

# Kwartalnik Ekonomiczny

4q22

**Analizy Makroekonomiczne**

22 grudnia 2022



Bank Polski

Centrum  
Analiz



## Monetarny konflikt tragiczny

- **Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki pozostaje trudne.** Europie w 2022 udało się uniknąć czarnego scenariusza rozwoju kryzysu energetycznego, ale to wygrana bitwa, a nie wojna. Kolejna zima, z niższym poziomem zapasów i większym popytem na gaz z Azji, może być trudniejsza od obecnej. Kryzys energetyczny będzie trwał, utrzymując negatywny wpływ na wzrost gospodarczy, ale zmniejszając swoje przełożenie na inflację.
- **Fiskalizacja kosztów kryzysu energetycznego i zaostrzone warunki finansowe zawężają pole dla aktywnego działania polityki fiskalnej. Z kolei banki centralne stoją przed tragicznym wyborem, w którym nie ma dobrych rozwiązań** – stabilizować gospodarkę za cenę wolniejszego spadku inflacji, ponosząc ryzyko odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, czy nadal agresywnie walczyć z inflacją, akceptując ryzyko głębokiej dekonunktury. Niezależnie od wyboru, ryzyko błędu (*policy mistake*) jest duże.
- **Krajowa gospodarka będzie balansować na krawędzi recesji o specyficznej naturze.** „Balastem” będą akumulowane w 2022 zapasy, a najłagodniejszym ogniwem popytu będzie konsumpcja prywatna, coraz silniej tłumiona przez spadek realnych dochodów i brak dopływu kredytu. „Gwiazdą” ponownie jest eksport napędzany przez zagraniczne inwestycje, a nieoczywistym źródłem wsparcia mogą się okazać inwestycje.
- **Wśród gospodarstw domowych rosną obawy przed bezrobociem, wśród firm utrzymują się trudności z zapełnianiem wakatów. Te sprzeczne oceny zapowiadają, że głównym kanałem dostosowań na rynku pracy będą płace.** Redukcja zatrudnienia może najsilniej dotyczyć pracowników zagranicznych, potwierdzając coraz bardziej dualny charakter krajowego rynku pracy.
- **Po szoku inflacyjnym w 2022, nadchodzi czas dezinflacji, ale droga do celu będzie maratonem, a nie sprintem.** Tempo biegu wyznaczy głównie ścieżka cen energii. Spadek konsumpcji będzie kluczem do stłumienia fundamentalnej presji na ceny i obniżenia inflacji bazowej.
- **Negatywny szok *terms-of-trade* pogłębia deficyty handlowe w Europie, ale przełom 2022/2023 wyznaczy punkt zwrotny.** Bilans płatniczy Polski pozytywnie wyróżnia się na tle regionu m.in. dzięki dużemu napływowi BIZ.
- **„Przerwa” w cyklu podwyżek stóp NBP zamieni się wg nas w jego definitywny koniec.** RPP akceptuje powolny powrót inflacji do celu, obawiając się negatywnych skutków dalszych podwyżek stóp. Nasz scenariusz zakończenia cyklu na poziomie 6,75% jest obecnie bazowym scenariuszem rynkowym. Sądzymy, że niebawem podobnie może być z zakładanym przez nas na koniec 2023 ostrożnym początkiem cyklu obniżek stóp procentowych NBP.
- **W 2023 uwidoczni się fiskalny koszt walki z kryzysem energetycznym, a deficyt fiskalny wzrośnie w kierunku 5% PKB.** Trudne warunki rynkowe wymuszają utrzymanie względnej dyscypliny fiskalnej, mimo okresu wyborczego.

### 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. 22 521 67 97

### Urszula Kryńska

Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

### Kamil Pastor

Ekonomista  
tel. 22 521 81 08

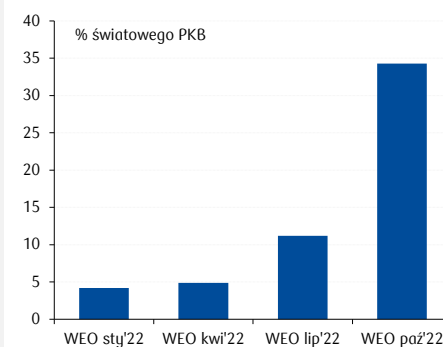
### Michał Rot

Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

### Anna Wojtyński

Ekonomistka  
tel. 22 521 54 50

### Gospodarki w recesji w 2022-2023 - prognozy z kolejnych edycji raportów MFW



Źródło: MFW, PKO Bank Polski. Recesja rozumiana jako przynajmniej 2 kwartały spadku PKB q/q.

### Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Realny PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	0,9	-0,6	0,3	-0,5	1,2	6,8	4,5	0,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,6	2,9	3,0	3,4	3,2	3,4	3,2	3,4	2,9	3,3
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,7	14,0	16,3	17,5	20,1	15,4	12,7	9,7	5,1	14,3	14,4
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,4	10,0	11,3	11,3	9,8	8,2	6,2	4,1	9,1	8,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,7	-3,5	-3,7	-3,7	-3,3	-2,8	-2,9	-2,7	-1,4	-3,7	-2,7
Saldo fiskalne (% PKB) <sup>†</sup>	-1,5	-1,5	-1,4	-1,7	-2,3	-3,2	-4,0	-5,1	-1,8	-1,7	-5,1
Dług publiczny (% PKB) <sup>‡</sup>	52,0	51,5	50,3	50,8	50,4	50,6	50,7	52,7	53,8	50,8	52,7
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	1,75	6,75	6,25

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

## (1). Otoczenie zewnętrzne

### TRENDY BIEŻĄCE

Główne banki centralne (poza chińskim PBOC i japońskim BoJ) z determinacją kontynuują cykl zacieśniania polityki pieniężnej, pomimo sygnałów recesji, wygasania części szoków podaźowych i hamowania inflacji. Rezerwa Federalna zakończyła 2022 podwyżką stóp o 50pb (do 4,25-4,5%), po czterech z rzędu ruchach po 75pb. Spóźniony w cyklu podwyżek stóp EBC zakończył rok ze stopą refinansową na poziomie 2,5%, również zmniejszając skalę podwyżki do 50pb. EBC zapowiedział ponadto rozpoczęcie QT (zacieśnienia ilościowego) od marca 2023, początkowo po 15 mld EUR miesięcznie. Fed i EBC starają się zachować wiarygodność i szybko zdławić inflację, nawet za cenę recesji. **Bieżące trendy cenowe zapowiadają dezinflację, która na dobre zaczęła się już w USA, a dopiero zaczyna się w Europie.** Spadek realnych dochodów ludności i pesymizm konsumentów uderzają w konsumpcję. W Chinach gospodarka pozostaje pod silnym wpływem pandemii, co z jednej strony ogranicza popyt na europejskie towary, a z drugiej umożliwia spadki cen surowców i zastępowanie przez Europę gazu z Rosji „wolnym” LNG z Azji.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Wiele wskazuje, że 2023 będzie stał pod znakiem globalnej dezinflacji oraz głębokiego spowolnienia gospodarczego (wg MFW w 2022/2023 prawie 1/3 globalnej gospodarki doświadczy technicznej recesji), z ryzykiem turbulencji związanych z kryzysem energetycznym (więcej w sekcji specjalnej) i przy napięciach fiskalnych (trudne do sfinansowania zwiększone potrzeby pożyczkowe). Zarówno Fed, jak i EBC obawiają się, że inflacja bazowa zakotwiczy się na podwyższonym poziomie, co skłania do podnoszenia stóp znacząco powyżej poziomu neutralnego, pomimo ryzyka recesji. Dominuje przekonanie, że łatwiej wycofać nadmierne podwyżki stóp, niż ryzykować niewystarczające zacieśnienie. Według grudniowych prognoz FOMC, stopa Fed funds na koniec 2023 wzrośnie do 5,1% (wobec 4,6% wskazywanych we wrześniu), a na koniec 2024 wyniesie 4,1% (vs 3,9%). Naszym zdaniem spadek inflacji oraz recesja skłonią Fed do szybszego zakończenia cyklu, na poziomie 4,75-5,00%, i mogą zaowocować obniżkami pod koniec 2023. EBC wg nas podniesie stopę refinansową do 3,5% w trakcie 1q23 i na tym zakończy cykl. Uzasadnieniem zdecydowanych działań (jak na EBC) są prognozy uporczywie wysokiej inflacji bazowej przy wierze w „miękkie lądowanie” gospodarki. Naszym zdaniem prognozy EBC mogą przeceniać uporczywość inflacji w otoczeniu spadających realnych dochodów ludności i nie doceniać ryzyka recesji (EBC oczekuje spadku PKB q/q tylko w 4q22 i 1q23). To oznacza istotne ryzyko „policy mistake” i konieczności „ratunkowych” obniżek stóp procentowych na przełomie 2023/2024.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

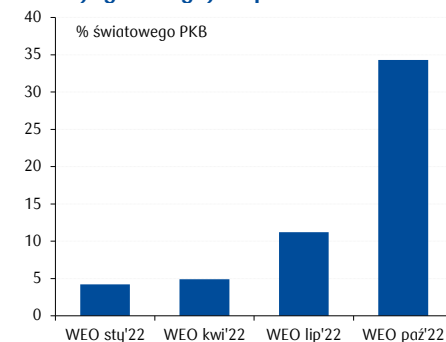
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka, (2) uporczywość inflacji i działania banków centralnych; (3) przebieg kryzysu energetycznego; (4) rynkowe konsekwencje fiskalizacji kryzysu energetycznego.

### Otoczenie zewnętrzne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	5,5	4,2	2,3	1,0	-0,2	-0,7	-0,6	0,5	5,3	2,7	-0,3
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	6,1	8,0	9,3	10,2	8,8	6,6	4,8	3,0	2,6	8,4	5,8
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	1,25	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	0,00	2,50	3,50
USA: Realny PKB* (% r/r)	-1,6	-0,6	2,9	1,2	-0,3	-1,0	-0,4	1,6	5,9	2,0	0,3
USA: Inflacja CPI (% r/r)	8,0	8,6	8,3	7,2	5,8	3,9	3,3	3,1	4,7	8,0	4,0
USA: Stopa procentowa fed funds(%)	0,50	1,75	3,25	4,50	4,75	4,75	4,50	4,25	0,25	4,50	4,25
Chiny: Realny PKB (% r/r)	4,8	0,4	3,9	3,4	3,3	6,5	4,3	4,5	8,1	3,1	4,7
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,1	2,2	2,7	2,3	2,7	2,1	2,3	2,2	0,9	2,1	2,3
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35

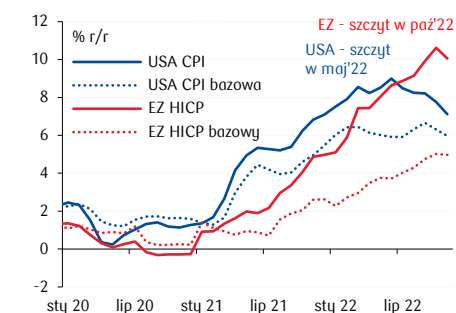
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; \* q/q SAAR.

### Zasięg recesji w 2022-2023: prognozy z kolejnych edycji raportów MFW



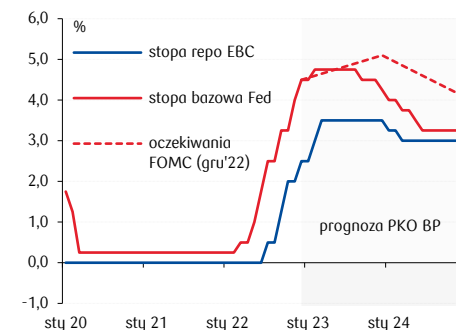
Źródło: MFW, PKO Bank Polski. Recesja rozumiana jako przynajmniej 2 kwartały spadku PKB q/q.

### Przebieg inflacji w strefie euro i USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Prognozy stóp EBC i Fed



Źródło: Macrobond, FOMC, PKO Bank Polski, ścieżki stóp wg PKO Banku Polskiego. Oczekiwania FOMC na podstawie „dot plots” z grudnia 2022.

## (2). Sfera realna

### TRENDY BIEŻĄCE

Szacujemy, że wzrost PKB w 4q22 obniżył się poniżej 1% r/r z 3,6% r/r w 3q22, przy spadku dynamiki konsumpcji poniżej zera i mizernym wzroście inwestycji. Osłabienie popytu konsumpcyjnego odzwierciedla negatywny wpływ inflacji na realne dochody gospodarstw domowych oraz skutki wzrostu stóp procentowych. Słabszy popyt inwestycyjny to m.in. efekt schłodzenia rynku mieszkaniowego. Mocnym punktem w strukturze PKB pozostaje eksport – to efekt napływu nowych inwestycji zagranicznych do Polski, a także niedowartościowania złotego, wspierającego konkurencyjność eksporterów.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W 2023 polska gospodarka będzie „flirtować” z recesją. Spadek aktywności w największym stopniu będzie dotyczyć sektora konsumenckiego. Dużą rolę odegra też ograniczanie zapasów. Relatywnie mniej dotknięte zostaną inwestycje, a eksport pozostanie jasnym punktem.

Niska dynamika PKB w największym stopniu wynikać będzie z ograniczenia popytu konsumpcyjnego. Gospodarstwa domowe, zwłaszcza na początku roku, będą się mierzyć z głębokim spadkiem realnych dochodów. W 2h23, wraz ze spadkiem inflacji, sytuacja się poprawi. Istotna dla konsumpcji będzie reakcja rynku pracy – spodziewamy się, że spowolnienie gospodarcze nie wywoła silnego wzrostu bezrobocia. Konieczność zmniejszenia energochłonności gospodarki oraz napływ kapitału zagraniczenego będą wspierać popyt inwestycyjny. Szanse na cykliczne odbicie inwestycji (które naszym zdaniem po pandemii jeszcze w pełni nie nastąpiło) wzrosną w 2h23. Realizacja KPO ze środków krajowych (m.in. z PFR) oraz nakłady na obronność będą dodatkowo stymulować publiczny popyt inwestycyjny, przy słabszym popycie inwestycyjnym samorządów.

*Reshoring/nearshoring/friendshoring* sprawią, że polski eksport oprze się globalnemu spadkowi popytu. Polska jest jednym z głównych beneficjentów zmian w globalnych łańcuchach produkcji po pandemii, plasując się (wg badania Reuters – Maersk) na 4. miejscu na świecie na liście preferowanych lokalizacji przenoszenia produkcji. **Wśród firm europejskich Polska jest wyborem numer jeden.** Odwrócenie importochłonnego cyklu zapasów oraz spadek popytu krajowego sprawią, że dynamika importu będzie ograniczona. Zakończenie wojny i odbudowa Ukrainy mogą się stać dodatkowym impulsem do wzrostu krajowego eksportu.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

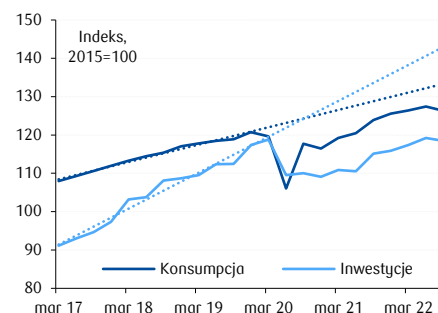
Głównymi źródłami niepewności są: (1) reakcja rynku pracy, (2) odporność gospodarki na globalny spadek popytu, (3) przebieg wojny w Ukrainie i jej skutki, (4) ograniczenia podażowe oraz kształtowanie się kosztów i inflacji, (5) kształt polityki fiskalnej w okresie przedwyborczym.

### Sfera realna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Realny PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	0,9	-0,6	0,3	-0,5	1,2	6,8	4,5	0,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	11,3	6,5	3,0	0,5	-2,6	-2,1	-1,1	0,7	7,1	5,1	-1,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,7	6,4	0,9	-1,5	-3,0	-4,0	-2,0	0,0	6,3	3,0	-2,3
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,6	4,7	0,8	0,0	-1,2	-2,1	-0,4	1,8	4,5	2,4	-0,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	4,7	6,6	2,0	1,7	-0,9	-2,8	1,2	5,2	2,1	3,4	1,3
Publiczne <sup>†</sup> (% r/r)	15,5	8,7	4,7	2,7	1,6	7,6	4,8	5,0	-0,9	6,0	5,0
Prywatne <sup>‡</sup> (% r/r)	2,6	6,0	1,2	1,3	-1,5	-5,8	0,1	5,3	2,9	2,6	0,2
Zapasy (pkt. proc.)	6,7	1,8	2,2	0,6	-1,4	0,0	-0,7	-1,0	2,6	2,7	-0,8
Eksport netto (pkt. proc.)	-2,7	-0,7	0,6	0,4	2,0	2,4	0,6	0,5	-2,0	-0,5	1,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	16,8	12,5	9,3	1,9	-4,5	-4,6	-0,4	1,8	15,6	9,9	-2,0
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,3	3,1	3,0
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,6	2,2	2,3	1,8	0,9	0,2	-0,6	-1,0	0,4	1,8	-1,0

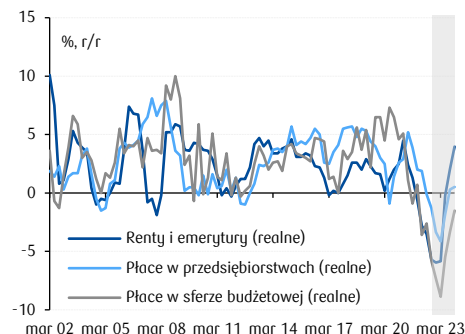
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. †szacunki własne.

### Poziom konsumpcji i inwestycji vs trend



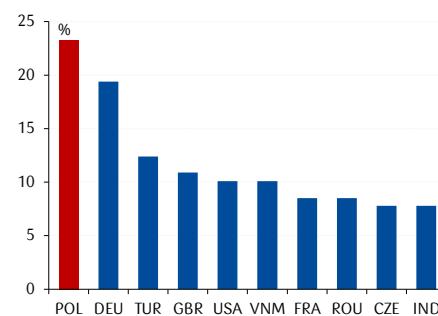
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

### Dochody realne ludności



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Preferowane lokalizacje dla reshoringu/nearshoringu wg firm europejskich



## (3). Rynek pracy

### TRENDY BIEŻĄCE

Rynek pracy pozostaje w dobrej kondycji, choć stopniowo napływają sygnały pogorszenia sytuacji. Stopa bezrobocia rejestrowanego w ostatnich trzech miesiącach utrzymywała się na rekordowo niskim poziomie 5,1% (w październiku GUS uwzględnił wyniki spisu rolnego z 2020, co skutkowało rewizją w górę wskaźnika za ostatnie dwa lata o ok. 0,5pp). Popyt na pracę w 3q22 obniżył się, co widoczne jest w spadku liczby wakatów do 135,4 tys. (o 11,8% r/r) oraz w obniżeniu się względem 2q22 liczby nowo utworzonych miejsc pracy, przy wzroście liczby zlikwidowanych. Mimo tego, na jedno zlikwidowane miejsce pracy nadal przypadało 1,7 miejsc nowo utworzonych. Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wciąż rosły w tempie dwucyfrowym, choć ze względu na wysoką inflację pogłębił się ich spadek w ujęciu realnym. Po raz pierwszy od kilku kwartałów nieco szybciej rosły płace w gospodarce narodowej, wskazując, że presja płacowa rozlała się z sektora średnich i dużych przedsiębiorstw na sektor publiczny i mikroprzedsiębiorstwa.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

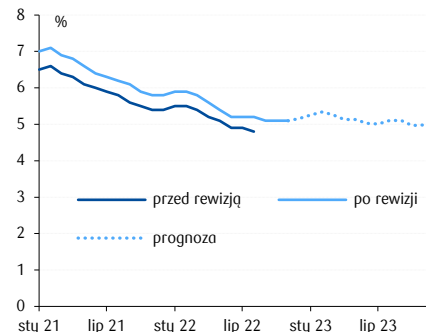
Reakcja rynku pracy na spowolnienie nastąpi z opóźnieniem, a pierwsze sygnały pogorszenia sytuacji są widoczne w rosnących obawach konsumentów przed bezrobociem, przy jednoczesnym osłabieniu ocen przedsiębiorstw dotyczących perspektyw zatrudnienia. Nie przewidujemy jednak znaczącego wzrostu stopy bezrobocia ze względu na wysoką na tle historycznym liczbę wakatów oraz spadek liczby osób w wieku produkcyjnym, który szacujemy na ok. 100 tys. osób rocznie. Dostosowanie rynku pracy będzie wg nas następowało przede wszystkim poprzez realny spadek płac, w szczególności biorąc pod uwagę dużą popularność elastycznych elementów wynagrodzenia. Nominalna dynamika wynagrodzeń pozostanie przy tym dwucyfrowa.

Istotną rolę w reakcji rynku pracy na zmiany koniunktury odgrywają pracownicy zagraniczni. Od początku wojny pracę w Polsce podjęło ok. 440 tys. uchodźców z Ukrainy. Według naszych szacunków bazujących na różnych scenariuszach dotyczących wojny i skali napływu uchodźców, w 2023 pracę w Polsce mogłoby podjąć kolejne 150-460 tys. obywateli Ukrainy. Średnioterminowo migracja będzie niwelować negatywne skutki starzenia się polskiego społeczeństwa, a jej wykwalifikowana część może łagodzić problemy pracodawców ze znalezieniem pracowników o odpowiednich kompetencjach. Z kolei w krótkim okresie, w warunkach dualnego charakteru rynku pracy, ograniczenie popytu na pracę mogą w pierwszej kolejności absorbować pracownicy tymczasowi, w dużej mierze obcokrajowcy. Podwyższenie naszej prognozy stopy bezrobocia rejestrowanego wynika przede wszystkim z dostosowania do rewizji danych dokonanej przez GUS.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

Główne źródła niepewności to: (1) skala przepływów migracyjnych i regulacje dotyczące uchodźców, (2) poziom inflacji i natężenie żądań płacowych.

### Stopa bezrobocia rejestrowanego przed i po rewizji oraz prognoza



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Wolne miejsca pracy w gospodarce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Wzrost wynagrodzeń



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Rynek pracy

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	2,3	2,5	2,3	2,3	1,7	1,1	1,2	1,1	0,5	2,4	1,3
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,0	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1	-1,0	-0,8	2,6	0,3	-0,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,8	5,2	5,1	5,3	5,6	5,3	5,4	5,4	5,8	5,3	5,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,6	2,9	3,0	3,4	3,2	3,4	3,2	3,4	2,9	3,3
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,0	57,9	57,8	57,8	57,9	57,9	57,9	57,9	57,8	57,9	57,9
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	11,2	13,5	14,3	13,3	13,4	12,0	11,8	10,0	8,6	13,1	11,8
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	9,7	11,8	14,6	13,7	13,2	12,1	8,8	8,9	8,9	12,5	10,8
Wydajność pracy (% r/r)	6,8	4,8	4,4	1,7	0,3	1,4	0,5	2,0	4,1	4,4	1,0
ULC (% r/r)	2,7	6,8	9,8	11,9	12,9	10,6	8,3	6,7	4,6	7,8	9,6

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

## (4). Procesy inflacyjne

### TRENDY BIEŻĄCE

Natężenie procesów inflacyjnych w 2h22 okazało się większe niż oczekiwano, odzwierciedlając m.in. wtórne efekty wzrostu cen energii. Szczyt inflacji CPI w trakcie 2022 osiągnięty został w październiku (17,9% r/r), a w listopadzie i prawdopodobnie także w grudniu wzrost cen słabł, m.in. dzięki uspokojeniu sytuacji na rynku paliw i opału oraz za sprawą efektu wysokiej bazy. Inflacja bazowa nadal rosła i w listopadzie ustanowiła historyczny szczyt na poziomie 11,4% r/r. Korzystniej kształtowały się procesy cenowe na poziomie producentów. Inflacja PPI sukcesywnie oddala się od szczytu z 2q22.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Głównym czynnikiem determinującym ścieżkę inflacji w najbliższych 2-3 latach będą zmiany cen na rynku energetycznym (gł. energii elektrycznej) oraz tempo ich przenoszenia na odbiorców detalicznych. Szacujemy, że w 2023 przeciętny rachunek za prąd wzrośnie (netto) o 13%, zaledwie w 1/10 odzwierciedlając skalę wzrostu cen rynkowych. To, nawet w optymistycznym scenariuszu co do rozwoju kryzysu energetycznego, tworzy na kolejne lata istotny „balast” inflacyjny, który będzie przedłużał utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie. Podtrzymujemy prognozę, że inflacja CPI powróci do celu najwcześniej w 2025. Zakładając konieczność konwergencji detalicznych cen energii do poziomu rynkowego, stabilne ceny paliw i zgodną ze wzorcem sezonowym ścieżkę cen żywności, by inflacja CPI powróciła do celu na koniec 2023, inflacja bazowa musiałaby spaść do -6% (sic!), a żeby inflacja CPI znalazła się w celu na koniec 2024, proces dezinflacji musiałby sprowadzić inflację bazową do ok. -2% r/r. Pierwszy ze scenariuszy wydaje się niemożliwy, a drugi mógłby nastąpić tylko w przypadku głębokiej i długiej recesji. **Zakładamy, że 2023 przyniesie stopniowy, ale stabilny trend dezinflacyjny, który rozpocznie się w marcu, a na koniec roku sprowadzi inflację nieznacznie poniżej 10%.** Dezinflacja odzwierciedli wygasające efekty szoku z 2022 (relatywna stabilizacja cen żywności i energii/paliw w 2023 vs 2022) oraz hamowanie inflacji bazowej. Niższa inflacja bazowa będzie częściowo skutkiem zmian po stronie podaży (słabnąca presja kosztowa), ale przede wszystkim po stronie popytowej. Spadek realnych dochodów, wyczerpywanie się przestrzeni do wygładzania konsumpcji poprzez oszczędności i zamrożony dopływ kredytu do gospodarki ograniczą popyt. To wzmocni presję konkurencyjną, wymuszając redukcję marż i ograniczając przestrzeń do wzrostu cen detalicznych. **Zakładamy, że po wzroście w 1q23 (efekt zmian cennikowych), od 2q23 inflacja bazowa będzie spadać, docelowo do ok. 6% na koniec roku.**

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

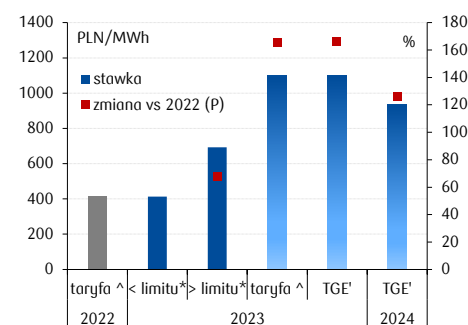
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) zmiany cen surowców; (2) zmiany regulacyjne i administracyjne, (3) notowania złotego, (4) siła i trwałość presji płacowej; (5) zmiany globalnej presji inflacyjnej.

### Procesy inflacyjne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Inflacja CPI† (% r/r)	11,1	15,5	17,2	17,2	18,3	14,1	11,5	9,5	8,6	17,2	9,5
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,7	14,0	16,3	17,5	20,1	15,4	12,7	9,7	5,1	14,3	14,4
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	2,3	3,6	4,6	5,8	5,6	4,4	3,5	1,9	0,8	4,1	3,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	3,7	5,7	6,1	5,4	8,2	5,6	4,6	4,4	2,0	5,2	5,7
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	3,7	4,7	5,6	6,4	6,3	5,5	4,6	3,5	2,3	5,1	5,0
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,4	10,0	11,3	11,3	9,8	8,2	6,2	4,1	9,1	8,8
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	18,2	25,0	25,2	21,5	15,1	6,8	4,0	3,9	7,9	22,4	7,4
Deflator PKB (% r/r)	7,1	10,1	13,3	9,9	9,5	7,9	5,5	3,7	5,1	10,1	6,7
ULC (% r/r)	2,7	6,8	9,8	11,9	12,9	10,6	8,3	6,7	4,6	7,8	9,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,6	2,2	2,3	1,8	0,9	0,2	-0,6	-1,0	0,4	1,8	-1,0

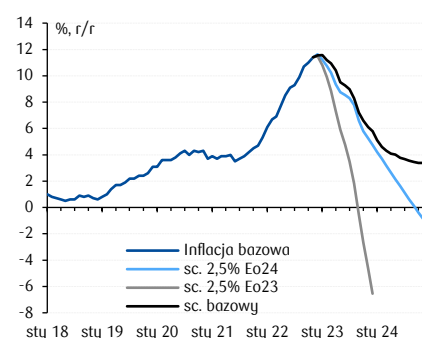
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

### Wzrost cen energii elektrycznej



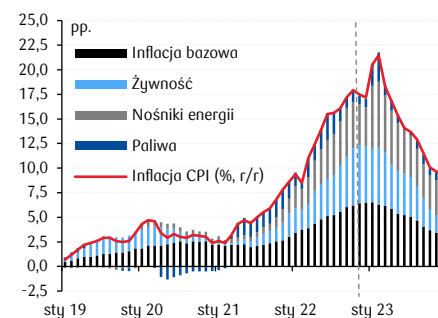
Źródło: URE, TGE, PKO Bank Polski, ^ przeciętna taryfa URE dla 6 sprzedawców energii, \*wskazany w ustawie limit zużycia na poziomie 2000/2600/3000 MWh; ^Średnia YtD dla średnioważonych kontraktów base 2023 i 2024 na TGE.

### Inflacja bazowa – prognoza vs scenariusze\* skutkujące szybszym powrotem inflacji do celu NBP.



Źródło: GUS, PKO Bank Polski, zmiany inflacji bazowej, które przy najbardziej prawdopodobnym (wg PKO BP) scenariuszu zmian cen energii i żywności prowadziłby do powrotu inflacji CPI do 2,5% na koniec 2023 lub 2024.

### Prognoza inflacji CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## (5). Równowaga zewnętrzna

### TRENDY BIEŻĄCE

Sytuacja na rachunku obrotów bieżących w 2h22 nadal się pogarszała, chociaż dynamika negatywnych zmian nie była już tak gwałtowna, jak na początku roku. Deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB stanowił po październiku 3,9% wobec 3,5% na koniec czerwca. W międzyczasie NBP dokonał głębokiej rewizji historycznych danych od 2004, wynikającej m.in. z wyłączenia transakcji nierezzydentów rozliczających VAT w Polsce, która jednak nie zmieniła znacząco obrazu relacji Polski z zagranicą. Nadal podstawowymi źródłami deficytu obrotów bieżących są saldo towarowe (-4% PKB) oraz rachunek dochodów pierwotnych (-4,7% PKB), podczas gdy nadwyżka usługowa wzrosła do rekordowych 5% PKB. Gwałtowne pogorszenie równowagi zewnętrznej gospodarki wynika z negatywnego szoku *terms-of-trade* i jest cechą wspólną państw naszego regionu. Na ich tle Polska wyróżnia się jednak pozytywnie – deficyt jest niższy niż na Węgrzech i w Czechach oraz jest z nawiązką pokrywany przez napływ FDI. Ten rodzaj finansowania jest stabilny i bezpieczny. Polska jest przy tym jednym z najatrakcyjniejszych kierunków dla przenoszenia inwestycji.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy, że po wzroście deficytu obrotów bieżących w okolice 4% pod koniec 2022, kolejny rok przyniesie poprawę sytuacji w polskim bilansie płatniczym. Niezmiennie uważamy, że nawet ewentualny dalszy wzrost deficytu nie rodzi niebezpieczeństwa dla równowagi zewnętrznej gospodarki. W średnim terminie widzimy solidne postawy do poprawy sytuacji w bilansie płatniczym. Relacje cenowe w handlu zagranicznym towarami są nadal niekorzystne, ale w ostatnim czasie uległy znacznej poprawie. Krajowy eksport rośnie dzięki odblokowywaniu łańcuchów dostaw, a jego dynamika wyróżnia się pozytywnie na tle słabnącej globalnej wymiany towarowej. Podtrzymujemy ocenę, że w średnim terminie solidnym wsparciem dla wymiany towarowej będą inwestycje zagraniczne, które podbijają eksport z opóźnieniem około 8 kwartałów. Tak jak sugerowaliśmy kwartał temu, już teraz odwrócenie cyklu zapasów wyraźnie zmniejsza import towarów zaopatrzeniowych, a zjawisko to będzie kontynuowane w kolejnych miesiącach. Czynnikiem podbijającym import są zaplanowane na najbliższe lata wydatki zbrojeniowe i na inwestycje energetyczne. Napływ z funduszy unijnych, w tym w ramach KPO, miałyby pozytywny wpływ na strukturę finansowania.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

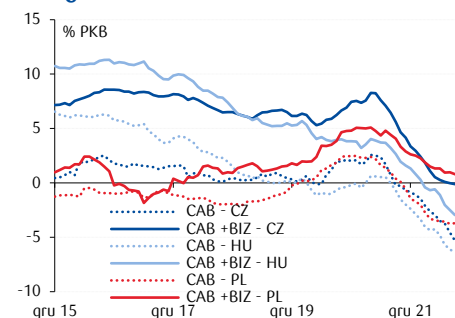
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) ceny surowców, w szczególności węgla i gazu; (2) przepływy funduszy UE; (3) globalna i krajowa koniunktura; (4) notowania złotego; (5) ryzyko geopolityczne.

### Równowaga zewnętrzna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,7	-3,5	-3,7	-3,7	-3,3	-2,8	-2,9	-2,7	-1,4	-3,7	-2,7
Bilans handlowy (% PKB)	-2,7	-3,6	-3,9	-4,0	-4,0	-3,7	-3,8	-3,8	-1,3	-4,0	-3,8
Eksport (% r/r)	19,4	22,1	23,7	14,0	7,3	9,4	11,0	12,1	20,8	19,8	9,9
Import (% r/r)	33,0	31,8	26,1	15,0	6,8	6,9	11,7	11,1	28,3	26,5	9,2
Saldo usług (% PKB)	4,6	4,9	4,9	5,0	5,1	5,2	5,2	5,3	4,7	5,0	5,3
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,6	-4,7	-4,5	-4,3	-4,2	-4,0	-4,0	-3,9	-4,7	-4,3	-3,9
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,6	0,4	0,4	0,5	0,7	0,9	0,9	1,1	0,7	0,5	1,1
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,3	4,5	4,4	3,8	3,3	2,5	2,8	3,4	3,4	3,8	3,4
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	4,6	4,9	4,5	3,9	3,1	2,8	2,7	3,1	4,1	3,9	3,1
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,7	-1,3	-0,8	-0,5	-1,1	-1,0	-1,1	-2,1	-2,8	-0,5	-2,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,5	-0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,4	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	55,9	55,5	55,0	53,1	51,3	50,1	50,2	49,3	56,6	53,1	49,3
Sektor publiczny (% PKB)	17,1	17,2	18,4	17,6	16,9	16,4	16,4	16,0	18,4	17,6	16,0
Sektor prywatny (% PKB)	38,8	38,3	36,6	35,4	34,4	33,7	33,9	33,4	38,1	35,4	33,4

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

### Miary nierównowagi zewnętrznej w regionie



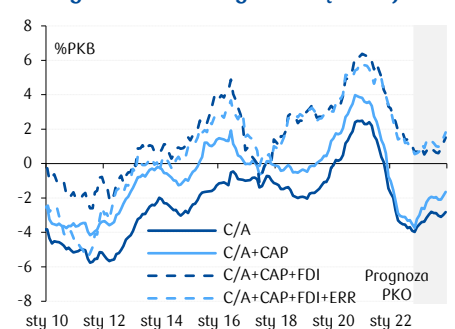
Źródło: Macrobond, GUS, NBP, PKO Bank Polski.

### Inwestycje firm z udziałem kapitału zagranicznego vs eksport



Źródło: PONT, NBP, PKO Bank Polski.

### Miary nierównowagi zewnętrznej



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

## (6). Polityka pieniężna

### TRENDY BIEŻĄCE

RPP przerwała cykl podwyżek stóp procentowych NBP. Od ostatniej podwyżki we wrześniu Rada utrzymywała niezmiennie stopy procentowe, z referencyjną na poziomie 6,75%. Kluczowym momentem, który pozwolił rynkowi zrozumieć intencje Rady było posiedzenie w listopadzie i publikacja nowej projekcji NBP dla PKB i inflacji. Pokazała ona powrót inflacji w kierunku celu (a nie do celu) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. RPP, świadoma ograniczonego wpływu na bieżącą inflację, uzbroiła się w cierpliwość i pogodziła z powolnym procesem dezinflacji. Liczy jednak na to, że od 2q23 inflacja wyraźnie się obniży.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

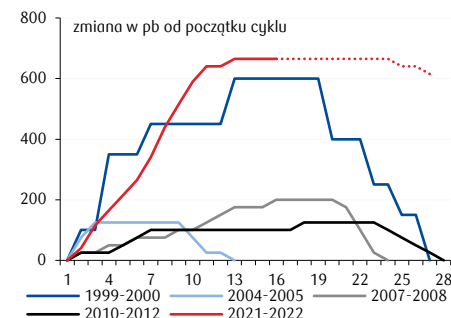
Większość członków RPP uważa, że bieżący poziom stóp procentowych jest właściwy. Powrotowi inflacji do celu, wraz z wygaśnięciem szoków, sprzyjają: (1) dotychczasowe gwałtowne zacieśnienie monetarne, które zamroziło krajowy rynek kredytowy; (2) osłabienie koniunktury za granicą i zacieśnienie polityki pieniężnej głównych banków centralnych, które ograniczają globalną inflację i ceny surowców; (3) osłabienie krajowej koniunktury będące częściowo konsekwencją procesów (1) i (2). Dodatkowym argumentem przeciw kolejnym podwyżkom są obawy o stabilność systemu finansowego – wg NBP nawet przy stabilnych stopach, dla blisko 10% kredytów hipotecznych rata może pod koniec 2024 przekroczyć połowę dochodów. Zgoda RPP na dłuższy czas dochodzenia inflacji do celu rodzi krytykę, m.in. ze strony niektórych jej członków, ze względu na ryzyko odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Chociaż nie można całkowicie wykluczyć takiego scenariusza, nie widzimy obecnie, żeby podwyższona inflacja powodowała przyspieszenie zakupów przez konsumentów, co mogłoby nakręcać spiralę cenową. W badaniach koniunktury widzimy kombinację relatywnie wysokich oczekiwań inflacyjnych i niskiej skłonności do dokonywania ważnych zakupów (co jest sprzeczne z teorią). Na analogiczne zjawisko w Czechach, gdzie bank centralny przyjął podobną postawę jak polska RPP, zwracała uwagę E.Zamrazilova z CNB.

Naszym zdaniem przerwa w cyklu podwyżek stóp przerodzi się w jego koniec, a w 2h23 oczekujemy pierwszych obniżek stóp procentowych, o ile pozwolą na nie warunki rynkowe (sama RPP, jak na razie, obniżek nie zapowiada). W ostatnim czasie zarówno konsensus prognoz analityków, jak i oczekiwania rynkowe przesunęły się w kierunku takiego scenariusza. Na szczególną uwagę zasługują obserwowane ostatnio spadki stawek WIBOR3M – od listopadowego szczytu na poziomie 7,61% WIBOR3M obniżył się o 56pb, a spread do stopy referencyjnej na poziomie 30pb jest najmniejszy od roku. Potwierdza to wygaśnięcie oczekiwań na podwyżki stóp oraz stanowi złagodzenie efektywnych warunków monetarnych.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

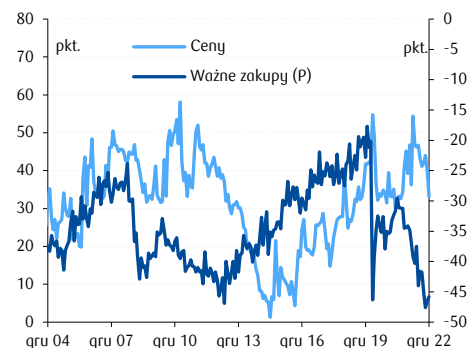
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształtowanie się ścieżki inflacji; (2) zmienność kursu PLN, (2) ryzyko (geo)polityczne; (4) decyzje Fed i EBC.

### Przebieg cykli podwyżek stóp procentowych w Polsce



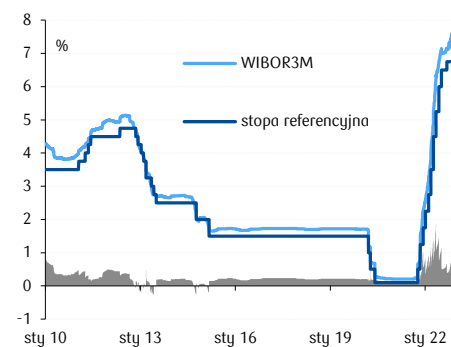
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Oczekiwania konsumentów na 12 miesięcy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### WIBOR3M na tle stopy referencyjnej



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski.

### Polityka pieniężna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Stopa referencyjna (%)	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	1,75	6,75	6,25
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-7,61	-9,53	-10,45	-10,43	-11,57	-7,33	-5,01	-3,22	-6,85	-10,43	-3,22
Realna st. proc. defl. infl. baz(%)	-3,40	-3,10	-3,95	-4,81	-4,22	-2,55	6,50	6,25	-3,55	-4,81	0,46
Stopa lombardowa (%)	4,00	6,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	6,75	2,25	7,25	6,75
Stopa depozytowa (%)	3,00	5,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75	1,25	6,25	5,75
Stopa redysk. weksli(%)	3,55	6,05	6,80	6,80	6,80	6,80	6,55	6,30	1,80	6,80	6,30
REER defl. CPI (% r/r)	0,2	-0,8	4,3	5,3	10,9	7,7	6,8	6,3	-0,5	2,2	7,9
Nominalny PKB (% r/r)	16,3	16,6	17,4	10,9	8,9	8,2	4,9	5,0	12,2	15,1	6,7

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.



## (7). Polityka fiskalna

### TRENDY BIEŻĄCE

Obraz finansów publicznych na koniec 2022 jest nadal bardzo dobry. Nadwyżka budżetu państwa po październiku wyniosła 27,2 mld PLN. Nadwyżka w budżetach samorządów po 3q22 sięgnęła 14,9 mld PLN (vs 14,4 mld PLN po 2q22), a wydatki majątkowe samorządów utrzymują dwucyfrową dynamikę (28,4% r/r w 3q22). Liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS przekroczyła milion, co wraz z silnym nominalnie wzrostem funduszu płac poprawia wyniki podsektora ubezpieczeń społecznych. Szacujemy, że w całym 2022 deficyt fiskalny będzie podobny jak w 2021 i wyniesie 1,7% PKB (z dokładnością do przesunięć wydatków między latami). Relacja długu publicznego do PKB, która w 3q22 spadła do 50,3%, na koniec 2022 wyniesie 50,8%, niwelując o ok. 2/3 wzrost z okresu pandemii (58,6% PKB).

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

2023 będzie rokiem bezprecedensowych wyzwań dla finansów publicznych (potrzeby wydatkowe, warunki rynkowe). Szacujemy, że deficyt fiskalny w 2023 wzrośnie do 5,1% PKB. Głównym źródłem pogłębienia deficytu są programy osłonowe przed skokowym wzrostem cen energii dla różnych grup odbiorców. W 2023 przewidują one m.in. ograniczenie lub zamrożenie cen energii dla odbiorców końcowych (gosp. domowych i części firm), rekompensaty dla producentów energii, a także transfery. Dodatkowym, choć mniejszym, obciążeniem strony dochodowej będzie utrzymanie części Tarczy Antyinflacyjnej (zerowy VAT na podstawową żywność) – w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że do końca 2023. Na tle innych państw europejskich i energochłonności ich gospodarek, krajowe działania fiskalne w związku z kryzysem energetycznym będą ostrożne (wyższa od przeciętnej energochłonność, niższe od przeciętnej działania osłonowe, por. wykres obok). Dodatkowy, negatywny wpływ na dochody sektora w 1h23 będzie mieć rozliczenie obniżki podatku PIT z lipca 2022. **Wysokie nakłady na obronność wchodzą na trwałe do krajobrazu wydatków publicznych** – zakładamy, że w 2023 wzrost wydatków w tej kategorii może sięgnąć 0,8% PKB r/r. Wzrost stóp procentowych sprawi, że wzrosną także koszty obsługi zadłużenia – szacujemy, że o ok. 0,7-0,9% PKB. To wszystko nastąpi przy niższym, ale wciąż solidnym nominalnym wzroście PKB, który będzie wspierać dynamikę dochodów podatkowych. Nie spodziewamy się, zgodnie z sugestiami płynącymi z banku centralnego, że w 2023 zasili on budżet państwa transferem zysku. W 2023 większą część deficytu fiskalnego odnotują jednostki pozabudżetowe – w budżecie państwa zaplanowano deficyt w wysokości 69 mld PLN (tj. ok. 2% PKB). Utrzymanie solidnego wzrostu nominalnego PKB sprawi, że relacja długu publicznego do PKB (ESA) podniesie się w 2023 tylko nieznacznie.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

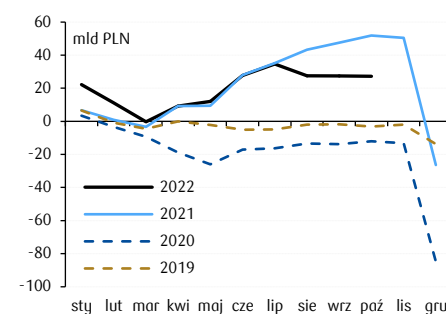
Główne źródła niepewności to: (1) koszty działań osłonowych w związku z kryzysem energetycznym, (2) zmiany wydatków obronnych, (3) wahania notowań złotego (istotne dla relacji długu do PKB), (4) poziom nominalnego PKB.

### Polityka fiskalna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-1,5	-1,4	-1,7	-2,3	-3,2	-4,0	-5,1	-1,8	-1,7	-5,1
Dochoły (% PKB, ESA2010)	41,6	41,4	40,7	40,3	40,3	40,2	40,5	40,5	42,4	40,3	40,5
Wydatki (% PKB, ESA2010)	43,2	42,9	42,1	42,0	42,6	43,4	44,5	45,6	44,2	42,0	45,6
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,0	1,1	1,1	1,5	2,2	2,6	2,7	2,6	1,1	1,5	2,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6	-1,4	-2,5	-0,7	-0,2	-2,5
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,2	-1,3	-1,2	-0,9	-0,4	-0,7	-1,1	-2,0	-0,9	-0,9	-2,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	52,0	51,5	50,3	50,8	50,4	50,6	50,7	52,7	53,8	50,8	52,7
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,0	x	x	x	-2,0	-1,0	-2,0	-2,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,7	x	x	x	-1,9	-0,7	-1,7	-1,9
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	39,7	x	x	x	39,1	43,8	39,7	39,1

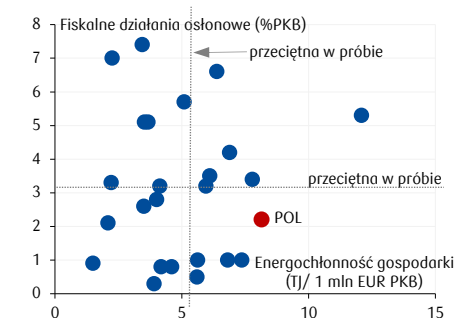
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

### Saldo budżetu państwa



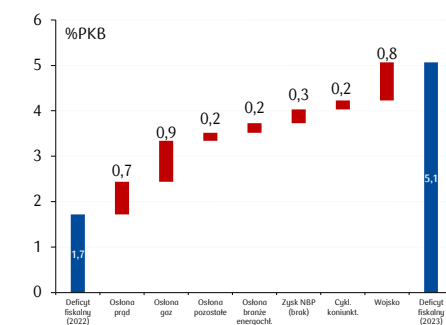
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

### Fiskalne działania osłonowe w Europie a energochłonność gospodarek



Źródło: Bruegel, Eurostat, PKO Bank Polski.

### Kluczowe działania mające wpływ na zmianę deficytu między 2022 a 2023



Źródło: MF, GUS, źródła prasowe, PKO Bank Polski.

## Sekcja specjalna: Kryzys gazowy dopiero w 2023?

W obecnym sezonie zimowym Europa prawdopodobnie uniknęła czarnego scenariusza rozwoju kryzysu energetycznego, w którym ograniczenie dostaw gazu z Rosji spowodowałoby drastyczne braki surowca i wymusiło jego racjonowanie. Międzynarodowa Agencja Energii (MAE) zwraca jednak uwagę, że ryzyko takich poważnych zaburzeń w kolejnych latach nie zostało zażegnane.

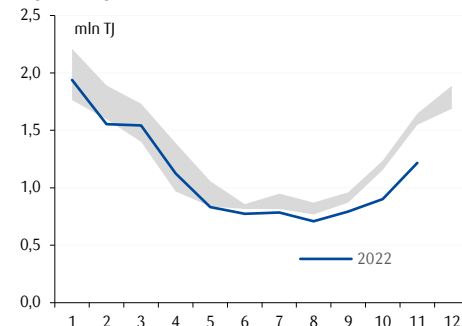
MAE ocenia w swoim [raporcie](#), że popyt na gaz w UE w 2022 najprawdopodobniej będzie o 10% niższy niż w 2021. Potwierdzeniem tej tendencji są dane Eurostat za styczeń-listopad 2022, według których zużycie gazu ziemnego w UE było o 10,6% niższe, niż przeciętne dla pierwszych 11 miesięcy roku w okresie 2017-2021. Dane te wskazują na znaczne odchylenie konsumpcji od wzorca dopiero w drugiej połowie roku. Również zapelnienie magazynów gazu w Europie odchyła się pozytywnie od średniookresowej średniej.

**Większym wyzwaniem niż 2022 wydaje się rok 2023.** MAE szacuje, że z tegorocznego spadku popytu na gaz o ok. 50 mld m<sup>3</sup>, mniej więcej 10 mld m<sup>3</sup> jest wynikiem ograniczenia produkcji, a nie przeniesienia się na inne paliwa lub poprawy efektywności. Dodatkowo, w całym 2023 transport rurociągowy gazu z Rosji będzie najpewniej znacznie niższy niż 60 mld m<sup>3</sup> dostarczone w tym roku. Niewykluczone, że transport tą drogą spadnie do zera. W 2023 dostawy LNG mogą być bardziej problematyczne niż w 2022, kiedy Europa korzystała z podaży uwolnionej przez borykające się z lockdownami i spowolnieniem gospodarczym Chin. W 2022 UE zwiększyła import LNG o ok. 40 mld m<sup>3</sup>, w całym 2023, przy najpewniej odradzającym się popycie na gaz z Chin, dodatkowa podaż LNG wyniesie najprawdopodobniej ok. 20 mld m<sup>3</sup>. W 2022 przełom jesieni i zimy charakteryzował się nietypowo wysokimi temperaturami, co pozwoliło zaoszczędzić ponad 10 mld m<sup>3</sup> gazu ziemnego. Nie mamy gwarancji powtórki tego scenariusza w 2023.

**Przy założeniu popytu na LNG z Chin na poziomie z 2021 oraz braku importu rurociągowego z Rosji, w 2023 UE może zabraknąć 57 mld m<sup>3</sup> gazu ziemnego.** Z szacowanej luki podaży ok. 30 mld m<sup>3</sup> może być pokryte przez działania już zainicjowane na poziomie unijnym i krajowym, które zwiększają bezpieczeństwo dostaw. Obok poprawy efektywności i instalacji nowych źródeł energii odnawialnej zmniejszeniu luki będzie sprzyjał wzrost produkcji energii atomowej i pochodzącej z elektrowni wodnych, która w 2022 spadła do poziomów najniższych od dekady.

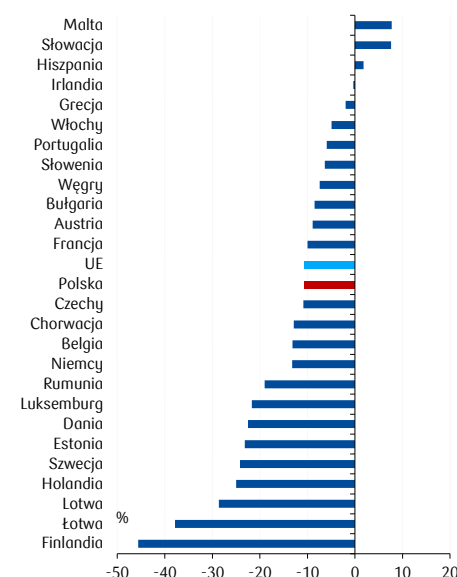
Domknięcie pozostałej luki (27 mld m<sup>3</sup>) gazu ziemnego wymaga podjęcia dodatkowych działań. Sytuacja na rynku energii w 2023 najpewniej będzie więc nadal napięta, co będzie skutkowało znaczącymi wahaniami cen i ich ogólnym wysokim poziomem. Warto przy tym pamiętać, że niwelowanie skutków wzrostu cen gazu i energii wymagało w tym roku znaczącej interwencji fiskalnej, na którą w takiej skali w kolejnych latach nie będzie już miejsca.

Zużycie gazu w UE: 2022 na tle lat 2017-2021



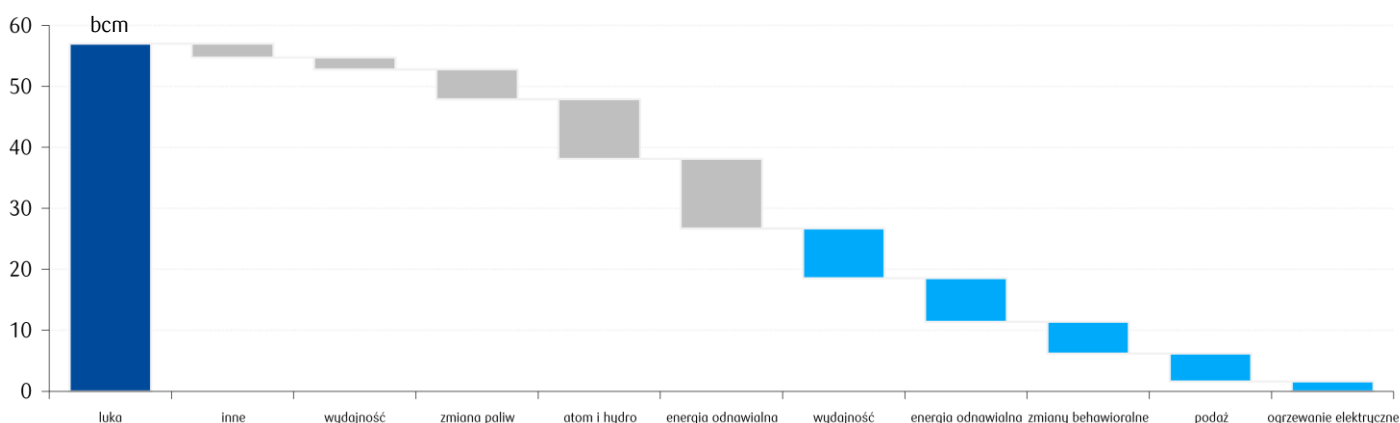
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Redukcja zużycia gazu w okresie styczeń-listopad 2022 względem średniej dla 2017-2021



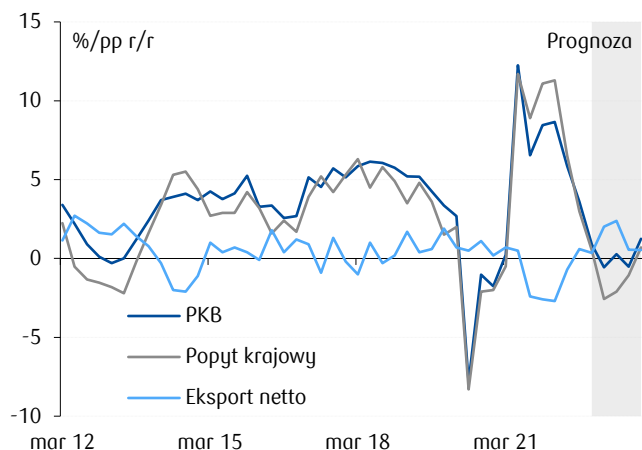
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

### Domykanie luki podaży i popytu na gaz w 2023 – zmiany dokonane (kolor szary) oraz rekomendowane (kolor błękitny)

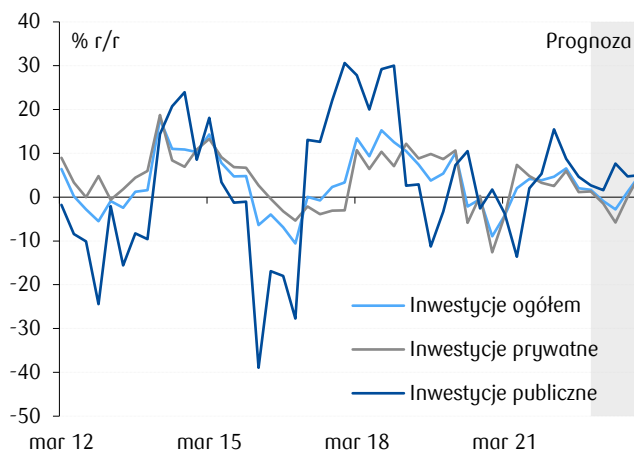


Źródło: IEA, PKO bank Polski.

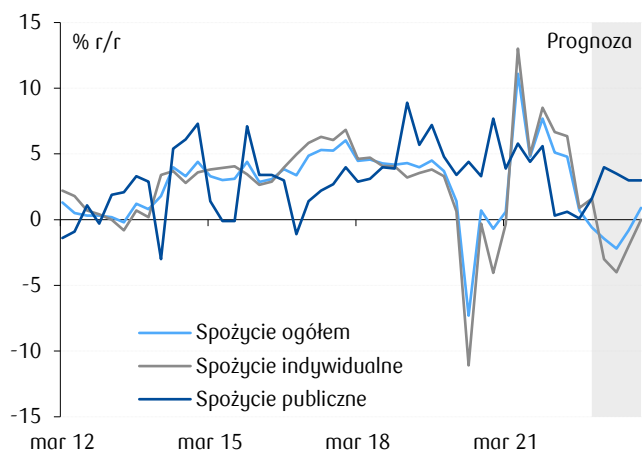
### Realny PKB



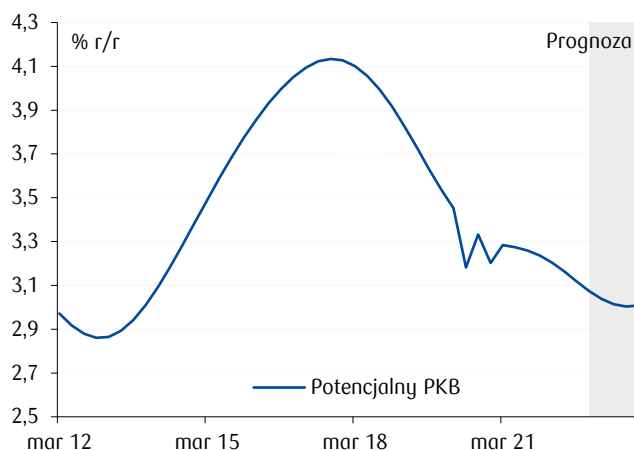
### Popyt inwestycyjny



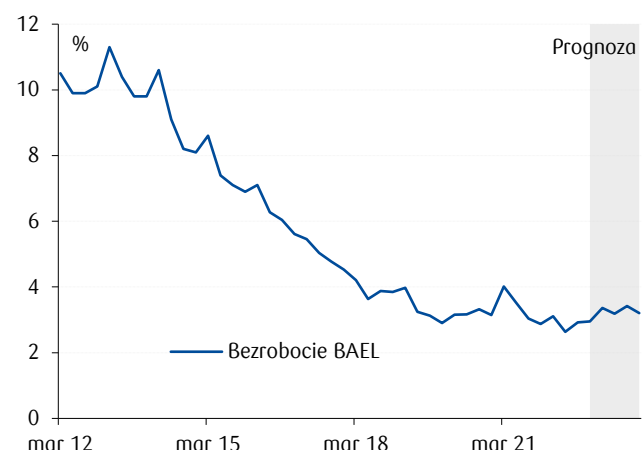
### Popyt konsumpcyjny



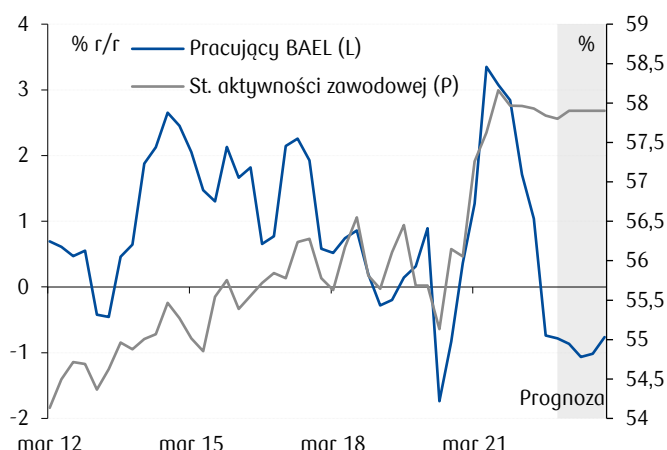
### Produkt potencjalny\*



### Stopa bezrobocia BAEL\*\*^

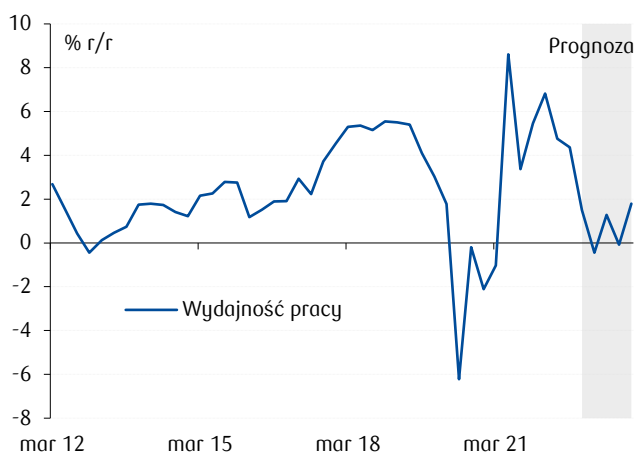


### Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\*^

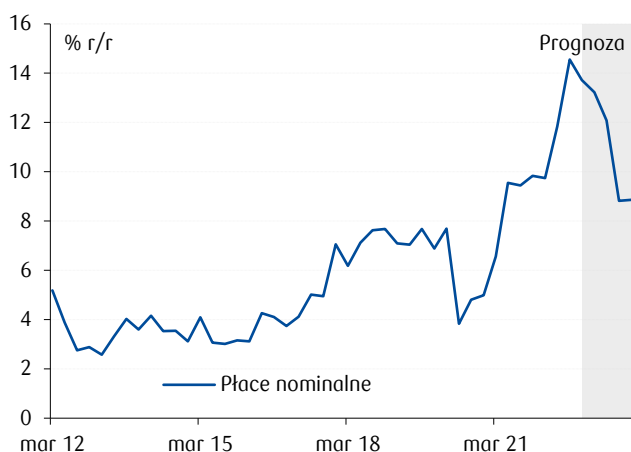


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

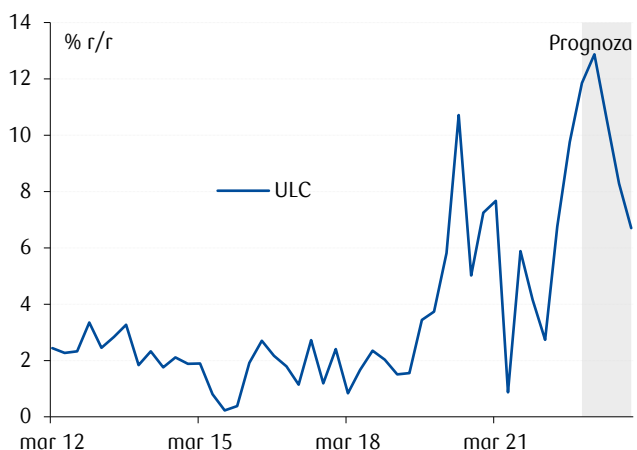
### Wydajność pracy\*



### Płace w gospodarce narodowej



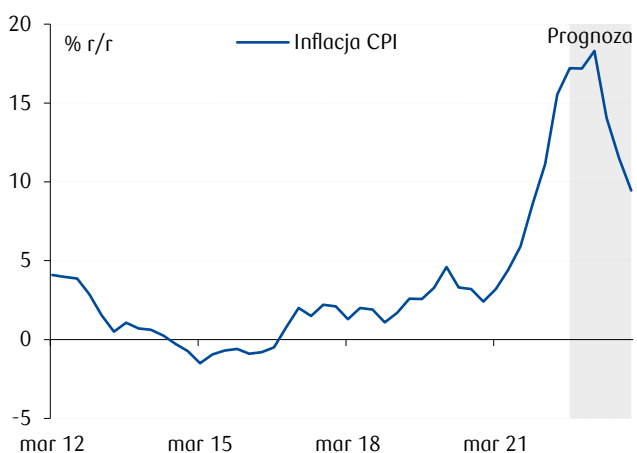
### Jednostkowe koszty pracy\*



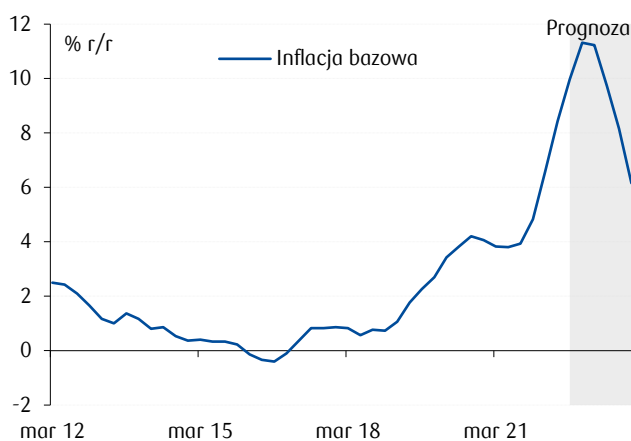
### Luka popytowa



### Inflacja CPI

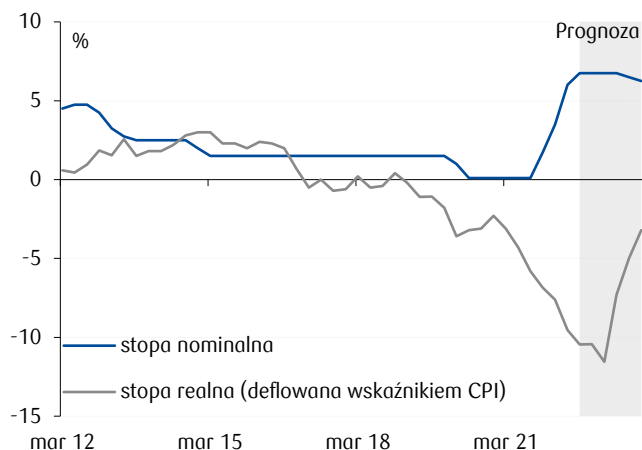


### Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

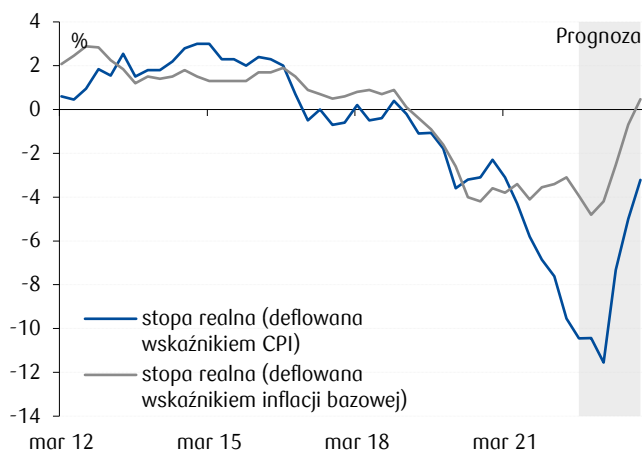


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

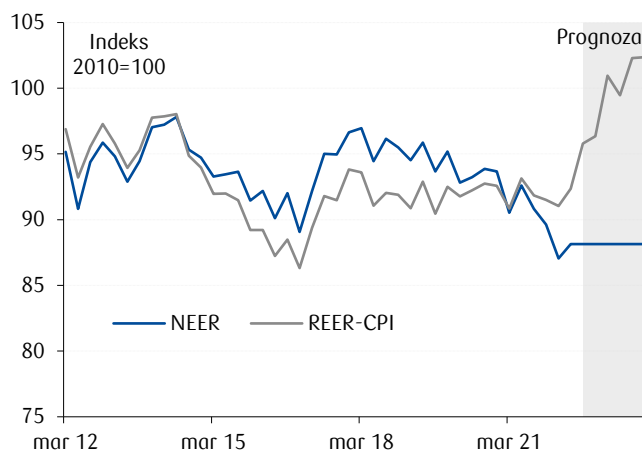
### Stopy nominalne vs realne



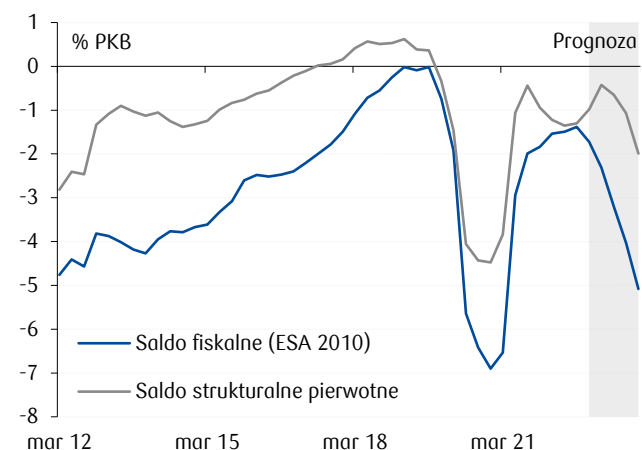
### Stopy realne



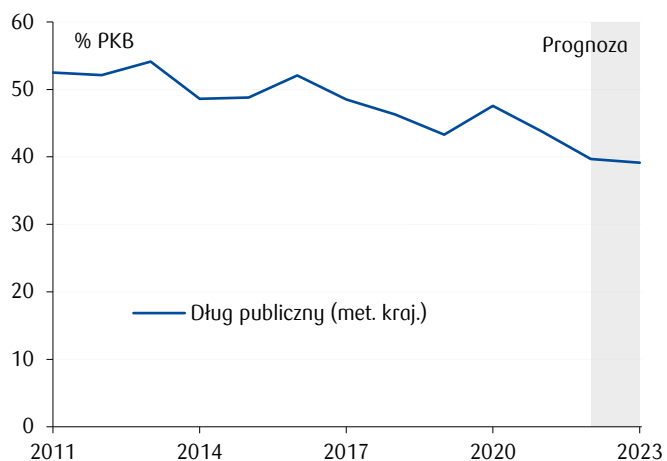
### Założenia dotyczące NEER i REER\*



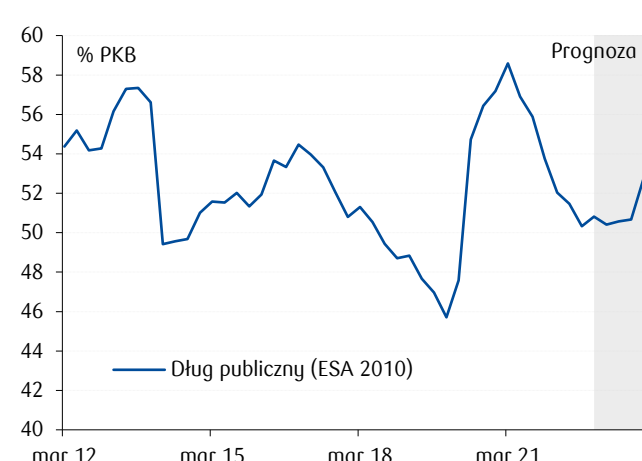
### Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



### Dług publiczny (met. kraj.)

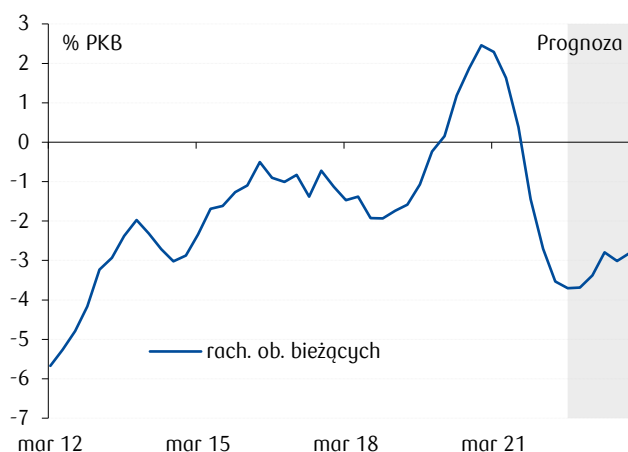


### Dług publiczny (ESA 2010)

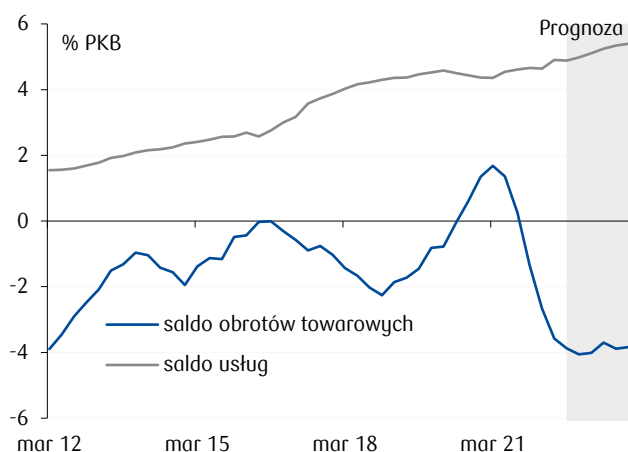


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjację.

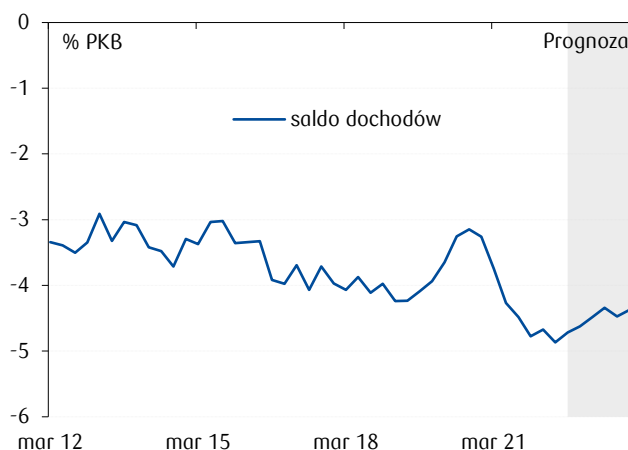
### Saldo rachunku obrotów bieżących



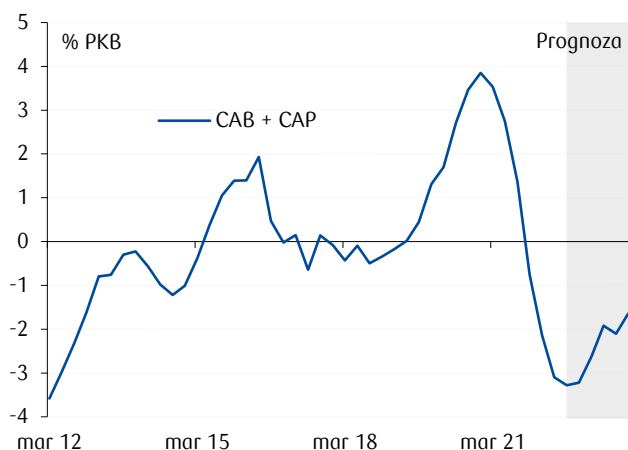
### Saldo handlu zagranicznego



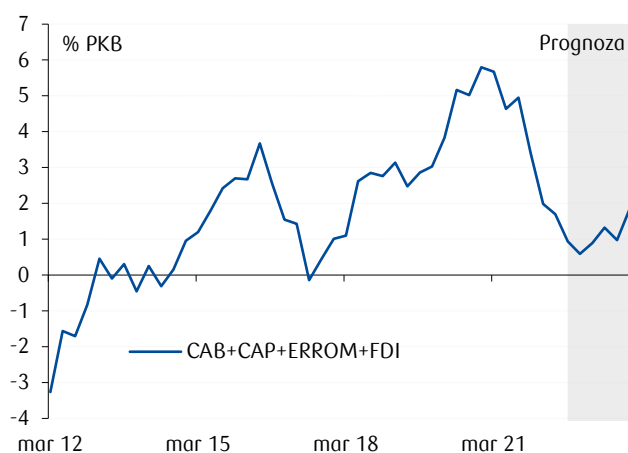
### Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



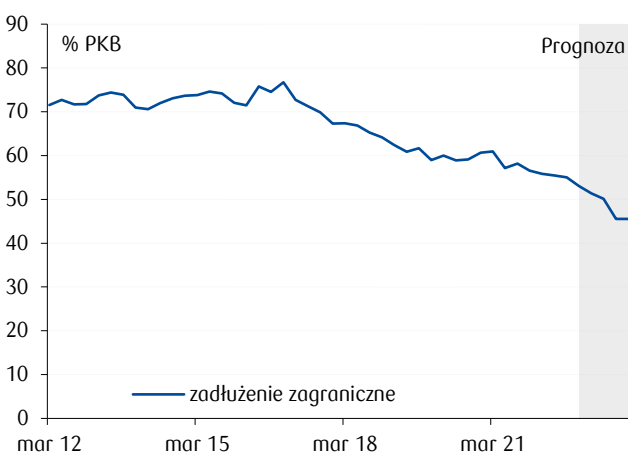
### Saldo CAB i CAP\*



### 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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Sfera realna</b>										
Realny PKB (% r/r)	3,4	4,2	3,1	4,8	5,9	4,5	-2,0	6,8	4,5	0,1
Popyt krajowy (% r/r)	4,8	3,7	2,3	4,9	6,3	3,3	-2,7	8,4	5,3	-1,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	3,8	3,9	4,8	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-2,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	12,6	6,2	-2,3	2,1	3,4	1,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,2	3,9	1,0	4,1	5,9	4,3	-1,9	5,8	2,6	-0,4
Zapasy (pkt. proc.)	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-0,8	2,6	2,7	-0,8
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,8	-2,0	-0,5	1,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	3,6	4,0	4,1	4,0	3,7	3,3	3,3	3,1	3,0
Nominalny PKB (mld PLN)	1701	1798	1853	1983	2127	2288	2338	2624	3020	3221
<b>Rynek pracy</b>										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,8	-0,4	-0,7
Pracujący BAEL (% r/r)	2,3	1,7	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	2,6	0,3	-0,9
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,2	55,3	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,8	57,9	57,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,1	6,9	5,6	4,5	3,9	2,9	3,2	3,4	2,9	3,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,3	5,4
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,5	10,8
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	2,5	1,6	3,4	5,3	4,5	-1,7	4,1	4,4	1,0
ULC (% r/r)	2,0	0,8	2,1	1,9	1,7	2,6	7,2	4,6	7,8	9,6
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,3	14,4
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	3,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	5,7
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,1	5,0
Inflacja bazowa (% r/r)	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	8,8
Deflator PKB (% r/r)	0,5	1,2	0,1	1,8	1,2	3,0	4,2	5,1	10,1	6,7
<b>Agregaty monetarne</b>										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1985,0	2096,2	2213,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,6	5,6
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	9,2	9,6	8,8	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,6	-3,9
Kredyty ogółem (mld PLN)	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1461,6	1468,9
Kredyty ogółem (% r/r)	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	4,2	0,5
Depozyty ogółem (mld PLN)	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1801,6	1847,3
Depozyty ogółem (% r/r)	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	1,2	2,5
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,9	-1,3	-1,0	-1,1	-1,9	-0,2	2,5	-1,4	-3,7	-2,7
Bilans handlowy (% PKB)	-1,9	-0,5	-0,3	-1,0	-2,3	-0,8	1,3	-1,3	-4,0	-3,8
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,5	2,2	0,8	1,5	2,8	2,0	2,4	4,1	3,9	3,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	73,6	72,0	76,7	67,3	64,2	58,9	60,7	56,6	53,1	49,3
<b>Polityka fiskalna</b>										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,7	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-1,7	-5,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,7	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-0,2	-2,5
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,3	-0,8	-0,2	0,2	0,5	-0,3	-4,5	-0,9	-0,9	-2,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,0	51,3	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,8	50,8	52,7
<b>Polityka pieniężna</b>										
Stopa referencyjna NBP (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,25
Realna st. ref. defl. CPI (%)	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-10,43	-3,22
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,81	0,46
Stopa lombardowa (%)	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,75
REER defl. CPI (% r/r)	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	2,2	7,9

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

