

# Dobry 2024, znakomity 2025

dla polskiej gospodarki





# Czego się spodziewamy w 2024 i 2025 r.

## Główne wnioski z raportu



**Globalna koniunktura zacznie się niedługo poprawiać za sprawą rosnących płac realnych**

Po powolnym starcie w 2024 i przezornościowych obniżkach stóp Fed i EBC widzimy przyzwoite perspektywy dla gospodarki globalnej na najbliższe dwa lata. Motorem odbicia PKB będzie wzrost siły nabywczej i konsumpcji gospodarstw domowych. Wynagrodzenia realne znowu rosną, a zatrudnienie pozostanie wysokie (znak zapytania przy strefie euro). W 1pół 2024 obraz koniunktury zdominują ryzyka dla wzrostu, ale w drugiej połowie roku poprawa globalnej koniunktury będzie równie widoczna jak dziś dezinflacja (która rok temu nie była oczywista).



**W Polsce wzrost PKB będzie początkowo stłumiony, ale przyspieszy w 2025, kiedy rozpędzą się inwestycje z KPO**

Wzrost płac realnych i transferów napędzi wzrost konsumpcji także w Polsce, choć nie widzimy boomu konsumpcyjnego. Zapobiegną mu wysokie stopy procentowe (przejściowo nawet 3% w ujęciu realnym), czyli niski popyt na kredyt oraz rosnąca skłonność do oszczędzania. Słabsza koniunktura w strefie euro zaważy na polskim eksporcie. Para konsumenta pójdzie w ujemny eksport netto. W 2pół. 2024 pomocną dłoń wyciągnie koniunktura w strefie euro. Wzrost PKB będzie początkowo umiarkowany (3,0% r/r w 2024), ale przyspieszy wyraźnie w 2025 r. (do 4,3%), gdy napływ środków z KPO (który już się rozpoczął) zacznie zauważalnie stymulować inwestycje.



**Dezinflacja w Polsce nie zniknie, ale wytraci impet. Na koniec 2024 wyniesie 5%. W 2025 może znowu wzrosnąć**

W marcu inflacja zejdzie w okolice 3% i znajdzie się w paśmie celu NBP, ale od kwietnia podbije ją powrót 5% VAT na żywność, a od czerwca odmrożenie cen energii. Presję na ceny zacznie też wywierać silny popyt konsumpcyjny. Inflacja bazowa zatrzyma się naszym zdaniem w okolicach 3,5% r/r, a inflacja CPI wyniesie na koniec roku ok. 5% r/r, czyli będzie niższa niż na koniec 2023r. Nasz scenariusz dla wzrostu gospodarczego tworzy ryzyko braku dalszego spadku inflacji bazowej w 2025 r., ale to horyzont, w którym prognozy są obciążone już dużym błędem.



**W USA i strefie euro zobaczymy obniżki stóp, ale nie w Polsce**

Banki centralne w głównych gospodarkach przestaną bać się inflacji, a zaczną obawiać się stłumienia wzrostu i problemów fiskalnych – stąd obniżki stóp. W Polsce okienko czasowe do wznowienia cięć okaże się krótkie. RPP, zaskoczona odbiciem konsumpcji na przełomie 2023 i 2024 (patrz projekcja), będzie sceptyczna co do trwałego spadku inflacji w okolice celu. Ostatecznie stopy pozostaną bez zmian nie tylko w całym 2024, lecz także w 2025. Ryzyka dla naszego scenariusza to nadmierna aprecjacja złotego i kontekst globalny (cięcia stóp zagranicą).



# Czego się spodziewamy w 2024 i 2025 r.

## Prognozy najważniejszych wskaźników

Obszar	Wskaźnik	2022	2023	2024	2025
Wzrost gospodarczy	PKB (%r/r)	5,3	0,3	3,0	4,3
	Konsumpcja prywatna (%r/r)	5,2	-0,1	4,3	4,2
	Inwestycje (%r/r)	4,9	7,6	-1,1	6,4
Ceny i polityka pieniężna	Inflacja CPI (%r/r, średniorocznie)	14,4	11,6	4,3	4,1
	Inflacja CPI (%r/r, na koniec roku)	16,6	6,1	5,0	3,5
	Inflacja bazowa (%r/r)	9,1	10,2	4,2	3,6
	Stopa referencyjna NBP (% , na koniec roku)	6,75	5,75	5,75	5,75
Rynek pracy	Stopa bezrobocia (% , na koniec roku)	5,2	5,1	4,8	4,7
	Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)	2,4	0,2	-0,1	1,5
	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)	12,9	12,1	9,3	7,3
Finanse publiczne	Saldo budżetu państwa (ESA2010, % PKB)	-3,7	-4,9	-5,3	-4,9
	Dług publiczny (ESA2010, % PKB)	49,3	50,0	54,6	58,2
Bilans płatniczy, kursy walutowe	Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	-2,4	1,7	0,6	-0,1
	EUR/PLN (na koniec roku)	4,69	4,33	4,30	4,35
	USD/PLN (na koniec roku)	4,40	3,92	3,81	3,79



# Przeboje sprzed lat – co udało się przewidzieć w 2023?

## Przegląd wybranych prognoz z poprzedniego dokumentu

Obszar	Przewidywania na 2023	Jaki okazał się ubiegły rok?	Nasza ocena prognoz
 <b>Otoczenie</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>2023 był pierwszym rokiem od pewnego czasu, w którym nie namieszały kwestie pozaekonomiczne</li> </ul>	
 <b>Gospodarka światowa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Twarde lądowanie: początek recesji w głównych gospodarkach</li> <li>Szybki spadek inflacji</li> <li>Początek cykli obniżek stóp Fed i EBC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przyspieszenie wzrostu w USA, stagnacja w strefie euro</li> <li>Kontynuacja spadków inflacji</li> <li>Jastrzębie banki centralne</li> </ul>	
 <b>Koniunktura krajowa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wzrost PKB w Polsce o 0,8%</li> <li>Dołek koniunktury w I kwartale</li> <li>Spadek konsumpcji prywatnej</li> <li>Hamowanie inwestycji (zwłaszcza firm)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wzrost PKB będzie jeszcze niższy (0,4%)</li> <li>Dołek koniunktury w II kwartale</li> <li>Głęboki spadek konsumpcji prywatnej w H1'23</li> <li>Przyspieszenie inwestycji firm</li> </ul>	
 <b>Rynek pracy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lekki wzrost stopy bezrobocia</li> <li>Hamowanie płac nominalnych</li> <li>Niewielki wzrost zatrudnienia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stabilizacja stopy bezrobocia na niskim poziomie</li> <li>Uporczywie wysoki wzrost płac</li> <li>Lekki spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw</li> </ul>	
 <b>Inflacja</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Silny spadek inflacji i inflacji bazowej</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>#DEZINFLACJA</li> </ul>	
 <b>Polityka pieniężna i rynki</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cięcie stóp NBP na koniec roku o 25 pb</li> <li>Stabilizacja złotego i wzrost EUR-USD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stopa NBP: 5,75%, czyli cięcie o łącznie 100pb</li> <li>Silne umocnienie złotego, stabilizacja EUR-USD</li> </ul>	

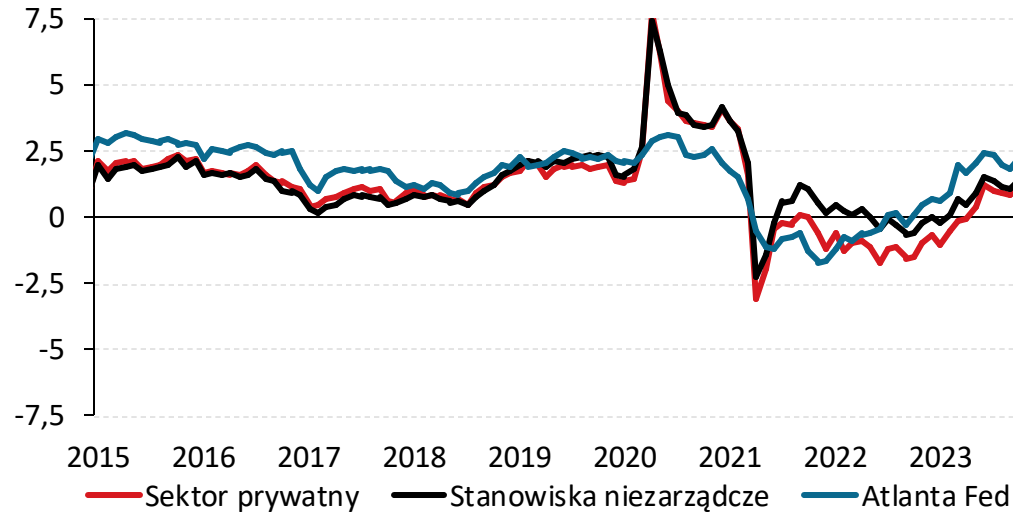


# Realne płace odbijają w gospodarkach rozwiniętych

Pomoże to konsumpcji, europejskiej później

Płace realne w USA wg różnych miar

% r/r

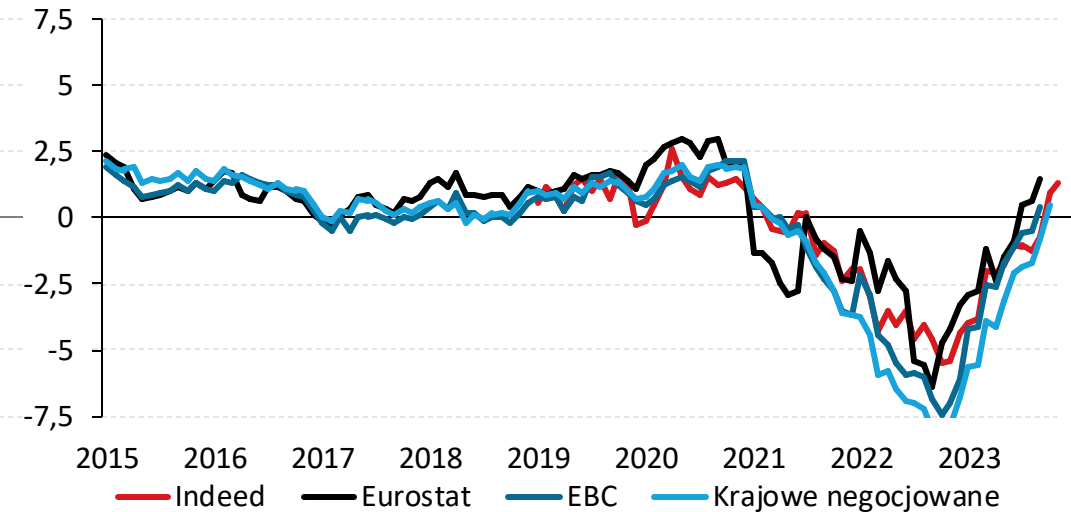


Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Spadek płac realnych był dużo silniejszy i trwał dłużej w Europie niż w Stanach Zjednoczonych (nic dziwnego – tak powinien działać szok podażowy, na który Europa była bardziej wystawiona), ale również tutaj się kończy. W ostatnich miesiącach 2023 r. płace realne w strefie euro już rosną.
- Jednocześnie, płace nominalne hamują – jak się wydaje, ich przyspieszenie było wyłącznie opóźnioną reakcją na wzrost inflacji i po spadku tej drugiej przychodzi czas na powrót dynamiki płac nominalnych do normalnych poziomów. Ostatnie wyniki negocjacji płacowych rozczarowują.

Płace realne w strefie euro wg różnych miar

% r/r



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Oznacza to, że i w USA, i w strefie euro dynamika płac realnych powinna utrzymywać się na typowych dla siebie poziomach: 0,5-1,5% r/r w strefie euro i 1-2% w Stanach Zjednoczonych.
- Bieżącego paliwa dla konsumpcji prywatnej będzie nieco mniej w strefie euro, ale ono dopiero teraz zaczyna płynąć i możliwości przyspieszenia płac realnych są większe. Ożywienie konsumpcji tu dopiero się zacznie, choć może rozczarować, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych konsumpcja będzie już hamować.

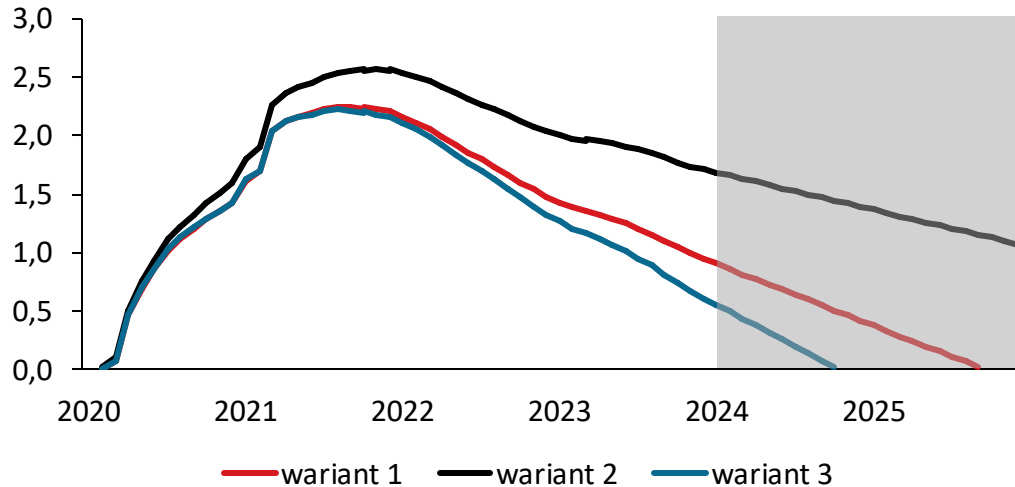


# Czarnym koniem dla konsumpcji pozostaną nadwyżkowe oszczędności

Jest ich więcej w Europie, ale o ich wykorzystaniu zdecydują nastroje konsumenta i stan rynku pracy

## Oszczędności nadwyżkowe w USA (+projekcja)

Bln USD

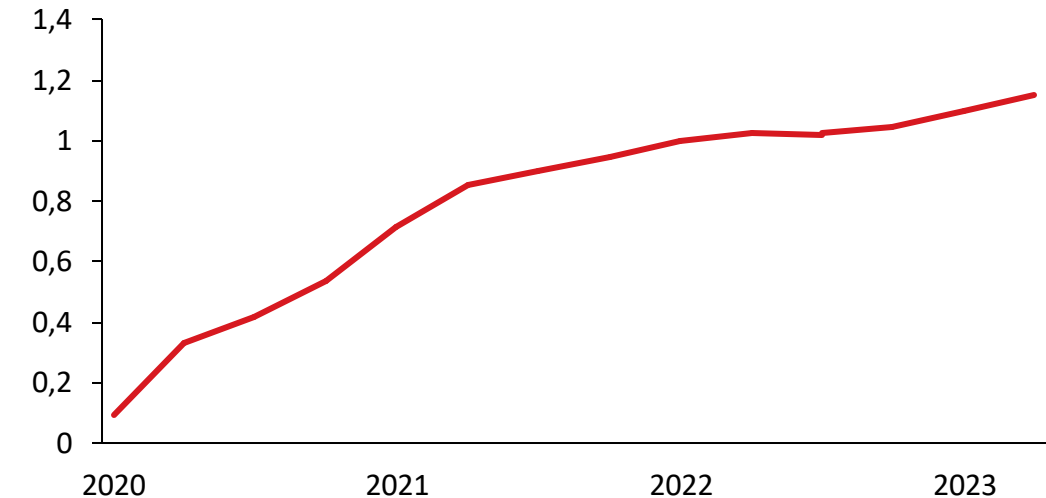


Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Nadwyżkowe oszczędności po obu stronach Atlantyku mają inne podłoże: w Stanach Zjednoczonych wynikały ze wsparcia fiskalnego i załamania konsumpcji w okresie pandemii; w Europie zadziałał tylko ten drugi czynnik (a także wolniejsze niż w USA odbicie konsumpcji prywatnej).
- Nadwyżkowe oszczędności w strefie euro mają podobne rozmiary, ale zupełnie inną trajektorię. W USA konsumenci po nie sięgnęli i wykorzystali, w zależności od przyjętej metody szacunków, 20-50%.

## Oszczędności nadwyżkowe w strefie euro

Bln EUR



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- W strefie euro oszczędności tylko przyrastały, w tym w I połowie 2023, z uwagi na słabość konsumpcji prywatnej oraz podbity przyspieszeniem płac nominalnych i kryzysowym wsparciem fiskalnym dochód rozporządzałny.
- Oto paradoks – choć pesymizm co do strefy euro jest większy, to tutaj konsumenci dopiero mogą sięgnąć po oszczędności. W Stanach Zjednoczonych mogą co najwyżej sięgać głębiej.



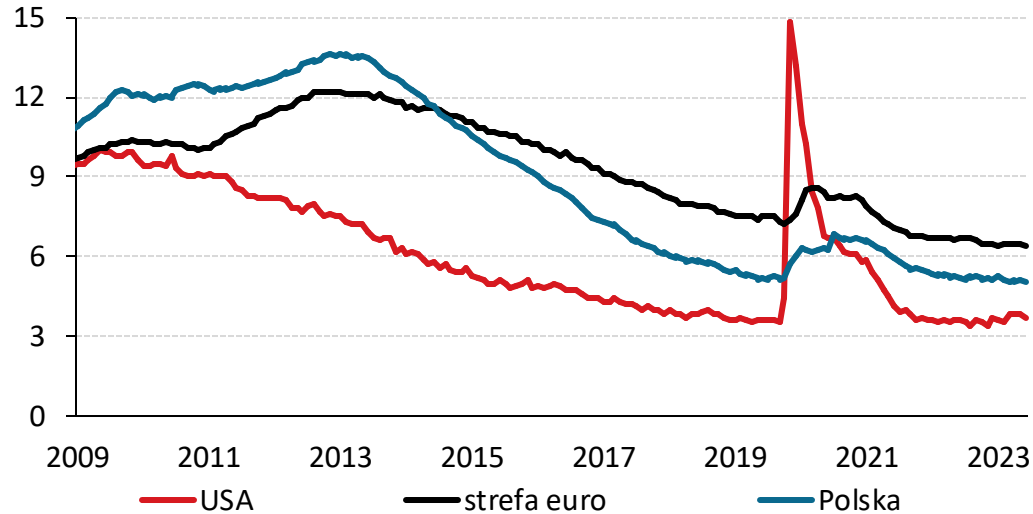


# Krzywa Philipsa nie żyje, umarła, kopnięta w kalendarz...

Co nie znaczy, że bezrobocie nie może wzrosnąć

## Stopa bezrobocia

%, odsezonowana

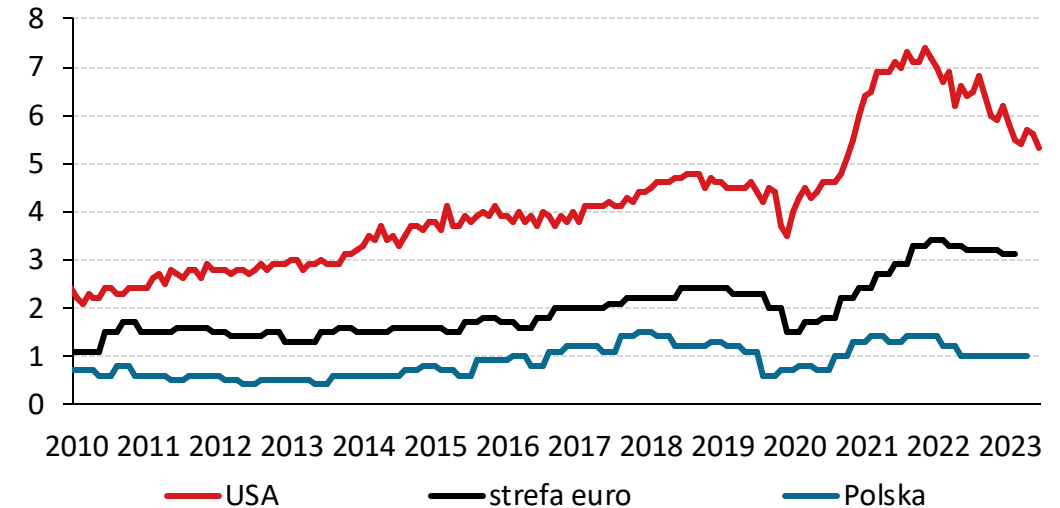


Źródło: Macrobond, Bureau of Labour Statistics, Eurostat, GUS, Pekao Analizy

- Stopa bezrobocia w głównych gospodarkach wpadła w 2023 roku w stagnację. Mimo wysokich stóp, dekoniunktury i spadku inflacji, stopa bezrobocia nie wzrosła. Tym samym, po raz kolejny **nie zadziałała krzywa Phillipsa, zgodnie z którą ceną za obniżenie inflacji jest wzrost bezrobocia i odwrotnie.**
- Choć stan rynku pracy w strefie euro może wydawać się na pierwszy rzut oka podobny do tego w USA, to różnią je perspektywy warunkowane sytuacją gospodarczą. Nastroje (konsumentów, ale i producentów) w strefie euro nadal utrzymują się na relatywnie niskich i recesyjnych poziomach, w przeciwieństwie do USA.

## Odsetek nieobsadzonych miejsc pracy

%



Źródło: Macrobond, Bureau of Labour Statistics, Eurostat, Pekao Analizy

- **Najbliższe kwartały mogą jednak upłynąć pod znakiem wzrostów stopy bezrobocia.** Sytuacja gospodarcza nadal pozostaje pod negatywnym wpływem restrykcyjnej polityki pieniężnej, który będzie się utrzymywał do połowy bieżącego roku. Ten czynnik obecnie sprzyja i będzie sprzyjał wzrostom bezrobocia.
- Skala tych wzrostów będzie jednak niewielka. Mimo gorszej koniunktury i spadku popytu na pracę, firmy nadal mają problemy ze znalezieniem pracowników, a odsetek nieobsadzonych miejsc pracy jest wysoki zarówno w USA, jak i strefie euro. Mimo wielu wspólnych tendencji na głównych rynkach pracy, mamy do czynienia z ich pewną desynchronizacją.

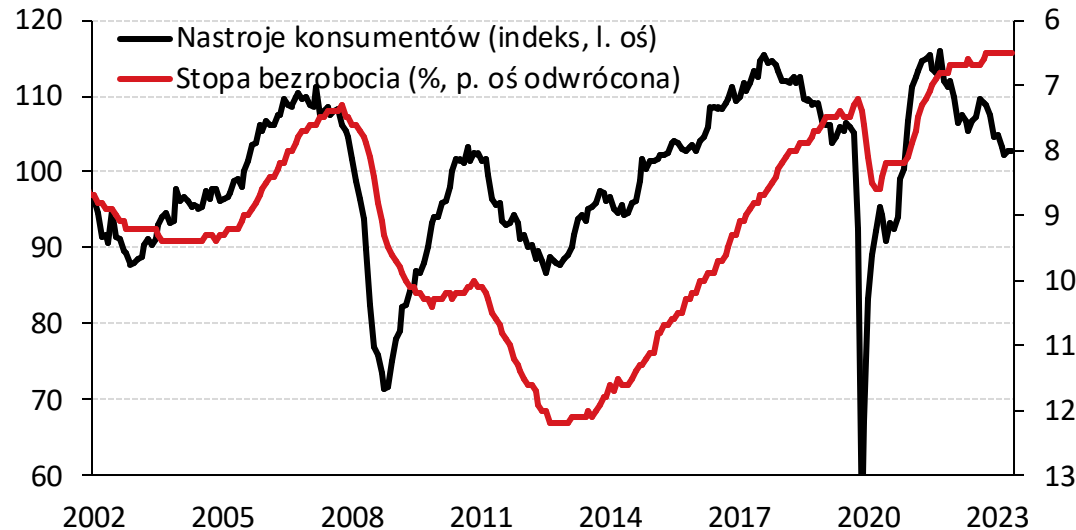


# Potencjalnym problemem Europy jest słabnący rynek pracy

## Nastroje pogarszają się od kilku kwartałów

### Stopa bezrobocia w strefie euro

i jej korelacja z nastrojami konsumentów

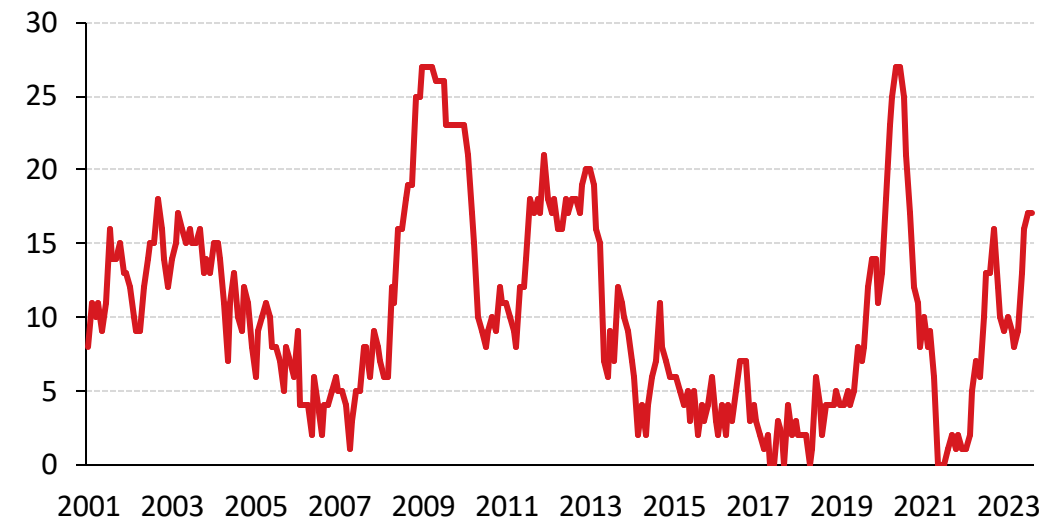


Źródło: Macrobond, Komisja Europejska, Eurostat, Pekao Analizy

- Historycznie nastroje gospodarcze w strefie euro wykazywały silną korelację z sytuacją na rynku pracy. Obserwowany w ostatnim roku pesymizm nie przełożył się jeszcze na twarde dane, ale wszystko wskazuje na to, że na rynku pracy strefy euro możemy spodziewać się pogorszenia sytuacji, a co najmniej jej stagnacji. Opóźnienie w najsilniejszej zależności między dwoma wskaźnikami wynosi mniej więcej rok. Oznacza to, że **recesyjnych danych z rynku pracy w strefie euro możemy oczekiwać na przełomie pierwszych dwóch kwartałów roku.**

### Liczba krajów z rosnącą stopą bezrobocia w ostatnich 6 miesiącach

%



Źródło: Macrobond, Eurostat, Eurostat, Pekao Analizy

- Pierwsze sygnały pogorszenia sytuacji na rynku pracy strefy euro są mało zauważalne w samych poziomach stopy bezrobocia, natomiast ewidentne, gdy weźmie się pod lupę odsetek krajów z rosnącą stopą bezrobocia, który od 4 miesięcy zarysowuje stromy trend wzrostowy. Odwrócenie tych negatywnych trendów zobaczymy dopiero po obniżkach stóp przez EBC i to z wyraźnym opóźnieniem (pod koniec 2024 roku).



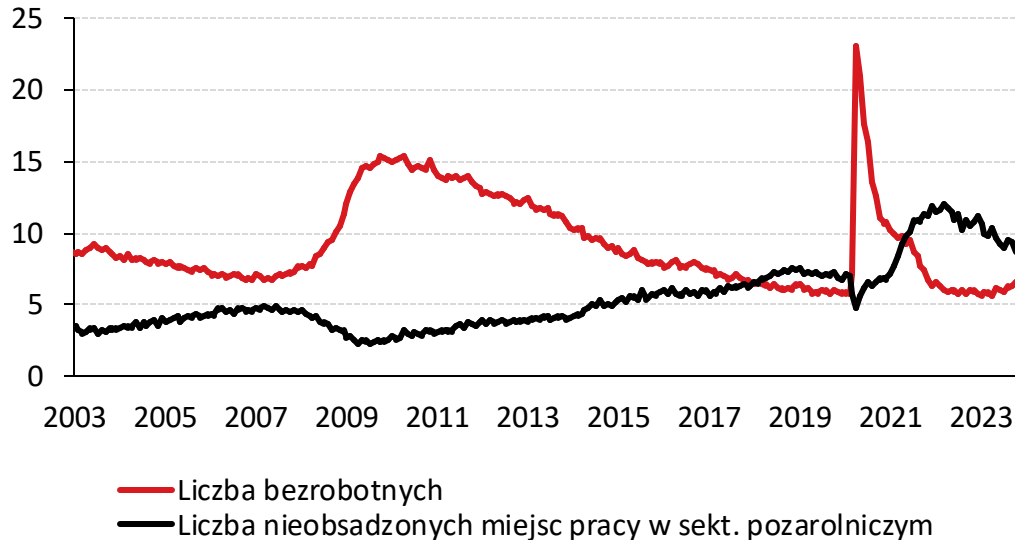


# Stabilne perspektywy rynku pracy w USA

## W przejściu od spowolnienia do recesji nie ma automatyzmu

### Liczba bezrobotnych w USA

Wobec liczby nieobsadzonych miejsc pracy

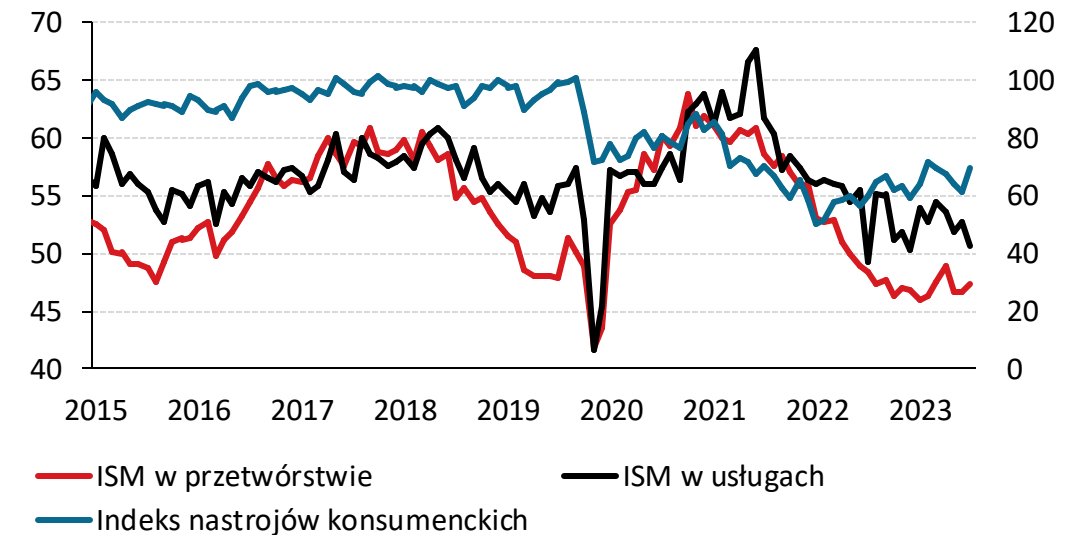


Źródło: Macrobond, Bureau of Labor Statistics

- Rynek pracy w USA pozostaje ciasny. Ewidentna jest przewaga popytu na pracę nad podażą, za co po części odpowiadają czynniki demograficzne. **W pierwszej połowie roku pojawi się jednak przestrzeń do wzrostu bezrobocia z uwagi widoczny już spadek popytu na pracę.** Ma to swoje źródła w prognozowanym przez nas pogorszeniu sytuacji gospodarczej, które jest konsekwencją restrykcyjnej polityki monetarnej.
- Nasz pogląd na sytuację na rynku pracy USA jest nieco bardziej optymistyczny niż w przypadku strefy euro. O ile jesteśmy zdania, że tam **również zobaczymy wzrosty bezrobocia i niższe przyrosty zatrudnienia**, o tyle wskaźniki koniunktury sugerują, że będzie to **spowolnienie o mniejszej skali.**

### Wskaźniki koniunktury w USA

pkt.



Źródło: Macrobond, ISM, University of Michigan

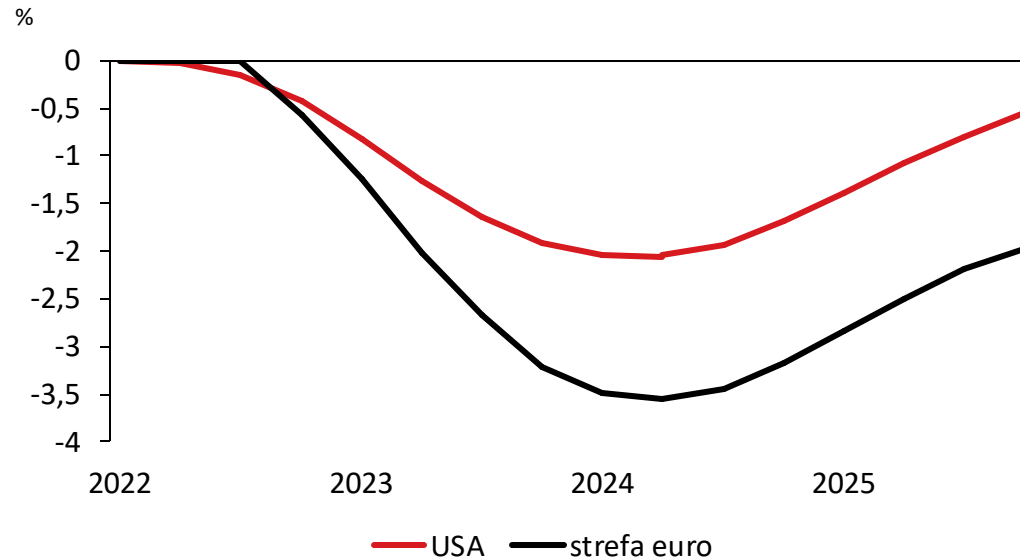
- Indeksy koniunktury w przemyśle (ISM, PMI) tkwią na poziomach wskazujących na stagnację, w przeciwieństwie do recesyjnych odczytów w strefie euro. Natomiast nastroje w usługach i sentyment konsumencki każą optymistycznie patrzeć na perspektywy gospodarki USA. Również zbliżające się luzowanie polityki monetarnej będzie sprzyjać odbudowie sytuacji na rynku pracy, lecz pierwsze efekty zobaczymy dopiero w drugiej połowie 2024.
- W dłuższej perspektywie zagrożeniem dla rynku pracy jest postęp sztucznej inteligencji, ale to jeszcze nie jest historia na 2024-2025. Miną lata zanim presja z jej strony zacznie być widoczna w danych makro



# Polityka pieniężna na świecie będzie coraz mniejszym hamulcem

## W połowie roku powinna już podbijać wzrost PKB

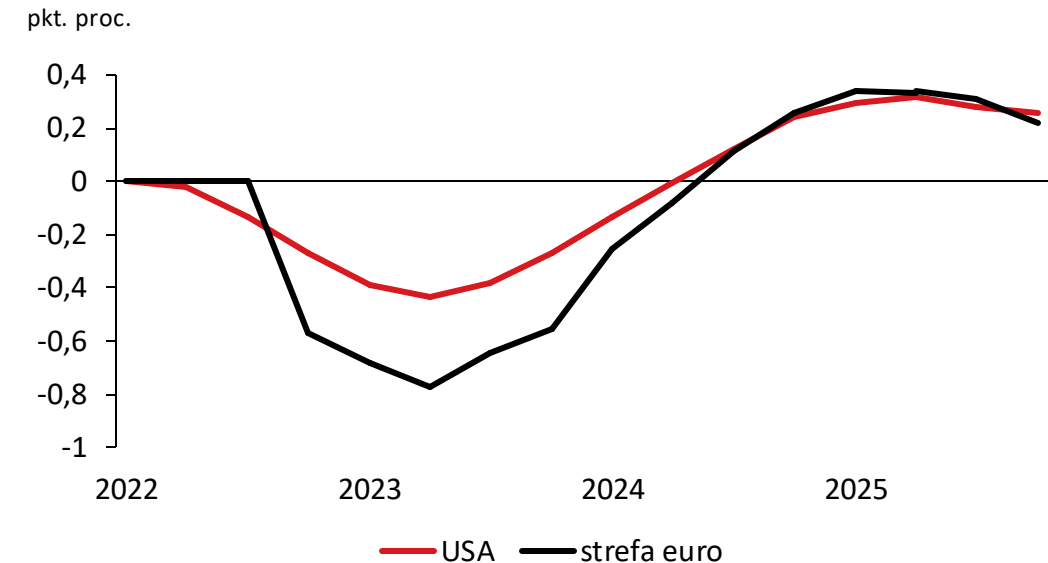
Wpływ polityki pieniężnej (w tym prognozowanych cięć) na poziom PKB



Źródło: Fed, EBC, Refinitiv, Pekao Analizy

- Jesteśmy w okresie największego negatywnego wpływu polityki pieniężnej na aktywność gospodarczą, zarówno w USA jak i w strefie euro. Modelowo, ten wpływ powinien powoli wygasać w kolejnych kwartałach w miarę tego, jak gospodarki przyzwyczajają się do funkcjonowania przy wyższych stopach procentowych. Efekt prognozowanych cięć stóp procentowych głównych banków centralnych zaczyna się na to nakładać w II połowie 2024 r. i (zwłaszcza) w 2025, wspierając wychodzenie z cyklicznego dołka koniunktury.

Wpływ polityki pieniężnej (w tym prognozowanych cięć) na dynamikę PKB



Źródło: Fed, EBC, Refinitiv, Pekao Analizy

- To dotyczy jednak wpływu na poziom PKB. Największy wpływ na dynamikę PKB nastąpił wcześniej, bo na początku 2023 r. Sumarycznie, od połowy 2024 r. polityka pieniężna powinna delikatnie podbijać wzrost gospodarczy w USA i strefie euro, o ok. 0,3 pkt. proc.
- Ponieważ wpływ na PKB był silniejszy w strefie euro, przejście od hamowania wzrostu gospodarczego do jego podbijania będzie tu wyraźniejsze.

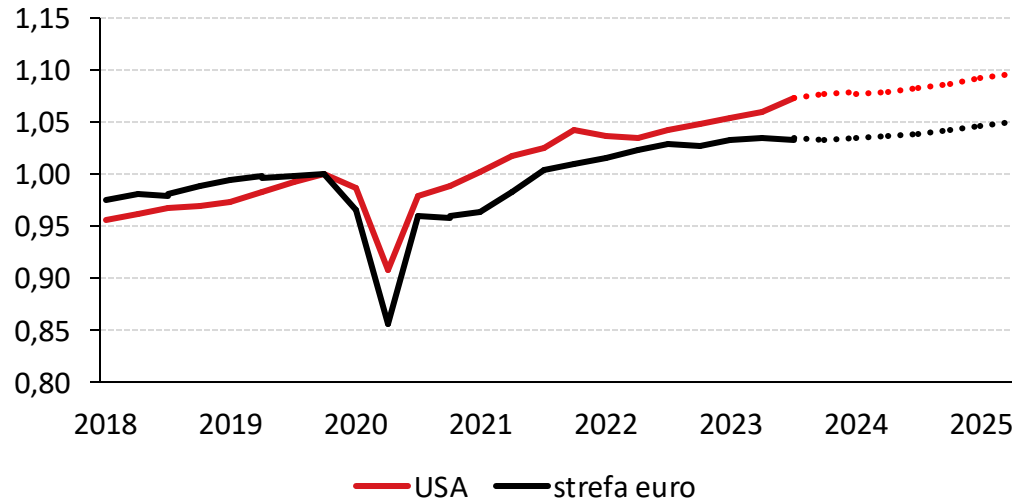


# Wzrost gospodarczy na świecie – podsumowanie i ryzyka

## Konsensus zakłada niezmiennie miękkie lądowanie

### Realny PKB w USA i strefie euro

poziom, 2019q4 = 1

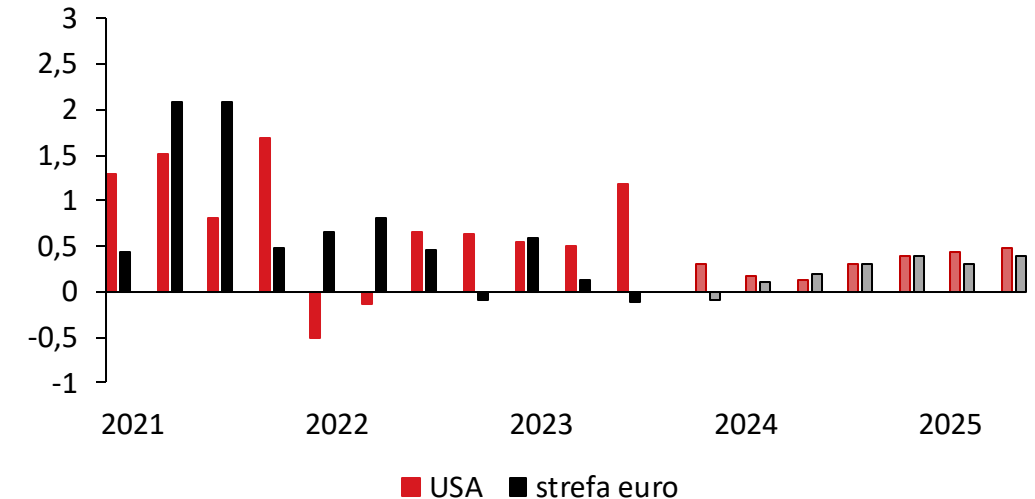


Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- **Konsensus prognoz to w dalszym ciągu miękkie lądowanie** – główne gospodarki będą flirtować ze spadkiem PKB, ale nawet w najgorszym kwartale w strefie euro okaże się on minimalny. Zdaniem konsensusu nie ma też istotnych różnic pomiędzy średniookresowymi trajektoriami strefy euro i Stanów Zjednoczonych.
- Kierunkowo wypada się z konsensem zgodzić: za rok o tej porze gospodarka globalna będzie już w fazie ekspansji i będzie to wiedza powszechna od wielu miesięcy.

### Realny PKB w USA i strefie euro

% kw/kw



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

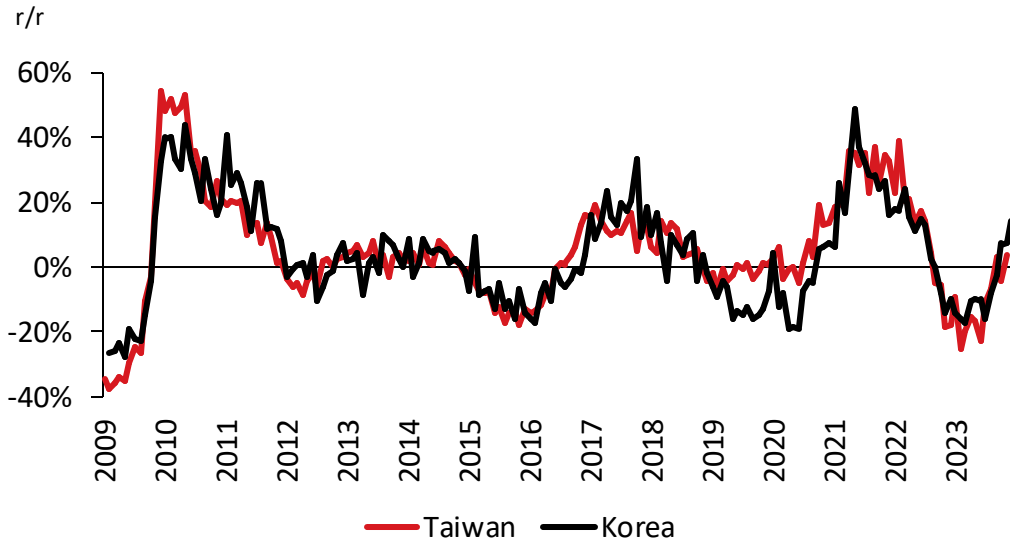
- Tym niemniej, naszym zdaniem na konsensusowym poglądzie jest kilka godnych uwypuklenia rys:
  - **W krótkim okresie ryzyka w dół** z uwagi na negatywne oddziaływanie polityki pieniężnej, nowe negatywne szoki podażowe.
  - W średnim okresie ryzyka w górę - hamulec zaciągany przez politykę pieniężną będzie zwalniany i ruszy konsumpcja prywatna (dzięki poprawie dochodów realnych konsumentów), w Europie pomoże dalsze wydatkowanie środków z RRF (bardziej w 2025).



# Wiatr wieje ze wschodu

Światowy przemysł minął punkt zwrotny, ale Europa może właśnie przeżywać swój *Nokia moment*

**Ekspert wybranych państw Azji Wschodniej**

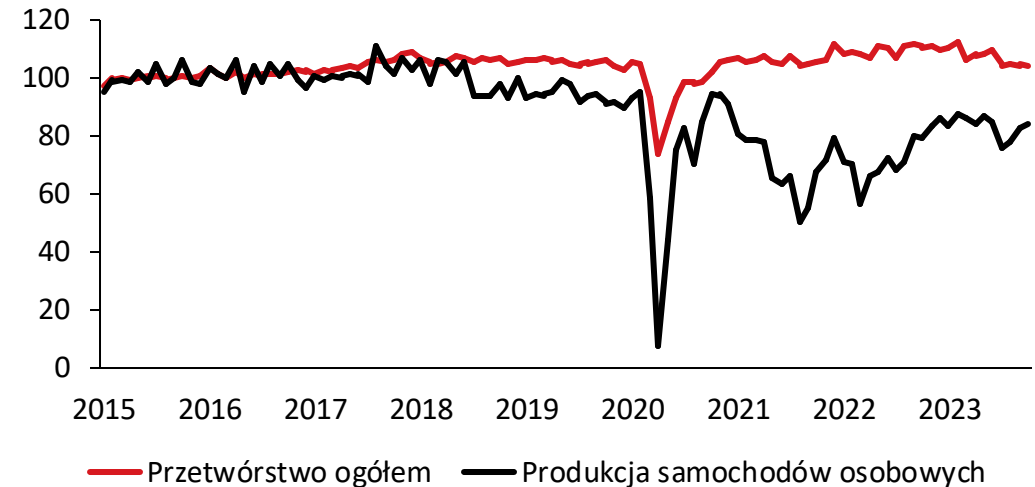


Źródło: Macrobond, Eurostat, Pekao Analizy

- Najgorsze w światowym przemyśle już za nami. Wygaśnięcie negatywnych szoków podaźowych, przejście cyklu zapasów do fazy akumulacji i stymulacja w Chinach – wszystko to przełożyło się na rozpoczęcie kilka miesięcy temu ożywienia. Jego tempo jest ograniczane m.in. przez działanie polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Oznaki poprawy sytuacji w przemyśle w Europie widzimy głównie w badaniach ankietowych. W Stanach Zjednoczonych i przede wszystkim w Azji Wschodniej ożywienie pokazuje już twarde dane.

**Produkcja przemysłowa w strefie euro**

2015 = 100



Źródło: Macrobond, Eurostat, Pekao Analizy

- Światowy przemysł nie jest w pełni zsynchronizowany i nie należy przeceniać jego roli w głównych państwach rozwiniętych, ale relatywnie duża ekspozycja strefy euro na koniunkturę globalną sprawia, że należy spodziewać się kontynuacji poprawy. W dalszej części 2024 roku swoją cegiełkę dołoży wygaśnięcie najgorszych efektów zacieśnienia polityki pieniężnej i, w dalszej części, jej złagodzenie.
- Europa ma też problemy strukturalne – przemysł samochodowy traci konkurencyjność i grozi mu spóźnienie się na zmianę technologiczną. Cała gałąź może w najgorszym scenariuszu stać się Nokią Europy.



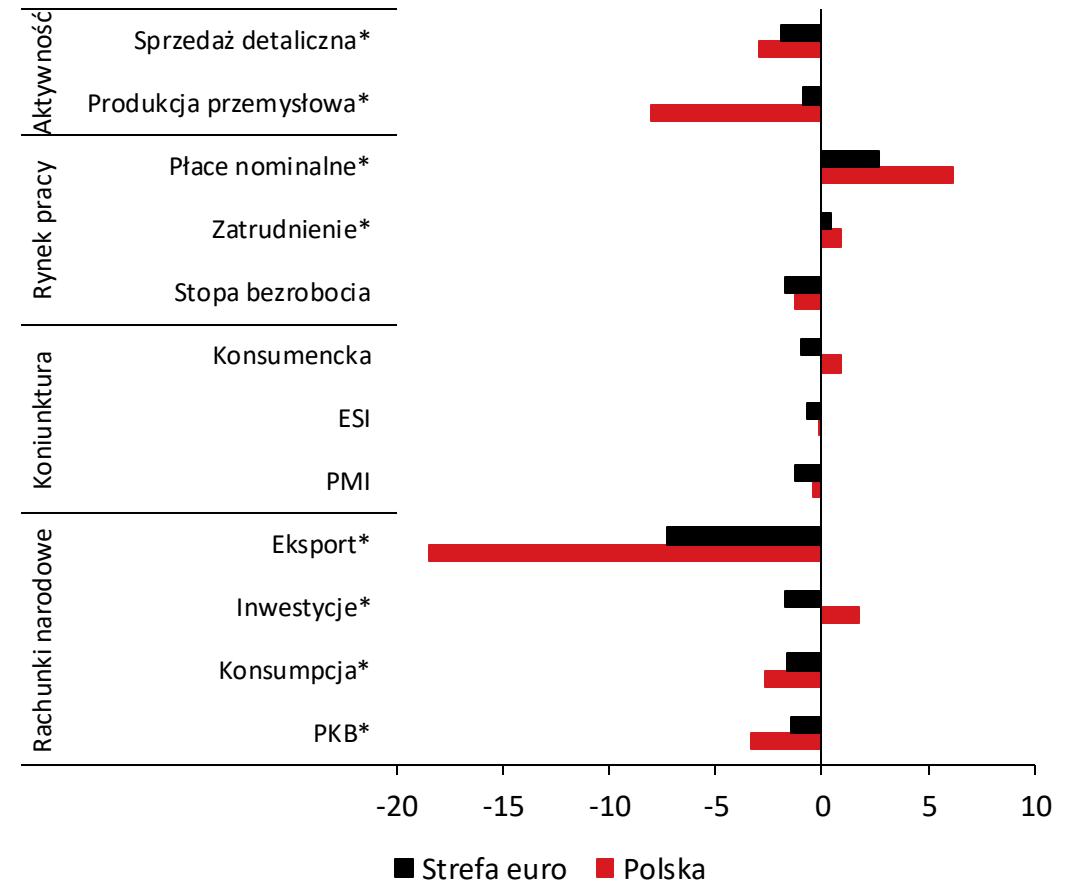
# Wyniki polskiej gospodarki w 2023 były nieco gorsze niż strefy euro

Jest jednak ku temu ważny powód...

- Koniunktura w Polsce nie oderwała się znacząco od zachodnioeuropejskiego standardu i wg stanu na II lub III kwartał b.r. większość wskaźników makroekonomicznych o cyklicznym charakterze jest zbliżona pod względem poziomów do swoich odpowiedników ze strefy euro.
- Jeżeli w ogóle, to polską gospodarkę charakteryzuje relatywnie niski wzrost produkcji przemysłowej i eksportu oraz relatywnie (w odniesieniu do średniej wieloletniej) niski wzrost PKB i konsumpcji prywatnej.
- Średnio rzecz biorąc, polska gospodarka rozwijała się w ostatnich 20 latach o 2,1 pkt. proc. szybciej niż strefa euro. O ile w ostatnim roku ta różnica spadła mocno poniżej średniej, o tyle nie uważalibyśmy tego za nową normę.
- W jakich warunkach Polska rozwija się relatywnie wolno w stosunku do strefy euro?
  - zacieśnienie monetarne w kraju (2012)
  - słaby rynek pracy w kraju (2001)
- W jakich warunkach Polska rozwija się relatywnie szybko w stosunku do strefy euro?
  - „zielona wyspa” (2009)
  - wysoki napływ środków UE (2018)

## Jak bardzo różnią się polskie i europejskie dane?

Porównanie wartości wystandaryzowanych



\* - odchylenie od średniej wieloletniej dynamiki

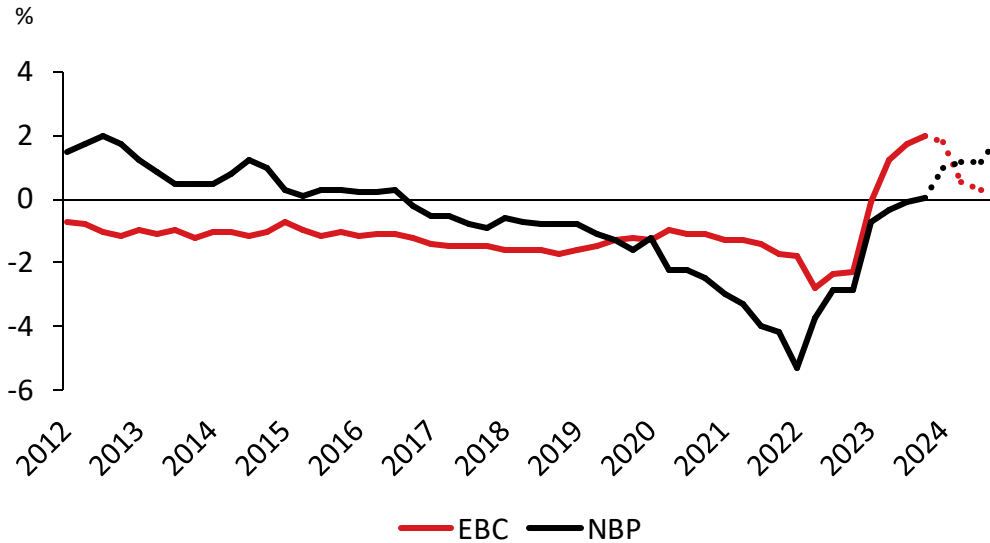
Źródło: Eurostat, Pekao Analizy



# W 2024 r. strefa euro wyciągnie pomocną dłoń

Trajektorie polityki pieniężnej w Polsce i w strefie euro będą prawdopodobnie rozbieżne

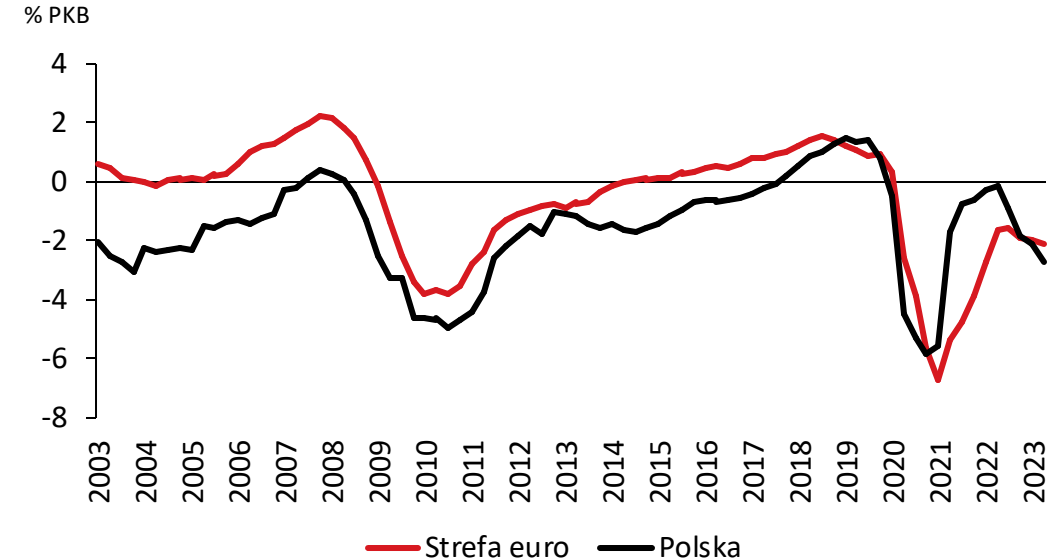
Stopa realna ex ante



Źródło: Macrobond, NBP, EBC, Pekao Analizy

- Polska i strefa euro zaczęły hamować w tym samym momencie, ale w Polsce – w przeciwieństwie do strefy euro – już widzieliśmy dołek koniunktury. Wynika to m.in. z innej trajektorii polityki fiskalnej i pieniężnej:
  - Zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce zaczęło się wcześniej i było większe, a w konsekwencji jego efekty zaczęły wygasać wcześniej.
  - Polityka fiskalna w 2023 r. była w Polsce łagodniejsza i szybciej się rozluźniała (większa reakcja na kryzys energetyczny).

Deficyt / nadwyżka pierwotna sektora general government



Źródło: Macrobond, NBP, EBC, Pekao Analizy

- Obecnie Polska odczuwa już pełne skutki zacieśnienia monetarnego w strefie euro, ale wpływ krajowej polityki pieniężnej jest mniejszy. **W 2024 r. stopy realne w PLN będą rosnąć, ograniczając aktywność.** Jednocześnie, pomocną dłoń poda strefa euro korzystająca ze zdejmowania monetarnego gorsetu.
- W 2024 r. nie będzie już powodów, by polska gospodarka rosła wolniej od strefy euro. **Restrykcyjna polityka pieniężna w Polsce może jednak ograniczyć skalę przegonienia przez polską gospodarkę wyników strefy euro.** Różnica w tempie wzrostu PKB Polski i strefy euro będzie w granicach historycznej normy (ok. 2 pkt. proc.)

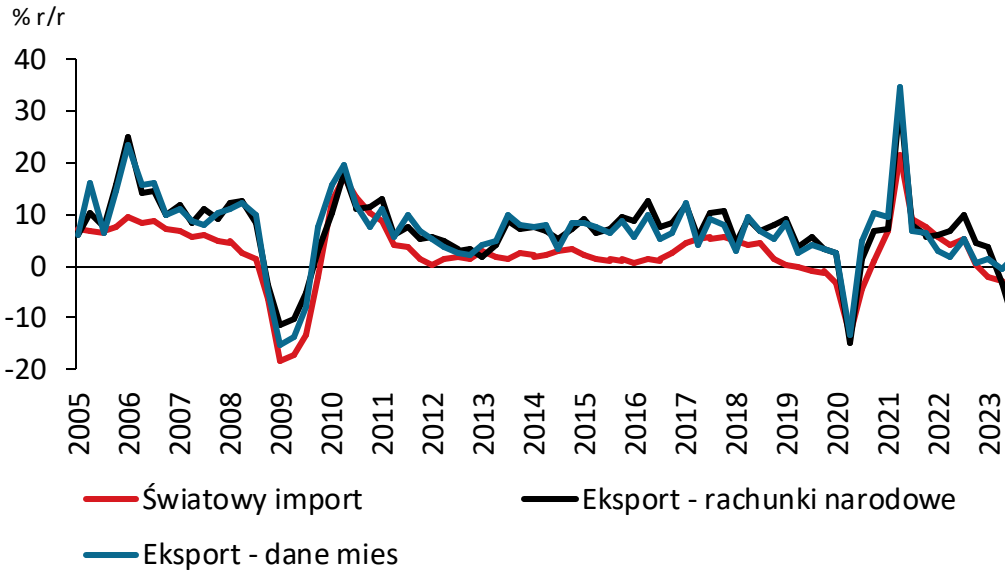




# Polski eksport będzie odbijać

Za sprawą mocnego popytu wewnętrznego import pozostanie jednak o krok przed eksportem

## Polski eksport a światowy import

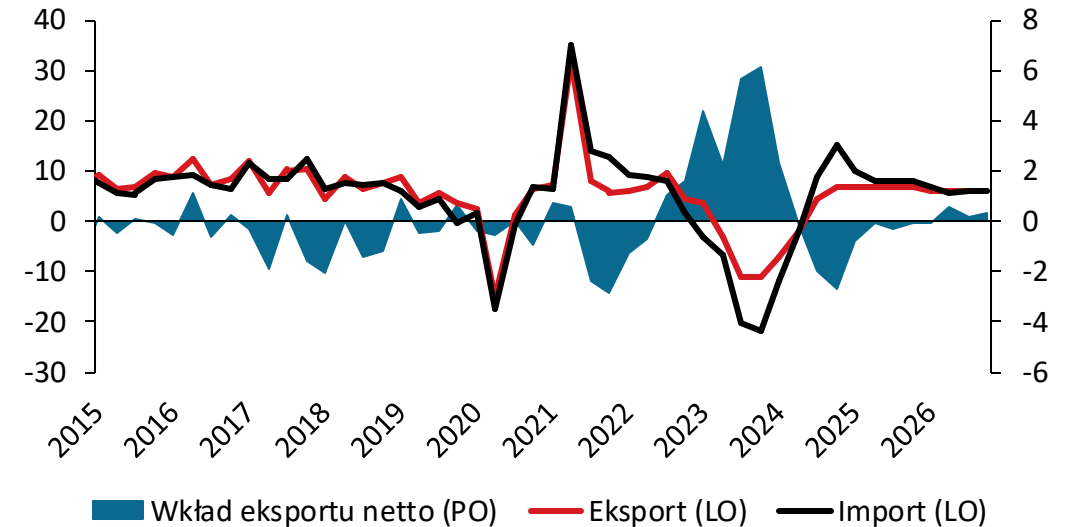


Źródło: Macrobond, GUS, CBP, Pekao Analizy

- Jak źle jest z polskim eksportem? Odpowiedź zależy od źródła. Nie ulega jednak wątpliwości, że jego słaba kondycja jest konsekwencją jednego z najgłębszych w ostatnich latach spadków importu na świecie, w tym wśród głównych partnerów handlowych Polski.
- Historycznie, eksport był głównym źródłem wzrostu wartości dodanej powstającej w kraju, a firmy eksportowe charakteryzował większy dynamizm, wyższe płace i marże, większa skłonność do inwestowania oraz adopcji nowoczesnych technologii. Słabość gospodarki światowej to jedna z przyczyn spowolnienia polskiej gospodarki w ostatnich kwartałach.

## Dynamika eksportu i importu oraz ich wkład do PKB

r/r (eksport netto – pkt. proc.)



Źródło: Macrobond, GUS, Pekao Analizy

- Punkt zwrotny polskiego eksportu wyznaczy kondycja europejskiego przemysłu. **Podtrzymujemy opinię, że jest on blisko, ale początek roku będzie jeszcze relatywnie słaby dla eksporterów.**
- Jednocześnie, odbudowa popytu krajowego będzie wspierać import i w 2024 r. jego dynamika szybko przekroczy dynamikę eksportu.
- W efekcie, 2024 r. będzie rokiem paradoksu: **pomimo odbudowy popytu z gospodarki światowej, wkład eksportu netto do wzrostu PKB Polski będzie ujemny.**

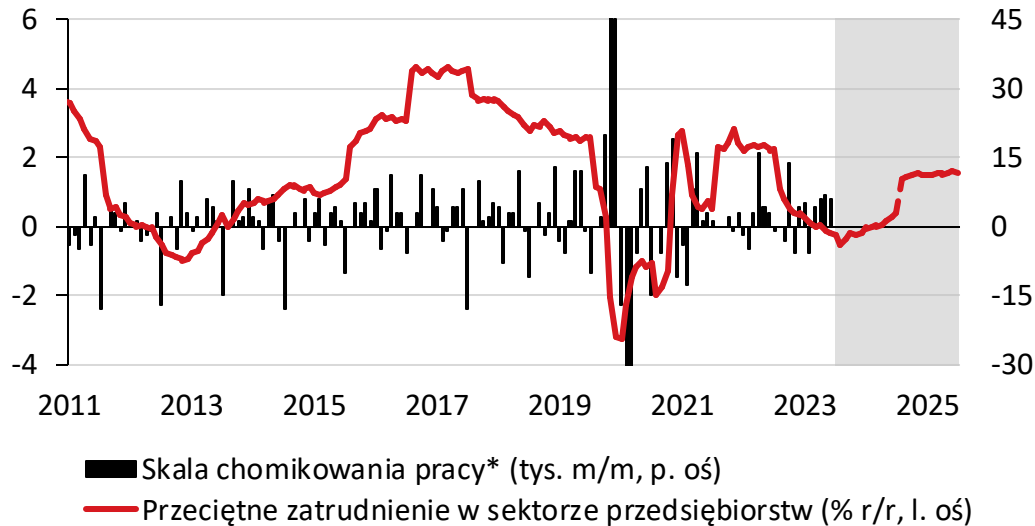


# Slajd o zatrudnieniu w polskiej gospodarce jest konieczny, ale mało wnosi

Nie spodziewamy się wielu zmian. Nie postrzegamy zatrudnienia i bezrobocia jako kluczowych wskaźników

## Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw

Oraz skala chomikowania pracy

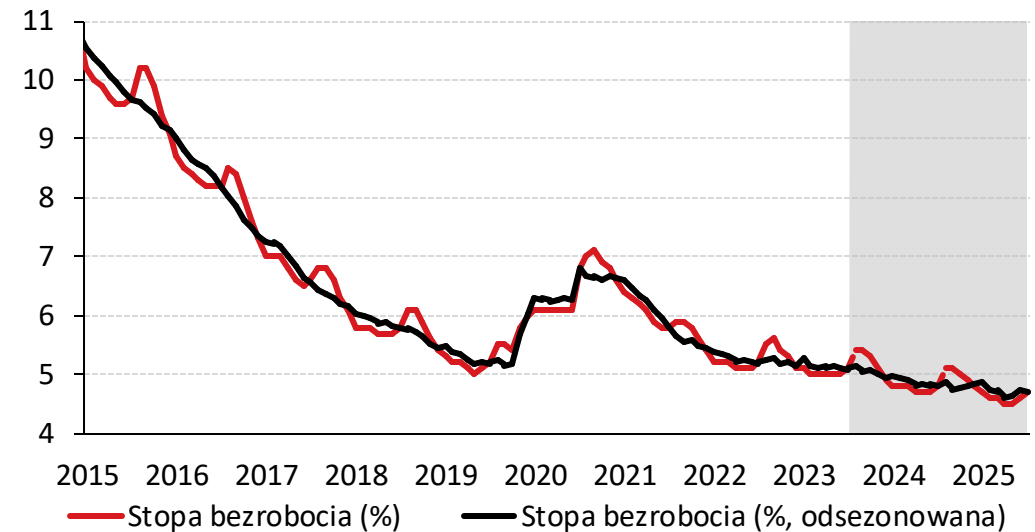


Źródło: Macrobond, GUS, Pekao Analizy

- Wskaźniki zatrudnienia sugerują, że od kilku miesięcy tkwi ono w stagnacji. To obserwacja spójna z obecnym otoczeniem gospodarczym. Niemniej, wyraźna w ostatnich miesiącach skala chomikowania zatrudnienia przez firmy (cięcia etatów zamiast zwalniania pracowników) to sygnał, że przedsiębiorcy oczekują odbicia koniunktury. Wyjątkiem jest przetwórstwo przemysłowe, w którym nienajlepsza sytuacja gospodarcza skłaniała firmy do zwolnień.
- Odbudowa konsumpcji jest już widoczna na horyzoncie, więc najbliższe kwartały powinny przynieść zwiększanie wymiaru etatów, a tym samym odbudowę przeciętnego zatrudnienia. Będzie ona jednak nieznaczna ze względu na ograniczoną skalę ożywienia gospodarczego (patrz słaby eksport).

## Stopa bezrobocia rejestrowanego

%, po odsezonowaniu i przed



Źródło: Macrobond, GUS, Pekao Analizy

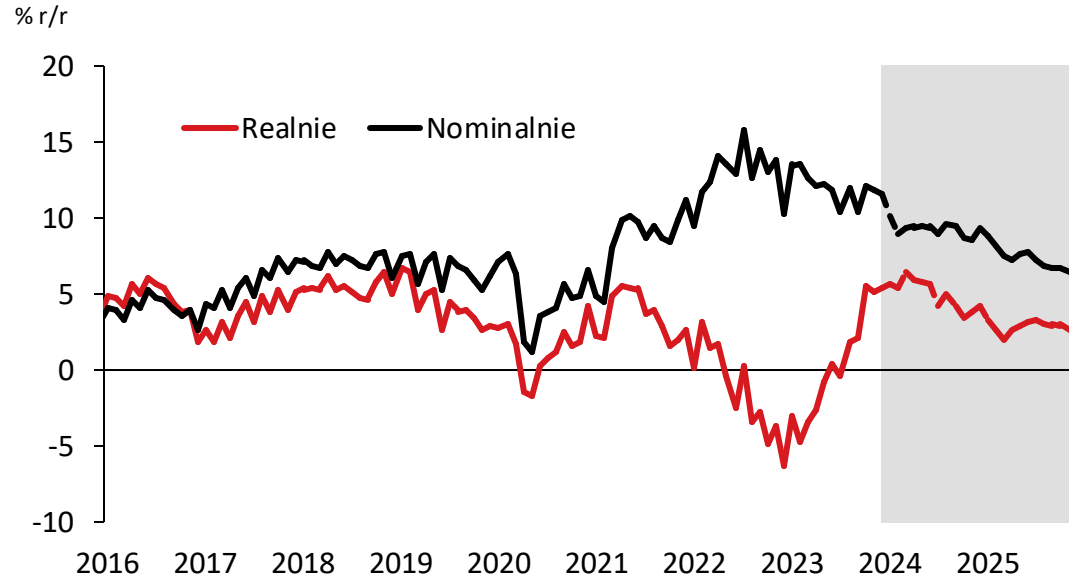
- Przestrzeni do spadków stopy bezrobocia jest coraz mniej, gdyż wskaźnik nieuchronnie zbliża się do swojego naturalnego poziomu. Po sezonowych wzrostach na początku roku, stopa bezrobocia wejdzie w lekki trend spadkowy i osiągnie swój historycznie niski poziom w połowie 2024 roku. O ile wartości poniżej 5% są na wyciągnięcie ręki, o tyle na przestrzeni najbliższych dwóch lat spadek stopy bezrobocia poniżej 4,5% oceniamy jako mało realistyczny.



# Odbicie konsumpcji prywatnej w Polsce

Wzrost płacy minimalnej i transferów socjalnych, podwyżki w budżetówce i w sektorze przedsiębiorstw.

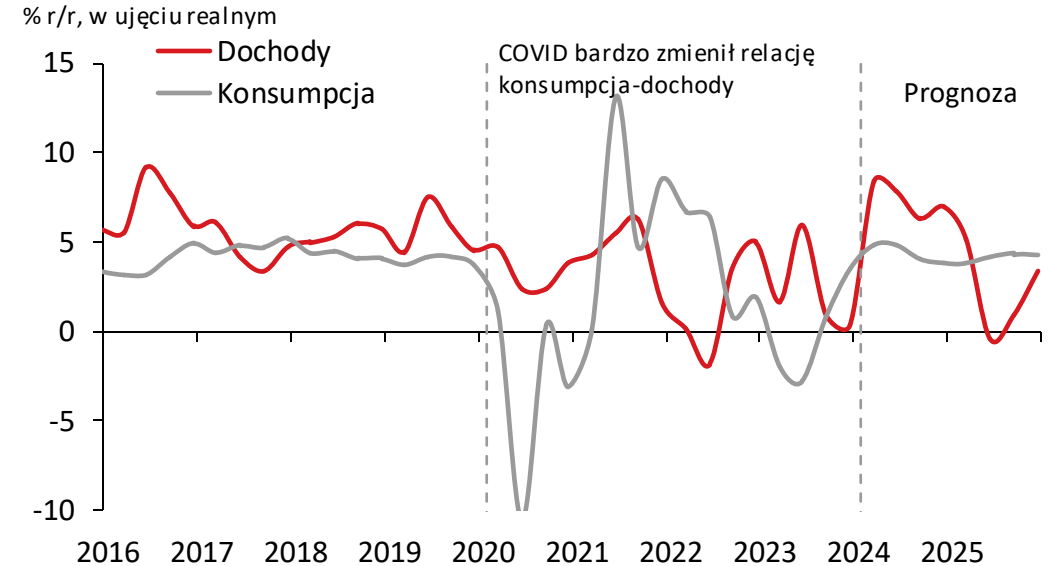
## Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Pekao Analizy

- **Silny wzrost płac realnych**, po ponad rocznym okresie ich spadku, będzie jednym z najważniejszych czynników odbicia konsumpcji prywatnej w najbliższych kwartałach.
- Najsilniejszy impuls z tego tytułu pojawi się w pierwszej połowie 2024. Z jednej strony przyczyni się do tego wciąż szybki spadek inflacji, z drugiej podwyżka płacy minimalnej w styczniu (o 15%) oraz podwyżki w budżetówce (20-30%).
- Rok 2025 powinien natomiast przynieść powrót dynamiki nominalnych wynagrodzeń do poziomów obserwowanych przed 2020 rokiem.

## Dochody (płace + transfery) vs konsumpcja gospodarstw domowych w Polsce



Źródło: GUS (biuletyny statystyczne, MRPiPS (dane o transferach, np. 500+), Pekao Analizy

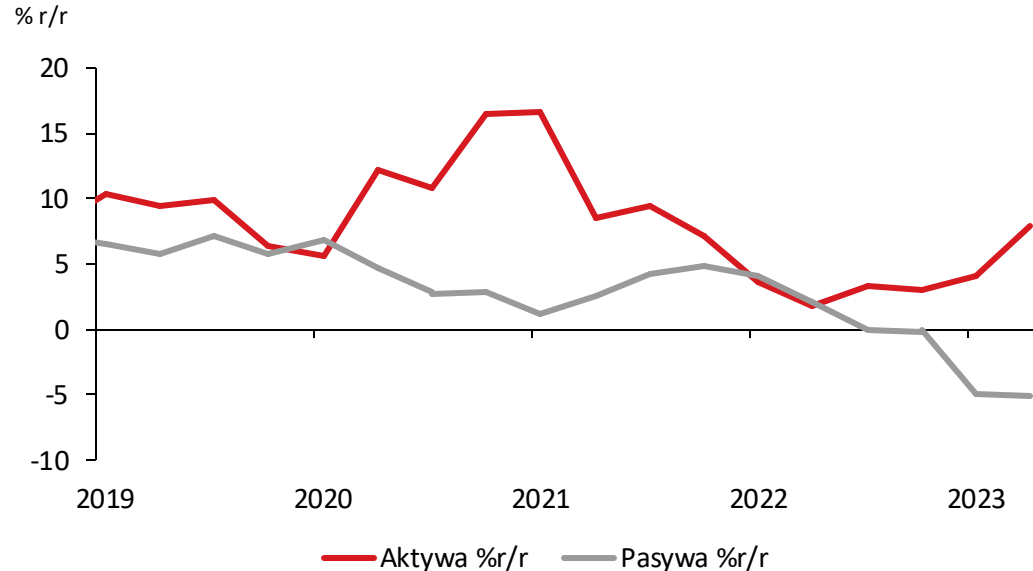
- Istotnym czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy pozostaje wysokość i skala premii i nagród w wybranych sekcjach gospodarki, których wkład do dynamiki wynagrodzeń w ubiegłym roku był niemal rekordowo wysoki.
- Ponadto, konsumpcję będzie stymulować duża podwyżka transferów socjalnych: 500+ → 800+, bardziej hojna waloryzacja emerytur i rent oraz nowe świadczenia (tzw. „babciowe”). Szacujemy, że **dochody gospodarstw domowych (płace i transfery) wzrosną średnio o 7,5% r/r w 2024** (wobec wzrostu o 2% r/r w 2023).



# Dlaczego boom konsumpcyjny w 2024 r. będzie mimo wszystko stłumiony?

Wysokie stopy procentowe skłonią gospodarstwa domowe do oszczędzania i podbiją ich koszty odsetkowe

## Zmiana bilansu gospodarstw domowych

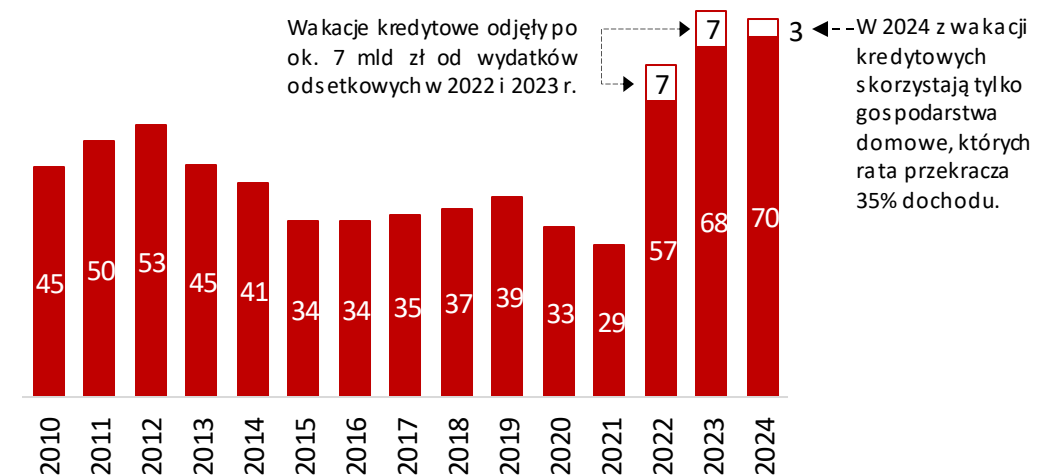


Źródło: Rachunki kwartalne sektora niefinansowego NBP

- Polityka pieniężna w Polsce działa. Wzrost stóp procentowych pomógł stłumić inflację ograniczając dostępność kredytu i zwiększając bodźce do oszczędzania. Widać to po bilansach gospodarstw domowych, w których jest mniej zobowiązań (kredytów) a więcej aktywów. Wprowadzie subsydia do kredytów hipotecznych (najpierw Bezpieczny Kredyt 2% a niedługo 0%) zaburzą ten obraz, ale nie zrobią z niego negatywu. Dla większości gospodarstw domowych i firm kredyt wciąż jest bardzo drogi, a lokaty bankowe i obligacje atrakcyjne.

## Wydatki gospodarstw domowych na obsługę kosztów kredytów

mld zł w skali roku



Źródło: Statystyki NPB: wolumeny i oprocentowanie kredytów gospodarstw domowych

- Co więcej, od 2024 wakacje kredytowe utracą powszechny charakter i staną się dostępne dla jedynie dla gospodarstw domowych, których rata kredytu hipotecznego przekracza 35% dochodów. Oznacza to, że łączny koszt wydatków odsetkowych gospodarstw domowych wzrośnie w 2024 r. o ok. 2 mld zł względem 2023, mimo obniżenia stóp procentowych o 100-150pb.
- Oba czynniki stłumią skalę odbicia konsumpcji w 2024 r., zwłaszcza w pierwszej połowie roku.

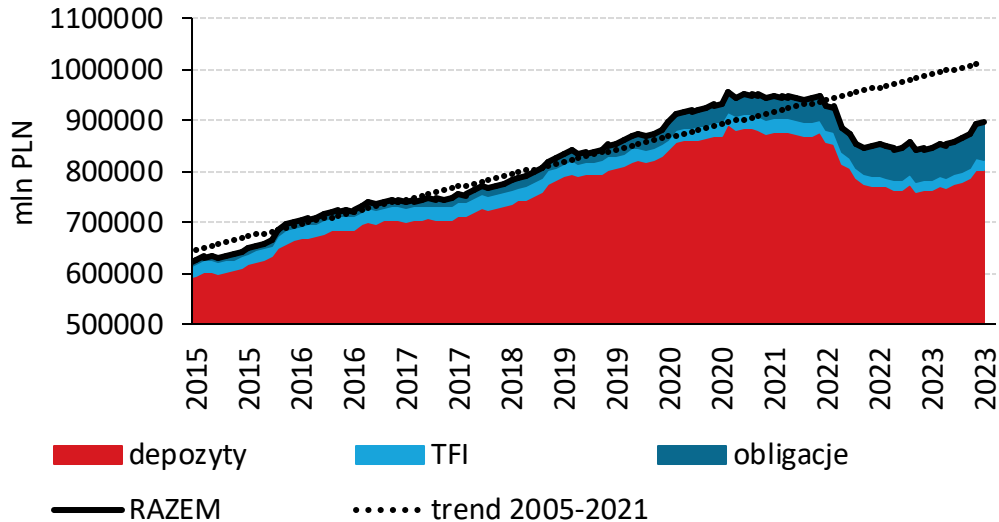


# Polacy będą odbudowywać poduszkę oszczędności...

...bo wskutek inflacji gotówka wyparowała z rachunków bankowych

## Dekompozycja realnej struktury oszczędności gospodarstw domowych

Wartości nominalne deflowane CPI

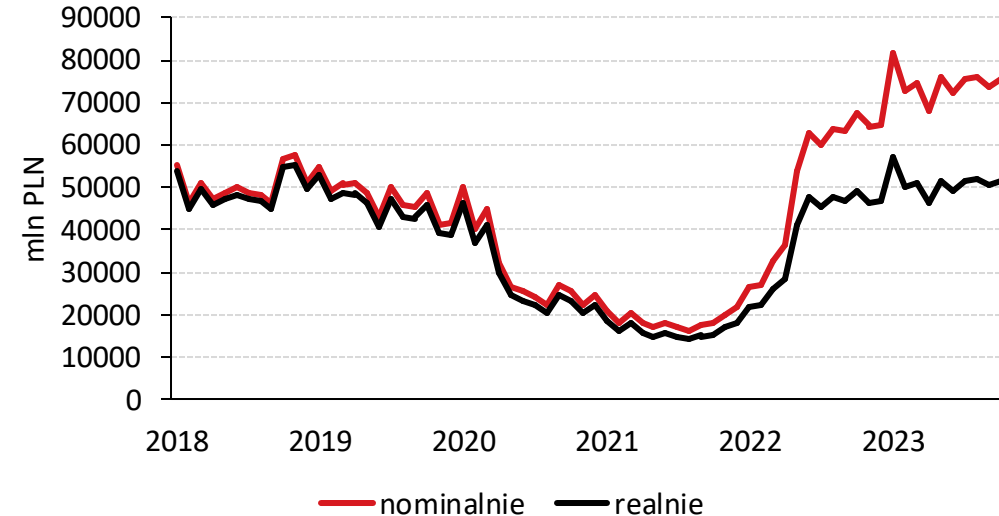


Źródło: NBP, IZFiA, MF, Pekao Analizy

- Przyczyny wzrostu skłonności Polaków do oszczędzania dobrze opisuje frazeologiczna *metoda kija i marchewki*. Przysłowiową *marchewką* będą oczywiście utrzymujące się na podwyższonym poziomie stopy procentowe. Rolę *kija* odegra natomiast spadek realnej wartości oszczędności związany z inflacją.
- Realna wartość oszczędności Polaków (po uwzględnieniu jednostek uczestnictwa w TFI, a także indywidualnych obligacji) nie wróciła do poziomu sprzed 2022 r. i pozostaje poniżej wieloletniego trendu.

## Strumień nowych depozytów

Nominalnie i po urealnieniu CPI



Źródło: NBP, Pekao Analizy

- Mówiąc obrazowo: gospodarstwa domowe zwykle oszczędzają na konkretny cel. Jeśli ktoś oszczędzał na samochód – teraz ma na motor. Jeśli ktoś oszczędzał na mieszkanie – ma na kawalerkę. Naszym zdaniem 2024 r. przyniesie dalszą odbudowę realnych oszczędności – konsumenci spróbują „nadgonić” z oszczędzaniem, co osłabi siłę impulsu fiskalnego i odbicia konsumpcji.
- Analiza strumieni oszczędności podpira nasze wnioski. Jeśli nominalne przyrosty depozytów pozostaną na obecnych poziomach, spadająca inflacja wyniesie strumień realny powyżej historycznej wartości, domykając lukę.



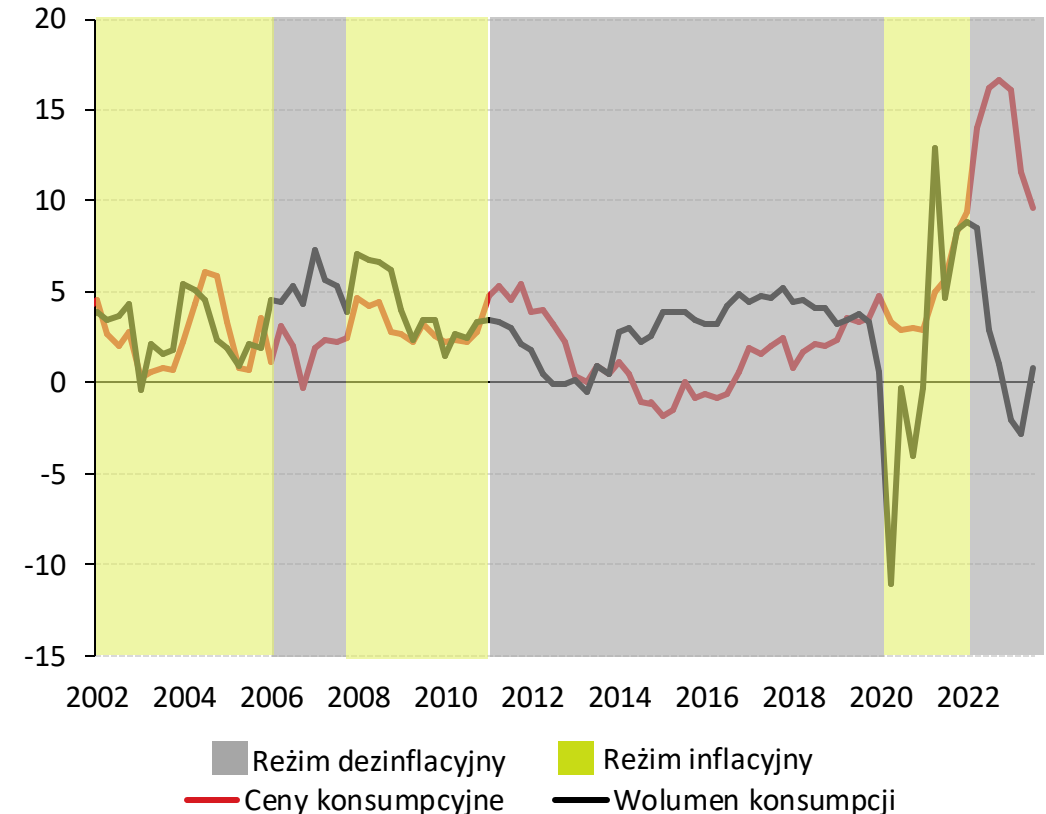
# Czy odbicie konsumpcji wywoła drugą falę inflacji?

Odwrotnie! Spadek inflacji umożliwi rozsądne odbicie konsumpcji

- Odnosimy wrażenie, że główna oś sporu wśród polskich ekonomistów dotyczy scenariusza dla konsumpcji i cen konsumenckich jednocześnie. Jedna z klas scenariuszy zakłada jednoczesne przyspieszenie konsumpcji prywatnej i inflacji. Jesteśmy co do tego sceptyczni.
- W przeszłości relacja inflacji i realnej konsumpcji nie była jednoznaczna. Możemy mówić o różnych reżimach. Przez większość poprzedniej dekady i w ostatnich kwartałach inflacja i realna konsumpcja były ujemnie skorelowane i niskiej inflacji towarzyszył wysoki wzrost konsumpcji. Okres odbicia bezpośrednio po pierwszej fali COVID-19 i kwartały poprzedzające Wielką Recesję (2007-2008) to z kolei okres dodatniej korelacji. **Na ogół jednak inflacja i konsumpcja nie współgrają ze sobą.**
- Ponieważ ceny dostosowują się szybciej niż płace, wysoka inflacja ogranicza dochód realny gospodarstw domowych i negatywnie oddziałuje na ich sentyment i skłonność do konsumpcji. Dotyczy to przede wszystkim sytuacji, gdy impuls inflacyjny pochodzi od czynników niebazowych (żywności i energii). Scenariusze wysokiej inflacji w 2024 takowy implikite zakładają. Mówiąc wprost, oczekiwania np. 8% inflacji i 6% wzrostu realnego konsumpcji są niekompatybilne.
- Nasz pogląd na inflację w 2024 jest dość łagodny, co implikuje **przestrzeń dla konsumpcji, ale nie boom konsumpcyjny** (patrz sekcja o oszczędnościach gospodarstw domowych).

## Konsumpcja prywatna i jej ceny

% r/r



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy



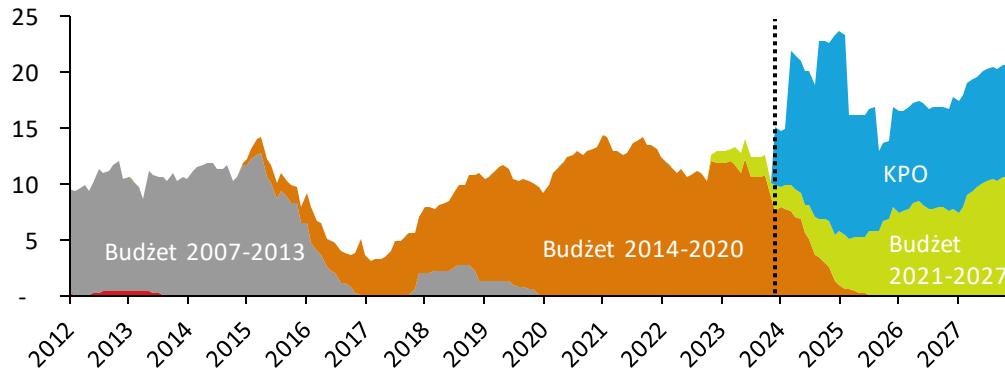


# Środki z KPO zostały odblokowane, ale dopiero od 2025 r. podbiją PKB

Inwestycje w sieci przesyłowe, farmy wiatrowe na Bałtyku i w koleje nie zdążą się wcześniej rozpędzić

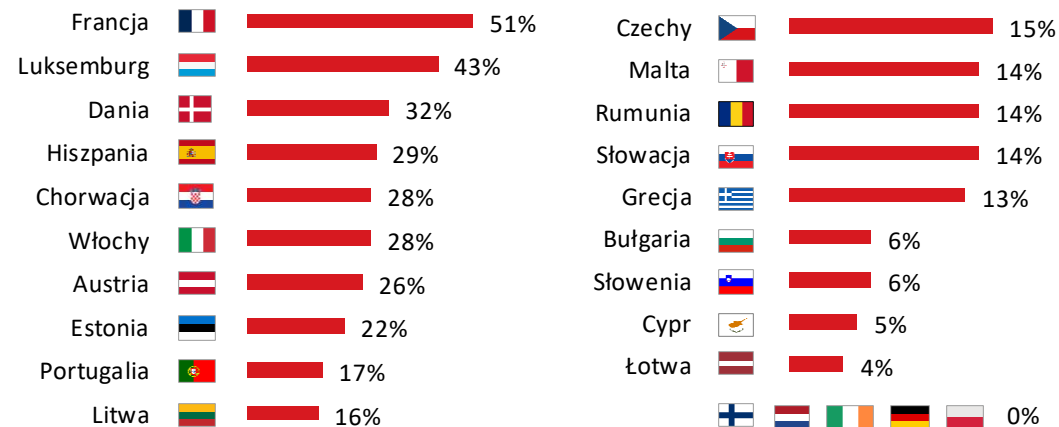
## Transfery funduszy unijnych do Polski

12-miesięczna suma krocząca, mld EUR



Źródło: Ministerstwo Finansów, prognoza Pekao Analizy

## Odsetek zrealizowanych kamieni milowych w KPO poszczególnych krajów UE, %



Źródło: obliczenia własne na podstawie [danych Komisji Europejskiej](#), stan na 3 stycznia 2024

- W 2024 r. czeka nas duży napływ funduszy unijnych. Wprawdzie budżet na lata 2014-2020 prawie się już wyczerpał, a ten na lata 2021-2027 jeszcze nie zdąży się rozpędzić, ale lukę w systemie zasypie z nawiązką Krajowy Plan Odbudowy. Pierwsza transza z tego źródła (5,05 mld EUR) już została przelana, głównie w postaci pożyczek z programu RePowerEU. W marcu-kwietniu 2024 można zaś spodziewać się kolejnych 6,9 mld EUR z KPO ([źródło](#)) – również głównie pożyczek. Środki te zasila głównie fundusze BGK przeznaczone na finansowanie transformacji energetycznej i można się spodziewać, że wygenerują boom w tej dziedzinie.
- Boom ten, naszym zdaniem, nabierze jednak rozpędu dopiero w 2025 r. Środki z KPO zasila z początku głównie dwa fundusze zarządzane przez BGK:
  - Fundusz Wsparcia Energetyki** (docelowo 17 mld EUR), z którego będą udzielane pożyczki przedsiębiorcom, gospodarstwom domowym i instytucjom państwowym zaangażowanym w transformację energetyczną.
  - Fundusz Energetyki Wiatrowej Offshore** (docelowo 4,8 mld EUR), z którego finansowane będą pożyczki dla sektora morskich farm wiatrowych.

Innymi słowy, fundusze z KPO ułatwią finansowanie transformacji energetycznej, w trudnym dla tego sektora okresie wysokich stóp procentowych. Nie oznacza to jednak znacznego przyspieszenia wspomnianych inwestycji, gdyż albo potrzeba na nie długich przygotowań, albo istnieją inne bariery ich uruchamiania, na przykład brak wystarczającej przepustowości sieci energetycznej lub bariery podażowe – brak surowców i komponentów wykorzystywanych w transformacji energetycznej. Polska nie jest jednym krajem z dużymi ambicjami w tym zakresie.

- Sądzymy więc, że środki z KPO nie od razu trafią do gospodarki podbijając wkład inwestycji do PKB, ale spędzą kilka kwartałów na rachunkach w BGK i dopiero w 2025 podbiją wyraźnie wskaźniki makroekonomiczne. Zakładamy też, że do 2026 r. nie uda się wydać wszystkich środków z KPO, nie tylko w Polsce, lecz w całej UE i program zostanie wydłużony do 2028.

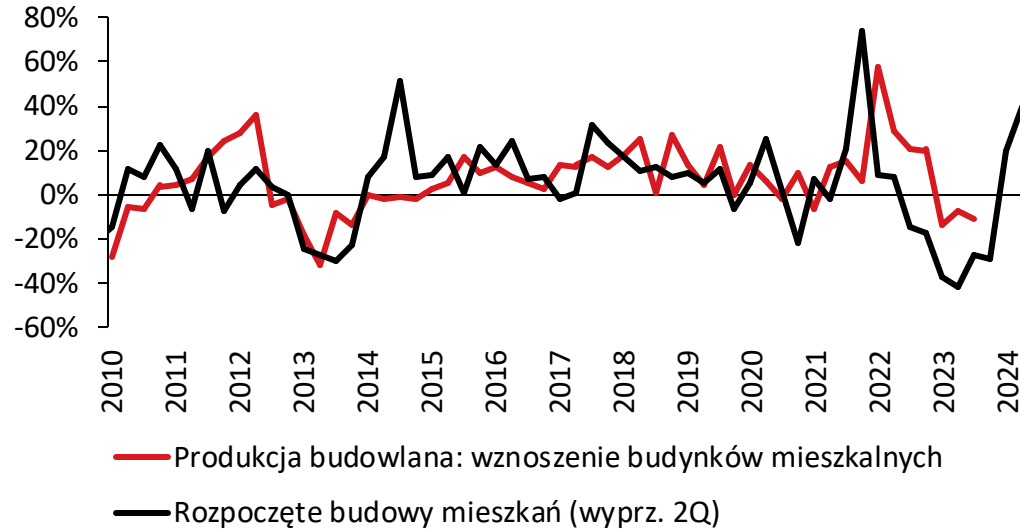


# Inwestycje prywatne czeka kolejny rok „w kratkę”

## Inwestycje firm i mieszkaniowe zamienią się miejscami w stawce

### Wybrane wskaźniki dotyczące budownictwa mieszkaniowego

r/r

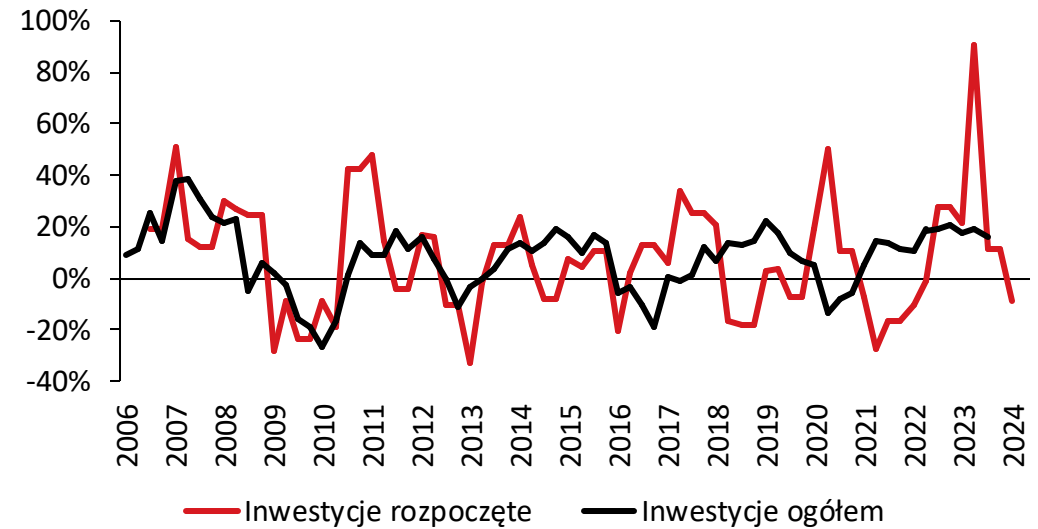


Źródło: GUS

- Wsparcie rządowe, złagodzenie polityki pieniężnej, poprawa sytuacji konsumentów, realny spadek cen mieszkań – wszystko to przełożyło się na ożywienie w inwestycjach mieszkaniowych.
- Bez dalszego łagodzenia polityki pieniężnej ożywienie w tym segmencie będzie mieć naszym zdaniem krótkie nogi – pula beneficjentów programów pomocowych jest ograniczona, a dostępność kredytowa przy prognozowanej przez nas ścieżce stóp realnych – relatywnie niska.
- Tym niemniej, w krótkim okresie należy spodziewać się odbicia inwestycji mieszkaniowych.

### Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw

Ceny bieżące, r/r



Źródło: GUS

- Inwestycje firm były czarnym koniem 2023 r., ale boom inwestycyjny w tym segmencie nie potrwa długo. Część wskaźników wyprzedzających świeci się na czerwono, negatywnie będzie oddziaływać wysoki (realny) koszt kapitału, pogorszenie zyskowności przedsiębiorstw i niższe zdolności do kształtowania cen. W obecnych warunkach krajowym firmom będzie brakować apetytu na ryzyko i inwestycje rozpoczęte na starcie 2023 r. nie będą miały kontynuacji.
- 2024 będzie więc pod pewnymi względami odwrotnością 2023. W 2025 inwestycje firm powinny odbić m.in. dzięki poprawie perspektyw popytu oraz napływowi środków UE.

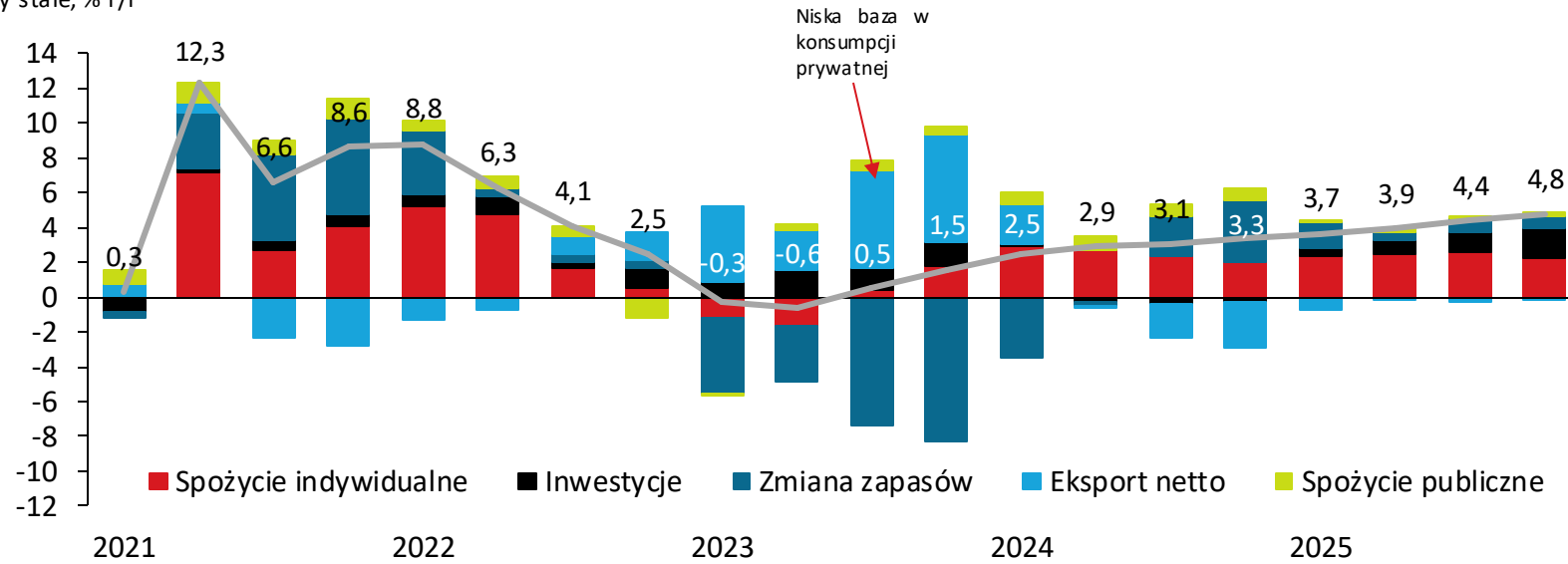


# Podsumowanie naszych prognoz

## Kontynuacja ożywienia, choć nie bez ryzyk

### Wzrost PKB i jego składowe

Ceny stałe, % r/r



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Początek 2024 r. upłynie pod znakiem efektów bazowych w konsumpcji prywatnej, które mogą nieco przeszacowywać siłę polskiej gospodarki. Wiatr z zachodu będzie wciąż zimny, co będzie negatywnie wpływać na wyniki eksportu (brutto).
- Polska gospodarka będzie przyspieszać przez cały 2024 r., by pod koniec roku przekroczyć pułap 3% r/r. Spodziewamy się, że w tym roku PKB Polski urośnie o 3%.
- 2025 zapowiada się, z uwagi na inwestycyjne przyspieszenie, solidny wynik konsumpcji i poprawę koniunktury zagranicą, na znacznie korzystniejszy. Wzrost w 2025 powinien przekroczyć 4,3%.



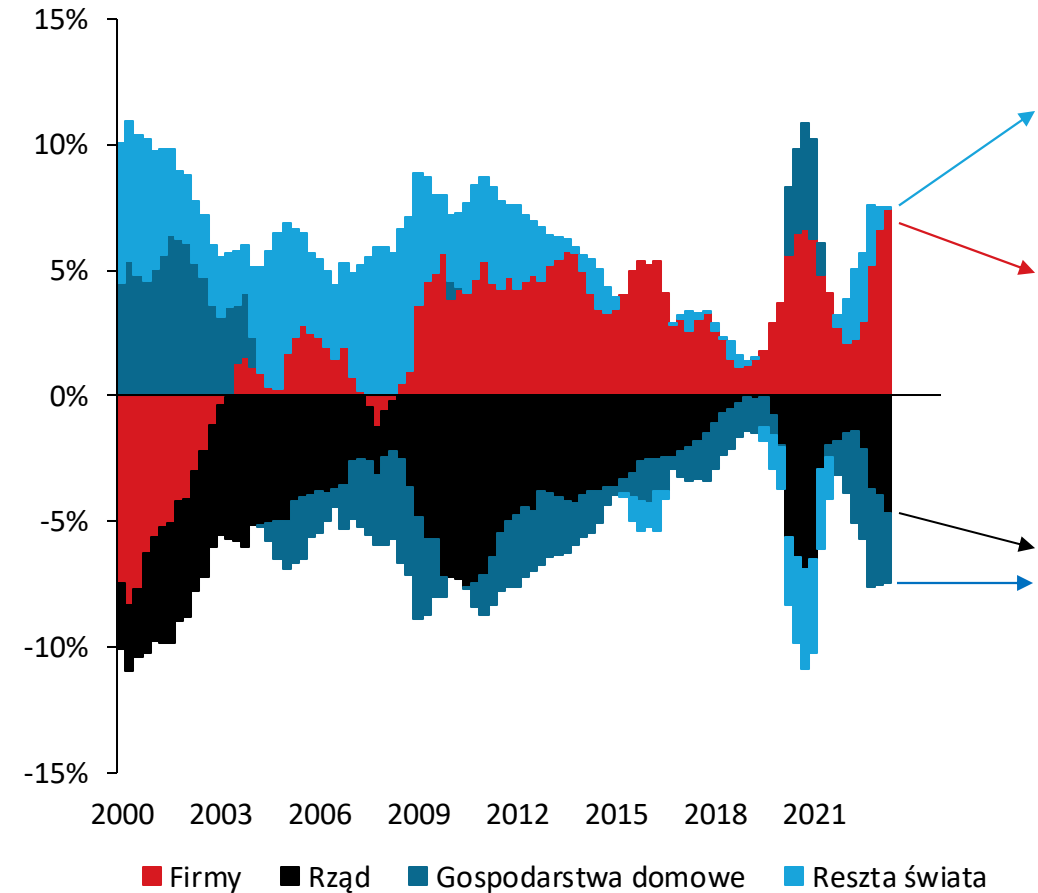
# Synteza sektorowa – kto komu pożyczy?

## Ponowne lewarowanie się konsumentów i potrzeby pożyczkowe rządu sfinansuje zagranica

- W latach 2021-2023 lewarowanie się sektora gospodarstw domowych i rządu było finansowane przez znaczący wzrost oszczędności firm i zagranicę (deficyty na rachunku obrotów bieżących).
- Naszym zdaniem w najbliższych kwartałach należy spodziewać się zwiększenia nierównowagi oszczędności i inwestycji po stronie rządu z uwagi na większe deficyty fiskalne. Z kolei gospodarstwa domowe będą oszczędzać więcej i inwestować więcej (z uwagi na dziejące się ożywienie na rynku nieruchomości).
- Bezprecedensowe oszczędności sektora finansowego były możliwe głównie dzięki wyższym dochodom i w mniejszym stopniu dzięki niższym inwestycjom. Wraz ze spadkiem marż przedsiębiorstw możliwości finansowania zwiększonych wydatków sektorów deficytowych będą w najbliższych kwartałach coraz mniejsze.
- W tej sytuacji największym perspektywicznym źródłem oszczędności netto dla polskiej gospodarki będzie zagranica. Bez większego deficytu na rachunku obrotów bieżących scenariusze makro tracą spójność. W praktyce oznacza to, że wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego będzie w 2024 r. ujemny, a po drugiej stronie bilansu płatniczego znajdziemy napływ kapitału zagranicznego na rynek obligacji skarbowych.

### Oszczędności netto sektorów instytucjonalnych

% PKB, średnia 4 kwartałów



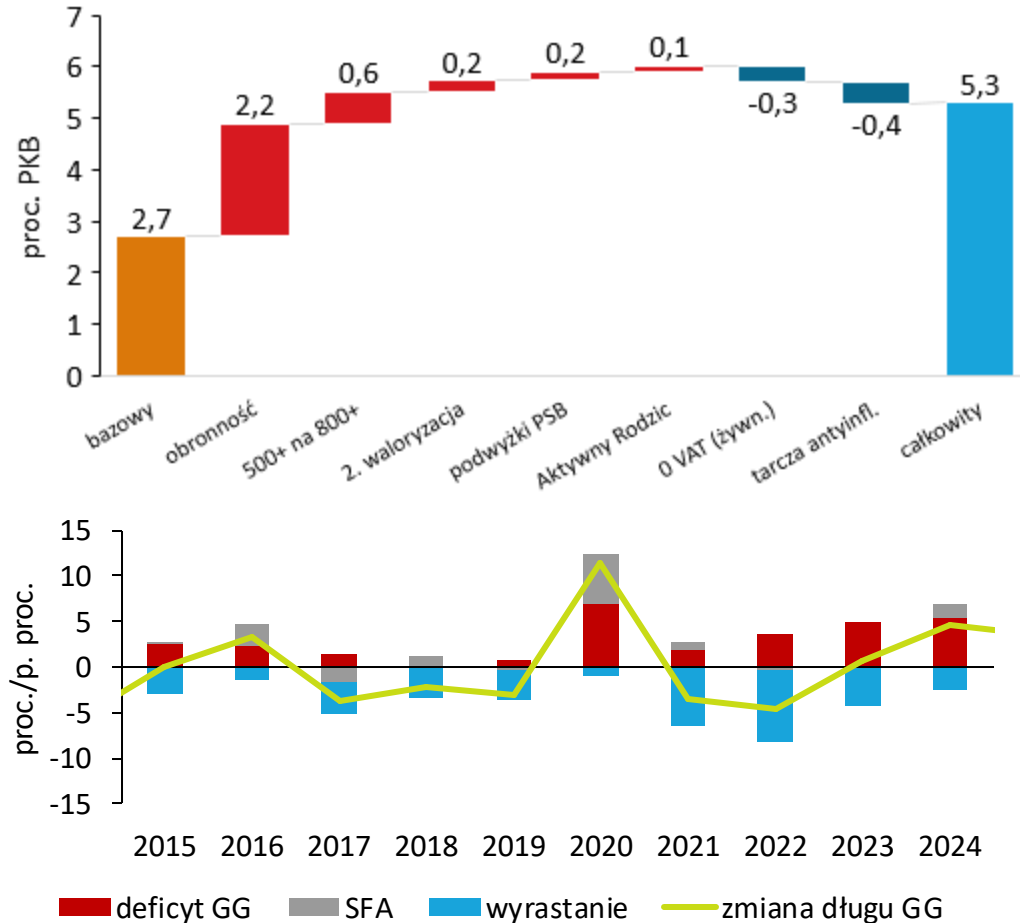


# 2024 będzie rokiem wyraźnej ekspansji fiskalnej...

...przy słabszym impulsie fiskalnym i niższym wzroście zadłużenia GG niż sugerowałby deficyt

## Dekompozycja deficytu GG na 2024 r.

Niemal połowę deficytu w 2024 r. generują wydatki dyskrecyjne



- Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. *General Government*, GG) wyniesie w 2024 r. 5,3% PKB, tj. najwięcej od czasu rekordowego, COVIDowego 2020 r. (6,9% PKB). Za wzrostem deficytu będą stały czynniki dyskrecyjne związane przede wszystkim z kosztami modernizacji sił zbrojnych i realizacją postulatów wyborczych – kontrybucję tych wydatków do deficytu szacujemy na ponad 2% PKB.
- Próbując oszacować skalę impulsu fiskalnego należy pamiętać, że wiele spośród wydatków sektora finansów publicznych zostało zawartych już w projekcie budżetu przyjętym 28 IX 2023 przez rząd M. Morawieckiego. W związku z tym uważamy, że impuls fiskalny związany z polityką nowego rządu D. Tuska wyniesie ok. 0,8% PKB – czyli tyle, ile wynoszą koszty nowych postulatów, które nie były dotąd oczekiwane przez rynki.
- W 2024 r. należy oczekiwać również wyraźnego wzrostu skumulowanego długu GG (o 4,6% PKB, tj. do poziomu 54,6% PKB). Tak wysoki przyrost zadłużenia będzie pochodną dwóch – poza wysokim deficytem – czynników:
  - Słabszych efektów nominalnych (wolniejszego wyrastania z długu) związanego z niższą niż w ubiegłych latach dynamiką CPI. Efekty nominalne zdejmy 2,4% PKB ze skumulowanego długu GG w 2024 r.
  - Dodatnich tzw. dostosowań stanów i przepływów (ang. *Stock-Flow Adjustments*, SFA), obejmujących – zgodnie z metodologią ESA – inne niż deficyt GG czynniki wpływające na wysokość zadłużenia państwa. Dodatnie SFA w 2024 r. będą swoistym „doszacowaniem” obliczanego memoriałowo deficytu GG, który nie uwzględnia części poniesionych przez Polskę wydatków zbrojeniowych przed terminem dostawy uzbrojenia.

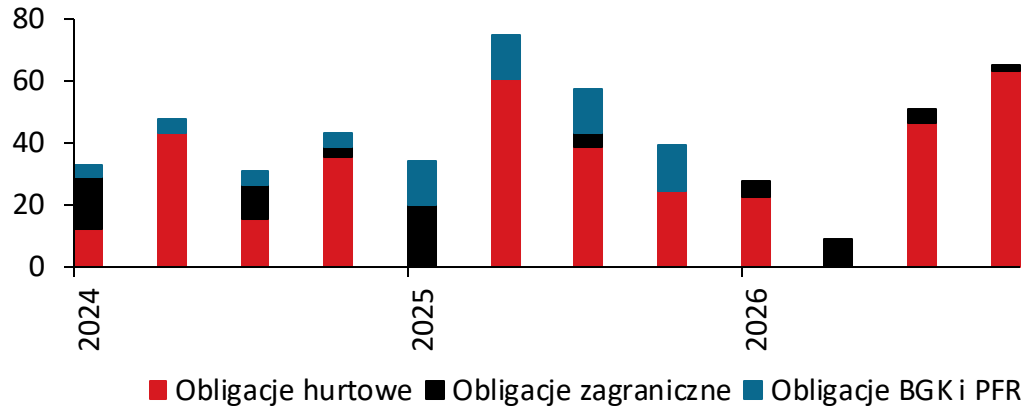


# Sfinansowanie zwiększonych potrzeb pożyczkowych będzie wyzwaniem...

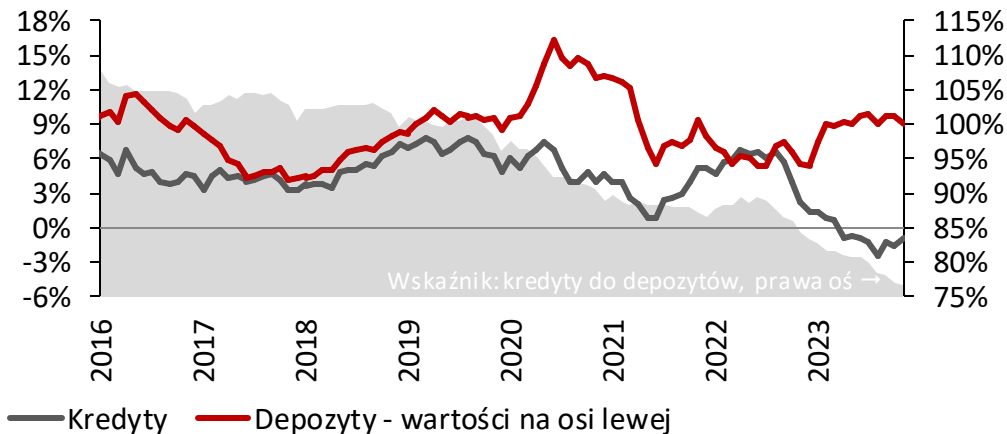
...ale krajowy sektor bankowy da sobie radę, zaś udział długu w walutach obcych nie wzrośnie znacząco

## Dekompozycja struktury obligacji (skarbowych PLN/FX i pozabudżetowych)

mld PLN wg daty zapadalności



## Dynamika kredytów, depozytów i wskaźnik jednych do drugich w polskich bankach



- Wyraźny wzrost potrzeb pożyczkowych państwa do ponad 250 mld PLN w 2024 r. każe przyrzeć się potencjalnym źródłom finansowania.
- Szacujemy, że **krajowy sektor bankowy będzie w stanie sfinansować do 200 mld PLN potrzeb pożyczkowych** (poza standardowym rolowaniem zapadającego długu). Będzie to możliwe dzięki operacjom zamiany bonów pieniężnych (zachomikowanych częściowo jeszcze z czasów emisji COVIDowych) na nowo wyemitowane obligacje skarbu państwa.
- Apetyt sektora na rządowe papiery dłużne będzie w 2024 r. wspierany przez utrzymującą się nadpłynność (*vide* trwały trend spadkowy wskaźnika *loan-to-deposit*, LTD), a także przez czynniki regulacyjne (wyjęcie transakcji *sell/buy/back* (SBB), czyli komercyjnej odmiany transakcji repo, z podatku bankowego). Oceniamy, że antycypowany przez nas w 2024 r. spadek LTD będzie się przekładał na zwiększenie popytu na obligacje/bony w zasadzie 1:1.
- Popyt krajowych instytucji finansowych na dług denominowany w walutach obcych oceniamy jako niewielki. Winne tego stanu rzeczy są regulacje – przepisy dot. koncentracji rynkowej uniemożliwiają wyraźne zwiększenie zaangażowania w walutowe papiery dłużne. Oznacza to, że potencjalne emisje krajowych obligacji FX będą musiały być skierowane przeważnie do inwestorów zagranicznych. Tym niemniej, przy wysokim apetycie sektora na dług złotowy, wiarygodnie brzmią zapewnienia Ministerstwa Finansów, które wskazuje, że udział długu denominowanego w walutach obcych pozostanie stabilny i nie przekroczy poziomów ok. 25%.



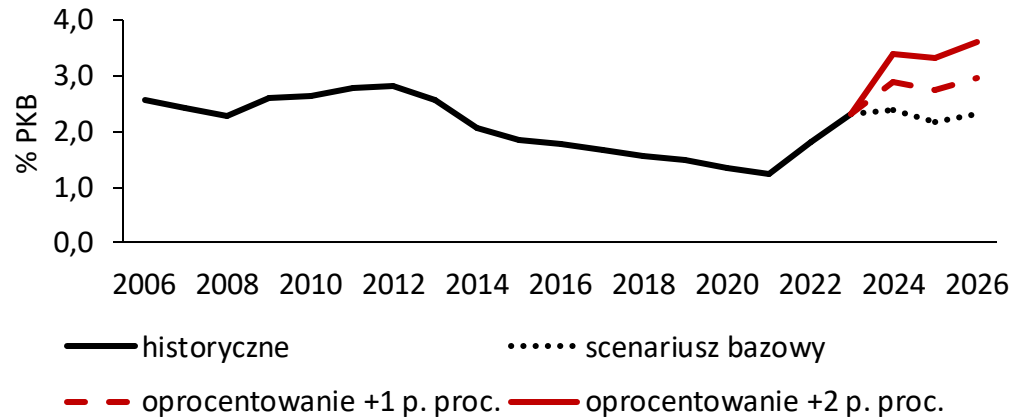


# Wzrost długu GG nie budzi obaw o stabilność zadłużenia...

## ...chyba że wzrost stóp procentowych nałoży się na spowolnienie gospodarcze

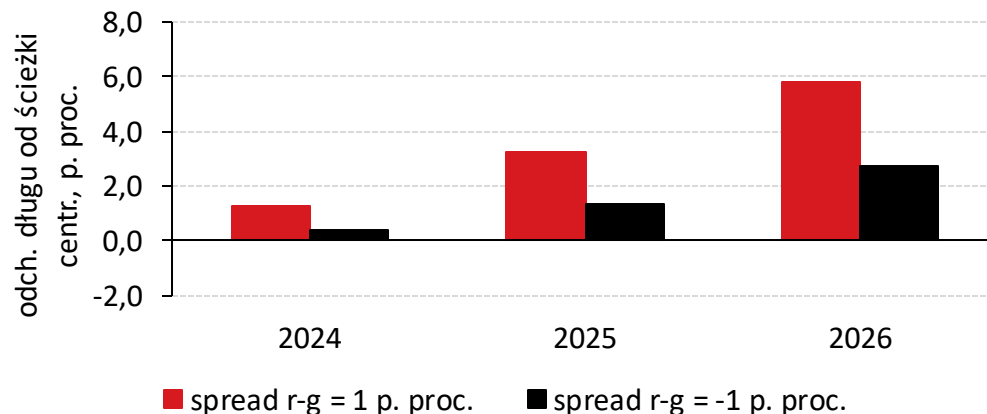
### Koszty obsługi długu GG

Analiza scenariuszy



### Odchylenie długu GG od ścieżki bazowej

Analiza scenariuszy



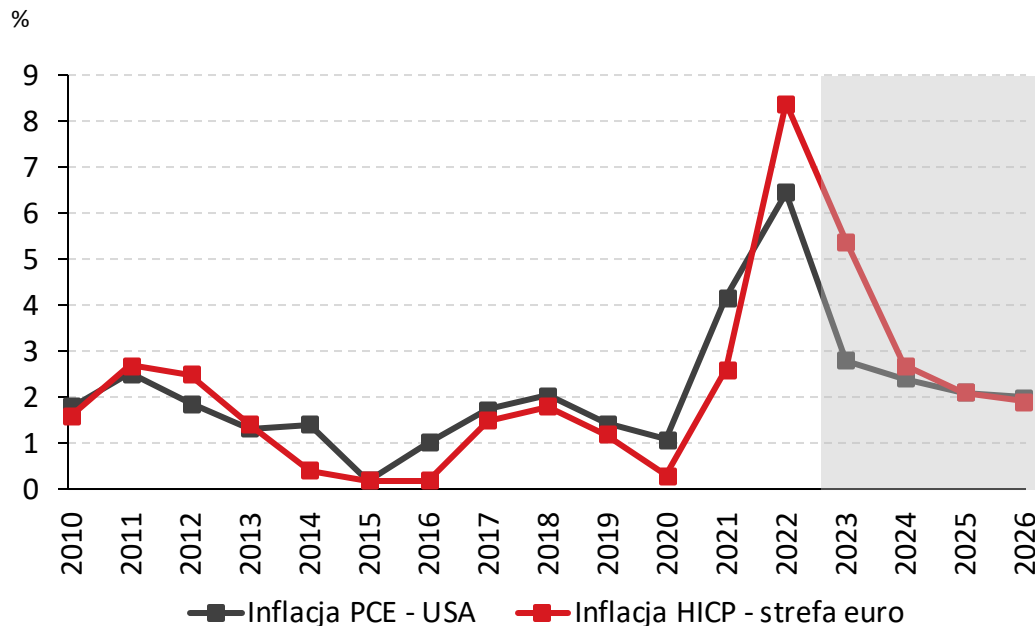
- Wzrost zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych może budzić obawy o stabilność finansów publicznych przy wysokich deficytach zakładanych na lata 2024-2025. My jednak spoglądamy w przyszłość z optymizmem. Nasze symulacje wskazują, że **koszty obsługi długu utrzymają się w ryzach**, a dopiero nałożenie się na siebie kilku silnych szoków makroekonomicznych mogłoby stanowić zagrożenie dla ścieżki długu GG.
- W 2024 r. koszty obsługi długu nie powinny przekroczyć poziomu 2,4% PKB (wobec 2,3% w 2023 r.), plasując się tym samym wokół wieloletniej średniej. Hipotetyczny wzrost efektywnej stopy oprocentowania polskiego długu o 1 p. proc. podbiłby koszty odsetkowe do niespełna 3% PKB (czyli do poziomów z lat 2010-2012), zaś poziom długu w relacji do PKB wzrósłby o 0,5% PKB.
- Odporność finansów publicznych Polski na szoki opiera się o synergii dwóch czynników: wysokiego nominalnego wzrostu gospodarczego („wyrastanie” z długu) i stosunkowo niskiego efektywnego oprocentowania. Scenariusz wzrostu wolniejszego o 1 p. proc. wiązałby się z dodatkowym 0,5% PKB długu w 2024 r. (55,1% PKB). Podobnie wygląda scenariusz, w którym efektywna stopa procentowa rośnie o 1 p. proc. Dopiero nałożenie się na siebie obu szoków (efektywne oprocentowanie długu 1 p. proc. powyżej nominalnego wzrostu) prowadziłoby do podbicia długu o dodatkowe 1,3% PKB w 2024 r. i przekroczenia limitu 60% PKB w 2025 r. Jest to jednak scenariusz bardzo mało prawdopodobny, jako że ostatni raz oprocentowanie długu przekroczyło nominalną dynamikę PKB o 1 p. proc. w latach 2012-2013, tj. w epicentrum europejskiego kryzysu zadłużeniowego.



# Dezynflacyjny wyścig między USA i strefą euro dalej trwa

Choć najłatwiejsza część już za nami

Inflacja w USA oraz strefie euro (prognoza Fed i EBC)

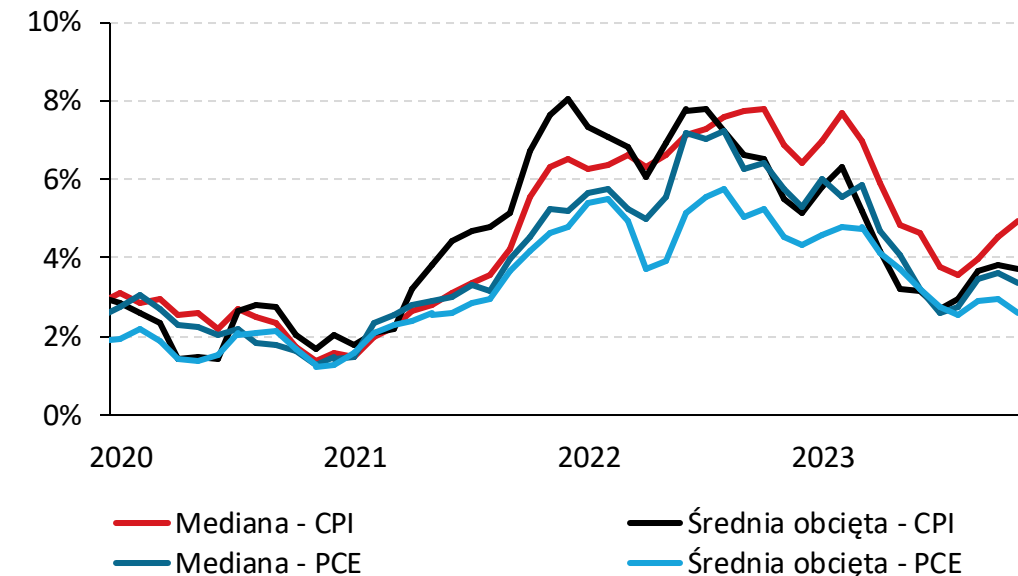


Źródło: Fed, EBC, Macrobond

- Zgodnie z ubiegłorocznymi oczekiwaniami gospodarka Eurolandu oraz USA na przestrzeni 2023 r. były świadkami szybkiej i silnej dezynflacji korzystając na odwróceniu szoku energetycznego czy podaźowych. Dezynflacja tyczyła się również inflacji bazowej.
- Rok 2024 zapowiada się na kontynuację tego procesu. Zarówno Fed jak i EBC zakładają w swoich prognozach powrót inflacji do celu w 2025 roku. W strefie euro na dalsze schłodzenie presji inflacyjnej będzie oddziaływać (silniej niż w USA) restrykcyjna polityka pieniężna EBC.

Momentum inflacyjne w USA wg różnych miar

3m/3m SAAR



Źródło: Eikon, Analizy Pekao

- Dalsza słabość gospodarki chińskiej i spowolnienie globalnego handlu będzie ograniczać importowaną inflację.
- W Europie tego nie widać (jeszcze?), ale w USA ostatnia mila dezynflacji okazuje się być problematyczną. Zagrożeniem dla scenariusza jest odporny rynek pracy z rosnącą dynamiką płac realnych i idący za tym wzrost siły nabywczej oraz konsumpcji gospodarstw domowych.

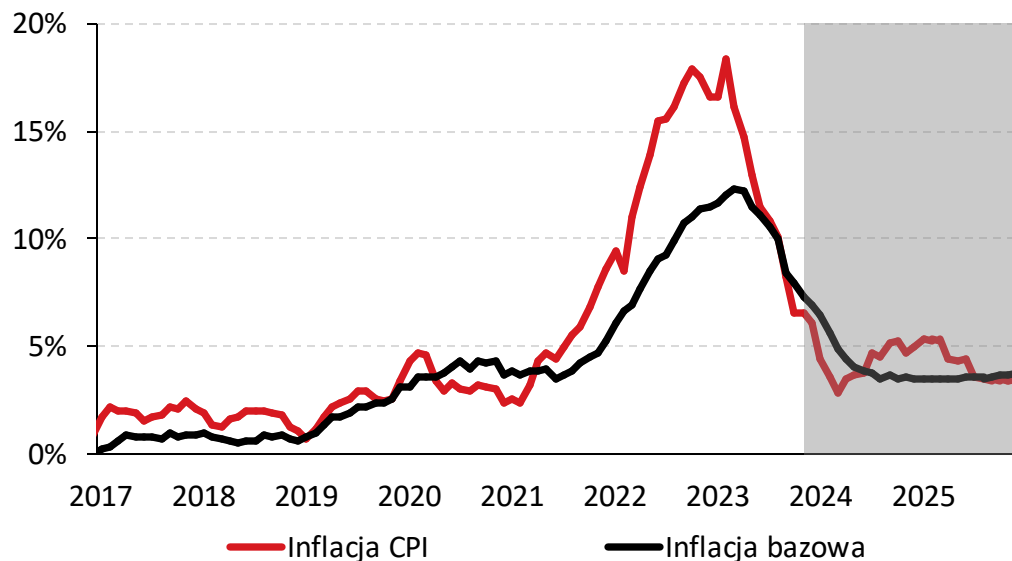


# Dalszy spadek inflacji w 2024

Optymistyczny scenariusz wzrostu PKB na 2025 stawia pod znakiem zapytania gładkie zejście inflacji do celu

## Przeszłość i przyszłość inflacji w Polsce

% r/r



% r/r	2023	2024 (P)	2025 (P)
<b>CPI</b>	<b>11,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>
Inflacja bazowa	10,2	4,2	3,6
Żywność	15,4	6,4	5,3
Nośniki energii	17,9	2,9	8,4
Paliwa	-2,7	-1,4	-1,0

- Z końcem 2023 r. powoli kończy się okres szybkiej dezinflacji opartej na wygaszeniu ostatnich nadzwyczajnych szoków i efektu wysokiej bazy odniesienia. Jeszcze I kwartał 2024 r. przyniesie kontynuację wyraźnego spadku inflacji.
- Kształt ścieżki inflacyjnej w kolejnych miesiącach będzie mocno uzależniony od czynników regulowanych. Odbicie inflacji nastąpi w II połowie roku, ale będzie oparte wyłącznie na czynnikach niebazowych.
- Przy realizacji naszych założeń odnośnie czynników regulowanych, inflacja CPI w marcu osiągnie minimum w okolicach 3% r/r, żeby w II połowie odbić do ok. 4,5-5% na koniec roku, z niemałym ryzykiem pozostania na tym podwyższonym poziomie na dłużej. To oznacza, że inflacja znajdzie się w dopuszczalnym przedziale wahań od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt. proc.), ale będzie to pobyt tymczasowy (chyba że czynniki regulowane ukształtują się inaczej).
- Z kolei inflacja bazowa będzie na przestrzeni 2024 r. asymptotycznie się obniżać przy utrzymującej się ujemnej luce popytowej, restrykcyjnej polityce pieniężnej, całkowitym dogaszaniu szoku energetycznego, obniżającej się dynamice jednostkowych kosztów pracy czy jeszcze wysokiej bazy odniesienia w I połowie roku. Różnimy się tutaj od konsensusu prognoz, który widzi inflację bazową „U-kształtną” z odbiciem w górę w II połowie roku.
- Średnioroczna inflacja w 2024: 4,3%, w 2025: 4,1%. Powrót na stałe do celu inflacyjnego wydarzy się nie wcześniej niż w II połowie 2025 r.

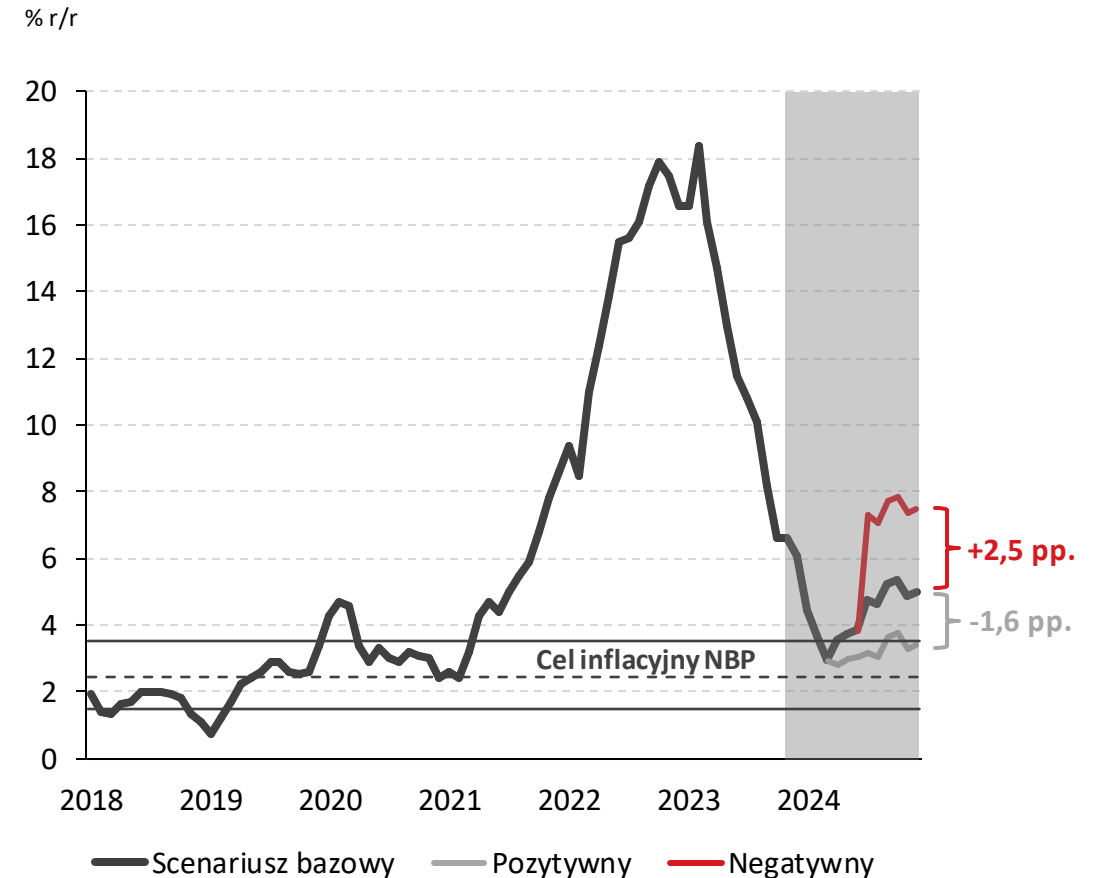


# Czynniki regulowane namieszają w ścieżce inflacyjnej

Dzięki temu inflacja przejściowo powróci do przedziału celu inflacyjnego NBP

- Kształt ścieżki inflacyjnej w 2024 r. będzie mocno uzależniony od czynników regulowanych.
- **Scenariusz bazowy:** powrót 5-proc. stawki VAT na żywność (z początkiem II kwartału) oraz nowe taryfy energetyczne dla gospodarstw domowych (zamrożenie do połowy 2024 r., potem wprowadzenie innych działań osłonowych częściowo niwelujących powrót stawek do wartości taryfowych URE).
- **Czynniki ryzyka względem scenariusza bazowego:**
  - ↓ utrzymanie zerowej stawki VAT na żywność (-0,8 pkt. proc. od CPI)
  - ↓ pozostawienie zamrożonych taryf energetycznych (-0,8 pkt. proc.)
  - ↑ całkowite wycofanie się z zamrożenia taryf energetycznych i powrót stawek do wartości taryfowych URE to wzrost rachunku dla gospodarstw domowych, zarówno za prąd jak i gaz, o ok. 50% (+2,5 pkt. proc. do CPI)
- Potencjalny spadek inflacji w pobliże celu NBP będzie tymczasowe (chyba że powyższe ryzyka w dół się zrealizują) i związane z czynnikami niebazowymi, więc RPP nie będzie na niego reagować.

Inflacja CPI i możliwe scenariusze dotyczące regulowanych cen energii i żywności



Źródło: GUS, Pekao Analizy

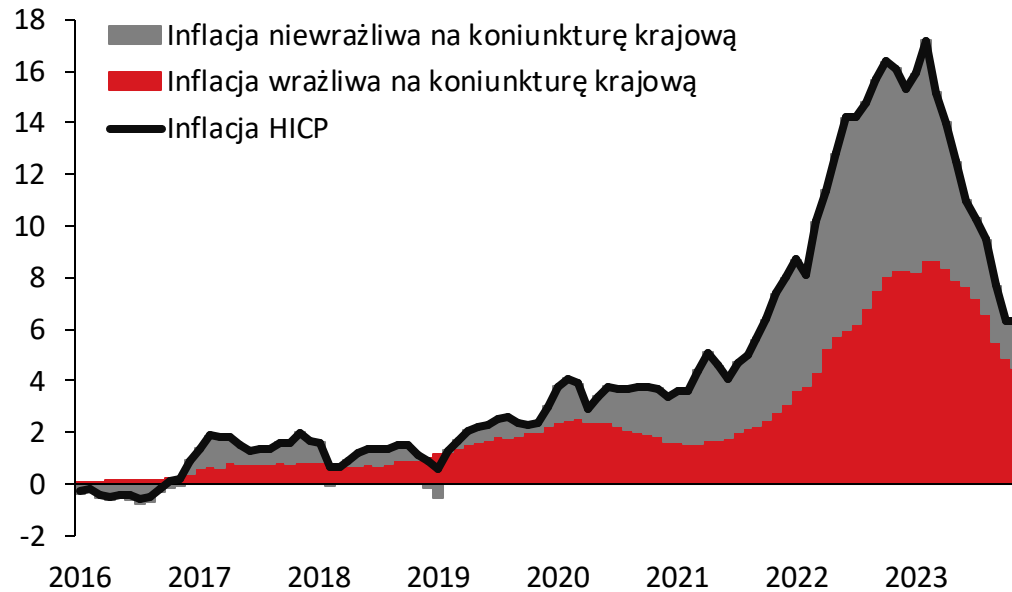


# Powoli kończy się okres szybkiej dezinflacji...

Dogasają efekty ostatnich zewnętrznych szoków, schodzimy z wysokiej bazy

## Inflacja względem wrażliwości na koniunkturę krajową

% r/r, pkt. proc.

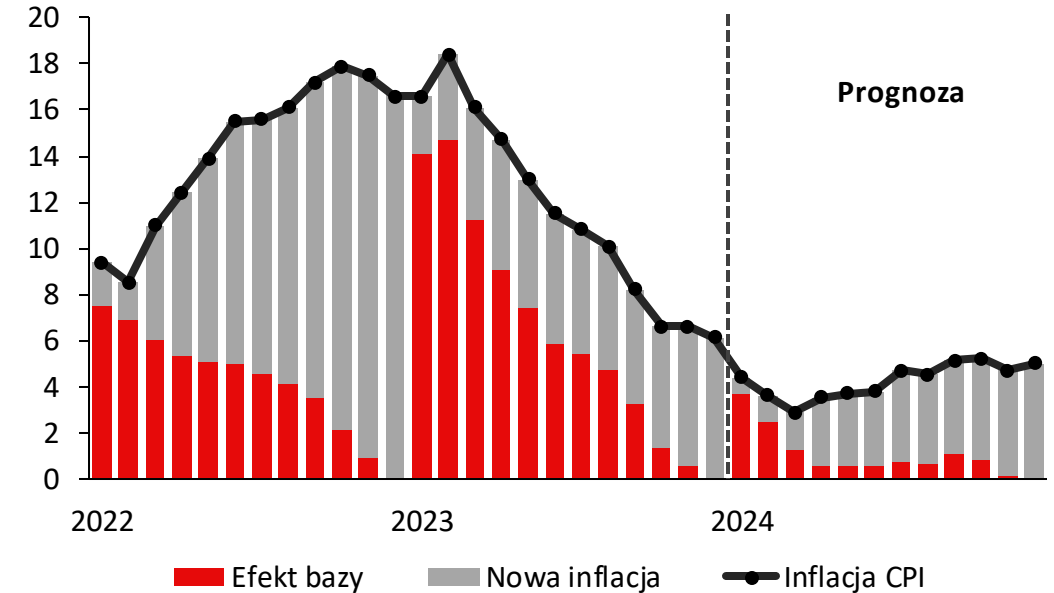


Źródło: Eurostat, Analizy Pekao

- Z końcem 2023 r. powoli kończy się okres szybkiej dezinflacji opartej na wygaszaniu ostatnich nadzwyczajnych szoków zewnętrznych (pandemiczny, podażowy, energetyczny, wojenny) i idącego za tym schodzeniu z wysokiej bazy odniesienia, szczególnie inflacji niewrażliwej na krajową koniunkturę.
- Udział czynników krajowych w kształtowaniu inflacji (na którą RPP wpływa i dalej będzie wpływać prowadzoną restrykcyjną polityką pieniężną) będzie się zmniejszał na przestrzeni 2024 r.

## „Nowa inflacja” a efekt bazy statystycznej

% r/r, pkt. proc.



Źródło: GUS, Analizy Pekao

- Rok 2022 – dominujący wkład silnej, nowej presji inflacyjnej związanej głównie z działaniem szoków zewnętrznych i ich przelewaniem się w postaci efektów drugiej rundy do inflacji bazowej
- Rok 2023 - szybki spadek inflacji dzięki schodzeniu z wysokiej bazy odniesienia, mniej nowej presji inflacyjnej
- Rok 2024 - do marca jeszcze wyraźny spadek inflacji dzięki wysokiemu efektowi bazy, potem nowy nakład inflacyjny

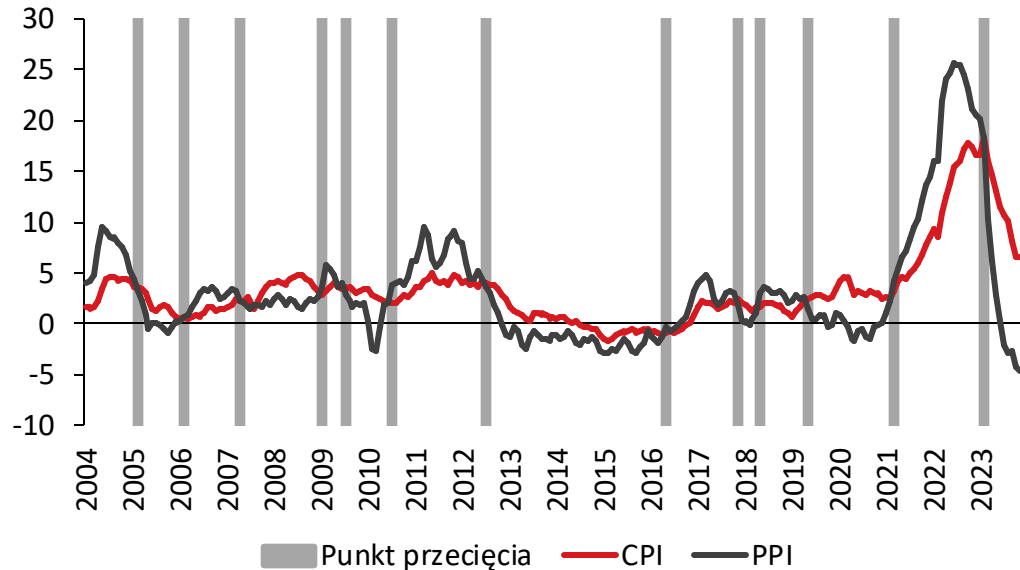


# ...a stoi za tym stabilizacja cen surowców energetycznych oraz dóbr przemysłowych

Zakładany dołek PPI w 1Q24 --> dołek CPI trochę później

## Inflacja CPI vs. PPI

% r/r

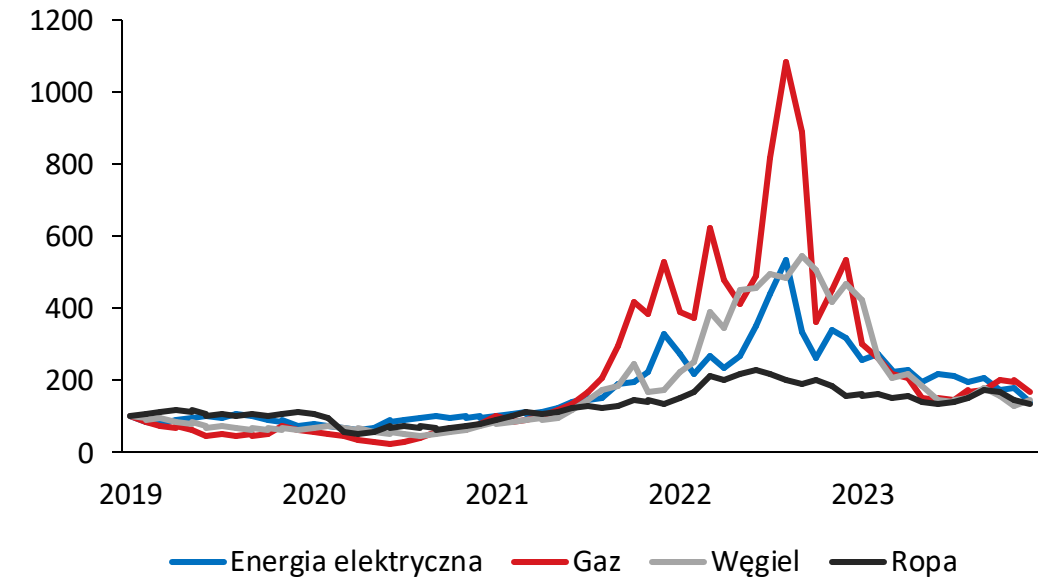


Źródło: GUS, Pekao Analizy

- Rok 2023 stał pod znakiem dezinflacji a nawet deflacji produkcyjnej napędzanej spadkiem cen surowców energetycznych, dóbr przemysłowych i frachtu.
- Przy wsparciu silnego złotego dołek PPI powinniśmy zobaczyć w I kwartale 2024 r. PPI ma znaczenie nie tylko jako miernik presji cenowej w samym przemyśle, ale również jako wskaźnik wyprzedzający dla inflacji konsumenckiej (CPI).

## Ceny hurtowe podstawowych surowców przemysłowych

styczeń 2019 = 100



Źródło: Eikon, Pekao Analizy

- Ekonometria podpowiada, że PPI wyprzedza CPI o ok. 1-2 kwartały. Daje to pewną przestrzeń do dalszej dezinflacji konsumenckiej, zwłaszcza towarów.
- Szukając punktu zwrotnego na inflacji CPI, to przedtem warto go szukać w PPI (najpierw punkt zwrotny na dynamice PPI --> potem przecięcie z CPI --> potem wzrosty inflacji CPI).

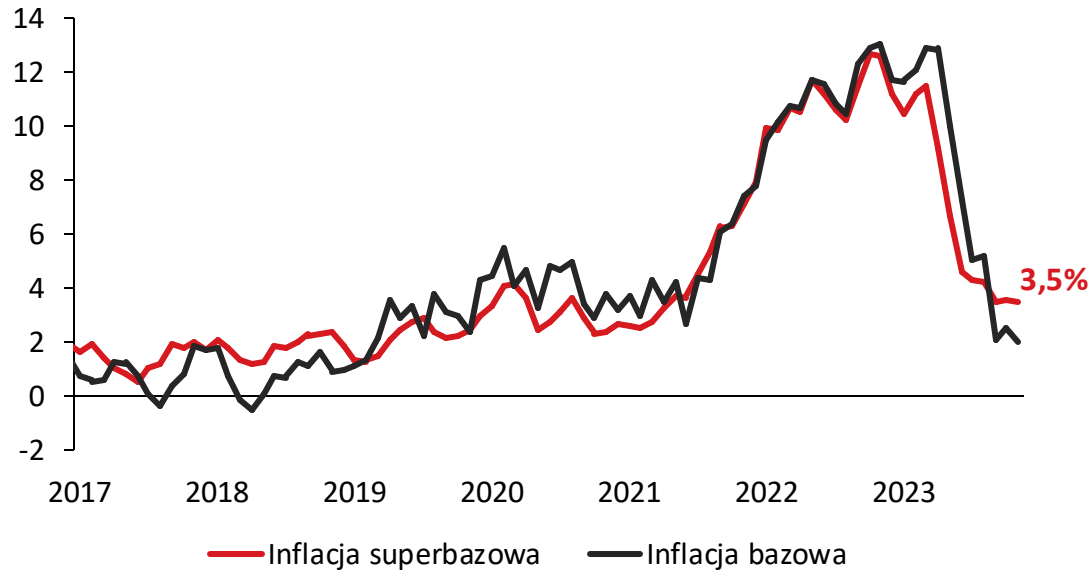


# Teraz focus na krajowe czynniki kształtujące inflację

## Dynamika kosztów pracy pozostanie wysoka, ale będzie spadać

### Inflacja bazowa vs. superbazowa

%, zannualizowane, wyrównane sezonowo

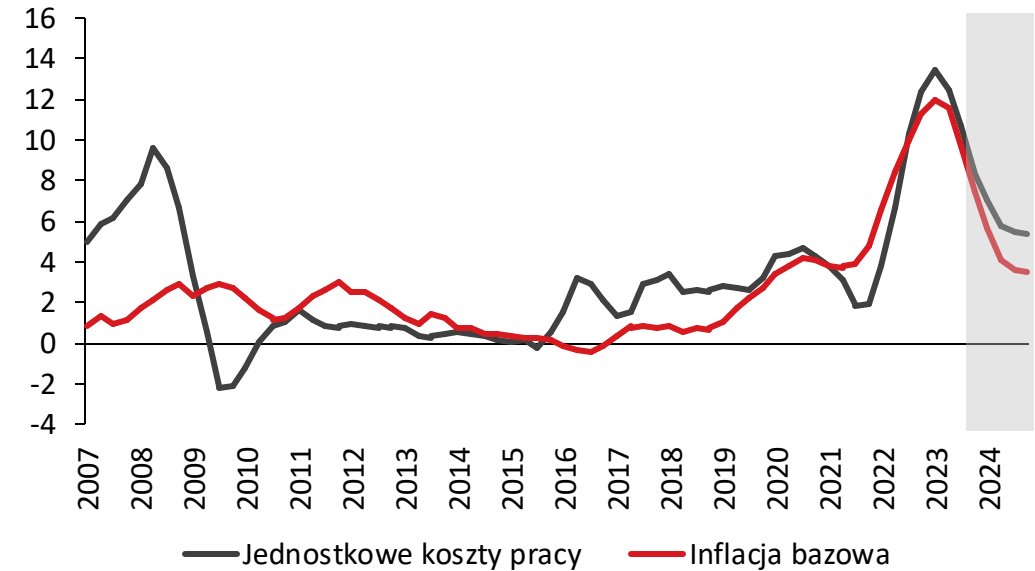


Źródło: GUS, NBP, Analizy Pekao

- Presja inflacyjna wróciła do stanu sprzed oddziaływania szoków zewnętrznych. Teraz focus na krajowe czynniki kształtujące inflację.
- Nasza inflacja superbazowa obrazująca krótkoterminowy trend wewnętrznej presji inflacyjnej, wyłączająca wszystkie czynniki przejściowe, ustabilizowała się w ujęciu zannualizowanym na poziomie 3,5%. Na przestrzeni 2024 r. inflacja bazowa będzie asymptotycznie zbiegać właśnie do tego poziomu.

### Realne jednostkowe koszty pracy vs. inflacja bazowa (+ prognoza Pekao)

%/r



Źródło: GUS, NBP, Pekao Analizy

- Obniżająca się dynamika realnych jednostkowych kosztów pracy będzie czynnikiem wspierającym schodzenie w dół inflacji bazowej w 2024 r. Stopniowy spadek dynamiki płac będzie szedł równoległe z przyspieszeniem tempa wzrostu produktywności pracy.
- Presję inflacyjną będzie również ograniczać utrzymujący się na niższym od potencjału zagregowany popyt - ujemna (co najmniej w 2024 r.) luka popytowa w polskiej gospodarce.



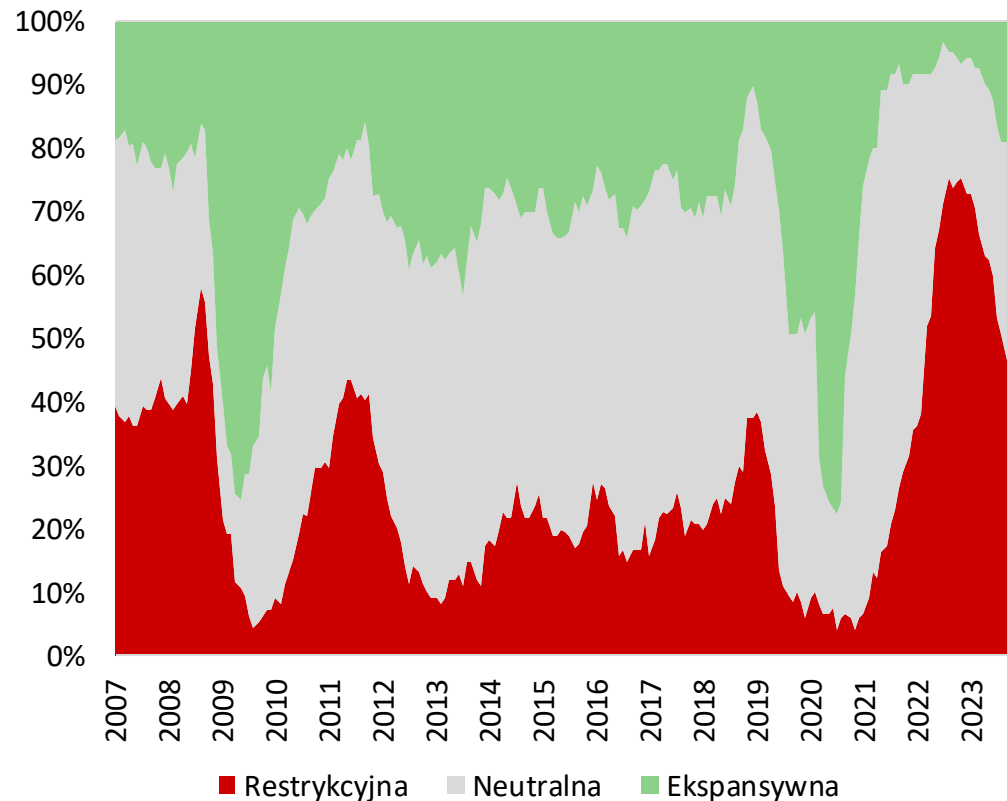


# Globalny zwrot w kierunku łagodniejszej polityki już nastąpił

Państwa rozwinięte dołączają do peletonu z opóźnieniem

## Światowa polityka pieniężna

% banków centralnych prowadzących daną politykę



- Na szczyt światowego zacieśnienia pieniężnego weszliśmy na przełomie 2022/2023 (ponad 70% krajów prowadziło wtedy restrykcyjną politykę pieniężną).
- Oczywiście kraje rozwijające się zaczęły szybciej podnosić stopy w obliczu ostatniego szoku inflacyjnego i teraz jako pierwsze odwracają te decyzje.
- Wygląda na to, że świat poradził sobie już z inflacją i teraz bardziej będzie się troszczyć o perspektywy wzrostu gospodarczego. Spadek inflacji otworzył bowiem przestrzeń do cięć.
- Tak długo, jak ten spadek jest trwały (a w większości jest), a postulowane przez część komentatorów znaczące wzrosty stopy równowagi mało wiarygodne (nie wierzą w nie same banki centralne), tak długo stopy spadną w każdym scenariuszu.
- W szczególności, w tym otoczeniu banki centralne będą miały pełną swobodę, by dokonywać przezornościowych cięć stóp, a więc takich, które będą miały na celu zapobieżenie recesji.

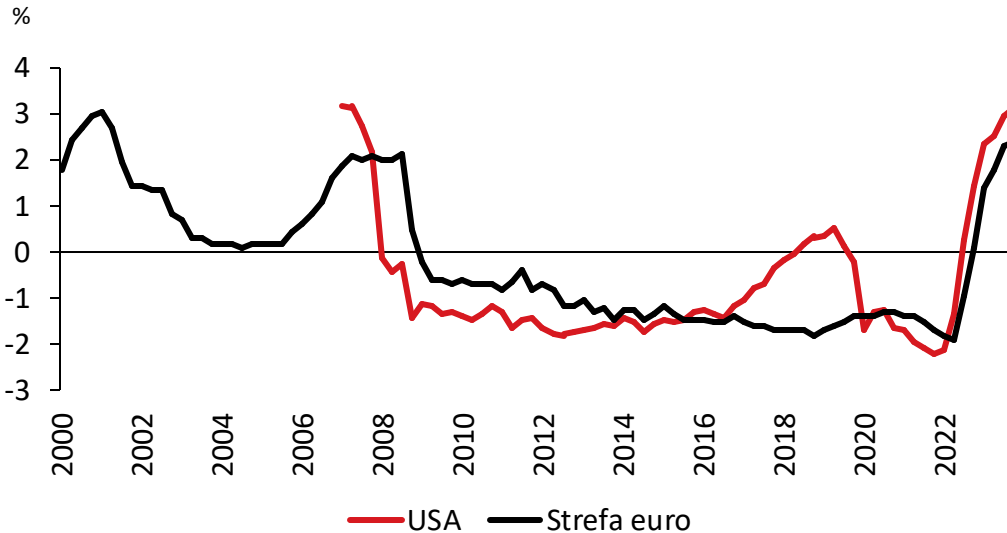
Źródło: Macrobond, Pekao Analizy



# Polityka pieniężna głównych banków centralnych jest już restrykcyjna

Ponieważ nie wierzymy w wysokie  $r^*$ , uznajemy ją za zbyt restrykcyjną

## Realna stopa procentowa ex ante

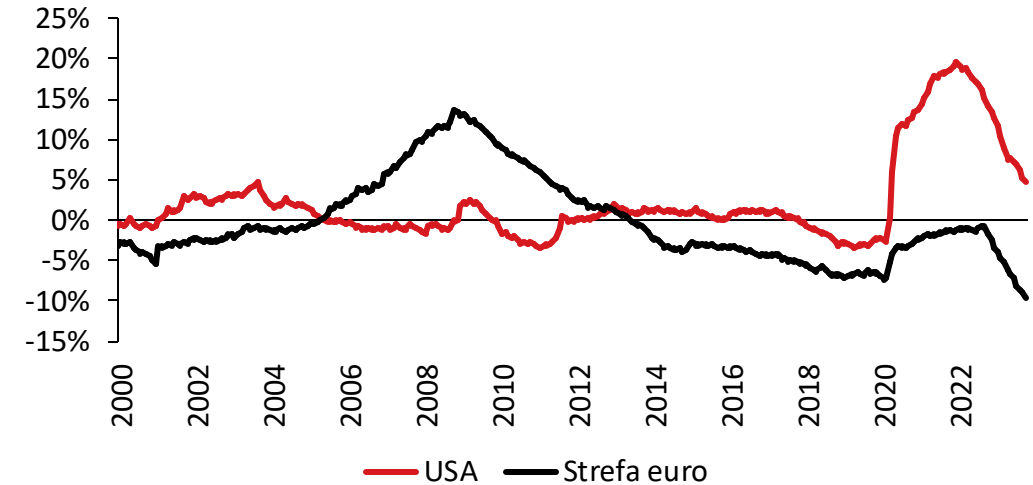


Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Rok temu przewidywaliśmy, że stopy realne w głównych gospodarkach rozwiniętych sięgną na koniec 2023 r. 2%. Faktycznie 2% zostało przekroczone (w USA nawet 3%). Odkładając na bok heroiczne i nierealistyczne spekulacje na temat stopy równowagi, od początku 2022 w głównych gospodarkach wykonało się znaczące zacieśnienie monetarne.
- Stopy realne w USA i strefie euro są dużo większe nie tylko od poziomów typowych dla lat 2008-2019, ale również od szacunkowych poziomów stopy równowagi ( $r^*$ ). W Stanach Zjednoczonych  $r^*$  jest szacowana na 1-1,5%, w strefie euro może nawet być ujemna (-0,5-1%).

## Nadzwyczajna podaż pieniądza

Odchylenie od wieloletniego trendu wykładniczego



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

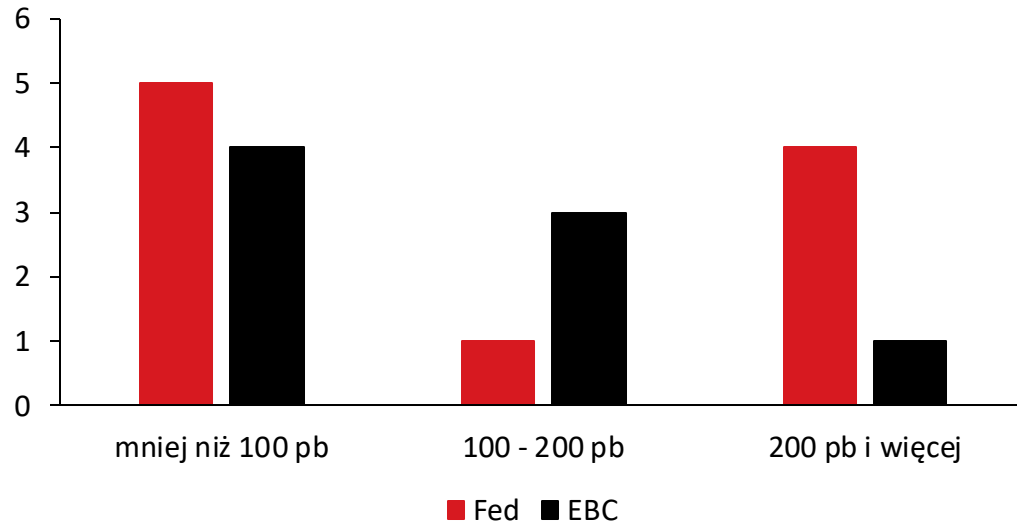
- Oznacza to, że **strefa euro ma najbardziej restrykcyjną politykę pieniężną w tym stuleciu** (a zapewne dłużej).
- Alternatywne spojrzenie, z wykorzystaniem agregatów monetarnych, prowadzi do podobnego wniosku: podaż pieniądza spada w szybkim tempie (jej płynna część, czyli dostępna do natychmiastowego wydawania, w jeszcze szybszym), co jest niespójne z realizacją celu inflacyjnego w szczególności i z podtrzymaniem odpowiedniego wzrostu nominalnego PKB w ogólności. Stany Zjednoczone ratuje nawis z lat pandemicznych (odpowiadający nadwyżkowym oszczędnościom).



# 2024 będzie rokiem cięć stóp w gospodarkach rozwiniętych

## Cykle obniżek stóp Fed i EBC

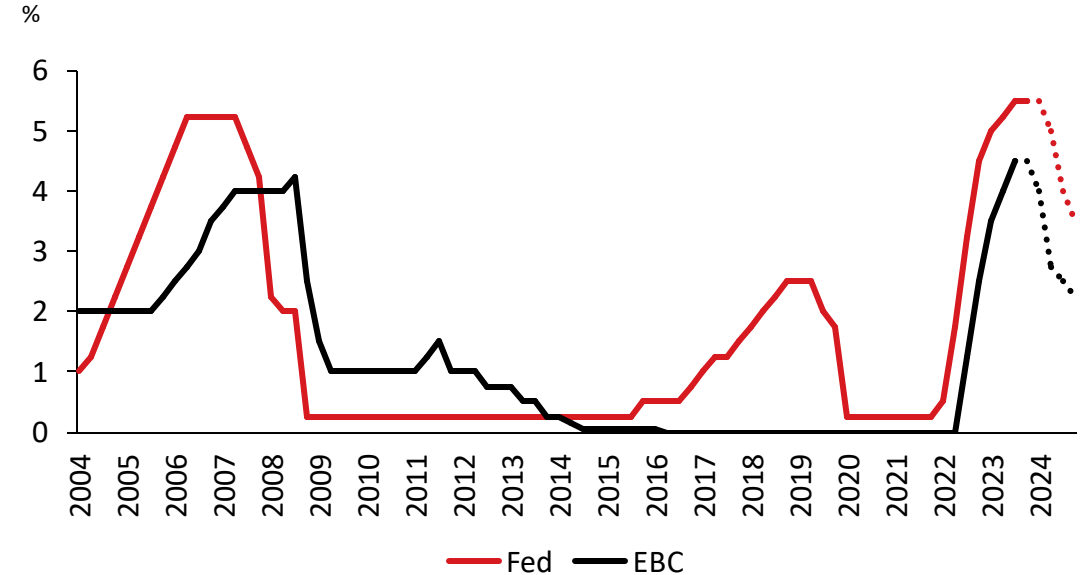
Liczba cykli o danych rozmiarach



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Cykle zacieśnienia monetarnego skończyły się w III kwartale 2023 r. W przeszłości po zakończeniu podwyżek stóp stopy pozostawały na szczycie przez 3-12 miesięcy (średnio 5 dla EBC i 11 dla Fed). Moment pierwszej obniżki wypadałby zatem na I połowę 2024 r.
- Rozkład prawdopodobieństwa dla rozmiarów zbliżającego się cyklu łagodzenia polityki pieniężnej jest bimodalny: albo zobaczymy niewielkie dostosowanie stóp procentowych (podobne do tego widocznego w obecnych „kropkach”), albo cięcia będą głębokie i szybkie.

## Prognozowana ścieżka stóp głównych banków centralnych



Źródło: Eikon, Pekao Analizy

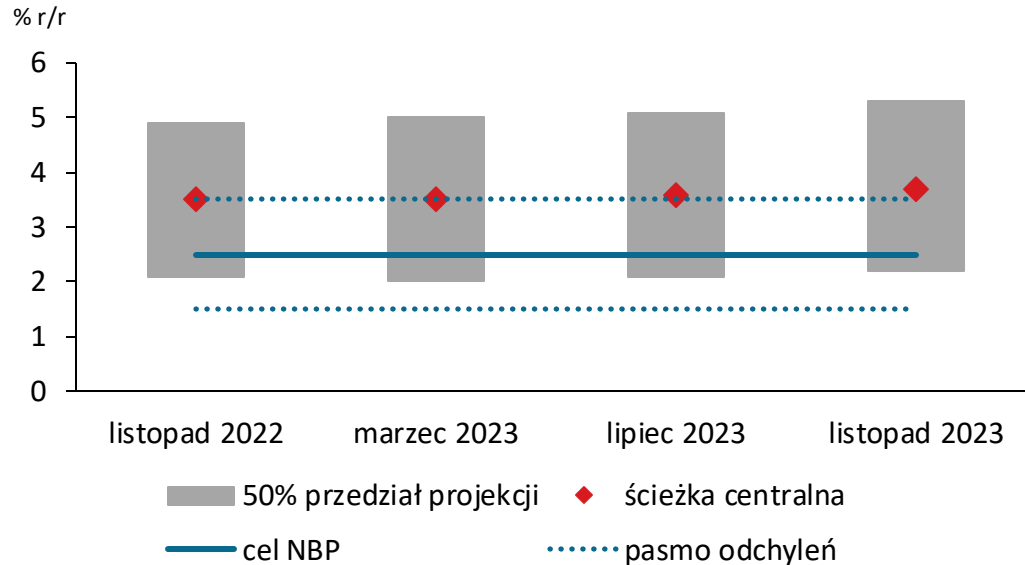
- Z tego punktu widzenia obecne wyceny rynkowe, zakładające w przybliżeniu jedno cięcie po 25 pb na każdym posiedzeniu, są efektem kompromisu faworyzującego ten drugi scenariusz.
- Naszym zdaniem główne banki centralne nie wykonają w 2024 r. małych ruchów. Spodziewamy się, że Fed zacznie obcinać stopy procentowe w czerwcu i łącznie obniży je o 150 pb. EBC wystartuje w marcu i zakończy rok cięciami o 200 pb.



# NBP nie zmieni stóp procentowych w 2024 r.

Ryzyka są w stronę niewielkich cięć, ale okno szybko się zamknie. Reaktywacja istotności projekcji

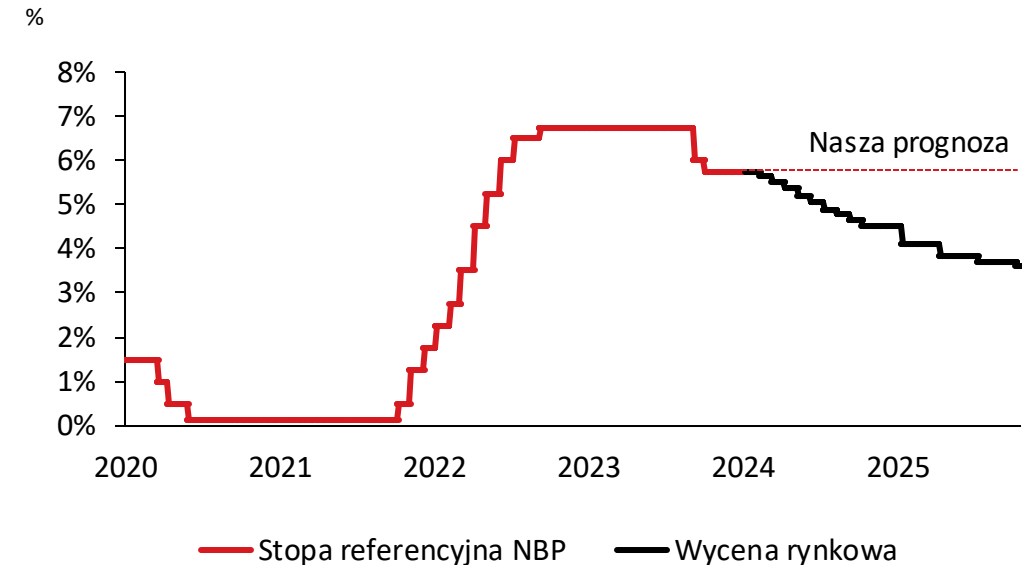
## Inflacja prognozowana przez NBP na koniec horyzontu projekcji



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- **Funkcja reakcji NBP zmieniła się na bardziej jastrzębią.** Stopy procentowe zostaną wyżej na dłużej, a bank przesunie się z awangardy do ariergardy łagodzenia polityki pieniężnej na świecie. Warto pamiętać, że NBP w 2022 ciął z trendem, ale kolejne projekcje NBP nigdy nie były decydujące i stanowiły mocnego wsparcia dla łagodzenia polityki pieniężnej.
- W 2024 r. NBP będzie musiał zmierzyć się nie tylko z odbiciem inflacji w II połowie roku, ale również ze znacznie silniejszym odbiciem konsumpcji niż prognozowano jeszcze w listopadzie. Dlatego nie zdecyduje się na wznowienie cyklu obniżek w marcu b.r.

## Oczekiwania rynku co do stóp procentowych (+nasza prognoza)



Źródło: Eikon, Pekao Analizy

- Okno do obniżek stóp – i tak krótkie z uwagi na trajektorię inflacji i wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach – nie będzie więc wykorzystane i temat obniżek odłożymy *ad calendas Graecas*. Ryzyko korekcyjnych cięć istnieje, ale z uwagi na otoczenie zewnętrzne (cięcia stóp zagranicą) i ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego. Z drugiej strony wysokie stopy realne będą pożądanym mitygantem budowania nierównowag w związku ze wzrastającym apetytem konsumenta.

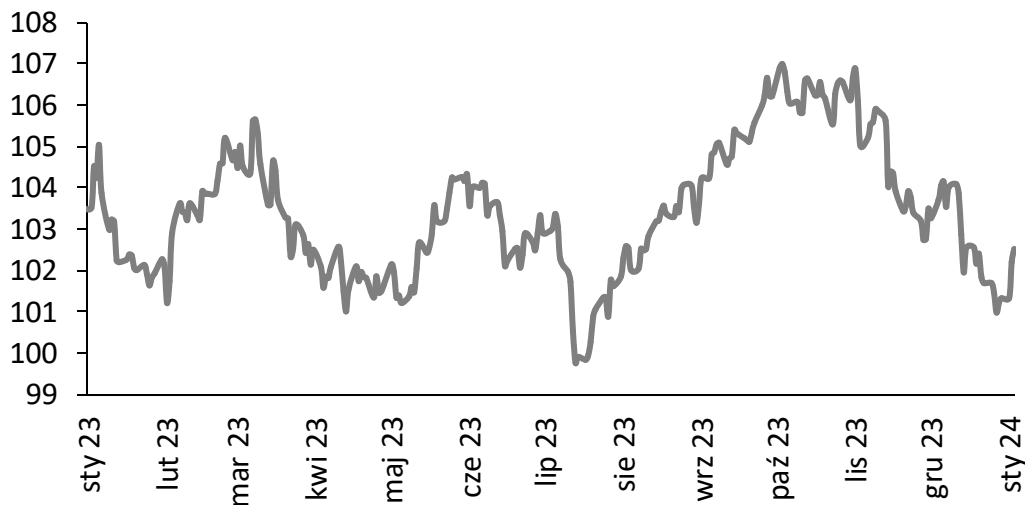


# Euro będzie się w 2024 r. umacniać

Konsensus jest zbyt pesymistyczny co do strefy euro

## Kurs dolara

Indeks DXY

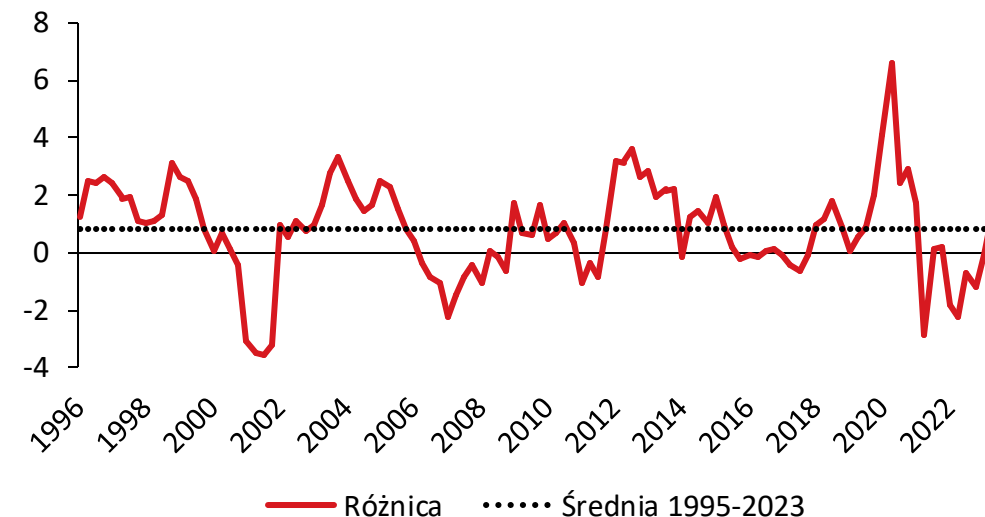


Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Odnosimy wrażenie, że konsensus i pozycjonowanie rynku są zbyt pesymistyczne względem strefy euro i zbyt optymistyczne co do Stanów Zjednoczonych. Zakłady o relatywną siłę Stanów Zjednoczonych sprawiają wrażenie banalnych i rozegranych. Kierunek zaskoczeń będzie naszym zdaniem raczej w przeciwną stronę.
- To nie oznacza, że co do zasady konsensus nie ma racji – amerykańska gospodarka będzie prawdopodobnie szybciej rosła od europejskiej (ale nie aż tak szybko), a amerykańskie aktywa dadzą inwestorom lepiej zarobić (ale nie aż tak dobrze).

## Różnica we wzroście PKB USA i strefy euro

pkt proc.



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

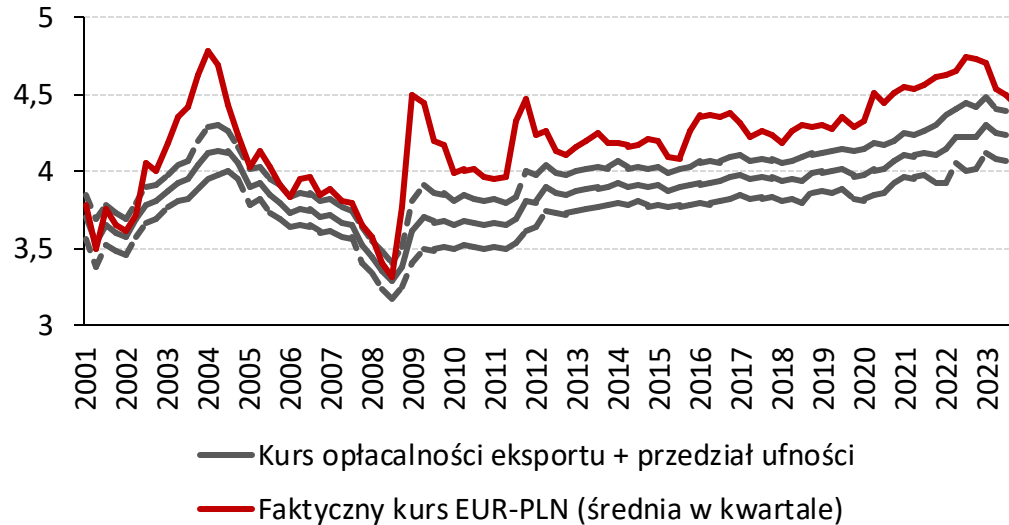
- Pewne elementy tej historii są już obecne: poprawiają się fundamenty odbicia popytu konsumpcyjnego w strefie euro, w światowym przemyśle sytuacja się poprawia. Co więcej, EBC może w pierwszej części roku być spóźniony lub sprawiać takie wrażenie. Summa summarum, spodziewamy się umocnienia euro w stosunku do dolara w 2024 r.
- Czynnikiem mogącym wpłynąć na EURUSD i szerzej na rynki są **wybory w USA i ryzyko wygranej D. Trumpa**. Okres przedwyborczy może generować olbrzymią zmienność na rynkach. Inwestorzy będą się musieli liczyć z zaostrzeniem wojny handlowej z Chinami i dalszymi zmianami w geopolityce.



# Rok 2024 rokiem mocnego złotego

To nie koniec realnej aprecjacji polskiej waluty. Ściana pieniędzy. Inwestorzy zagraniczni ignorują politykę.

## EUR-PLN i kurs opłacalności eksportu

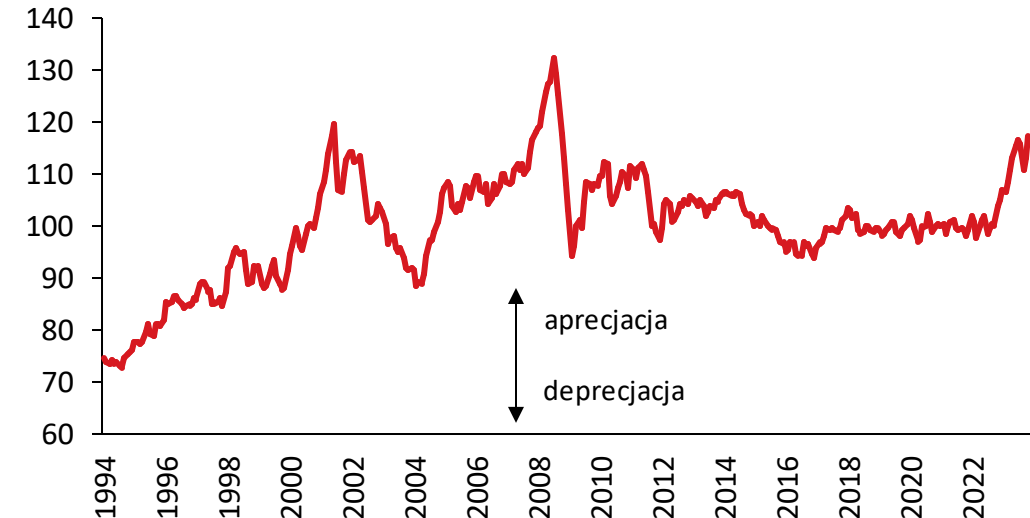


Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Notowania z końcówki 2024 r. sprowadziły EUR-PLN do poziomów, przy których zauważalna część polskiego eksportu przestała być opłacalna. Nie należy traktować deklarowanych progów zbyt literalnie – przedsiębiorstwa zapewne mają rezerwy kosztowe, a korelacja między dużymi ruchami kursu spot i kursu opłacalności sugeruje, że negatywny wpływ na eksport jest o rząd wielkości mniejszy niż 20-25%.
- Sugeruje to jednak, że złoty jest już relatywnie mocny, jeśli nie wprost – zbyt mocny. Kurs walutowy może pozostać wychylony od równowagi dłużej niż inwestorom starczy cierpliwości (i funduszy), więc nie jest to dostateczny

## Realny kurs efektywny złotego

2020 = 100



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

argument za osłabieniem. Perspektywa utrzymywania wysokich stóp nominalnych i realnych przez NBP jest zdecydowanie pozytywna dla złotego.

- Na 2024 spodziewamy się utrzymania mocnego złotego. W tych warunkach rośnie znaczenie zmiennych realnych. Wyższa niż w strefie euro inflacja przy nominalnej aprecjacji oznacza znaczącą realną aprecjację złotego. Wg danych BIS złoty w rok umocnił się w kategoriach realnych o ok. 17% - a to najpewniej nie koniec realnej aprecjacji. Dla eksporterów to zła wiadomość, dla importerów i konsumentów – dobra. Ceny względne dóbr krajowych przemysłowych znacząco spadają.



## Departament Analiz Makroekonomicznych

***Dr Ernest Pytlarczyk, CFA, Główny Ekonomista Banku***

✉ [ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl)

### Zespół Analiz i Prognoz Rynkowych

***Dr Piotr Bartkiewicz, CFA***

✉ [piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl)

***Aleksandra Beśka***

✉ [aleksandra.beska@pekao.com.pl](mailto:aleksandra.beska@pekao.com.pl)

***Kamil Łuczowski***

✉ [kamil.luczowski@pekao.com.pl](mailto:kamil.luczowski@pekao.com.pl)

***Dr Karol Pogorzelski***

✉ [karol.pogorzelski@pekao.com.pl](mailto:karol.pogorzelski@pekao.com.pl)

***Sebastian A. Roy***

✉ [sebastian.roy@pekao.com.pl](mailto:sebastian.roy@pekao.com.pl)



## NOTA PRAWNA

Niniejsza publikacja (dalej „Publikacja”) przygotowana przez Departament Analiz Makroekonomicznych Banku Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna (dalej „Pekao S.A.”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny. Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego. Publikacja nie stanowi rekomendacji udzielanej w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, analizy inwestycyjnej, analizy finansowej oraz innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r, w sprawie nadużyć na rynku ani porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym dotyczącej inwestowania w instrumenty finansowe, a informacje w niej zawarte nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych i nie stanowi badania inwestycyjnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Pekao S.A. dolożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Pekao S.A. ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Pekao S.A. nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niektóre treści objęte niniejszą publikacją mogą zawierać odesłania do stron internetowych i materiałów opracowanych przez podmioty trzecie. Pekao S.A. nie dokonuje weryfikacji takich stron internetowych i materiałów, w szczególności pod kątem ich prawdziwości i rzetelności zawartych w nich informacji, a wszelkie korzystanie z takich stron internetowych i materiałów następuje na wyłączne ryzyko i odpowiedzialność użytkownika. Odsyłanie przez Pekao S.A. w publikowanych treściach do zewnętrznych stron internetowych i materiałów nie oznacza również, że Pekao potwierdza lub podziela zawarte w nich poglądy i informacje.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych. Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Pekao S.A. nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.

Pekao S.A. i jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, jak również Pekao S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji.

Pekao S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do Skarbowych Papierów Wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów oraz dokonuje transakcji na Skarbowych Papierach Wartościowych na własny rachunek. Pekao S.A. na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Departament Analiz Makroekonomicznych jest wydzieloną jednostką organizacyjną, niezależną od jednostki zawierającej w imieniu Banku transakcje na instrumentach finansowych. Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania administracyjne oraz bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów. Wynagrodzenie pracowników sporządzających Publikacje nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązane z wynikami finansowymi uzyskiwanymi przez Pekao S.A. w ramach transakcji na instrumentach finansowych. Pracownicy sporządzający Publikacje nie są zaangażowani kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem Publikacji oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia. Zgodnie z najlepszą wiedzą pracowników sporządzających Publikacje, nie występują powiązania, które mogłyby rodzić konflikt interesów.

Analiza i ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w tym fundamentalnej, rynkowej, porównawczej i technicznej. Analiza fundamentalna bazuje na założeniu, iż otoczenie ekonomiczne i finansowe ma istotny wpływ na wycenę instrumentów finansowych i oczekiwania co do kierunków zmian w przyszłości. Zaletą tej metody jest oparcie analizy o czynniki obiektywne, w tym wskaźniki makroekonomiczne. Główną słabością może być wpływ krótkoterminowych tendencji rynkowych wywołanych czynnikami poza fundamentalnymi. Metoda rynkowa uwzględnia m.in. takie elementy jak postrzeganie sytuacji rynkowej przez inwestorów oraz bieżące zmiany w relacji popytu i podaży. Jej wadą jest duża subiektywność oraz brak dostępu do aktualnych danych. Metoda porównawcza opiera się na analizie zależności między klasami aktywów czy poszczególnymi instrumentami w celu identyfikacji krótkoterminowych odchyłań od historycznych zależności, co wspiera ocenę płynącą z zastosowania metody fundamentalnej. Wadą tego podejścia może być zbyt daleko idące uproszczenie w postaci bazowania na trendach z przeszłości. Metoda techniczna pozwala oszacować trendy w krótkim terminie, opierając się na analizie zachowania parametrów rynkowych związanych z instrumentami finansowymi w przeszłości. Słabą stroną podejścia jest bazowanie na historii, która nie musi się powtórzyć oraz brak odporności na bieżące zmiany w otoczeniu ekonomicznym.

Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanego prospektu emisyjnego lub kompletnej dokumentacji dla papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Pekao S.A. nie występuje w roli pośrednika ani przedstawiciela inwestora. Przed zawarciem każdej transakcji inwestor powinien, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Pekao S.A., określić jej ryzyko, potencjalne korzyści oraz straty z nią związane, jak również w szczególności charakterystykę, konsekwencje prawne, podatkowe i księgowe transakcji oraz konsekwencje zmieniających się czynników rynkowych, a także w sposób niezależny ocenić czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Nadzór nad działalnością Pekao S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego dokumentu lub jego części bez pisemnej zgody Pekao S.A. jest zabronione.