

Kwartalnik Ekonomiczny

3q23

Analizy Makroekonomiczne

2 października 2023



Bank Polski

Centrum
Analiz



Przebudzenie konsumenta

- **Miękkie lądowanie globalnej gospodarki staje się faktem, chociaż na mapie świata jest kilka negatywnych wyjątków**, do których należą Niemcy i Chiny. Pozytywnie zaskakuje gospodarka USA, a odporny rynek pracy okazuje się być kluczem chroniącym przed recesją, pomimo na tyle silnych podwyżek stóp, że udało się opanować inflację. **Świat wchodzi w fazę wyczekiwania na globalny cykl obniżek stóp procentowych**, który rozpędzi się wg nas w połowie 2024. Coraz bardziej prawdopodobna staje się optymistyczna perspektywa ożywienia gospodarczego w otoczeniu niższej inflacji i spadających stóp procentowych.
- **Podtrzymujemy ocenę, że krajowa gospodarka minęła dno cyklu i od 3q23 dynamika PKB powróci do dodatnich wartości**. Tempo wzrostu będzie sukcesywnie przyspieszać i osiągnie ok. 3% w skali całego 2024. **Kluczową siłą stojącą za poprawą dynamiki PKB będzie przebudzenie konsumenta** – wzrost konsumpcji prywatnej, realizujący się dzięki niższej inflacji, a więc wyższym realnym dochodom oraz lepszym nastrojom gospodarstw domowych. Kontrcyklicznie w stosunku do całej gospodarki będą się kształtować inwestycje, które w 2024 będą pod presją luki w finansowaniu z UE. Z drugiej strony, negatywna presja ze strony zapasów powinna słabnąć.
- **Temperatura rynku pracy może znowu zacząć rosnąć w trakcie 2024**. Wzrost aktywności gospodarczej odmrozi popyt na pracowników, podczas gdy strona podażowa pozostanie pod negatywnym wpływem demografii, który w coraz mniejszym stopniu będzie neutralizowany przez napływ migrantów. Płace będą pod silnym wpływem zmian regulacyjnych (wzrost płacy minimalnej), przy potencjalnie nieco mniejszej, dzięki niższej inflacji, fundamentalnej presji płacowej. Prognozujemy, że wzrost płac ogółem ustabilizuje się w okolicy 10% przy stopie bezrobocia w pobliżu historycznego minimum.
- **Dezinflacja przekracza oczekiwania**. Prognozujemy szybki spadek inflacji CPI do ok. 4% wiosną 2024, a następnie jej stabilizację na poziomie 4-5% r/r. Niepewność prognoz inflacyjnych pozostaje wysoka, a głównym znakiem zapytania są zmiany podatków (VAT na żywność) i cen regulowanych (szeroko rozumiana energia).
- **RPP będzie dalej obniżać stopy procentowe, ale po nerwowej reakcji rynku na większy od oczekiwań ruch na początku cyklu kolejne obniżki będą wg nas bardziej ostrożne**. Zakładamy, że do końca 2023 stopa referencyjna NBP spadnie do 5,50%, a na koniec 2024 (właściwie już do połowy roku) do 4,50%.
- **Poprawa sytuacji w bilansie płatniczym nieustannie przekracza oczekiwania**. Oczekujemy dalszej redukcji nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki.
- **Precyzję prognoz dla finansów publicznych ogranicza niepewność co do kształtu polityki fiskalnej po wyborach**. Bazując na bieżących założeniach budżetowych szacujemy, że deficyt całego sektora finansów publicznych w 2024 wyniesie 4,6% PKB i będzie o blisko 1pp mniejszy niż wynik za 2023 (nasz szacunek to 5,5% PKB). Wydatki zbrojeniowe zwiększają zadłużenie publiczne, przesuwając naszą prognozę relacji długu publicznego do PKB na 2023 i 2024 powyżej poziomu 50%.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

www.pkobp.pl/centrum-analiz

Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu
tel. 691 335 426

Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 722 060 794

Kamil Pastor

Ekonomista
tel. 723 670 836

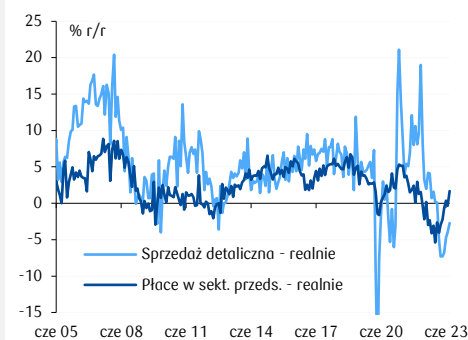
Agnieszka Pierzak

Ekonomistka
tel. 666 823 657

Anna Wojtyniak

Ekonomistka
tel. 698 635 126

Sprzedaż realna na tle płac



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,4	2,2	2,5	3,1	3,2	3,2	5,1	0,5	3,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,9	2,6	2,8	2,9	2,9	2,5	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	17,0	13,1	9,7	6,5	4,4	3,8	4,2	4,5	14,4	11,5	4,2
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	12,0	11,6	9,7	7,7	6,1	4,9	5,3	5,7	9,1	10,3	5,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-0,1	0,6	1,0	1,1	1,7	1,6	1,8	-2,4	1,0	1,8
Saldo fiskalne (% PKB) ^{†*}	-4,0	-4,4	-5,6	-5,5	-5,3	-5,2	-4,7	-4,6	-3,7	-5,5	-4,6
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	48,1	49,0	50,0	50,9	51,6	52,2	52,8	53,3	49,1	50,9	53,3
Stopa referencyjna NBP (%)	6,75	6,75	6,00	5,50	4,75	4,50	4,50	4,50	6,75	5,50	4,50

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), [†]ESA2010, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Cykl zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne prawdopodobnie dobiegł końca, choć zarówno Fed, jak i EBC oficjalnie deklarują, że furka do kolejnych podwyżek nie została ostatecznie zamknięta. Od lipca Fed utrzymuje stopy procentowe bez zmian, na poziomie 5,25-5,50%. We wrześniu EBC podniósł stopy, w tym refinansową do 4,50%, sygnalizując jednocześnie, że jest to poziom, który – jeśli utrzymywany wystarczająco długo – powinien sprowadzić inflację do celu. Również Fed zapowiada utrzymywanie stóp procentowych „wyżej przez dłuższy czas”. Dezinflacja postępuje zarówno w USA, jak i strefie euro, choć w tym drugim przypadku wciąż uporczywa jest inflacja w usługach, która jest wzmocniana przez dobrą sytuację na rynku pracy, odpornym na pogorszenie koniunktury, materializujące się szczególnie silnie w Niemczech. Pozytywnie zaskakuje siła gospodarki USA, choć widoczne są pewne oznaki schłodzenia popytu na pracę. Rosną obawy o kondycję Chin. Tu dane o aktywności gospodarczej systematycznie rozczarowują, rozwiewając nadzieję na rychłe ożywienie popytu konsumpcyjnego, co z kolei wspiera globalną dezinflację. Oprócz słabego popytu, wyzwaniem dla chińskiej gospodarki są problemy sektora nieruchomości, co skłania Ludowy Bank Chin do kontynuacji luzowania polityki pieniężnej.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

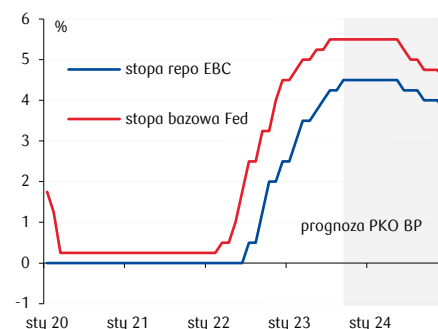
Zakładamy, że dyskusje na posiedzeniach Fed i EBC będą teraz ewoluować w kierunku momentu rozpoczęcia obniżek stóp procentowych. W przypadku Fed spodziewamy się, że lepsze prognozy dla gospodarki amerykańskiej będą stanowiły argument za wydłużeniem okresu utrzymywania stóp na docelowym (zakładamy, że bieżącym) poziomie aż do połowy 2024. W czerwcu i lipcu spodziewamy się pierwszych obniżek stóp procentowych po 25pb, a następnie dwóch kolejnych ruchów jeszcze przed końcem 2024. Łącznie skala obniżek będzie wg nas nieco większa niż wskazuje bieżąca prognoza członków Komitetu ds. Otwartego Rynku. Napływające dane wskazują, że scenariusz miękkiego lądowania zaczyna się materializować.

Oczekujemy, że słaba kondycja gospodarki strefy euro, w szczególności recesja w Niemczech w 2023 oraz niemrawe przyspieszenie wzrostu w 2024, skłonią EBC do rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w tym samym czasie co Fed. Nieco wyższa prognoza inflacji spowoduje jednak, że skala luzowania będzie mniejsza i w 2024 obejmie trzy obniżki po 25pb. W przypadku EBC ryzyko kontynuacji cyklu podwyżek jest wyższe ze względu na bardziej uporczywą inflację bazową.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

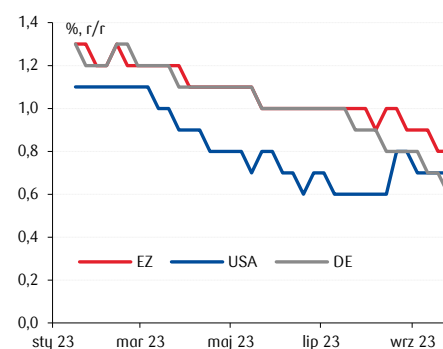
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka; (2) rynkowe konsekwencje działań banków centralnych; (3) skala i trwałość spowolnienia w Chinach.

Prognozy stóp EBC i Fed



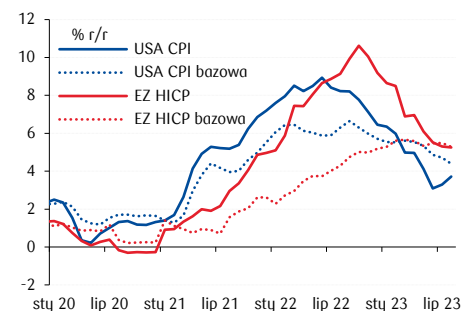
Źródło: Macrobond, FOMC, PKO Bank Polski, ścieżki stóp wg PKO Banku Polskiego.

Zmiana konsensusu prognoz PKB na 2024



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Przebieg inflacji w strefie euro i USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Otoczenie zewnętrzne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,1	0,5	0,0	0,2	0,4	0,6	1,0	1,2	3,3	0,5	0,8
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	8,0	6,2	5,2	3,0	3,0	2,8	2,5	2,5	8,4	5,6	2,7
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	2,50	4,50	3,75
USA: Realny PKB* (% r/r)	2,2	2,1	2,5	0,5	0,3	1,3	1,8	2,2	1,9	2,1	1,2
USA: Inflacja CPI (% r/r)	5,8	4,0	3,2	3,1	2,8	2,4	2,5	2,4	8,0	4,0	2,5
USA: Stopa procentowa fed funds (%)	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,25	4,75	4,50	4,50	5,50	4,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	4,5	6,3	4,2	5,0	4,3	4,5	4,7	4,9	3,0	5,0	4,6
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,3	0,1	0,3	0,6	1,3	1,8	1,8	1,8	2,0	0,6	1,7

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * q/q SAAR. Brak analogicznej stopy procentowej dla Chin

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

2q23 wyznaczył dno dynamiki aktywności krajowej gospodarki. Spadek PKB w 2q23 pogłębił się do -0,6% r/r z -0,3% r/r w 1q23. Struktura zmian PKB ogółem była spójna z zakładanym przez nas scenariuszem – konsumpcja prywatna obniżyła się (-2,7% r/r), a inwestycje wzrosły (+7,9% r/r), nawet silniej od naszej optymistycznej prognozy i mocniej niż w 1q23. Dobry wynik inwestycji jest zasługą wysokiej aktywności dużych firm i nakładów sektora publicznego w obliczu końca dotychczasowej perspektywy finansowej UE. Wolniejszy niż w rekordowym 2022 wzrost zapasów wciąż obniżał dynamikę PKB (o 3,8pp), ale też przy swojej wysokiej importochłonności ograniczał import. W efekcie, ujemny wkład zapasów do wzrostu PKB był amortyzowany przez dodatni wkład eksportu netto (+3,1pp.).

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy, że kolejne kwartały przyniosą stopniowe ożywienie krajowej gospodarki, a wzrost PKB w 2024 wyniesie 3%. Poprawie wyników będzie sprzyjać wzrost inwestycji oraz odbudowa konsumpcji wraz ze wzrostem realnych dochodów. Do połowy 2024 pozytywny wkład do dynamiki PKB będzie miał eksport netto, a ujemny wkład zmiana poziomu zapasów, w przypadku której dane odzwierciedlają deklarowane wcześniej przez firmy ograniczanie stanów magazynowych.

Odbicie dynamiki popytu konsumpcyjnego będzie napędzane m.in. poprawą nastrojów gospodarstw domowych przy stabilnie dobrej sytuacji na rynku pracy. Widać to już wyraźnie we wzroście odsezonowanej sprzedaży detalicznej (m/m w ujęciu realnym). Pierwszych sygnałów świadczących o tym, że dno recesji konsumenckiej – również w sektorze usług – mamy najprawdopodobniej za sobą, dostarczają też dane o płatnościach kartowych. Prognozujemy, że dynamika spożycia prywatnego stanie się dodatnia począwszy od 4q23, a w 2024 tempo wzrostu konsumpcji przyspieszy do blisko 4% r/r, odzwierciedlając przede wszystkim radykalną poprawę realnych dochodów.

W najbliższych latach zakładamy kontynuację inwestycji w transformację energetyczną oraz zwiększanie mocy eksportowych gospodarki (dzięki nearshoringowi i napływowi FDI). W 2024 inwestycje ograniczy wyraźnie mniejszy napływ środków z UE, wynikający z przejścia pomiędzy starą (rozliczaną do końca 2023) a nową, dopiero rozkręcającą się, perspektywą finansową UE.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

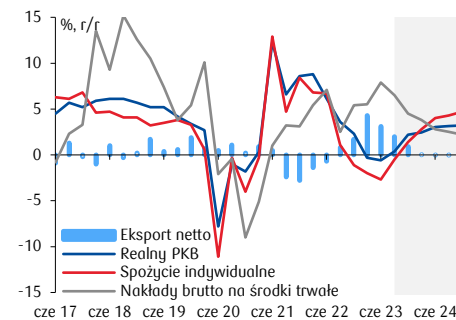
Głównymi źródłami niepewności są: (1) konkurencyjność sektora eksportowego w obliczu rosnących kosztów; (2) kształtowanie się inflacji i realnych dochodów gospodarstw domowych; (3) kształt polityki fiskalnej oraz skala napływu środków z UE; (4) przebieg wojny w Ukrainie i jej skutki.

Sfera realna

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,4	2,2	2,5	3,1	3,2	3,2	5,1	0,5	3,0
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-4,6	-3,7	-1,6	1,3	2,4	3,1	3,2	3,2	4,9	-2,2	2,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	-2,0	-2,7	-0,5	1,4	2,8	4,0	4,3	4,7	3,3	-1,0	3,9
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	-0,5	0,1	1,3	2,3	3,0	3,6	3,4	3,0	2,3	0,8	3,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	5,5	7,9	6,5	4,5	3,8	2,8	2,5	2,2	5,0	5,9	2,7
Publiczne [†] (% r/r)	12,0	6,2	6,1	5,0	1,6	0,3	0,1	-0,2	4,0	7,3	0,4
Prywatne [†] (% r/r)	4,0	8,4	6,6	4,3	4,4	3,5	3,2	3,1	6,0	5,8	3,6
Zapasy (pkt. proc.)	-4,1	-3,8	-2,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,3	0,2	2,6	-3,1	-0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	4,3	3,1	2,0	0,9	0,6	0,5	0,2	-0,2	0,2	2,7	0,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,9	-3,3	-2,1	2,0	2,7	5,7	6,6	5,8	10,5	-1,1	5,2
Potencjalny PKB [†] (% r/r)	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,1	3,2
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,2	0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	2,0	0,1	-0,8

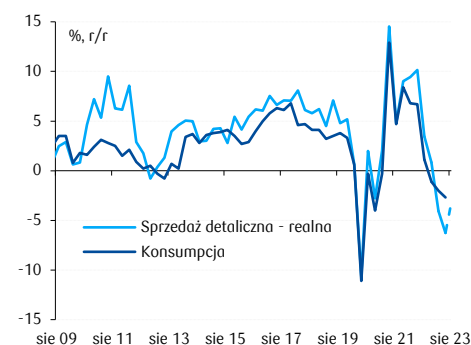
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. †szacunki własne.

Główne komponenty PKB



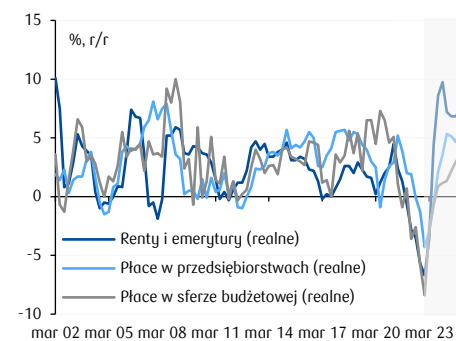
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Sprzedaż detaliczna i konsumpcja



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Prognoza zmian realnych dochodów



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Pomimo widocznego schłodzenia popytu na pracę, bezrobocie nie wzrasta. Systematycznie obniża się liczba nowo utworzonych wolnych miejsc pracy (spadek o 25,6% r/r w 2q23). Od czerwca towarzyszy temu stabilizacja stopy bezrobocia rejestrowanego, które utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie 5%, choć zmiany w ujęciu miesięcznym wskazują na słabszy niż historycznie w tej części roku spadek liczby bezrobotnych. Jednocześnie liczba osób, które utraciły zatrudnienie z przyczyn zakładów pracy pozostaje niska, a obawy o wzrost bezrobocia w badaniach koniunktury konsumenckiej maleją. Dynamika zatrudnienia kontynuowała hamowanie do ok. 0,0% r/r w sierpniu. Jednocześnie pracodawcy nadal deklarują trudności w pozyskiwaniu wykwalifikowanych pracowników, a w najbliższym czasie mogą one wzrosnąć ze względu na zahamowanie przyrostu liczby pracowników z Ukrainy, pomimo solidnego wzrostu liczby migrantów z innych kierunków. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw pozostaje na dwucyfrowym poziomie, choć dane za lipiec okazały się niższe od oczekiwań, pomimo drugiej rundy wzrostu płacy minimalnej o blisko 20% r/r. Presja płacowa hamuje. W 3q23 odsetek firm planujących wzrost wynagrodzeń jest zbliżony do odnotowanego w 2q23, a skala planowanych podwyżek płac od kilku kwartałów obniża się.

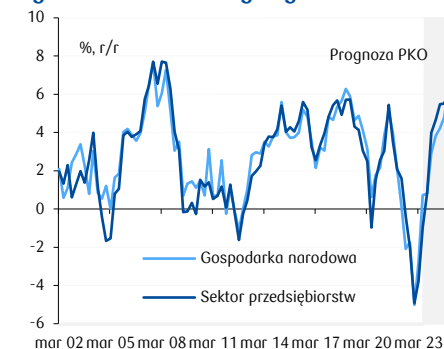
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podtrzymujemy główne założenia dotyczące rynku pracy, który z jednej strony będzie pod wpływem ożywienia gospodarczego, a z drugiej braków podaźowych. Nieznaczna rewizja w górę oczekiwanego wzrostu płac w 2023 uwzględnia przede wszystkim nieco lepsze dane historyczne. Wciąż zakładamy, że nominalna dynamika wynagrodzeń będzie spowalniać, choć utrzyma się na solidnym poziomie, w 2024 zbliżonym do 10% r/r, a podbijając ją będzie m.in. kolejna podwyżka płacy minimalnej o ponad 20% r/r od stycznia. Po okresie dekonunktury, która zwykle wiąże się z szybszym wzrostem płac w gospodarce narodowej niż w sektorze przedsiębiorstw, w 2024 spodziewamy się odwrócenia tej zależności. Wraz z postępującą dezinflacją dynamika realnych wynagrodzeń będzie przyspieszać, co powinno ograniczać żądania pracowników, a co za tym idzie presję płacową. Przy silnie rosnącej płacy minimalnej „apetyty” podwyżkowe mogą być największe wśród relatywnie mniej zarabiających, co zapowiada dalsze spłaszczanie siatki wynagrodzeń w gospodarce. Prognozujemy, że stopa bezrobocia pozostanie względnie stabilna, w pobliżu historycznego minimum. Niekorzystne zmiany demograficzne, niższa imigracja oraz słabnąca w ostatnich latach wrażliwość rynku pracy na koniunkturę spowodują, że wzrost zatrudnienia w kolejnych latach będzie umiarkowany.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

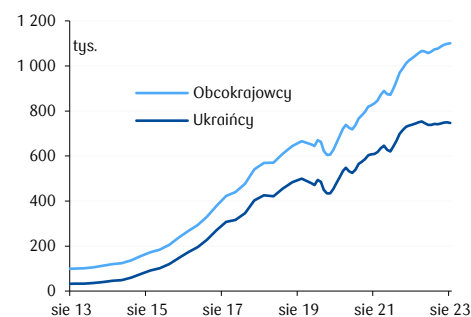
Główne źródła niepewności to: (1) skala wpływu wyższej płacy minimalnej na siatkę płac; (2) poziom inflacji i natężenie żądań płacowych; (3) skala migracji.

Dynamika realna wynagrodzeń



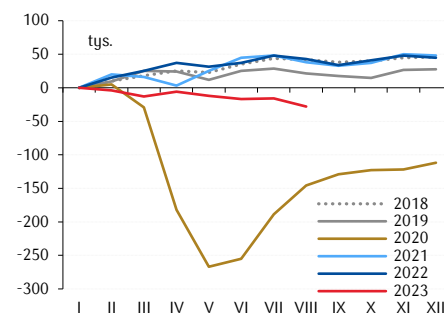
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Obcokrajowcy ubezpieczeni w ZUS



Źródło: ZUS, PKO Bank Polski.

Zmiana zatrudnienia od początku roku w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Rynek pracy

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	0,8	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,7	0,9	2,4	0,3	0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	0,8	0,5	0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,5	0,3	-0,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,4	5,0	5,0	5,2	5,4	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2	5,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,9	2,6	2,8	2,9	2,9	2,5	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,4	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,0	58,2	58,1
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	13,3	12,1	11,0	11,8	10,3	10,6	10,5	10,5	12,9	12,0	10,5
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	14,3	13,8	10,6	10,6	9,4	9,2	10,1	10,9	12,1	12,3	9,9
Wydajność pracy (% r/r)	-1,1	-1,1	0,1	2,7	2,9	3,6	3,7	3,7	4,7	0,1	3,5
ULC (% r/r)	15,5	15,0	10,5	7,7	6,3	5,5	6,2	6,9	7,1	12,2	6,2

Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Inflacja CPI na koniec 3q23 spadła do jednocyfrowego poziomu – według wstępnych danych wyniosła 8,2% r/r i była niższa niż prognozowano. Tempo dezinflacji zaskoczyło pozytywnie już drugi kwartał z rzędu – tym razem głównie dzięki spadającym przez cały 3q23 cenom żywności, do których we wrześniu dołożyła się silna korekta cen paliw. Co ważne, także inflacja bazowa okazała się niższa od oczekiwań. W cenach producentów zagościła deflacja, która obejmuje nie tylko branże surowcowe, ale także wiele branż energochłonnych.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Rewidujemy w dół prognozę inflacji na 2023 i 2024. W perspektywie 2023 jest to efekt niższego punktu startowego i korzystniejszych cen żywności, a w perspektywie 2024 konsekwencja nowych założeń odnośnie do zmian regulacyjnych. Zmieniliśmy założenie dotyczące zerowej stawki VAT na część towarów żywnościowych – obecnie zakładamy, że zostanie ona przedłużona na 2024, a wyższy VAT powróci w 2025 (z ryzykiem podwyżki już w połowie 2024). Ta zmiana obniża CPI w 2024 o ok. 1pp, ale jednocześnie podnosi ścieżkę na 2025, opóźniając moment powrotu inflacji do celu NBP. Nie mniej istotne są założenia dotyczące cen nośników energii – ceny kontraktów na 2024/25 na TGE wskazują na duży rozdźwięk pomiędzy cenami „rynkowymi” a „regulowanymi”, największy w przypadku prądu (ok. 50-60%), mniejszy w przypadku gazu (ok. 20%). Zakładamy, że konwergencja do stawek rynkowych będzie rozciągana w czasie, a jej ciężar zostanie przesunięty poza 2024. To wspiera dezinflację w 2024, ale buduje „nawis” inflacyjny na kolejne lata. W 2024 żywność będzie obniżać inflację, ale średnioterminowo będzie oddziaływać proinflacyjnie, nie tylko ze względu na presję kosztową, ale także kwestie klimatyczne. Według [szacunków](#)[^] same zmiany klimatu mogą w kolejnych latach podbijać roczną dynamikę cen żywności o 0,9-3,2pp rocznie. Presja kosztowa będzie także istotnym elementem ograniczającym skalę dezinflacji w kategoriach bazowych. Proces kompresji marż już hamuje, a przed nami istotne ożywienie popytu konsumpcyjnego, które może go odwrócić. W 2024 tempo wzrostu płac nadal będzie wyraźnie przekraczać tempo poprawy wydajności pracy, co zapowiada, że w przypadku usług (ok. ¼ koszyka inflacyjnego) dezinflacja może zatrzymać się na poziomie 5-6%, wyraźnie wyżej niż przed pandemią. W połączeniu z żywnościowym i energetycznym „nawisem” inflacyjnym sprawia to, że **choć w krótkim terminie widzimy kontynuację wyraźnej dezinflacji (prognozujemy spadek inflacji CPI do 4% wczesną wiosną 2024), to w dłuższej perspektywie oczekujemy, że trend dezinflacyjny zatrzyma się i inflacja utrzyma się na poziomie ok. 4%.**

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

Głównymi czynnikami niepewności są: (1) skala uporczywości inflacji bazowej; (2) zmiany regulacyjne, pol. marżowa; (3) notowania złotego i ceny surowców.

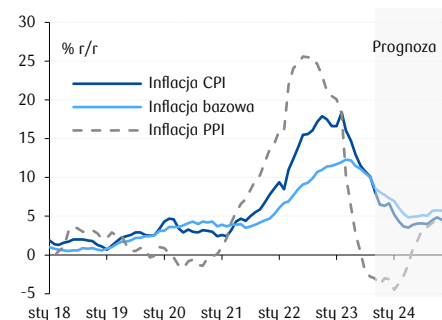
Procesy inflacyjne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Inflacja CPI† (% r/r)	16,1	11,5	8,2	6,7	3,7	4,0	4,5	4,0	16,6	6,7	4,0
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	17,0	13,1	9,7	6,5	4,4	3,8	4,2	4,5	14,4	11,5	4,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	6,2	5,1	3,4	1,8	1,0	0,5	0,6	0,5	4,1	4,1	0,7
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	4,3	1,7	0,9	0,4	0,0	0,6	0,7	0,8	5,2	1,8	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	6,6	6,3	5,3	4,2	3,4	2,7	2,9	3,1	5,0	5,6	3,0
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	12,0	11,6	9,7	7,7	6,1	4,9	5,3	5,7	9,1	10,3	5,5
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	16,1	3,1	-2,6	-3,6	-3,9	0,3	3,6	4,3	22,4	3,0	1,0
Deflator PKB (% r/r)	15,6	11,9	8,1	6,2	4,0	3,9	3,4	3,5	11,2	10,5	3,7
ULC (% r/r)	15,5	15,0	10,5	7,7	6,3	5,5	6,2	6,9	7,1	12,2	6,2
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,2	0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	2,0	0,1	-0,8

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

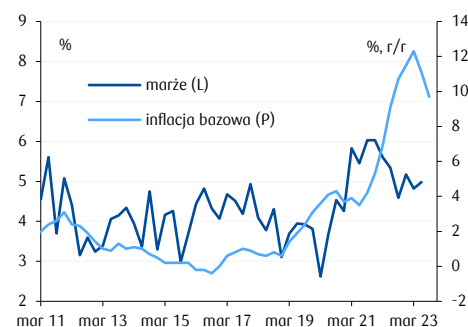
[^] M. Kotz, F. Kuik, E. Lis, Ch. Nickel - The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes; ECB Working Paper Series No. 2821.

Prognoza inflacji CPI, inflacji bazowej i inflacji PPI



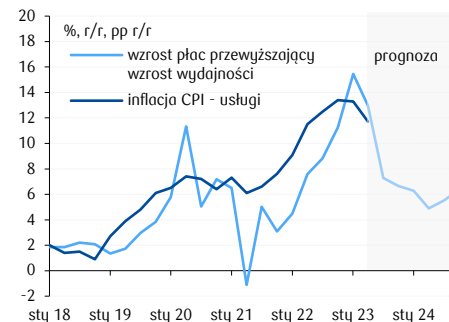
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Marże* vs inflacja bazowa



Źródło: GUS, PKO Bank Polski; * jako marże przedstawiono rentowność netto po odsezonowaniu

Inflacja cen usług a płacowa presja kosztowa przewyższająca wzrost wydajności pracy (GN)



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Poprawa w bilansie płatniczym następuje szybciej niż zakładaliśmy. Po lipcu na rachunku obrotów bieżących odnotowano nadwyżkę w ujęciu płynnego roku, równą 0,1% PKB, podczas gdy na koniec 2022 deficyt wynosił 2,4% PKB, a w szczytowym okresie (w czerwcu 2022) aż 3,1% PKB. Tak gwałtowna poprawa jest nadal przede wszystkim zasługą salda towarowego, gdzie w ujęciu płynnego roku deficyt zmniejszył się o ponad 3pp do 0,6% PKB po lipcu. Tak jak podkreślaliśmy od jakiegoś czasu, jest to zasługa odwrócenia negatywnego szoku *terms-of-trade* i szybkiego spadku dynamiki cen importu oraz powiązanego z tym zjawiska ograniczenia nominalnego przyrostu zapasów w gospodarce. Jak na razie najsilniej poprawiło się saldo handlowe dla towarów zaopatrzeniowych, a w przypadku dóbr energetycznych deficyt jest nadal podwyższony. W ostatnich miesiącach import silnie spada w ujęciu nominalnym (-9,7% r/r w lipcu), przy czym eksport nadal rośnie, pomimo niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego (+0,6% r/r).

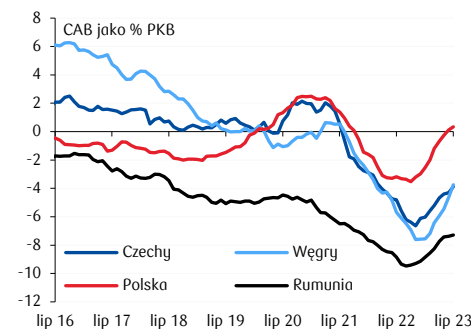
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy dalszą poprawę równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Zrewidowaliśmy w górę prognozę nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, do 1,0% PKB w 2023 i blisko 2% PKB w 2024. W najbliższym czasie negatywny wpływ na krajowy eksport będzie miało spowolnienie za granicą, w szczególności recesja w Niemczech, które są głównym partnerem handlowym Polski (trafia tam 28% naszego eksportu). Zakładamy jednak, że podobnie jak w przeszłości, zadziałają mechanizmy łagodzące, związane z wysoką elastycznością i konkurencyjnością polskich eksporterów oraz wzrostem potencjału eksportowego związanego z wcześniejszym napływem FDI. Cykl zapasów, a w szerszym ujęciu spowolnienie popytu krajowego, będzie działało na import ograniczająco. Pomimo obserwowanego ostatnio wzrostu cen ropy naftowej, oczekujemy utrzymania korzystnych relacji cen eksportu i importu. W średnioterminowej perspektywie dynamika importu przyspieszy za sprawą ożywienia popytu krajowego, w tym w szczególności w zakresie importochłonnych inwestycji zbrojeniowych i energetycznych. Utrzymanie nadwyżki bieżącej w połączeniu ze wzrostem nominalnego PKB powinno sprzyjać spadkowi zadłużenia zagranicznego.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

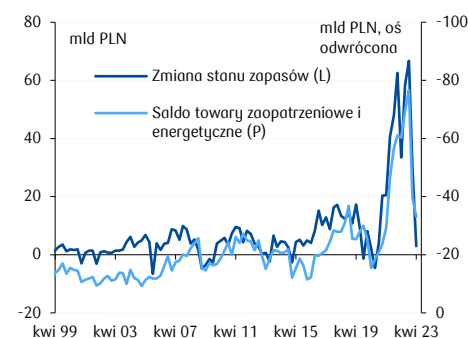
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) relacje cen w handlu międzynarodowym, w tym ceny surowców; (2) przepływy funduszy UE; (3) globalna i krajowa koniunktura; (4) notowania złotego; (5) ryzyko geopolityczne.

Saldo rachunku obrotów bieżących



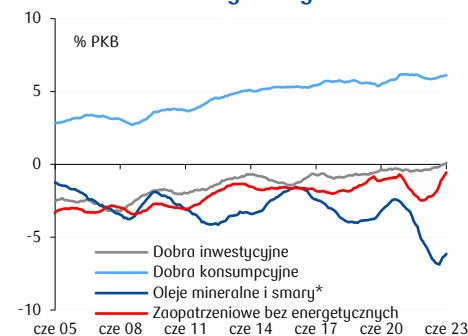
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zmiana zapasów vs import zaopatrzeniowy



Źródło: NBP, GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.

Saldo handlowe wg kategorii BEC



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *z uwzględnieniem części niejawniej

Równowaga zewnętrzna

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-0,1	0,6	1,0	1,1	1,7	1,6	1,8	-2,4	1,0	1,8
Bilans handlowy (% PKB)	-2,2	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	-3,7	0,4	0,5
Eksport (% r/r)	16,7	3,0	4,3	5,2	3,4	6,9	7,0	7,2	22,2	7,3	6,1
Import (% r/r)	3,8	-7,0	-2,3	0,7	2,2	5,9	7,9	6,8	28,2	-1,2	5,7
Saldo usług (% PKB)	5,6	5,4	5,2	5,1	5,0	4,9	4,9	4,9	5,6	5,1	4,9
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,9	-4,2	-4,2	-4,0	-3,8	-3,4	-3,3	-3,2	-3,9	-4,0	-3,2
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,8
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	2,9	3,0	2,2	2,4	2,5	1,9	1,9	1,5	3,8	2,4	1,5
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	3,3	2,7	3,0	3,3	3,0	3,0	2,6	2,3	3,6	3,3	2,3
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,7	-3,8	-3,5	-4,0	-4,9	-4,8	-4,7	-4,4	-2,0	-4,0	-4,4
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	0,5	0,8	0,8	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,1	0,3	0,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	52,0	50,6	48,8	48,0	46,4	46,1	45,1	44,4	53,0	48,0	44,4
Sektor publiczny (% PKB)	16,2	16,4	17,2	17,0	16,6	16,8	16,8	16,8	16,9	17,0	16,8
Sektor prywatny (% PKB)	35,8	34,2	31,6	31,0	29,8	29,3	28,3	27,5	36,1	31,0	27,5

Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

Rada Polityki Pieniężnej we wrześniu rozpoczęła cykl obniżek stóp procentowych większym od oczekiwań ruchem o 75pb. Obniżka została dokonana dokładnie 12 miesięcy po ostatniej podwyżce w cyklu, który podniósł stopy o rekordowe 665pb. Sam fakt zmiany nastawienia RPP nie był niespodzianką – już od poprzedniego roku, zanim skończyły się podwyżki stóp, wskazywaliśmy, że obniżki rozpoczną się przed końcem 2023. Nastawienie poszczególnych członków Rady w widoczny sposób stawało się coraz bardziej „gołębnie” (por. wykres na marginesie). Zaskoczeniem była natomiast skala wrześniowej obniżki – tak mocno stopy obniżano poprzednio na przełomie 2008/2009, kiedy USA i Europa borykały się ze skutkami upadku Lehman Brothers. Nawet w szczycie pandemii RPP obniżała stopy w ruchach po max. 50pb, chociaż należy podkreślić, że znajdowały się one wówczas na znacznie niższym poziomie. RPP uzasadniła swoją decyzję wzrostem stóp realnych, znacznym pogorszeniem koniunktury połączonym z silnym spadkiem bieżącej inflacji oraz perspektywą jej dalszego obniżania się.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy dalszą redukcję stóp procentowych NBP, ale w bardziej ostrożny sposób niż na początku cyklu. Radykalna obniżka stóp we wrześniu wywołała silną reakcję rynkową – złoty gwałtownie osłabił się względem głównych walut, a krajowa krzywa dochodowości uległa wystromieniu, przy większym spadku rentowności na krótkim końcu. Z późniejszej wypowiedzi Prezesa NBP wynika, że po dostosowaniu stóp we wrześniu, przestrzeń do ich dalszych obniżek znacząco się zawężyła, choć nadal będzie się pojawiać wraz z napływającymi danymi. Mocny spadek inflacji uzasadni naszym zdaniem kolejne stopniowe obniżki stóp w tym roku, po 25pb w październiku i listopadzie (z ryzykiem w stronę ruchu o 50pb w październiku i łącznie o 75pb do końca roku). Postępująca na początku 2024 dezinflacja umożliwi RPP obniżenie stóp o kolejne 100bp w pierwszej połowie przyszłego roku. W porównaniu z poprzednią edycją Kwartalnika nasza prognoza na 2023 jest niższa o 100pb (głównie ze względu na bardziej dynamiczny początek cyklu obniżek), a na 2024 o 50pb. Szybki spadek nominalnych stóp procentowych w połączeniu z hamowaniem dezinflacji w 2024 sprawi, że realna stopa procentowa ex ante w najbliższym czasie może się obniżyć. Dlatego naszym zdaniem RPP powinna w swoich decyzjach zachowywać ostrożność i dużą wrażliwość na sytuację na rynkach finansowych oraz w otoczeniu zewnętrznym gospodarki. Podkreślamy przy tym, że nasz scenariusz bazowy jest wypadkową różnych czynników krajowych (np. sytuacja polityczna) i zagranicznych (np. globalny cykl polityki pieniężnej). W związku z tym niepewność wokół niego jest ponadstandardowo wysoka.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

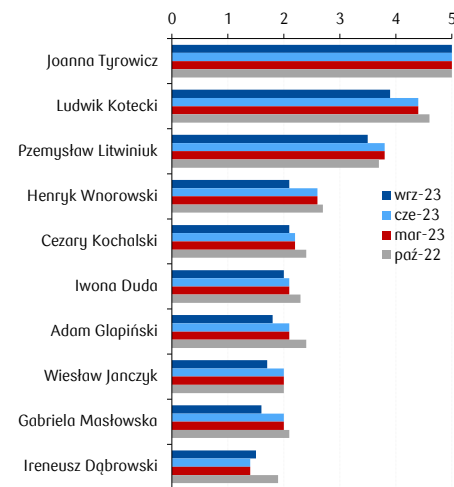
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształt funkcji reakcji RPP; (2) tempo dezinflacji i rozwiązania regulacyjne wpływające na zmiany cen; (3) uporczywość inflacji bazowej w Polsce; (4) restrykcyjność polityki Fed i ECB; (5) kształtowanie się kursu PLN; (5) szoki na rynku surowców energetycznych.

Polityka pieniężna*

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Stopa referencyjna (%)	6,75	6,75	6,00	5,50	4,75	4,50	4,50	4,50	6,75	5,50	4,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-9,35	-4,75	-2,21	-1,19	1,05	0,45	-0,01	0,46	-9,85	-1,19	0,46
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	-5,55	-4,35	-2,64	-1,85	-0,61	-0,48	-1,21	-1,07	-4,75	-1,85	-1,07
Stopa lombardowa (%)	7,25	7,25	6,50	6,00	5,25	5,00	5,00	5,00	7,25	6,00	5,00
Stopa depozytowa (%)	6,25	6,25	5,50	5,00	4,25	4,00	4,00	4,00	6,25	5,00	4,00
Stopa redysk. weksli(%)	6,80	6,80	6,05	5,55	4,80	4,55	4,55	4,55	6,80	5,55	4,55
REER defl. CPI (% r/r)	11,0	13,4	15,1	8,4	2,2	-3,3	-2,8	-1,8	1,6	12,0	-1,5
Nominalny PKB (% r/r)	15,3	11,2	8,5	8,5	6,6	7,1	6,7	6,9	17,0	10,7	6,8

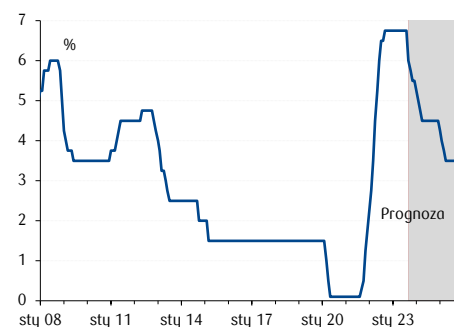
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *realna stopa procentowa liczona ex post

„Jastrzębiomierz”* PAP



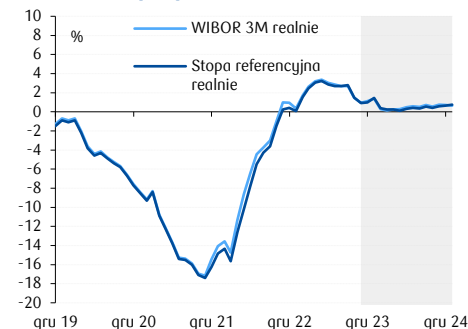
Źródło: PAP, PKO Bank Polski. *wyniki ankiety przeprowadzonej wśród ekonomistów, 5- jastrząb, 1-gołęb,

Stopa referencyjna NBP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Realna stopa procentowa ex ante*



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.* stopa nominalna- inflacja za 12 miesięcy

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Bieżąca sytuacja finansów publicznych jest zasadniczo zgodna z naszymi oczekiwaniami. Sektor publiczny pozostaje pod silnym wpływem zwiększonych wydatków (tarcze energetyczne, waloryzacje świadczeń) i ograniczonych przychodów (Polski Ład, obniżony VAT na żywność). Deficyt budżetowy po lipcu wyniósł 13,1 mld PLN, a w ujęciu 12-mies. 60 mld PLN, najwięcej od początku 2021. Koszty obsługi długu (suma 12 mies.) przekroczyły 50 mld PLN, a w relacji do PKB wzrosły do 1,4%, czyli poziomu z 2019. Jednocześnie obserwujemy stopniową poprawę sytuacji po stronie dochodowej.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Zgodnie z rządowymi zapowiedziami oczekujemy zmniejszenia znaczenia funduszy pozabudżetowych w finansowaniu deficytu sektora finansów publicznych (SFP, czyli z uwzględnieniem funduszy pozabudżetowych, sektora ubezpieczeń społecznych i JST). Po publikacji projektu ustawy budżetowej na 2024 (wg planu deficyt wyniesie 164,8 mld PLN wobec przewidywanych 92 mld PLN w 2023) uważamy, że główny ciężar finansowania deficytu całego sektora będzie ponosił budżet centralny. Deficyt SFP wg naszych szacunków wzrośnie z 3,7% PKB w 2022 do 5,5% PKB w 2023, by następnie obniżyć się do 4,6% PKB w 2024. Na przyszły rok zakładamy m.in. przedłużenie obowiązywania zerowej stawki VAT na żywność i zwiększone wydatki zbrojeniowe (planowane 4% PKB, choć ze względu na ograniczenia podażowe wykonanie może być niższe). Prognozujemy stopniowy wzrost relacji dochodów SFP do PKB przy podwyższonej relacji wydatków do PKB. Znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu (wg projektu ustawy budżetowej: z 5,6 mld PLN w 2022, do 143 mld PLN w 2023 oraz 225 mld PLN w 2024) częściowo wynika z ograniczania znaczenia funduszy pozabudżetowych. Rzeczywiste finansowanie z rynku może być nieco mniejsze ze względu na wysoką poduszkę płynnościową w MF (133 mld PLN w lipcu) oraz PFR i BGK.

Skokowy wzrost wydatków wojskowych (szacujemy, że w około połowie finansowanych długiem) będzie zaburzać czytelność danych fiskalnych w kolejnych latach. W przypadku deficytu fiskalnego (metodyka ESA) wydatki na sprzęt wojskowy będą uwzględniane w momencie dostawy (memoriałowo), z kolei wg metodyki krajowej - w momencie płatności (kasowo). Z kolei zadłużenie wzrośnie już w momencie zaciągnięcia zobowiązania. Dlatego oczekujemy, że relacja długu publicznego do PKB w 2024 wzrośnie skokowo o prawie 5pp do 53,3% PKB, pomimo braku istotnego wzrostu deficytu przy nadal wysokim nominalnym wzroście PKB.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

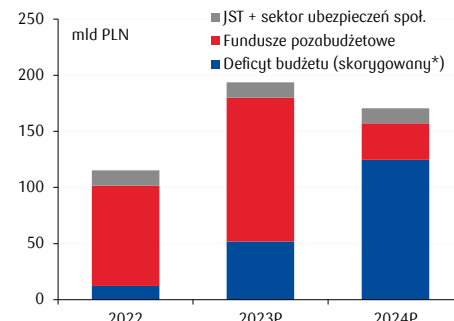
Główne źródła niepewności to: (1) dynamika nominalnego PKB; (2) kształt polityki fiskalnej po wyborach; (3) skala i rozkład w czasie wydatków wojskowych; (4) koszty działań osłonowych w związku z kryzysem energetycznym; (5) wahania notowań złotego (istotne dla relacji długu do PKB); (6) kształt unijnych reguł fiskalnych po 2024.

Polityka fiskalna†

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-4,0	-4,4	-5,6	-5,5	-5,3	-5,2	-4,7	-4,6	-3,7	-5,5	-4,6
Dochody (% PKB, ESA2010)	39,6	39,8	40,2	41,1	41,5	42,0	42,2	42,6	39,8	41,1	42,6
Wydatki (% PKB, ESA2010)	43,6	44,3	45,8	46,6	46,9	47,1	46,9	47,2	43,5	46,6	47,2
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,6	2,2	2,2	2,2	1,9	1,9	1,8	1,9	1,6	2,2	1,9
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,4	-2,3	-3,4	-3,3	-3,4	-3,3	-2,9	-2,7	-2,2	-3,3	-2,7
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,9	-2,4	-3,2	-3,1	-3,1	-3,0	-2,6	-2,4	-3,0	-3,1	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	48,1	49,0	50,0	50,9	51,6	52,2	52,8	53,3	49,1	50,9	53,3
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,6	x	x	x	-3,6	-0,4	-1,6	-3,6
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,0	x	x	x	-4,1	-0,2	-2,0	-4,1
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	39,6	x	x	x	41,2	40,1	39,6	41,2

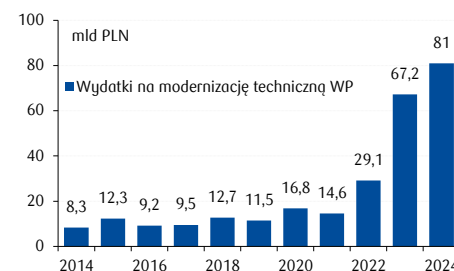
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Struktura deficytu sektora publicznego wraz z prognozą*



Źródło: Eurostat, MF, GUS, PKO Bank Polski. *dane historyczne za 2022. Deficyt budżetu skorygowany o „naturalne oszczędności” (zwykajowe mniejsze wykonanie wydatków od planów z ustaw budżetowych).

Wydatki na modernizację techniczną Wojska Polskiego z budżetu państwa*



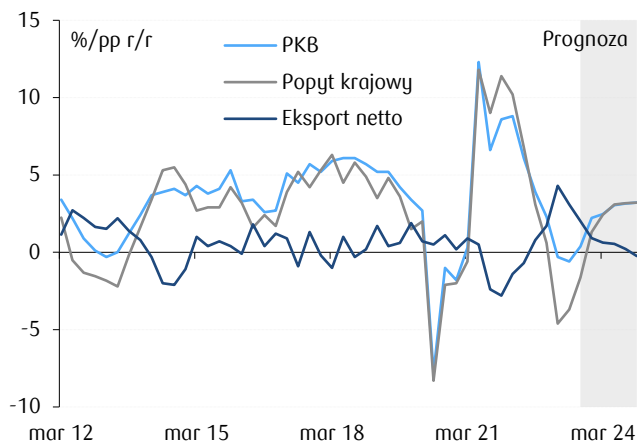
Źródło: MF, PKO Bank Polski. *nie obejmuje wydatków ani planowanych wydatków w ramach Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, chyba, że zostały ujęte w ustawie budżetowej

Potrzeby pożyczkowe netto i brutto budżetu państwa

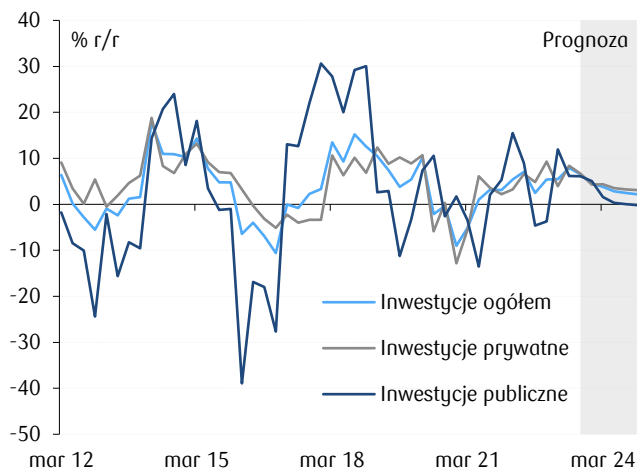
Potrzeby pożyczkowe netto	2023	2024	Różnica
krajowe	127,3	160,7	33,4
SPW	62,9	160,7	97,8
rynkowe	48,0	99,2	51,2
bony skarbowe	0	54,5	54,5
detal	14,9	7,0	-7,9
środki na rachunkach budżetowych	64,3		
zagraniczne	15,7	64,7	49,0
obligacje	13,3	37,8	24,5
KPO	0,0	28,6	28,6
Potrzeby pożyczkowe netto	143,0	225,4	82,4
Potrzeby pożyczkowe brutto	281,0	420,0	139,0

Źródło: MF, PKO Bank Polski. Na podstawie projektu ustawy budżetowej na 2024. Potrzeby pożyczkowe brutto uwzględniają również wykup zapadających obligacji

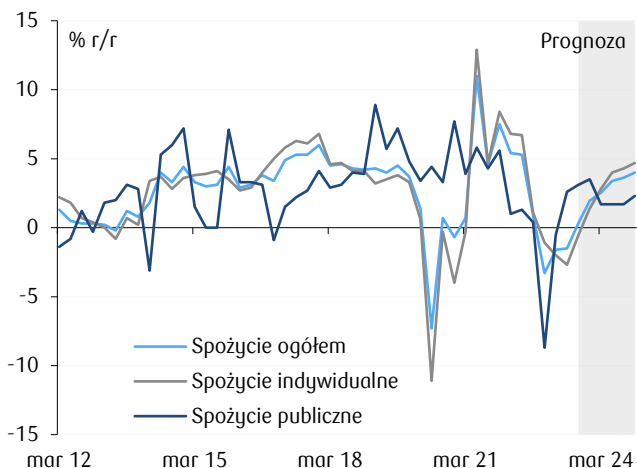
Realny PKB



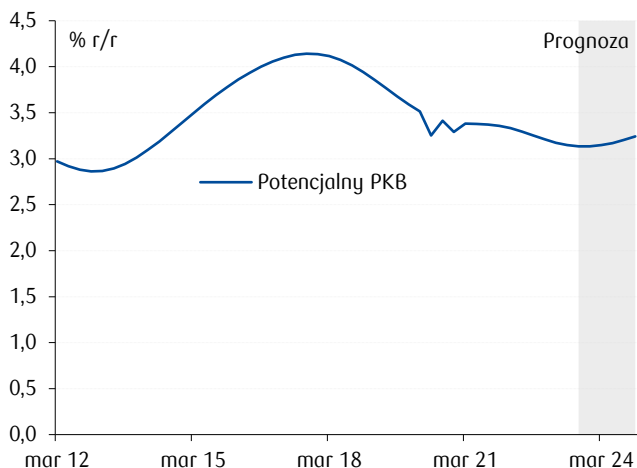
Popyt inwestycyjny



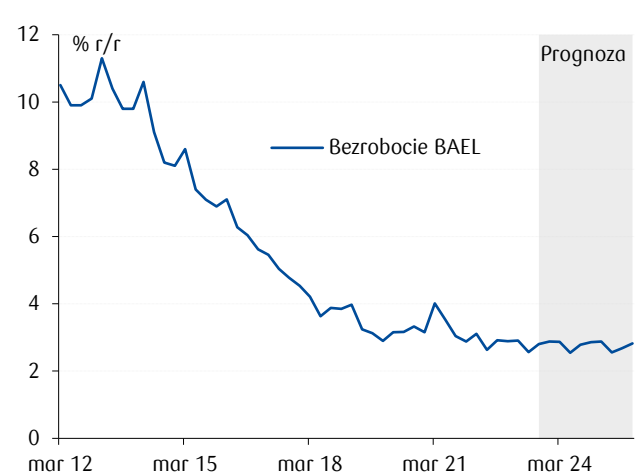
Popyt konsumpcyjny



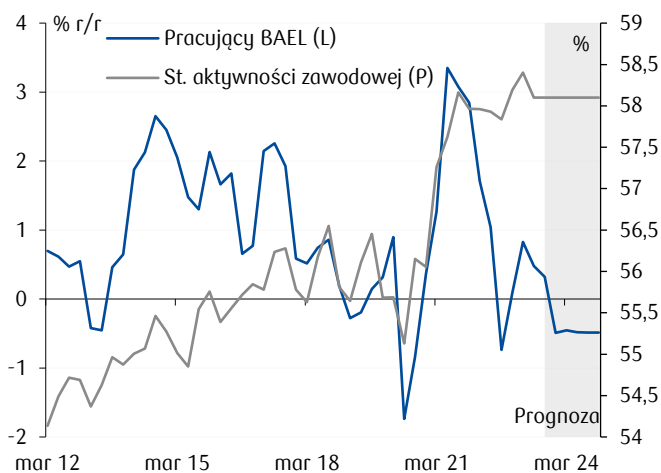
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

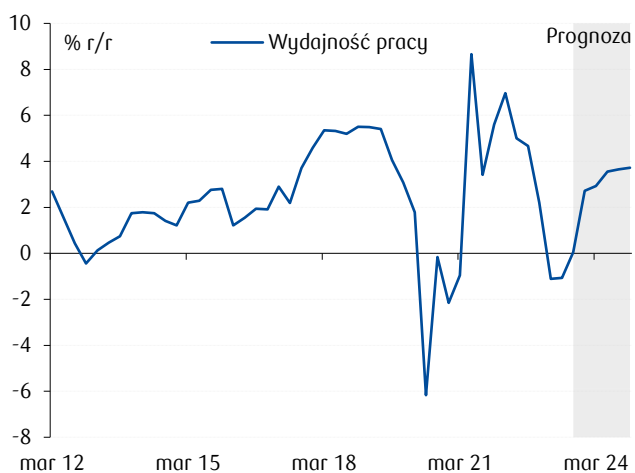


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

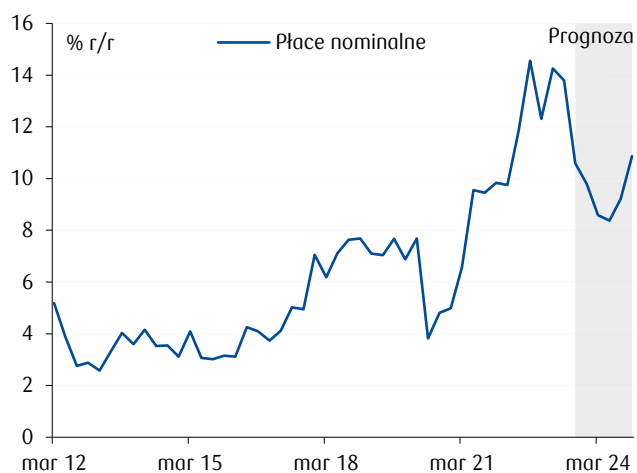


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

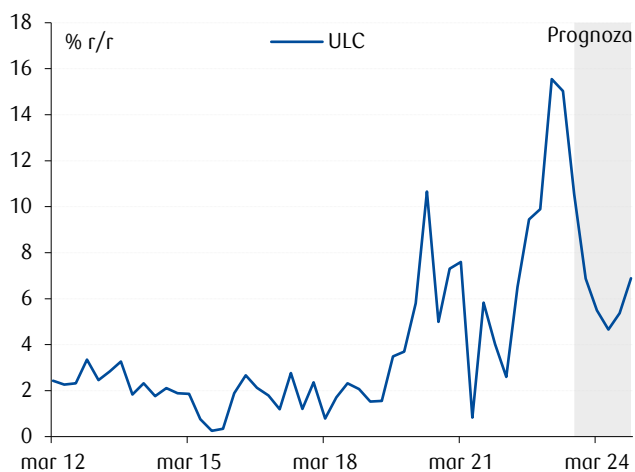
Wydajność pracy*



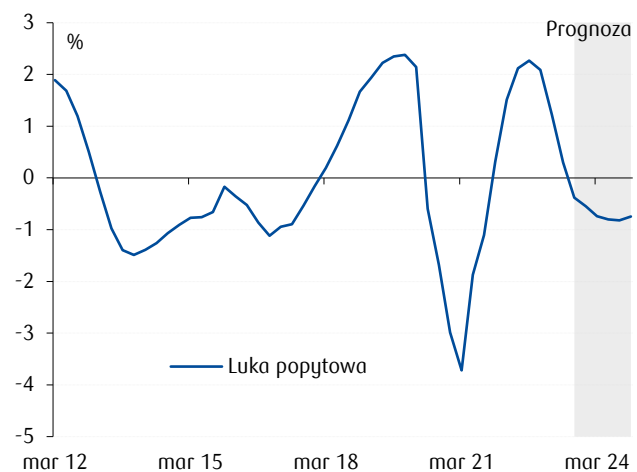
Płace w gospodarce narodowej



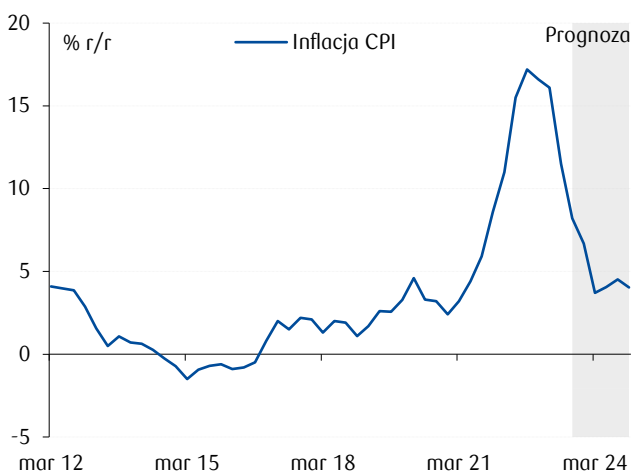
Jednostkowe koszty pracy*



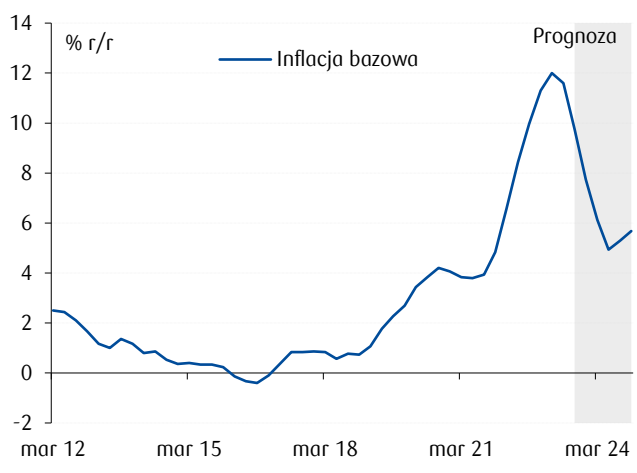
Luka popytowa



Inflacja CPI

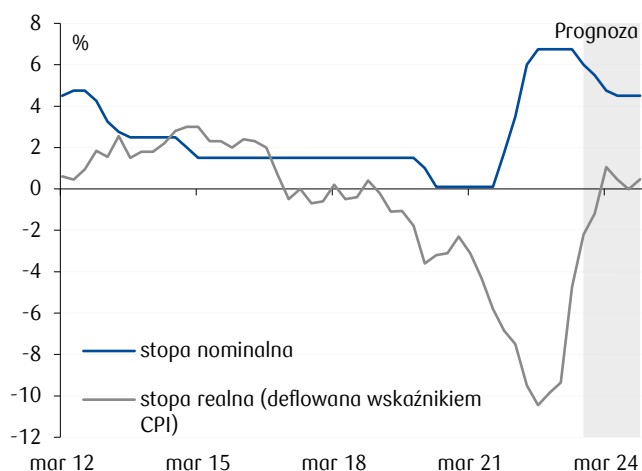


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

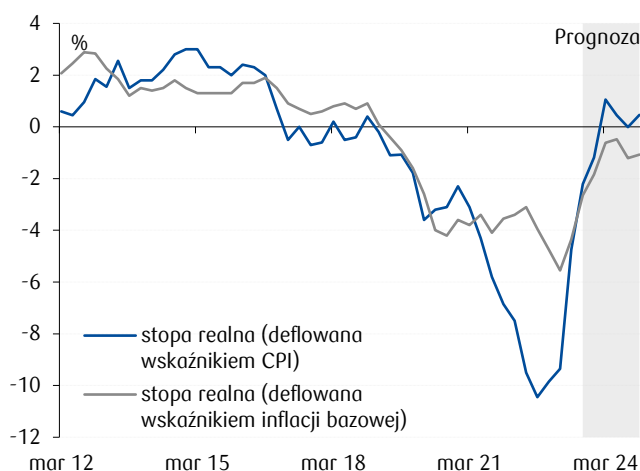


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

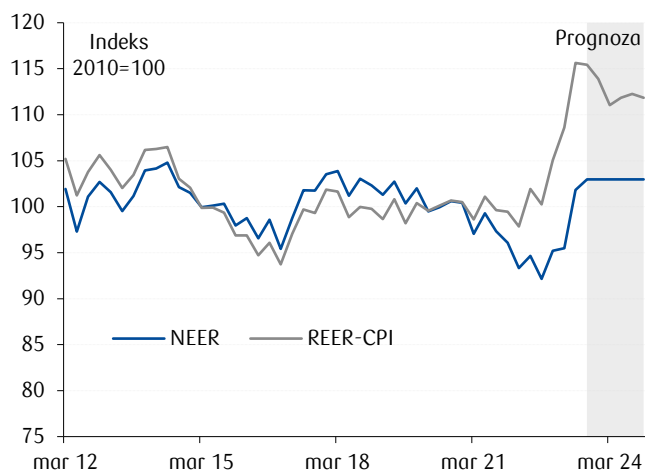
Stopy nominalne vs realne



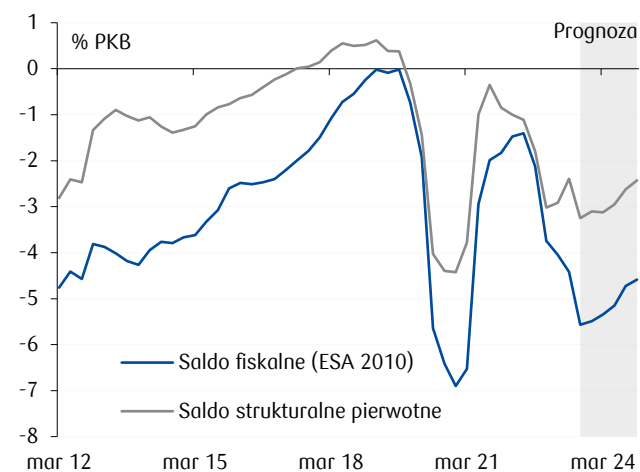
Stopy realne



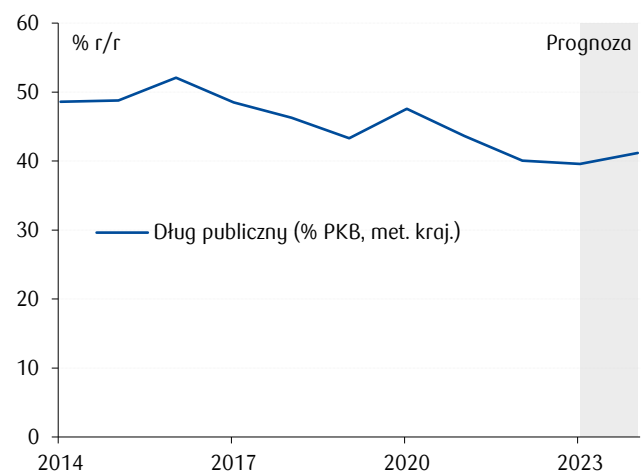
Założenia dotyczące NEER i REER*



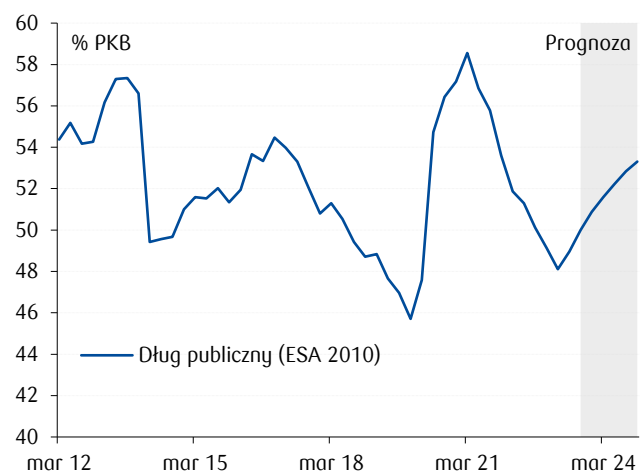
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

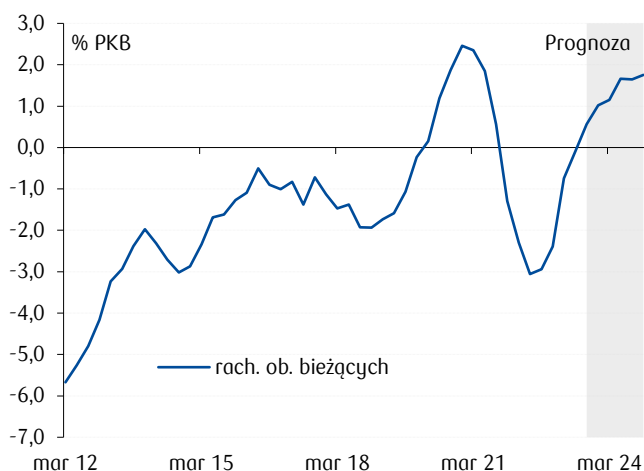


Dług publiczny (ESA 2010)

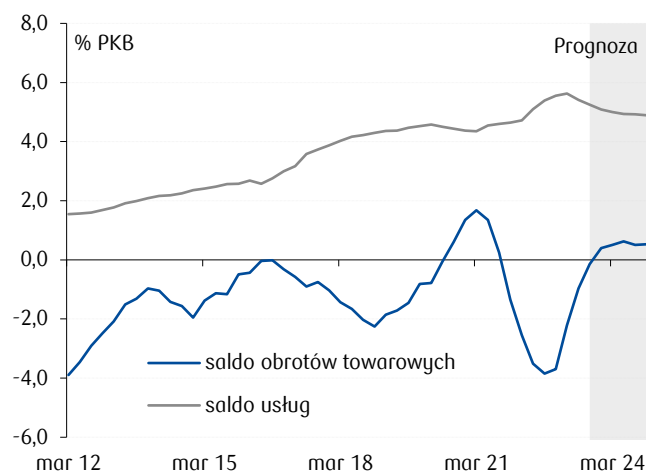


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

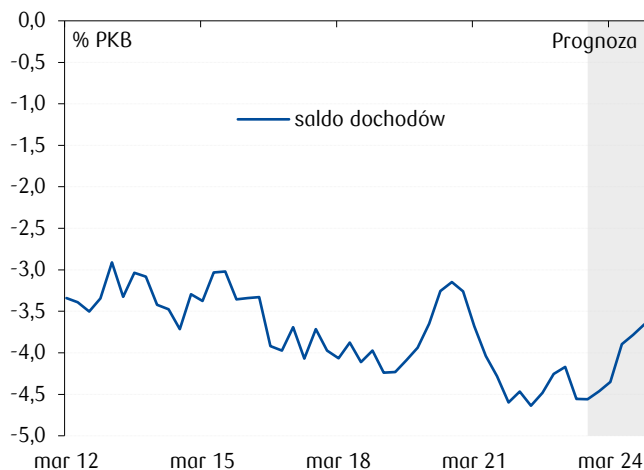
Saldo rachunku obrotów bieżących



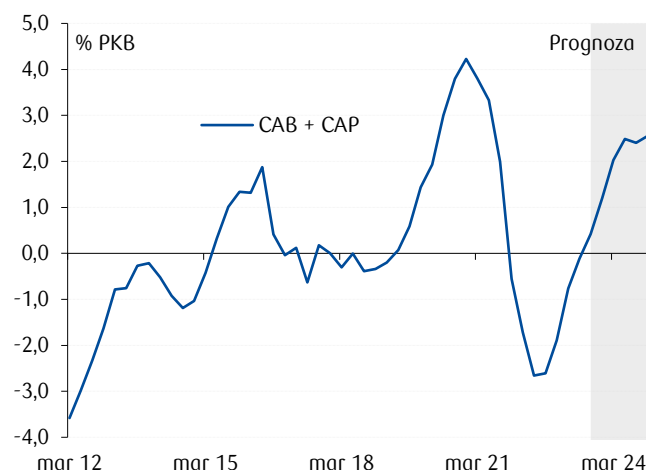
Saldo handlu zagranicznego



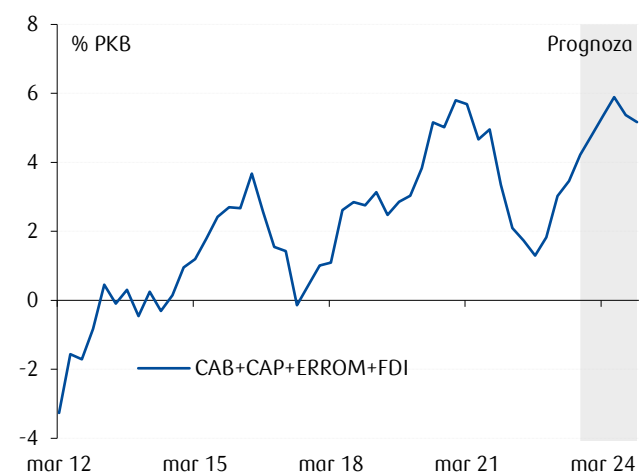
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



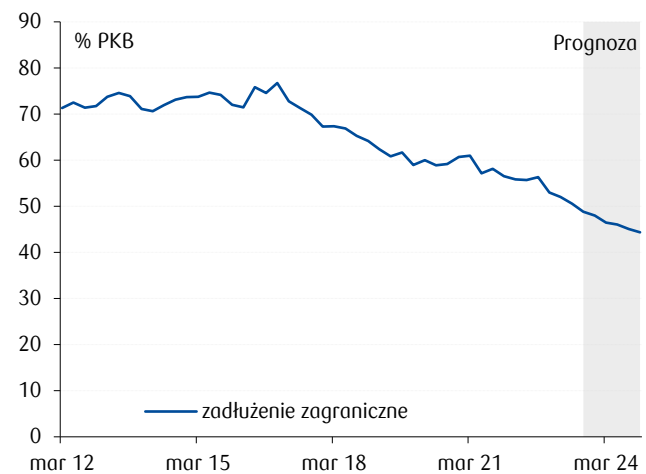
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, *CAB - rachunek obrotów bieżących, FDI - bezpośrednie inwestycje zagraniczne, CAP - rachunek kapitałowy, ERR - błędy i opuszczenia.

Roczne wskaźniki makroekonomiczne

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	4,4	3,0	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,5	3,0
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,2	2,3	4,6	5,4	3,4	-3,5	8,0	4,9	-2,2	2,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,8	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-1,0	3,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,9	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	5,9	2,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	3,4	1,0	3,8	5,0	4,4	-2,7	4,6	2,3	0,8	3,0
Zapasy (pkt. proc.)	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-0,8	3,4	2,6	-3,1	-0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,8	-1,1	0,2	2,7	0,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	4,0	4,1	4,0	3,7	3,4	3,4	3,3	3,1	3,2
Nominalny PKB (mld PLN)	1798	1853	1983	2127	2288	2338	2631	3078	3407	3639
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,1	-0,9	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,8	-0,3	-0,3	-0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	2,6	0,5	0,3	-0,5
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,3	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,8	58,0	58,2	58,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,5	6,2	4,9	3,9	3,3	3,2	3,4	2,9	2,8	2,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,2	5,2
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,3	9,9
Wydajność pracy (% r/r)	2,5	1,7	3,3	5,3	4,5	-1,7	4,2	4,7	0,1	3,5
ULC (% r/r)	0,8	2,1	1,9	1,7	2,6	7,1	4,5	7,1	12,2	6,2
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,5	4,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	4,1	0,7
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	1,8	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,6	3,0
Inflacja bazowa (% r/r)	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,3	5,5
Deflator PKB (% r/r)	1,2	0,1	1,8	1,2	3,0	4,2	5,3	11,2	10,5	3,7
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2227,5	2329,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,1	9,6	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	6,5	4,6
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	9,6	8,8	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	-0,2	0,5
Kredyty ogółem (mld PLN)	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1456,9	1550,7
Kredyty ogółem (% r/r)	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	1,9	6,4
Depozyty ogółem (mld PLN)	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	1996,4	2111,6
Depozyty ogółem (% r/r)	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	5,6	5,8
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-1,0	-1,1	-1,9	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	1,0	1,8
Bilans handlowy (% PKB)	-0,5	-0,3	-1,0	-2,3	-0,8	1,3	-1,3	-3,7	0,4	0,5
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,2	0,8	1,5	2,8	2,0	2,4	3,8	3,6	3,3	2,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,0	76,7	67,3	64,2	58,9	60,7	56,5	53,0	48,0	44,4
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,5	-4,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,2	-3,3	-2,7
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-0,8	-0,2	0,1	0,5	-0,3	-4,4	-0,8	-3,0	-3,1	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,3	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,1	50,9	53,3
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,50	4,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-1,19	0,46
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,85	-1,07
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,00	5,00
REER defl. CPI (% r/r)	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	12,0	-1,5

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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.