

POLSKA: PERSPEKTYWY GOSPODARCZE NA 2023 ROK

MIĘKKIE LĄDOWANIE Z MOŻLIWYMI TURBULENCJAMI

Styczeń 2023

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH I SEKTOROWYCH
MICHAŁ DYBUŁA, GŁÓWNY EKONOMISTA
MARCIN KUJAWSKI, STARSZY EKONOMISTA



BNP PARIBAS

Bank zmieniającego się świata

PODSUMOWANIE: MIĘKKIE LĄDOWANIE POLSKIEJ GOSPODARKI W 2023 ROKU

- W scenariuszu bazowym zakładamy, że polska gospodarka wzrośnie w tym roku o 0,5%. Prognozujemy, że ze względu na wysoką bazę porównawczą w pierwszym kwartale bieżącego roku roczna dynamika PKB będzie ujemna, jednak w dalszej części roku powinna się ona znajdować nieco powyżej 1% r/r.
- Ścieżka prognozowanej dynamiki PKB jest jednak w tym roku obarczona dość dużą niepewnością. Na szybszy wzrost gospodarczy w Polsce może wpłynąć lepsza koniunktura zagranicą wynikająca np. ze zniesienia w Chinach ograniczeń związanych z pandemią Covid-19.
- Z drugiej strony silniejszy od spodziewanego spadek inwestycji związany z ubiegłorocznymi podwyżkami stóp procentowych, czy też większa skala redukcji zapasów, mogą skutkować stagnacją lub spadkiem PKB w Polsce w tym roku.
- Mimo że prognozujemy, że PKB w Polsce wzrośnie w 2023 roku jedynie nieznacznie, to nie spodziewamy się znaczącego pogorszenia sytuacji na krajowym rynku pracy, co ma związek z jego charakterystyką.
- Strukturalny niedobór pracowników na rynku spowoduje naszym zdaniem, że w porównaniu do poprzednich okresów spowolnienia aktywności, firmy mogą mieć większą skłonność do utrzymania zatrudnienia. W efekcie zakładamy jedynie umiarkowany wzrost stopy bezrobocia o 0,5–1pp.
- Prognozujemy, że inflacja CPI w Polsce średniorocznie wyniesie 13% i 8% odpowiednio w tym i przyszłym roku, a do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%) powróci nie wcześniej niż w 2025 roku.
- Za tegoroczną dezinflacją stać będą przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym ceny surowców, które przełożą się na mniejszą presję na ceny towarów. Jednocześnie dynamika cen usług pozostanie wysoka m.in. ze względu na szybki wzrost płac, który w tym roku szacujemy na 13,5%.
- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że stopy procentowe NBP pozostaną na niezmiennym poziomie do końca bieżącego roku. Uważamy, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych pojawi się dopiero w 2024 roku, jednak spodziewamy się, że luzowanie polityki przebiegać będzie bez pośpiechu a na koniec 2024 roku stopa referencyjna wyniesie 5,50% wobec 6,75% obecnie.
- Mimo bardziej korzystnego otoczenia dla notowań złotego przewidujemy stabilizację kursu EURPLN w tym roku w okolicach poziomu 4,70.



Prognozy Banku BNP Paribas

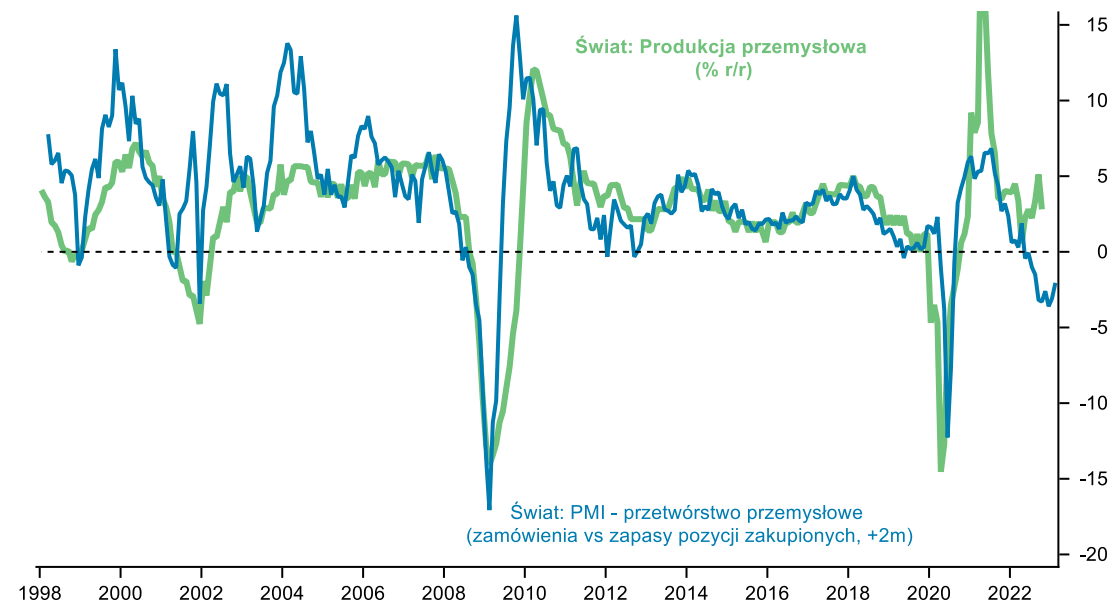
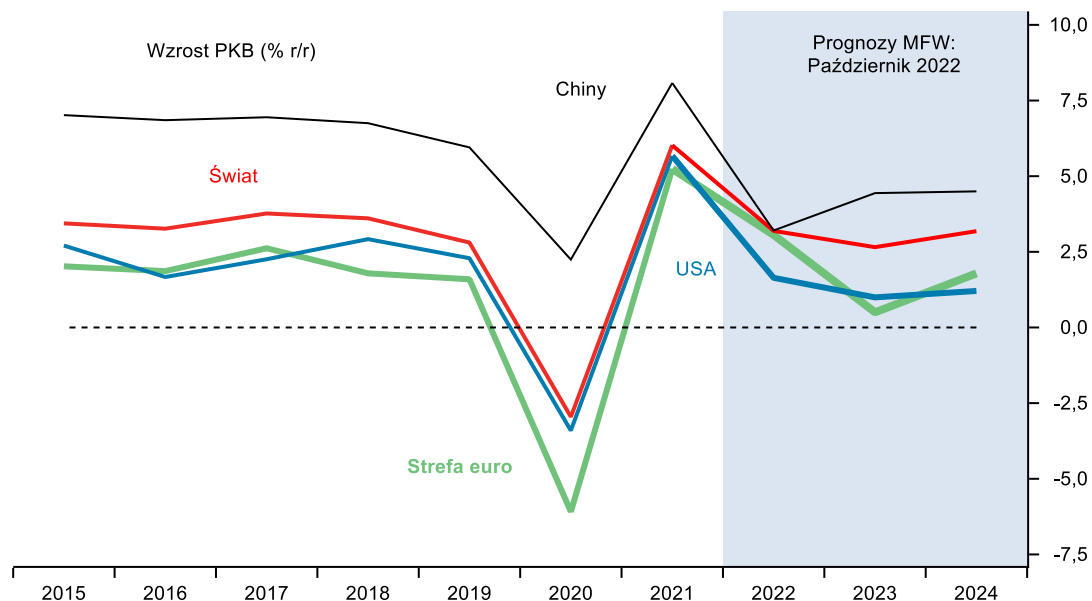
Główne wskaźniki dla Polski*:	2021	2022	2023	2024
Dynamika PKB (% r/r)	6,8	5,0	0,5	3,0
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	6,3	3,9	0,8	2,5
Inwestycje brutto (% r/r)	2,1	4,0	0,0	2,0
Inflacja CPI (% r/r)	5,1	14,3	13,0	8,0
Inflacja bazowa (% r/r)	4,1	9,1	10,8	6,2
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (% r/r)	8,9	12,0	13,5	9,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	6,4	5,4	5,7	6,0
Saldo sektora general government (% PKB)	-1,9	-3,5	-4,5	-3,5
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	-0,7	-4,0	-3,0	-2,5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,75	6,75	6,75	5,50
EURPLN (koniec okresu)	4,59	4,69	4,70	4,60

*Dane średnioroczne o ile nie zaznaczono inaczej; Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Bank BNP Paribas



Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki

SPOWOLNIENIE ŚWIATOWEJ GOSPODARKI BEZ RECESJI

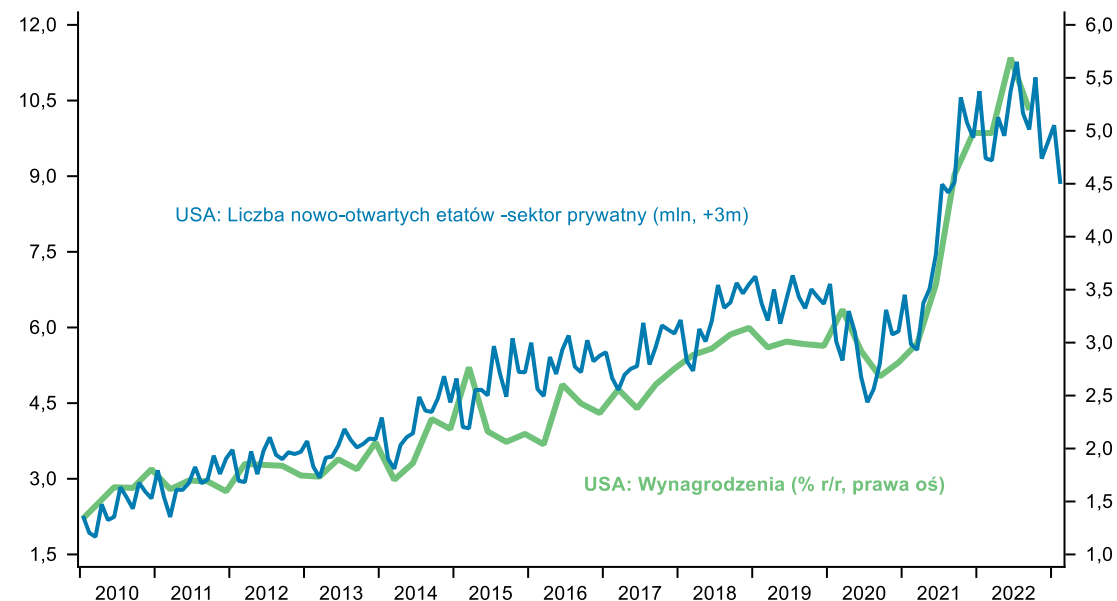
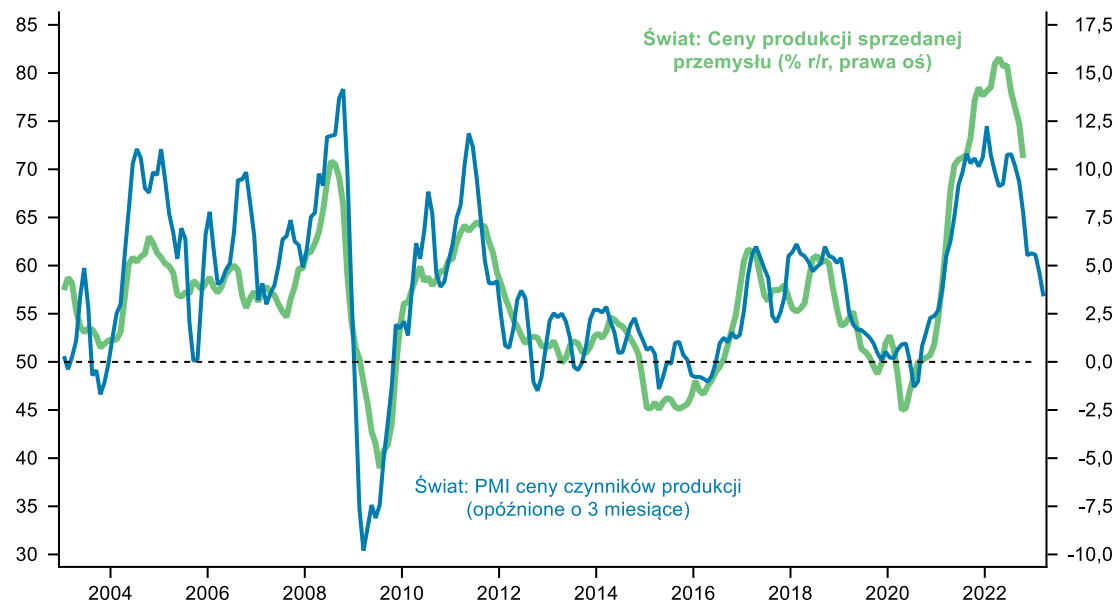


Źródło: MFW, Bank Światowy, S&P Markit, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W drugiej połowie ubiegłego roku koniunktura w gospodarce światowej uległa pogorszeniu, jednak skala schłodzenia aktywności była mniejsza niż można było się obawiać kilka miesięcy temu.
- Obecnie wydaje się, że rośnie prawdopodobieństwo scenariusza tzw. „miękkiego lądowania” tj. obniżenia się dynamiki wzrostu PKB na świecie ale uniknięcia recesji.
- Ryzykiem dla globalnego wzrostu gospodarczego pozostaje sytuacja w światowym sektorze przemysłowym, gdzie w ostatnim czasie mocno obniżył się popyt. Z drugiej strony oczekiwane ożywienie gospodarki chińskiej po jej popandemicznym otwarciu może dostarczyć silny impuls pro-wzrostowy.



GLOBALNA DEZINFLACJA PRZED NAMI?

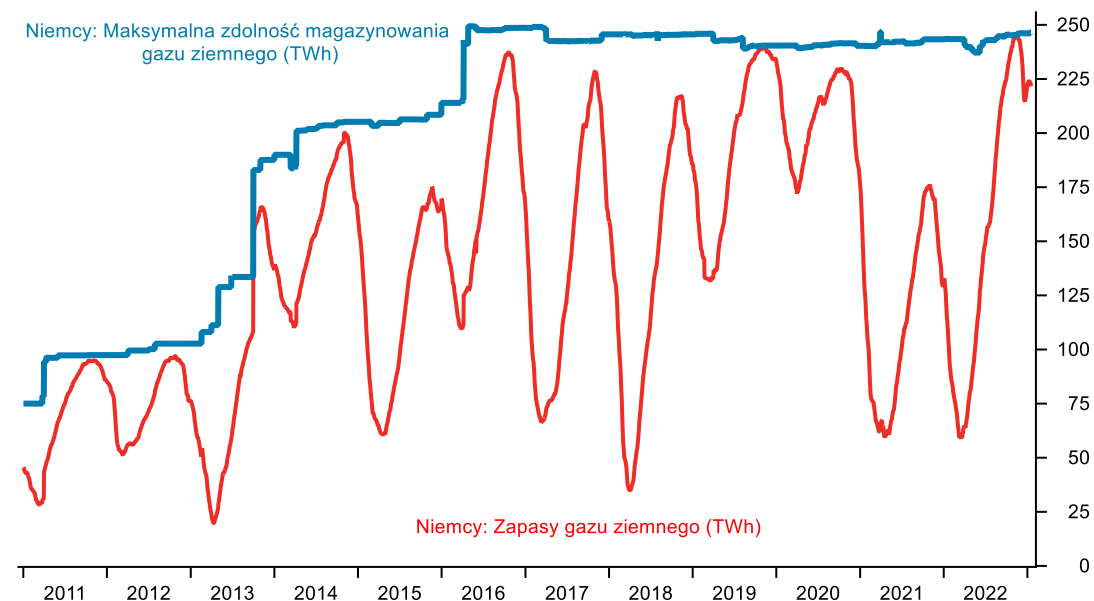
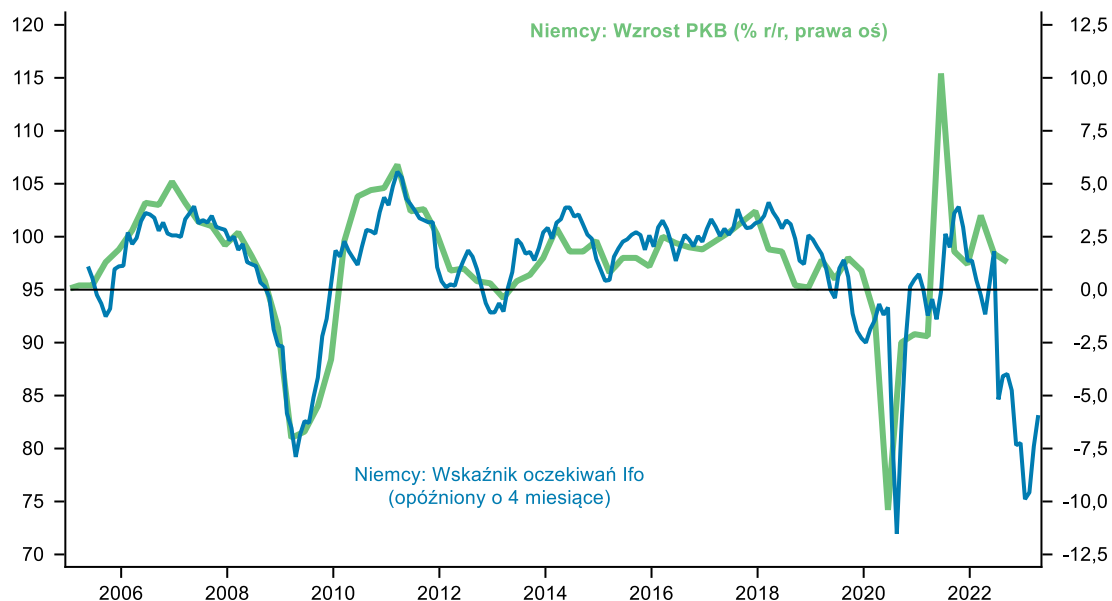


Źródło: S&P Markit, Dallas Fed, BLS, BEA, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Za miękkim lądowaniem przemawia także zwalnająca na świecie inflacja. Niższa dynamika wzrostu cen konsumpcyjnych jest przede wszystkim efektem spadku (bądź przynajmniej mniej znaczącego wzrostu) cen towarów. Mniejsza presja inflacyjna w przypadku towarów spowodowana jest osłabieniem na przestrzeni ubiegłego roku silnego po-pandemicznego popytu, czemu towarzyszyły m.in. obniżka cen surowców i udrożnienie się łańcuchów dostaw.
- W niektórych krajach jak np. w Stanach Zjednoczonych zaobserwować można także pozytywne sygnały dotyczące cen usług sugerujące, że inflacja może nie zakorzenić się na wysokich poziomach. Jest jednak zbyt wcześnie by ogłosić ostateczny sukces w walce z inflacją. W USA rynek pracy dalej jest bardzo mocny a ryzyko utrwalenia się inflacji pozostaje realnym zagrożeniem.



MNIEJSZE ZAGROŻENIE RECESJĄ W STREFIE EURO

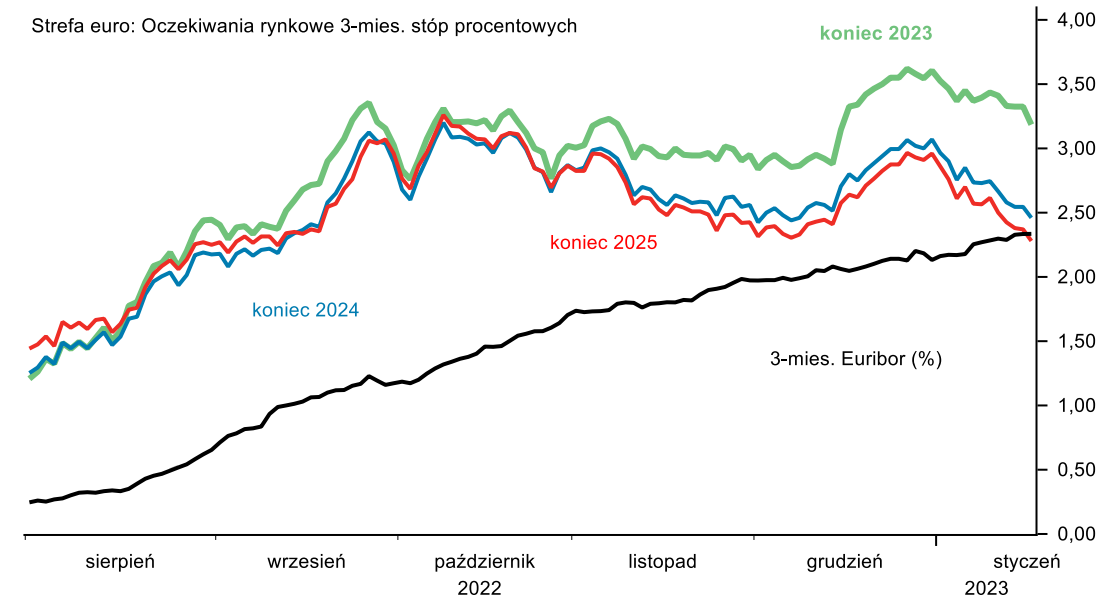
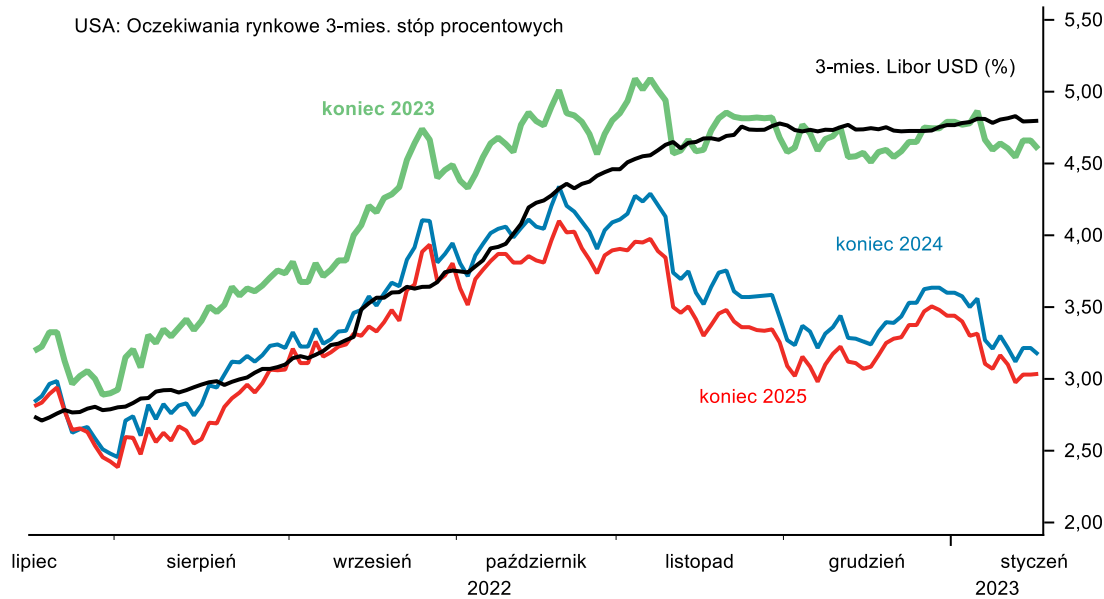


Źródło: Eurostat, Ifo, GIE, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W strefie euro wydaje się, że rysowany latem ubiegłego roku czarny scenariusz głębokiej recesji nie ulegnie materializacji. Ma to przede wszystkim związek z lepszą niż się obawiano sytuacją na rynku energii, w tym zwłaszcza gazu ziemnego.
- Ograniczona konsumpcja, zwiększone zakupy z kierunków innych niż rosyjski a także korzystne (dotychczas) warunki pogodowe w okresie jesienno-zimowym znacząco zredukowały ryzyko niedoborów gazu ziemnego w strefie euro w najbliższym czasie i spowodowały wyraźny spadek cen surowca na rynku a wraz z nim obniżkę ceny zakupu energii elektrycznej.
- Choć temat bezpieczeństwa energetycznego strefy euro może powrócić w nadchodzących miesiącach to w perspektywie 2023 roku obniżenie się dynamiki PKB nie powinno być drastyczne.



BANKI CENTRALNE KONTYNUUJĄ PODWYŻKI STÓP PROC. ALE ZBLIŻAJĄ SIĘ DO KOŃCA CYKLU



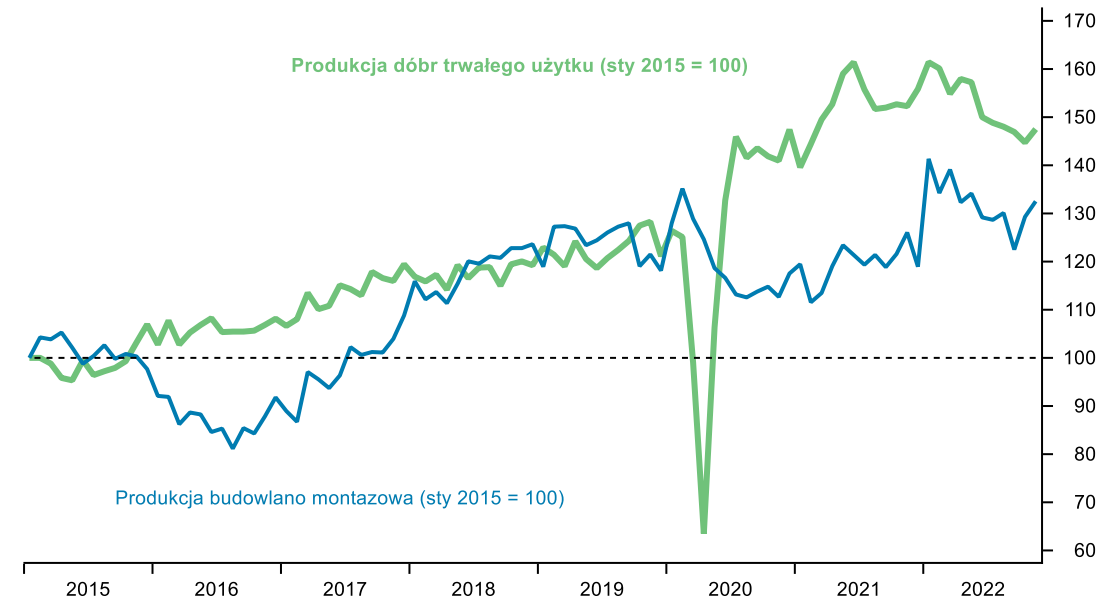
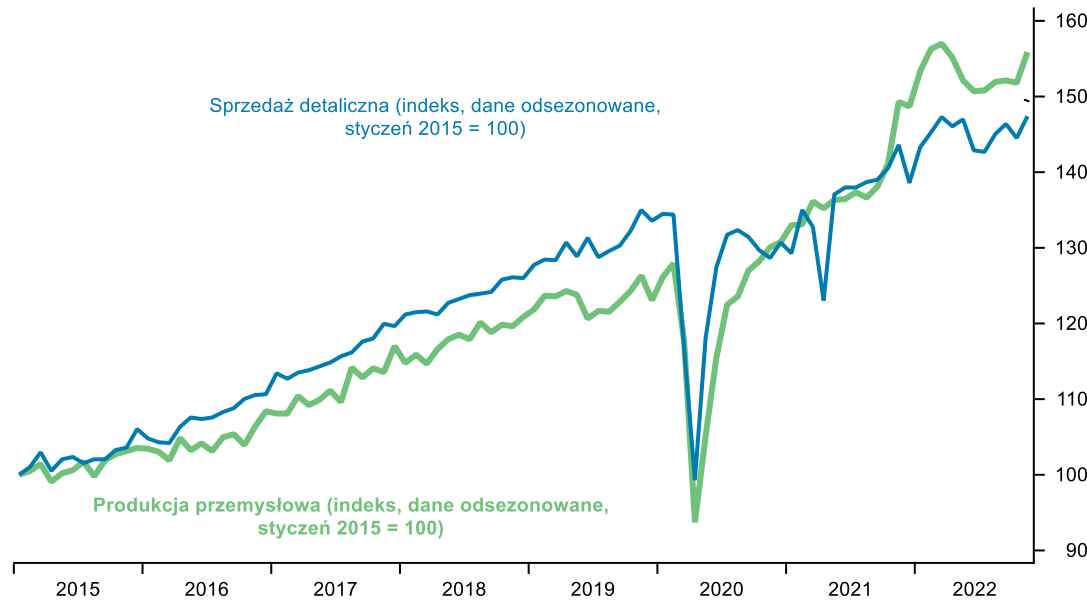
Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

- Rezerwa Federalna i Europejski Bank Centralny najprawdopodobniej będą kontynuować zacieśnianie polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach a docelowa stopa procentowa wyniesie około 5% w przypadku USA i 3% w przypadku strefy euro.
- W dominującym obecnie na rynku scenariuszu „miękkiego lądowania”, w którym słabszej koniunkturze towarzyszyć będzie hamująca inflacja, rynek wycenia jednak, że niedługo po zakończeniu cykli podwyżek stóp procentowych główne banki centralne przestawią się na łagodzenie warunków monetarnych.
- Prognozy rynkowe zakładają obecnie, że do końca przyszłego roku stopy procentowe spadną o około 150-200pb w USA i o około 75-100pb w strefie euro.



**Przewidywana
trajektoria PKB w Polsce
w 2023 roku**

SOLIDNE WYNIKI POLSKIEJ GOSPODARKI W CZWARTYM KWARTALE

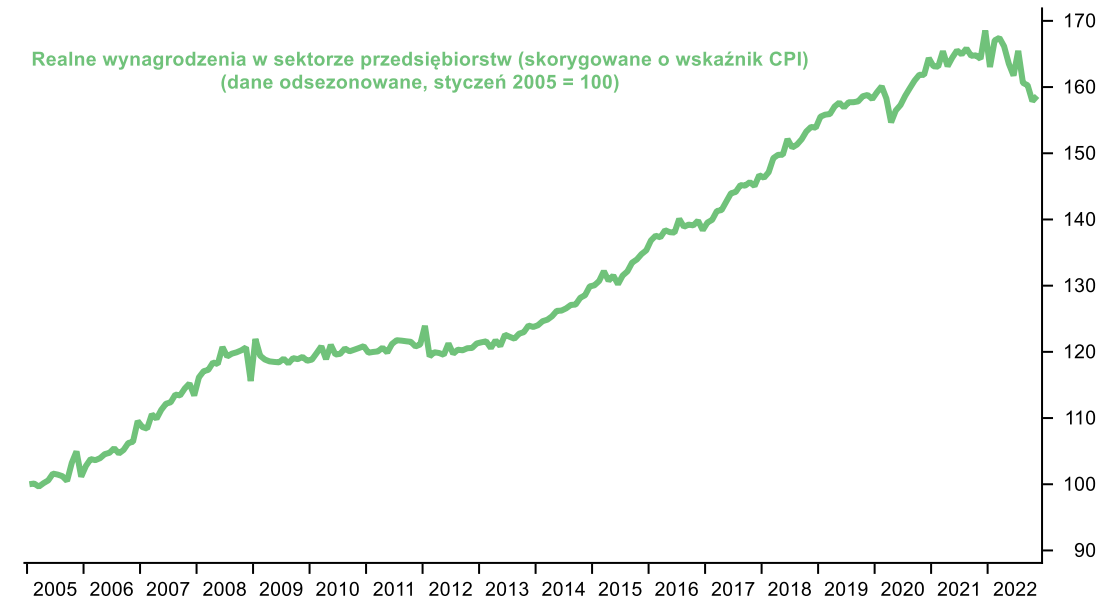
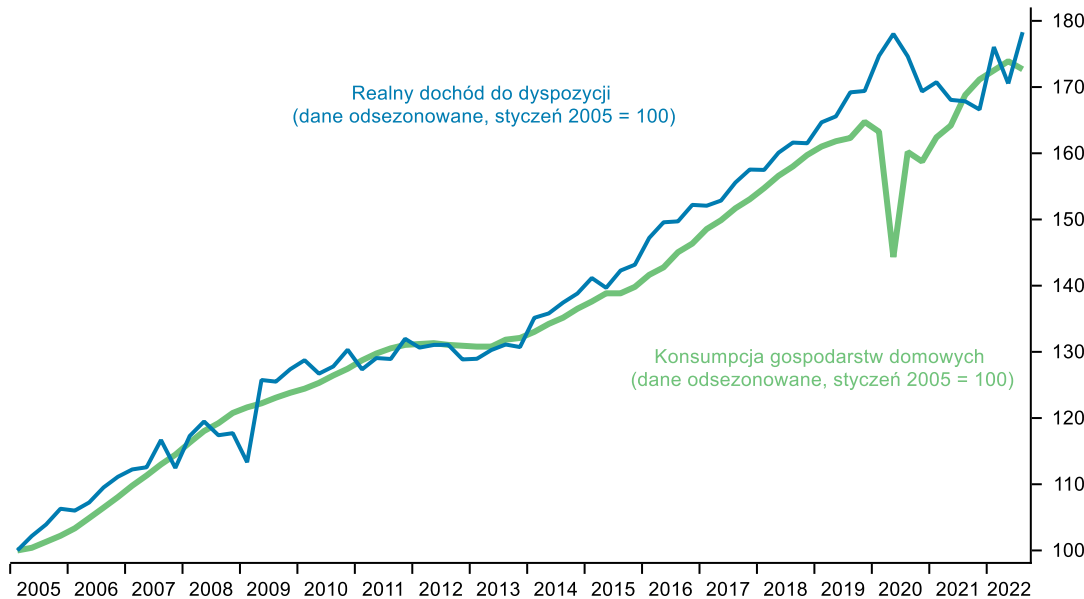


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Po spadku PKB w Polsce wiosną ubiegłego roku, latem gospodarka odbiła a wolumen produkcji dóbr i usług wzrósł w okresie lipiec-wrzesień 2022 o 1% kw/kw. Miesięczne dane o aktywności sugerują, że w czwartym kwartale ubiegłego roku PKB w ujęciu kwartał-do-kwartału ponownie się zwiększył.
- Relatywną odporność wykazywały obszary gospodarki najbardziej narażone na wpływ podwyżek stóp procentowych tj. produkcja budowlano-montażowa i produkcja dóbr trwałego użytku. Choć ich poziom znajduje się obecnie wyraźnie poniżej szczytów z początku 2022 roku, to ostatnie dane wskazywały na pewną poprawę aktywności. Sądzymy jednak, że to chwilowe odreagowanie i w nadchodzących miesiącach wielkość produkcji w tych sektorach zacznie ponownie spadać.



REALNE DOCHODY GOSPODARSTW DOMOWYCH POD PRESJĄ

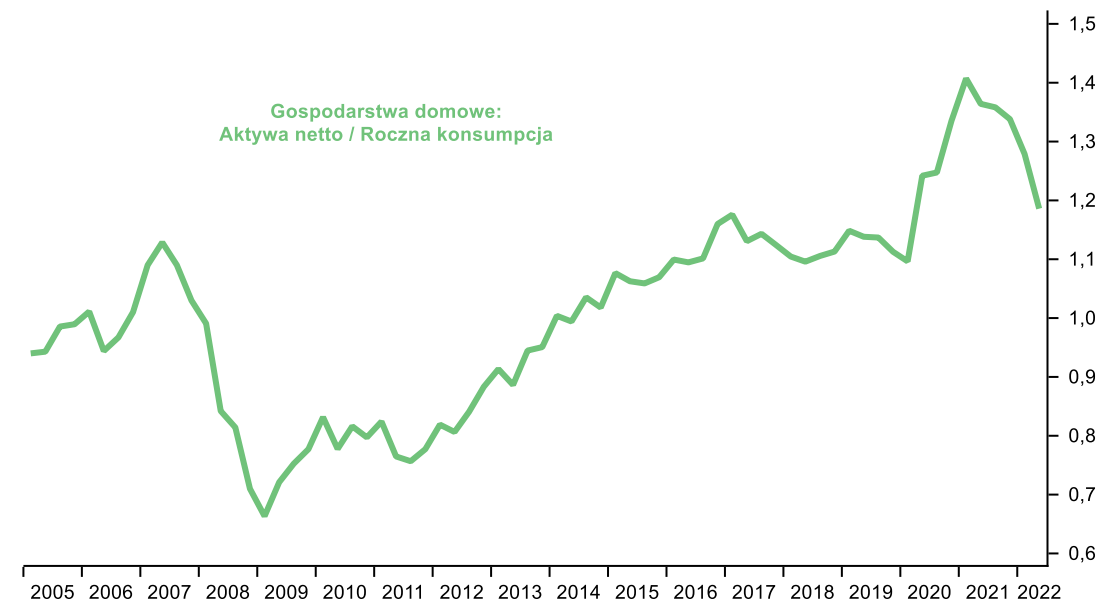
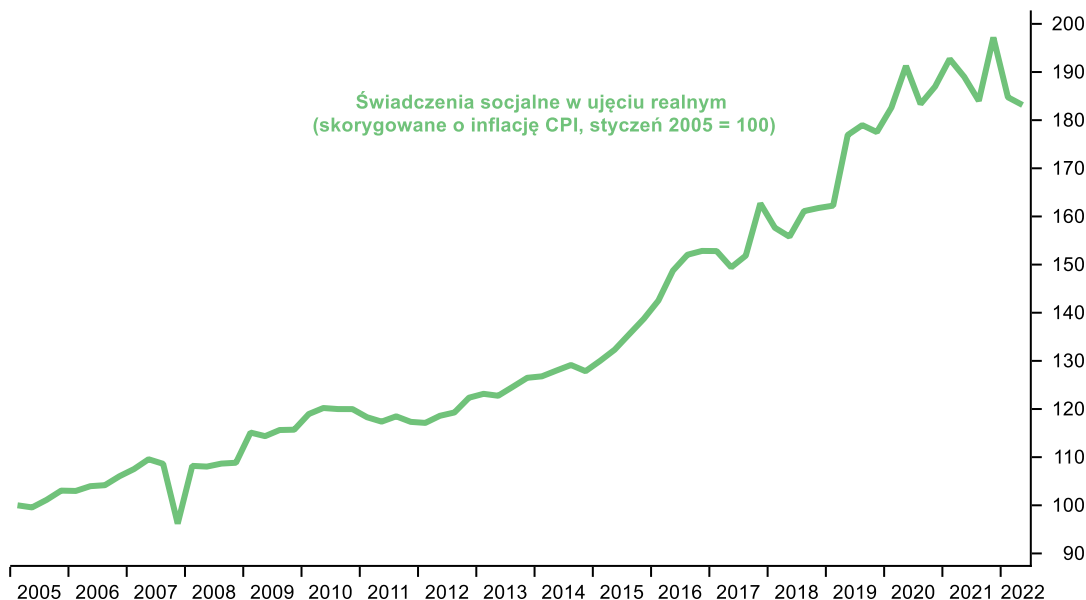


Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Negatywnie na popyt konsumpcyjny oddziaływać w tym roku będzie przede wszystkim wciąż wysoka inflacja, która ograniczać będzie realną siłę nabywczą gospodarstw domowych. W ubiegłym roku skorygowane o inflację dochody konsumentów wspierane były przede wszystkim przez wyniki osiągane z działalności gospodarczej, podczas gdy realna wartość wynagrodzeń obniżała się praktycznie od początku 2022 roku.
- Prognozujemy, że w tym roku realne dochody gospodarstw domowych mogą znaleźć się w stagnacji. Choć przewidujemy wzrost realnego wynagrodzenia o około 0.5% r/r, to zmniejszenie zatrudnienia jak i gorsze wyniki finansowe z działalności gospodarczej ograniczać będą (w ujęciu realnym) wielkość środków do dyspozycji konsumentów.



OSZCZĘDNOŚCI WSPARCIEM DLA KONSUMPCJI

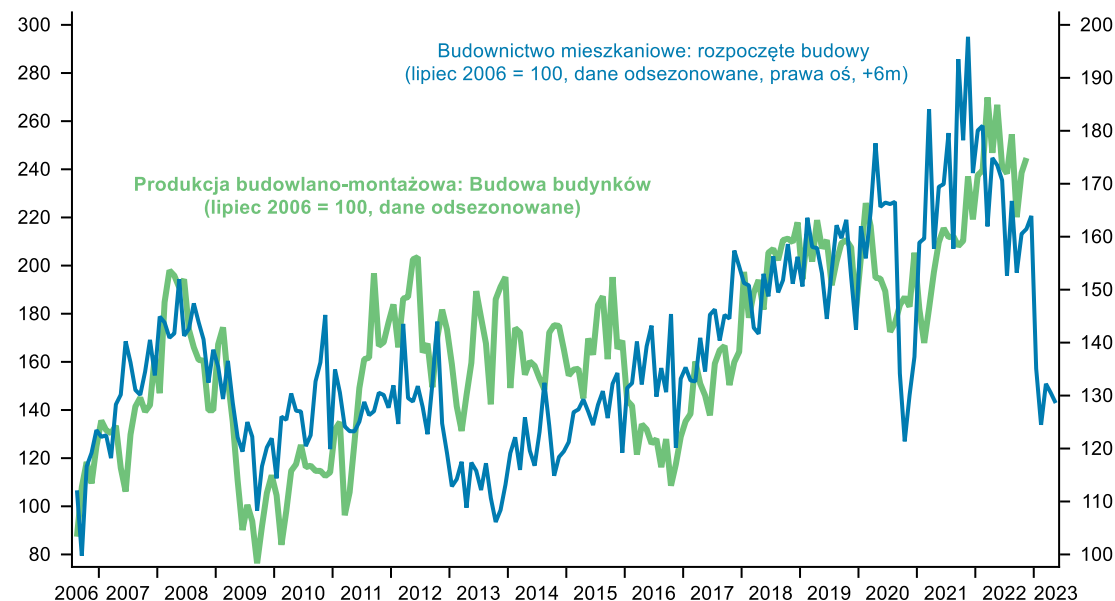
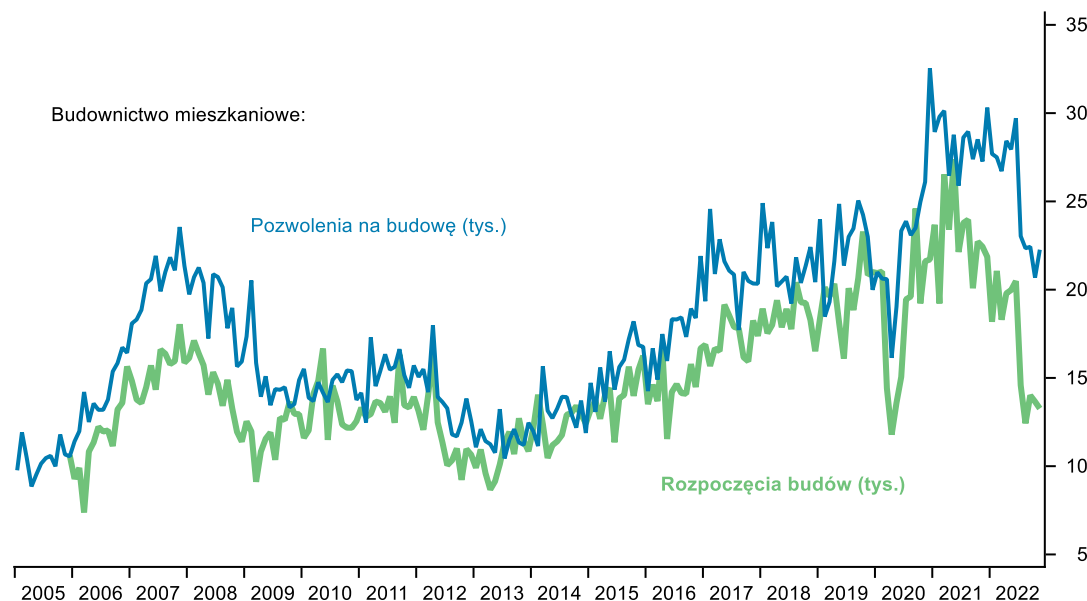


Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Korzystnie na wydatki gospodarstw domowych wpływać może nieznaczny realny wzrost wartości świadczeń socjalnych. Przewidywany w Ustawie Budżetowej wskaźnik waloryzacji emerytur wynosił 13,8%. Jednak biorąc pod uwagę, że średniorocznie inflacja dla gospodarstw domowych emerytów i rencistów wyniosła w ubiegłym roku 14,8% ostatecznie może być ona wyższa. W tym roku przewidujemy, że uśredniona inflacja wyniesie 13%, co oznaczałoby blisko 2%-owy realny wzrost świadczenia, zwłaszcza że osoby otrzymujące najniższe wypłaty skorzystają na waloryzacji kwotowej (minimum 250 zł).
- Wspierająco na poziom konsumpcji oddziaływać powinno wykorzystanie zakumulowanych oszczędności. Sądzymy, jednak że w dłuższej perspektywie wpływ tego czynnika powinien wygasać.



SEKTOR BUDOWLANY W OBLICZU ZAPAŚCI?

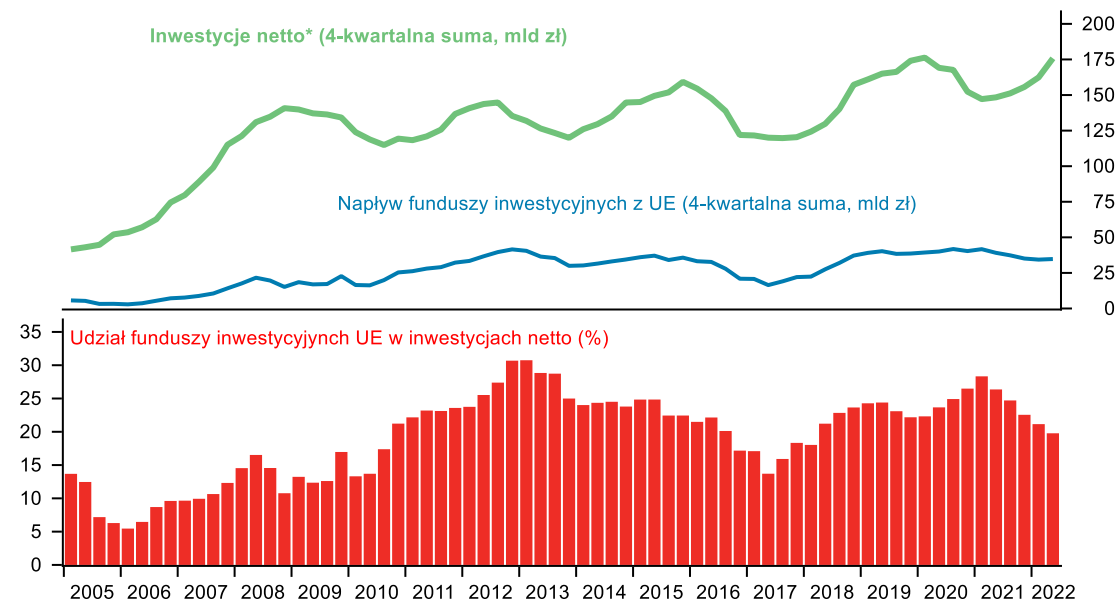
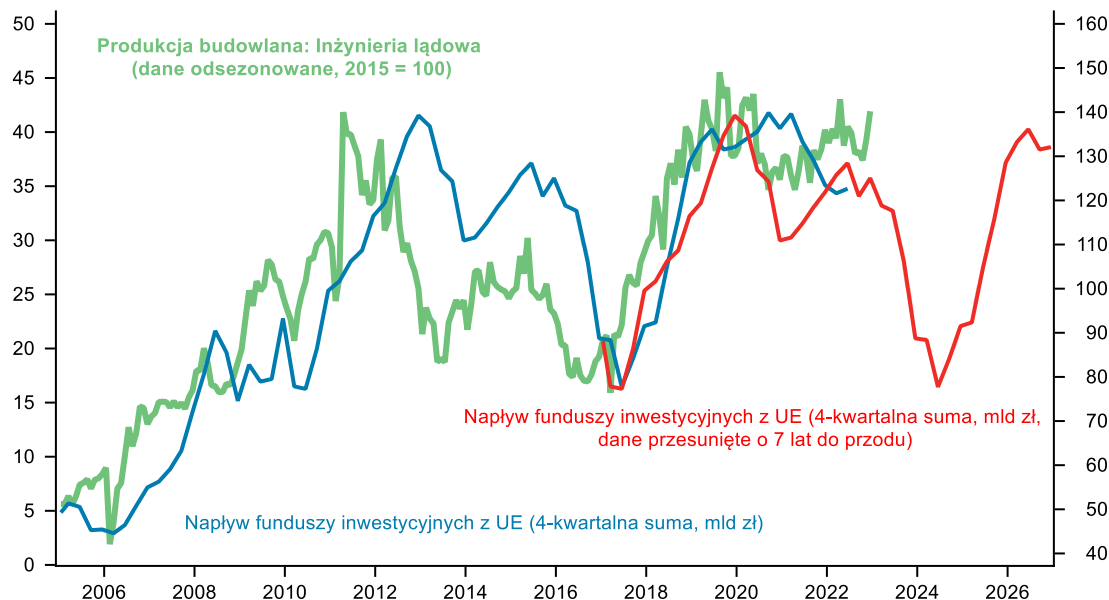


Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Prognozujemy, że koniunktura w sektorze budowlanym ulegnie w tym roku pogorszeniu. Ubiegłoroczne znaczące podwyżki stóp procentowych spowodowały załamanie się popytu na kredyt hipoteczny. O ile do tej pory informacje o wolumenie powstających budynków pozostawały relatywnie stabilne, dane wyprzedzające sugerują, że w nadchodzących miesiącach może dojść do mocnego schłodzenia aktywności w tym obszarze.
- W ubiegłym roku mocno obniżyła się zarówno liczba pozwoleń na budowę jak i rozpoczynanych budów. W naszej ocenie spowodowane osłabieniem popytu ograniczenie nowych projektów przełoży się na tegoroczne wyniki sektora budowanego.



PRZEJŚCIE NA NOWĄ PERSPEKTYWĘ FINANSOWĄ UE



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Wyzwaniem dla budownictwa może być nie tylko sytuacja na rynku mieszkaniowym ale i kończąca się perspektywa finansowa Unii Europejskiej na lata 2014–20. Przejście na finansowanie z nowego wieloletniego budżetu może bowiem skutkować tymczasowym spadkiem liczby realizowanych projektów infrastrukturalnych, podobnie jak miało to miejsce w latach 2015 - 2017.
- Czynnikiem łagodzącym okres przejściowy mogłoby być uruchomienie Krajowego Planu Odbudowy a w przypadku jego dalszego zawieszenia prefinansowanie zawartych w nim inwestycji przez Polski Fundusz Rozwoju.
- Napływ funduszy unijnych jest istotnym czynnikiem determinującym wysokość nakładów inwestycyjnych w Polsce. Ich udział w inwestycjach netto (z wyłączeniem amortyzacji) oscyluje między 20 a 30%.

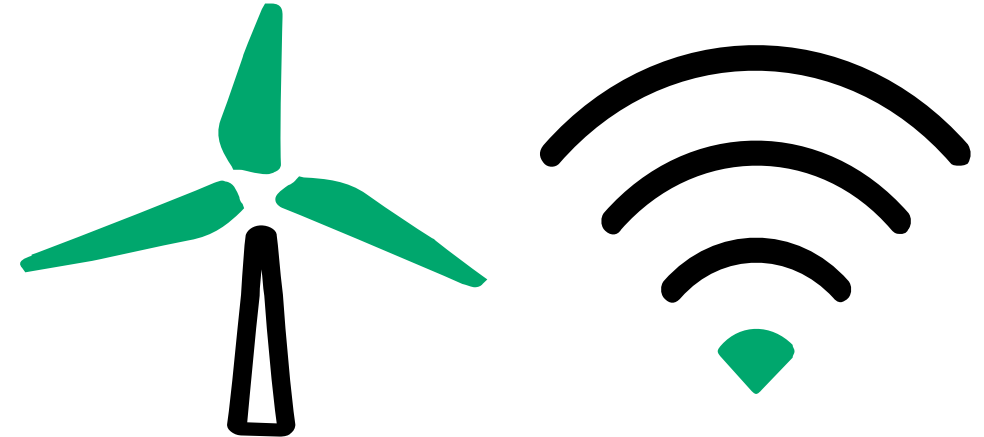


OGROMNE ŚRODKI PRZEZNACZONE DLA POLSKI W UNIJNYM BUDŻECIE

Przyznane Polsce fundusze inwestycyjne UE (mld EUR, ceny bieżące)

Fundusz	2014-20	2021-27
Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego	42,1	47,4
Fundusz Spójności	23,1	12,1
Europejski Fundusz Społeczny	13,0	14,9
Europejski Fundusz Rolny na Rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich	11,9	9,5
Fundusz na rzecz Sprawiedliwej Transformacji		1,7
Fundusze w ramach wieloletniego budżetu UE (ogółem)	90,1	85,6
Krajowy Plan Odbudowy (granty)		22,5
Fundusz na rzecz Sprawiedliwej Transformacji		2,2
Fundusze w ramach Next Generation EU (ogółem)	0	24,7
RAZEM (wieloletni budżet + Next Generation EU)	90,1	110,3
	2014	2021
Polska: Nominalny PKB (mld EUR)	405,4	574,8
Alokacja w ramach wieloletniego budżetu i Next Generation EU jako % PKB	22,2%	19,2%
Alokacja (na 1 rok) jako % PKB	3,2%	2,7%

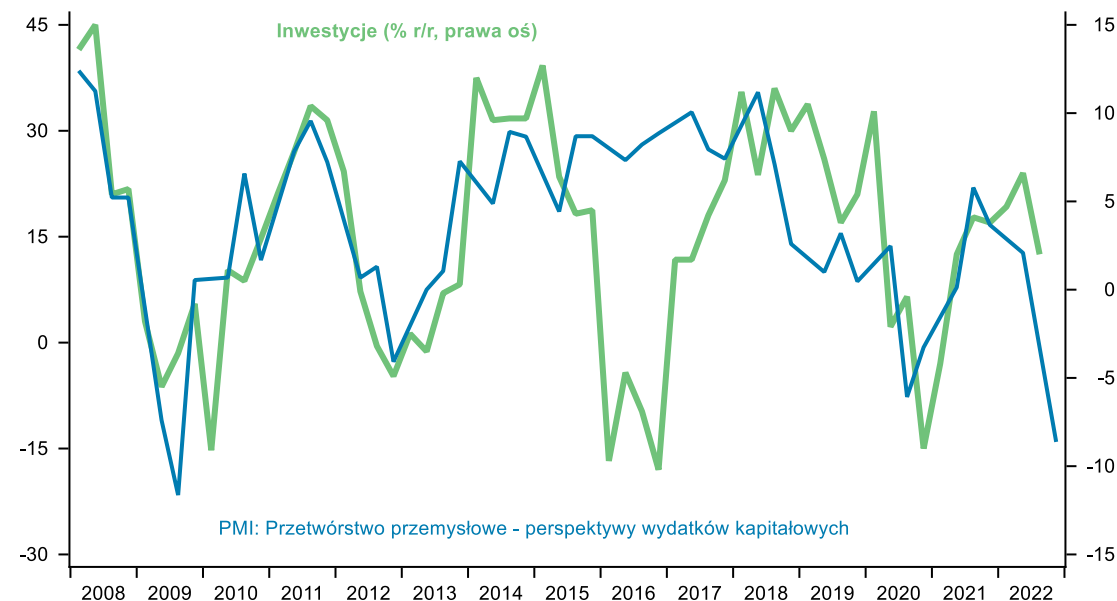
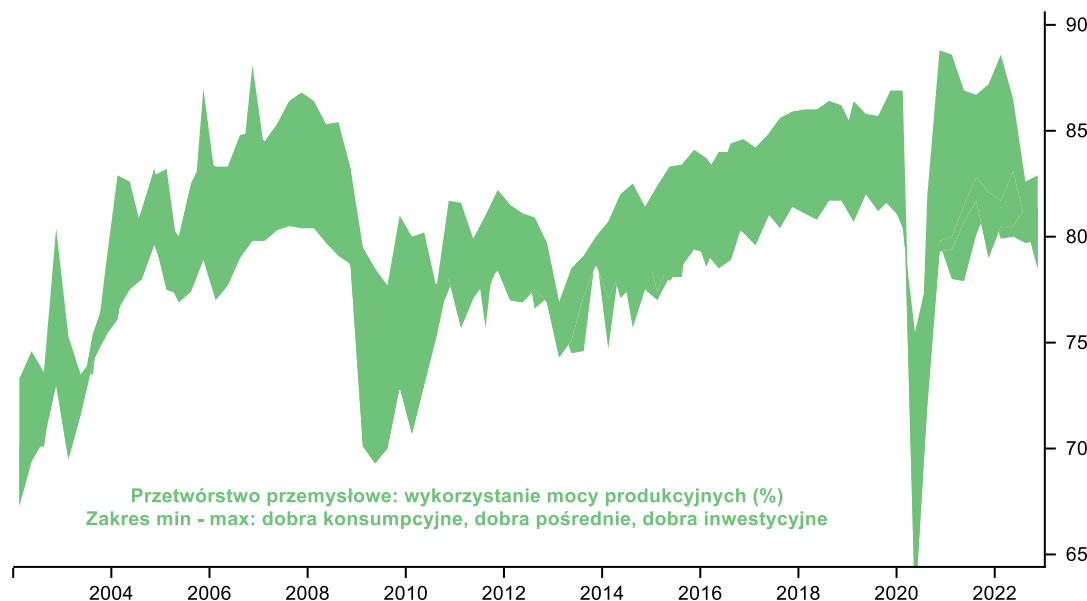
Źródło: Bank BNP Paribas



- W ramach wieloletniego budżetu UE na lata 2021-27 Polska ma otrzymać fundusze inwestycyjne warte blisko 86 mld EUR. Jest to kwota nieco mniejsza niż w poprzedniej agendzie. Po uwzględnieniu środków przyznanych Polsce w ramach uruchomionego po pandemii programu Next Generation EU, łączna alokacja jednak przewyższa tą sprzed 7 lat i wynosi ponad 110 mld EUR.
- Środki te mają w dużej mierze zostać przeznaczone na kluczowe dla Polski obszary takie jak zielona transformacja i cyfryzacja.



FIRMY BĘDĄ OGRANICZAĆ WYDATKI INWESTYCYJNE?

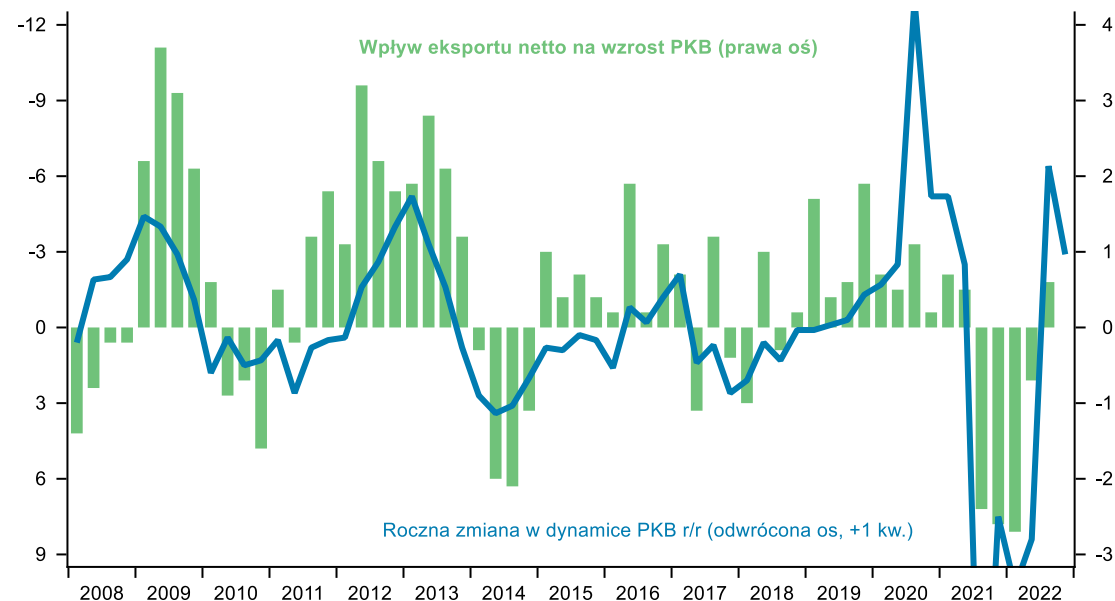


Źródło: Markit S&P, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Na nienajlepsze perspektywy dla inwestycji wskazuje także słabnący popyt. Wykorzystanie mocy produkcyjnych znajduje się obecnie na umiarkowanym poziomie, niższym niż miało to miejsce przed kilkoma kwartałami.
- W tym świetle spodziewamy się, że przedsiębiorstwa mogą rezygnować z projektów nakierowanych na rozbudowę mocy wytwórczych lub przynajmniej czasowo je wstrzymać.
- Badania ankietowe sugerują, że w przypadku firm działających w sektorze przetwórstwa przemysłowego, możliwe jest wyraźne zmniejszenie nakładów na środki trwałe w nadchodzących miesiącach.



ODWRACAJĄCY SIĘ CYKL ZAPASÓW

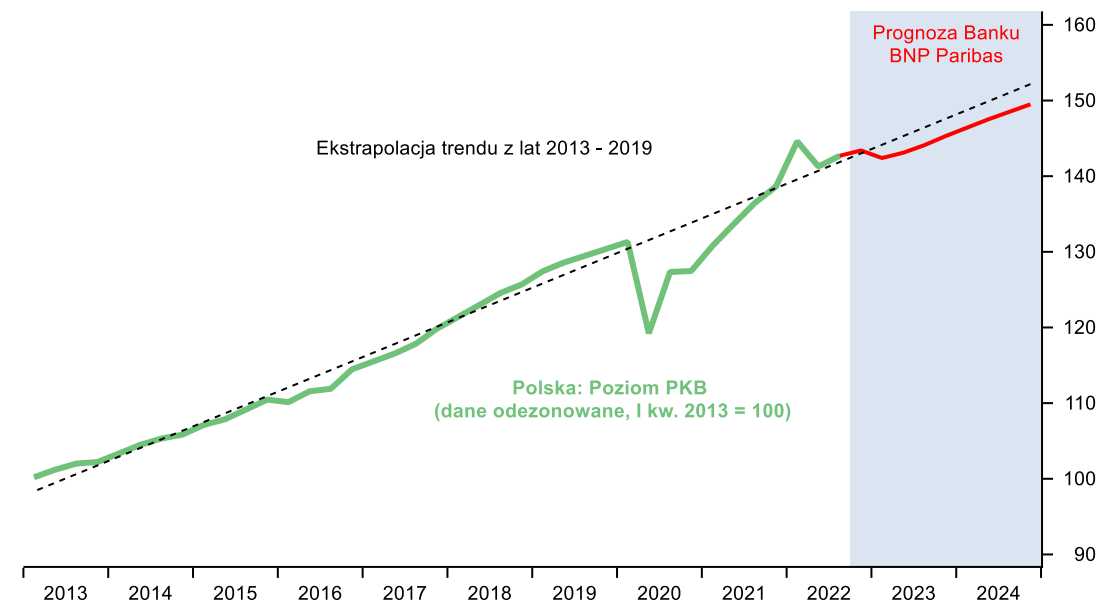
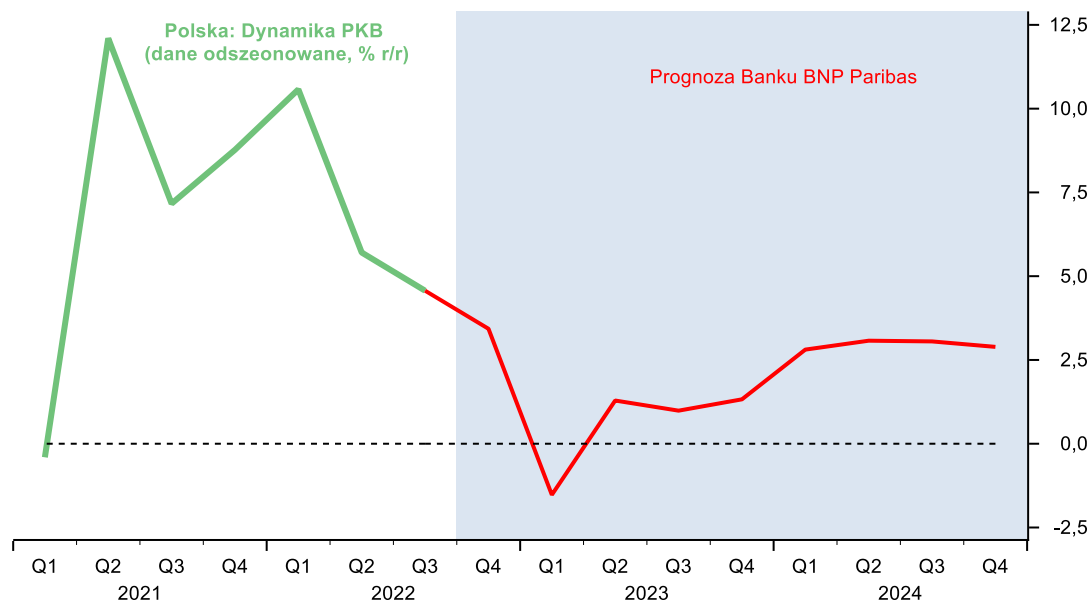


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku niższej dynamiki PKB w tym roku jest odwracający się cykl zapasów. Ich przyrost był jednym z istotnych elementów stojących za szybkim wzrostem gospodarczym w poprzednich kwartałach.
- W warunkach słabszego popytu i wysokiego kosztu utrzymywania pozycji magazynowych, ze względu na wzrost stóp procentowych, poziom zapasów może być w tym roku jednak redukowany, co negatywnie wpłynie na bieżącą produkcję.
- Nieco niwelować wpływ ograniczania zapasów na tempo wzrostu PKB powinien eksport netto, który ma charakter anty-cykliczny. Redukcja zapasów powinna oznaczać spadek wolumenu importu. Jednocześnie eksport powinien pozostawać relatywnie stabilny, zwłaszcza jeśli ożywienie w Chinach miałoby na nowo napędzić gospodarkę światową w dalszej części roku.



PROFIL PKB - PROGNOZA BANKU BNP PARIBAS



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W scenariuszu bazowym zakładamy, że polska gospodarka wzrośnie w tym roku o 0,5%. Prognozujemy, że ze względu na wysoką bazę porównawczą w pierwszym kwartale bieżącego roku roczna dynamika PKB będzie ujemna, jednak w dalszej części roku powinna się ona znajdować nieco powyżej 1% r/r.
- W przyszłym roku przewidujemy, że aktywność przyspieszy i w ujęciu rok-do-roku wolumen wytworzonych dóbr i usług zwiększy się w 2024 roku o około 3%.
- Sądzymy jednak, że do końca 2024 roku poziom PKB będzie pozostawał nieznacznie poniżej trendu wyznaczonego na podstawie danych z lat 2013 – 2019.

CZYNNIKI RYZYKA DLA BAZOWEJ ŚCIEŻKI PKB

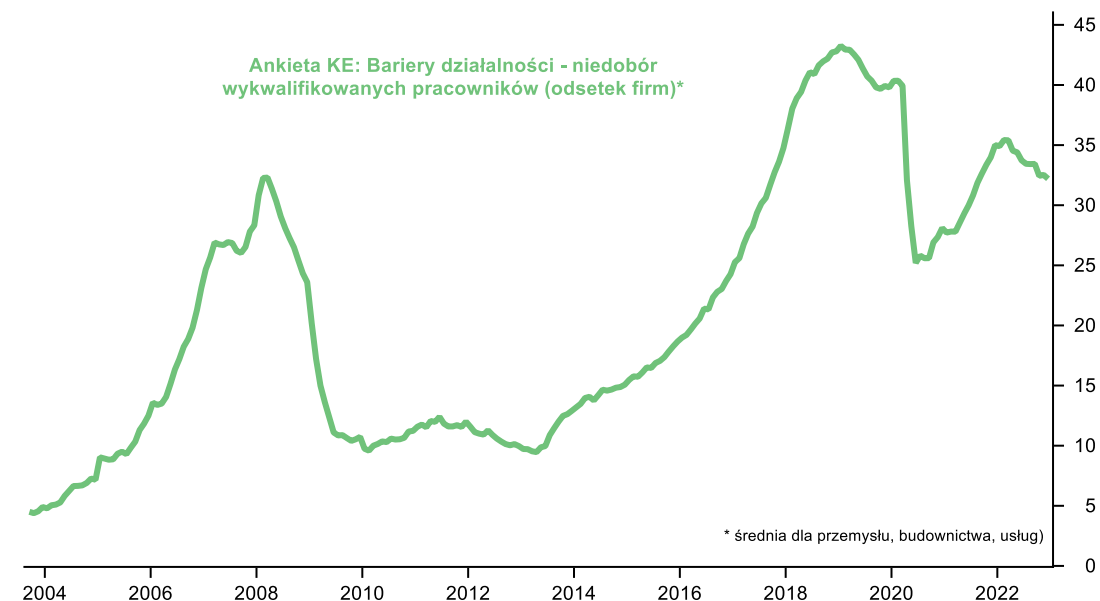
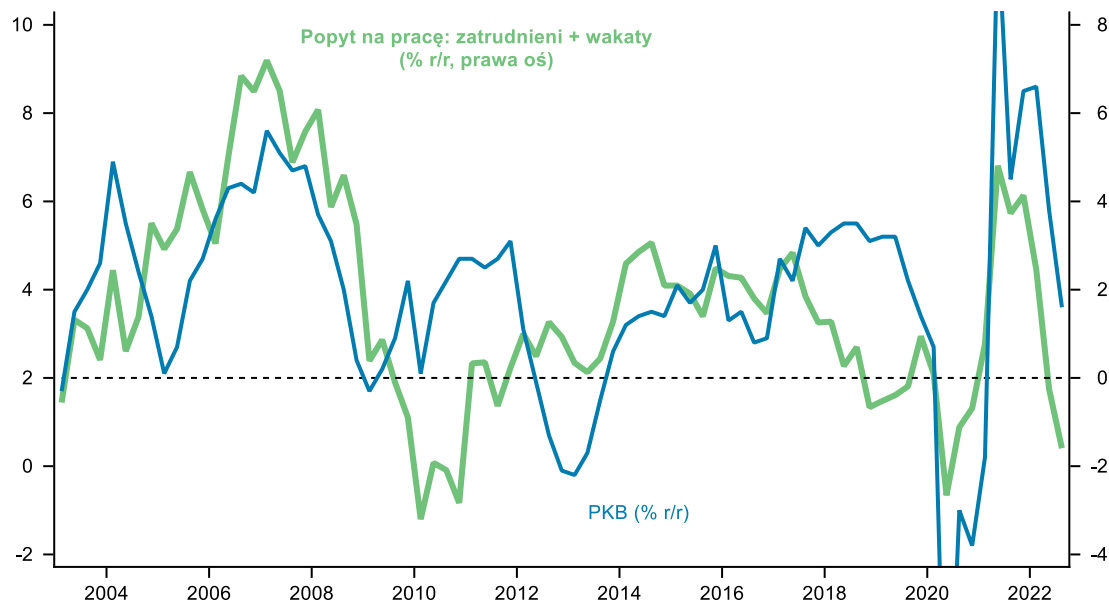
Czynniki ryzyka dla bazowej ścieżki PKB w Polsce w 2023 roku	
Pro-wzrostowe	Wpływ na dynamikę PKB
Mocniejsza koniunktura zagranicą np. w wyniku silniejszego odbicia chińskiej gospodarki	↑
Poluzowanie polityki fiskalnej przed wyborami parlamentarnymi	↑
Szybszy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń i większa odporność konsumpcji gospodarstw domowych	↑
Recesyjne	Wpływ na dynamikę PKB
Silniejszy spadek inwestycji w związku ze wzrostem stóp procentowych i uruchomieniem nowej perspektywy finansowej UE	↓
Wyraźniejsza redukcja zgromadzonych w poprzednich kwartałach zapasów	↓
Załamanie krajowego i/lub globalnego popytu na dobra trwałego użytku	↓
Bardziej restrykcyjna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne i/lub NBP	↓

Źródło: Bank BNP Paribas



**Wpływ słabszej
koniunktury
na krajowy rynek pracy**

MNIEJSZY SPADEK ZATRUDNIENIA W TYM CYKLU

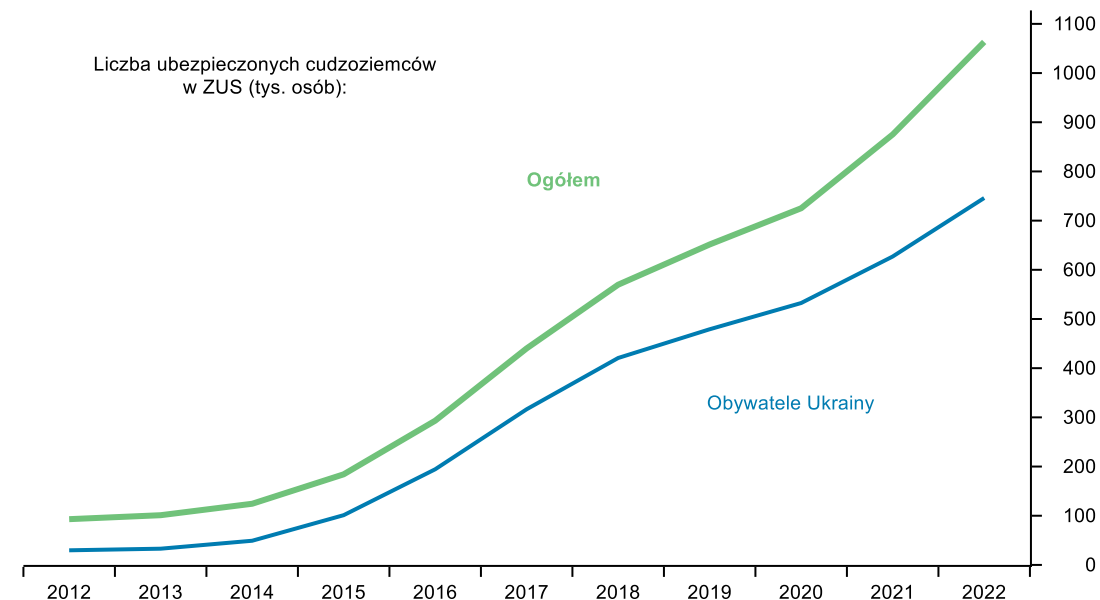
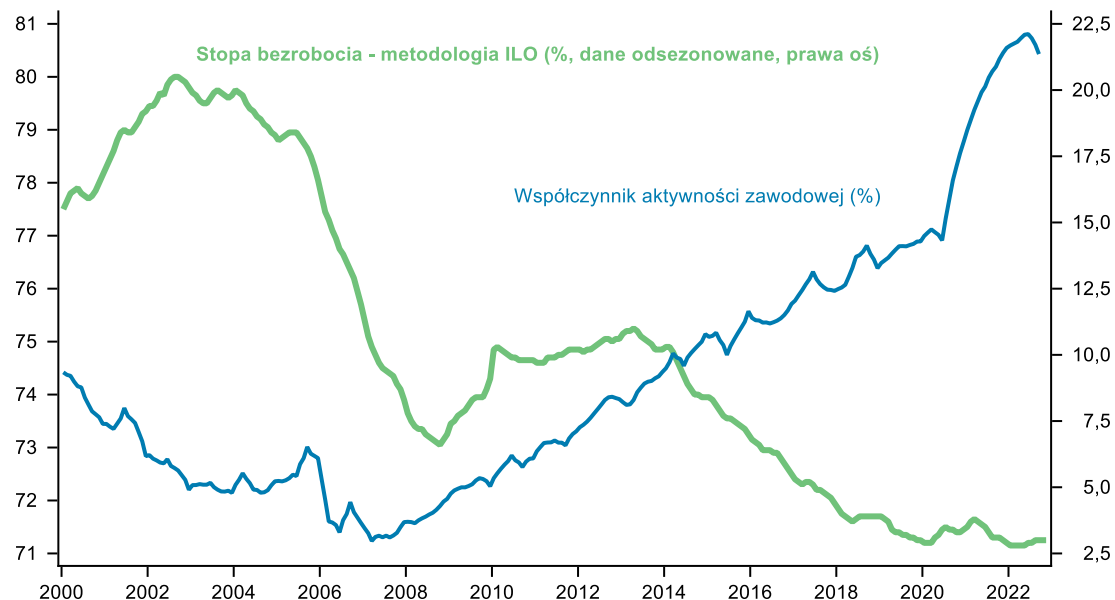


Źródło: GUS, Eurostat, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Spodziewamy się, że mimo wyraźnego osłabienia koniunktury, polską gospodarkę czeka relatywnie miękkie lądowanie. W naszej ocenie kondycja rynku pracy pozostanie bowiem dobra. Choć spadek tempa wzrostu gospodarczego oddziaływać będzie w kierunku niższego popytu na pracę uważamy, że może to przyjąć przede wszystkim formę redukcji liczby wakatów a nie fali zwolnień.
- Ma to związek z charakterystyką rynku pracy w Polsce. Strukturalny niedobór pracowników na rynku spowoduje naszym zdaniem, że w porównaniu do poprzednich okresów spowolnienia aktywności firmy mogą mieć większą skłonność do utrzymywania zatrudnienia.



NAPIĘTA SYTUACJA NA RYNKU PRACY

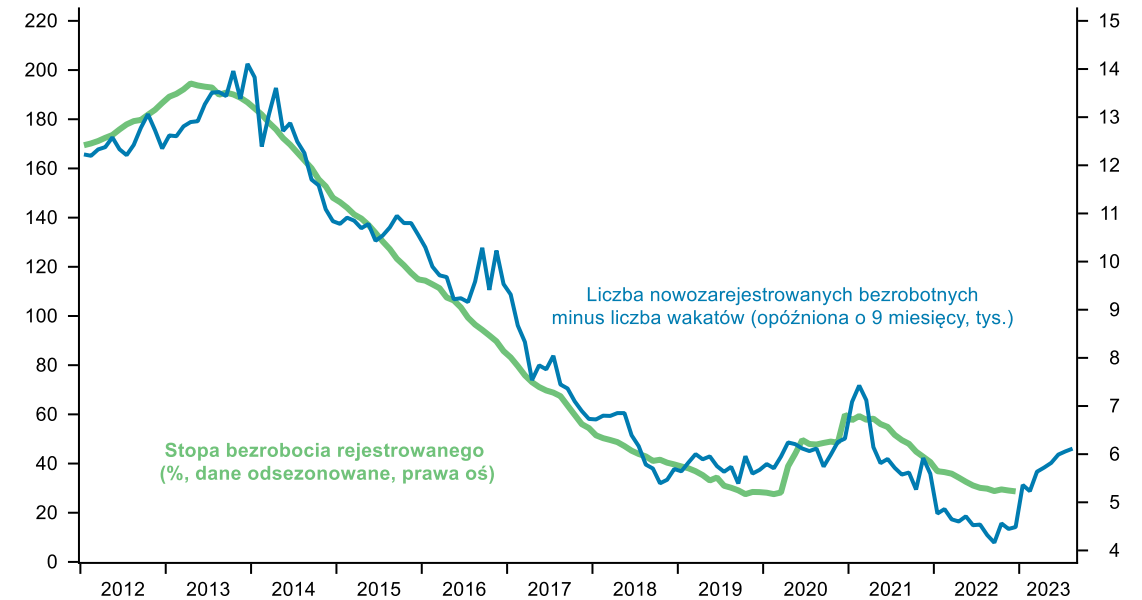
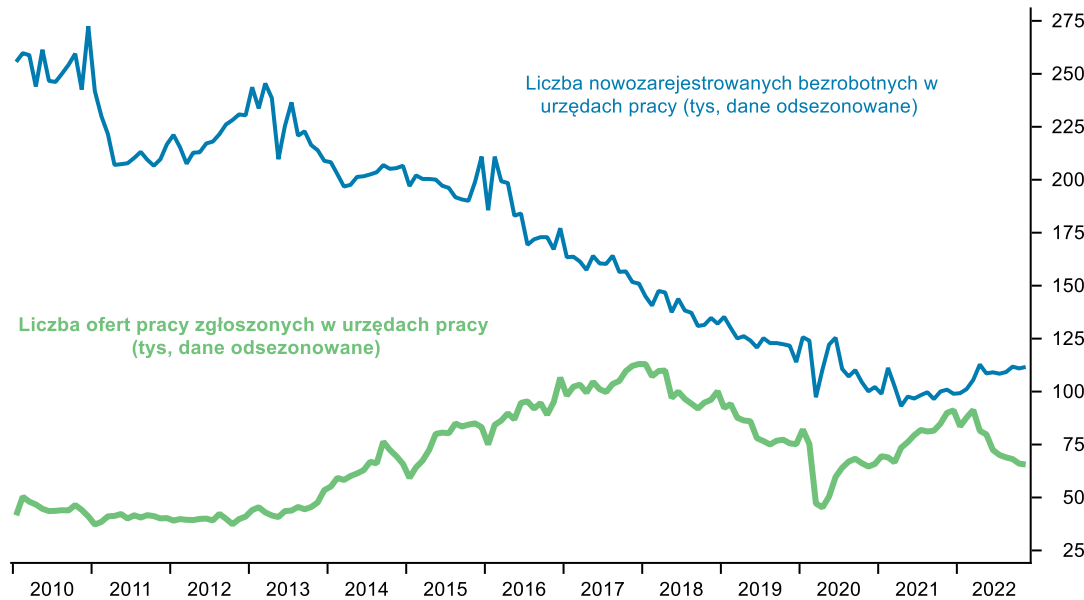


Źródło: Eurostat, ZUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Napiętą strukturalną sytuację na rynku pracy dobrze obrazuje fakt, że braki pracowników zgłaszane były przez firmy w ostatnich kwartałach w warunkach niskiej stopy bezrobocia, wysokiego poziomu współczynnika aktywności zawodowej a także szybko rosnącej liczby zatrudnionych cudzoziemców.
- Według danych ZUS, na koniec ubiegłego roku ubezpieczonych było już ponad 1 mln niepochozących z Polski osób (ponad 6% ogółu pracujących). Choć większość z nich stanowią obywatele Ukrainy (około $\frac{3}{4}$), to widać także zwiększony napływ imigrantów z innych krajów. Gdyby nie zatrudnienie cudzoziemców można przypuszczać, że niedobór pracowników byłby już od pewnego czasu istotnym czynnikiem hamującym tempo rozwoju polskiej gospodarki.



UMIARKOWANY WZROST STOPY BEZROBOCIA W TYM ROKU



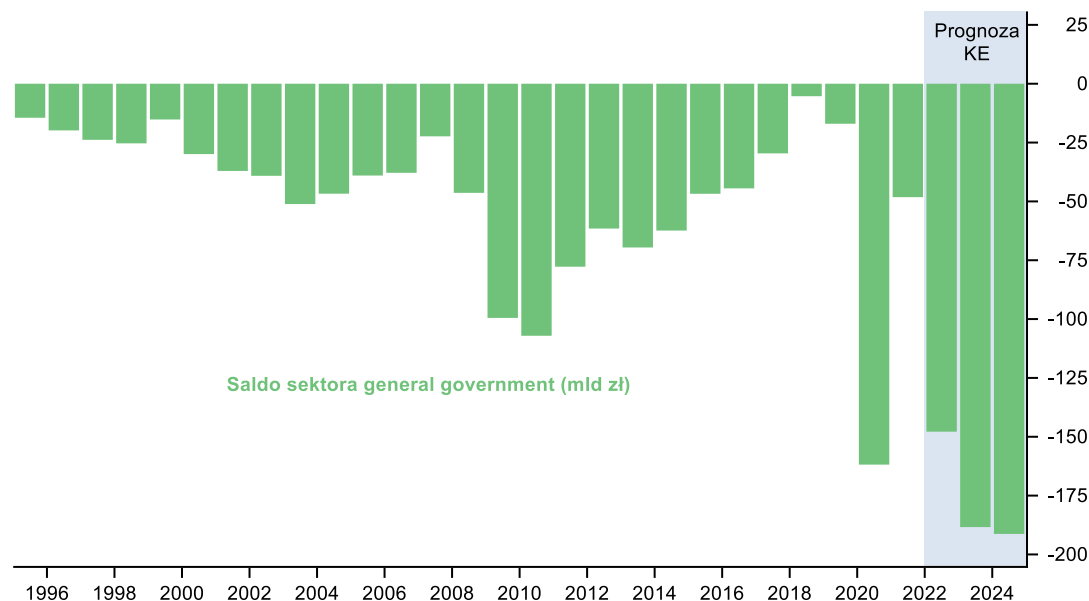
Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Mimo że sądzimy, że skala redukcji etatów będzie ograniczona jak na tą fazę cyklu, to spodziewamy się pewnego umiarkowanego wzrostu stopy bezrobocia w granicach 0,5–1pp w tym roku.
- Na wzrost odsetka bezrobotnych wskazuje powoli rosnąca liczba nowo zarejestrowanych w urzędach pracy osób bez zatrudnienia, przy jednoczesnym spadku liczby zgłaszanych tam ofert pracy.
- Wzrost stopy bezrobocia w okolice 6% na koniec bieżącego roku, nie spowoduje naszym zdaniem silnego ograniczenia konsumpcji i powinien pozwolić na dość dynamiczny wzrost PKB w drugiej połowie bieżącego i w przyszłym roku.



Polityka fiskalna w roku wyborczym

DEFICYT SEKTORA *GENERAL GOVERNMENT* NA POZIOMIE 4,5% PKB W 2023 ROKU



Planowany deficyt sektora general government w 2023 roku (rozbiecie)	
Budżet państwa	68 mld zł
Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych *	40 mld zł
Fundusz przeciwdziałania Covid-19 *	23 mld zł
Fundusz Pomocy *	11 mld zł
Pozostałe *	8 mld zł
RAZEM	150 mld zł

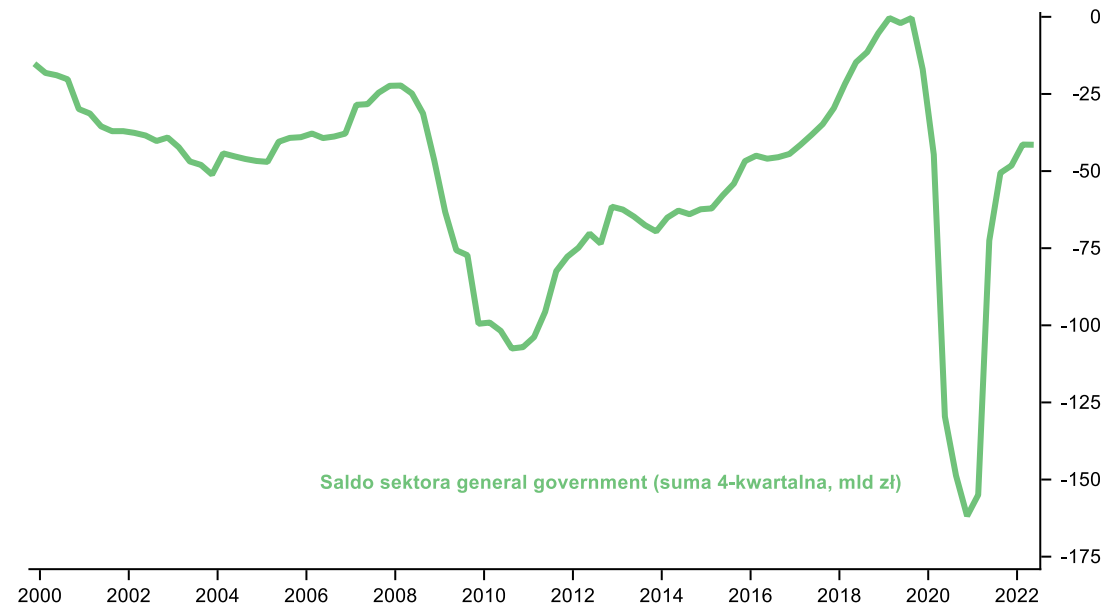
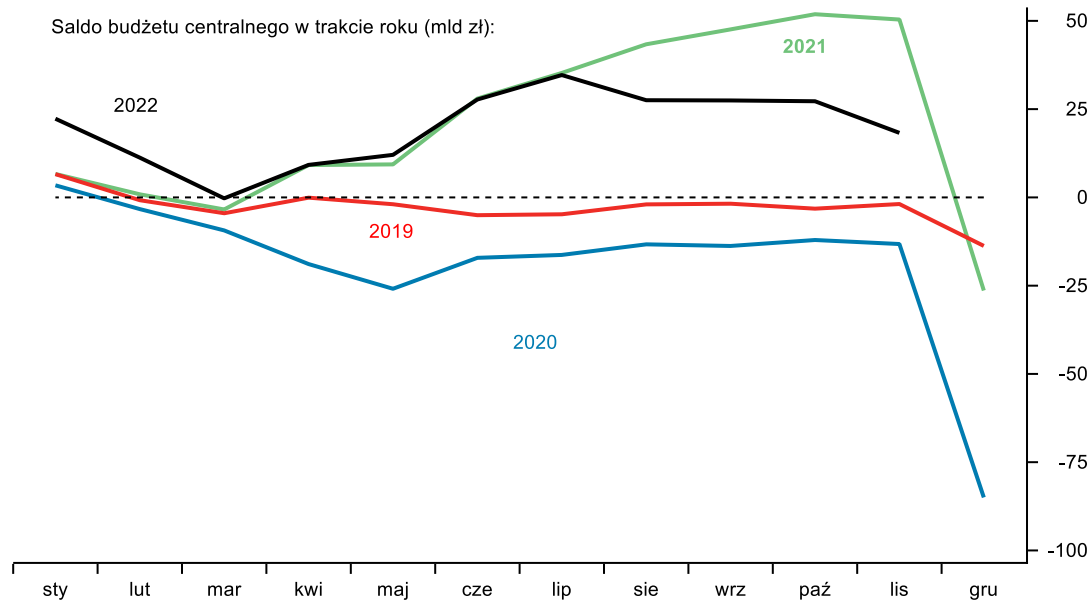
* szacunki oparte na projekcjach zadłużenia zawartych przez Ministerstwo Finansów w dokumencie "Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2023 - 2026"

Źródło: Komisja Europejska, Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Szacujemy, że deficyt sektora **general government**, który obejmuje swoim zakresem m.in. fundusze zarządzane przez Bank Gospodarstwa Krajowego, wyniesie w tym roku 150 mld zł, co stanowić będzie około 4,5% PKB.
- Oszacowanie to jest zbieżne z wyliczeniami Ministerstwa Finansów uwzględnionymi w Ustawie Budżetowej, choć nieco niższy od prognoz Komisji Europejskiej, która zakłada w tym roku, że wydatki fiskalne będą wyższe od przychodów o ponad 180 mld zł.
- Według założeń Ministerstwa ponad połowa deficytu ma przypaść na fundusze znajdujące się poza budżetem państwa. Wśród nich największą pozycję stanowić ma Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych, który na ten rok planuje wzrost długu netto na poziomie około 40 mld zł.



SOLIDNE DANE O FINANSACH PUBLICZNYCH W UBIĘGLYM ROKU



Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Niższe prognozy deficytu od Komisji Europejskiej wynikają w dużej mierze z lepszej realizacji budżetu w ubiegłym roku. W przypadku budżetu państwa wygląda na to że całoroczny deficyt był niższy od zakładanego w Ustawie Budżetowej poziomu 29,9 mld zł. Wskazują na to m.in. dane o wysokości poduszki płynnościowej Ministerstwa Finansów na koniec roku.
- Na poziomie całego sektora **general government** deficyt także może okazać się niższy od prognoz. W połowie roku 4-kwartalna suma salda finansów sektora wynosiła nieco ponad 40 mld zł. Sądzymy więc, że w ubiegłym roku całoroczny deficyt był niższy niż blisko 150 mld zł przewidywane przez Komisję Europejską i wyniósł około 100 mld zł.



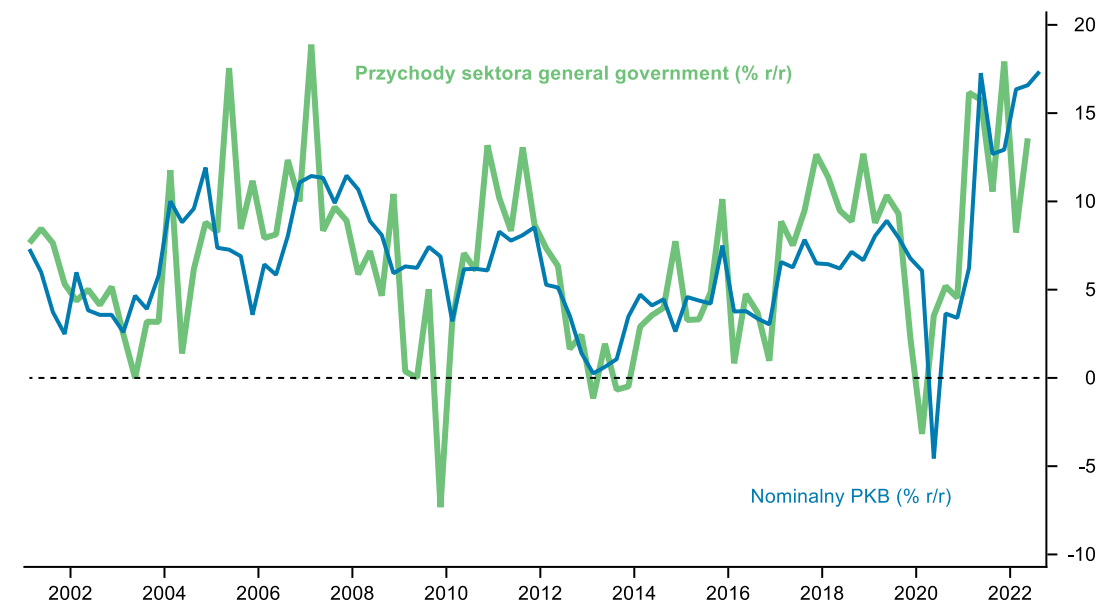
WZROST WYDATKÓW ALE I PRZYCHODÓW

Fiskalny koszt brutto rozwiązań wprowadzonych w obszarze rynku energii*	
Stosowania ceny maksymalnej dla niektórych odbiorców paliw gazowych	29 mld zł
Zamrożenie cen energii elektrycznej dla gosp. domowych do ustalonych limitów	25 mld zł
Ustalenie maksymalnych cen energii elektrycznej dla gosp. domowych, MŚP i instytucji użyteczności publicznej	14 mld zł
Wsparcie przedsiębiorstw energochłonnych w związku z sytuacją na rynku energii **	11 mld zł
Rozwiązania w obszarze ciepła **	10 mld zł

RAZEM ~ 90 mld zł

* dane pochodzące z ocen skutków regulacji załączonych do odpowiednich ustaw

** część kosztów poniesiona została w 2022 roku

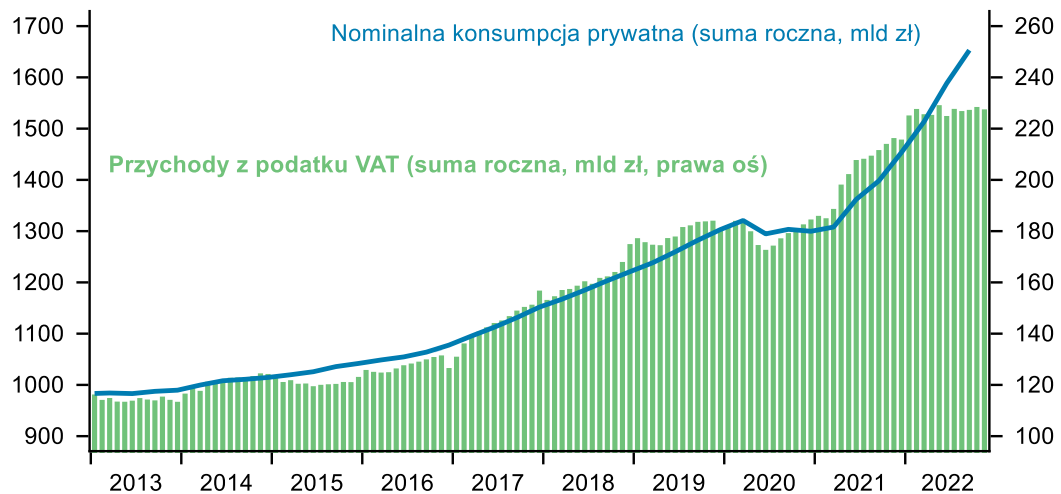


Źródło: Sejm, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Największy wzrost wydatków w bieżącym roku związany jest z uruchomieniem rozwiązań mających na celu ochronę gospodarki przed negatywnym wpływem wysokich cen energii. Całkowity koszt brutto podjętych działań szacowany jest na około 90 mld zł (3% PKB), choć jego ostateczna wielkość zależy będzie od rynkowych cen m.in. energii elektrycznej, węgla i gazu.
- Koszt netto będzie mniejszy ze względu na nałożenie na firmy produkujące energię elektryczną i gaz ziemny a także te handlujące energią elektryczną opłaty będącej w praktyce podatkiem od nadmiarowych zysków.
- Po stronie przychodów, szybki nominalny wzrost PKB powinien wspierać większe wpływy z tytułu podatków, co pozwoli na sfinansowanie części rosnących wydatków.



ODWRÓCENIE CZĘŚCI TARCZY ANTY-INFLACYJNEJ

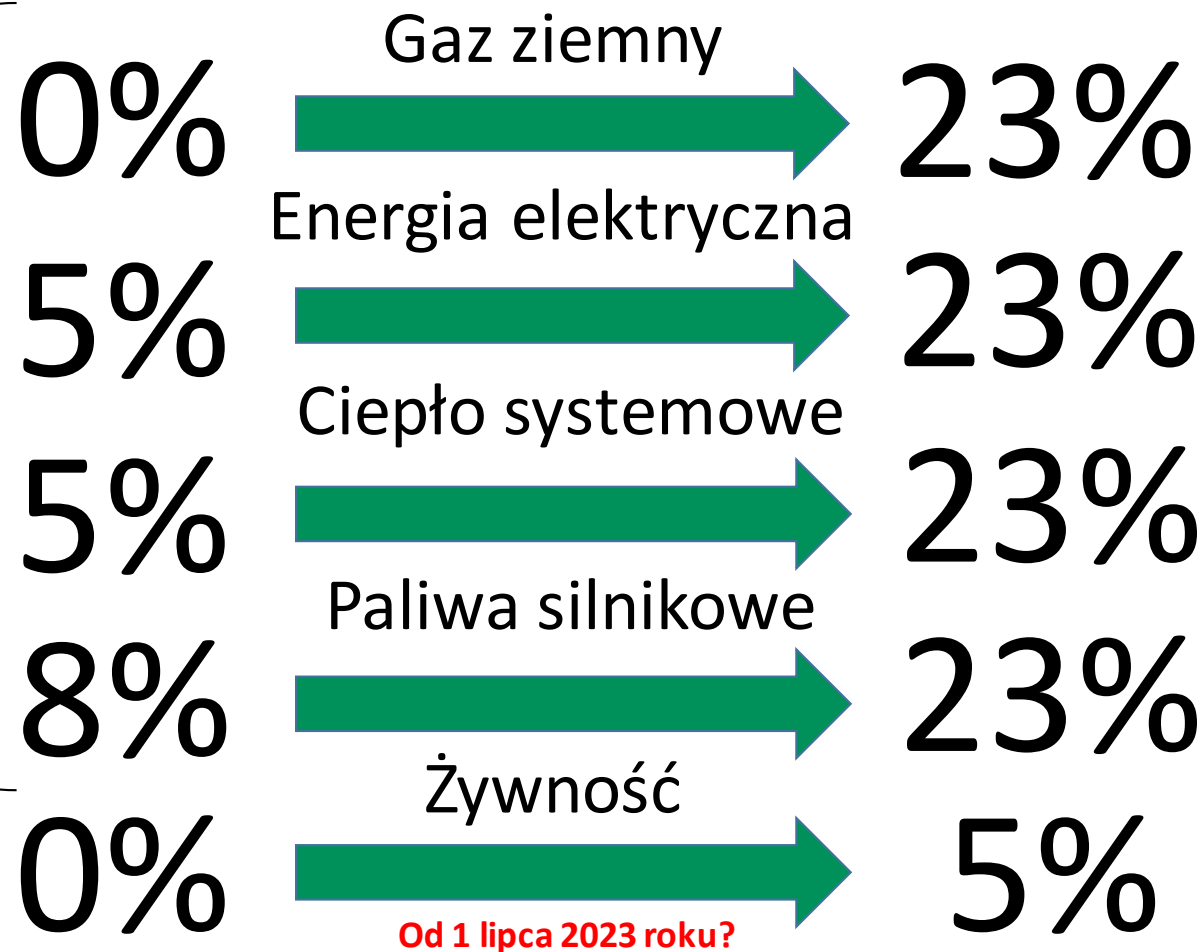


Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

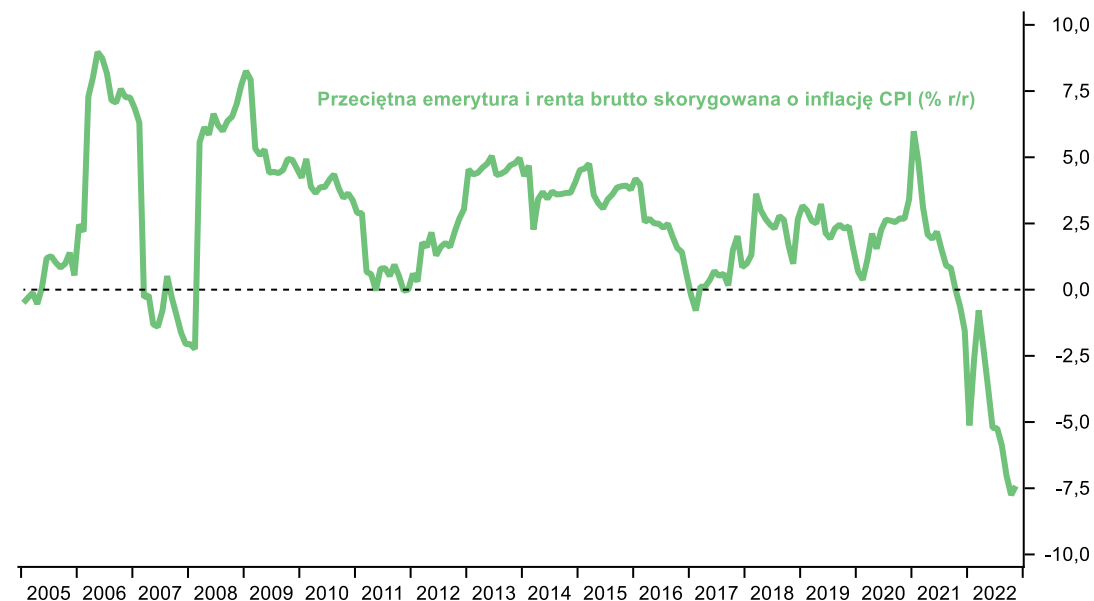
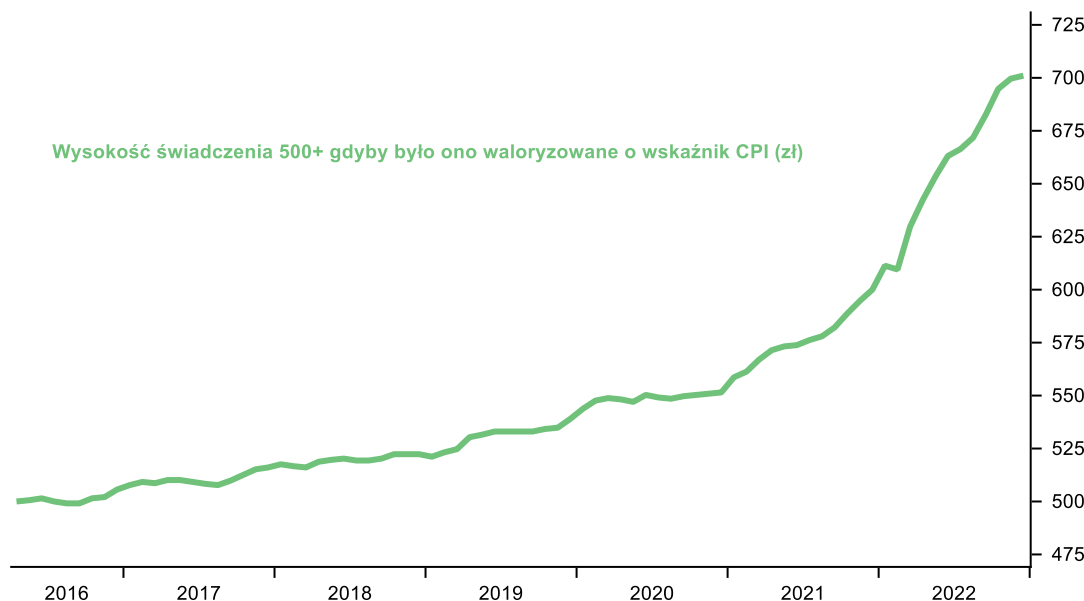
Od 1 stycznia 2023 roku

- W kierunku wzrostu przychodów oddziaływać będzie też odwrócenie części zmian wprowadzonych w ubiegłym roku w ramach Tarczy Anty-Inflacyjnej, dotyczących energii i paliw. Wysokość dodatkowych wpływów budżetowych zależeć będzie w dużej mierze od struktury konsumpcji (w ujęciu realnym wydatki na paliwa były w ubiegłym roku o 3,6% niższe niż w 2021 roku i o 13% niższe niż w 2019 roku) jednak przewidujemy, że mogą one wynieść między 20 a 30 mld zł. Rząd zakłada też wycofanie w połowie roku obniżonej stawki VAT na żywność, jednak sądzimy, że jej obowiązywanie może zostać wydłużone do końca roku.

Zmiany stawek VAT w 2023 roku:



CZY JEST PRZESTRZEŃ DO PRZEDWYBORCZEGO LUZOWANIA FISKALNEGO?



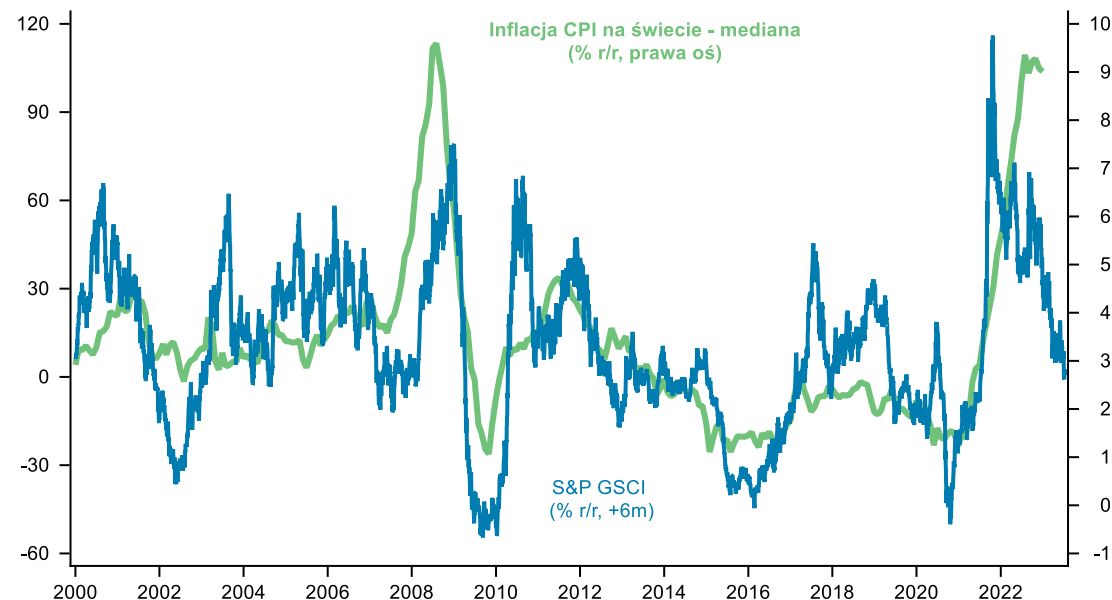
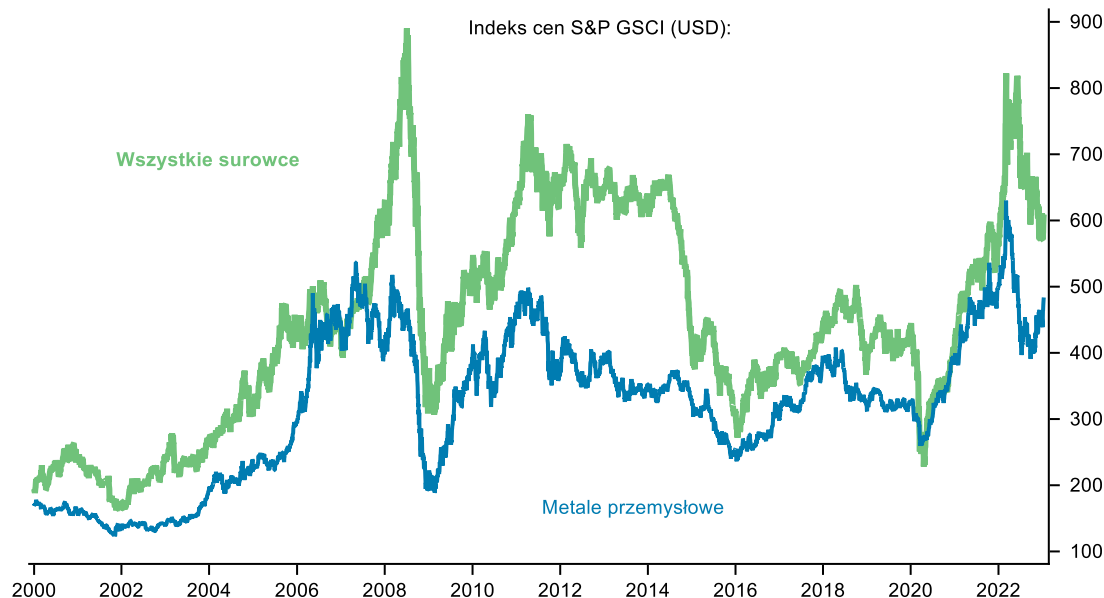
Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Uważamy że sfinansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych netto jest wykonalne jednak oznaczać będzie dużą emisję obligacji skarbowych na rynku krajowym a tym samym presję na ich ceny. W tym świetle dalsze zwiększanie wydatków przed wyborami może negatywnie oddziaływać na rentowności polskiego długu.
- Ewentualne propozycje wyborcze zakładające wzrost deficytu mogą więc odnosić się już do przyszłej kadencji parlamentu.
- Wśród możliwych działań okołowyborczych w mediach pojawiają się informacje o waloryzacji inflacyjnej świadczenia 500+ (koszt około 16 mld zł; 0,5% PKB) i/lub wypłaty dodatkowych świadczeń emerytalnych (koszt około 12 mld zł; 0,4 % PKB).



**Dezinflacja - jak silna?
I jak szybka?**

GLOBALNE CZYNNIKI DEZINFLACYJNE

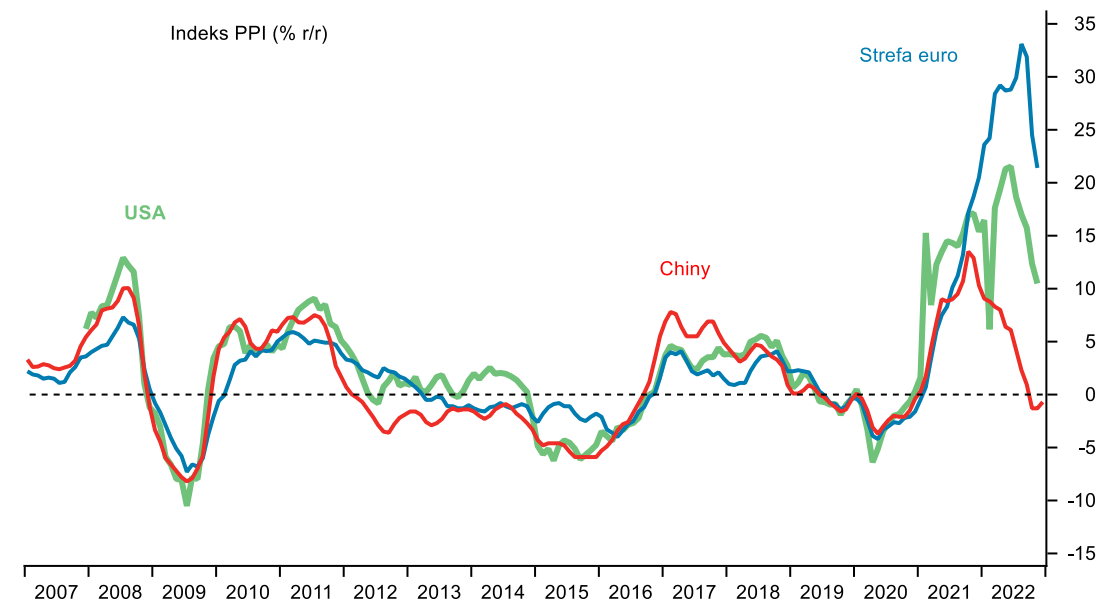


Źródło: Bank Światowy, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Otoczenie zewnętrzne stało się w ostatnich miesiącach dużo bardziej optymistyczne z punktu widzenia perspektyw inflacyjnych. Ceny surowców na rynkach światowych obniżyły się, co oznacza, że pojawił się silny globalny impuls dezinflacyjny.
- W rezultacie w bieżącym roku można oczekiwać zsynchronizowanego wyhamowywania inflacji na świecie. Skala i tempo spadków będzie jednak różnić się pomiędzy poszczególnymi regionami i krajami.



SZCZYT INFLACJI JEŚLI CHODZI O TOWARY MAMY JUŻ RACZEJ ZA SOBĄ

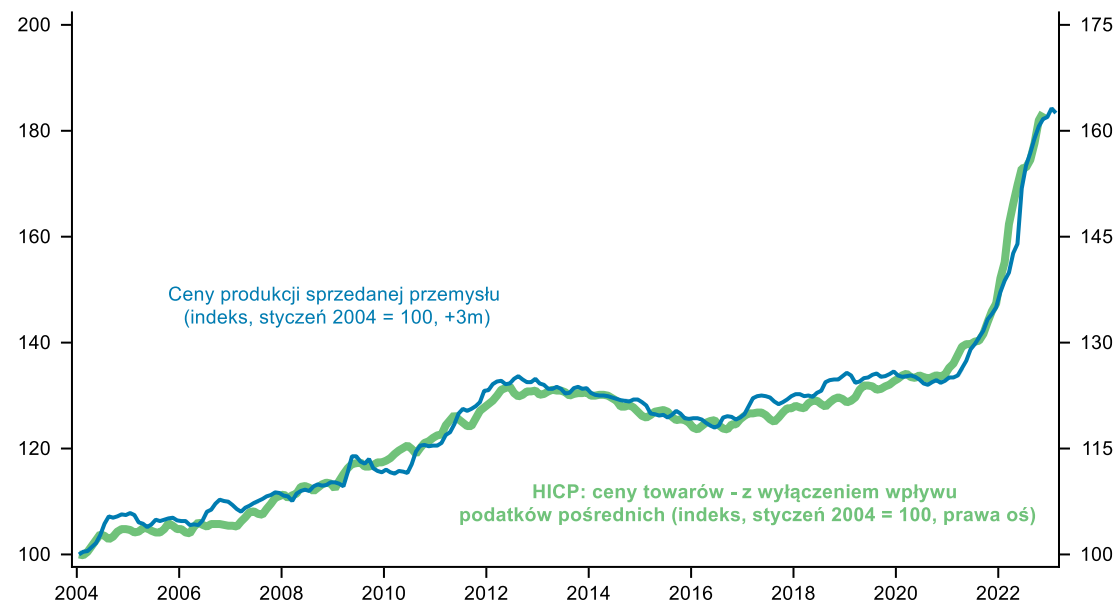
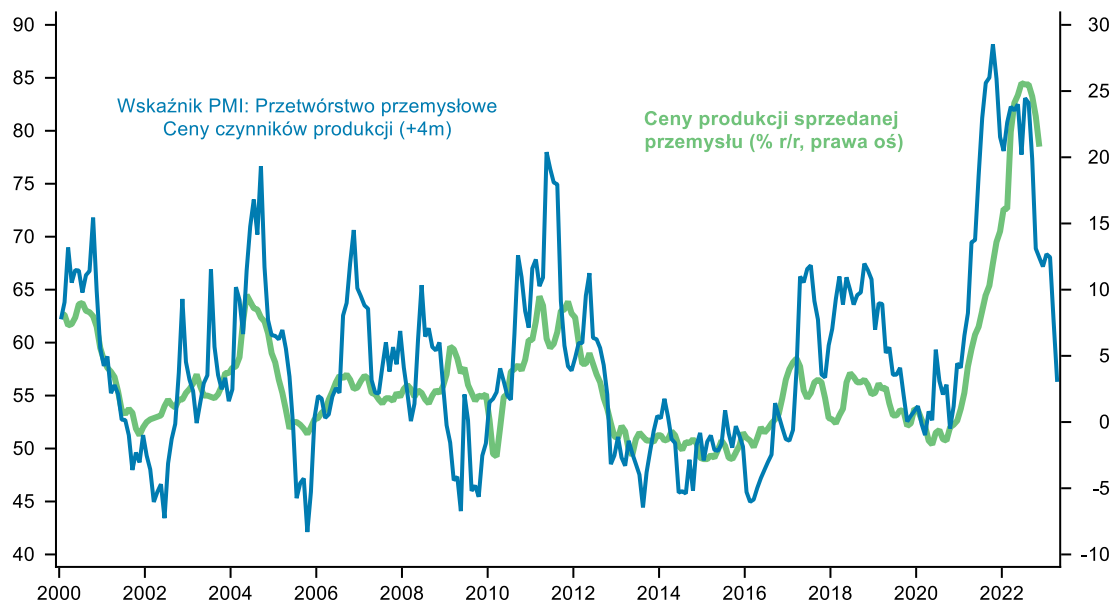


Źródło: Eurostat, BEA, NBS, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Poza tańszymi surowcami, w kierunku niższej globalnej inflacji oddziałuje też udrożnienie się sieci logistycznych, które przyczyniło się m.in. do spadku kosztów transportu morskiego. Ostatnio obniżyły się one do poziomów z końca 2020 roku.
- Oddziaływanie czynników dezinflacyjnych widać już w indeksach cen produkcji sprzedanej przemysłu w głównych gospodarkach świata. Szczyt inflacji w tej kategorii został osiągnięty w ubiegłym roku a obecnie obserwować można już postępujące hamowanie tempa wzrostu cen.
- Globalny trend wskazuje więc na ograniczenie presji na wzrost cen towarów, co powinno przekładać się na spadek miar inflacji konsumenckiej w tym obszarze.



POLSKA POD WPŁYWEM CZYNNIKÓW GLOBALNYCH

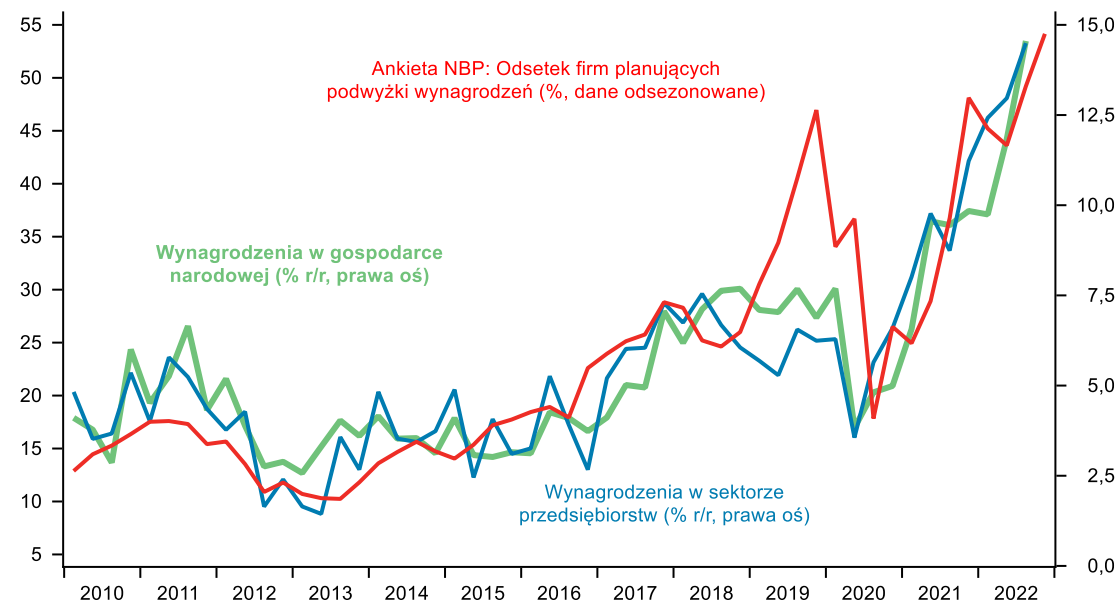
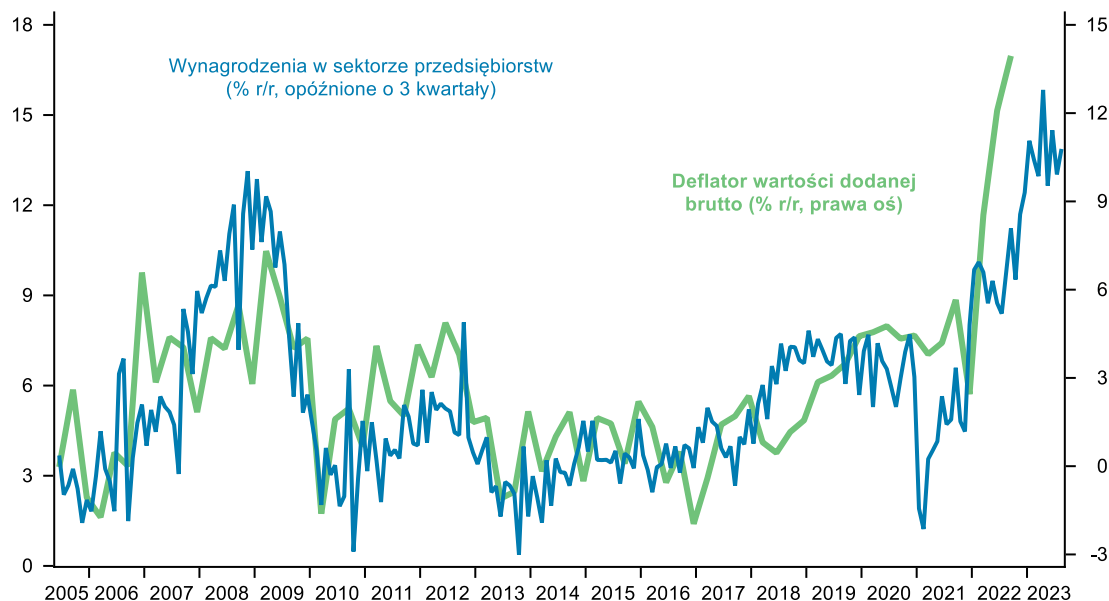


Źródło: S&P Markit, GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Hamujący wpływ czynników globalnych na inflację widoczny jest także w Polsce. Roczne tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) od kilku miesięcy znajduje się w spadkowym dryfie, a wskaźniki wyprzedzające sugerują, że to dopiero początek tego procesu.
- W tym świetle, wydaje się, że w perspektywie kilku miesięcy dynamika cen towarów notowana w ramach inflacji CPI również powinna silnie się obniżyć.



SZYBKI WZROST WYNAGRODZEŃ CZYNNIKIEM PROINFLACYJNYM

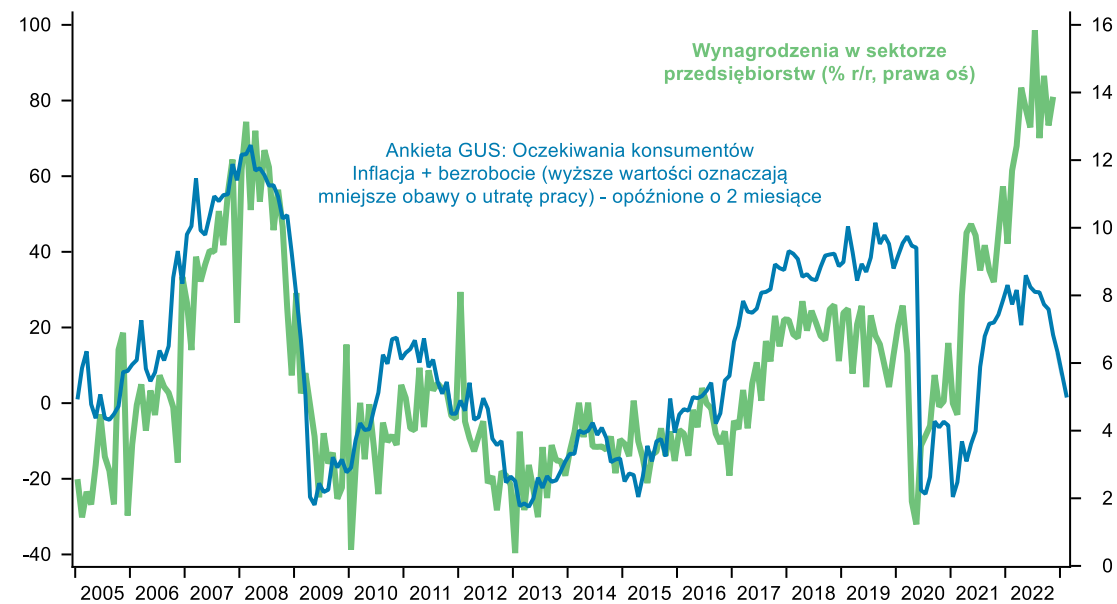
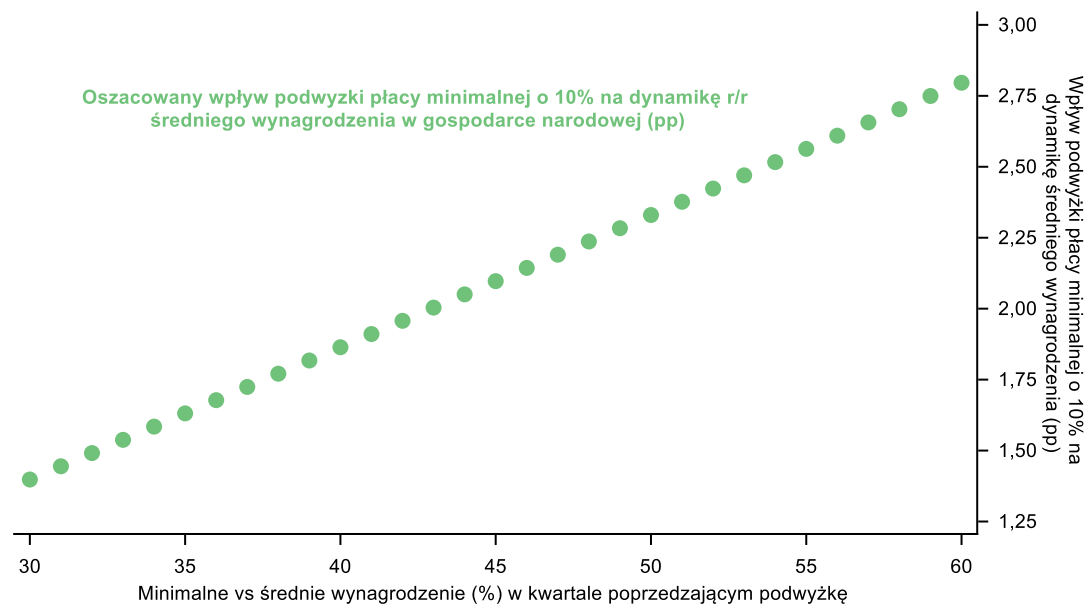


Źródło: Eurostat, GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Choć otoczenie zewnętrzne Polski stało się bardziej dezinflacyjne, krajowa presja cenowa nie uległa znaczącemu osłabieniu. Dynamika wynagrodzeń oscyluje obecnie w granicach 12–15% r/r.
- Przewidywane osłabienie koniunktury powinno wpływać na zmniejszenie presji płacowej. Badania przedsiębiorstw sugerują jednak, że skala planowanych podwyżek utrzymuje się na wysokim poziomie, spójnym z dwucyfrową dynamiką wzrostu wynagrodzeń w bieżącym roku.



PŁACA MINIMALNA PODSYCI DYNAMIKĘ PŁAC

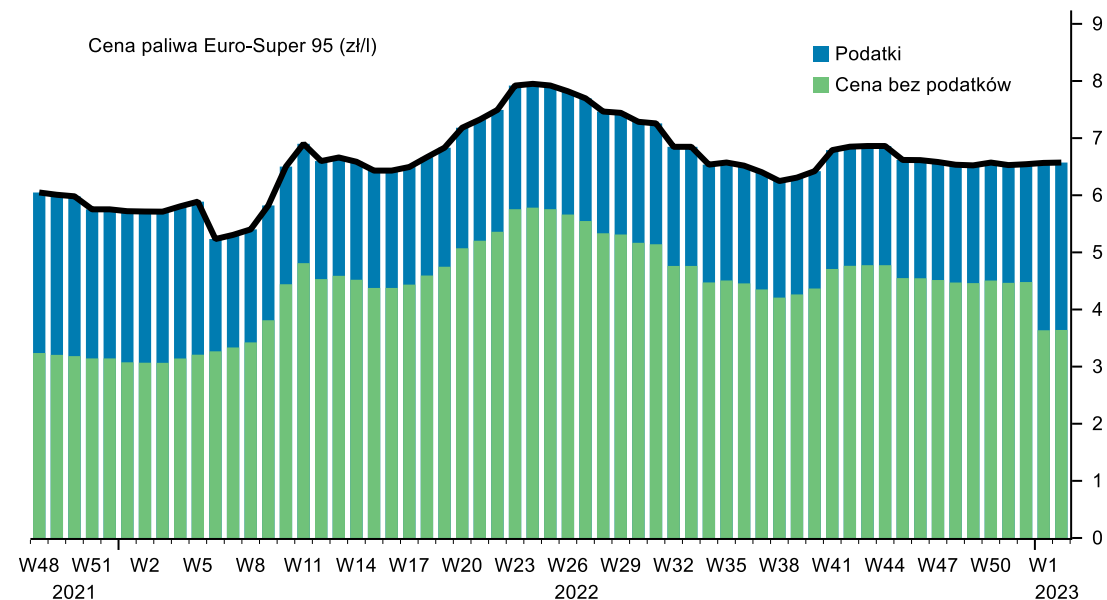
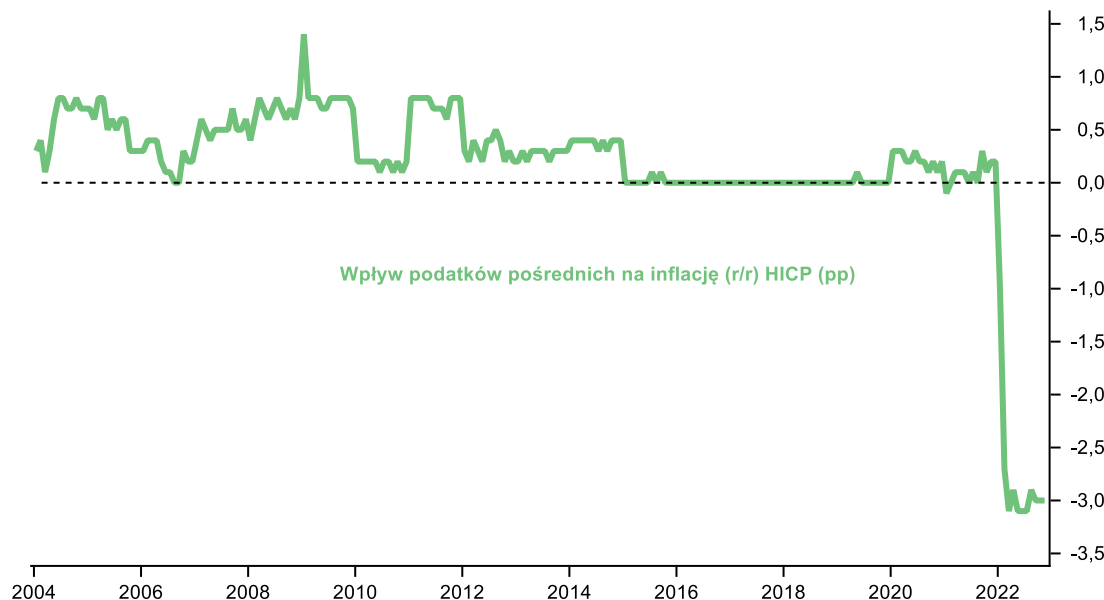


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Jednym z czynników, który może się do tego przyczyniać jest blisko 20%-owa podwyżka płacy minimalnej w tym roku, która przeprowadzona zostanie w dwóch krokach w styczniu i lipcu. Biorąc pod uwagę, że przed podwyżką **minimalne wynagrodzenie stanowiło około 45% średniej płacy**, wpływ prawie 20%-owej zwwyżki na dynamikę średniej płacy może być relatywnie wysoki.
- Z drugiej strony dane o oczekiwaniach gospodarstw domowych odnoszących się do poziomu inflacji i stopy bezrobocia sugerowałyby relatywnie słabą presję na wzrost płac. Sądzymy, jednak że tempo wzrostu wynagrodzeń w tym roku będzie wciąż wysokie i wyniesie około 13,5% r/r. W tym świetle spodziewamy się utrzymania dynamiki cen usług jak i inflacji bazowej na istotnie podwyższonym poziomie w nadchodzących miesiącach.



WPŁYW PODWYŻEK PODATKÓW POŚREDNICH NA INFLACJĘ CPI

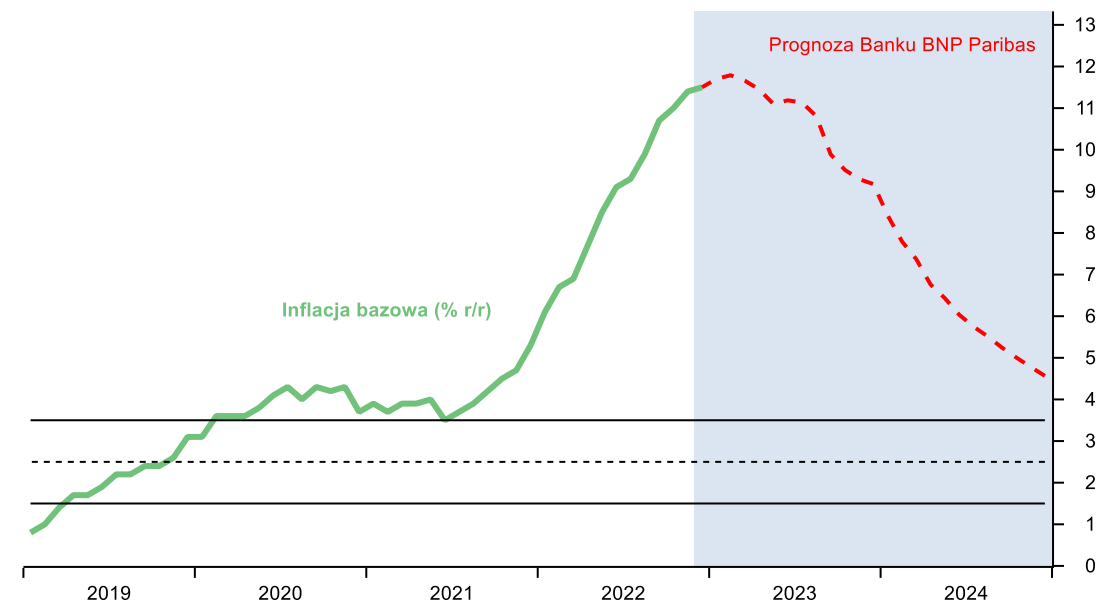
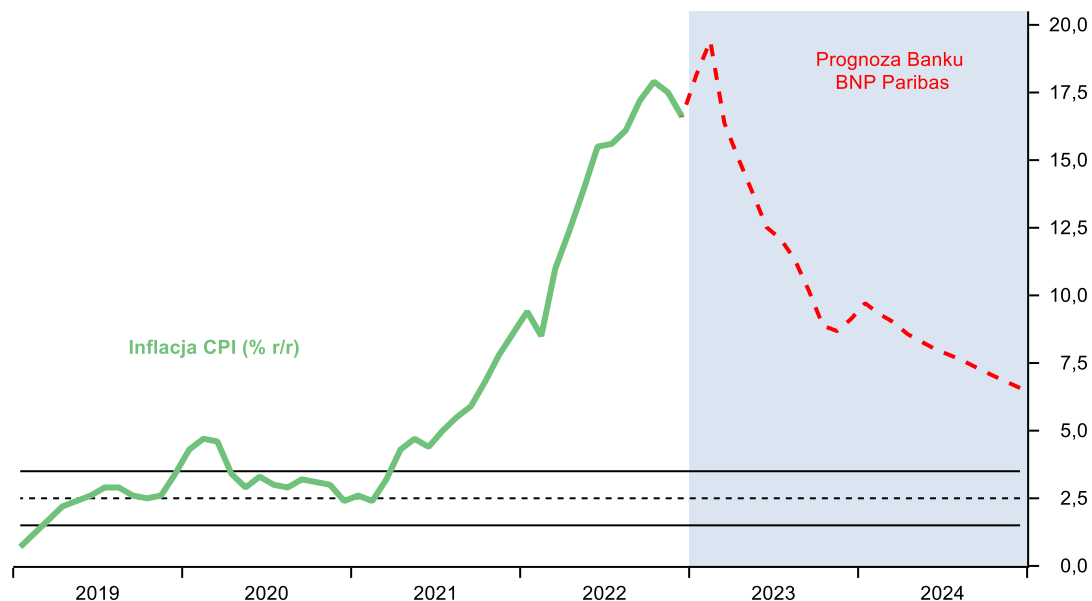


Źródło: Eurostat, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Na dynamikę inflacji CPI wpłyną też styczniowe podwyżki podatków pośrednich. Szacujemy jednak, że ze względu na to, że stawka VAT na żywność pozostała na obniżonym poziomie, a detaliczne ceny paliw praktycznie nie zareagowały na podwyżkę stawki VAT, inflacyjny efekt zmian podatkowych powinien wynieść około 1,2-1,3pp.
- Ścieżka inflacji w tym roku zależeć będzie także od tego w jaki sposób GUS uwzględni w szacunkach zamrożenie taryf na energię elektryczną jedynie do pewnego poziomu zużycia. Według niedawnego komunikatu, rozwiązanie przewiduje ujmowanie od stycznia 2023 roku stawek opłat z uwzględnieniem ustalonych limitów na podstawie analizy struktury zużycia energii w gospodarstwach domowych z lat ubiegłych, co może sugerować uwzględnienie pewnego wzrostu cen prądu w statystykach na początku roku.



ŚCIEŻKA INFLACJI - PROGNOZA BNP PARIBAS



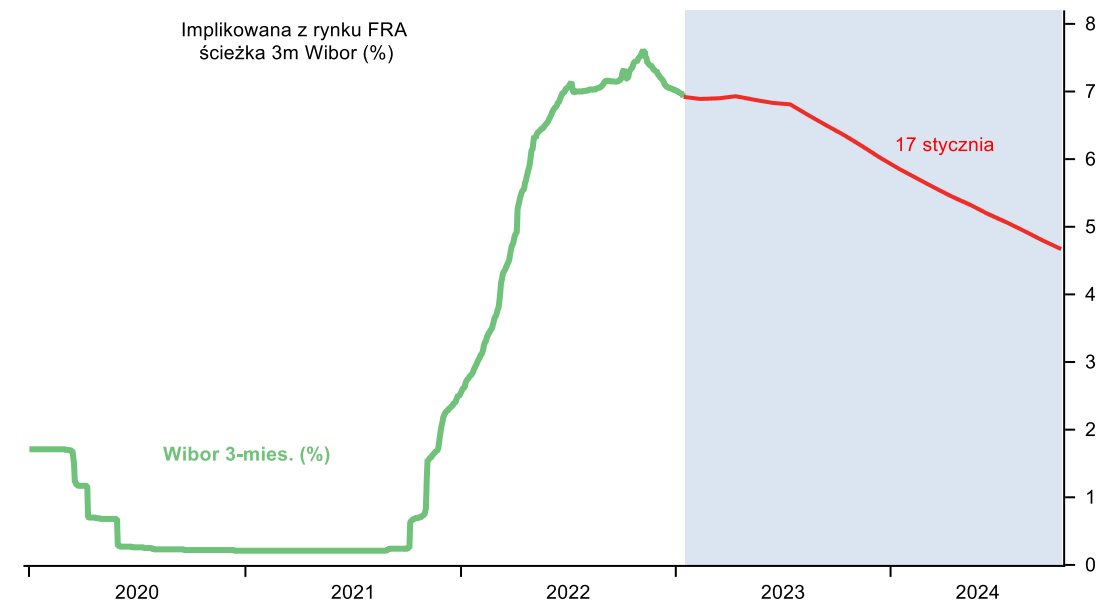
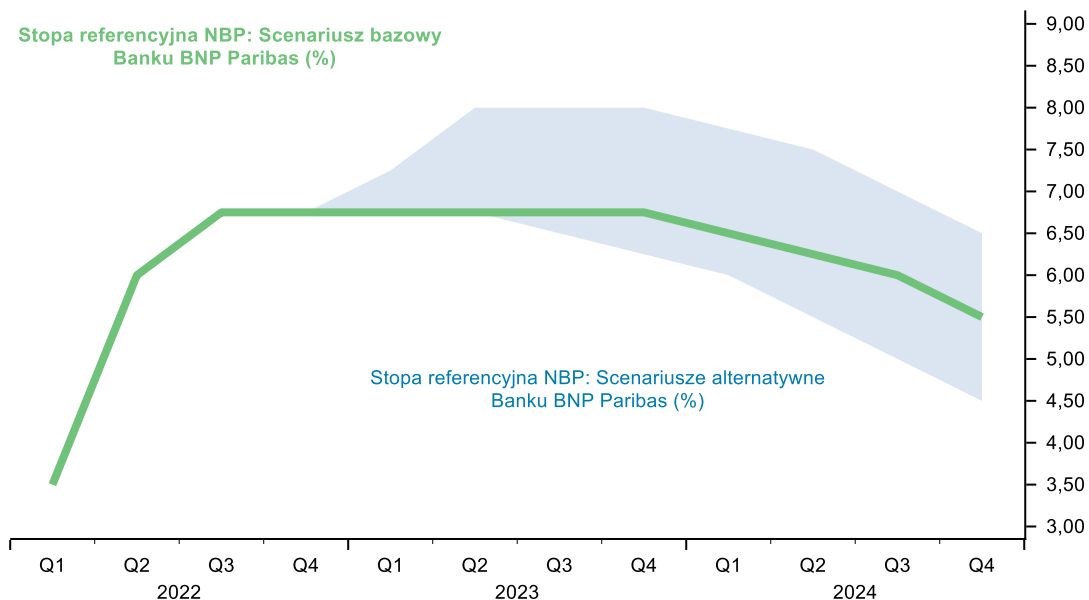
Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Prognozujemy, że inflacja CPI w Polsce średniorocznie wyniesie 13% i 8% odpowiednio w tym i przyszłym roku, a do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%) powróci nie wcześniej niż w 2025 roku. Spodziewamy się, że pod koniec bieżącego roku inflacja będzie jednocyfrowa jednak pozostanie bliska 10%.
- Jednocześnie przewidujemy, że inflacja bazowa średniorocznie wyniesie 10,8% w tym i 6,2% w 2024 roku. Tempo spadku inflacji bazowej będzie dość powolne i obecnie spodziewamy się, że pod koniec przyszłego roku ta miara inflacji wciąż oscylować będzie w okolicach 5% r/r.



Prognoza stóp procentowych

PROGNOZA STÓP PROCENTOWYCH - SCENARIUSZ BAZOWY

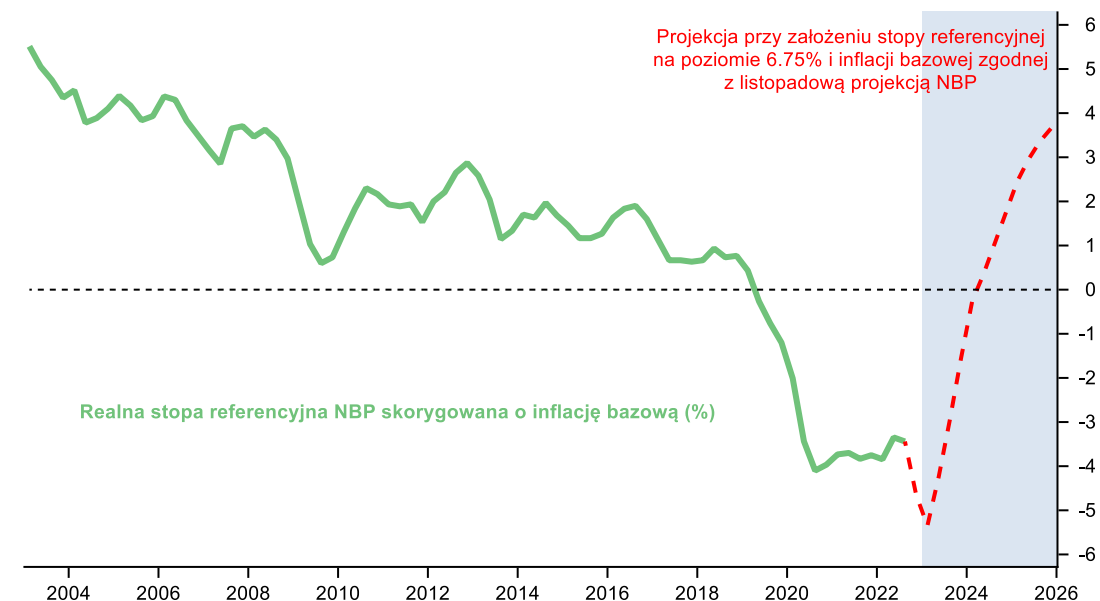
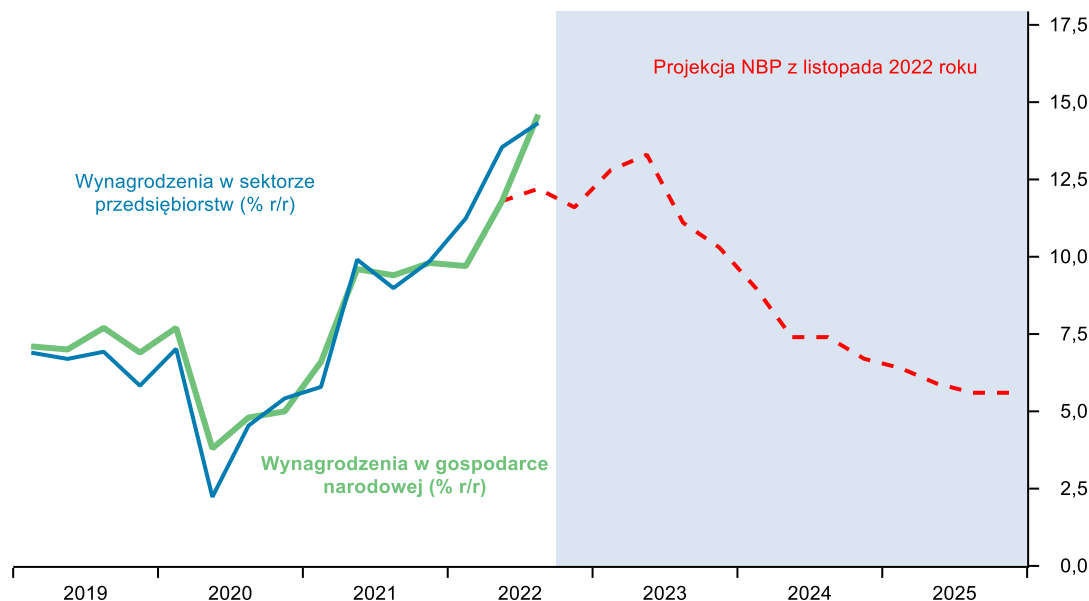


Źródło: NBP, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że stopy procentowe NBP pozostaną na niezmiennym poziomie do końca bieżącego roku. Uważamy, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych pojawi się dopiero w 2024 roku, kiedy inflacja bazowa wyraźniej zwolni, a dodatkowo na większą restrykcyjność polityki pieniężnej wpływać będzie koniec wprowadzonych w ubiegłym roku wakacji kredytowych. Spodziewamy się jednak, że luzowanie polityki przebiegać będzie bez pośpiechu a na koniec 2024 roku stopa referencyjna wyniesie 5,50% wobec 6,75% obecnie.
- Rynek wycenia obecnie początek cyklu obniżek stóp procentowych już jesienią bieżącego roku i spadek stopy referencyjnej do około 4,50% pod koniec przyszłego roku.



CZYNNIKI RYZYKA DLA POZIOMU STÓP PROCENTOWYCH W POLSCE



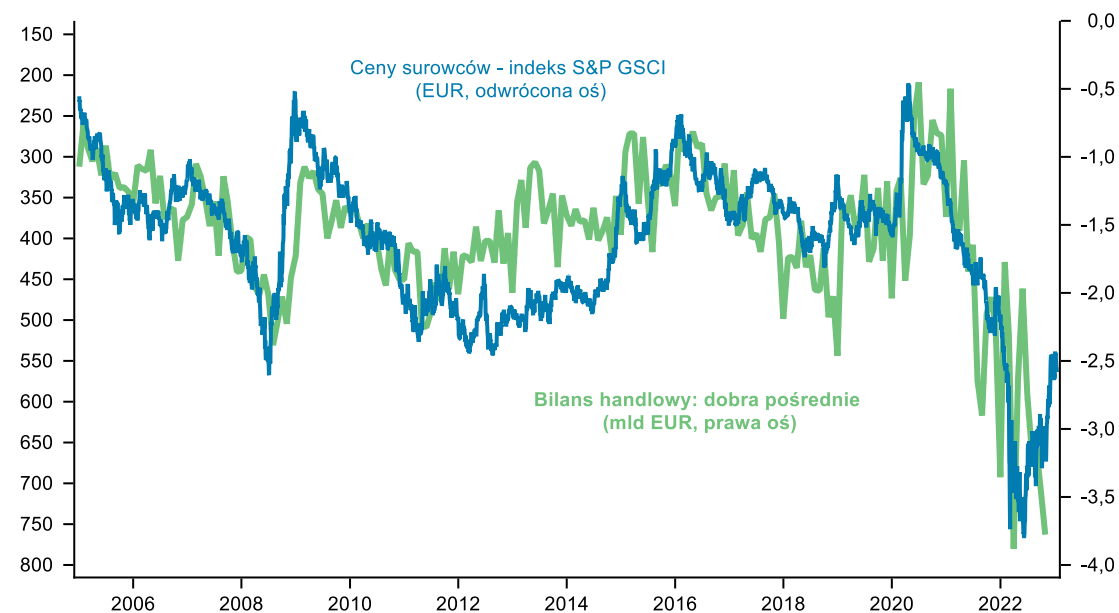
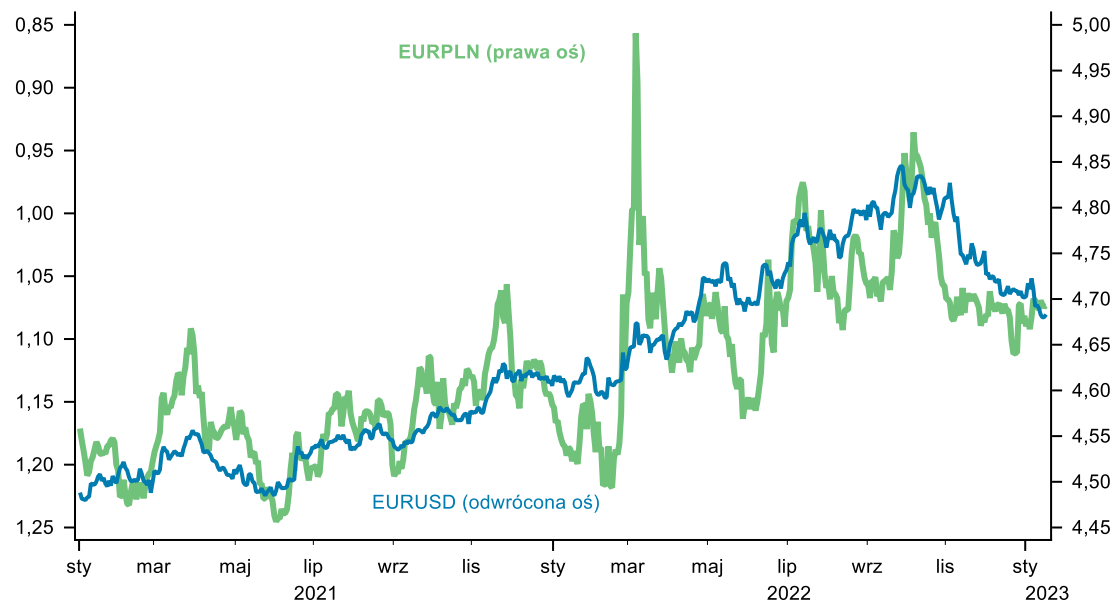
Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Nie można jednak wykluczyć scenariuszy alternatywnych. Kluczowa dla dalszych decyzji Rady Polityki Pieniężnej będzie przygotowywana przez analityków NBP marcowa projekcja inflacji. Jej wskazania potencjalnie mogą przekonać członków gremium do zaostrzenia polityki pieniężnej.
- Czynnikiem, który mógłby poddać dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej pod rozważenie RPP jest przede wszystkim ewentualny szybszy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w tym roku, który mógłby wydłużyć powrót inflacji do celu NBP.
- Szybsze obniżki stóp procentowych lub większa ich skala byłaby naszym zdaniem możliwa w przypadku mniej uporczywej niż się spodziewamy inflacji, w tym zwłaszcza inflacji bazowej.



**Kurs EURPLN
w trendzie bocznym?**

KORZYSTNIEJSZE OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE DLA NOTOWAŃ ZŁOTEGO

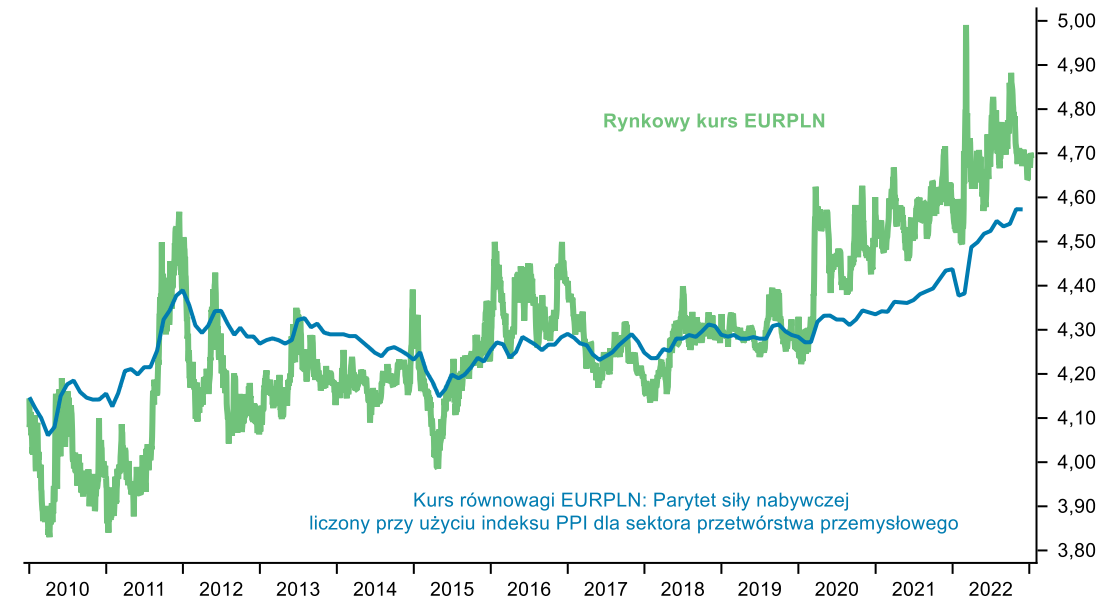
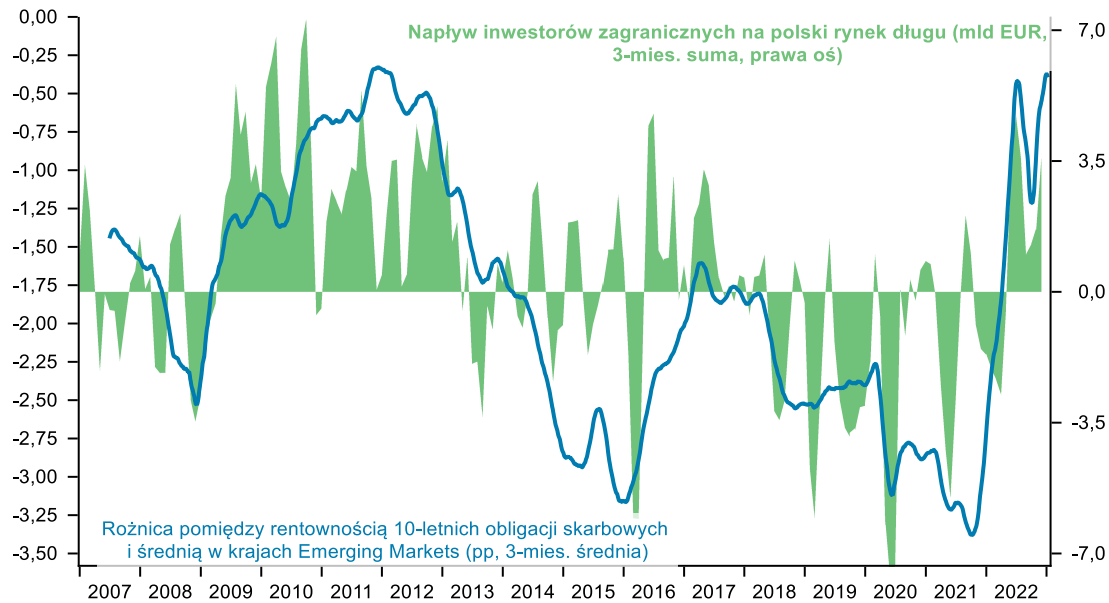


Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W ostatnim czasie otoczenie zewnętrzne stało się dużo bardziej korzystne dla złotego. Zmniejszenie obaw o kryzys energetyczny i recesję w Europie przyczyniło się do wzrostu kursu EURUSD, co wsparło także notowania polskiej waluty.
- Jednocześnie spadek cen surowców wpłynął na poprawę bilansu handlowego Polski, co bezpośrednio ograniczyło presję na osłabienie kursu złotego.



STABILNY KURS EURPLN W NADCHODZĄCYCH MIESIĄCACH



Źródło: NBP, Eurostat, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Korzystnie na notowania złotego mogą wpłynąć relatywnie wysokie rentowności oferowane przez nominowane w PLN obligacje skarbowe, co może przyciągać zainteresowanie inwestorów zagranicznych, a tym samym zwiększać popyt na polską walutę.
- Wciąż niewyjaśniona pozostaje jednak kwestia porozumienia z instytucjami unijnymi w sprawie uruchomienia Krajowego Planu Odbudowy.
- Dodatkowo wynikająca z czynników krajowych inflacja będzie w Polsce najprawdopodobniej wyraźnie wyższa niż np. w strefie euro. W efekcie sądzimy, że kurs EURPLN będzie w tym roku oscylował w okolicach poziomu 4,70.



Osoba/y zaangażowane w sporządzenie rekomendacji: Michał Dybuła, Marcin Kujawski

WAŻNA INFORMACJA: Niniejsza publikacja została przygotowana przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. i stanowi publikację handlową w rozumieniu przepisów MiFID II (Dyrektywa 2014/65/EU). Nie stanowi badania inwestycyjnego w rozumieniu MiFID II i w związku z tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiegokolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiegokolwiek usługi świadczonej przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A.

Przedstawione opinie i komentarze pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone.

Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.

BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 593 150 zł w całości wpłacony.

Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa



BNP PARIBAS

Bank zmieniającego się świata