

Kwartalnik Ekonomiczny

4q23

Analizy Makroekonomiczne

19 grudnia 2023



Bank Polski

Centrum
Analiz



W gospodarce już przedwiośnie

- 2024 w światowej gospodarce będzie stał pod znakiem obniżek stóp przy realizacji oczekiwanego przez nas wcześniej scenariusza „miękkiego lądowania”. Oczekujemy, że w połowie 2024 Fed i EBC rozpoczną łagodzenie polityki pieniężnej, a jego skala sięgnie 75-100pb. Będzie to reakcja na postępującą dezinflację (bardzo blisko 2%) przy co najwyżej umiarkowanym wzroście gospodarczym (w USA wreszcie, w strefie euro wciąż).
- Krajowa gospodarka z nawiązką zrealizowała wskazywany przez nas w poprzednim [Kwartalniku](#) scenariusz przebudzenia konsumenta i rozpoczęcia ogólnego ożywienia. **Solidne wyniki PKB za 3q23 są tylko wstępem do jeszcze silniejszego ożywienia w kolejnych kwartałach.** Prognozujemy, że w 4q23 dynamika PKB przekroczy 2%, a następnie 3% w 1h24 i 4% w 2h24. Nasz optymizm to efekt coraz lepszych perspektyw dla dochodów gospodarstw domowych (mocny rynek pracy, podwyżki w sektorze publicznym), silniejszej niż oczekiwaliśmy aktywności inwestycyjnej firm i odmrożenia środków z KPO.
- **Solidne ożywienie koniunktury zapowiada powrót do starych wyzwań na rynku pracy, czyli wzmożonej konkurencji o pracownika i wzrostu znaczenia ograniczeń podażowych.** W takim otoczeniu i przy poprawie konkurencyjności zatrudnienia w sektorze publicznym, dynamika płac w gospodarce narodowej utrzyma się wyraźnie powyżej 10% r/r, a stopa bezrobocia rejestrowanego ustanowi nowe rekordowe minima. Rośnie aktywność zawodowa kobiet – proponowane rozwiązania aktywizujące mamy pomogą utrzymać ten trend, ale krajowa gospodarka staje się i tak coraz bardziej zależna od imigracji.
- **Lepsze perspektywy dla wzrostu gospodarczego to efekt m.in. luźniejszej niż dotychczas zakładaliśmy polityki fiskalnej.** Zwiększyliśmy prognozę deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych na ten rok, a w 2024 deficyt będzie tylko minimalnie mniejszy niż w 2023. Konsolidacja finansów publicznych zacznie się później i będzie przebiegać wolniej.
- **Regulacje nadal grają pierwsze skrzypce w prognozach inflacji, ale skupiamy się na korzystnych tendencjach inflacji bazowej, która sukcesywnie wytraca impet.** Odbudowa popytu w gospodarce najpewniej spowolni, a w 2h24 zahamuje ten trend. **Przed nami 2 lata ze średnioroczną inflacją na poziomie ok. 4% i wciąż długa droga do inflacyjnego celu.**
- **W krajowej polityce pieniężnej, po pełnej emocji jesieni, przyszedł czas na zimowy sen – duża niepewność, m.in. co do polityki fiskalnej, skłoniła RPP do przyjęcia postawy wyczekującej.** Wyraźny spadek inflacji na początku 2024 może w marcu przebudzić RPP, otwierając drogę do kolejnego (jednorazowego) dostosowania stóp. Pod koniec 2024 argumenty do obniżek stóp NBP może dostarczyć aprecjacja złotego pod presją obniżek stóp Fed/EBC.
- **Oslabiony popyt zewnętrzny, zestawiony z rosnącym popytem krajowym, w połowie 2024 zahamuje poprawę salda handlowego.** Równowaga zewnętrzna pozostanie jednak solidnym atutem krajowej gospodarki, a napływ środków z UE dodatkowo obniży zapotrzebowanie na zagraniczne źródła finansowania i poprawi rachunek kapitałowy.

Główny Ekonomista

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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

<https://centrumanaliz.pkobp.pl/>

Marta Petka-Zagajewska
Dyrektor Biura
tel. 691 335 426

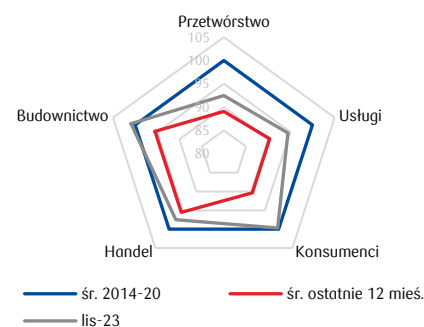
Urszula Kryńska
Kierownik
tel. 722 060 794

Kamil Pastor
Ekonomista
tel. 723 670 836

Agnieszka Pierzak
Ekonomistka
tel. 666 823 657

Anna Wojtyniak
Ekonomistka
tel. 698 635 126

Koniunktura* w krajowej gospodarce



Źródło: KE, PKO Bank Polski; *na bazie indeksów ESI.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	2,4	2,8	3,7	4,0	4,9	5,3	0,6	3,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,9	2,6	2,7	2,8	2,9	2,5	2,7	2,8	2,9	2,8	2,7
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	17,0	13,1	9,7	6,5	3,7	3,3	4,9	5,3	14,4	11,5	4,3
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	12,0	11,6	9,7	7,4	5,5	4,6	5,1	5,7	9,1	10,1	5,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-0,1	0,6	1,2	1,3	1,5	1,4	1,1	-2,4	1,2	1,1
Saldo fiskalne (% PKB)**	-3,9	-4,7	-6,0	-5,9	-5,9	-6,0	-5,7	-5,6	-3,7	-5,9	-5,6
Dług publiczny (% PKB)**	48,1	48,3	48,7	50,0	51,2	52,2	52,6	52,7	49,3	50,0	52,7
Stopa referencyjna NBP (%)	6,75	6,75	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50	5,25	6,75	5,75	5,25

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

W gospodarkach rozwiniętych następuje zwrot w polityce pieniężnej z cyklu podwyżek stóp w kierunku zbliżającego się luzowania warunków monetarnych. Proces ten umożliwia szybka dezinflacja w strefie euro i USA, wskazująca, że w ekonomicznym sporze „uporczywa vs przejściowa inflacja” przybywa argumentów na korzyść tej drugiej strony. Obawy przed recesją w USA nie spełniły się, a dane wciąż wskazują na wysoką odporność gospodarki na podwyżki stóp (wzrost PKB w 3q23 wyniósł 5,2% q/q saar). Stoi za nią solidna ekspansja fiskalna z lat ubiegłych, wzmacniająca konsumenta. W strefie euro ostatnie miesiące upłynęły pod znakiem stagnacji i obaw przed płytką recesją. W Niemczech wyrok Trybunału Konstytucyjnego blokujący dostęp do wartego 60 mld EUR pozabudżetowego funduszu energetycznego wymusił zacieśnienie fiskalne. W Chinach ożywienie gospodarcze pozostaje powolne, ale z obawy o stabilność finansową zakończono luzowanie polityki pieniężnej. Dalsze wspieranie popytu odbywać się ma przez zwiększanie podaży pieniądza, przy próbach oddłużania najbardziej zadłużonych sektorów. Deflacja w Chinach pogłębia się, co wspiera dezinflację na świecie.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Zakładamy, że w 2024 Rezerwa Federalna zdecyduje się na 4 obniżki stóp po 25pb do 4,25-4,50%, a EBC na 3-4 obniżki do 3,50-3,75%. Rozpoczną się one najpóźniej w połowie roku. Rynkowe oczekiwania w obu przypadkach są obecnie bardziej „agresywne” (nawet do 150pb, czyli 6 obniżek po 25pb), choć przedstawiciele obu banków starają się je schładzać. Zdecydowana większość członków FOMC widzi przestrzeń do obniżek (mediana wskazań z grudniowego dot-plots to redukcja stóp w 2024 o 75pb) i podkreśla świadomość ryzyka zbyt późnego obniżania stóp procentowych. EBC utrzymuje, że nie rozważa jeszcze obniżek, ale uważamy, że postępująca dezinflacja w połączeniu z rachitycznym ożywieniem gospodarczym ostatecznie skłonią EBC do zmiany nastawienia.

Gospodarkę USA czeka naszym zdaniem „miękkie lądowanie”, oznaczające wolniejszy wzrost PKB, przy schłodzeniu rynku pracy. Systematycznie rosną obawy o [długoterminową stabilność polityki fiskalnej](#) oraz o sterowność polityczną (wybory prezydenckie w listopadzie), co znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu perspektywy ratingu USA przez Moody's. **Możliwa techniczna recesja w strefie euro w trakcie 2h23 byłaby wg nas przejściowa**, a za odbiciem w 2024 stać będzie m.in. lepsza kondycja konsumenta korzystającego ze spadku inflacji. Ożywienie pozostanie jednak powolne, m.in. ze względu na ryzyko stagnacji w Niemczech, odpowiadających za ok. 30% PKB strefy euro.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

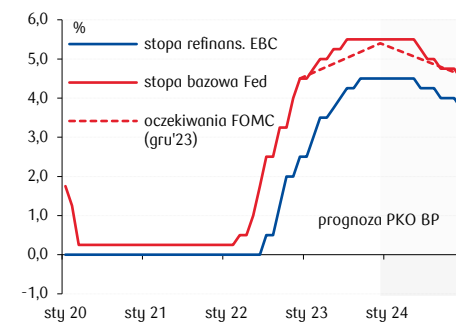
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka (szczególnie Ukraina i Izrael); (2) wynik wyborów prezydenckich w USA; (3) rynkowe konsekwencje działań banków centralnych; (4) skala i trwałość spowolnienia w Chinach.

Otoczenie zewnętrzne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,3	0,6	0,0	0,2	0,4	0,6	1,0	1,2	3,4	0,5	0,8
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	8,0	6,2	5,0	3,0	3,0	2,8	2,5	2,5	8,4	5,5	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	5,2	0,8	0,3	0,3	1,0	1,7	1,9	2,4	1,3
USA: Inflacja CPI (% r/r)	5,8	4,0	3,5	3,1	2,8	2,4	2,5	2,4	8,0	4,1	2,5
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	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	4,9	5,0	4,3	4,5	4,7	4,9	3,0	5,2	4,6
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,3	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,2	1,8	1,8	2,0	0,4	1,4

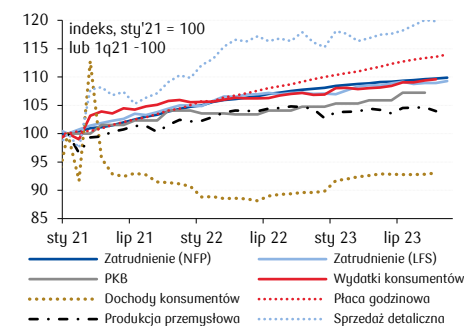
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * q/q SAAR. Brak analogicznej stopy procentowej dla Chin

Prognozy stóp EBC i Fed



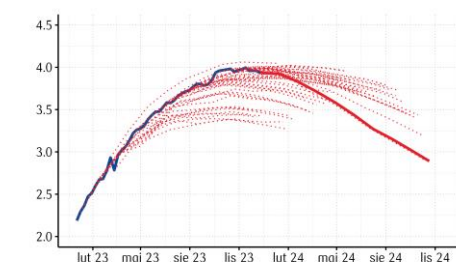
Źródło: Macrobond, FOMC, PKO Bank Polski, ścieżki stóp wg PKO Banku Polskiego.

Wybrane wskaźniki, które NBER może wykorzystywać przy wyznaczeniu recesji w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Rynkowe oczekiwania ścieżki stóp w strefie euro na podstawie kontraktów FRA*



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski, *każda z czerwonych kreskowanych linii to krzywa FRA w danym tygodniu. Czerwona ciągła linia to najbardziej aktualna krzywa FRA. Ostatnie dane 14.12.2023

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

PKB w 3q23 wzrósł o 0,5% r/r. Pozytywnie zaskoczyła konsumpcja (+0,8% r/r), nawet na tle naszej prognozy wyraźnie wyższej od konsensusu. Solidnie rosły też inwestycje (+7,2% r/r), chociaż dużo mocniejszy wzrost nakładów dużych firm dawał apetyt na jeszcze lepszy wynik. W strukturze PKB uwagę zwraca rekordowy ujemny wkład zapasów (-7,7pp), sygnalizujący szybkie odwrócenie silnej akumulacji, oraz wysoki wkład eksportu netto (+5,9pp), związany z najsilniejszym od 1996 spadkiem importu.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy, że w 4q23 dynamika PKB nabierze impetu, a cały rok zamknie się wzrostem na poziomie 0,6%. Będzie to tylko prelude do jeszcze mocniejszego wzrostu w 2024, który wg nas sięgnie blisko 4%. W mocy pozostają nasze założenia dotyczące odbicia popytu konsumpcyjnego w 2h23 (potwierzanego danymi o sprzedaży detalicznej z początku 4q23). W 2024 fundamenty dla konsumpcji są jeszcze bardziej sprzyjające - prognozujemy, że jej dynamika przekroczy 4% r/r, odzwierciedlając przede wszystkim radykalną poprawę realnych dochodów (złożenie niższej inflacji i nominalnego wzrostu płac o ponad 10%). Podtrzymujemy również założenie o kontynuacji inwestycji w transformację energetyczną oraz zwiększanie mocy eksportowych gospodarki (dzięki reshoringowi i napływom FDI). Aktualne pozostają nasze oczekiwania, że do połowy 2024 pozytywny wkład do dynamiki PKB będzie miał eksport netto, a ujemny wkład zmiana poziomu zapasów.

Skala ożywienia może być jeszcze większa niż oczekiwaliśmy przed kwartałem. Rewizja prognozy PKB na 2024 (z 3,0% do 3,9%) to wypadkowa (1) wyższego (o 0,1pp) poziomu startowego, (2) poprawy perspektyw inwestycji dzięki napływowi środków z UE (więcej w Sekcji specjalnej), (3) wcześniejszego powrotu konsumpcji na ścieżkę dynamicznego wzrostu i lepszych perspektyw dla realnych dochodów (silniejszy wzrost płac w gospodarce narodowej w obliczu zapowiedzianych podwyżek dla sfery budżetowej). Zakładane zwiększenie absorpcji środków unijnych w dużym stopniu zneutralizuje negatywny wpływ „luki” pomiędzy starą a nową perspektywą finansową i najmocniej podbija prognozę PKB. Szacujemy, że wzrost inwestycji zwiększy dynamikę PKB w 2024 o 1,1pp (poprzednio 0,5pp), a spożycie indywidualne doda 2,4pp (poprzednio 2,2pp).

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

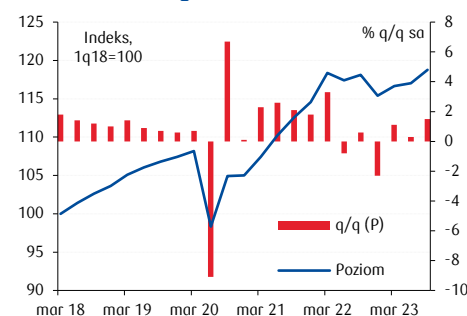
Głównymi źródłami niepewności są: (1) kształt polityki fiskalnej oraz skala napływu środków z UE; (2) kształtowanie się inflacji i realnych dochodów gospodarstw domowych; (3) konkurencyjność sektora eksportowego w obliczu rosnących kosztów i dekoniunktury w Niemczech; (4) przebieg wojny w Ukrainie i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

Sfera realna

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	2,4	2,8	3,7	4,0	4,9	5,3	0,6	3,9
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-4,9	-2,7	-5,4	-1,6	0,5	1,6	5,7	7,5	5,1	-3,5	4,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	-2,0	-2,8	0,8	3,0	3,9	4,0	4,2	4,8	5,2	-0,3	4,2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	-0,5	0,3	2,3	3,2	3,5	3,7	4,0	4,8	3,9	1,4	4,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,8	10,5	7,2	5,4	4,8	4,6	6,0	8,1	4,9	7,2	6,2
Publiczne [‡] (% r/r)	12,3	11,0	6,1	5,1	1,6	0,3	4,0	1,4	4,5	8,6	1,8
Prywatne [‡] (% r/r)	5,5	10,3	7,5	5,5	5,2	5,3	6,6	9,5	5,5	7,2	6,7
Zapasy (pkt. proc.)	-4,4	-3,0	-7,7	-4,8	-3,0	-2,1	1,7	2,7	1,2	-4,9	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	4,6	2,1	5,9	4,0	2,3	2,2	-1,6	-2,7	0,2	4,1	-0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,9	-3,3	-2,5	1,0	0,3	3,0	4,7	4,9	10,5	-1,4	3,2
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,3	3,4
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,0	0,1	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-0,2	1,8	-0,1	-0,7

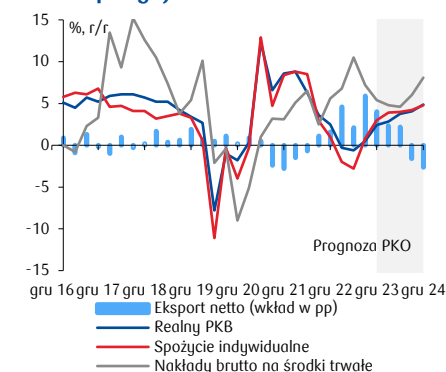
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [‡]szacunki własne.

Odsezonowany PKB



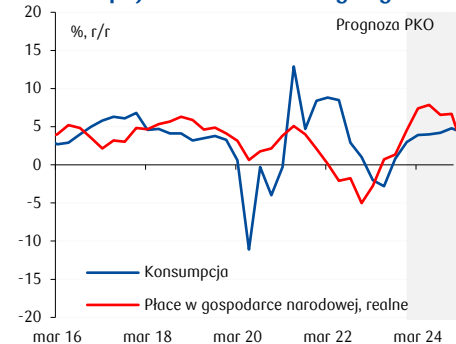
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dekompozycja wzrostu PKB



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Konsumpcja na tle wynagrodzeń



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Rynek pracy pozostał odporny na trwające w 1h23 spowolnienie gospodarcze, co znalazło odzwierciedlenie w stabilizacji stopy bezrobocia na rekordowo niskim poziomie. Według szacunku MRiPS stopa bezrobocia w listopadzie wyniosła 5,0%, a wzrost liczby bezrobotnych był ograniczony jak na tę porę roku. Jednocześnie spadek popytu na pracę w 3q23 pogłębił się, a liczba wolnych miejsc pracy była o 17,9% niższa r/r. W miesiącach jesiennych słabsze niż wzorzec sezonowy były również dynamiki zatrudnienia. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się na dwucyfrowym poziomie, a jego realny wzrost przyspieszył w listopadzie do ok. 6% i był najwyższy od ponad 4 lat.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

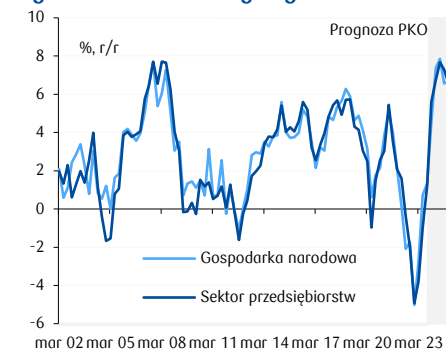
Rewizja naszej prognozy względem poprzedniego Kwartalnika koncentruje się przede wszystkim wokół podwyższenia ścieżki nominalnych wynagrodzeń. Zmiana wynika z uwzględnienia zapowiedzianej przez premiera D.Tuska podwyżki (od 1 stycznia 2024) wynagrodzeń w sferze budżetowej o 20% oraz podwyższenia wynagrodzeń nauczycieli o 30%. Tym samym oczekujemy, że w całym 2024 dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej będzie dwucyfrowa w pobliżu 11% (wcześniej zakładaliśmy wzrost jednocyfrowy, trochę poniżej 10%) i w 1h24 będzie przewyższać dynamikę płac w sektorze przedsiębiorstw. To może z pewnym opóźnieniem skutkować presją płacową ze strony pracowników spoza sfery budżetowej, co (wraz z wyższym punktem startowym) znalazło odzwierciedlenie w nieznacznym podwyższeniu przez nas prognozy wzrostu wynagrodzeń także w sektorze przedsiębiorstw. **Wysoka nominalnie dynamika płac w warunkach wyraźnie niższej niż średnio w 2023 inflacji przełoży się na znaczne przyspieszenie realnego wzrostu płac w 2024, średnio do ok. 7%.**

Zakładamy, że wraz z dalszym ożywieniem gospodarczym popyt na pracę będzie się stopniowo odbudowywał. Skala wzrostu zatrudnienia będzie jednak ograniczana przez niedobory po stronie podaży wynikające ze starzenia się społeczeństwa, a także ze słabnącego napływu netto pracowników zagranicznych. Czynnikiem wspierającym podaż pracy mogą się okazać zachęty finansowe w ramach programu „Aktywna mama”, pokrywające koszt opieki nad dzieckiem w przypadku powrotu kobiet do pracy, co przekłada się na nieznaczny wzrost prognozowanej przez nas liczby osób aktywnych zawodowo. Ze względu na niższy punkt startowy oraz szybsze niż wcześniej oczekiwaliśmy tempo ożywienia gospodarczego, **nieznacznie zrewidowaliśmy w dół prognozę bezrobocia rejestrowanego w 2024.**

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

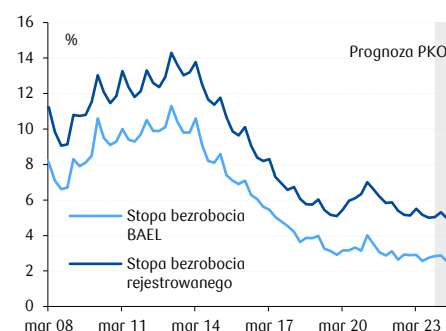
Główne źródła niepewności to: (1) skala wpływu zapowiedzianych podwyżek w sferze budżetowej oraz podwyżki płacy minimalnej na siatkę płac; (2) poziom inflacji i natężenie żądań płacowych; (3) skala migracji.

Dynamika realna wynagrodzeń



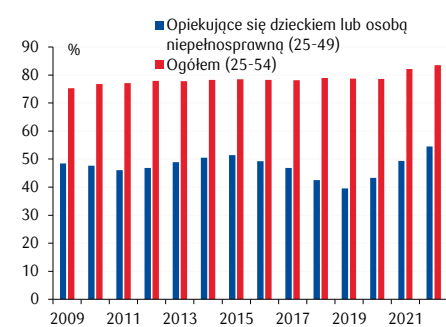
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa aktywności zawodowej kobiet



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

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

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Inflacja CPI jest w trendzie spadkowym, ale jego siła słabnie. Szacujemy, że na koniec 2023 inflacja wyniesie 6,4% r/r, 0,3pp mniej niż prognozowaliśmy w poprzednim Kwartalniku. Pozytywne jest, że coraz bardziej słabnie impet inflacji bazowej. W listopadzie inflacja bazowa spadła do 7,3% r/r, a rok zakończy nieznacznie poniżej 7% r/r. Inflacja PPI pozostaje ujemna, głównie za sprawą normalizacji cen w produkcji koks i produktów ropy naftowej, ale też innych branż energochłonnych.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Rewizja naszej prognozy inflacji CPI na 2024 wynika głównie z dostosowania założeń odnośnie do zmian regulacyjnych. Rząd M.Morawieckiego przedłużył obowiązywanie obniżonego VAT na żywność na 1q24. Zakładamy, że rozwiązanie to będzie obowiązywało także w 2q24. VAT wzrośnie od lipca, a ten wzrost „osłodzi” sezonowy spadek cen żywności w tym okresie (dotychczas zakładaliśmy utrzymanie obniżonego VAT przez cały 2024). Podpisana przez Prezydenta ustawa zakłada utrzymanie zamrożonych cen nośników energii w pierwszej połowie 2024. Niezmiennie sądzimy, że rząd może się zdecydować na przedłużenie tego rozwiązania także na drugą połowę roku, aby uniknąć wyłączenia wszystkich mechanizmów ochronnych w jednym momencie i potencjalnie złagodzić efekt wzrostu cen nośników energii, łącząc go z zapowiadanymi zmianami w PIT, korzystnymi dla gospodarstw domowych. Korekta cen ropy obniżyła długoterminowe oczekiwania co do jej notowań. W połączeniu z prawdopodobnym dalszym umocnieniem złotego pozwala to zakładać, że w horyzoncie prognozy wkład cen paliw do inflacji będzie nieznacznie ujemny (i niższy niż zakładaliśmy w prognozie z września). Nieco niższy punkt startowy inflacji bazowej obniża jej ścieżkę w pierwszej połowie roku. Jednocześnie jednak perspektywa szybszego niż dotychczas zakładaliśmy ożywienia popytu konsumpcyjnego i domykania ujemnej luki popytowej (patrz wykres) w dalszej części horyzontu prognozy będzie ograniczać dezinflację. W efekcie, nadal zakładamy, że na koniec 2024 inflacja bazowa utrzyma się powyżej poziomu 5% (co oznacza, że w skali całego 2024 obniży się zaledwie o 1pp). Nasza prognoza inflacji na 2025 jest w dużym stopniu zdeterminowana przez założenie utrzymania „zamrożonych” cen nośników energii przez cały 2024. Ich odmrożenie w 2025 (potencjalnie owocujące nieco mniejszą skalą podwyżki niż miałyby to miejsce w 2024) ponownie podbije inflację i może wręcz sprawić, że w 2025 średniorocznie będzie ona nieznacznie wyższa niż w 2024. Nadal oczekujemy jednak, że na przełomie 2025/2026 inflacja CPI (trwale) powróci do pasma dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

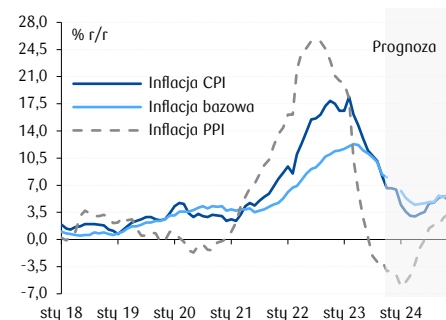
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) skala uporczywości inflacji bazowej; (2) zmiany regulacyjne, polityka marżowa; (3) notowania złotego i ceny surowców.

Procesy inflacyjne

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

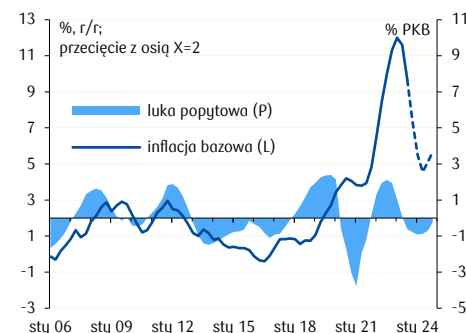
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

Prognoza inflacji CPI, inflacji bazowej i inflacji PPI



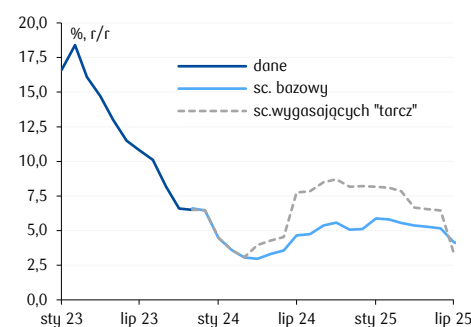
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja bazowa vs luka popytowa



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Scenariusze dla inflacji CPI zależne od decyzji regulacyjnych



Źródło: GUS, PKO Bank Polski; sc. wygasających „tarcz” zakłada odejście od 0% VAT na żywność od kwietnia i odmrożenie cen nośników energii od lipca 2024.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Bilans płatniczy nadal wyraźnie się poprawia. W 12-miesięcznym ujęciu po październiku nadwyżka rachunku obrotów bieżących wyniosła 0,8% PKB, podczas gdy na koniec 2022 był deficyt na poziomie 2,4% PKB. Cała poprawa miała miejsce na rachunku towarów. Rachunki usługowy i dochodów odnotowały w tym czasie lekkie pogorszenie. Obserwowany w ostatnich miesiącach spadek dynamiki eksportu i importu towarów jest związany z korektą cen w przetwórstwie. Ceny w imporcie spadają szybciej niż w eksporcie, co oznacza dalszą znaczącą poprawę *terms-of-trade*. Pomimo spadku globalnej wymiany towarowej, eksport radzi sobie relatywnie dobrze – w październiku powrócił do wzrostu (+1,6% r/r) po dwóch miesiącach spadku. Import notuje natomiast głębokie spadki, do których, obok efektu cenowego, przyczyniają się słaby popyt krajowy i odwrócenie cyklu importochłonnych zapasów. Szybka poprawa równowagi zewnętrznej jest obserwowana w całym regionie, ale jej obraz jest najbardziej korzystny w Polsce.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Prognozujemy, że nadwyżka obrotów bieżących na koniec 2023 przekroczy 1% PKB, a w trakcie 2024 utrzyma się powyżej tego poziomu, ale już nie będzie wzrastać. Na drodze do dalszej poprawy rachunku bieżącego stanie ożywienie gospodarcze, w szczególności inwestycji. Szacowana przez nas importochłonność inwestycji jest ponad 3-krotnie większa niż importochłonność konsumpcji (42% vs 13%), a ta relacja może jeszcze wzrosnąć, jeśli uwzględnimy nadchodzące inwestycje w sektorze energetycznym i zbrojeniowym. Rewizja w górę naszego scenariusza wzrostu PKB dotyczy głównie inwestycji, dlatego jej skutkiem jest mniejsza nadwyżka bieżąca niż wcześniej prognozowaliśmy. Silniejsze inwestycje są konsekwencją założenia o zwiększeniu napływu środków z UE, który ograniczy zapotrzebowanie na zagraniczne źródła finansowania i będzie widoczny w silniejszym rachunku kapitałowym. Mocniejszy złoty, w połączeniu z bieżącym hamowaniem wzrostu inwestycji firm zagranicznych, będzie ograniczał odbicie dynamiki eksportu. Naszym zdaniem pozytywny wpływ poprawy *terms-of-trade* będzie w najbliższych miesiącach stopniowo wygasał, co zaowocuje spadkiem nadwyżki handlowej. Pomimo ożywienia gospodarczego spodziewamy się stopniowego zmniejszenia deficytu w dochodach pierwotnych – będzie to wynikało z normalizacji nominalnych zysków firm z udziałem kapitału zagranicznego oraz z oczekiwanego spadku stóp procentowych za granicą.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

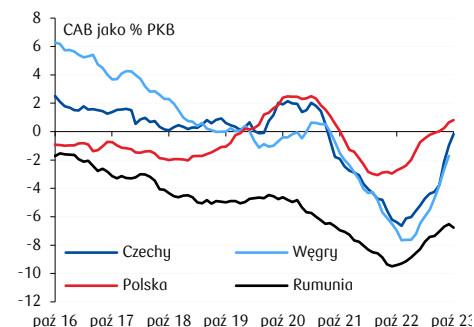
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) przepływy funduszy UE; (2) *terms-of-trade*; (3) globalna i krajowa koniunktura; (4) ograniczenia podażowe w energetyce i zbrojeniowce (5) ryzyko geopolityczne.

Równowaga zewnętrzna

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-0,1	0,6	1,2	1,3	1,5	1,4	1,1	-2,4	1,2	1,1
Bilans handlowy (% PKB)	-2,2	-1,0	0,2	0,9	1,0	1,1	0,7	0,4	-3,7	0,9	0,4
Eksport (% r/r)	19,8	22,8	25,9	20,3	16,7	3,0	-2,2	1,9	20,8	22,2	4,8
Import (% r/r)	32,4	33,1	28,5	18,6	3,8	-7,0	-11,5	-3,1	28,3	28,2	-4,4
Saldo usług (% PKB)	5,6	5,4	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9	4,8	5,6	5,2	4,8
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,9	-4,2	-4,6	-4,5	-4,3	-4,2	-3,8	-3,7	-3,9	-4,5	-3,7
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,0	0,0	0,0	0,4	1,1	1,0	0,8	1,4	0,5	0,4	1,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,0	3,0	1,8	1,5	1,6	1,0	1,2	1,0	3,8	1,5	1,0
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	3,3	2,7	3,1	3,2	3,0	2,9	2,4	2,2	3,7	3,2	2,2
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,7	-3,7	-3,0	-2,9	-3,8	-3,3	-3,2	-3,3	-2,0	-2,9	-3,3
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	0,5	0,8	0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,2
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	52,1	50,5	48,1	47,4	46,0	45,8	44,3	42,9	53,1	47,4	42,9
Sektor publiczny (% PKB)	16,2	16,3	17,7	17,6	17,4	17,7	17,6	17,4	16,9	17,6	17,4
Sektor prywatny (% PKB)	35,8	34,1	30,4	29,8	28,7	28,1	26,7	25,4	36,2	29,8	25,4

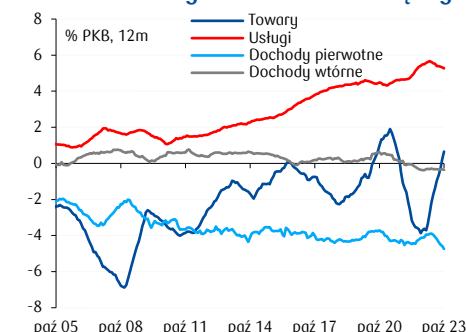
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Saldo rachunku obrotów bieżących



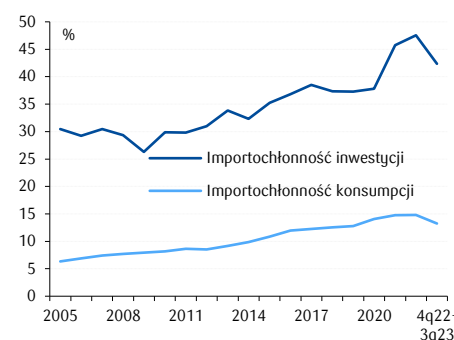
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo składowych rachunku bieżącego



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Importochłonność konsumpcji i inwestycji*



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski. *relacja importu towarów inwestycyjnych do inwestycji oraz towarów konsumpcyjnych do spożycia ogółem

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

Druga połowa 2023 była okresem dynamicznych zmian w krajowej polityce pieniężnej. Duża obniżka stóp procentowych we wrześniu rozbudziła oczekiwania na znaczne łagodzenie polityki pieniężnej NBP. Kolejny, ale już mniejszy ruch stóp w dół w październiku postawił nad tymi oczekiwaniami znak zapytania. Pauza na posiedzeniach w listopadzie i grudniu zupełnie je przekreśliła. RPP uznała, że dokonane jesienią obniżki dostosowały poziom stóp NBP do zrealizowanej dezinflacji i oceniła, że niepewność dotycząca kształtu polityki fiskalnej (w tym regulacyjnej) w 2024 jest zbyt duża, by co najmniej do marca 2024 zmieniać parametry polityki pieniężnej.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Duża zmienność w nastawieniu RPP w ostatnich miesiącach, wraz z brakiem rozstrzygnięć w zakresie polityki fiskalnej, zwiększa niepewność prognoz stóp procentowych NBP. Zakładamy, że kolejna projekcja NBP w marcu będzie potwierdzać trwały powrót inflacji do celu na przełomie 2025/2026. Jednocześnie, bieżące dane pokażą wg naszej prognozy spadek inflacji CPI do ok. 4% r/r (aż 4pp poniżej inflacji CPI w momencie ostatniej obniżki stóp w październiku 2023). Uważamy, że widząc stabilizację inflacji CPI w celu, RPP zdecyduje się na ponowne dostosowanie poziomu stóp do zrealizowanej dezinflacji i w marcu obniży je o 25pb. W kolejnych miesiącach oczekujemy stabilizacji stóp, w ślad za postępującym ożywieniem gospodarczym (odbudową presji popytowej) oraz zahamowaniem procesu dezinflacji. Sądzymy, że źródłem kolejnych impulsów do obniżek stóp będzie otoczenie globalne. Oczekujemy, że (najpóźniej) w połowie 2024 główne globalne banki centralne (Fed i EBC) rozpoczną obniżki stóp procentowych. Zakładamy, że w tym momencie politykę pieniężną będą też łagodzić wszystkie banki w regionie. Globalny zwrot w kierunku obniżek stóp, przy utrzymaniu konserwatywnej retoryki ze strony RPP, może wywierać presję na aprecjację złotego. To poprawiałoby perspektywę inflacyjną, ale mogłoby też być zinterpretowane przez RPP jako istotne zagrożenie dla konkurencyjności gospodarki. Rada może więc stanąć przed alternatywą (powolnych) obniżek stóp lub istotnego umocnienia złotego. W tym dylemacie wg nas wybierze raczej dalsze złagodzenie krajowej polityki pieniężnej. Łącznie do końca 2024 oczekujemy dwóch obniżek stóp po 25pb (stopa referencyjna obniży się na koniec przyszłego roku do 5,25%). Oczekujemy, że cykl będzie kontynuowany w 2025 (także w powolnym tempie), a na jego koniec stopa referencyjna spadnie do poziomu 4,5%. Przestrzeń do głębszych obniżek będzie wg nas ograniczana przez silny wzrost PKB (blisko 4% w latach 2024-2025) i wciąż podwyższoną inflację (średnio 4% w tym okresie).

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

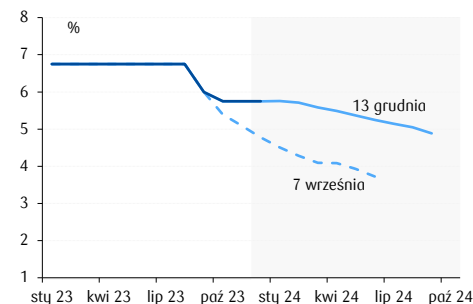
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształt funkcji reakcji RPP; (2) tempo dezinflacji i rozwiązania regulacyjne wpływające na zmiany cen; (3) skala luzowania fiskalnego; (4) restrykcyjność polityki Fed i EBC; (5) kształtowanie się kursu PLN; (5) szoki na rynku surowców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

Polityka pieniężna*

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Stopa referencyjna (%)	6,75	6,75	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50	5,25	6,75	5,75	5,25
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-9,35	-4,75	-2,16	-0,71	2,44	1,94	0,13	0,13	-9,85	-0,71	0,13
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	-5,55	-4,35	-2,40	-1,10	0,60	0,85	-0,15	-0,51	-4,75	-1,10	-0,51
Stopa lombardowa (%)	7,25	7,25	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	5,75	7,25	6,25	5,75
Stopa depozytowa (%)	6,25	6,25	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	4,75	6,25	5,25	4,75
Stopa redysk. weksli(%)	6,80	6,80	6,05	5,80	5,55	5,55	5,55	5,30	6,80	5,80	5,30
REER defl. CPI (% r/r)	11,0	13,4	10,7	11,4	11,2	3,7	6,0	0,7	1,6	11,6	5,3
Nominalny PKB (% r/r)	16,6	12,5	8,1	5,7	4,8	5,5	9,5	11,6	16,6	10,4	8,0

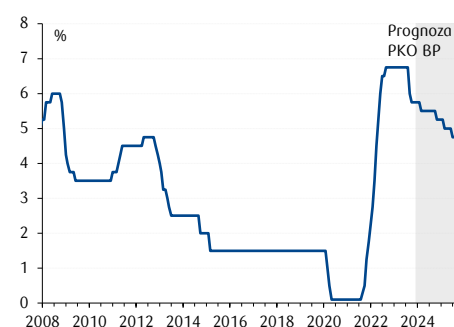
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *realna stopa procentowa liczona ex post

Zmiana rynkowych oczekiwań stóp NBP (na podstawie kontraktów FRA)



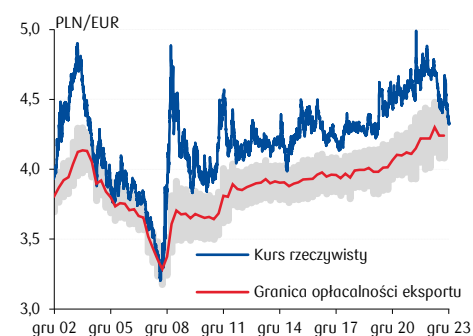
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Stopa referencyjna NBP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

EURPLN vs kurs opłacalności eksportu



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG; uwzględniający również fundusze pozabudżetowe) po 2q23 pogłębił się do 4,7% PKB, co sprawia, że w unijnym „rankingu” Polska systematycznie przesuwa się w dół. Notyfikacja fiskalna MF wskazuje na deficyt w 2023 na poziomie 5,6% PKB. Sektor finansów publicznych ponosi koszty zwiększonych wydatków zbrojeniowych (cel to ponad 4% PKB vs 2% PKB przed wojną) i tarcz energetycznych (w 2023 ok. 2% PKB). Deficyt budżetu centralnego po październiku wyniósł 36,4 mld PLN, a w ujęciu płynnego roku (suma 12 mies.) pogłębił się do 76 mld PLN i był najgłębszy od marca 2021. Pomimo wyzwań, sytuacja fiskalna pozostaje stabilna. Pozytywnie nastrajają poprawiające się dochody – w ostatnich miesiącach głównie po stronie PIT, nieco wolniej po stronie VAT (efekt ożywienia konsumpcji), przy słabszych od oczekiwań dochodach z CIT (efekt spadku zysków firm z rekordowych poziomów).

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Bazą do budżetu na 2024 będzie projekt przygotowany przez rząd M.Morawieckiego, który zostanie uzupełniony o kilka programów zapowiedzianych przez D.Tuska w expose. Ich koszt (por. tabela na marginesie) szacujemy na 38 mld PLN, co pogłębi deficyt SFP o ok. 1% PKB. Nowy rząd pracuje nad nowelizacją budżetu, w której znajdują się szczegóły programów, w tym źródła ich finansowania (niewykluczone są cięcia części wydatków). **Rewidujemy dotychczasowe prognozy fiskalne.** Obecnie szacujemy, że deficyt SFP w 2023 wzrośnie do 5,9% PKB, a w 2024 obniży się nieznacznie do 5,6% PKB. Tym samym polityka fiskalna będzie luźniejsza niż dotychczas zakładaliśmy, a dodatkowy impuls fiskalny skierowany zostanie głównie na konsumpcję. **Podwyższony deficyt jest w dużej mierze sumą czynników dyskrejonalnych (potencjalnie przejściowych),** tj. skokowego wzrostu wydatków zbrojeniowych o 2% PKB, wydatków na tarcze energetyczne (stopniowo malejących w czasie), zakładanego przez nas do końca 1h24 przedłużenia 0% stawki VAT na żywność na 2024, czy realizacji obietnic wyborczych. Deficyt strukturalny pierwotny, a więc pomijający koszty obsługi długu (ok. 2% PKB w horyzoncie projekcji) i skorygowany o wpływ cyklu koniunkturalnego, wzrośnie z ok. 3% PKB w 2022 do 3,5-4,0% PKB w 2023 i 2024, by w kolejnych latach obniżyć się w kierunku 2% PKB. Uważamy, że wysokie potrzeby pożyczkowe zostaną zaspokojone przez rynek, co ułatwi m.in. nadwyżka depozytów w krajowym systemie bankowym, zwrot w polityce pieniężnej głównych banków centralnych i korzystna relatywna różnica stóp procentowych (NBP vs EBC i Fed), czy oczekiwany napływ środków unijnych (w tym część pożyczkowa KPO).

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

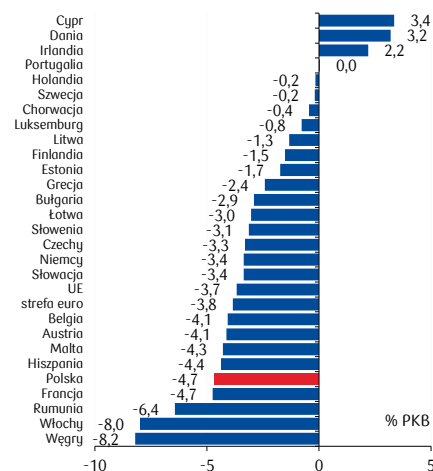
Główne źródła niepewności to: (1) dynamika nominalnego PKB; (2) kształt polityki fiskalnej po wyborach; (3) skala i rozkład w czasie wydatków wojskowych; (4) kształt unijnych reguł fiskalnych po 2024.

Polityka fiskalna†

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,9	-4,7	-6,0	-5,9	-5,9	-6,0	-5,7	-5,6	-3,7	-5,9	-5,6
Dochoady (% PKB, ESA2010)	40,0	40,3	40,3	41,6	42,4	42,9	43,2	43,2	40,2	41,6	43,2
Wydatki (% PKB, ESA2010)	43,9	44,9	46,3	47,5	48,3	49,0	48,8	48,8	43,9	47,5	48,8
Płatności o dsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,6	1,8	2,1	2,2	2,0	1,9	1,9	2,0	1,5	2,2	2,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,3	-2,9	-3,9	-3,7	-3,9	-4,1	-3,8	-3,6	-2,1	-3,7	-3,6
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,8	-2,9	-3,6	-3,4	-3,5	-3,8	-3,5	-3,5	-2,9	-3,4	-3,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	48,1	48,3	48,7	50,0	51,2	52,2	52,6	52,7	49,3	50,0	52,7
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,4	x	x	x	-4,0	-0,4	-2,4	-4,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,8	x	x	x	-4,4	-0,2	-2,8	-4,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	38,9	x	x	x	40,4	39,4	38,9	40,4

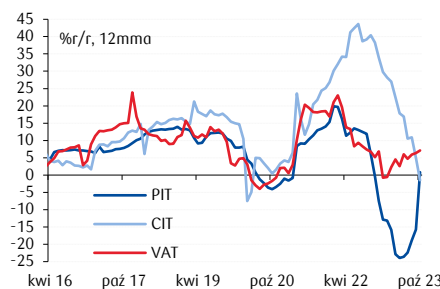
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Deficyt fiskalny po 2q23 w UE*



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. * skumulowane saldo za 4q

Dynamika roczna przychodów podatkowych budżetu państwa w ujęciu płynnego roku (suma 12 mies.)



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Wstępny szacunek kosztów programów zapowiedzianych przez premiera D.Tuska na 2024 w expose

Wydatki	Szacunek PKO	Przedział szacunków PKO	Wpływ na budżet
Aktywna mama ("babciowe")	9	5-10	5
Podwyżka 30% dla nauczycieli	14	13-14	14
Podwyżka 20% dla sfery budżetowej	15	11-36	15
Urlop od ZUS dla przedsiębiorców	5	1-5	5
Suma	42	30-65	38
Suma (% PKB)	1,2	0,8-1,8	1,0

Źródło: wypowiedzi prasowe przedstawicieli KO, szacunki NBP, szacunki własne, PKO Bank Polski.

Sekcja specjalna: Krajowy Plan Odbudowy

W ramach KPO Polska miała początkowo otrzymać blisko 34 mld EUR, czyli ok. 160 mld PLN, w tym ok. 107 mld PLN w postaci dotacji oraz ok. 52 mld PLN w formie preferencyjnych pożyczek. Według założeń blisko 60% tej kwoty zostanie przeznaczone na cele bezpośrednio lub pośrednio związane z transformacją energetyczną (inwestycje w obszarze B i E, wykres po prawej). Polski KPO został zaakceptowany w czerwcu 2022 i aby środki te zostały w pełni wykorzystane do końca 2026, tj. obowiązywania instrumentu Recovery and Resilience Facility, już wówczas tempo ich wydatkowania powinno wynosić ok. 30 mld PLN rocznie.

Po zainicjowaniu przez KE planu RePowerEU w maju 2022, którego celem jest ograniczenie zależności UE od rosyjskich paliw kopalnych, Polska ubiegała się o dodatkowe fundusze. W listopadzie zmodyfikowany KPO został zatwierdzony przez KE, a następnie na początku grudnia przez Radę UE, tym samym kwota dostępnych środków zwiększyła się do 60 mld EUR, czyli ok. 275 mld PLN, z czego zdecydowaną większość (ok. 160 mld PLN) stanowią preferencyjne pożyczki. Zgoda Rady UE dała zielone światło na wypłatę Polsce zaliczki w wysokości ok. 5 mld EUR, która nie była zależna od spełnienia kamieni milowych – warunku blokującego dotychczas napływ środków z KPO. Jednocześnie, zmiana władzy w Polsce zwiększyła szansę na szybkie zakończenie impasu w relacjach z UE, a stopniowy napływ funduszy wydaje się być kwestią najbliższych miesięcy.

Nasze szacunki wskazują, że w ramach zakończonych i trwających naborów konkursowych dotychczas zaalokowanych zostało ok. 26 mld PLN środków z KPO. Zakładając, że 40% środków z pierwotnego KPO (tj. ok. 64 mld PLN) podlegało alokacji w trybie pozakonkursowym (na co wskazywały doniesienia medialne opierające się na przekazach z Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej) daje to łącznie ok. 105 mld PLN zaalokowanych środków, tj. ok. 37% wartości zmodyfikowanego KPO. Ze względu na brak dostępności pełnego zakresu danych dot. alokacji KPO widzimy istotne ryzyko w górę dla naszego szacunku. Jednocześnie kwota podpisanych umów na koniec października opiewała na ok. 7,5 mld PLN.

Z dużą dozą ostrożności podchodzimy do scenariusza, który zakładałby pełne wykorzystanie środków z KPO do końca 2026 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. Uwzględniając prefinansowanie KPO w 2023 wynoszące ok. 27 mld PLN (5 mld wypłaconych wg stanu na koniec listopada oraz dodatkowo 22 mld zapowiedziane do końca roku), by w pełni wykorzystać środki, tempo wydatkowania w 2024-2026 musiałyby wynosić blisko 83 mld PLN rocznie.

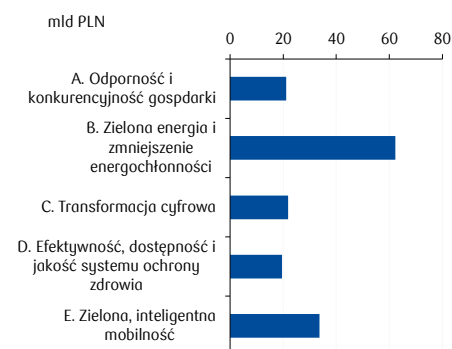
Mimo prawdopodobnie niepełnego wykorzystania środków z KPO w całym horyzoncie programu, zakładamy, że fundusze znacząco podbiją dynamikę inwestycji w najbliższych latach (więcej w sekcji: Sfera realna). W 2024 spodziewamy się napływu środków KPO w wysokości ok. 35 mld PLN, co jest zgodne z niedawnymi deklaracjami ze strony PFR oraz MFiPR. Zakładamy jednocześnie, że napływ środków z KPO nie w pełni zmaterializuje się w postaci wzrostu „netto” inwestycji – część z nich zostanie „wyparta” z finansowania prywatnego lub publicznego do finansowania środkami KPO. Taką możliwość widzimy w szczególności w zakresie inwestycji poprawiających efektywność energetyczną, czyli inwestycji, które nawet w warunkach braku KPO byłyby trudne do uniknięcia w nadchodzących latach.

Krajowy Plan Odbudowy

KPO przed modyfikacją (mld PLN)			KPO uwzględniające RePowerEU (mld PLN)			Szacunkowa alokacja (mld PLN)	Prefinansowanie (do końca 2023, mld PLN)
Dotacje	Pożyczki	Łącznie	Dotacje	Pożyczki	Łącznie		
106.9	51.6	158.5	116.0	160.0	276.0	100-115	27.0
						100%	10%

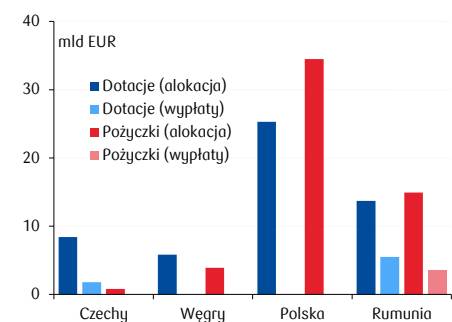
Źródło: Gov.pl, szacunki własne, PKO Bank Polski

Podział środków z KPO (podział przed modyfikacją planu o RePowerEU)



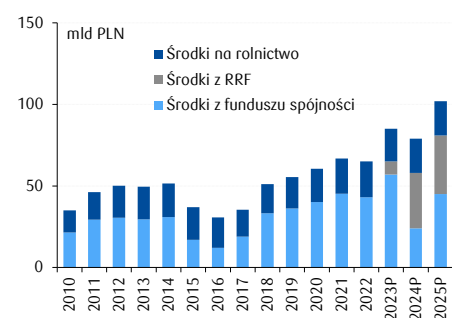
Źródło: Gov.pl, PKO Bank Polski

Skala wypłat środków z KPO w regionie



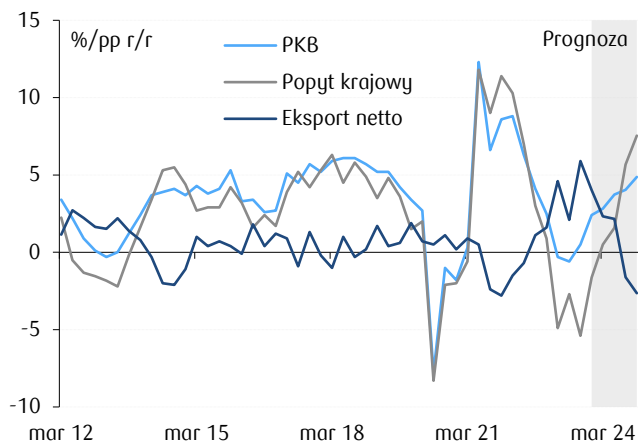
Źródło: Komisja Europejska, PKO Bank Polski

Transfery finansowe z budżetu UE

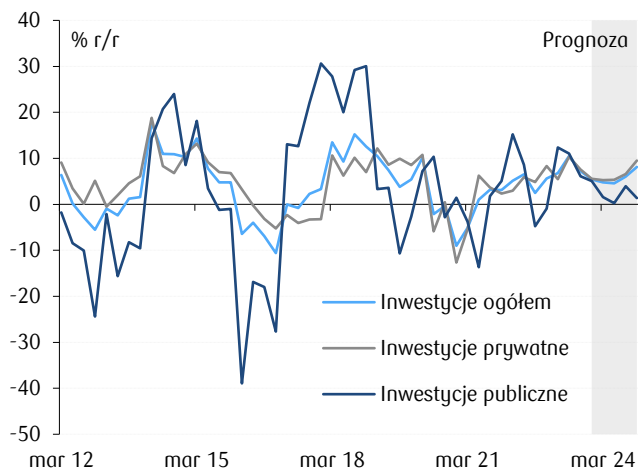


Źródło: Gov.pl, szacunki NBP, szacunki własne, PKO Bank Polski

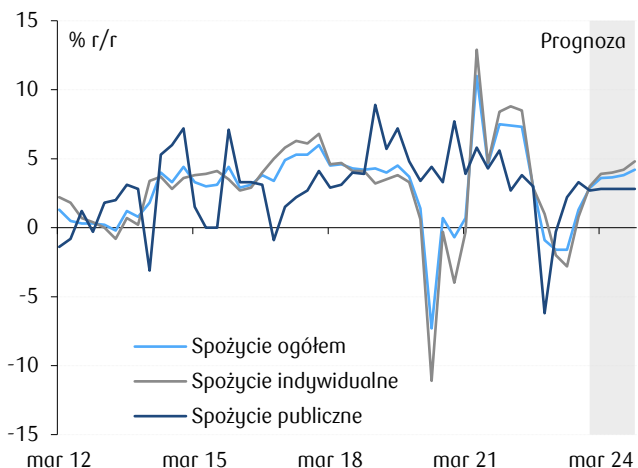
Realny PKB



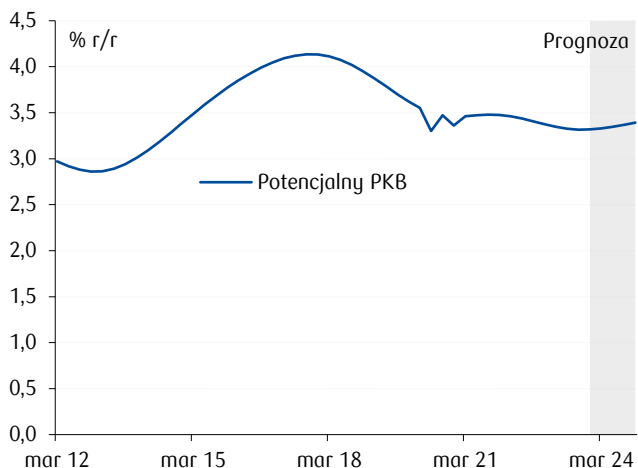
Popyt inwestycyjny



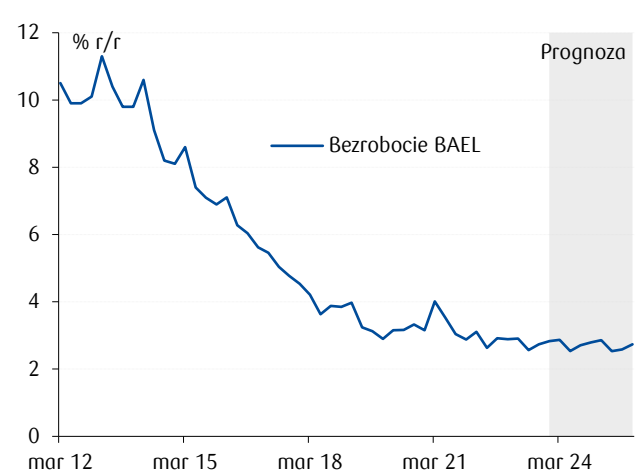
Popyt konsumpcyjny



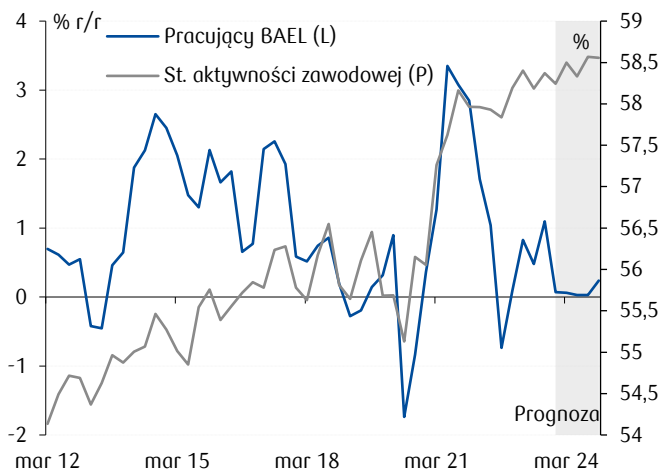
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

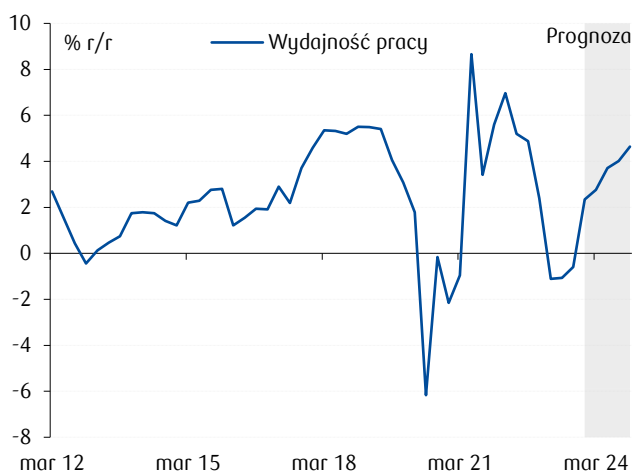


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

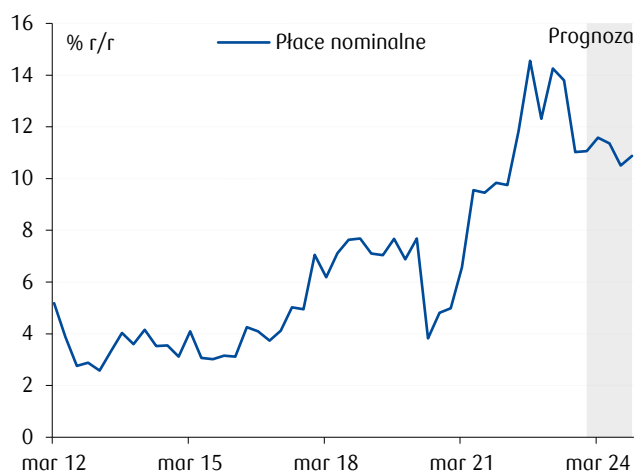


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

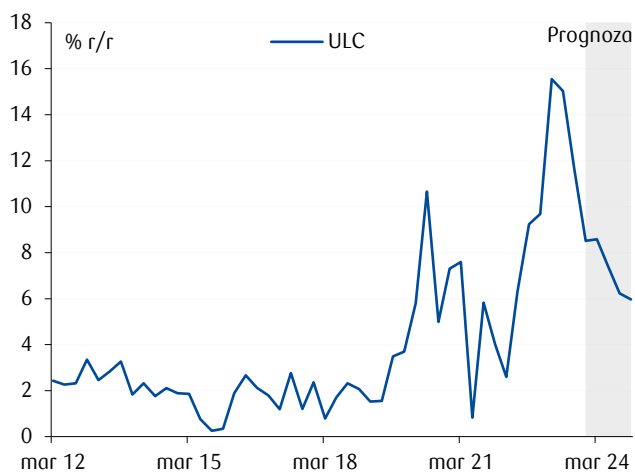
Wydajność pracy*



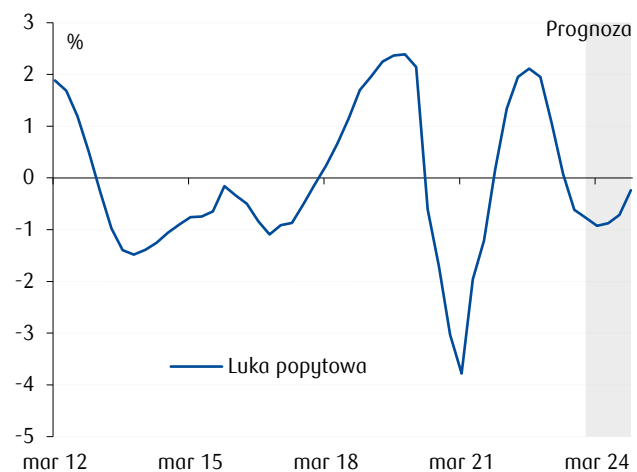
Płace w gospodarce narodowej



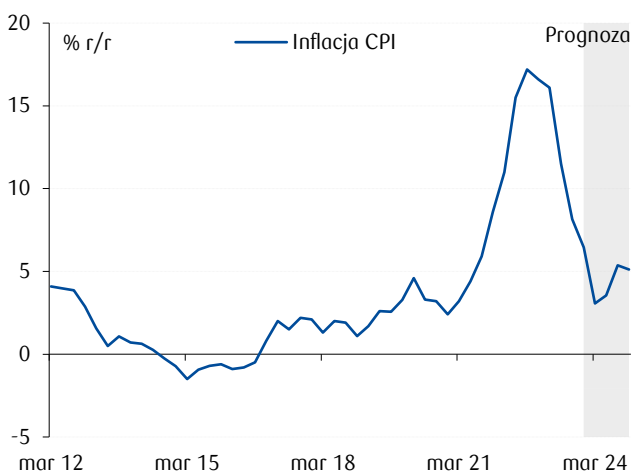
Jednostkowe koszty pracy*



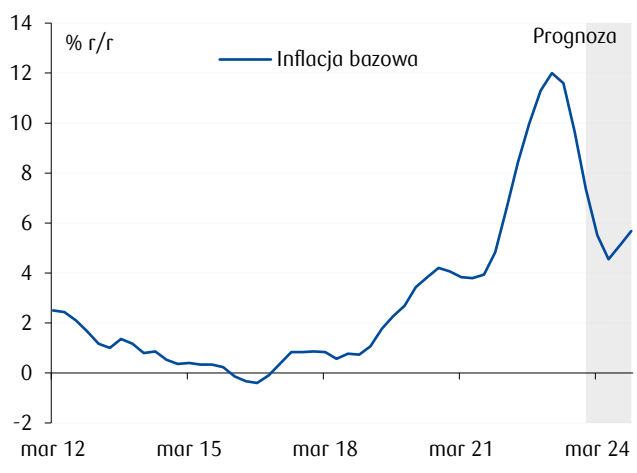
Luka popytowa



Inflacja CPI

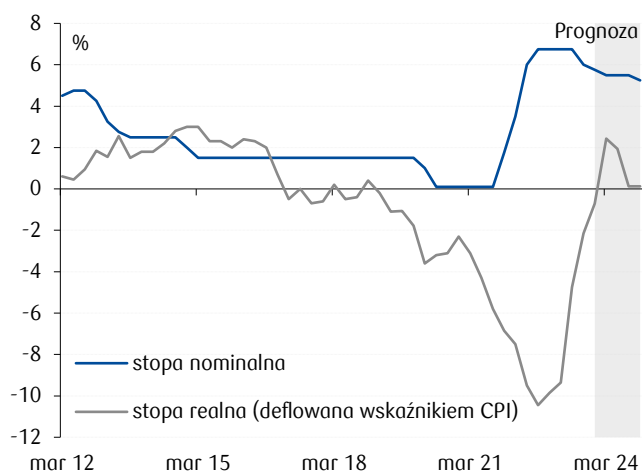


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

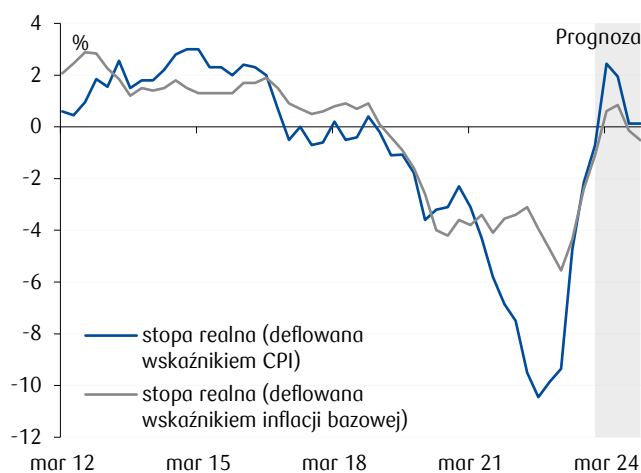


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

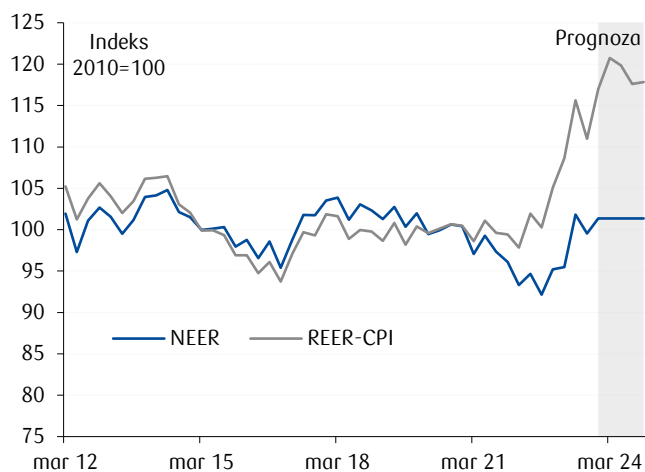
Stopy nominalne vs realne



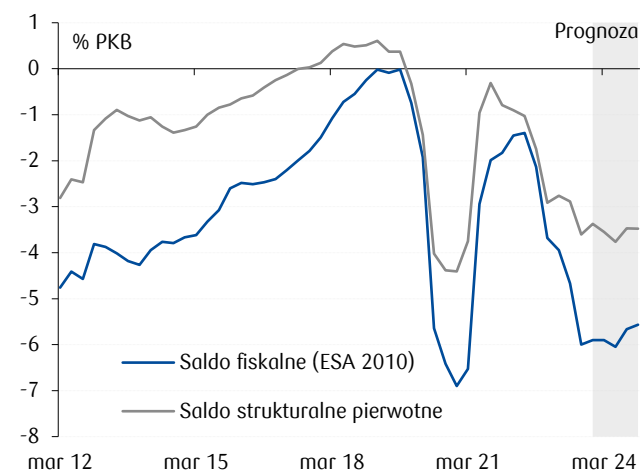
Stopy realne



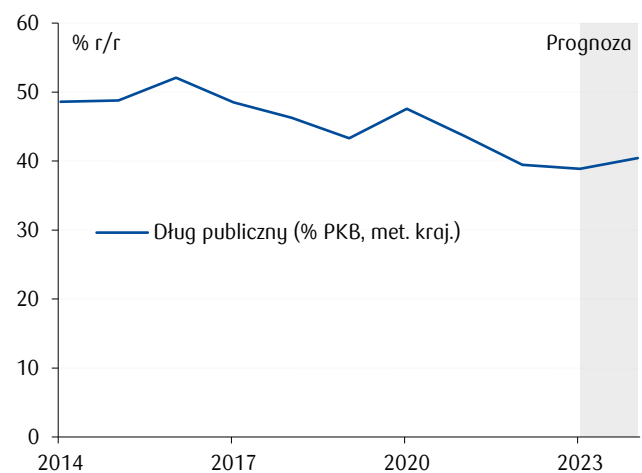
Założenia dotyczące NEER i REER*



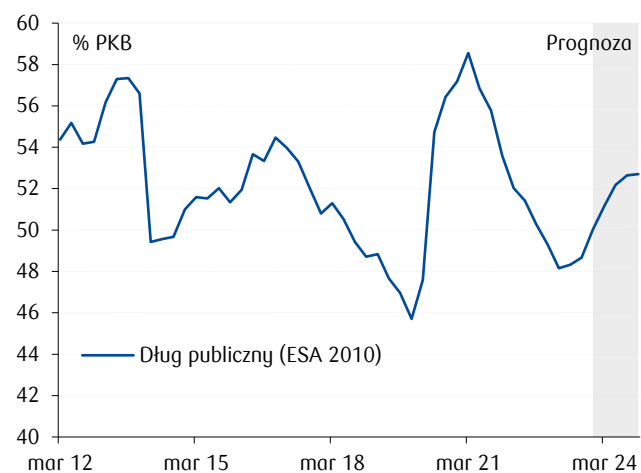
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

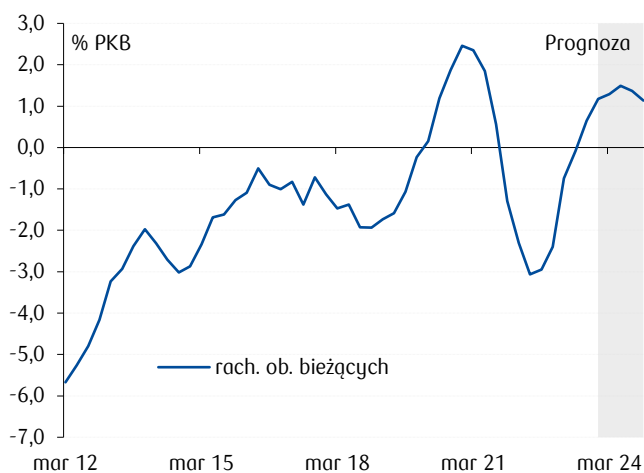


Dług publiczny (ESA 2010)

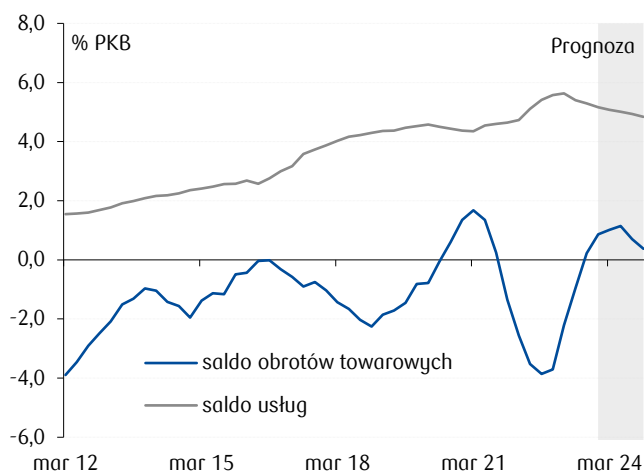


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

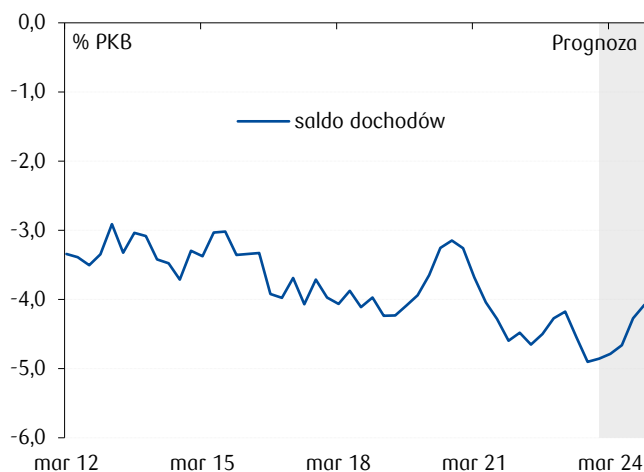
Saldo rachunku obrotów bieżących



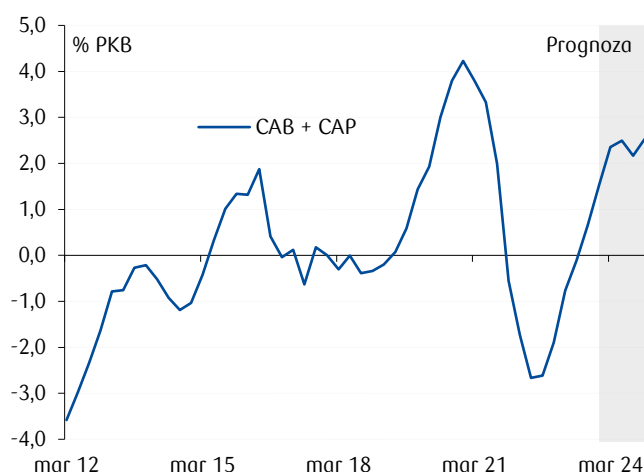
Saldo handlu zagranicznego



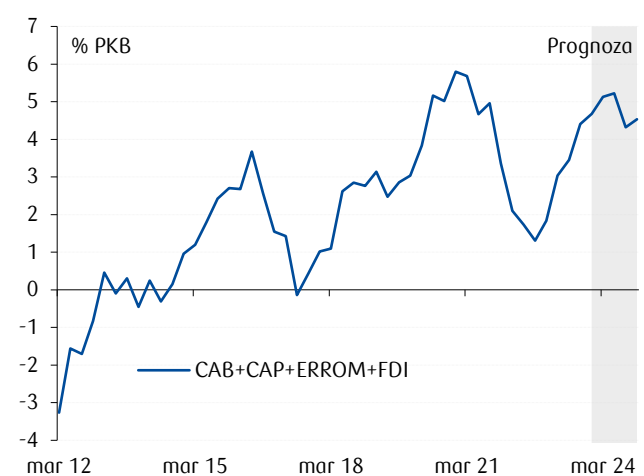
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



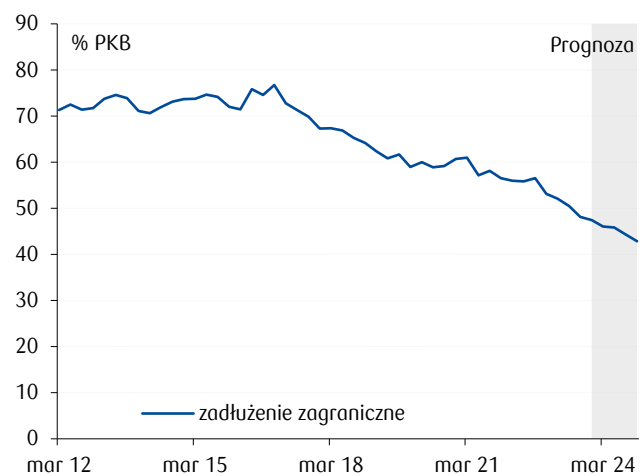
Saldo CAB i CAP*



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	5,3	0,6	3,9
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,2	2,3	4,6	5,4	3,4	-3,5	8,0	5,1	-3,5	4,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,8	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-0,3	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,9	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	7,2	6,2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	3,4	1,0	3,8	5,0	4,4	-2,7	4,6	3,9	1,4	4,0
Zapasy (pkt. proc.)	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-0,8	3,4	1,2	-4,9	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,8	-1,1	0,2	4,1	-0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	4,0	4,1	4,0	3,7	3,4	3,5	3,4	3,3	3,4
Nominalny PKB (mld PLN)	1798	1853	1983	2127	2288	2338	2631	3067	3385	3656
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,1	-0,9	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,8	-0,3	-0,1	-0,3
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	2,6	0,5	0,6	0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,3	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,8	58,0	58,3	58,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,5	6,2	4,9	3,9	3,3	3,2	3,4	2,9	2,8	2,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,8
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,5	11,1
Wydajność pracy (% r/r)	2,5	1,7	3,3	5,3	4,5	-1,7	4,2	4,9	-0,1	3,8
ULC (% r/r)	0,8	2,1	1,9	1,7	2,6	7,1	4,5	6,9	12,7	7,0
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,5	4,3
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	4,2	1,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	1,9	0,0
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,6	2,9
Inflacja bazowa (% r/r)	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	5,2
Deflator PKB (% r/r)	1,2	0,1	1,8	1,2	3,0	4,2	5,3	10,6	10,2	3,8
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2277,7	2401,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,1	9,6	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,9	5,4
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	9,6	8,8	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,5	0,3
Kredyty ogółem (mld PLN)	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1428,7	1505,7
Kredyty ogółem (% r/r)	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	-0,1	5,4
Depozyty ogółem (mld PLN)	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2058,5	2189,5
Depozyty ogółem (% r/r)	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	8,9	6,4
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-1,0	-1,1	-1,9	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	1,2	1,1
Bilans handlowy (% PKB)	-0,5	-0,3	-1,0	-2,3	-0,8	1,3	-1,3	-3,7	0,9	0,4
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,2	0,8	1,5	2,8	2,0	2,4	3,8	3,7	3,2	2,2
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,0	76,7	67,3	64,2	58,9	60,7	56,5	53,1	47,4	42,9
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,9	-5,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,6
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-0,8	-0,2	0,1	0,5	-0,3	-4,4	-0,8	-2,9	-3,4	-3,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,3	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,3	50,0	52,7
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25
Realna st. ref. defl. CPI (%)	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,71	0,13
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,10	-0,51
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	5,75
REER defl. CPI (% r/r)	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	11,6	5,3

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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	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**:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



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.