

Kwartalnik Ekonomiczny

3q22

Analizy Makroekonomiczne

28 września 2022



Bank Polski

Centrum
Analiz



Wojenny interwencjonizm

- **Wojna odciska coraz większe piętno na światowej gospodarce.** Świat, w tym głównie Europa, ugina się pod ciężarem kryzysu energetycznego, który wymusza na rządach coraz silniejsze ingerowanie w procesy gospodarcze w celu ochrony konsumentów i firm.
- **O ile rządy boją się recesji, banki centralne coraz mocniej boją się inflacji.** Fed chłodzi rozgrzaną gospodarkę najostrzejszym od blisko 30 lat cyklem podwyżek stóp. EBC równie mocno myli się w prognozach inflacji i PKB, co może skutkować największym w historii cyklem podwyżek stóp u progu recesji. W gospodarce wytrąconej z równowagi przez pandemię, wojnę i interwencje dotychczasowe korelacje i zależności przestają działać, a prognozowanie stało się sportem ekstremalnym.
- **Skutki energetycznego kryzysu nie ominą polskiej gospodarki, która weszła w fazę hamowania, a w 1h23 znajdzie się w technicznej recesji.** Odwrócenie cyklu zapasów pogłębia widoczne w danych obniżenie dynamiki PKB. Konsumpcja hamuje na skutek realnego spadku dochodów, a zryw inwestycyjny może nie przetrwać próby gwałtownego wzrostu kosztów i niepewności. Skalę spowolnienia ograniczą inwestycje publiczne (w tym zbrojeniowe) i utrzymujący się duży napływ BIZ (*nearshoring* to już fakt).
- **Krajowy rynek pracy zaabsorbował 1,5 mln wojennych uchodźców, ale teraz wchodzi w fazę „restrukturyzacji”.** Nie spodziewamy się silnego wzrostu bezrobocia (skala jego wzrostu będzie zależeć m.in. od decyzji zagranicznych pracowników), a głównym skutkiem niższego popytu na pracę będzie niższa dynamika płac. To pozytywny sygnał dla perspektyw zwalczania inflacji.
- **Zapowiadane nowe regulacje zwiększają niepewność co do ścieżki inflacji.** W słabnącej gospodarce rozlewanie się wzrostów cen jest utrudnione, co sprawia, że naszym bazowym scenariuszem pozostaje sukcesywny spadek inflacji od 2q23. Droga do celu inflacyjnego będzie jednak długa i wyboista.
- **Pogorszenie salda rachunku obrotów bieżących o 7% PKB w ciągu półtora roku jest bezprecedensowe, ale wg nas odzwierciedla to głównie zjawiska przejściowe, a nie problemy strukturalne.** Odwrócenie cyklu zapasów obniży import, podobnie zadziała stabilizacja sytuacji na rynkach surowcowych. W średnim terminie sytuacja ulegnie poprawie, chociaż „po drodze” deficyt obrotów bieżących może zbliżyć się do 5% PKB.
- **RPP finalizuje cykl podwyżek stóp procentowych NBP.** Dotychczasowe zmiany to najostrzejszy w historii cykl zaostrzania polityki pieniężnej w Polsce i chociaż nie upłynął jeszcze czas pełnej transmisji podwyżek do gospodarki, widać już wyraźnie jego oddziaływanie, m.in. w zamrożeniu rynku kredytowego.
- **Kryzys kosztuje, a jego cenę w dużym stopniu poniosą finanse publiczne.** Rząd intensyfikuje działania ośłonowe w obliczu szoku energetycznego i to ich zakres zadecyduje o łącznej skali wzrostu deficytu fiskalnego. Przy wysokim nominalnie wzroście gospodarczym, relacja długu publicznego do PKB pozostanie jednak względnie stabilna.

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

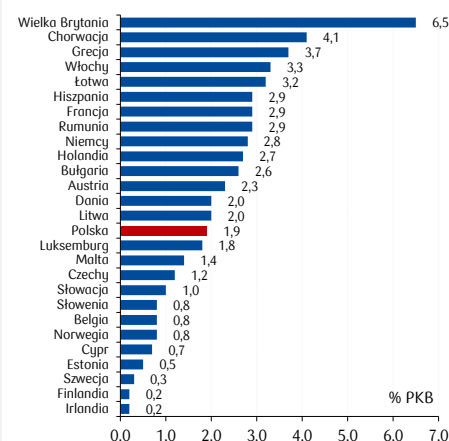
Kamil Pastor

Ekonomista
tel. 22 521 81 08

Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Wartość fiskalnych działań ośłonowych przed kryzysem energetycznym*



Źródło: Bruegel, PKO Bank Polski. *obejmuje rozwiązania wdrożone i zapowiedziane w okresie wrz'21-wrz'22.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Realny PKB (% r/r)	8,5	5,5	3,3	0,7	-2,2	-0,8	2,2	3,9	5,9	4,3	0,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,6	2,7	2,5	2,7	2,4	2,3	2,1	3,4	2,7	2,4
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,7	14,0	16,1	15,8	17,3	12,6	10,2	8,5	5,1	13,9	12,1
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,4	9,7	9,5	8,0	6,2	4,9	4,5	4,1	8,5	5,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,8	-3,9	-4,5	-4,7	-4,8	-4,4	-4,2	-3,7	-0,7	-4,7	-3,7
Saldo fiskalne (% PKB)*	-1,6	-1,5	-2,0	-2,2	-2,7	-3,5	-4,4	-5,1	-1,9	-2,2	-5,1
Dług publiczny (% PKB)*	52,1	51,6	50,3	50,8	50,5	50,7	51,0	52,3	53,8	50,8	52,3
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	6,00	6,75	7,00	7,00	7,00	6,50	6,25	1,75	7,00	6,25

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Największe gospodarki stoją u progu recesji, co nie przeszkadza głównym bankom centralnym świata (poza japońskim BoJ i chińskim PBOC) agresywnie podnosić stóp procentowych, aby stłamsić uporczywie wysoką inflację. Amerykański Fed trzykrotnie podniósł stopy o 75pb, argumentując to presją inflacyjną i rozgrzanym rynkiem pracy. W strefie euro w 1h22 wzrost gospodarczy pozytywnie zaskoczył za sprawą ożywienia w turystyce, przy (na razie) ograniczonych skutkach kryzysu energetycznego. Ze względu na wysoką inflację EBC rozpoczął w lipcu cykl podwyżek, a na wrześniowym posiedzeniu podniósł stopy o rekordowe 75pb. W Europie inflacja jest przede wszystkim skutkiem szoku energetycznego, a w USA presji popytowej i rozgrzanego rynku pracy, co jest szczególnie widoczne przy porównaniu inflacji cen producentów (PPI). Banki centralne za pomocą podwyżek stóp walczyć o utrzymanie wiarygodności.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Utrzymywanie się silnej presji inflacyjnej utwierdza FOMC w przekonaniu, że potrzebne są dalsze, duże podwyżki stóp procentowych Fed, nawet za cenę „realnej”, a nie tylko „technicznej” recesji. Członkowie FOMC oczekują, że główna stopa na koniec 2022 powinna wzrosnąć do 4,25-4,50%, a w 2023 do 4,50-4,75%, by dopiero na koniec 2024 nieznacznie spaść. Naszym zdaniem Fed zakończy cykl na poziomie 4,5%. Maleją szanse na „miękkie lądowanie” amerykańskiej gospodarki. Fed godzi się, że podwyżki stóp istotnie osłabią gospodarkę realną - członkowie FOMC oczekują w 2022 wzrostu PKB tylko o 0,2% (o 1,1pp poniżej konsensusu rynkowego) i wzrostu bezrobocia do 4,4%.

EBC będzie w krótkim terminie kontynuował zdecydowane podwyżki stóp procentowych, po tym jak przewagę w Radzie uzyskała frakcja jastrzębi, obawiająca się odkrotwienia oczekiwań inflacyjnych, utraty wiarygodności i podkreślająca relatywnie niski poziom stóp procentowych. Uważamy, że zimą bolesne konsekwencje kryzysu energetycznego zmuszą EBC do zwrócenia większej uwagi na realną gospodarkę i zakończenia cyklu podwyżek stóp z końcem 2022, na poziomie 2,50%. Koszty kryzysu energetycznego zostaną w dużej mierze poniesione przez sektor fiskalny (skokowy wzrost zadłużenia) i firmy, przy czym wg nas nie uda się uniknąć znacznego hamowania gospodarki (prognozy EBC są bardziej optymistyczne i nawet w pesymistycznym scenariuszu zakładają spadek PKB w 2023 tylko o 0,9%). Według [Instytutu Bruegela](#) od września 2021 do września 2022 państwa UE przeznaczyły (lub zapowiedziały) środki o wartości ponad 2% PKB na łagodzenie skutków wzrostu cen energii, przy czym toczą się prace nad kolejnymi, większymi pakietami. Borykającej się z problemami europejskiej gospodarki nie pomogą Chiny, które cały czas mierzą się z konsekwencjami polityki zero Covid.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

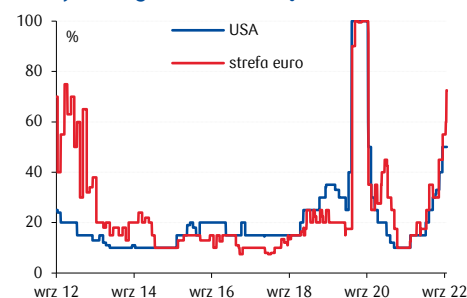
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka - wojna w Ukrainie i jej konsekwencje, (2) zmiany administracyjne w unijnej energetyce.

Otoczenie zewnętrzne

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

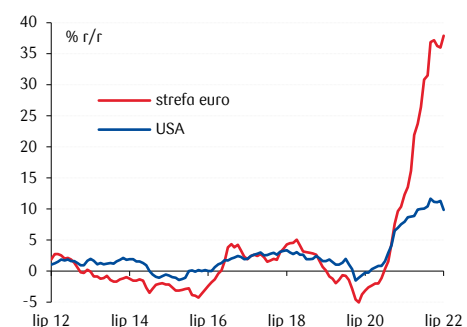
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * q/q SAAR.

Prawdopodobieństwo recesji w najbliższych 12 miesiącach



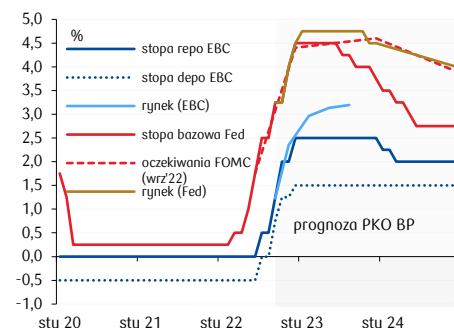
Źródło: Konsensusy z serwisu Bloomberg, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w USA i strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Prognozy stóp EBC i Fed na tle oczekiwań rynkowych



Źródło: Macrobond, FOMC, PKO Bank Polski, Ścieżki stóp wg PKO Banku Polskiego. Oczekiwania rynkowe wg notowań kontraktów z 28 września 2022. Prognozy FOMC na podstawie „dot plots” z września 2022.

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

Wzrost PKB w 2q22 obniżył się do 5,5% r/r (z 8,5% r/r w 1q22), głównie za sprawą odwrócenia się cyklu zapasów. W strukturze PKB wyróżnia się przede wszystkim mocny wzrost inwestycji, który wg nas jest przejściowy i może być m.in. reakcją dostosowawczą na wysokie ceny energii (poprawa efektywności). Konsumpcja prywatna rosła stabilnie (m.in. dzięki napływowi uchodźców), poprawiły się wyniki eksportu, ale wysoka dynamika importu sprawiła, że wkład eksportu netto do wzrostu był ujemny. Napływające dane miesięczne z 3q22 jak na razie wskazują, że hamowanie gospodarki jest kontynuowane (szczególnie w obszarze konsumenta), ale najpewniej udało się uniknąć technicznej recesji.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W dalszej części 2022 dynamika PKB będzie się nadal obniżać, oddając „pożyczony” wzrost w postaci mocnej akumulacji zapasów na przełomie 2021/22. **Przewidujemy, że wzrost PKB wyniesie 4,3% w 2022 i 0,9% w 2023. Struktura PKB staje się przy tym mniej inflacyjna.** Słabnąca konsumpcja nie będzie sprzyjać silnym wzrostom cen. Dotychczasowe możliwości wygładzania konsumpcji za pomocą zgromadzonych w pandemii oszczędności zasadniczo wyczerpały się. Wysoka inflacja, przekraczająca wzrost dochodów do dyspozycji ludności, redukuje siłę nabywczą konsumentów. Kolejnym obciążeniem dla konsumpcji będą dokonane już podwyżki stóp procentowych, których działanie zaczyna się uwidaczniać. W 2q23 wygaśnie też pozytywny wpływ napływu uchodźców na dynamikę konsumpcji.

Skokowy wzrost cen energii prawdopodobnie uwolnił procesy dostosowawcze, które będą ograniczać spadek aktywności inwestycyjnej firm. Dostosowanie to będzie mieć różny przebieg, w zależności od specyfiki branży (od redukcji zatrudnienia, poprzez wstrzymanie najbardziej energochłonnych procesów do inwestycji zmniejszających energochłonność lub zwiększających własną produkcję energii). Na cykliczne odbicie inwestycji firm trzeba będzie poczekać do 2h23. Popyt inwestycyjny publiczny utrzyma się m.in. dzięki zamówieniom wojskowym, a także nakładom na infrastrukturę (m.in. drogową). Zakładamy, że inwestycje przewidziane w KPO będą realizowane tylko częściowo, przy pomocy środków krajowych.

Nowi eksporterzy będą miło zaskakiwać wskutek oddania do użytku kolejnych inwestycji typu *greenfield*, ale szok energetyczny i spadek popytu zewnętrznego w 1h23 sprawią, że eksport (realnie) znajdzie się pod kreską. Ze względu na równoczesny spadek importu (m.in. wskutek redukcji zapasów) wkład eksportu netto do wzrostu PKB stanie się ponownie dodatni.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

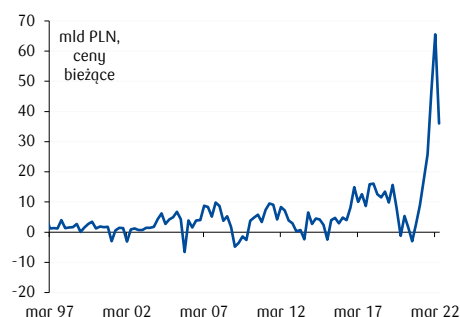
Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg wojny i jej ekonomiczne skutki, (2) wzrost PKB w otoczeniu zewnętrznym gospodarki, (3) ograniczenia podażowe oraz kształtowanie się kosztów i inflacji.

Sfera realna

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

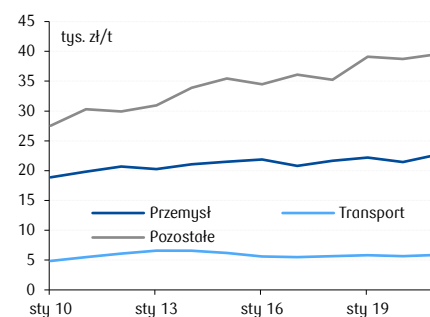
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [†]szacunki własne.

Zmiana zapasów



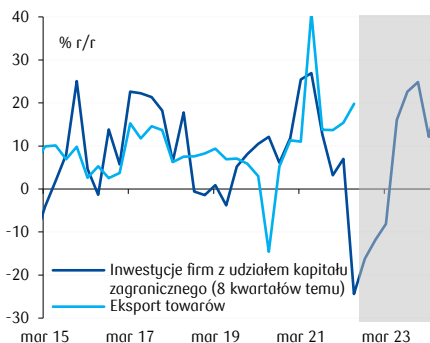
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wydajność energetyczna wg głównych branż energochłonnych



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. Relacja wartości dodanej do finalnego zużycia energii (ekwiwalent ton ropy naftowej).

Napływ FDI a eksport towarów



Źródło: Pont, NBP, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Sytuacja na krajowym rynku pracy uległa w ostatnim czasie stabilizacji, przy rekordowo niskim poziomie bezrobocia i wysokim zatrudnieniu. Na horyzoncie pojawiają się jednak ciemne chmury – firmy zaczynają przeprowadzać restrukturyzację, a pracownicy coraz bardziej obawiają się utraty pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do rekordowo niskiego poziomu 4,8%, a liczba bezrobotnych zbliżyła się do 800 tys. Miesięczna zmiana liczby bezrobotnych oraz zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw odbiega ostatnio *in minus* od wzorca sezonowego, co sugeruje wyczerpanie się potencjału do dalszej poprawy. Badanie popytu na pracę wskazuje na spadek liczby utworzonych stanowisk, chociaż liczba wakatów w gospodarce utrzymuje się w okolicy wysokiego poziomu 150 tys. Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw rosną w tempie zbliżonym do 13% r/r, które od kilku miesięcy jest jednak niższe niż inflacja CPI. W 2q22 płace w gospodarce narodowej po raz kolejny rosły w wyraźnie niższym tempie niż w sektorze przedsiębiorstw, potwierdzając, że presja płacowa w sektorze publicznym i mikroprzedsiębiorstwach jest słabsza niż w jednostkach średnich i dużych.

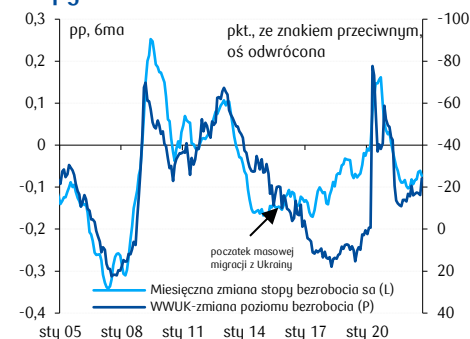
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Rosnące koszty działalności oraz nadchodzące spowolnienie gospodarcze zaczynają wymuszać restrukturyzację zatrudnienia w niektórych branżach, czego efekty widać już naszym zdaniem we wzroście oczekiwanej przez pracowników stopy bezrobocia. Krajowy rynek pracy w 2q22 zaabsorbował ok. 1,5 mln uchodźców z Ukrainy. Wśród uchodźców w wieku produkcyjnym prawdopodobnie pracuje już ok. 60%, sprawiając że napływ ma bardziej charakter migracji zawodowej, a nie typowych przepływów uchodźczych. Pojawienie się dodatkowej grupy pracowników sprawia, że w Polsce tworzy się obecnie dualny rynek pracy, a reakcja jego dwóch segmentów na nadchodzące spowolnienie będzie różna. Prawdopodobnie pierwszą odpowiedzią na spowolnienie będzie ograniczenie zatrudnienia pracowników agencyjnych, głównie obcokrajowców. Zatrudnieni na umowę o pracę będą się cieszyli większą ochroną. W rezultacie nie spodziewamy się, żeby pogorszenie koniunktury miało doprowadzić do gwałtownego wzrostu bezrobocia, zwłaszcza biorąc pod uwagę sytuację demograficzną i znaczne spadki liczby ludności w wieku produkcyjnym (o ok. 100 tys. rocznie). Oczywiście, ostateczny wynik zależy od tego, czy niepracujący obcokrajowcy będą się rejestrować jako bezrobotni. W 2023, pomimo schłodzenia rynku pracy, spodziewamy się wyższego niż zakładaliśmy w poprzednim Kwartalniku tempa wzrostu wynagrodzeń, ze względu na zaplanowaną podwyżkę płacy minimalnej o 19,6%, która wg rządu obejmie ok. 3 mln pracowników.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

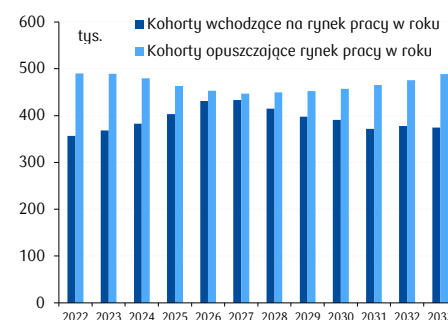
Główne źródła niepewności to: (1) skala przepływów migracyjnych i regulacje dotyczące uchodźców, (2) poziom inflacji i natężenie żądań płacowych.

Faktyczna vs oczekiwana zmiana stopy bezrobocia



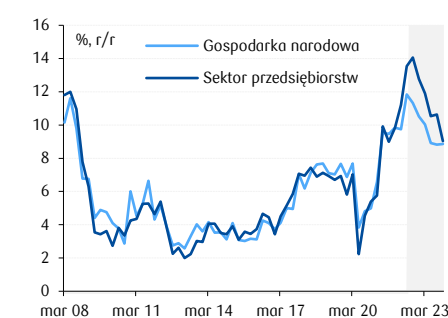
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Struktura wiekowa ludności



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

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

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

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Chociaż tempo wzrostu cen (m/m sa) w 3q22 wyhamowało, to inflacja i tak ustanawia nowe wieloletnie szczyty (16,1% r/r w sierpniu). W strukturze inflacji nadal pierwsze skrzypce grają ceny energii i żywności. Inflacja coraz mocniej rozlewa się też jednak na kategorie bazowe, w których części efekty drugiej rundy po podwyżkach cen energii/żywności nałożyły się na trwający jeszcze popandemiczny trend wzrostowy. Pomimo wzrostu inflacji, oczekiwania inflacyjne są niższe niż w 1h22. Spadku lub stabilizacji cen oczekuje jednak tylko 7% konsumentów, co sprzyja rozlewaniu się inflacji na cały koszyk dóbr i usług.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Kształtowanie się inflacji w 2023 będzie w dużym stopniu determinowane przez rozwiązania administracyjne, których szczegółów jeszcze nie znamy. Zakładamy, że tarcza antyinflacyjna zostanie utrzymana w pełnym zakresie do końca 2023. Nasza bieżąca ścieżka uwzględnia „klasyczny” wzrost taryf energetycznych w styczniu 2023, podnoszący rachunki o ok. 40%. Coraz bardziej prawdopodobne jest jednak wprowadzenie nowych rozwiązań, uzależniających cenę od poziomu zużycia nośnika energii (mogą one objąć prąd i gaz). Takie taryfy niosą wyzwania związane z pomiarem zmiany cen. W wynikach inflacji moglibyśmy zobaczyć m.in. wprowadzoną od stycznia średnioważoną zmianę ceny nośnika (przy progu 2MWh wyższa cena obejmowałaby wg naszych szacunków ok. 20% konsumowanej łącznie przez gosp. domowe energii), albo np. zmianę ceny pojawiającą się stopniowo, dopiero pod koniec roku (jeśli w ogóle), wraz z tym jak „typowy” konsument będzie przekraczał zadany próg zużycia nośnika. W zależności od przyjętych metod pomiaru różnica w poziomach inflacji byłaby znacząca (patrz wykres), nieznacznie zmieniłby się też jej przebieg (niższy szczyt w 1q23 vs wolniejszy spadek pod koniec 2023). Niezależnie od przyjętego scenariusza, 2023 przyniesie wg nas wyraźny spadek inflacji. Będzie on wynikał z istotnego ograniczenia rocznej dynamiki cen paliw i stopniowego obniżania się inflacji bazowej. Zakładamy, że tempo wzrostu cen żywności w 1q23 może jeszcze rosnąć, a na wyraźny spadek dynamiki poczekamy tu do 2h23. Zakładany przez nas spadek inflacji bazowej, z blisko 10% r/r obecnie do ok. 5% na koniec 2023, to przede wszystkim reakcja na spadek realnych dochodów i wzrost kosztów życia (żywność, utrzymanie mieszkania). Obniżając popyt konsumpcyjny, ograniczą one przestrzeń do podnoszenia cen. Tu warto zastrzec, że blokowanie wzrostu cen energii dla ogółu gosp. domowych pozostawi w ich kieszeniach więcej środków na konsumpcję, ograniczając skalę spadku inflacji bazowej, a tym samym – paradoksalnie – inflacji ogółem. **Przewidujemy, że inflacja CPI powróci do celu w 2025 (po wygaśnięciu tarcz antyinflacyjnych w 2024).**

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

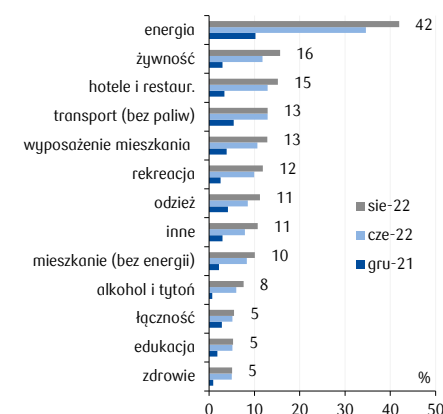
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) zmiany cen surowców; (2) zmiany regulacyjne i administracyjne, (3) notowania złotego, (4) siła i trwałość presji płacowej; 5) zmiany globalnej presji inflacyjnej.

Procesy inflacyjne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Inflacja CPI† (% r/r)	11,1	15,5	16,5	15,6	15,5	11,3	9,4	8,1	8,6	15,6	8,1
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,7	14,0	16,1	15,8	17,3	12,6	10,2	8,5	5,1	13,9	12,1
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	2,3	3,6	4,5	5,0	4,9	3,7	3,0	2,1	0,8	3,8	3,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	3,7	5,7	6,1	5,5	7,9	5,4	4,5	3,9	2,0	5,2	5,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	3,7	4,7	5,4	5,4	4,5	3,5	2,8	2,5	2,3	4,8	3,3
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,4	9,7	9,5	8,0	6,2	4,9	4,5	4,1	8,5	5,9
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	18,2	24,9	24,6	19,9	13,4	5,9	4,1	5,2	7,9	21,9	7,1
Deflator PKB (% r/r)	7,1	9,8	10,2	9,9	10,0	8,0	6,0	4,0	5,8	9,3	7,0
ULC (% r/r)	2,8	7,1	8,3	10,1	12,5	9,5	6,4	4,7	5,6	7,1	8,3
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,4	1,9	1,9	1,3	0,0	-1,0	-1,2	-0,9	0,2	1,3	-0,9

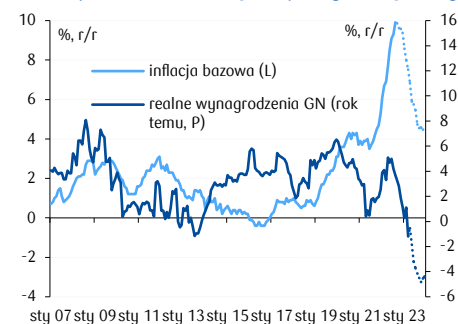
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

Skala zaburzeń* cen wg kategorii (od czerwca 2021, narastająco)



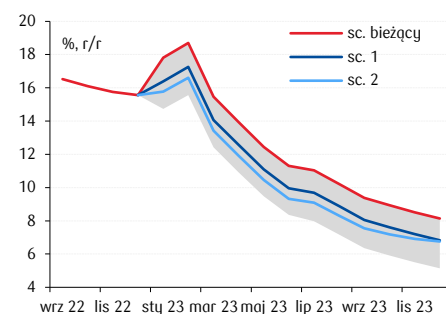
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *faktyczny poziom cen vs poziom cen wynikający z typowej sezonowości.

Inflacja bazowa vs presja rynku pracy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski, kropkowane linie oznaczają prognozę.

Wpływ regulacji energetycznych na inflację



Źródło: GUS, PKO Bank Polski, sc. 1 - wzrost średnioważonej ceny energii od stycznia 23, sc. 2 - wzrost cen energii wraz przekraczaniem progu cenowego, wstęga to min i max analizowanych scenariuszy (min to brak wzrostu cen energii i gazu), w szacunku nie uwzględniono efektów wtórnych.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Sytuacja na rachunku obrotów bieżących na razie nadal się pogarsza. Po lipcu 2022 deficyt bieżący stanowił 4% PKB (ujęcie płynnego roku), najwięcej od końca 2012. Za pogorszenie salda o 7pp PKB w ciągu półtora roku odpowiada przede wszystkim pogorszenie salda towarowego (o 5,4pp), co jest skutkiem negatywnego szoku *terms of trade*, który dotknął w ostatnim czasie wymianę towarową (ceny importu rosły w znacznie szybszym tempie niż ceny eksportu). Jak zwracaliśmy uwagę w Makro Focusie [Bilans płatniczy: Spokojnie, to tylko \(chwilowa\) awaria](#), za ponad połowę pogorszenia polskiego salda handlowego odpowiada gwałtowny wzrost cen importu surowców energetycznych. Ponadto, mocno wzrósł deficyt w kategorii towary zaopatrzeniowe, co można wiązać z ograniczeniami podałowymi, z którymi globalna gospodarka boryka się od pandemii. Ich skutkiem był z jednej strony wyraźny wzrost cen komponentów, z drugiej zaś wymuszona zmiana podejścia do zarządzania stanami magazynowymi, która zaowocowała gwałtownym przyrostem zapasów w polskiej gospodarce. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego wynosiło po lipcu -2,9% PKB, wskazując na wzrost zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie. Pogorszył się też obraz rachunku finansowego.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W naszej ocenie pogorszenie salda towarowego w znacznej części nie ma charakteru strukturalnego i w średnim terminie sytuacja powinna ulec poprawie, chociaż „po drodze” deficyt CA zbliży się do 5% PKB. Kolejne kwartały pokażą dalsze odwracanie się cyklu zapasów przy słabszym popycie, znacznie mniejszych niż pod koniec 2021 utrudnieniach w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów dostaw i normalizacji cen niektórych surowców przemysłowych. Eksport utrzyma wzrosty, pomimo recesji w Niemczech, do czego przyczyni się odblokowanie globalnych łańcuchów odstaw i dokonane w Polsce inwestycje firm zagranicznych. W naszej prognozie zakładamy utrzymanie się relatywnie wysokiego deficytu dochodów pierwotnych – tutaj poprawa wynikająca ze słabszych wyników firm z udziałem kapitału zagranicznego zostanie zniwelowana przez wyższe odpływy wynagrodzeń nierezydentów (Ukraińców). Nie oczekujemy znaczącej poprawy rachunku kapitałowego, ze względu na opóźnienia w napływie środków w ramach KPO. Relacja długu zagranicznego do PKB powinna w naszej ocenie nadal spadać, dzięki silnemu wzrostowi nominalnego PKB.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

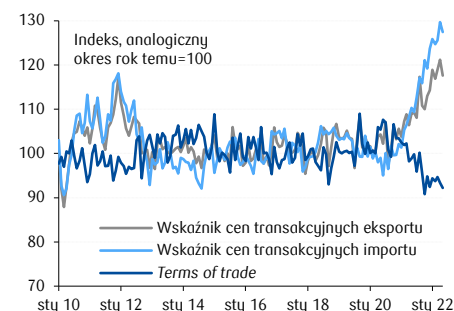
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) ceny surowców, w szczególności węgla i gazu; (2) przepływy funduszy UE; (3) globalna koniunktura; 4) notowania złotego.

Równowaga zewnętrzna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,8	-3,9	-4,5	-4,7	-4,8	-4,4	-4,2	-3,7	-0,7	-4,7	-3,7
Bilans handlowy (% PKB)	-1,6	-2,7	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8	-3,5	-3,2	-0,1	-3,6	-3,2
Eksport (% r/r)	16,5	19,8	12,0	7,0	7,2	8,3	8,5	8,5	19,9	13,8	8,1
Import (% r/r)	31,6	30,6	18,0	9,5	7,7	8,5	6,4	5,7	26,7	22,4	7,1
Saldo usług (% PKB)	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8	4,7	4,7	4,6	4,6	4,7	4,6
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-5,0	-5,0	-4,9	-4,8	-4,8	-4,6	-4,5	-4,4	-4,5	-4,8	-4,4
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-1,0	-0,8
Rachunek kapitałowy (% PKB)	1,2	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5	1,3	1,3	1,6	1,1	1,3
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,2	4,8	4,6	4,5	3,5	2,7	2,8	3,0	2,6	4,5	3,0
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto (% PKB)	4,7	5,0	4,5	4,2	3,0	2,6	2,5	2,6	3,7	4,2	2,6
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,7	-1,3	-0,4	-0,2	0,2	0,8	0,7	-0,1	-2,8	-0,2	-0,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,0	-0,5	-0,7	-0,7	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	55,7	54,5	53,1	51,7	50,0	48,9	48,5	47,6	56,5	51,7	47,6
Sektor publiczny (% PKB)	17,1	18,6	18,1	17,5	16,8	16,3	16,2	15,8	18,4	17,5	15,8
Sektor prywatny (% PKB)	38,6	35,9	35,1	34,2	33,2	32,6	32,3	31,8	38,1	34,2	31,8

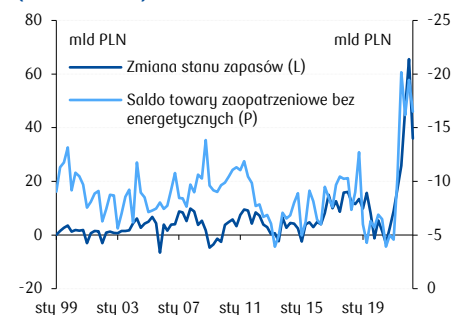
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Ceny w eksporcie i imporcie



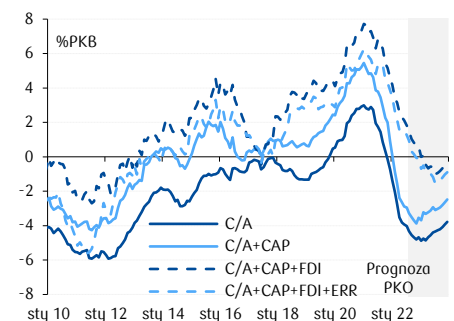
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Cykl zapasów vs saldo towarowe (kwartalne)



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Miary nierównowagi zewnętrznej



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

W trakcie 3q22 RPP stopniowo finalizowała najszybszy i najbardziej agresywny cykl podwyżek stóp procentowych w nowoczesnej historii gospodarczej Polski. We wrześniu skala podwyżki wyniosła tylko 25pb (stopa referencyjna: 6,75%), a sugestie Prezesa NBP i większości członków Rady wskazują na chęć zakończenia cyklu lub jeszcze jeden ruch o 25pb w październiku. Rada argumentuje, że już dokonane podwyżki znacząco ograniczają przyszłą inflację, a trwające spowolnienie gospodarcze sugeruje ostrożność w dalszych ruchach. Zakończeniu podwyżek stóp przez krajową RPP sprzyjają podobne decyzje innych banków centralnych w regionie CEE. Czesi zakończyli podwyżki stóp w sierpniu na poziomie 7%, a Węgrzy sfinalizowali cykl „z prztykiem” dużą podwyżką do 13% we wrześniu.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Docelowa stopa procentowa NBP w rozpoczętym w październiku 2021 cyklu wyniesie wg nas 7,0%, przy czym RPP może nie zadeklarować zdecydowanie, że cykl został zakończony (może pozostać w trybie decyzji „z posiedzenia na posiedzenie”). Widzimy szansę na obniżki stóp pod koniec 2023. Głównym argumentem za końcem zacieśniania monetarnego jest wysoka efektywność dotychczasowych podwyżek stóp. Po pierwsze, dokonane podwyżki stóp oraz prawdopodobny spadek oczekiwań inflacyjnych podniosły wysokość realnej stopy procentowej – liczonej *ax ante*. Po drugie, ze względu na znaczny wzrost oprocentowania nowych kredytów mieszkaniowych załamał się popyt na kredyt ze strony gospodarstw domowych. Po trzecie, realna dynamika sprzedaży detalicznej znacząco wyhamowała (rośnie zaledwie w skali takiej, jak wzrost liczby konsumentów - uchodźcy). Ponadto, nie zrealizowały się obawy związane z powstaniem spirali cenowo-płacowej. Co więcej, dalsze podwyżki stóp mogłyby być mało produktywne. Restrykcyjna polityka monetarna staje się bowiem zdecydowanie mniej skuteczna w otoczeniu ekspansywnej polityki fiskalnej, o czym m.in. mówili F.Bianchi i L.Melosi podczas sympozjum w Jackson Hole. Argumentowali, że w otoczeniu wysokich wydatków fiskalnych (m.in. związanych z Covid-19) większy wpływ na procesy inflacyjne ma polityka fiskalna niż pieniężna.

Dostrzegamy ryzyko, że działania fiskalne, mające w krótkim okresie łagodzić skutki szoku energetycznego, połączone ze wzrostem płacy minimalnej w 2023 o blisko 20% mogą opóźnić proces powrotu inflacji do celu NBP. Innymi czynnikami ryzyka, które mogłyby wywierać presję na utrzymanie stóp na wysokim poziomie lub nawet kontynuację podwyżek byłyby: (1) uporczywość mocnej presji popytowej i inflacji; (2) silniejsze niż wśród państw regionu pogorszenie salda rachunku bieżącego i deficytu fiskalnego, zwiększające zapotrzebowanie na napływ kapitału; (3) znaczące osłabienie PLN i pogorszenie nastawienia wobec krajowej waluty.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

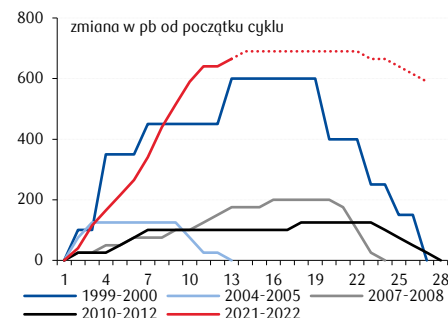
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) decyzje Fed i EBC; (2) kształtowanie się ścieżki inflacji; (3) tempo/skala pogorszenia koniunktury; (4) zmienność kursu PLN, (5) ryzyko (geo)polityczne.

Polityka pieniężna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Stopa referencyjna (%)	3,50	6,00	6,75	7,00	7,00	7,00	6,50	6,25	1,75	7,00	6,25
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-7,61	-9,53	-9,78	-8,56	-8,46	-4,31	-2,88	-1,89	-6,85	-8,56	-1,89
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	-3,40	-3,10	-3,12	-2,38	-0,52	1,24	6,50	6,25	-3,55	-2,38	1,79
Stopa lombardowa (%)	4,00	6,50	7,25	7,50	7,50	7,50	7,00	6,75	2,25	7,50	6,75
Stopa depozytowa (%)	3,00	5,50	6,25	6,50	6,50	6,50	6,00	5,75	1,25	6,50	5,75
Stopa redysk. weksli (%)	3,55	6,05	6,80	7,05	7,05	7,05	6,55	6,30	1,80	7,05	6,30
REER defl. CPI (% r/r)	0,2	-0,8	3,8	4,3	8,6	5,3	5,5	5,2	-0,5	1,9	6,1
Nominalny PKB (% r/r)	16,3	15,9	13,9	10,6	7,6	7,1	8,3	8,0	12,1	14,0	7,8

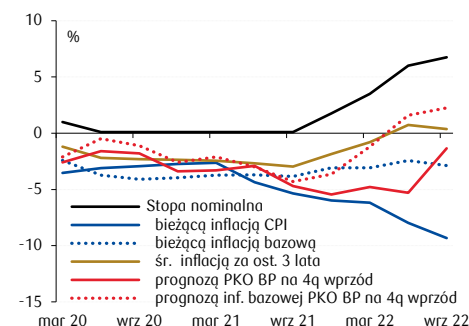
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Przebieg cykli podwyżek stóp procentowych w Polsce



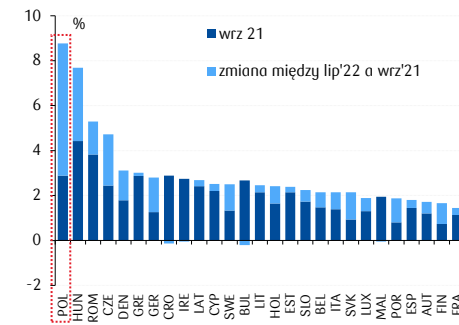
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Szacunki realnej stopy procentowej w zależności od deflatora



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Oprocentowanie nowych kredytów hipotecznych w państwach UE



Źródło: EBC, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Obraz finansów publicznych po połowie 2022 jest relatywnie dobry. Nadwyżka budżetu państwa wyniosła 27,7 mld PLN. Nadwyżka w budżetach samorządów (JST) sięgnęła 14,4 mld PLN (vs 22,4 mld PLN po 2q21). Dochody JST wzrosły o 4,7% r/r, a wydatki o 11,2% r/r. Po dwóch latach flauty, wydatki inwestycyjne samorządów mocno przyspieszyły. Podsektor ubezpieczeń społecznych ciągle korzysta na coraz większej liczbie ubezpieczonych obcokrajowców, a także na silnym wzroście nominalnego funduszu płac. Pozytywne tendencje w wynikach budżetu państwa utrzymały się także w lipcu, a nadwyżka budżetowa powiększyła się do 34,7 mld PLN. Szacujemy, że relacja deficytu fiskalnego do PKB po 2q22 zmniejszyła się do 1,5% (vs 1,9% w 2021), a relacja długu publicznego do PKB do 51,6% (vs 53,8%).

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podtrzymujemy naszą prognozę, że wzrost deficytu fiskalnego w 2022 będzie umiarkowany (utrzyma się poniżej 3% PKB). Kluczowym wyzwaniem dla polityki fiskalnej w Polsce w nadchodzącym roku, podobnie jak we wszystkich innych krajach UE, są ceny energii. Dodatkowe działania osłonowe w związku ze skokowym wzrostem kosztów energii wywołanym przez agresywną politykę Rosji sprawią, że w 2023 deficyt fiskalny wyraźnie się zwiększy. Obecnie szacujemy, że wyniesie 5,1% PKB, ale ostateczny wynik będzie zależał od nieznanych jeszcze szczegółów rozwiązań w zakresie cen energii i gazu. Działania osłonowe w 2023 przewidują m.in. ograniczenie lub zamrożenie cen energii dla odbiorców końcowych (gospodarstw domowych i firm spełniających warunki pomocy), rekompensaty dla producentów energii, a także transfery do gospodarstw domowych, samorządów i firm na zakupy surowców lub energii. Jednym ze źródeł finansowania programów osłonowych najprawdopodobniej będzie unijny podatek od ponadnormatywnych zysków firm (potencjalnie 0,5-1,0% PKB). Zakładamy także, że dotychczas obowiązująca tarcza antyinflacyjna zostanie utrzymana przynajmniej do końca 2023 (nie zwiększając dodatkowo dochodów sektora publicznego). Dodatkowy, negatywny wpływ na dochody sektora w 1h23 będzie mieć rozliczenie obniżki podatku PIT z lipca 2022. Potencjalnym obszarem wydatków będą dodatkowe nakłady na obronność – zakładamy, że w 2023 mogą one wynieść do 1% PKB. Utrzymującą się wysoka inflacja, mimo spadku realnego PKB w 1h23, sprawi, że baza podatkowa będzie nadal rosła, wspierając dochody sektora publicznego. W 2023 większą część deficytu fiskalnego sektora odnotują jednostki pozabudżetowe – w budżecie państwa zaplanowano deficyt w wysokości 65 mld PLN (tj. ok. 2% PKB). Utrzymanie wzrostu nominalnego PKB sprawi, że relacja długu publicznego do PKB (ESA) podniesie się w 2023 w niewielkim stopniu.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

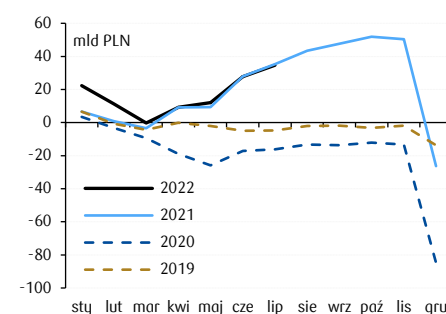
Główne źródła niepewności to: (1) koszty działań osłonowych w związku z kryzysem energetycznym, (2) zmiany wydatków obronnych, (3) wahania notowań złotego (istotne dla relacji długu do PKB), (4) poziom nominalnego PKB.

Polityka fiskalna†

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,6	-1,5	-2,0	-2,2	-2,7	-3,5	-4,4	-5,1	-1,9	-2,2	-5,1
Dochody (% PKB, ESA2010)	41,6	41,1	40,2	39,7	39,6	39,3	38,8	38,6	42,3	39,7	38,6
Wydatki (% PKB, ESA2010)	43,2	42,6	42,1	41,9	42,3	42,9	43,3	43,7	44,2	41,9	43,7
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,0	1,1	1,1	1,5	2,2	2,5	2,4	2,3	1,1	1,5	2,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,6	-0,4	-0,9	-0,6	-0,5	-1,0	-2,0	-2,8	-0,8	-0,6	-2,8
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,1	-1,2	-1,7	-1,2	-0,5	-0,6	-1,6	-2,4	-0,8	-1,2	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	52,1	51,6	50,3	50,8	50,5	50,7	51,0	52,3	53,8	50,8	52,3
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-2,0	-1,0	-1,3	-2,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,1	x	x	x	-2,0	-0,7	-1,1	-2,0
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	39,6	x	x	x	38,8	43,8	39,6	38,8

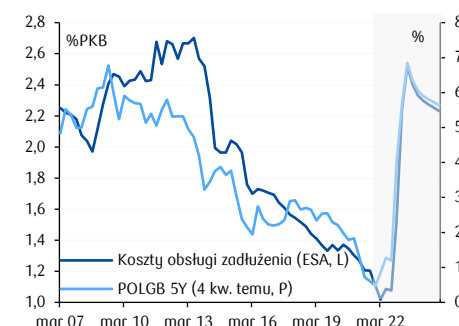
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Saldo budżetu państwa



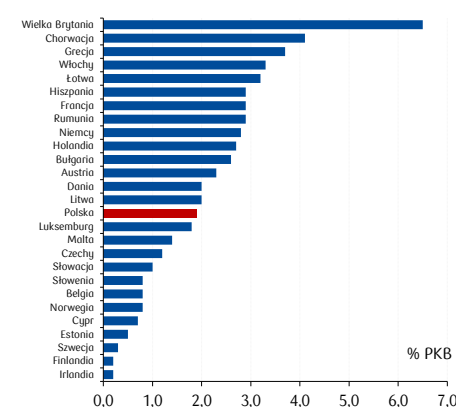
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Koszty obsługi zadłużenia



Źródło: ZUS, PKO Bank Polski.

Fiskalne działania osłonowe w Europie



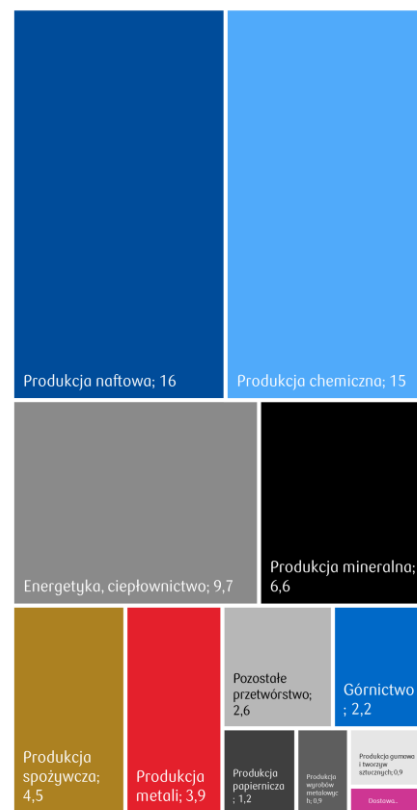
Źródło: Bruegel, PKO Bank Polski.

Sekcja specjalna. Polskie przedsiębiorstwa w obliczu kryzysu energetycznego

Zasadnicze elementy szoku energetycznego doświadczanego przez krajowe przedsiębiorstwa to: (1) gwałtowny wzrost cen energii elektrycznej; (2) wysoka cena i ryzyko racjonowania gazu ziemnego.

W 2021 tylko w jednym dziale PKD – w obsłudze nieruchomości – udział kosztów energii w kosztach operacyjnych ogółem był dwucyfrowy (22,4%). W siedmiu kolejnych działach, głównie związanych z górnictwem, hutnictwem i wodociągami, udział energii przekraczał 5%. Obserwowany obecnie gwałtowny wzrost hurtowych cen energii spowoduje zmianę struktury kosztów przedsiębiorstw. Szacujemy, że przy utrzymaniu bieżącego poziomu cen energii na rynku hurtowym, ich pełnym przeniesieniu w cenniki firm oraz kształtowaniu się pozostałych kosztów zgodnym z aktualnymi prognozami PKO Banku Polskiego (w zakresie cen i płać) liczba działów, gdzie przeciętny koszt energii przekroczy 10% kosztów operacyjnych wzrosłaby do 13. Do wymienionych wcześniej działów dołączyłyby przedsiębiorstwa związane z zakwaterowaniem i firmy prowadzące działalność związaną z kulturą czy rekreacją. W sytuacji spadającego popytu mogą mieć one problemy z przetrzymaniem rosnących kosztów na końcowych odbiorców, a zmieniona struktura kosztów jeszcze zwiększy ich wrażliwość na zmiany cen energii. W przypadku gazu ziemnego obok wysokiej ceny problemem tej zimy (jeżeli będzie surowa) może okazać się fizyczna dostępność surowca. W 2020 ponad 60% gazu wysokometanowego było zużywane przez odbiorców komercyjnych. Najwięcej, bo 16% rocznego zużycia gazu ogółem, konsumowały spółki rafineryjne, na kolejnym miejscu były branża chemiczna, a także energetyka i ciepłownictwo, produkcja pozostałych mineralnych surowców metalicznych oraz artykułów spożywczych. W przypadku racjonowania gazu dla odbiorców przemysłowych, to branże z najwyższym zużyciem gazu mogłyby być potencjalnie zmuszone do ograniczenia produkcji.

Branżowa struktura zużycia gazu wysokometanowego w 2020 (% ogółu)

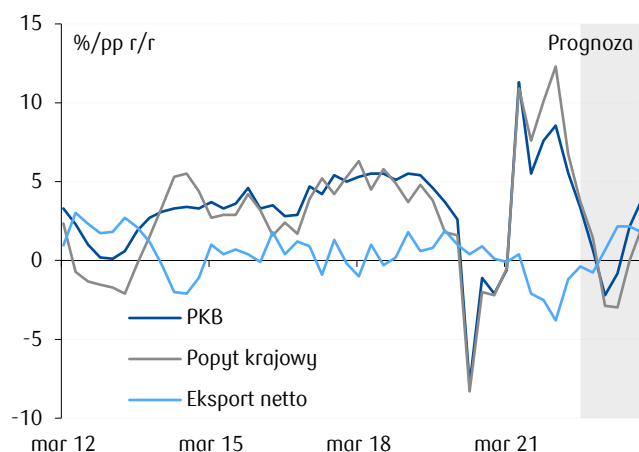


Struktura kosztów przedsiębiorstw (firmy z zatrudnieniem 10+, dla 2022 wyniki symulacji)

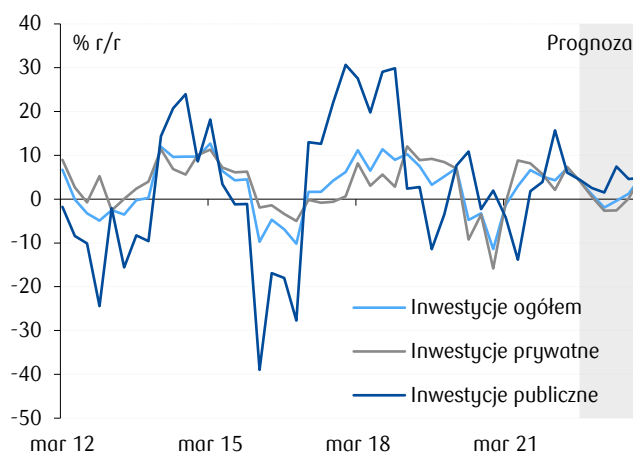
	Dynamika kosztów operacyjnych przedsiębiorstwa [%]	Udział energii w kosztach operacyjnych w 2021 [%]	Udział energii w kosztach operacyjnych w 2022		Udział materiałów w kosztach operacyjnych		Udział wynagrodzeń w kosztach operacyjnych		Udział usług obcych w kosztach operacyjnych	
			poziom w 2022 [%]	zmiana vs 2021 [pp]	poziom w 2022 [%]	zmiana vs 2021 [pp]	poziom w 2022 [%]	zmiana vs 2021 [pp]	poziom w 2022 [%]	zmiana vs 2021 [pp]
68. DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OBSŁUGĄ RYNKU NIERUCHOMOŚCI	64,3	22,4	47,6	25,3	4,8	-1,6	10,8	-5,3	15,3	-7,4
24. PRODUKCJA METALI	39,3	9,1	22,8	13,7	53,3	-7,2	4,5	-1,2	7,0	-1,8
36. POBÓR, UZDATNIANIE I DOSTARCZANIE WODY	27,7	6,9	18,8	12,0	10,4	-0,4	23,1	-3,6	16,6	-2,6
37. ODPROWADZANIE I OCZYSZCZANIE ŚCIEKÓW	26,4	6,5	17,9	11,5	8,8	-0,3	21,6	-3,1	16,5	-2,4
09. DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA WSPOMAGAJĄCA GÓRNICTWO I WYDOBYWANIE	26,4	6,3	17,5	11,2	9,5	-0,3	26,6	-3,8	21,9	-3,2
05. WYDOBYWANIE WĘGLA KAMIENNEGO I WĘGLA BRUNATNEGO (LIGNITU)	25,9	6,3	17,6	11,2	8,2	-0,2	24,7	-3,5	12,7	-1,8
23. PRODUKCJA WYROBÓW Z POZOSTAŁYCH MINERALNYCH SUROWCÓW NIEMETALICZNYCH	29,7	5,9	16,1	10,1	41,1	-2,3	10,5	-1,8	14,6	-2,5
08. POZOSTAŁE GÓRNICTWO I WYDOBYWANIE	24,8	5,2	14,6	9,4	18,5	-0,3	14,6	-1,9	28,3	-3,7
93. DZIAŁALNOŚĆ SPORTOWA, ROZRYWKOWA I REKREACYJNA	22,6	4,8	13,8	9,0	7,4	0,0	19,8	-2,2	37,1	-4,1
55. ZAKWATEROWANIE	22,0	4,3	12,2	8,0	14,5	0,1	22,1	-2,3	28,3	-3,0
91. DZIAŁALNOŚĆ BIBLIOTEK, ARCHIWÓW, MUZEÓW ORAZ POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z KULTURĄ	21,6	4,2	12,1	7,9	11,5	0,1	21,8	-2,2	39,7	-4,0
20. PRODUKCJA CHEMIKALIÓW I WYROBÓW CHEMICZNYCH	27,0	3,7	10,3	6,6	62,0	-2,2	6,4	-1,0	8,4	-1,3
16. PRODUKCJA WYROBÓW Z DREWNA ORAZ KORKA, Z WYLĄCZENIEM MEBLI; PRODUKCJA WYROBÓW ZE SKŁOY I MATERIAŁÓW UŻYWANYCH DO WYPLATANIA	25,7	3,7	10,2	6,5	53,8	-1,3	9,7	-1,3	10,5	-1,4
17. PRODUKCJA PAPIERU I WYROBÓW Z PAPIERU	25,7	3,2	9,0	5,8	61,9	-1,5	7,5	-1,0	10,1	-1,4
94. DZIAŁALNOŚĆ ORGANIZACJI CZŁONKOWSKICH	18,0	3,1	9,2	6,1	2,7	0,1	40,2	-2,7	31,9	-2,2
49. TRANSPORT LĄDOWY ORAZ TRANSPORT RURIĄCOWY	19,1	3,0	8,7	5,8	15,8	0,5	13,8	-1,1	39,1	-3,0
22. PRODUKCJA WYROBÓW Z GUMY I TWORZYW SZTUCZNYCH	23,8	2,7	7,5	4,9	58,6	-0,5	10,6	-1,3	9,7	-1,2
13. PRODUKCJA WYROBÓW TEKSTYLNICH	23,4	2,6	7,4	4,8	56,4	-0,3	12,9	-1,5	10,6	-1,2
96. POZOSTAŁA INDYWIDUALNA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA	16,3	2,3	6,9	4,6	6,5	0,3	32,3	-1,7	30,8	-1,6
56. DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA ZWIĄZANA Z WYŻYWIENIEM	18,7	2,2	6,5	4,3	28,2	0,9	20,8	-1,5	20,3	-1,5
35. WYTWARZANIE I ZAOPATRYWANIE W ENERGIĘ ELEKTRYCZNĄ, GAZ, PARĘ WODNĄ, GORĄCĄ WODĘ I POWIETRZE DO UKŁADÓW KLIMATYZACYJNYCH	17,2	2,2	6,6	4,4	21,6	1,0	3,8	-0,2	7,8	-0,5
61. TELEKOMUNIKACJA	15,2	2,2	6,7	4,5	1,4	0,1	10,7	-0,5	39,8	-1,7
01. UPRAWY ROLNE, CHÓW I HODOWLA ZWIERZĄT, ŁOWIECTWO, WŁĄCZAJĄC DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWĄ	19,5	2,1	6,2	4,1	39,4	1,0	7,6	-0,6	7,4	-0,6
18. POLIGRAFIA I REPRODUKCJA ZAPISANYCH NOŚNIKÓW INFORMACJI	20,4	2,0	5,7	3,7	45,4	0,9	17,6	-1,6	16,6	-1,5
10. PRODUKCJA ARTYKUŁÓW SPOŻYWCZYCH	22,2	1,7	5,0	3,2	64,4	0,3	7,0	-0,7	8,3	-0,9
14. PRODUKCJA ODIĘŻY	17,9	1,7	5,0	3,3	31,9	1,3	24,6	-1,6	18,6	-1,2
28. PRODUKCJA MASZYN I URZĄDZEŃ, GDZIE INDIJE NIESKŁASYFIKOWANA	19,8	1,6	4,7	3,1	48,7	1,1	14,9	-1,3	13,2	-1,1
31. PRODUKCJA MEBLI	20,8	1,6	4,6	3,0	56,1	0,9	14,0	-1,3	10,6	-1,0
25. PRODUKCJA METALOWYCH WYROBÓW GOTOWYCH, Z WYLĄCZENIEM MASZYN I URZĄDZEŃ	20,3	1,5	4,5	2,9	53,8	1,1	12,5	-1,1	11,9	-1,1

Źródło: Pont, PKO Bank Polski; szacunek struktury kosztów w 2022 oparty na prognozach PKO dotyczących podstawowych kategorii makroekonomicznych.

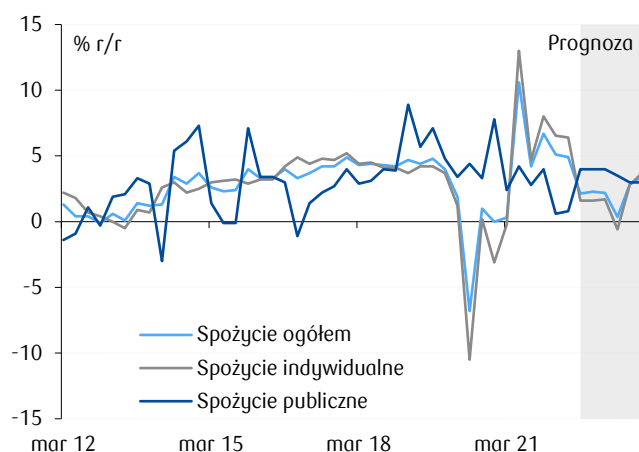
Realny PKB



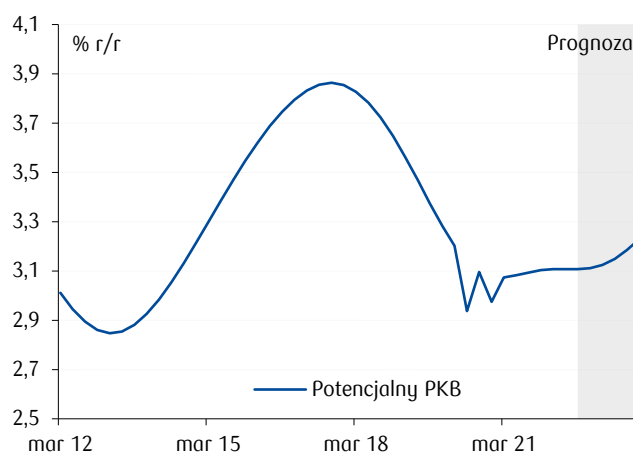
Popyt inwestycyjny



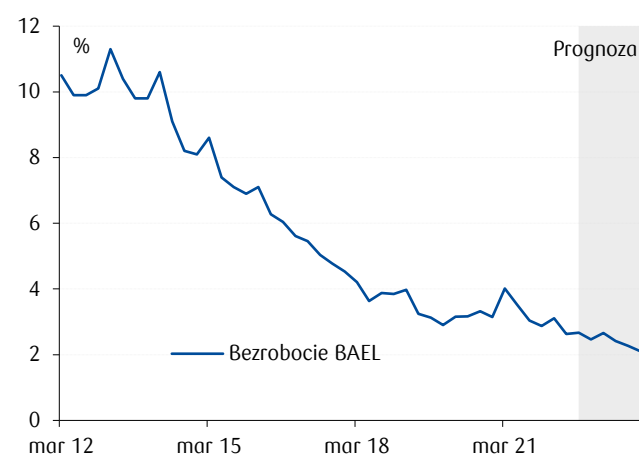
Popyt konsumpcyjny



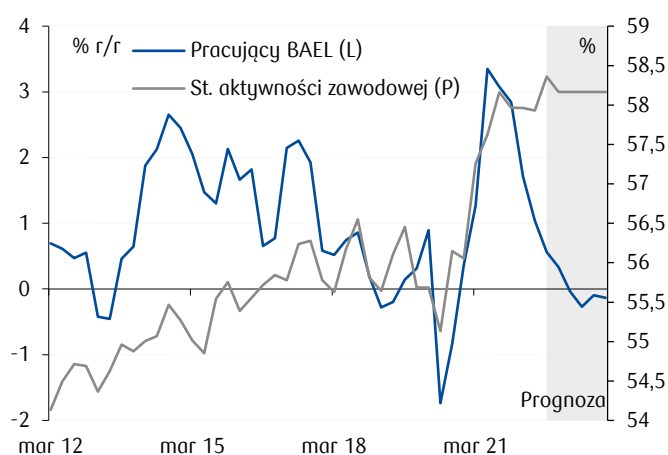
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

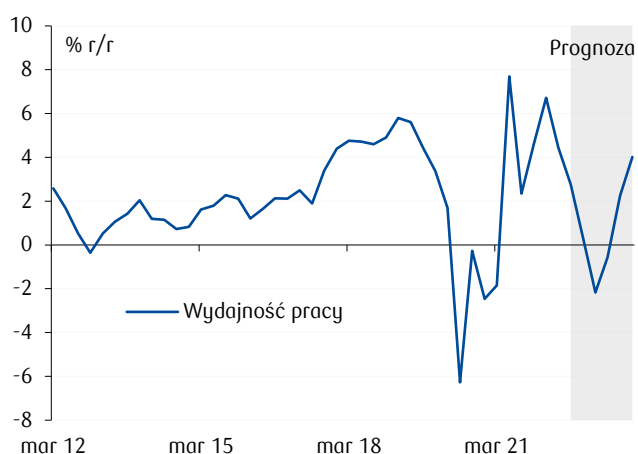


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

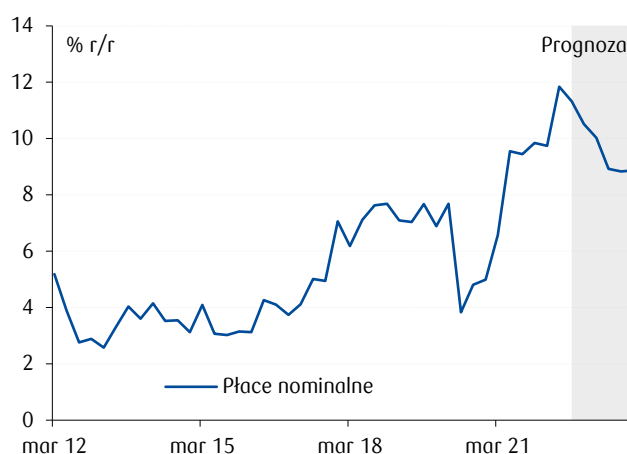


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

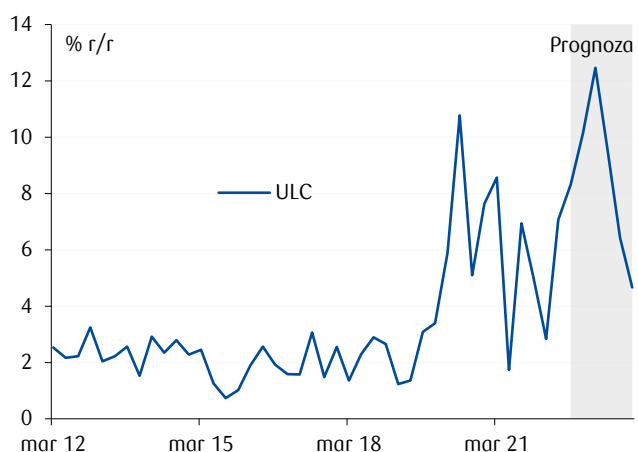
Wydajność pracy*



Płace w gospodarce narodowej



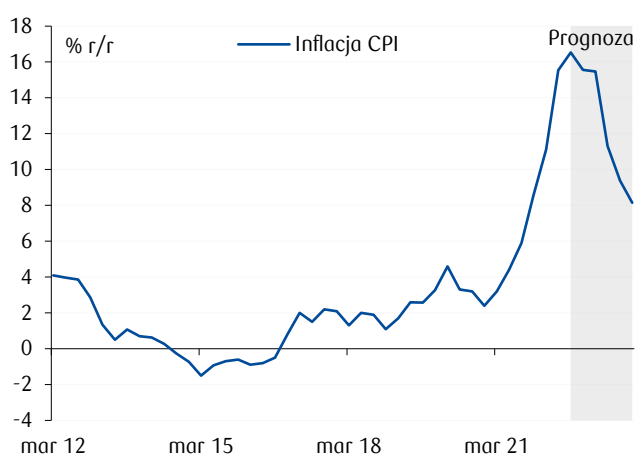
Jednostkowe koszty pracy*



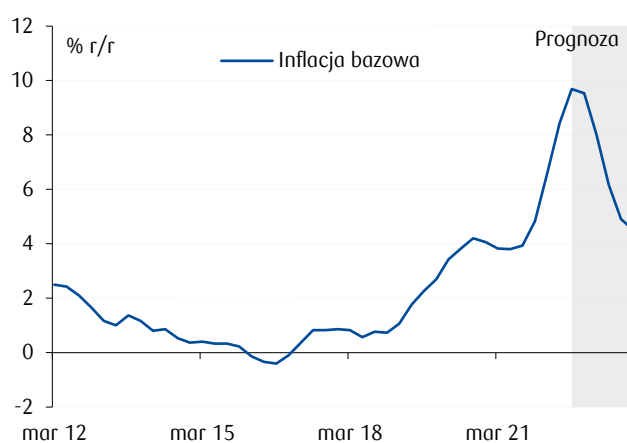
Luka popytowa



Inflacja CPI

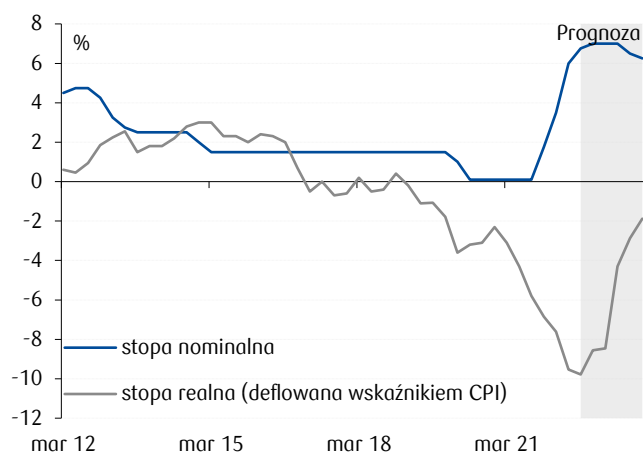


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

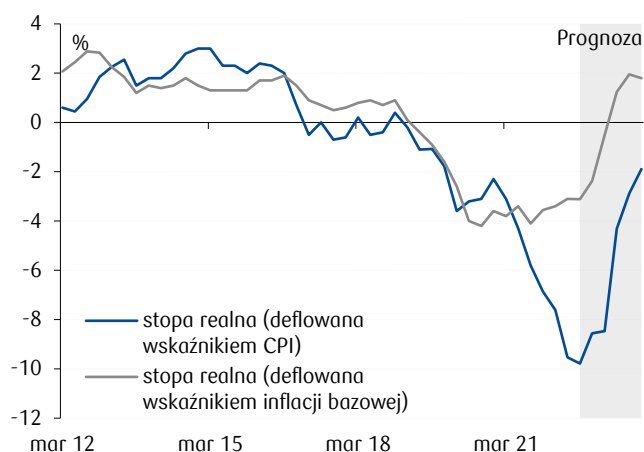


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

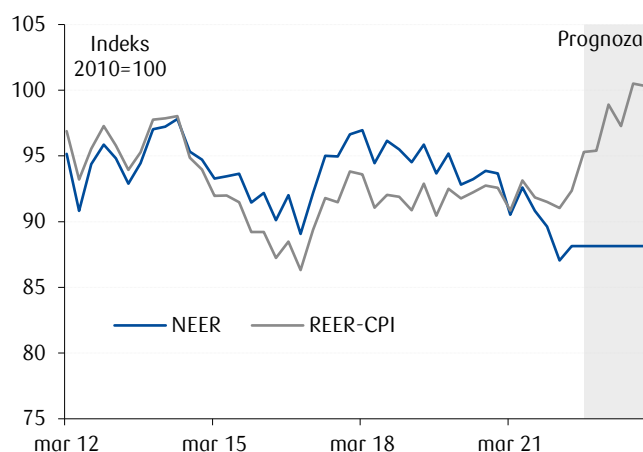
Stopy nominalne vs realne



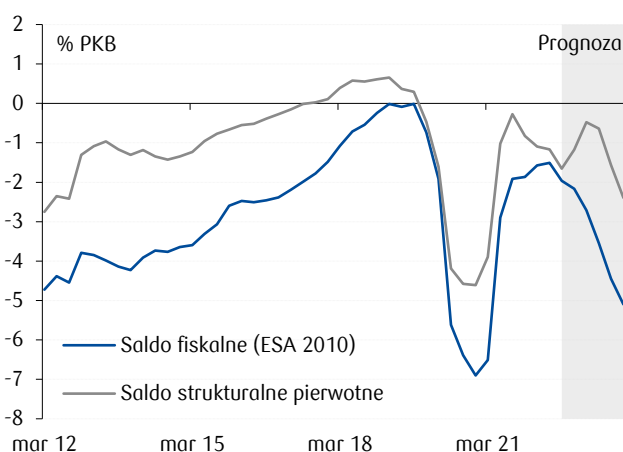
Stopy realne



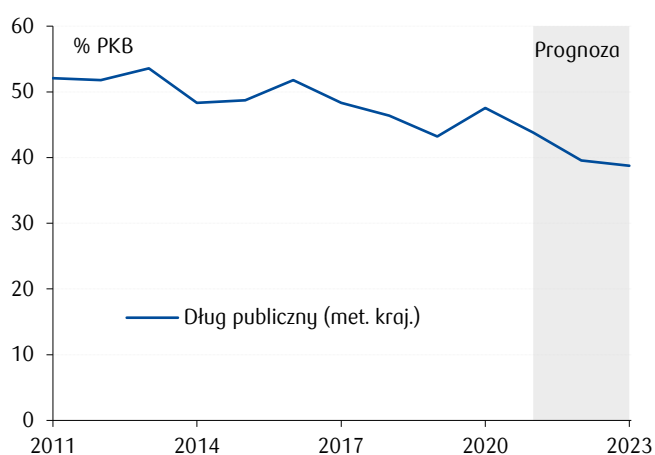
Założenia dotyczące NEER i REER*



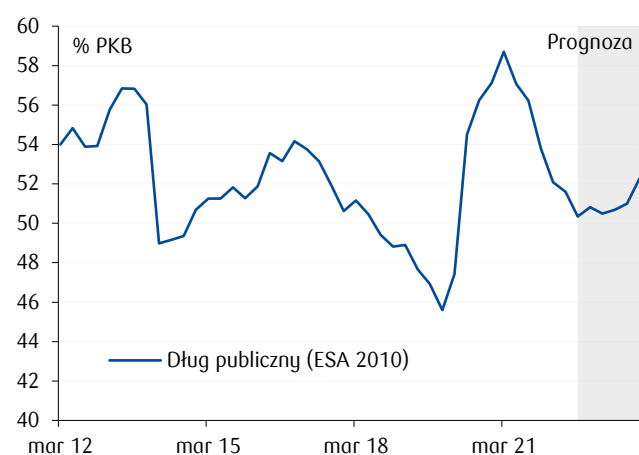
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

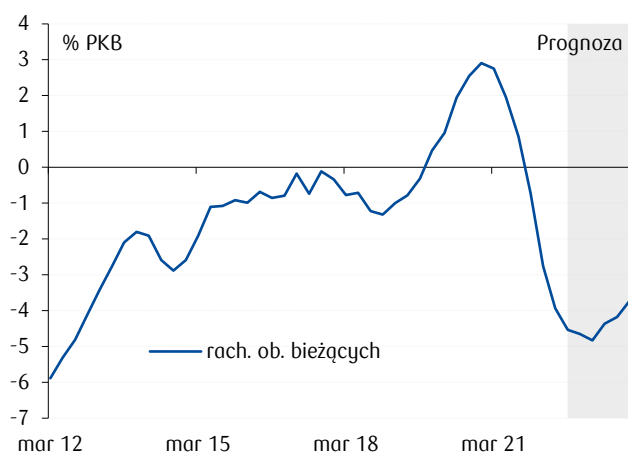


Dług publiczny (ESA 2010)

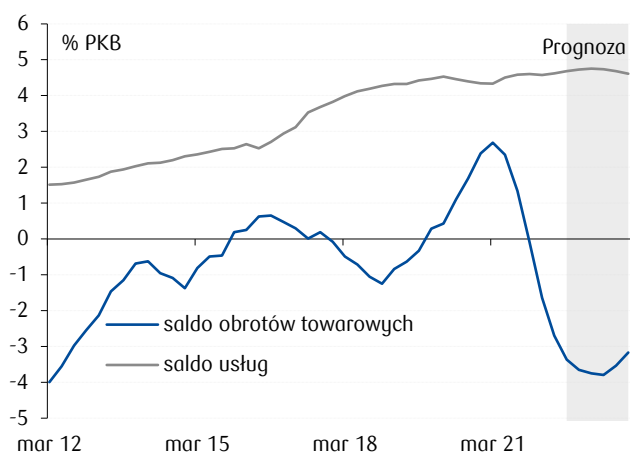


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

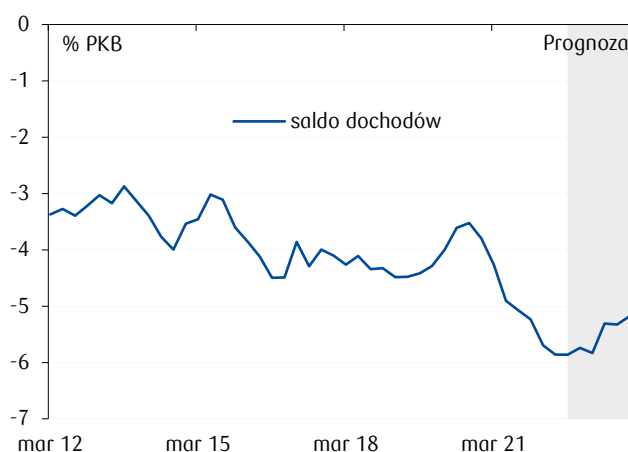
Saldo rachunku obrotów bieżących



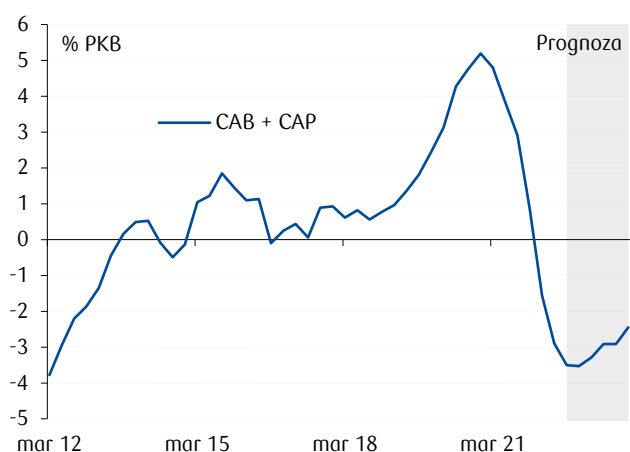
Saldo handlu zagranicznego



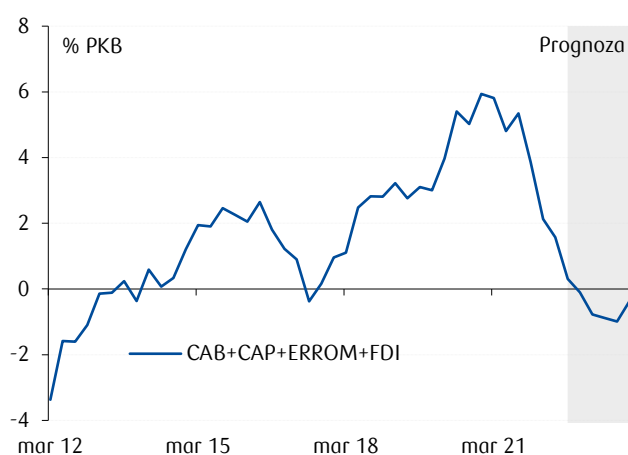
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



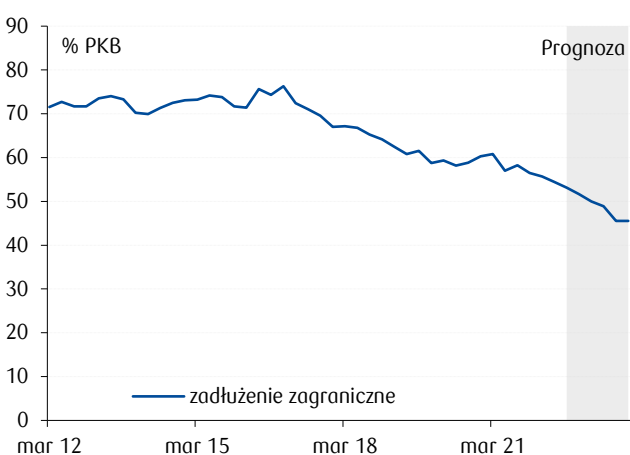
Saldo CAB i CAP*



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
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	3,4	4,2	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,2	5,9	4,3	0,9
Popyt krajowy (% r/r)	4,8	3,7	2,3	4,9	5,6	3,6	-2,9	7,6	6,1	-0,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	6,1	4,0	1,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	3,7	1,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,2	3,9	1,0	4,1	5,2	4,6	-2,1	5,7	3,6	1,9
Zapasy (pkt. proc.)	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-0,8	1,9	2,5	-2,8
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,8	-1,1	-1,5	1,7
Produkt potencjalny (% r/r)	3,1	3,4	3,7	3,9	3,7	3,4	3,1	3,1	3,1	3,2
Nominalny PKB (mld PLN)	1711	1801	1863	1990	2122	2293	2339	2622	2989	3221
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,8	-0,4	-0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	2,3	1,7	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	2,6	0,9	-0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,2	55,3	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,8	58,1	58,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,1	6,9	5,6	4,5	3,9	2,9	3,2	3,4	2,7	2,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	4,9	4,7
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	10,9	9,2
Wydajność pracy (% r/r)	1,0	1,9	1,8	3,0	4,7	4,8	-1,8	3,2	3,6	0,9
ULC (% r/r)	2,6	1,4	2,0	2,2	2,3	2,3	7,3	5,6	7,1	8,3
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	13,9	12,1
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	3,8	3,4
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	5,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	4,8	3,3
Inflacja bazowa (% r/r)	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	8,5	5,9
Deflator PKB (% r/r)	0,7	1,3	0,3	1,9	1,2	3,2	4,2	5,8	9,3	7,0
Agregaty monetarne										
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	-10,0	-2,5
Kredyty ogółem (mld PLN)	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1440,2	1459,9
Kredyty ogółem (% r/r)	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	2,6	1,4
Depozyty ogółem (mld PLN)	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1797,5	1859,8
Depozyty ogółem (% r/r)	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	1,0	3,5
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,6	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	2,9	-0,7	-4,7	-3,7
Bilans handlowy (% PKB)	-1,4	0,2	0,5	-0,1	-1,2	0,3	2,4	-0,1	-3,6	-3,2
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,4	2,1	0,9	1,4	2,6	1,9	2,1	3,7	4,2	2,6
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	73,1	71,7	76,3	67,0	64,2	58,8	60,3	56,5	51,7	47,6
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-2,2	-5,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,7	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-0,6	-2,8
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,3	-0,7	-0,3	0,1	0,6	-0,5	-4,6	-0,8	-1,2	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,7	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,1	53,8	50,8	52,3
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00	6,25
Realna st. ref. defl. CPI (%)	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-8,56	-1,89
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-2,38	1,79
Stopa lombardowa (%)	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,50	6,75
REER defl. CPI (% r/r)	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,9	6,1

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: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

	analizy.makro@pkobp.pl	
Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

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

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



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

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

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

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

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.