

# Kwartalnik Ekonomiczny

1q24

Analizy Makroekonomiczne

26 marca 2024



Bank Polski

Centrum  
Analiz



## Ogień i woda

- **Globalny szok inflacyjny ustępuje i pierwsze obniżki stóp procentowych Fed i EBC wydają się być na wyciągnięcie ręki.** Główne banki centralne pozostają w fazie wzmoczonej inflacyjnej czujności, ale obawy przed uporczywością inflacji maleją, mimo że amerykańska gospodarka uparcie nie spowalnia. W strefie euro nadal dominują rewizje prognoz PKB w dół. Po obu stronach Atlantyku zmierzamy jednak do gospodarczej normalności, choć lista czynników ryzyka, które mogą ją ponownie zaburzyć, jest długa. Dominuje na niej (geo)polityka.
- **W krajowej gospodarce obserwujemy rzadkie połączenie dwóch żywiołów: ognia (ożywienia gospodarczego) i wody (dezinflacji).** Początek 2024 przyniósł gwałtowną poprawę realnych dochodów i ożywienie popytu konsumpcyjnego, a kontynuacja tego procesu podbija dynamikę PKB pod koniec tego roku do blisko 5% r/r.
- **Wzrost płac wyraźnie przyspieszył na początku 2024 i trudno nie łączyć tego z olbrzymią podwyżką płacy minimalnej i wzrostem płac w sektorze publicznym.** Ożywienie gospodarcze zapowiada odbudowę popytu na pracę, co powinno prowadzić do powrotu do wzrostu zatrudnienia i spadku bezrobocia.
- **Kondycja finansów publicznych zmusza do trudnych wyborów i nie pozostawia dużego pola manewru.** Struktura wzrostu PKB staje się jednak bardziej wydajna dochodowo (więcej konsumpcji i importu), a spadek inflacji przestanie szkodzić dochodom i zmniejszy presję na indeksację wydatków.
- **Inflacja nie jest już postrachem.** Przy wciąż istotnej niepewności regulacyjnej, perspektywy inflacji poprawiają się nawet w scenariuszu pełnego zniesienia tarczy antyinflacyjnej, ale powrót inflacji do celu nie będzie na razie trwały.
- **RPP patrzy mocno w przyszłość i dostrzega w niej wiele czynników ryzyka.** Pomimo szybszego od prognoz spadku bieżącej inflacji i jej korzystniejszych perspektyw, apetyt RPP na obniżki stóp nie rośnie, a bieżący rozkład głosów sugeruje, że nasz bazowy scenariusz, zakładający obniżkę stóp w listopadzie, jest obciążony dużym ryzykiem. Restrykcyjne nastawienie RPP może być utrzymane nawet dłużej niż do końca 2024.
- **Odbudowa popytu wewnętrznego przy stabilizacji *terms-of-trade* zapowiada, że trend poprawy równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki dobiega końca.** Polska utrzyma jednak nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, napływ środków z UE wzmocni saldo kapitałowe, a zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB będzie się dalej obniżać.
- **W 2023 Polska była 2. najmocniej rosnącą gospodarką w regionie, a w 2024 ma szanse być prymusem pod względem wzrostu gospodarczego.** We wszystkich państwach regionu źródłem ożywienia będzie konsumpcja, korzystająca ze spadku inflacji w warunkach napiętego rynku pracy. Pomimo oczekiwanego ożywienia gospodarczego, nie brakuje wyzwań. W Rumunii to „bliźniaczy deficyt”. Na Węgrzech - wciąż uporczywa inflacja i napięcia w relacjach z KE. W Czechach - bardzo słaba kondycja gospodarki, która nie odrobiła jeszcze pandemicznych strat.

### Główny Ekonomista

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

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO\_Research

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

Marta Petka-Zagajewska  
Dyrektor Biura  
tel. 691 335 426

Urszula Kryńska  
Kierownik  
tel. 722 060 794

Szymon Fabiański  
Ekonomista  
tel. 722 051 585

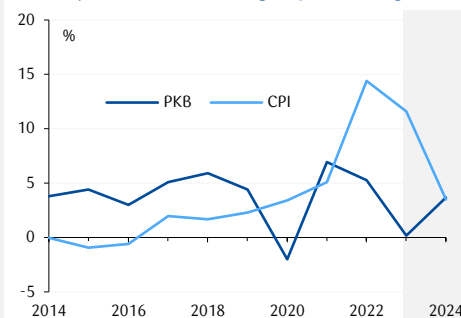
Kamil Pastor  
Ekonomista  
tel. 723 670 836

Agnieszka Pierzak  
Ekonomistka  
tel. 666 823 657

Michał Reczek  
Ekonomista  
tel. 783 552 546

Anna Wojtyniak  
Ekonomistka  
tel. 698 635 126

### Inflacja CPI i wzrost gospodarczy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

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

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 coraz dobitniej sygnalizują rychłe rozpoczęcie luzowania warunków monetarnych. Wyjątkiem jest Bank Japonii, który w marcu zakończył erę ujemnych stóp. Globalnie inflacja straszy coraz mniej, a wolniejszy wzrost cen jest m.in. efektem zmniejszania napięć w łańcuchach dostaw i deflacji w Chinach. Inflacja wkroczyła na niższe, ale też bardziej wyboiste ścieżki, przez co regularnie nawracają wątpliwości, czy rzeczywiście 2024 przyniesie globalny zwrot w stronę niższych stóp procentowych. Źródłem obaw w USA i Europie pozostaje podwyższona inflacja cen usług, w strefie euro dodatkowo niepokoi wzrost płac przewyższający poprawę wydajności pracy. Większym wyzwaniem dla strefy euro staje się jednak przedłużająca się stagnacja aktywności gospodarczej przy wyjątkowo słabej kondycji gospodarki Niemiec, która utrzymuje się na krawędzi recesji. Dane z USA wciąż wskazują na wysoką odporność popytu na podwyżki stóp. Wbrew pesymistycznym prognozom, wzrost PKB w 2023 przyspieszył do 2,5%, a w samym 4q23 wyniósł 3,3% q/q saar. Prognozy amerykańskiego PKB są systematycznie rewidowane w górę, w przypadku strefy euro wciąż dominują rewizje w dół.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Zakładamy, że do końca tego roku Fed zdecyduje się na 4 obniżki stóp po 25pb, do 4,25-4,50%, a EBC na 3-4 obniżki do 3,50-3,75%. Rozpoczną się one najprawdopodobniej w połowie roku, choć przedstawiciele obu banków starają się schładzać oczekiwania na szybkie luzowanie polityki pieniężnej i podkreślają, że dalsze kroki będą ostrożne i zależne od napływających danych. Decydenci czekają na twarde dowody, że inflacja wróci do celu w średnim terminie, ale też nie chcą zwlekać z obniżkami zbyt długo. Większość członków FOMC widzi spór przeszczeń do luzowania, a mediana wskazań z marcowej prognozy dot-plots wskazuje na redukcję stóp w 2024 o 75pb. EBC sygnalizuje gotowość do pierwszej obniżki w czerwcu, o ile dane potwierdzą słabnięcie presji płacowej.

Gospodarka USA zaskakuje pozytywnie i jej spowolnienie w trakcie tego roku będzie ograniczone. Na taki scenariusz wskazują coraz wyższe prognozy rynkowe oraz wyraźna rewizja PKB w prognozie Fed na 2024 (do 2,1% w marcu z 1,4% w grudniu). W strefie euro nastąpi umiarkowane ożywienie gospodarcze, któremu sprzyjać będzie spadek kosztów energii oraz poprawa realnych dochodów konsumentów, ale wynikające z tego ożywienie konsumpcji ograniczy odbudowa oszczędności przy wciąż relatywnie negatywnych nastrojach konsumentów. Ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie stłumione ze względu na stagnację w Niemczech, odpowiadających za ok. 30% PKB strefy euro.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

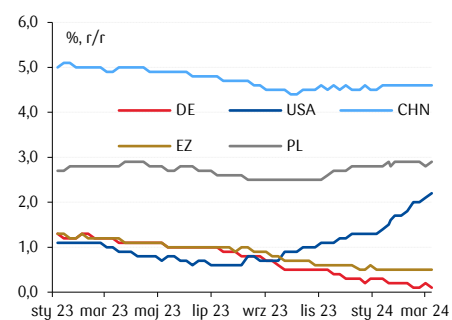
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka (szczególnie Ukraina, Bliski Wschód, Tajwan); (2) wynik wyborów prezydenckich w USA; (3) rynkowe konsekwencje działań banków centralnych; (4) skala i trwałość spowolnienia w Niemczech i Chinach.

### Otoczenie zewnętrzne

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

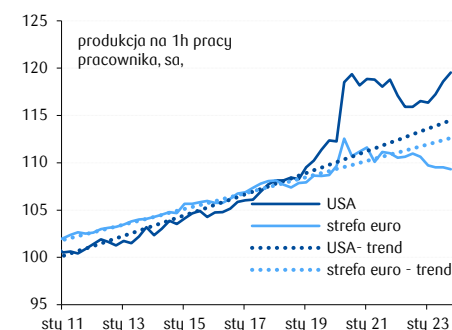
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; \* q/q SAAR. Brak analogicznej stopy procentowej dla Chin

### Ewolucja konsensusu prognoz PKB na 2024



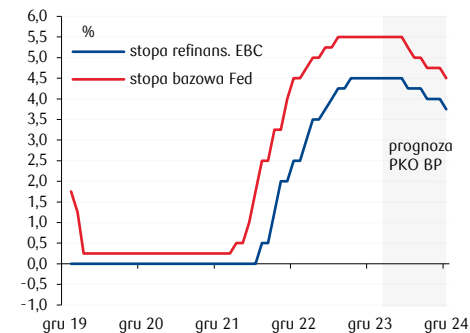
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

### Wydajność pracy w USA i strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## (2). Sfera realna

### TRENDY BIEŻĄCE

2023 przyniósł mizerny wzrost PKB o 0,2%. Na dynamikę PKB niekorzystnie oddziaływał wywołany inflacją spadek konsumpcji prywatnej w 1h23 i odwrócenie cyklu zapasów, tylko częściowo zamortyzowane pozytywnym wkładem eksportu netto do wzrostu PKB. **Odbicie dynamiki aktywności od dna w połowie minionego roku było rozczarowujące.** Wzrost PKB w 4q23 wyniósł zaledwie 1% r/r. W stagnacji znalazła się konsumpcja prywatna (-0,1% r/r), przyspieszył natomiast wzrost inwestycji (8,7% r/r) i konsumpcji publicznej (5,7% r/r). Pozytywnie na dynamikę PKB wciąż oddziaływał eksport netto (+3,3pp), a negatywnie zmiana poziomu zapasów (-5,4pp). Odbudowę popytu pod koniec 2023 wspierały inwestycje związane z końcem perspektywy finansowej UE i konsumpcja publiczna.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Prognozujemy, że wzrost PKB w 2024 przyspieszy do 3,7%. Po roku przerwy do wzrostu powróci konsumpcja prywatna. W bieżącym roku będzie ona wspierana najsilniejszym w historii wzrostem realnych dochodów. Oznaki odbudowy konsumpcji widzimy już w danych o sprzedaży detalicznej i powinniśmy też zobaczyć w popycie na usługi. Skalę odbicia konsumpcji może ograniczać odbudowa oszczędności gospodarstw domowych przy powrocie dodatnich realnych stóp procentowych. Nieco mniejszym, ale również **istotnym filarem wzrostu będą inwestycje.** Rok najprawdopodobniej rozpoczął się spadkiem dynamiki nakładów na środki trwałe, co miało związek ze zmniejszoną absorpcją środków unijnych po zakończeniu perspektywy finansowej 2014-2020 i znalazło wyraz m.in. w ograniczeniu produkcji w budownictwie infrastrukturalnym. Z czasem inwestycjom coraz bardziej będą sprzyjać fundusze napływające w ramach KPO. Kontynuowane będą inwestycje w transformację energetyczną, automatyzację oraz zwiększanie mocy eksportowych gospodarki. Choć w najbliższych kwartałach, z uwagi na stagnację w strefie euro (głównie Niemczech), trudno liczyć na wyraźną ekspansję eksportową, w 1h24 powinien się utrzymać dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB. W 2h24 słabość popytu zewnętrznego przy ożywieniu importu mogą prowadzić do pogorszenia bilansu handlu zagranicznego, ale za to do czynników wspierających PKB dołączą najpewniej zapasy, dla których cykl redukcyjny powinien dobiegać końca.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

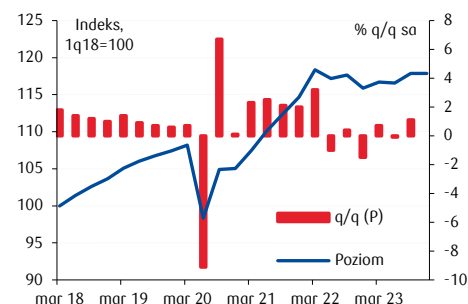
Głównymi źródłami niepewności są: (1) konkurencyjność sektora eksportowego w obliczu rosnących kosztów (m.in. transformacji energetycznej) i dekonunktury w Niemczech; (2) kształtowanie się realnych dochodów gospodarstw domowych i ich stopy oszczędności, (3) polityka fiskalna i monetarna, (4) przebieg wojny w Ukrainie i jej skutki, (5) tempo realizacji KPO.

### Sfera realna

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,0	2,4	3,8	3,6	4,7	5,3	0,2	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-4,9	-2,7	-5,4	-2,2	0,0	2,5	5,1	6,1	5,1	-3,7	3,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	-2,0	-2,8	0,8	-0,1	3,4	4,0	3,8	4,8	5,2	-1,0	4,0
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	-0,5	0,3	2,3	3,0	3,0	3,4	3,6	4,7	3,9	1,3	3,7
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,8	10,5	7,2	8,7	3,6	3,0	5,1	7,4	4,9	8,4	5,2
Publiczne <sup>‡</sup> (% r/r)	12,2	10,9	20,5	13,7	-5,4	-4,6	-0,3	4,4	4,5	14,3	-1,5
Prywatne <sup>‡</sup> (% r/r)	5,5	10,4	3,3	6,8	7,4	7,4	8,2	9,6	5,5	6,5	8,1
Zapasy (pkt. proc.)	-4,4	-3,0	-7,7	-5,2	-3,0	-0,9	1,4	1,4	1,2	-5,1	-0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	4,6	2,1	5,9	3,2	2,5	1,3	-1,5	-1,4	0,2	3,9	0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,8	-3,3	-2,5	-0,8	2,6	4,8	6,0	6,2	10,5	-1,7	4,9
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,2	0,3	-0,4	-0,9	-1,1	-1,0	-0,9	-0,4	2,0	0,1	-0,8

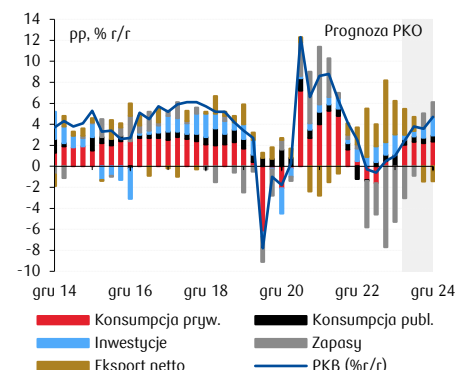
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. <sup>‡</sup>szacunki własne.

### Odsezonowany PKB



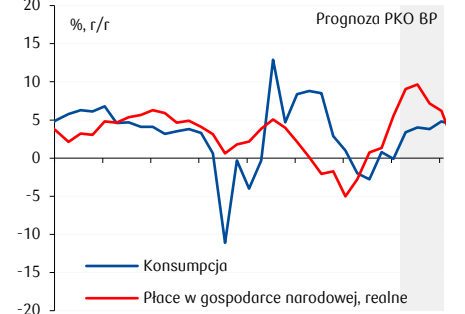
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Dekompozycja wzrostu PKB



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Konsumpcja na tle płac



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### (3). Rynek pracy

#### TRENDY BIEŻĄCE

Sytuacja na rynku pracy jest wypadkową przeciwstawnych tendencji. Z jednej strony, mamy do czynienia ze słabnącym popytem na pracę – od października 2023 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniża się w ujęciu rocznym, a liczba wolnych miejsc pracy, w tym nowo utworzonych, systematycznie spada. W trakcie 2h23 nastąpił także wzrost wyrównanej sezonowo stopy bezrobocia BAEL. Z drugiej strony, dynamika nominalnych płac pozostaje wysoka (blisko 13% r/r w styczniu i lutym), odzwierciedlając przede wszystkim zmiany regulacyjne (podwyżka płacy minimalnej o 21,5% r/r od stycznia), nie zaś koniunkturę rynku pracy (relatywnie słabsza pozycja negocjacyjna pracowników wobec ograniczonego popytu na pracę). Co więcej, wobec głębokiego spadku inflacji, **realny wzrost płac przyspieszył do rekordowego, blisko dwucyfrowego poziomu.**

#### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Ostatnie dane o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw sugerują, że efekt rozlewania się podwyżki płacy minimalnej (średnioroczny wzrost o 20,5%) może okazać się nieco bardziej „uporczywy” niż wcześniej sądziliśmy. To założenie przyczyniło się do rewizji naszej prognozy dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w 2024 do 12,6% (wcześniej zakładaliśmy spowolnienie wzrostu względem 2023). W górę zrewidowana została również dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej, do 11,9%, co oznacza nieco mniejszą skalę spowolnienia względem 2023 niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Oprócz płacy minimalnej wynagrodzenia w gospodarce narodowej będą podbijane przez podwyżkę płac dla nauczycieli o 30% oraz dla pracowników części sfery budżetowej (urzędy państwowe i służby mundurowe) o 20%. W kolejnych latach spodziewamy się jednak, że nominalna dynamika wynagrodzeń będzie spowalniać, a podwyżki płacy minimalnej będą jednocyfrowe. W 2024 można oczekiwać wyraźnego wzrostu wynagrodzeń w ujęciu realnym, średnio o ok. 8-8,5%.

Podtrzymujemy założenie, że popyt na pracę będzie się stopniowo odbudowywał wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym. Nieznaczne podniesienie ścieżki prognozy stopy bezrobocia BAEL odzwierciedla przede wszystkim wyższy od naszych oczekiwań i wykraczający poza typową sezonowość wynik za 4q23 (3,1% wobec 2,7% w 3q23). Oczekiwane przez nas wraz z ożywieniem popytu na pracę obniżenie stopy bezrobocia w 2024 (w ujęciu odsezonowanym) będzie ograniczone, m.in. ze względu na bariery podażowe związane ze starzeniem się społeczeństwa (choć w krótkim horyzoncie nie zakładamy wyraźnego spadku liczby osób aktywnych zawodowo).

#### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

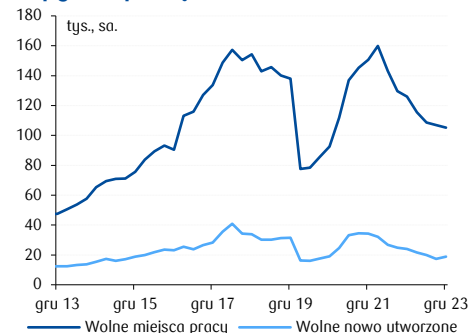
Główne źródła niepewności to: (1) skala wpływu zapowiedzianych podwyżek płac w sferze budżetowej oraz podwyżki płacy minimalnej na siatkę płac; (2) przestrzeń firm do absorpcji rosnących kosztów pracy; (3) skala migracji.

#### Rynek pracy

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	0,8	0,4	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,6	0,9	2,4	0,3	0,4
Pracujący BAEL (% r/r)	0,6	0,1	0,5	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,3	2,8	0,3	-0,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,4	5,1	5,0	5,1	5,2	4,9	4,8	4,9	5,2	5,1	4,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,9	2,6	2,7	3,1	3,2	2,8	2,8	2,8	2,9	2,8	2,9
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,8	58,5	58,5	58,9	58,8	58,5	58,7	59,1	58,4	58,7	58,8
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	13,3	12,1	10,9	11,4	12,6	13,4	12,2	12,3	12,9	11,9	12,6
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	14,3	13,8	11,0	12,0	12,3	12,5	11,6	11,1	12,1	12,8	11,9
Wydajność pracy (% r/r)	-0,9	-0,7	0,0	0,9	2,7	4,1	3,7	4,4	2,5	-0,2	3,7
ULC (% r/r)	15,3	14,6	11,0	11,0	9,4	8,0	7,7	6,4	9,3	13,0	7,9

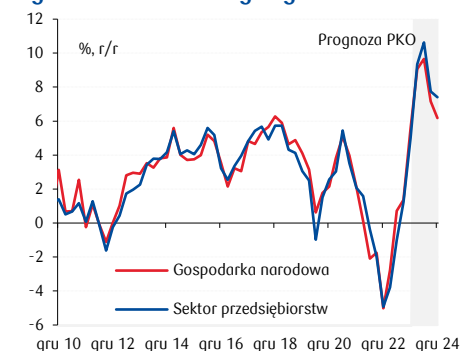
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, \*koniec okresu.

#### Popyt na pracę



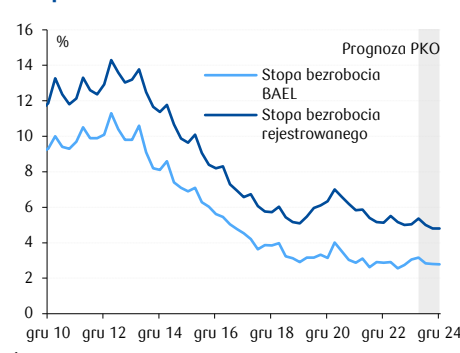
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Dynamika realna wynagrodzeń



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Stopa bezrobocia



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## (4). Procesy inflacyjne

### TRENDY BIEŻĄCE

Przełom 2023/24 przyniósł kontynuację pozytywnych trendów dezinflacyjnych. Inflacja CPI w lutym spadła do 2,8% r/r i tym samym powróciła do przedziału dopuszczalnych odchyłeń od celu. Za nieco silniejszym niż zakładaliśmy spadkiem inflacji CPI stały dwa elementy. Pierwszy to korzystny trend w inflacji bazowej, w tym głównie mniejsza niż się obawialiśmy skala noworocznej „waloryzacji” cen. Drugi to niższy od sezonowego wzorca przebieg cen żywności, odzwierciedlający globalne trendy oraz silną presję konkurencyjną w tym segmencie handlu detalicznego. Mocniejszy złoty oraz postępująca korekta cenowa w wytwarzaniu energii i w górnictwie pogłębiły deflację PPI silniej niż zakładaliśmy, do -10% r/r w lutym. Coraz więcej wskazuje na to, że utrzyma się ona do końca roku.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Średnioterminowe perspektywy inflacji nieznacznie się poprawiają, chociaż utrzymuje się duża niepewność co do dalszej ścieżki dynamiki cen. Obecnie prognozujemy, że inflacja CPI utrzyma się w zakresie dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP w całym 1h24, mimo wzrostu stawki VAT na żywność od kwietnia (wcześniej zakładaliśmy, że nastąpi to w lipcu br.). Mimo szybszego wzrostu VAT, oceniamy, że wkład cen żywności do inflacji CPI w całym 2024 będzie o ok. 0,4pp mniejszy niż zakładaliśmy w grudniu. Jednocześnie jednak nadal oczekujemy, że nawet pomijając efekt VAT roczna dynamika cen żywności ponownie zacznie rosnąć. Obok żywności, istotną rolę w procesie dezinflacji odgrywały jak dotąd (w większości „zamrożone”) ceny nośników energii. Nadal zakładamy, że ceny prądu i gazu dla gosp. domowych utrzymają się na obecnym poziomie do końca roku. W takim scenariuszu w grudniu inflacja CPI znalazłaby się nieco powyżej 4% r/r, a w ujęciu średniorocznym byłaby na górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu. Wypowiedzi ze strony rządu wskazują, że **rośnie prawdopodobieństwo scenariusza „odmrożenia” cen energii, ale jednocześnie spada jego dotkliwość.** Zdjęciu rządowych limitów cenowych miałyby towarzyszyć aktualizacja taryf, uwzględniająca silną przecenę gazu i energii elektrycznej na rynku hurtowym, którą obserwujemy od 4q23. W efekcie oceniamy, że w scenariuszu uwolnienia cen, inflacja na koniec roku wynosiłaby ok. 6% r/r. Nasze prognozy inflacji bazowej nie zmieniły się istotnie. Nadal oczekujemy, że w 2q24 spadnie do ok. 4% r/r, a w 2h24 ponownie wzrośnie (ok. 5,5% r/r w grudniu), odzwierciedlając odbudowę presji popytowej w warunkach podwyższonej presji kosztowej. Niemniej jednak bilans czynników ryzyka dla inflacji bazowej, dotychczas wyraźnie przechylony w górę, wg nas normalizuje się. Rozkład bieżącego impetu dynamiki cen pokazuje sukcesywne przesuwanie się większości kategorii w dół (na wykresie obok w lewo), co potwierdza, że zachodząca dezinflacja ma coraz bardziej powszechny charakter.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

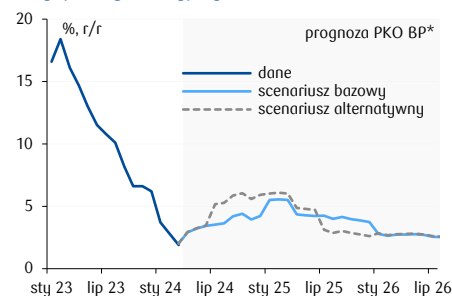
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) skala uporczywości inflacji bazowej; (2) zmiany regulacyjne, polityka marżowa; (3) notowania złotego i ceny surowców.

#### Procesy inflacyjne

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

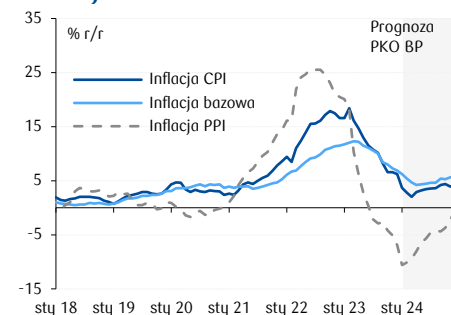
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

### Scenariusze dla inflacji CPI zależne od decyzji regulacyjnych



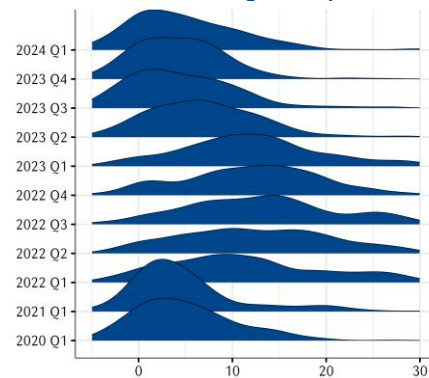
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, scenariusz alternatywny - uwolnienie cen nośników energii od lipca 2024, scenariusz bazowy - od stycznia 2025.

### Prognoza inflacji CPI, inflacji bazowej i inflacji PPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Rozkład zmian cen\* wg inflacji HICP



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski; \*zannualizowana średnia 3m zmian m/m



## (5). Równowaga zewnętrzna

### TRENDY BIEŻĄCE

Na koniec 2023 rachunek bieżący miał 1,6% PKB nadwyżki wobec 2,4% PKB deficytu w 2022. Tak silna i spodziewana przez nas poprawa dotyczyła wyłącznie rachunku towarowego i była związana z odwróceniem negatywnego szoku *terms-of-trade*, a także ze spadkiem popytu krajowego w wyniku niższej konsumpcji oraz ograniczenia akumulacji importochłonnych zapasów. Obecnie efekty cenowe odgrywają mniejszą rolę. W 2024 spadki cen eksportu i importu zapewne wyhamują, a roczna dynamika *terms-of-trade* będzie wracać do poziomów neutralnych. W takich warunkach na pierwszy plan w kształtowaniu salda obrotów bieżących wysuwają się zmiany popytu krajowego i zagranicznego.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Okres szybkiej poprawy salda rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego zakończył się. Na początku 2024 koniunktura w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki będzie nadal niekorzystna – niemiecki przemysł nie otrząsnął się jeszcze z szoku energetycznego, a cała gospodarka naszego głównego partnera handlowego znajduje się w stagnacji. Jednocześnie na znaczeniu zyskują rynki eksportowe znajdujące się poza UE- w szczególności USA, Wielka Brytania i Ukraina. W takim otoczeniu oczekujemy dalszego spadku eksportu na początku 2024 oraz jego stopniowej odbudowy w dalszej części roku, wspieranej przez spodziewaną poprawę koniunktury za granicą. Druga połowa roku przyniesie też przyspieszenie dynamiki importu, w miarę wzrostu popytu krajowego, w tym w szczególności importochłonnych inwestycji zbrojeniowych i energetycznych. Chociaż konsumpcja ma przeciętnie niższą importochłonność niż inwestycje (13% vs 42%), to krańcowa importochłonność wzrostu konsumpcji w 2024 (z silnym odbiciem zakupów dóbr trwałego użytku) może być wysoka (tak jak było we wcześniejszych epizodach ożywienia konsumpcji). W rezultacie, nadwyżka handlowa w 2024 zmniejszy się, a wraz z nią spadnie nadwyżka na rachunku obrotów bieżących – prognozujemy, że wyniesie ona 1,4% PKB. Utrzymanie nadwyżki bieżącej oraz nominalnego wzrostu PKB będzie sprzyjało spadkowi relacji zadłużenia zagranicznego do PKB - spodziewamy się spadku zadłużenia zagranicznego sektora prywatnego oraz wzrostu długu sektora publicznego. Napływ funduszy strukturalnych i KPO poprawi saldo rachunku kapitałowego i jeszcze bardziej zmniejszy zapotrzebowanie gospodarki na zagraniczne finansowanie. Bilans płatniczy pozostanie wsparciem dla notowań PLN.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

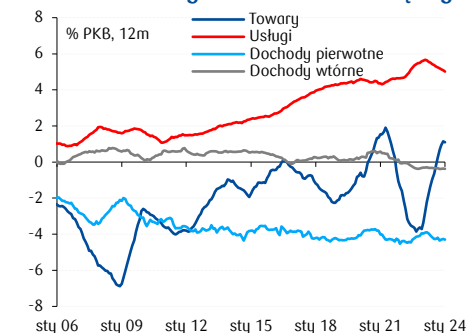
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) globalna koniunktura; (2) przepływy funduszy UE; (3) zmiany *terms-of-trade*; (4) ryzyko geopolityczne; (5) ograniczenia podażowe.

### Równowaga zewnętrzna

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	0,0	1,0	1,6	1,8	1,8	1,5	1,4	-2,4	1,6	1,4
Bilans handlowy (% PKB)	-2,2	-0,9	0,2	1,2	1,4	1,4	1,0	0,7	-3,7	1,2	0,7
Eksport (% r/r)	16,7	3,4	-2,2	-1,7	-2,2	1,6	3,0	6,3	22,2	4,0	2,2
Import (% r/r)	3,8	-6,8	-11,5	-8,9	-4,7	1,2	6,1	9,9	28,2	-5,8	3,1
Saldo usług (% PKB)	5,6	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	4,8	4,6	5,6	5,1	4,6
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,9	-4,2	-4,2	-4,3	-4,1	-4,1	-3,9	-3,6	-3,9	-4,3	-3,6
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	1,1	1,0	1,4	0,5	0,2	1,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,0	3,1	1,6	1,2	1,4	0,7	1,2	1,4	3,8	1,2	1,4
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	3,3	2,7	2,8	2,3	2,2	2,1	1,8	2,2	3,7	2,3	2,2
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,7	-3,7	-3,1	-2,6	-3,5	-2,8	-3,0	-3,4	-2,0	-2,6	-3,4
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	0,5	0,7	0,5	-0,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	0,1	-0,4	-0,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	52,1	50,6	51,5	49,1	47,7	47,3	45,9	45,0	53,1	49,1	45,0
Sektor publiczny (% PKB)	16,2	16,3	16,8	17,5	17,6	18,4	18,3	18,4	16,9	17,5	18,4
Sektor prywatny (% PKB)	35,8	34,3	34,7	31,6	30,0	29,0	27,6	26,6	36,2	31,6	26,6

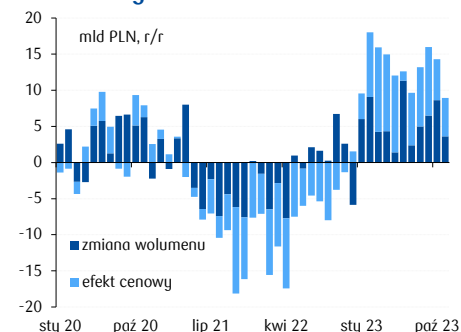
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '+' oznacza wzrost wartości rezerw.

### Saldo składowych rachunku bieżącego



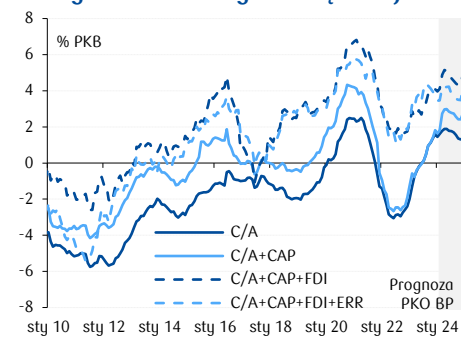
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

### Dekompozycja zmiany salda towarowego



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

### Miary nierównowagi zewnętrznej



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski

## (6). Polityka pieniężna

### TRENDY BIEŻĄCE

Ostatnie miesiące to czas stabilizacji parametrów polityki pieniężnej. Po znaczącym dostosowaniu stóp we wrześniu i październiku, łącznie o 100bp, RPP przyjęła postawę wyczekującą. Uzasadnieniem dla powściągliwości Rady jest utrzymująca się niepewność m.in. w zakresie rozwiązań regulacyjnych i polityki fiskalnej. Widać, że funkcja reakcji RPP wyraźnie się zmieniła – w jej decyzjach istotniejsze od bieżącej, coraz niższej inflacji, są średnioterminowe perspektywy, a w centrum zainteresowania Rady znalazła się inflacja bazowa, która spada wolniej od inflacji CPI. W rezultacie, ankietowani analitycy oceniają, że przeciętne nastawienie w RPP przesunęło się w kierunku bardziej jastrzębiego. Co ciekawe, nastawienie członków nominowanych przez Senat, którzy zasadniczo są zwolennikami bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, nie zmieniło się lub stało się bardziej gołębie, podczas gdy nastawienie pozostałych, w tym Prezesa NBP, jest oceniane jako zdecydowanie bardziej jastrzębie niż we wrześniu.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W scenariuszu bazowym zakładamy, że RPP może się zdecydować na niewielką obniżkę stóp procentowych pod koniec 2024, chociaż nie można wykluczyć stabilizacji stóp co najmniej do końca bieżącego roku. Marcowa projekcja NBP pokazała, że w horyzoncie prognozy, niezależnie od przyjętego scenariusza, inflacja CPI zbiega do pasma dopuszczalnych odchyień od celu. Pomimo utrzymującej się niepewności regulacyjnej, perspektywy inflacyjne w ostatnim czasie mocno się poprawiły, widzimy więc szansę na to, że przygotowana pod koniec tego roku projekcja dostarczy twardych argumentów za obniżką.

Połączenie stabilizacji nominalnych stóp procentowych NBP oraz spadku inflacji znajduje odzwierciedlenie w dodatnim poziomie realnej stopy procentowej (zarówno w ujęciu *ex post*, jak i *ex ante*). W takim ujęciu polityka pieniężna będzie w całym 2024 bardziej restrykcyjna niż dotychczas, co oznacza, że działa tłumiąco na aktywność gospodarczą i ogranicza przyszłą inflację. Jej restrykcyjność dodatkowo zwiększa aprecjacja złotego. Tendencje aprecjacyjne mogą się naszym zdaniem jeszcze nasilić w miarę wzrostu różnicy w poziomie stóp procentowych między NBP a Fed i EBC, a także pomiędzy NBP oraz bankami centralnymi regionu.

Wniosek o postawienie Prezesa NBP przed Trybunałem Stanu nie ma wg nas jasnego przełożenia na perspektywy polityki pieniężnej. Procedura przed Komisją Odpowiedzialności Konstytucyjnej, która zbada zasadność postawionych zarzutów, może trwać kilka-kilkanaście miesięcy. Dalszym krokiem towarzyszyć mogą z kolei istotne kontrowersje prawne.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

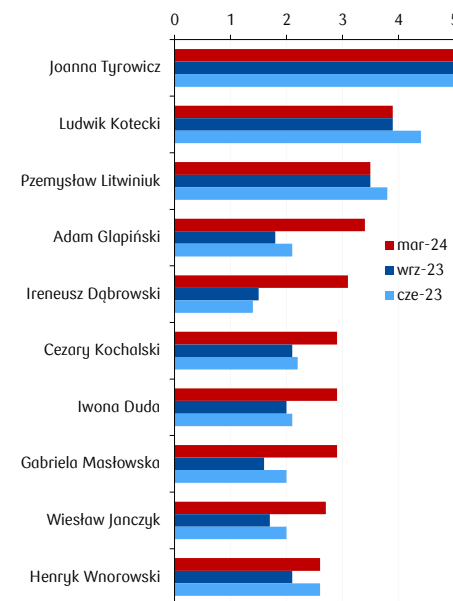
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształt funkcji reakcji RPP; (2) tempo dezinflacji i rozwiązania regulacyjne wpływające na zmiany cen; (3) obniżki stóp Fed i EBC; (4) kształtowanie się kursu PLN.

### Polityka pieniężna\*

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2022	2023	2024
Stopa referencyjna (%)	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	6,75	5,75	5,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-9,35	-5,01	-2,29	-0,55	3,73	2,32	1,55	1,27	-9,85	-0,55	1,27
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	-5,55	-4,35	-2,40	-1,15	1,09	1,31	0,33	-0,12	-4,75	-1,15	-0,12
Stopa lombardowa (%)	7,25	7,25	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	7,25	6,25	6,00
Stopa depozytowa (%)	6,25	6,25	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	6,25	5,25	5,00
Stopa redysk. weksli(%)	6,80	6,80	6,05	5,80	5,80	5,80	5,80	5,55	6,80	5,80	5,55
REER defl. CPI (% r/r)	11,0	13,4	10,7	11,4	12,1	3,8	7,0	1,6	1,6	11,6	6,0
Nominalny PKB (% r/r)	16,6	12,5	8,1	6,9	4,4	6,4	8,9	10,0	16,6	10,7	7,5

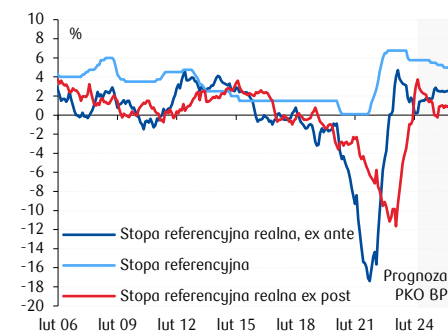
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. \*realna stopa procentowa liczona ex post

### Jastrzębiomierz\* PAP



Źródło: PAP, PKO Bank Polski. \*skala ocen 5-jatrżqb, 1- gotqb.

### Realna i nominalna stopa procentowa



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.



## (7). Polityka fiskalna

### TRENDY BIEŻĄCE

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2023 (uwzględniając fundusze pozabudżetowe) wg naszych szacunków wyniósł 5,3% PKB. To mniej niż prognozowaliśmy wcześniej, ale to nadal jeden z najgorszych wyników w UE. Wynika to ze skokowego wzrostu wydatków zbrojeniowych (3,9% PKB w 2023), mrożenia cen energii (koszt fiskalny ok. 2% PKB) oraz indeksacji wydatków. Budżet centralny, na koniec lutego odnotował deficyt na poziomie 7,8 mld PLN, głębszy niż w poprzednich latach. Sytuacja od strony dochodowej nie wygląda jednak źle. Systematycznie rośnie dynamika przychodów z VAT i PIT (w lutym zaburzone przez wcześniejsze zwroty), a pogarsza się w przypadku CIT. Dobrze idzie finansowanie rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych brutto budżetu na 2024 (tak jak oczekiwaliśmy) - udało się już pokryć ponad 50% potrzebnej kwoty (449 mld PLN).

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Prognozujemy, że deficyt sektora finansów publicznych w tym roku wyniesie 5,5% PKB, czyli nieco więcej niż wskazuje ustawa budżetowa (5,1% PKB). Finanse publiczne będą pod wpływem kilku pozytywnych i negatywnych czynników. Z jednej strony, istotnie niższe niż w 2023 będą koszty związane z działaniami osłonowymi: powrót 5% stawki VAT na żywność od kwietnia to 0,2-0,3% PKB (blisko 10 mld PLN). Ponadto, od 2h24 obniżą się dopłaty do cen nośników energii (spadek stawek rynkowych oraz ewentualne odmrożenie cen). Wsparciem dla budżetu będzie też wysoki wzrost płac, podbijający wpływy z PIT i FUS. Z drugiej strony, słabnący nominalny wzrost konsumpcji i PKB będzie skutkował wolniejszym wzrostem bazy podatkowej. W kierunku wyższego deficytu oddziałuje też realizacja programów fiskalnych nowego rządu, waloryzacja 800+ (0,7% PKB) oraz świadczeń społecznych. W maju Polska prawdopodobnie zostanie objęta unijną procedurą nadmiernego deficytu, co w połączeniu z wysokim wyjściowym deficytem znacząco ograniczy przestrzeń dla ewentualnych nowych programów fiskalnych.

Uważamy, że pomimo podwyższonego obecnie deficytu fiskalnego, stabilność polskich finansów publicznych pozostaje niezagrażona. Analiza stabilności długu (np. [Blanchard 2019](#)) wskazuje, że przy naszym bazowym scenariuszu makro relacja „r - g” pozostaje korzystna (por. tabela obok), co implikowałoby spadkową ścieżkę długu, gdyby nie podwyższony deficyt pierwotny i zadłużenie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ). Analiza wrażliwości (tabela na marginesie) wskazuje, że nawet przy niekorzystnej zmianie wartości parametrów, relacja długu do PKB na koniec 2024 nie zmienia się istotnie. Istnieje ryzyko wzrostu zadłużenia w ramach FWSZ, którego planów nie znamy z uwagi na tajemnicę wojskową, ale oczekujemy niższego wzrostu niż założono w [Strategii zarządzania długiem](#).

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

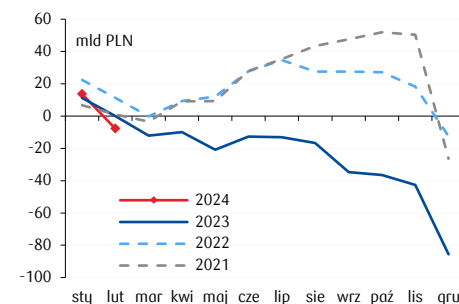
Główne źródła niepewności to: (1) dynamika nominalnego PKB; (2) ewentualne reformy systemu podatkowego; (3) skala i rozkład w czasie wydatków wojskowych; (4) kształt unijnych reguł fiskalnych po 2024.

### Polityka fiskalna†

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

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

### Saldo budżetu centralnego (narastająco w trakcie roku)



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

### Symulacja zmiany relacji długu do PKB

Scenariusz bazowy PKO BP		Dane		Prognozy	
		2022	2023	2024	2025
Realne tempo wzrostu PKB (%)	<i>g</i>	5,3	0,2	3,7	3,8
Efekt. nom. stopa proc.* (%)	<i>i</i>	3,3	4,6	4,0	3,9
Inflacja/deflator PKB (%)	<i>pi</i>	10,6	10,9	3,6	4,1
Efekt. realna stopa proc. (%)	<i>r</i>	-6,6	-5,7	0,4	-0,2
Saldo pierwotne (% PKB)	<i>pb</i>	-2,1	-3,2	-3,6	-3,1
Dostosowania SFA (gł. dług FWSZ)		0,3	0,6	0,8	0,6
Dług publiczny (% PKB)	<i>d</i>	49,3	49,9	52,7	54,4

Źródło: MF, GUS, Macrobond, PKO Bank Polski. \*implikowana stopa procentowa = koszty odsetkowe ESA / dług publiczny

### Wrażliwość (w pp PKB) relacji długu publicznego do PKB w 2024 na odchylenie parametrów względem scenariusza bazowego

Inflacja (pi)	Wzrost (g)	Efektywna nom. stopa proc. (i)			
		-1	0	1	2
-2	-2	1,4	1,9	2,4	2,9
	-1	1,0	1,4	1,9	2,4
	0	0,5	0,9	1,4	1,9
	1	0,0	0,5	0,9	1,4
	2	-0,4	0,0	0,5	0,9
0	-2	0,5	0,9	1,4	1,9
	-1	0,0	0,5	0,9	1,4
	0	-0,5	0,0	0,5	0,9
	1	-0,9	-0,5	0,0	0,5
	2	-1,4	-0,9	-0,5	0,0
2	-2	-0,4	0,0	0,5	0,9
	-1	-0,9	-0,5	0,0	0,5
	0	-1,4	-0,9	-0,5	0,0
	1	-1,8	-1,4	-0,9	-0,5
	2	-2,3	-1,8	-1,4	-0,9

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

## Czechy

### SFERA REALNA

Gospodarka czeska pozostała wyjątkowo wrażliwa na globalne zawirowania, kurcząc się w 2023 o 0,4%. W efekcie Czechy są jedynym państwem w regionie, gdzie PKB nie powrócił jeszcze do poziomu sprzed pandemii (wykres str. 18). W 4q23 roczny spadek PKB wyhamował do 0,2%, natomiast względem 3q23 gospodarka wzrosła o 0,2%, co może zwiastować nieco szybsze niż dotychczas prognozowano wejście na ścieżkę ożywienia. Źródłem słabości czeskiej gospodarki pozostaje przede wszystkim sektor konsumencki, choć widać pierwsze oznaki poprawy. Koniec 2023 przyniósł odbicie w sprzedaży detalicznej (r/r), które jest kontynuowane na początku 2024. Po stronie podażowej słabo radzi sobie sektor przemysłowy – spadki produkcji odnotowywane były przez większość 2h23, w związku z niskim popytem zagranicznym, przede wszystkim po stronie niemieckiego sektora motoryzacyjnego. Choć wskaźniki koniunktury dla tej gałęzi gospodarki są wciąż niskie, to oczekiwania na najbliższe 12 miesięcy poprawiają się, w szczególności w odniesieniu do perspektyw dla inwestycji oraz popytu. W 2024 spodziewamy się stopniowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, średniorocznie do 1,1%. Powrót realnych wynagrodzeń na ścieżkę wzrostu pozwoli na odbudowę spożycia indywidualnego. Ograniczająco na konsumpcję może oddziaływać nieznaczne schłodzenie temperatury rynku pracy, widoczne w prognozowanym wzroście stopy bezrobocia (z jednego z najniższych poziomów w UE), co będzie łagodzić presję płacową i spowalniać nominalną dynamikę wynagrodzeń. Spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia wzrostu inwestycji, który będzie wspierany przez obniżki stóp procentowych. Konsumpcja publiczna w tym roku będzie miała neutralny wpływ na PKB, ze względu na ograniczenia wydatków w ramach pakietu konsolidacyjnego.

### PROCESY INFLACYJNE I POLITYKA PIENIĘŻNA

Początek 2024 przyniósł wyraźny spadek inflacji, w tym jej powrót punktowo do celu inflacyjnego (2,0% r/r), który nastąpił w lutym. Szacujemy, że w 2024 inflacja CPI będzie oscylować w pobliżu 2% i średniorocznie wyniesie 2,1% r/r. W tych warunkach od grudnia 2023 czeski bank centralny (CNB) trzykrotnie obniżył stopy procentowe, łącznie o 125pb. Zakotwiczenie inflacji w celu powoduje, że bank centralny może skoncentrować się na wspieraniu ożywienia gospodarczego. W związku z tym oczekujemy, że w 1h24 CNB będzie kontynuował obniżki stóp w krokach po 50pb., a następnie zmniejszy ich skalę do 25pb. Główna stopa procentowa na koniec 2024 wyniesie wg nas 3,75%.

### POLITYKA FISKALNA

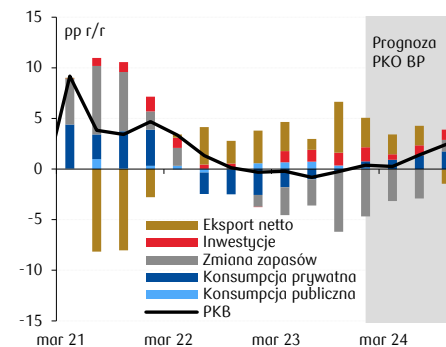
Pod koniec 2023 czeski rząd ogłosił pakiet fiskalny zakładający spadek deficytu do 2,2% PKB, obejmujący m.in. podwyżkę stawki CIT, ujednoczenie stawek VAT oraz redukcję wydatków. Prognozujemy, że deficyt w 2024 wyniesie 2,4% PKB, a dług publiczny wzrośnie do 45,6% PKB.

### Główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	-0,3	-0,2	-0,8	-0,2	0,4	0,3	1,4	2,4	-0,4	1,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-3,2	-2,8	-1,7	-4,6	-2,5	-1,7	-0,5	3,8	-3,1	0,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	-5,5	-3,9	-2,2	-0,4	1,4	2,1	3,1	4,0	-3,1	2,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-0,1	4,1	4,4	4,7	5,2	1,9	3,5	3,6	3,3	3,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,6	2,7
Płace nominalne (% r/r)	12,2	10,0	9,6	4,7	4,2	3,8	4,2	5,0	9,1	4,3
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,9	-1,4	-2,7	-5,8	-3,5	-3,1	-2,1	-1,0	-3,4	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	44,5	44,2	44,4	49,6	45,6	46,0	46,0	45,6	49,6	45,6
Stopa procentowa (%)	7,00	7,00	7,00	6,75	5,75	4,75	4,25	3,75	6,75	3,75
Inflacja CPI (% r/r)	16,4	11,2	8,1	7,6	2,1	2,0	2,2	2,2	10,8	2,1
Inflacja bazowa (% r/r)	11,9	8,7	5,9	3,9	3,0	2,4	2,2	2,1	7,6	2,4
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,1	-0,6	2,2	1,7	2,0	1,1	0,6	1,2	0,6	1,2

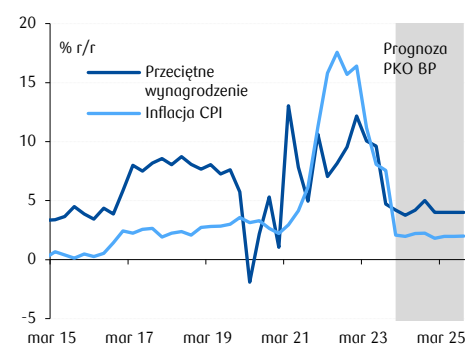
Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

### Składowe PKB



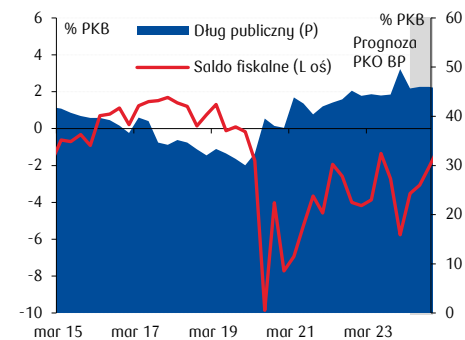
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

### Procesy inflacyjne na tle wynagrodzeń



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

### Sektor fiskalny



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

## Węgry

### SFERA REALNA

W 2023 PKB na Węgrzech obniżył się silniej od oczekiwań, o 0,8%, a koniec roku minął pod znakiem stagnacji gospodarczej (wzrost w 4q24 wyniósł 0% q/q). Słaby wynik był wypadkową spadku popytu konsumpcyjnego w warunkach najwyższej w regionie inflacji (w 2023 średnio 17,6%) oraz stłumionych inwestycji. Poziom nakładów inwestycyjnych jest nadal niższy niż przed pandemią ze względu na wysokie koszty ich finansowania w warunkach, gdy stopy procentowe kształtują się na wyraźnie wyższym poziomie niż w pozostałych gospodarkach CEE-4. Ograniczony popyt inwestycyjny kładzie się cieniem na aktywność w przemyśle, która pozostaje w trendzie spadkowym. Zwiastunem ożywienia może być odbicie odnotowane w usługach w 4q23, wspierane realnym wzrostem wynagrodzeń, co sygnalizują również wskaźniki koniunktury konsumenckiej. Z kolei popyt inwestycyjny będzie wspierany przez niższe stopy procentowe (koniec 2023 przyniósł ożywienie na rynku kredytowym) oraz napływające fundusze UE. Zagrożeniem dla napływów środków unijnych, w szczególności w ramach KPO, są jednak wciąż napięte stosunki polityczne między rządem węgierskim a KE. Prognozujemy, że w 2024 PKB wzrośnie o 2,6% r/r.

### PROCESY INFLACYJNE I POLITYKA PIENIĘŻNA

Inflacja w lutym spadła do 3,7% r/r, czyli poziomu najniższego od marca 2021 i mieszczącego się w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu inflacyjnego (2,0–4,0%). Wraz z wygasaniem silnych efektów bazy tempo dezinflacji w 2024 wyraźnie wyhamuje, średniorocznie dynamika cen będzie kilkukrotnie niższa niż w 2023, chociaż nadal utrzyma się powyżej celu banku centralnego. Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach inflacja pozostanie w pobliżu górnej granicy dopuszczalnego przedziału odchyień od celu, po czym w 2h24 tymczasowo wzrośnie, w związku z efektem niskiej, ubiegłorocznej bazy. W całym w 2024 inflacja wyniesie wg nas średnio 3,5% r/r. Na posiedzeniu w lutym MNB obniżył stopę bazową w największej dotychczas skali w obecnym cyklu, o 100pb, do 9,00%. Uważamy, że w 1h24, wraz ze spadającą inflacją i oczekiwaniem na ożywienie gospodarcze, stopa bazowa będzie dalej stopniowo obniżana, choć skala poszczególnych ruchów będzie systematycznie redukowana, a w 2h24, wraz z zahamowaniem dezinflacji, nastąpi stabilizacja stóp procentowych. Prognozujemy, że stopa bazowa w 2024 zostanie obniżona o 475 pb i wyniesie na koniec roku 6,00%.

### POLITYKA FISKALNA

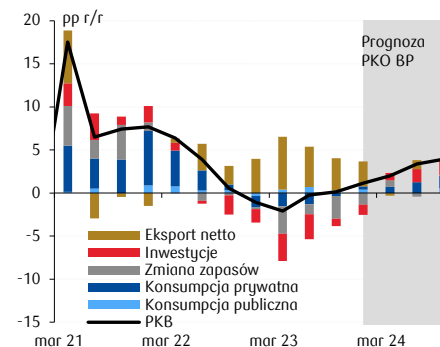
Sytuacja fiskalna na Węgrzech pozostaje napięta. W 2024 deficyt fiskalny wyniósł 6,9% PKB, przy założonym celu 3,9% PKB. Podwyższony cel na ten rok na poziomie 4,5% PKB jest w naszej ocenie zbyt optymistyczny i oczekujemy, że deficyt fiskalny osiągnie 4,8% PKB, a dług publiczny spadnie do poziomu 71,1% PKB.

### Główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	-1,1	-2,1	-0,2	0,5	1,1	2,0	3,4	3,9	-0,8	2,6
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-3,4	-7,5	-4,7	-3,6	-2,3	0,8	1,8	3,2	-4,8	0,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	-2,6	-3,0	-2,5	-0,6	0,7	1,4	2,5	2,9	-2,2	1,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-6,2	-12,8	-11,7	-3,6	-5,0	3,7	7,0	7,6	-8,7	3,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,9	4,0	4,1	4,1	4,0	3,5	3,4	3,4	4,0	3,6
Płace nominalne (% r/r)	10,3	17,1	14,8	10,5	7,5	6,9	6,8	6,5	13,1	6,0
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-10,0	-6,2	-6,3	-3,8	-4,5	-4,7	-4,9	-4,9	-6,6	-4,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	75,0	74,8	74,7	73,1	73,0	72,4	72,1	71,1	73,1	71,1
Stopa procentowa (%)	13,00	13,00	13,00	10,75	8,00	6,50	6,25	6,00	10,75	6,00
Inflacja CPI (% r/r)	25,4	21,9	15,4	7,8	3,6	3,0	3,6	3,7	17,6	3,5
Inflacja bazowa (% r/r)	14,1	13,1	12,0	9,2	5,6	5,1	4,7	6,0	12,1	5,3
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	0,2	1,0	1,5	1,2	0,8	1,7	0,7	0,1	1,1

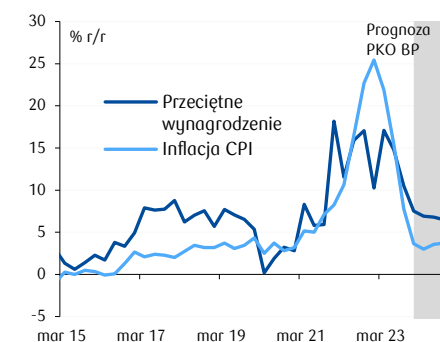
Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

### Składowe PKB



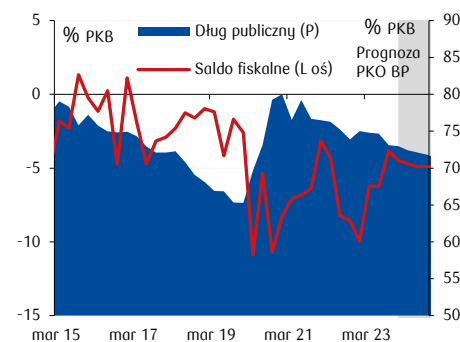
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

### Procesy inflacyjne na tle wynagrodzeń



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

### Sektor fiskalny





## Rumunia

### SFERA REALNA

Gospodarka Rumunii w 2023 wzrosła o 2,0%, wykazując się większą odpornością na negatywne szoki zewnętrzne, niż Czechy i Węgry. Dynamika PKB w 4q23 spowolniła do 1% r/r z 3,5% r/r w 3q23 (warto odnotować nieprzerwany wzrost w ujęciu r/r od 1q21). Za wzrost w 4q23 odpowiadały konsumpcja prywatna (2,8% r/r), wspierana dobrą sytuacją na rynku pracy, oraz inwestycje (9% r/r) napędzane funduszami UE. Obniżyła się konsumpcja publiczna (-3,3% r/r). Kondycja rynku pracy nie słabnie, mimo nieznacznego wzrostu stopy bezrobocia (do 5,7% w styczniu, sa). Presja płacowa pozostaje wysoka – dynamika wynagrodzeń netto w styczniu wyniosła 14,2% r/r, co przekłada się na silny realny wzrost płac, który będzie wspierać konsumpcję. **Przewidujemy, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB nabierze rozpędu, a wzrost gospodarczy w 2024 wyniesie 3,3%.** Deficyt na rachunku obrotów bieżących po styczniu pozostawał najwyższy w regionie, blisko 7% PKB, ale w kolejnych kwartałach spodziewamy się jego zmniejszenia.

### PROCESY INFLACYJNE I POLITYKA PIENIĘŻNA

Po systematycznym spadku inflacji w 2023 (do 6,6% na koniec roku), początek 2024 przyniósł oczekiwane przyspieszenie dynamiki cen, do odpowiednio 7,4% r/r w styczniu oraz 7,2% r/r w lutym, w związku z podwyżkami niektórych podatków. **W kolejnych miesiącach oczekujemy dezinflacji (m.in. ze względu na efekty bazy w cenach żywności i surowców energetycznych) i na koniec 2024 zakładamy spadek inflacji poniżej 5% r/r.** Wobec najwyższej w regionie inflacji, 1q24 nie przyniósł istotnych zmian w rumuńskiej polityce pieniężnej. Główna stopa procentowa od stycznia 2023 utrzymuje się na poziomie 7%. **Pierwszej obniżki stóp o 25pb oczekujemy w 2q24, zgodnie z zapowiedziami banku centralnego.** Spodziewamy się, że postępująca dezinflacja będzie sprzyjać łagodzeniu polityki pieniężnej, a łączna skala obniżek w 2024 wyniesie 100pb.

### POLITYKA FISKALNA

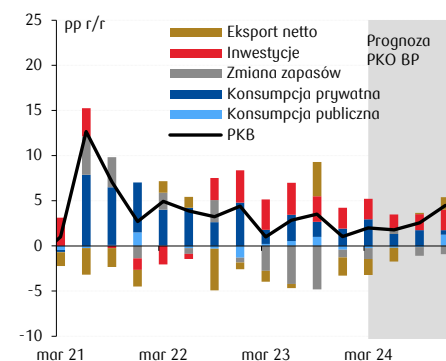
Prognozowany na ten rok deficyt fiskalny, sięgający niemal 5% PKB (a przy tym „bliźniaczy” deficyt na rachunku obrotów bieżących), to wyzwanie dla Rumunii, która od 2020 objęta jest unijną procedurą nadmiernego deficytu (wznowioną w tym roku po zawieszeniu na czas pandemii oraz kryzysu energetycznego). Podwyżki emerytur oraz płac dla nauczycieli, a także planowane na 2024 wybory prezydenckie i parlamentarne mogą spowalniać konsolidację fiskalną, choć w życie weszły już zmiany, które mają poprawić saldo finansów publicznych (w tym podwyżki VAT na szereg produktów żywnościowych). Jednocześnie poziom zadłużenia pozostaje relatywnie niski na tle UE – na koniec 2023 dług publiczny sięgnął 49,6% PKB, a nasza prognoza zakłada jego wzrost do 51% PKB na koniec 2024.

### Główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	2023	2024
Realny PKB (% r/r)	1,0	2,9	3,5	1,0	2,0	1,8	2,6	4,5	2,0	3,3
Popyt krajowy (pkt proc.)	2,4	2,8	0,7	3,0	3,8	3,3	2,4	3,1	3,6	3,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,3	4,2	2,4	2,8	4,3	1,9	2,6	0,7	2,9	2,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	14,6	14,7	11,3	9,0	8,6	6,4	6,5	8,4	12,3	7,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,5	5,7	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,6	5,5
Płace nominalne (% r/r)	16,1	18,9	17,5	14,0	13,7	11,0	10,4	12,8	16,6	12,0
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-6,9	-7,7	-4,3	-5,7	-5,7	-5,1	-4,4	-4,1	-6,1	-4,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,3	48,5	49,2	49,6	50,5	51,0	51,3	51,0	49,6	51,0
Stopa procentowa (%)	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,25	6,00	7,00	6,00
Inflacja CPI (% r/r)	15,0	10,7	9,2	7,1	7,1	6,3	5,6	4,7	10,5	5,9
Inflacja bazowa (% r/r)	14,1	13,1	12,0	9,2	8,4	8,1	7,4	5,0	12,1	7,2
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-8,6	-7,5	-6,8	-6,9	-6,1	-5,5	-4,8	-4,8	-7,4	-5,3

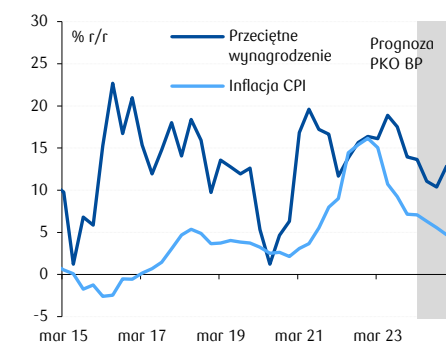
Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

### Składowe PKB



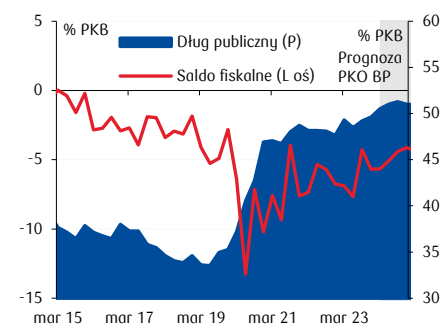
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

### Procesy inflacyjne na tle wynagrodzeń



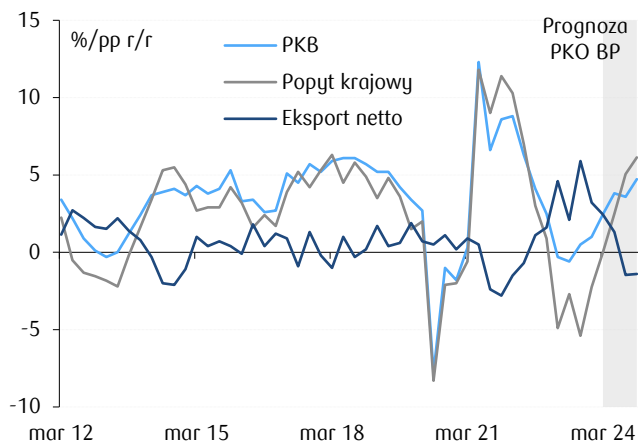
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

### Sektor fiskalny

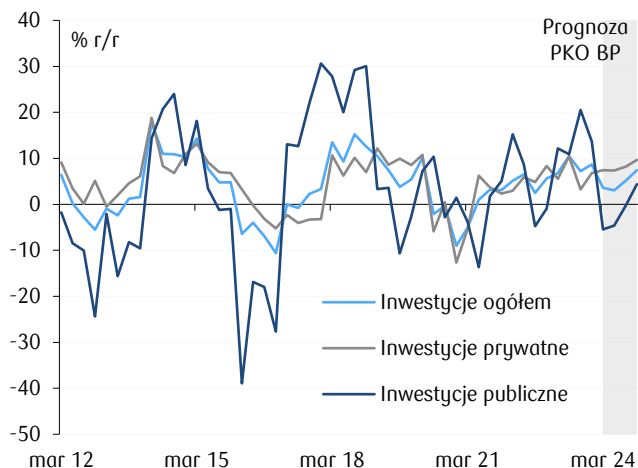


Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

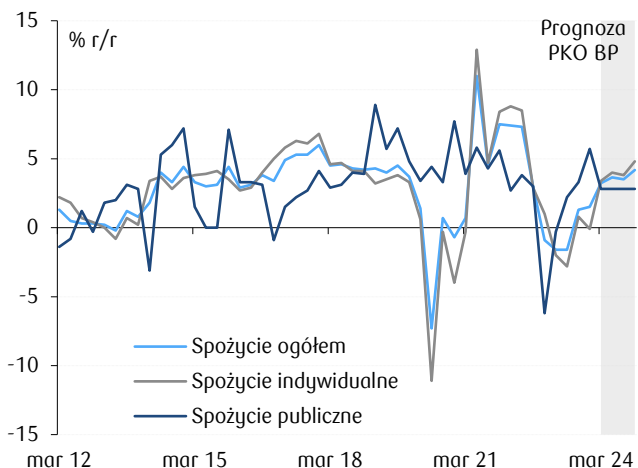
### Realny PKB



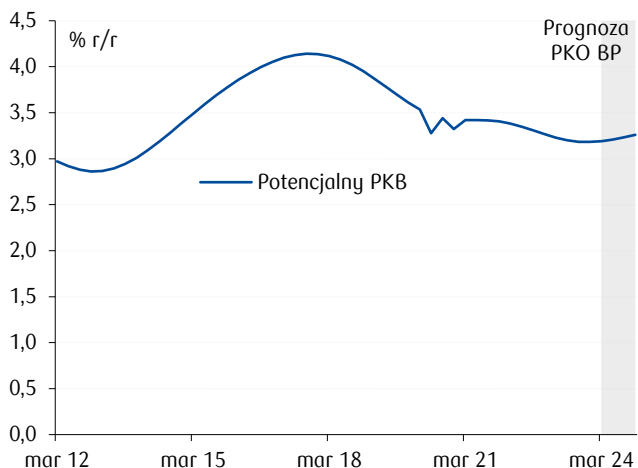
### Popyt inwestycyjny



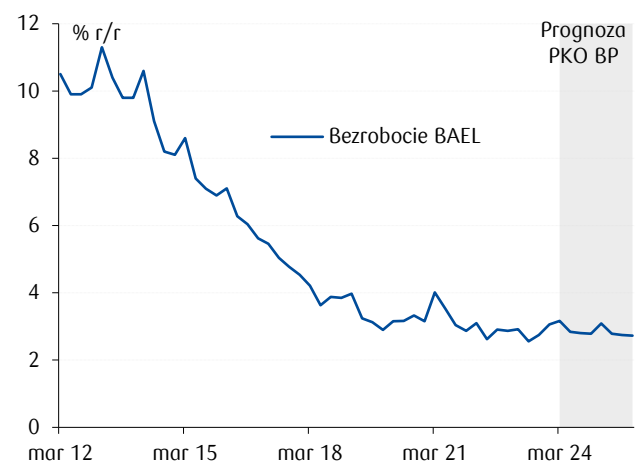
### Popyt konsumpcyjny



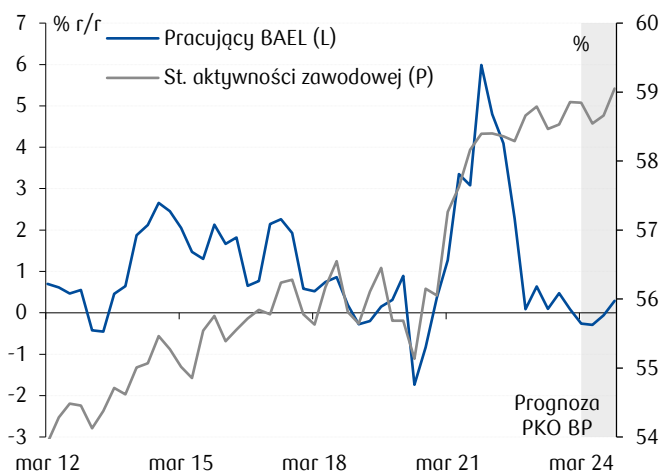
### Produkt potencjalny\*



### Stopa bezrobocia BAEL\*\*^

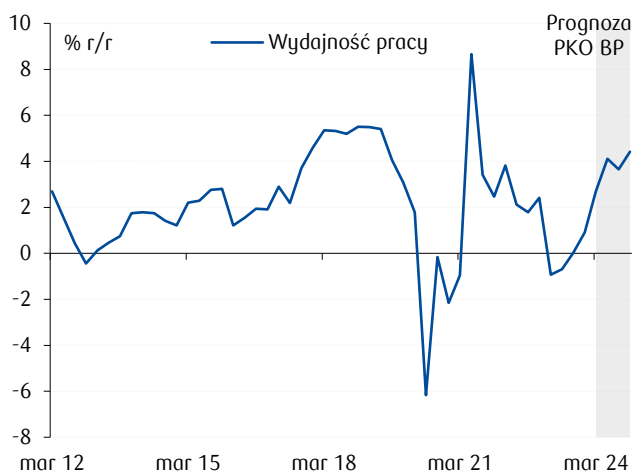


### Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\*^

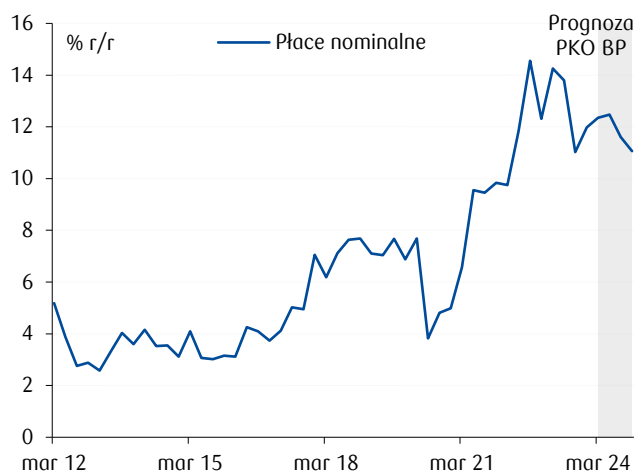


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

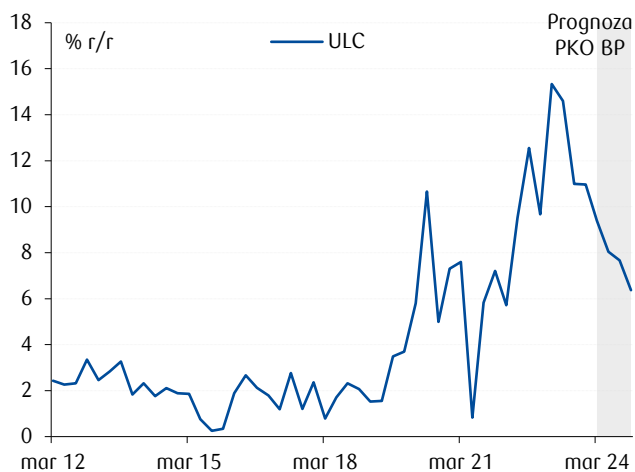
### Wydajność pracy\*



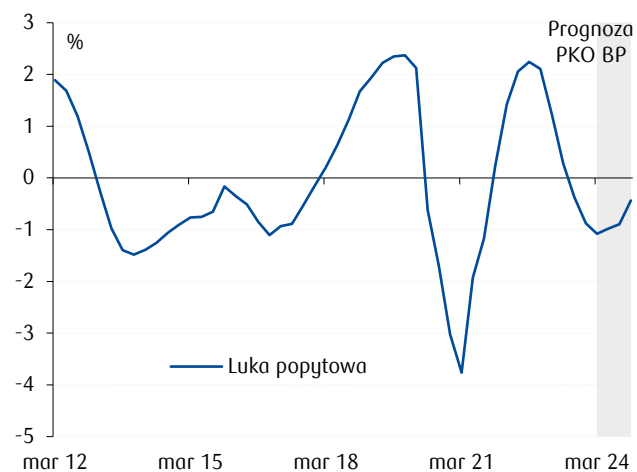
### Płace w gospodarce narodowej



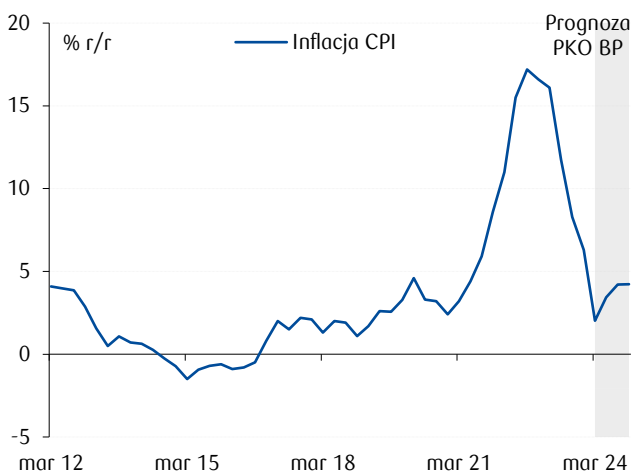
### Jednostkowe koszty pracy\*



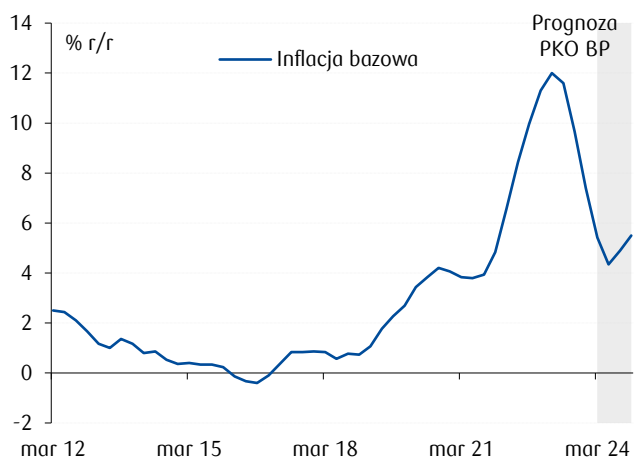
### Luka popytowa



### Inflacja CPI



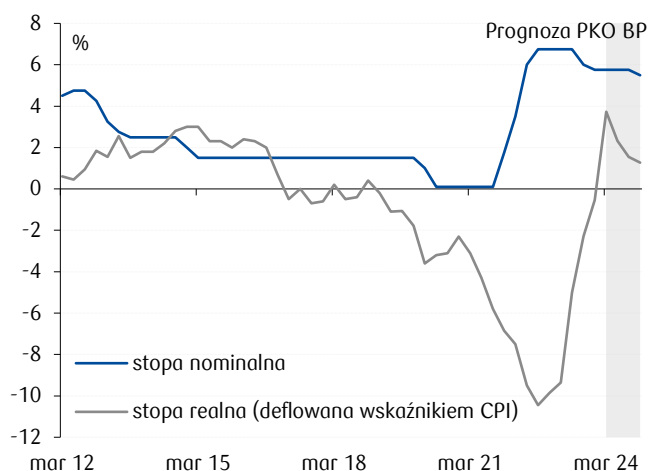
### Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)



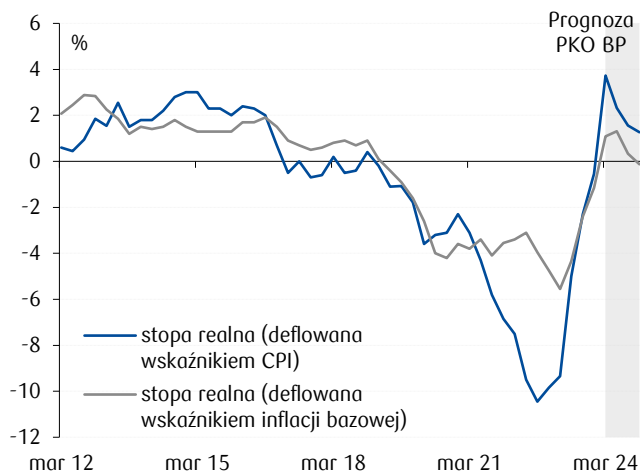
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.



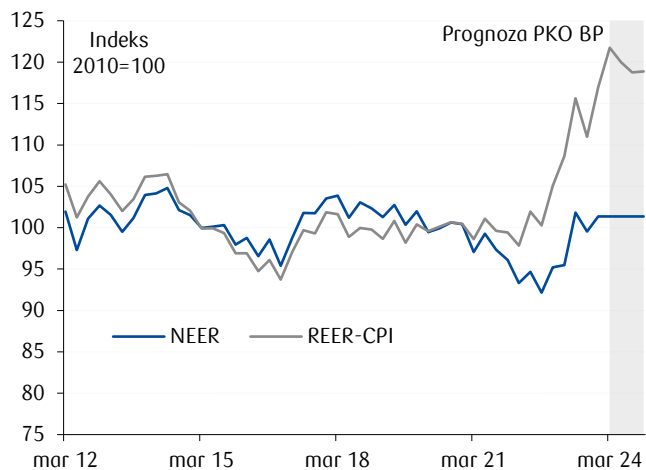
### Stopy nominalne vs realne



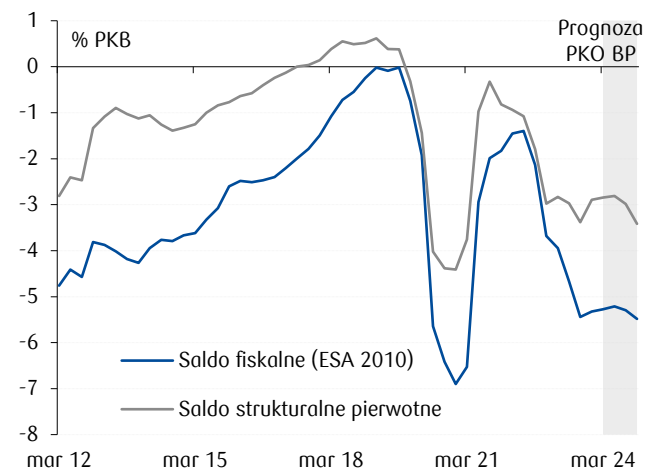
### Stopy realne



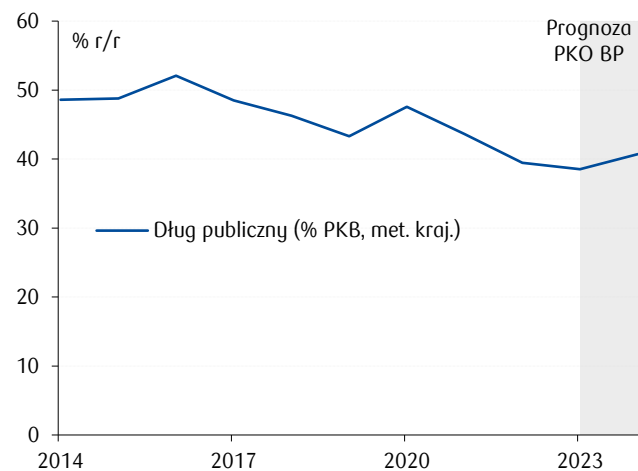
### Założenia dotyczące NEER i REER\*



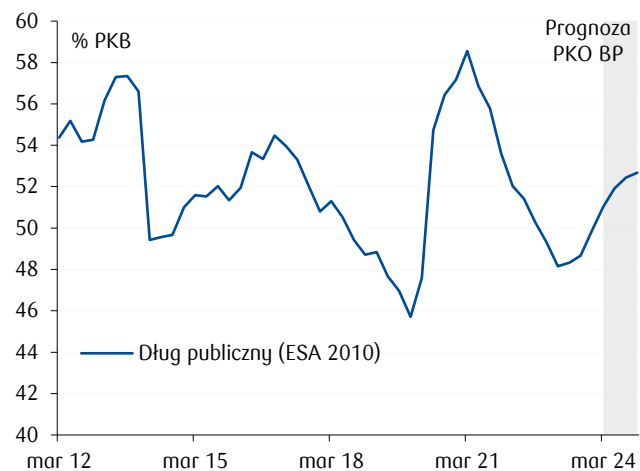
### Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



### Dług publiczny (met. kraj.)

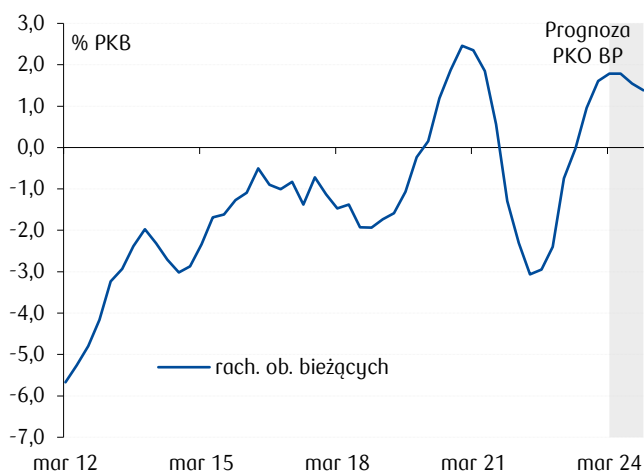


### Dług publiczny (ESA 2010)

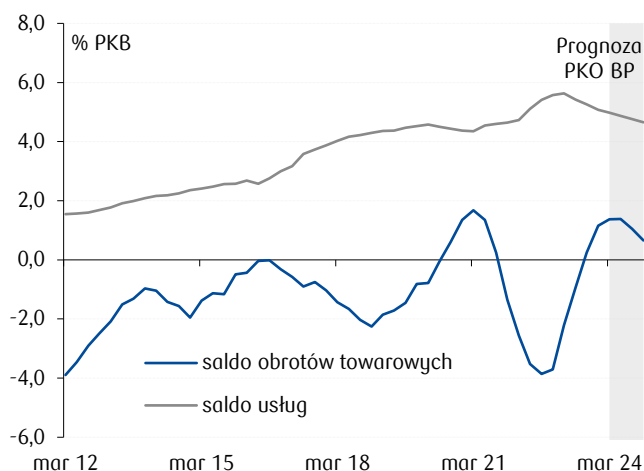


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjację.

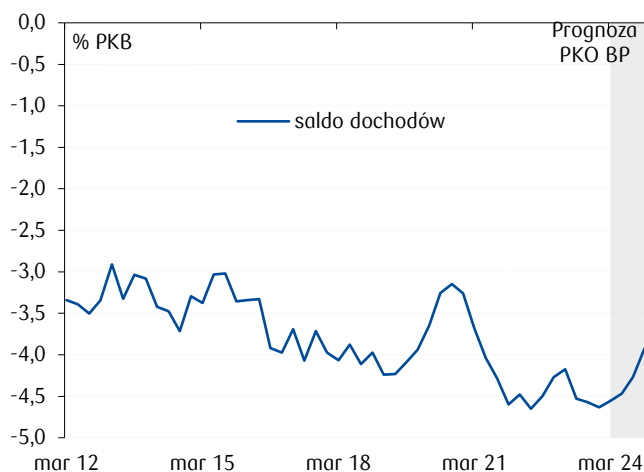
### Saldo rachunku obrotów bieżących



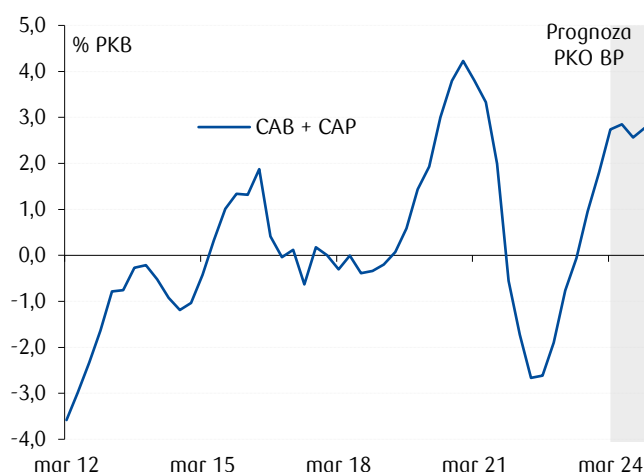
### Saldo handlu zagranicznego



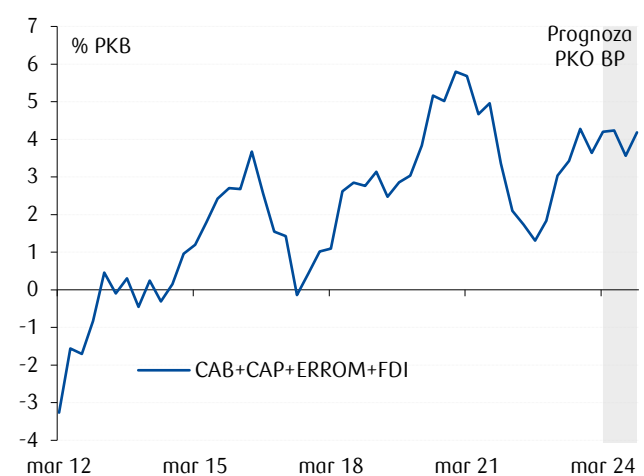
### Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



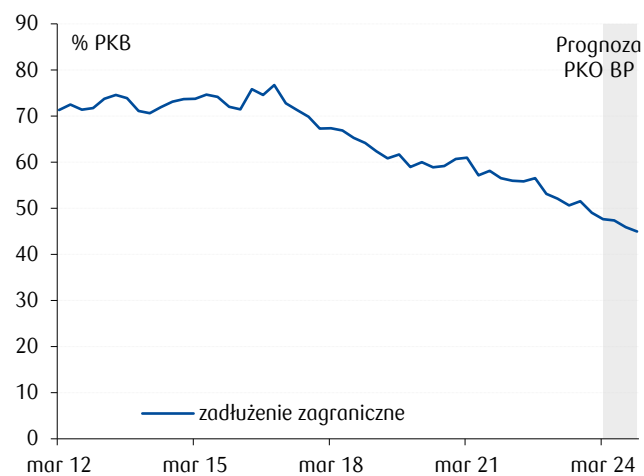
### Saldo CAB i CAP\*



### 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 dla Polski

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Sfera realna</b>										
Realny PKB (% r/r)	4,4	3,0	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,9	2,2	5,2	6,1	3,2	-2,6	8,0	5,1	-3,7	3,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,8	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,9	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	8,4	5,2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,1	1,0	4,4	5,6	4,3	-1,5	4,6	3,9	1,3	3,7
Zapasy (pkt. proc.)	-0,2	1,2	0,8	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,2	-5,1	-0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	0,5	0,8	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,1	0,2	3,9	0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	4,0	4,1	4,0	3,7	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2
Nominalny PKB (mld PLN)	1798	1853	1983	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3652
<b>Rynek pracy</b>										
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	3,4	2,8	0,3	-0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,3	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,9	58,4	58,7	58,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,5	6,2	4,9	3,9	3,3	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9
Place nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	11,9
Wydajność pracy (% r/r)	2,5	1,7	3,3	5,3	4,5	-1,7	3,4	2,5	-0,2	3,7
ULC (% r/r)	0,8	2,1	1,9	1,7	2,6	7,1	5,3	9,3	13,0	7,9
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,6	3,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	4,2	1,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	1,9	-0,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,5	2,7
Inflacja bazowa (% r/r)	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	5,0
Deflator PKB (% r/r)	1,2	0,1	1,8	1,2	3,0	4,2	5,3	10,6	10,9	3,6
<b>Agregaty monetarne</b>										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,3	2416,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,1	9,6	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	6,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	9,6	8,8	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,2	2,3
Kredyty ogółem (mld PLN)	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1429,0	1519,1
Kredyty ogółem (% r/r)	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	0,0	6,3
Depozyty ogółem (mld PLN)	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,7	2191,8
Depozyty ogółem (% r/r)	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	6,1
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-1,0	-1,1	-1,9	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	1,6	1,4
Bilans handlowy (% PKB)	-0,5	-0,3	-1,0	-2,3	-0,8	1,3	-1,3	-3,7	1,2	0,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,2	0,8	1,5	2,8	2,0	2,4	3,8	3,7	2,3	2,2
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,0	76,7	67,3	64,2	58,9	60,7	56,5	53,1	49,1	45,0
<b>Polityka fiskalna</b>										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,3	-5,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,2	-3,6
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-0,8	-0,2	0,1	0,5	-0,3	-4,4	-0,8	-3,0	-2,9	-3,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,3	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,3	49,9	52,7
<b>Polityka pieniężna</b>										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,55	1,27
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	-0,12
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,00
REER defl. CPI (% r/r)	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	11,6	5,9

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

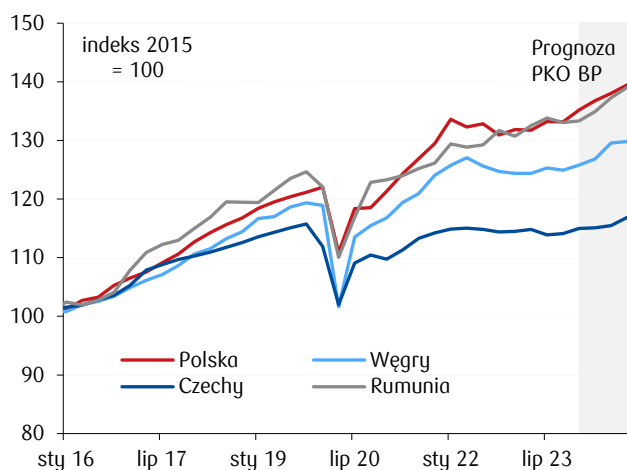


## Porównanie rocznych wskaźników makroekonomicznych dla regionu EŚiW

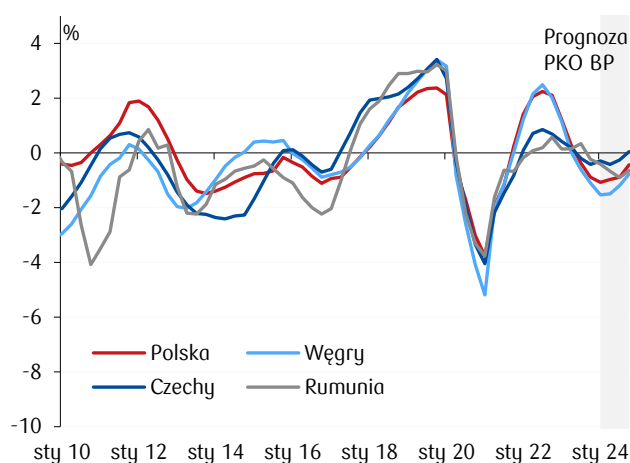
	2023				2024			
	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
<b>Sfera realna</b>								
Realny PKB (% r/r)	0,2	-0,4	-0,8	2,0	3,7	1,1	2,6	3,3
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-3,7	-3,1	-4,8	3,6	3,5	0,0	0,9	3,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	-1,0	-3,1	-2,2	2,9	4,0	2,6	1,9	2,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,4	3,3	-8,7	12,3	5,2	3,5	3,2	7,5
Eksport netto (pkt. proc.)	3,9	2,7	4,0	-1,6	0,1	1,1	1,7	-0,1
Nominalny PKB (mld EUR)	749	305	197	323	802	331	211	322
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	0,7	2,3	2,9	3,2	0,6	2,3	3,1
<b>Rynek pracy</b>								
Pracujący BAEL (% r/r)	0,3	-2,2	0,6	-1,8	-0,1	-1,1	1,6	-3,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,8	2,6	4,0	5,6	2,9	2,7	3,6	5,5
Przeciętne wynagrodzenie (% r/r)	12,8	9,1	13,1	16,6	11,9	4,3	6,0	12,0
<b>Procesy inflacyjne</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	11,6	10,8	17,6	10,5	3,5	2,1	3,5	5,9
Inflacja bazowa (% r/r)	10,1	7,6	12,1	12,1	5,0	2,4	5,3	7,2
<b>Agregaty monetarne</b>								
Podaż pieniądza M3 (mld EUR)	522,6	265,5	110,9	134,1	570,6	276,6	112,8	143,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,5	8,2	6,5	9,8	6,5	4,1	1,7	7,1
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,2	-4,5	-10,5	-0,5	2,3	2,1	-1,8	0,8
<b>Bilans płatniczy</b>								
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	1,6	0,6	0,1	-7,4	1,4	1,2	1,1	-5,3
<b>Polityka fiskalna</b>								
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-5,3	-3,4	-6,6	-6,1	-5,5	-2,4	-4,8	-4,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,9	49,6	73,1	49,6	52,7	45,6	71,1	51,0
<b>Polityka pieniężna</b>								
Stopa procentowa (%)	5,75	6,75	10,75	7,00	5,50	3,75	6,00	6,00

Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

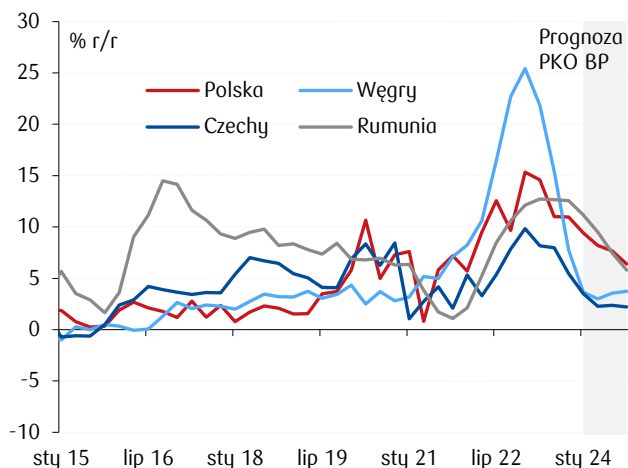
### Realny PKB



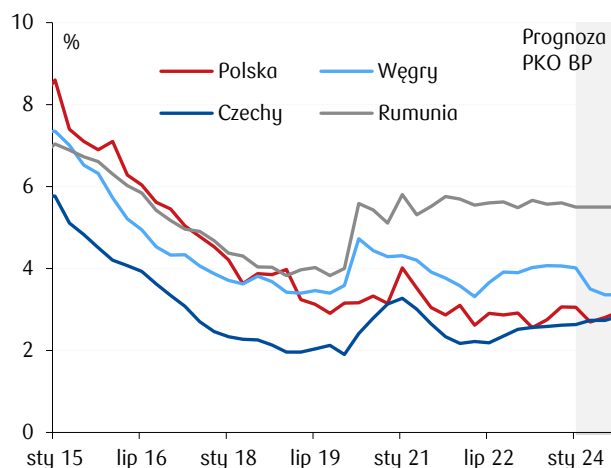
### Luka popytowa



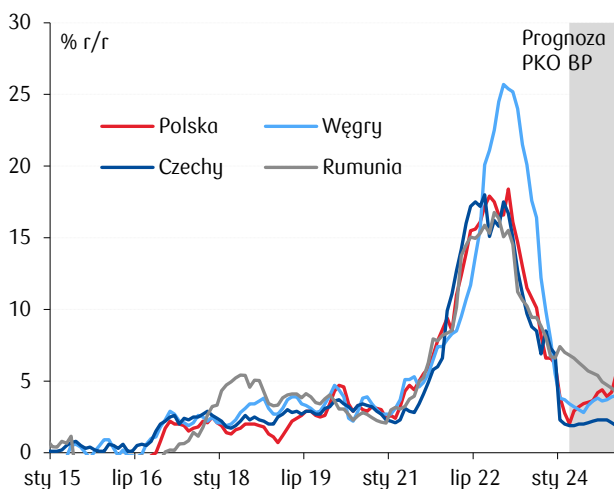
### Jednostkowe koszty pracy



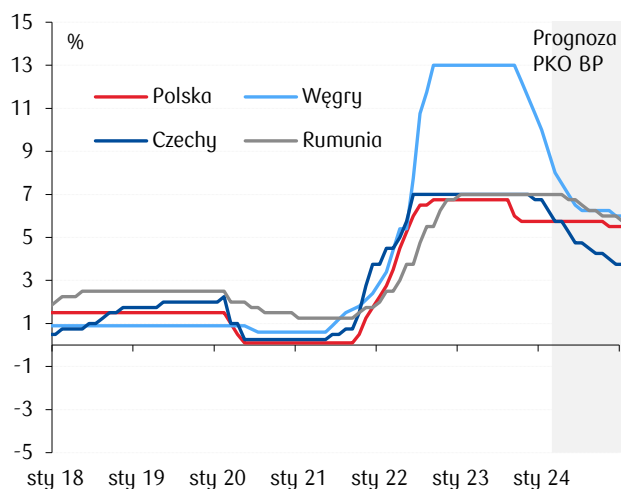
### Stopa bezrobocia BAEI



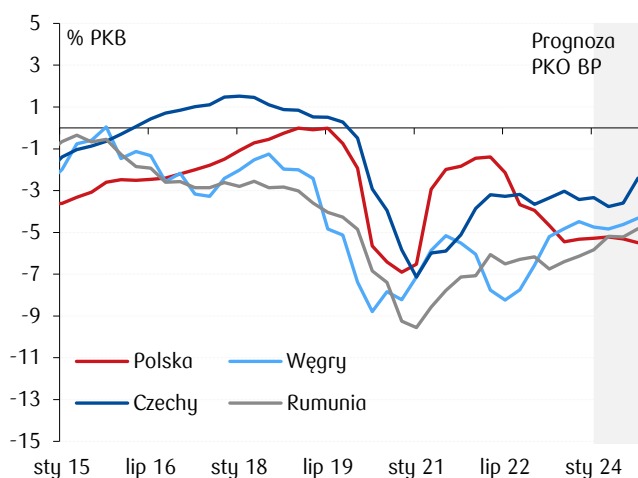
### Inflacja CPI



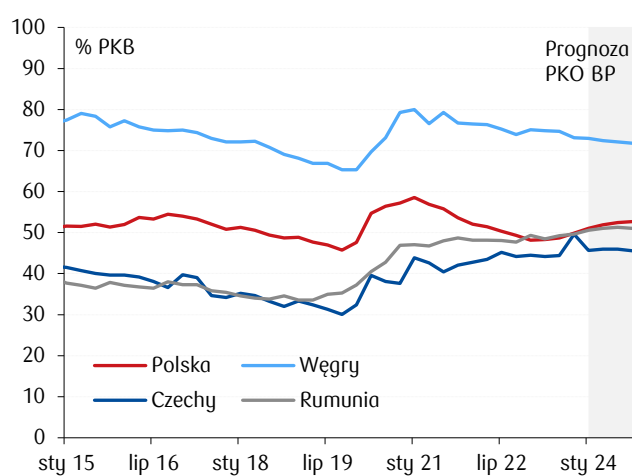
### Stopy procentowe



### Deficyt fiskalny (ESA 2010)



### Dług publiczny (ESA 2010)



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

## Departament Analiz Ekonomicznych

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

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Szymon Fabiański	<a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>	722 051 585
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Michał Reczek	<a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>	783 552 546
Anna Wojtyniak	<a href="mailto:anna.wojtyniak@pkobp.pl">anna.wojtyniak@pkobp.pl</a>	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

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

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



Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

#### Informacje i zastrzeżenia:

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

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

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

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

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