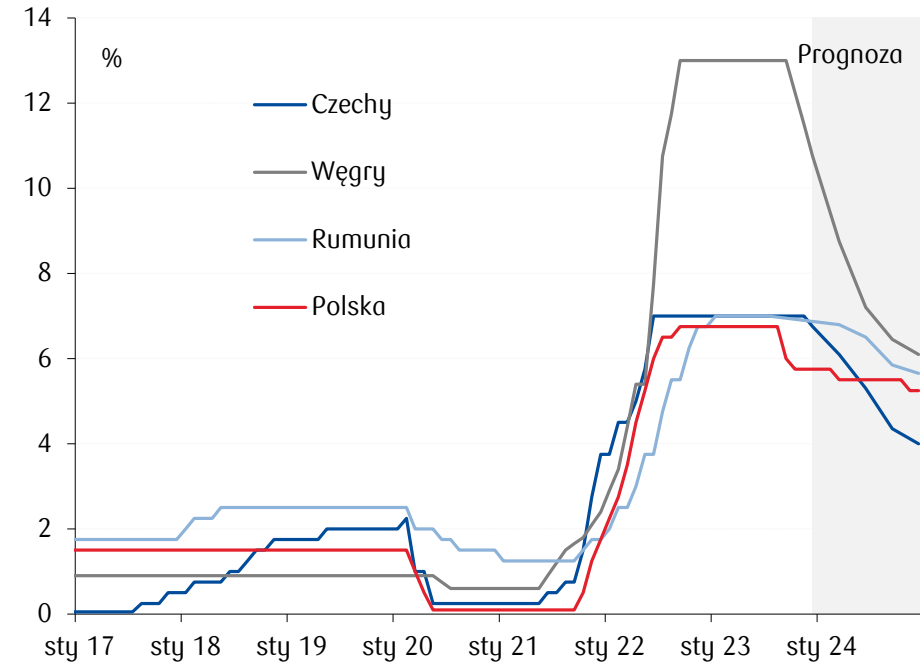
- Członkowie RPP podkreślają, że ożywienie popytu konsumpcyjnego pociągnie za sobą ponowne wzmocnienie popytowej presji inflacyjnej. Od 4q23 obserwujemy istotny wzrost popytu gospodarstw domowych na kredyt, w tym głównie na kredyty hipoteczne – silnie negatywny impuls kredytowy z poprzednich kwartałów zaczyna się więc odwracać.
- Głównym źródłem obaw RPP jest kształt polityki fiskalnej. Szacujemy, że impuls fiskalny będzie jednak nieznaczny, w większym stopniu źródłem dodatkowego popytu w gospodarce (choć bardziej inwestycyjnego niż konsumpcyjnego) staną się środki UE.

Czynniki zagraniczne determinujące politykę pieniężną

Stopy NBP vs stopy EBC i Fed



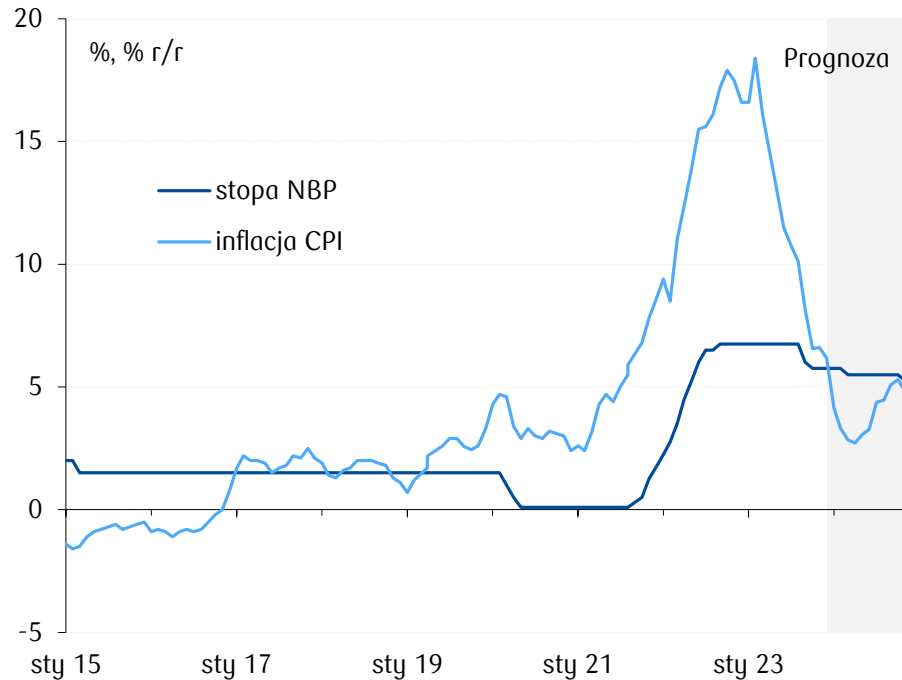
Stopy NBP vs stopy w regionie CEE



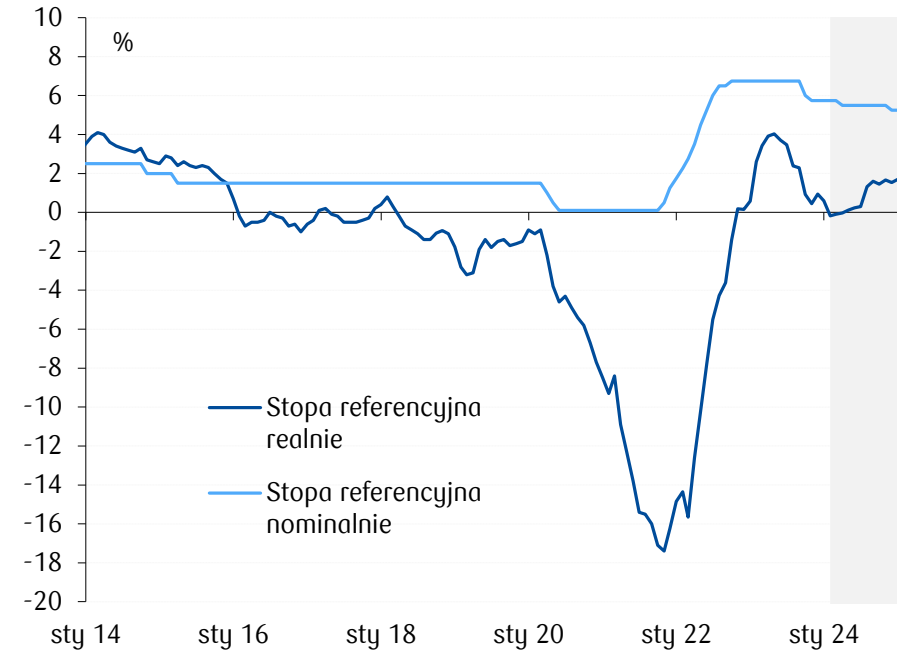
- Nie bez znaczenia dla krajowej polityki pieniężnej w 2024 będzie naszym zdaniem kontekst globalny. Oczekujemy, że w połowie roku Fed i EBC rozpoczną cykle obniżek stóp procentowych. Zakładamy, że w regionie cykle obniżek stóp procentowych będą kontynuowane na Węgrzech i w Czechach, stopy zaczną się także obniżać w Rumunii. W takim otoczeniu utrzymanie jastrzębkiej retoryki przez NBP może rodzić presję umacniającą złotego. O ile jest to pozytywne dla wspierania dezinflacji, NBP wielokrotnie wskazywał na negatywny wpływ zbyt mocnego złotego na krajowe firmy, w tym głównie na eksporterów.

Polityka pieniężna – szukając złotego środka

Stopa NBP vs inflacja CPI



Nominalna i realna (ex ante) stopa NBP



- Oczekujemy, że wążąc z jednej strony szybką odbudowę popytu zestawioną z wciąż wysoką inflacją, a z drugiej, otoczenie globalne, RPP zdecyduje się na ostrożne dostosowania polityki pieniężnej. Silna bieżąca dezinflacja otworzy przestrzeń do obniżki stóp o 25pb w marcu. Otoczenie globalne może skłonić RPP do kolejnego ruchu pod koniec roku, wg nas w listopadzie. Na koniec 2024 stopa NBP wynosić będzie naszym zdaniem 5,25% wobec 5,75% obecnie.

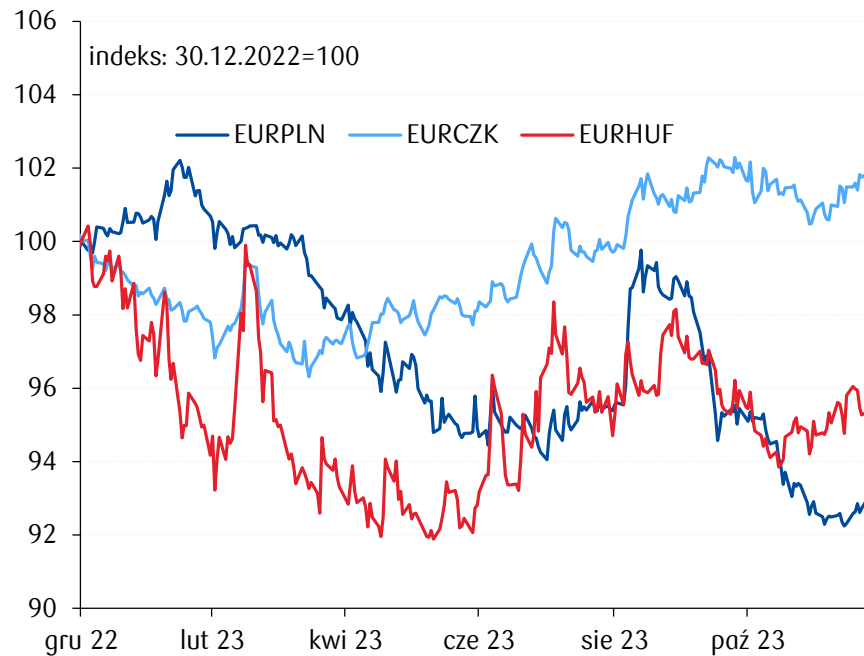


Bank Polski

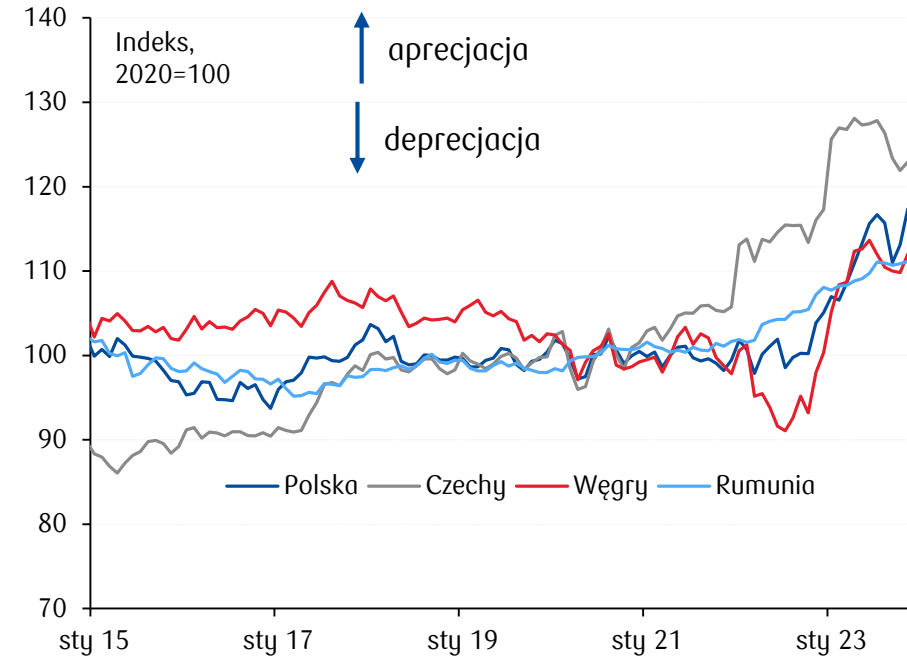
#9 Złoty mocniejszy na dłużej

Umocnienie walut w regionie Europy Środkowo-Wschodniej

Kursy walut w regionie CEE



Realny efektywny kurs walutowy (REER) w regionie CEE



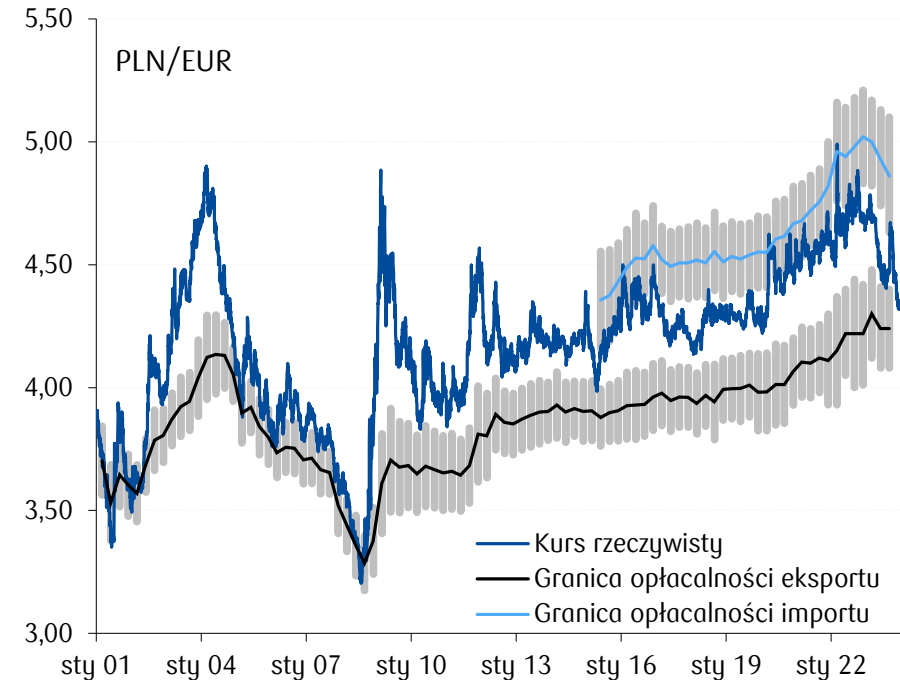
- W 2023 złoty umocnił się znacząco w stosunku do głównych walut, podobnie jak węgierski forint. Realny efektywny kurs walutowy wskazuje na znaczne umocnienie wszystkich walut w regionie.
- Umocnienie walut wspiera banki centralne w walce z inflacją, zmniejszając presję ze strony cen importowych.

Skutki aprecjacji PLN

Przełożenie kursu walutowego (*exchange rate pass-through, ERPT*) po 10% aprecjacji PLN - kwartały po szoku

	Kwartał 1	Kwartał 2	Kwartał 3	Kwartał 4
ERPT, ceny importu	5,6	7,1	7,1	7,1
ERPT, ceny importu (% max ERPT)	79%	100%	100%	100%
ERPT, PPI	1,9	2,2	2,5	2,6
ERPT, PPI (% max ERPT)	72%	81%	92%	98%
ERPT, CPI	0,1	0,4	0,7	0,9
ERPT, CPI (% max ERPT)	15%	48%	79%	100%

Kursy opłacalności eksportu i importu - EURPLN



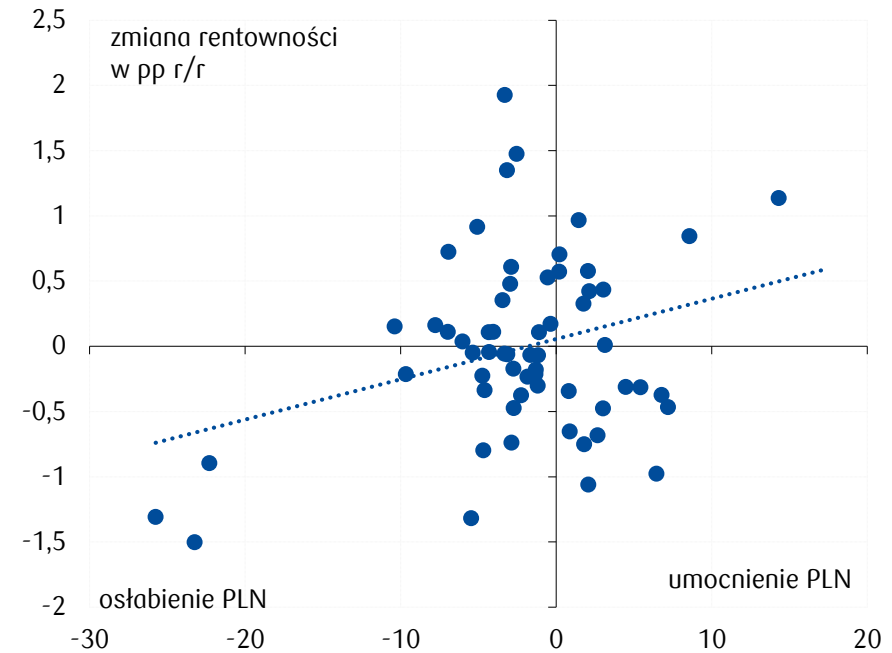
- Według badań nad mechanizmem transmisji monetarnej NBP, umocnienie złotego o 10% obniża inflację CPI maksymalnie o 0,9 pp r/r, inflację PPI o 2,6 pp r/r, a ceny importu o 7,1 pp r/r.
- Negatywną konsekwencją umocnienia złotego jest spadek opłacalności działalności eksportowej. Według badań NBP odsetek eksporterów z nierentownym eksportem jest najwyższy od około 2011.

Kurs walutowy znacząco wpływa na rentowność firm

Współczynniki korelacji pomiędzy zmianą rentowności (pp r/r) a zmianą nominalnego efektywnego kursu walutowego (NEER; % r/r)

	Zmiana rentowności ogółem	Zmiana rentowności eksporterów (50%+ przychodów z eksportu)	Zmiana rentowności importerów (import powyżej 50% kosztów)
Ogółem	0,35	0,00	-0,60
Sektor publiczny	0,07	0,05	-0,05
Sektor prywatny	0,30	-0,03	-0,06
Sektor prywatny zagraniczny	0,42	0,28	0,08

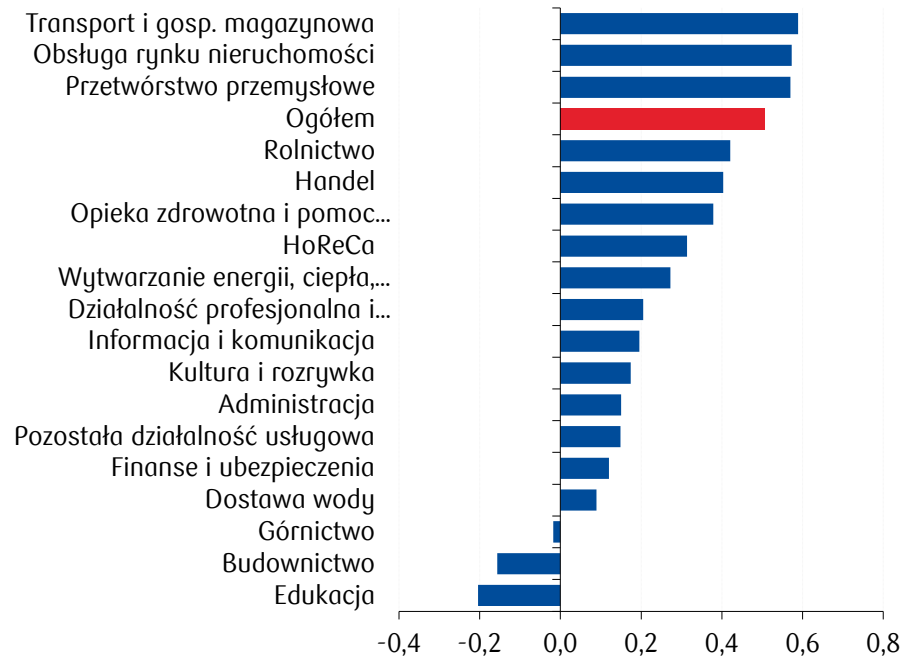
Zmiana rentowności (pp r/r) w dużych firmach (50+ pracowników) w porównaniu ze zmianą NEER r/r



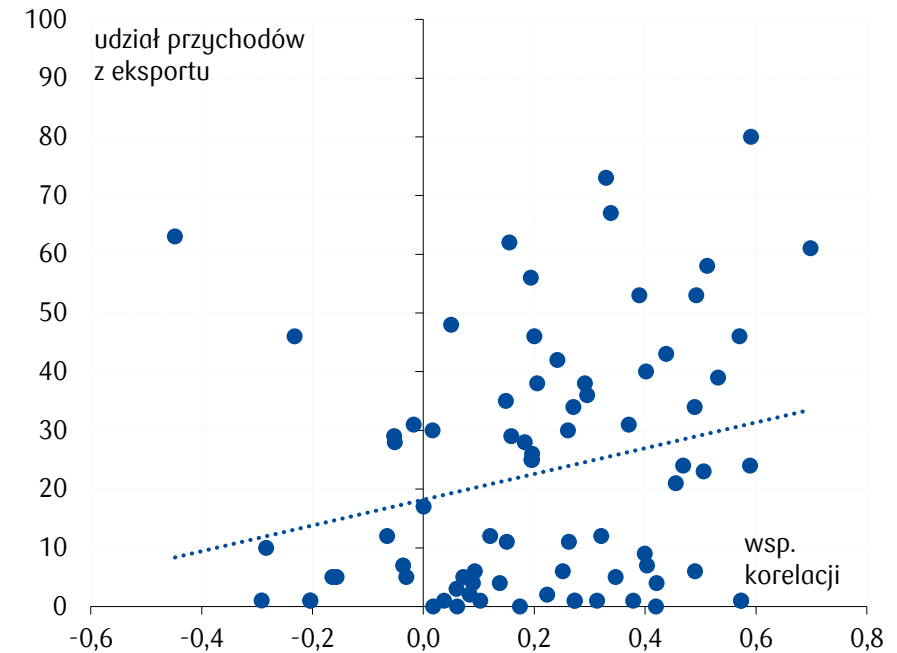
- Zmiany nominalnego efektywnego kursu walutowego (NEER) wpływają na zmiany rentowności dużych firm (zatrudniających ponad 50 pracowników). Korelacja dla całej populacji wynosi 35%. Najsilniejszy związek między zmianą rentowności a zmianą kursu walutowego występuje w przypadku prywatnych firm zagranicznych, które są najbardziej zaangażowane w międzynarodowe łańcuchy dostaw.
- Wpływ kursu walutowego na rentowność jest ograniczony m.in. przez hedging (zabezpieczanie się za pośrednictwem instrumentów finansowych) oraz popularność rozliczania eksportu w euro w oparciu o kontrakty długoterminowe.

Zróżnicowane branżowo skutki zmian kursów walutowych

Współczynniki korelacji pomiędzy zmianą rentowności (pp r/r) a zmianą NEER (% r/r) wg sekcji PKD



Wyższy udział eksportu wskazuje na wyższą korelację między zmianą rentowności a zmianą NEER



- Wpływ kursu walutowego na rentowność zależy od branży. Najsilniejsza korelacja występuje w sektorach transportu, nieruchomości i produkcji. Na przeciwnym biegunie, bez znaczącego wpływu zmian kursu walutowego na rentowność, pozostają sektory krajowe, takie jak edukacja i budownictwo.
- Im wyższy udział przychodów z eksportu w przychodach ogółem, tym większa zależność rentowności od zmian kursu walutowego.

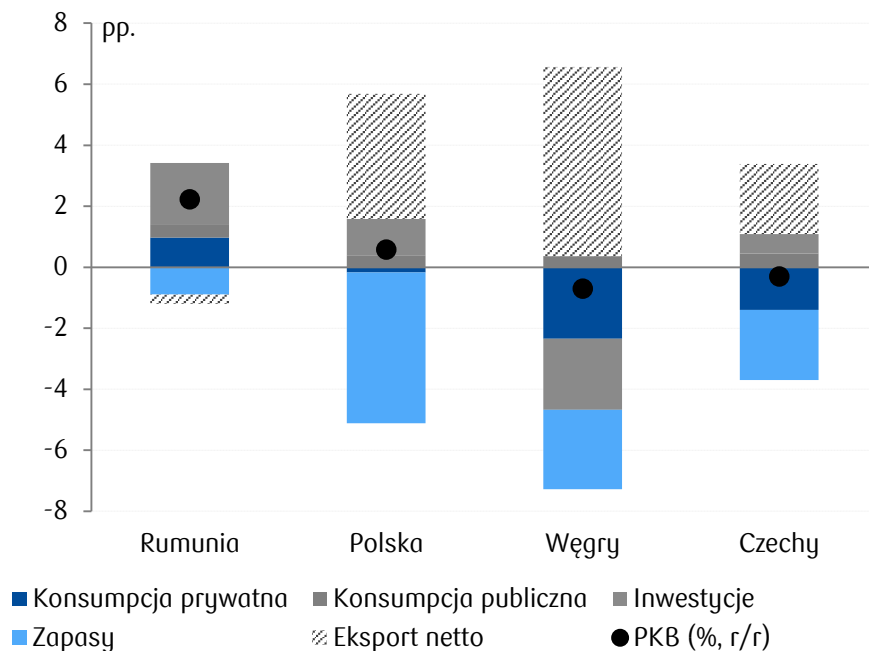


Bank Polski

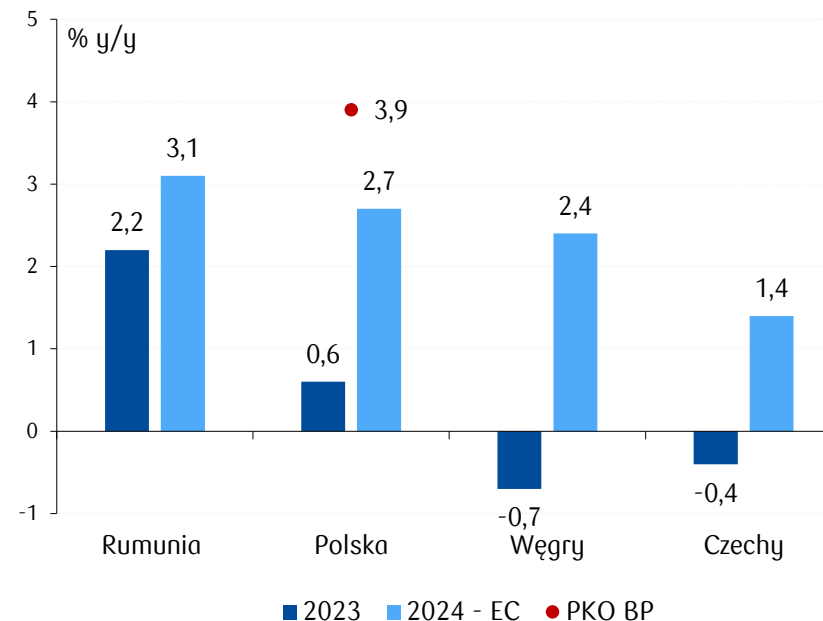
#10 Czy Polska jest wciąż liderem w Europie Środkowo-Wschodniej?

Wyskok z gospodarczego dołka

PKB 2023 – wkład we wzrost



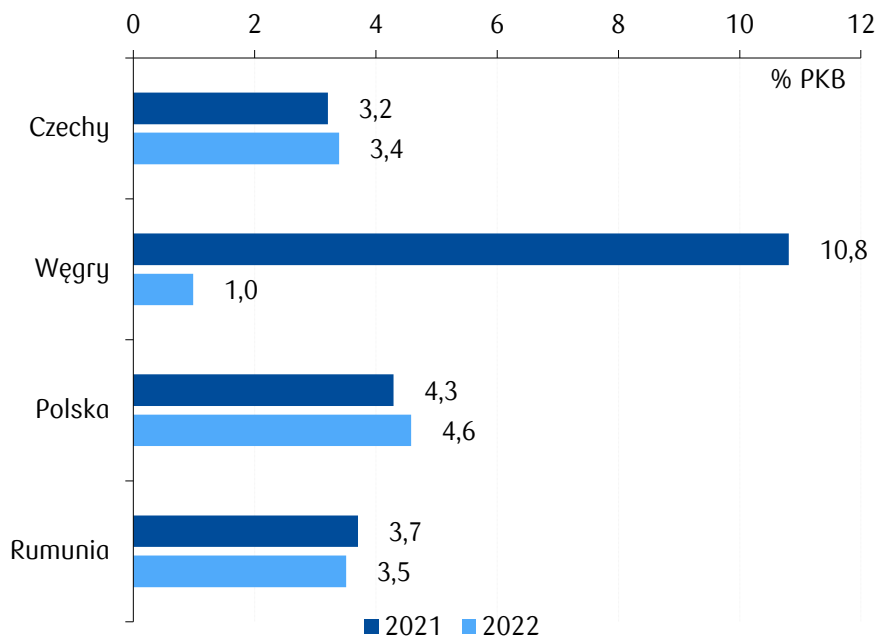
Prognoza PKB na 2024



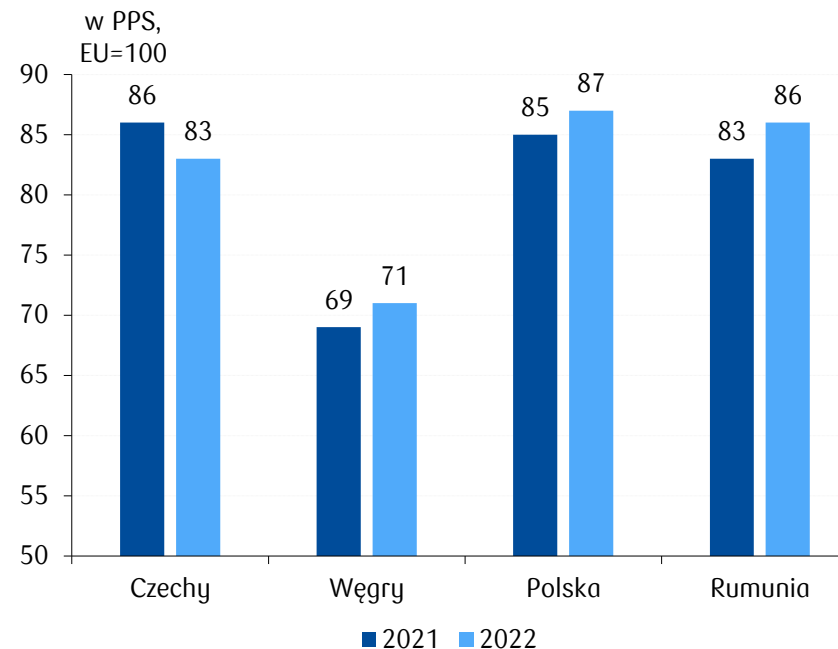
- W 2023 zapasy i konsumpcja, które w ostatnich latach znacząco wspierały gospodarczy, wyraźnie go obniżyły. Inwestycje i eksport netto utrzymały pozytywny wkład we wzrost gospodarczy. To sugeruje, że długoterminowy rozwój krajów CEE pozostaje stabilny, a obecne spowolnienie gospodarcze jest jedynie tymczasowe. Warto zauważyć, że Polska i Rumunia zdołały nawet utrzymać dodatni wzrost PKB.
- Tymczasowy charakter spowolnienia gospodarczego potwierdzają prognozy na 2024, które wskazują na znaczące odbicie gospodarek CEE. Oczekujemy, że Polska będzie w 2024 liderem ożywienia, z prognozowanym wzrostem na poziomie 3,9% r/r (prognoza PKO BP).

Silne fundamenty są niezbędne dla wzrostu

Napływ FDI



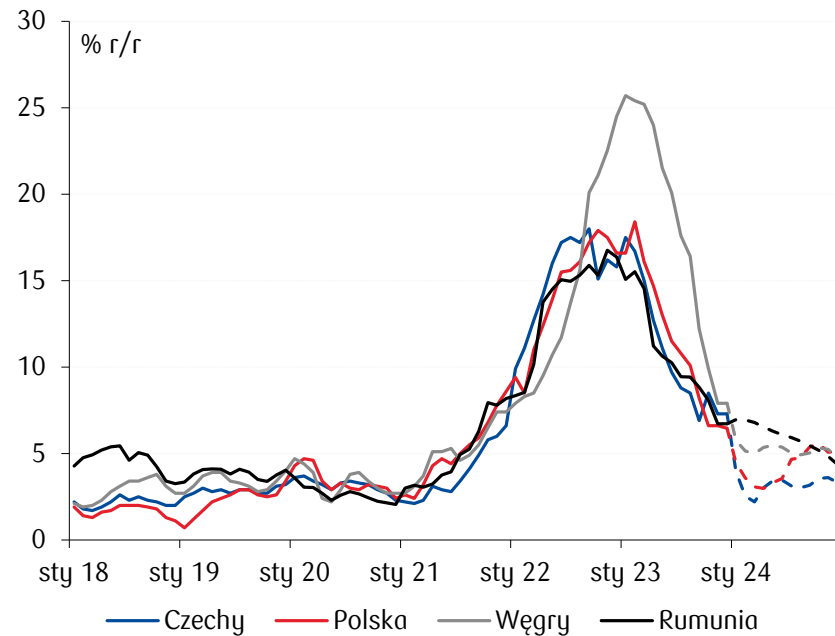
Rzeczywista konsumpcja indywidualna per capita



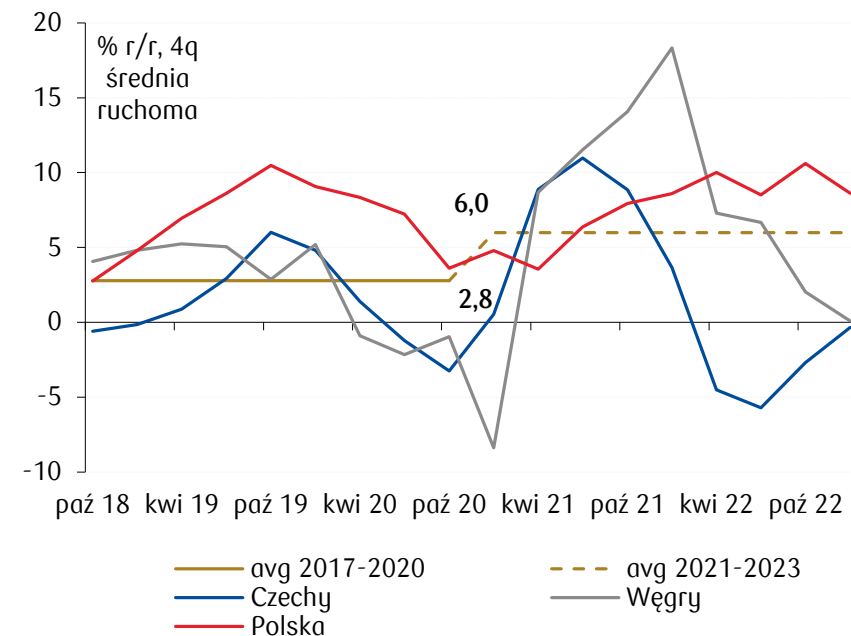
- Pozytywne (pomimo globalnych wyzwań) perspektywy dla krajów CEE wynikają z ich silnych fundamentów gospodarczych.
- Obserwowane utrzymanie wysokiego napływu kapitału zagranicznego zaowocuje inwestycjami i rozwojem eksportu. Polska w 2022 wśród wybranych krajów odnotowała najwyższy napływ FDI (w relacji do PKB).
- Konwergencja krajów CEE w kierunku średniej europejskiej pod względem konsumpcji prywatnej wskazuje na poprawę ich dobrobytu. Analizowane państwa nadal pozostają jednak poniżej średniej europejskiej, co sugeruje, że tylko utrzymanie ponadproporcjonalnie silnego wzrostu gospodarczego zapewni pełną konwergencję. W 2022 (ostatnie dostępne dane) Polska rzeczywista konsumpcja prywatna per capita (PPS) w relacji do przeciętnej w UE była w Polsce najwyższa spośród państw regionu. Większość z nich kontynuowała trend wzrostowy, wyjątkiem były Czechy.

Inflacja i marże

Inflacja CPI



Nadwyżka operacyjna firm (w cenach stałych)

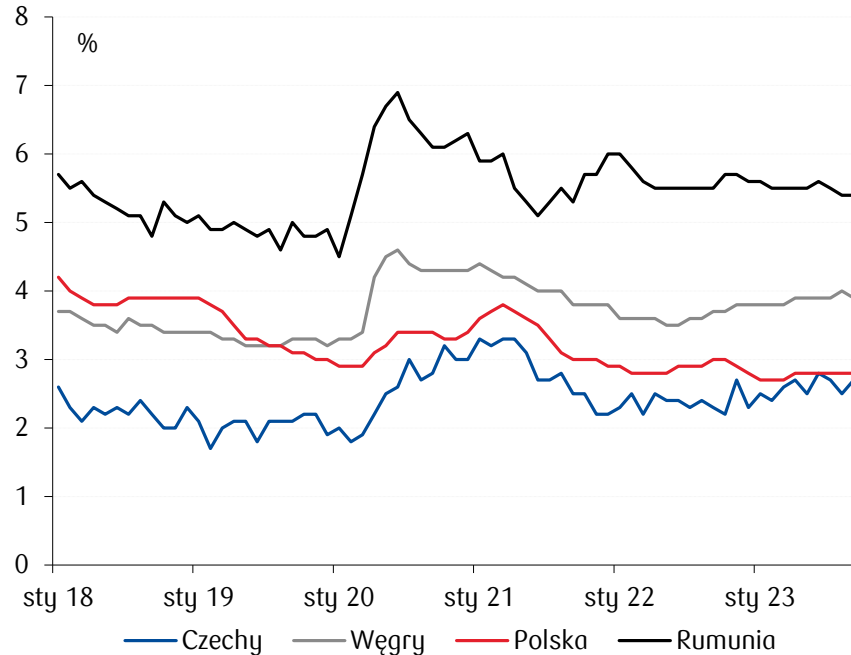


- Według prognoz (naszych dla Polski, KE dla innych państw) w 2024 procesy dezinflacyjne spowolnią, a na koniec roku inflacja w regionie wyniesie przeciętnie nieco poniżej 5%.
- Powolny powrót inflacji do celu można częściowo przypisać ciągłemu wzrostowi marż przedsiębiorstw. Nadwyżka operacyjna, skorygowana o inflację, od 2021 rośnie znacznie szybciej niż wcześniej, co jest jednym z czynników pobijających inflację bazową. O ile w przypadku Czech i Węgier ten od 2022 ten proces zaczął hamować, to w przypadku Polski na razie nie widać znaczących zmian.

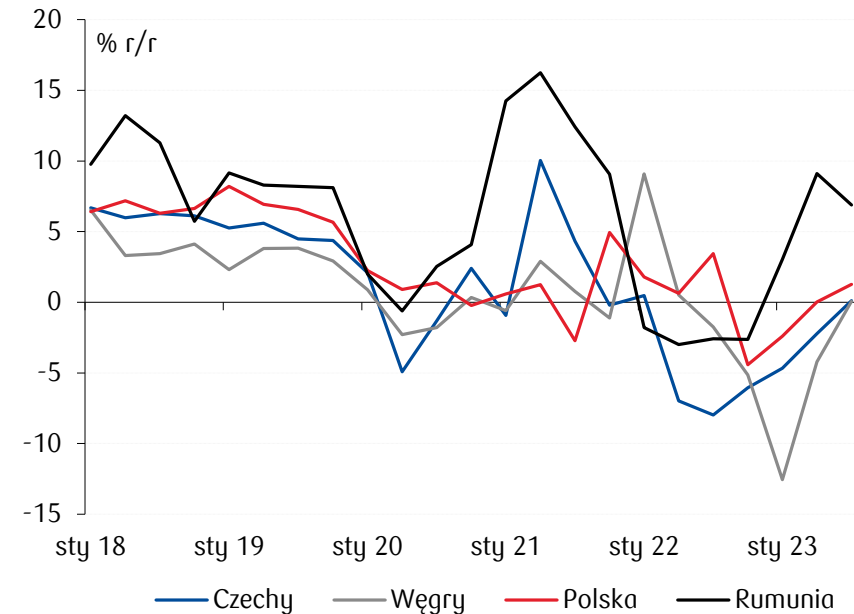


Trudne warunki do walki z inflacją bazową

Stopa bezrobocia



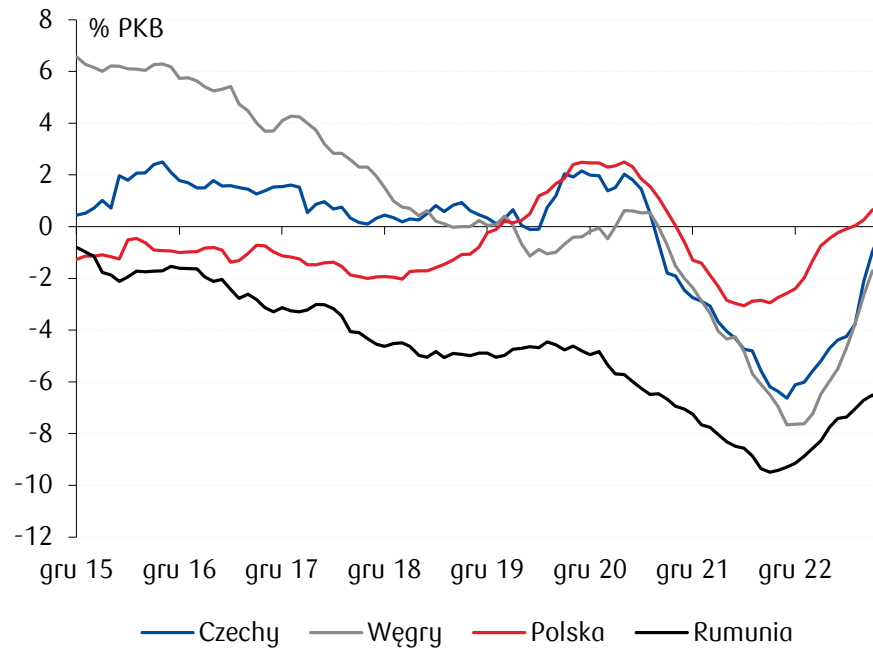
Średnie wynagrodzenie (w cenach stałych)



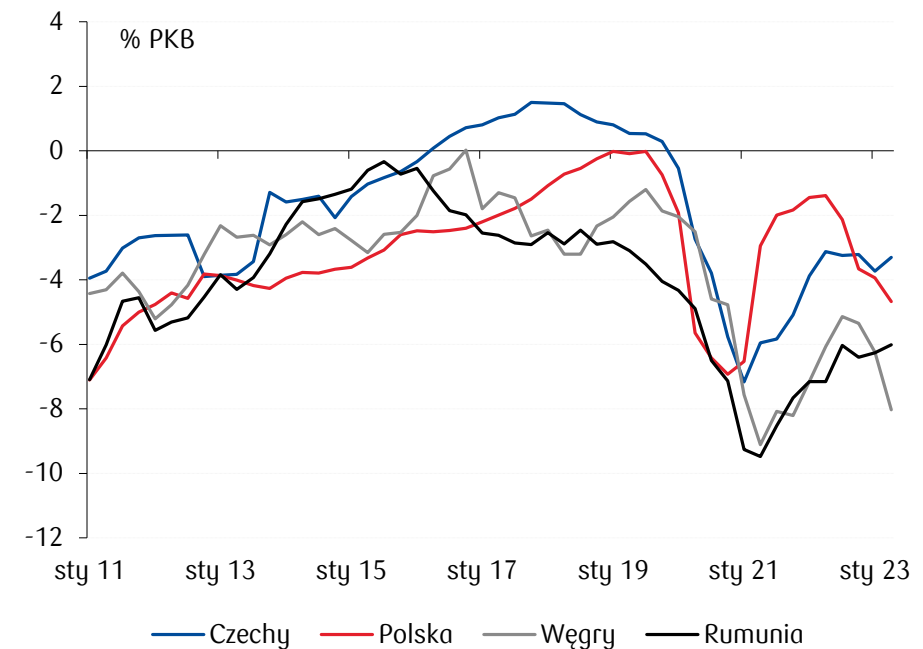
- Perspektywy demograficzne, które są pesymistyczne, tworzą napięcia strukturalne na rynku pracy. Spowodowało to spadek bezrobocia, obserwowany głównie w Polsce i Czechach.
- Wynagrodzenia w cenach stałych zaczęły ponownie rosnąć po spadku w szczytowym okresie inflacji na przełomie 2022 i 2023. Rumunia odnotowała najwyższy wzrost na poziomie 7%.
- Jeśli sytuacja na rynku pracy (silny wzrost realnych wynagrodzeń) i rosnące zyski przedsiębiorstw utrzymają się, istnieje ryzyko, że inflacja bazowa w całej Europie Środkowo-Wschodniej, a zwłaszcza w Polsce, nie spadnie znacząco w 2024.

Szok fiskalny, ale czy znaczący?

Saldo rachunku bieżącego



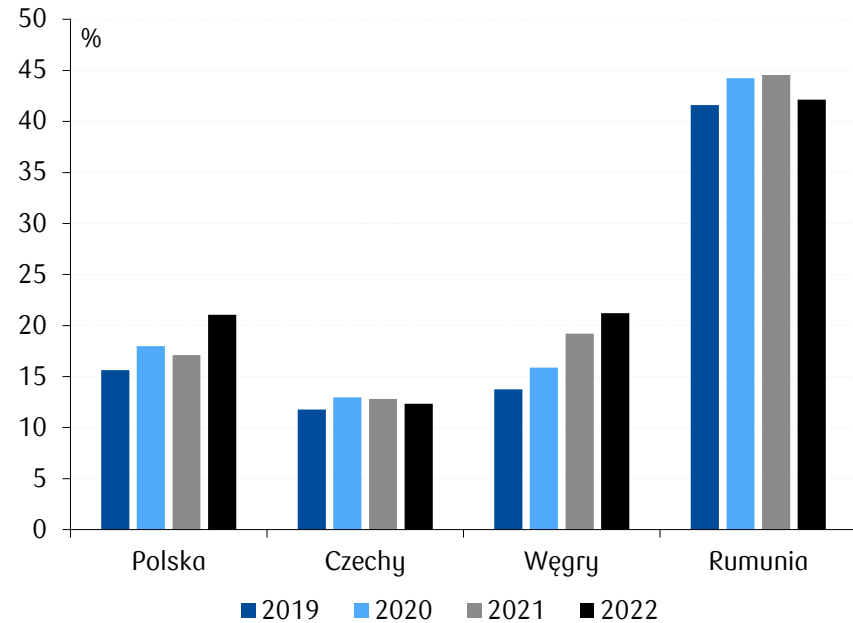
Deficyt fiskalny



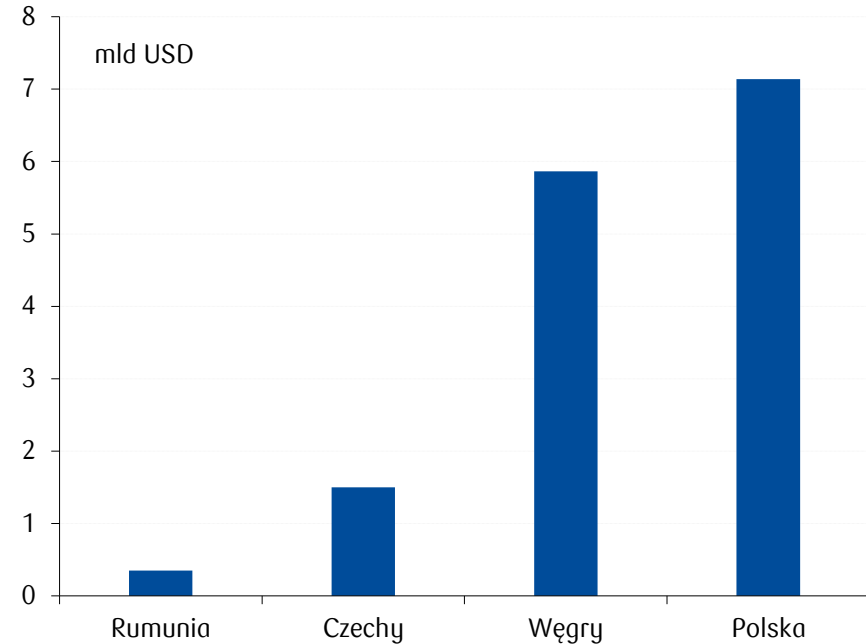
- Trzy kraje CEE mają ujemne salda na rachunku obrotów bieżących i deficyty budżetowe. Tylko Polska ma nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, co daje jej większą elastyczność w zaciąganiu pożyczek za granicą. W związku z planowanym wzrostem wydatków na wojsko, pozostałe trzy kraje (zwłaszcza Węgry i Rumunia) będą musiały rozważyć cięcia w innych wydatkach rządowych.

Droga w kierunku zielonej gospodarki

Udział energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii w relacji do całkowitego popytu na energię elektryczną



Wyemitowane zielone obligacje



- W ostatnich latach Polska znacząco zwiększyła produkcję energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii. Rumunia jest liderem w CEE pod względem produkcji energii odnawialnej ze względu na niskie zapotrzebowanie na energię elektryczną.
- Finansowanie zielonych inwestycji za pomocą zielonych obligacji jest kluczowym czynnikiem, aby osiągnąć cel zrównoważonego rozwoju energetycznego. Polska wyemitowała największą liczbę zielonych obligacji do końca 2022, a inne kraje CEE poszły w jej ślady w ostatnich latach.



Prognozy makroekonomiczne i rynkowe

Prognozy makroekonomiczne



Bank Polski

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Sfera realna							
Realny PKB (%, r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,6	3,9
Popyt krajowy (%, r/r)	6,3	3,3	-2,7	8,5	5,2	-3,6	4,3
Sprzedaż krajowa (pp)	5,5	4,1	-2,0	4,6	3,9	1,4	4,0
Inwestycje (%, r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	7,2	6,2
Konsumpcja prywatna (%, r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-0,3	4,2
Zapasy (pp)	0,4	-1,0	-0,8	3,4	1,2	-4,9	0,0
Eksport netto (pp)	0,0	1,3	0,8	-1,1	0,2	4,1	-0,1
Eksport (%, r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,7	-4,0	4,8
Import (%, r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-10,7	5,5
Rynek pracy							
Zatrudnienie (%, r/r, przec., przed.)	3,4	2,7	-1,2	0,5	2,4	0,3	0,6
Stopa bezrob. (%, koniec okresu)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,8
Płace (%, r/r, przec., sekt. przed.)	7,1	6,6	4,8	8,8	12,9	12,1	11,4
Procesy inflacyjne							
Inflacja CPI (%)	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,5	4,0
Inflacja bazowa (%)	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	5,3
Polityka pieniężna							
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25
Stopa lombardowa NBP (%)	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	5,75
Bilans płatniczy							
Rachunek obr. bież.(% PKB)	-1,9	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	1,5	1,1
Saldo handlowe (% PKB)	-2,3	-0,8	1,3	-1,3	-4,0	0,9	0,4
Polityka fiskalna							
Deficyt publiczny (ESA2010, %PKB)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,9	-5,6
Dług publiczny (ESA2010, % PKB)	48,7	45,7	57,2	53,6	49,3	50,0	52,7
Agregaty monetarne (skor. o FX)							
Depozyty (%, r/r)	8,1	8,2	13,1	10,8	5,6	10,0	6,9
Kredyty (%, r/r)	6,0	4,7	-0,8	4,7	1,1	1,1	6,1

Prognozy kursów walutowych i rynkowych stóp procentowych



Bank Polski

	1q23	2q23	3q23	2023	1q24	2q24	3q24	2024
Kursy walutowe								
EUR/USD	1,08	1,09	1,06	1,11	1,12	1,13	1,14	1,15
EUR/PLN	4,68	4,45	4,64	4,35	4,30	4,26	4,29	4,32
USD/PLN	4,29	4,11	4,37	3,94	3,84	3,77	3,76	3,76
CHF/PLN	4,69	4,56	4,80	4,68	4,53	4,44	4,42	4,41
EUR/CHF	0,99	0,98	0,97	0,93	0,95	0,96	0,97	0,98
GBP/PLN	5,31	5,18	5,35	5,00	4,91	4,86	4,89	4,92
Rynkowe stopy procentowe								
WIBOR 3M	6,89	6,90	5,77	5,88	5,64	5,64	5,48	5,31
PLN OS 2	6,05	5,85	5,03	5,06	4,70	4,60	4,60	4,60
PLN OS 5	5,98	5,65	5,36	5,07	4,60	4,50	4,50	4,50
PLN OS 10	6,07	5,78	4,99	5,21	4,80	4,60	4,60	4,60
EURIBOR3M	3,04	3,58	3,95	3,91	3,88	3,62	3,36	3,09
LIBOR USD 3M	5,14	5,55	5,66	5,59	5,41	5,41	4,98	4,64
LIBOR CHF 3M	0,99	1,46	1,71	1,70	1,70	1,70	1,45	1,45

Dane kontaktowe:



Bank Polski

Piotr Bujak
Główny Ekonomista
piotr.bujak@pkobp.pl
tel: +48 22 521 80 84

Biuro Analiz Makroekonomicznych:

Marta Petka-Zagajewska
Dyrektor Biura
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel: +48 691 335 426

Urszula Kryńska
Kierownik Zespołu
urszula.krynska@pkobp.pl
tel: + 48 722 060 794

Szymon Fabiański
szymon.fabianski@pkobp.pl
tel: +48 722 051 585

Kamil Pastor
kamil.pastor@pkobp.pl
tel: +48 723 670 836

Agnieszka Pierzak
agnieszka.pierzak@pkb.pl
tel: +48 666 823 657

Anna Wojtyniak
anna.wojtyniak@pkobp.pl
tel: +48 698 635 126



Bank Polski

Pomyślności w 2024!

analizy.makro@pkobp.pl

 [@PKO_Research](#)



Bank Polski

Informacje i zastrzeżenia

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r, uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul, Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.