



# Makroekonomiczne wyzwania i prognozy dla Polski

VIII edycja

Grudzień 2021

# MAKROEKONOMICZNE WYZWANIA I PROGNOZY DLA POLSKI

## W OPINII EKSPERTÓW EUROPEJSKIEGO KONGRESU FINANSOWEGO – VIII EDYCJA

### Wstęp

Przedstawione dalej prognozy i opinie stanowią konsensus ilościowo-jakościowy z odpowiedzi na nasze pytania, które napłynęły do dnia 6 grudnia 2021 r. od wybitnych polskich ekonomistów.

Prognozy ilościowe nadeszło 15 ekspertów, a 42 ekspertów przedstawiło swoje opinie nt.:

- największych zagrożeń dla koniunktury gospodarczej,
- największych zagrożeń dla stabilności systemu finansowego,
- rekomendowanych działań w obszarze polityki gospodarczej.

Dodatkowo, w tej edycji Raportu zapytaliśmy o najważniejsze zagrożenia dla wiarygodności polskiego złotego w perspektywie 2023 r.

### Prognozy

Wejście w rok 2021 odbyło się w sytuacji mało optymistycznej jeśli chodzi o zdrowie publiczne Polaków i rodzącej znaczne obawy dotyczące perspektyw ekonomicznych wielu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Trzecia fala pandemii w końcu zeszłego roku była w Polsce jedną z groźniej wyglądających na świecie. Podobnie jest niestety z obecną, czwartą falą. Jasne stało się, że COVID-19 zagościł jako problem i ryzyko na dłużej, pomimo dostępności szczepionki. Jak ostrzegaliśmy w poprzednim Raporcie i co się obecnie dzieje, wprowadzenie dodatkowych środków mających na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się pandemii może się powtarzać i wpływać na sytuację ekonomiczną wielu przedsiębiorców. Mimo to, polska gospodarka mocno ożywiła się w pierwszych trzech kwartałach 2021 r. Realny PKB osiągnął poziom sprzed kryzysu już w II kwartale 2021 r. Chociaż przerwy w dostawach niektórych towarów i gwałtowny wzrost ich cen stwarzają problemy dla wielu branż, to silny rynek pracy i możliwości wydatkowe konsumentów (w tym także obniżenie wymuszonych oszczędności COVID-owych) sprawiły, że wyniki gospodarcze były zadowalające, choć przy interpretacji dynamik rocznych należy pamiętać o efekcie bardzo niskiej bazy roku 2020.

Na sytuację gospodarczą w kolejnych kwartałach i latach wpływać będą, oprócz mniej luźnej polityki pieniężnej, która musi podjąć walkę z wysoką inflacją, słabym złotym i rosnącymi oczekiwaniami inflacyjnymi, także spodziewane przynajmniej lekkie zacieśnienie polityki budżetowej. Na to w perspektywie najbliższego roku nałoży się wdrożenie Polskiego Ładu (PŁ) oraz realizacja, po jego ewentualnym zatwierdzeniu przez Komisję Europejską (KE), opóźnionego Krajowego Planu Odbudowy (KPO), w kształcie którego ostatecznie nie znamy, choć należy się spodziewać silnej presji KE na realizację reform i wydatków na transformację klimatyczno-energetyczną i cyfrową.

Znamy już wstępny szacunek PKB w III kwartale br. oraz publikowane miesięcznie podstawowe dane makroekonomiczne na koniec listopada. Taki jest punkt wyjścia przygotowywanych przez ekspertów EKF prognoz makroekonomicznych.

Zgodnie z aktualnymi prognozami współpracujących z EKF ekspertów, po recesji na poziomie -2,5 proc. w roku ubiegłym, w roku 2021 należy oczekiwać silnego odbicia gospodarczego i dynamiki PKB na poziomie 5,2 proc., a następnie jej obniżenia do 4,4 proc. w roku 2022 i do 4,0 proc. w roku 2023. Projekcje PKB wskazują, że eksperci oczekują szybszego i większego, ale znacznie krótszego odbicia po roku 2020 niż było to widoczne w poprzednich edycjach prognostycznych. Przeciętna prognoza wzrostu gospodarczego na 2022 r. obniżyła się o 0,7 pkt. proc. a na 2023 r. o 0,4 pkt. proc. Ten mniejszy optymizm można wiązać z wyższą inflacją i spodziewaną reakcją polityki pieniężnej oraz problemami z akceptacją polskiego Krajowego Planu Odbudowy (KPO), który przewiduje w przypadku Polski dostęp do ponad 58 mld EUR (prawie 270 mld PLN, ponad 12% PKB Polski). Popyt krajowy ma rosnać szybciej niż PKB (odpowiednio w latach 2021-23 6,6 proc., 4,5 proc. i 4,4 proc.), i to on będzie głównym czynnikiem wzrostu. Optymistycznie niż poprzednio eksperci postrzegają wzrost inwestycji w tym roku (wzrost o 6,7 proc.) ale znacznie bardziej pesymistycznie w kolejnych latach – mają one rosnać w tempie ok 6,5-6,7 proc. To w dużej mierze efekt obserwowanego zamieszania z KPO: nawet jeśli napływ środków unijnych w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, który jest głównym elementem Next Generation EU nastąpi, to będzie on opóźniony (*de facto* już jest opóźniony). Wzrost spożycia indywidualnego w bieżącym roku wyniesie aż 5,8 proc., a w następnych latach 4,5 proc. (w 2022 r.) i 3,8 proc. (w 2023 r.). Silny wzrost popytu krajowego, w tym na dobra importowane, wzrost cen niektórych importowanych towarów i surow-

ców oraz wzrost kosztów pracy i związane z tym obniżenie konkurencyjności polskiej gospodarki powodowały i będą powodować zmianę na rachunku bieżącym bilansu płatniczego: już w 2021 r. zanotuje on deficyt na poziomie -0,3 proc. PKB, który będzie w kolejnych latach rósł do poziomu -0,7 proc. PKB w 2022 r. i -0,9 proc. PKB w 2023 r. To znacząca zmiana prognoz: poprzednio prognozowano stopniowe zmniejszanie się nadwyżki na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, teraz mamy zwiększający się deficyt.

Ponownie wzrosły oczekiwania inflacyjne ekspertów EKF. Prognozowana inflacja według nich będzie wyższa niż to miało miejsce we wcześniejszych prognozach w okresie objętym badaniem i nie powróci nie tylko w pobliże celu inflacyjnego, ale nawet do dopuszczalnego pasma odchyłeń od celu inflacyjnego (pasmo 1,5-3,5 proc.) w ostatnim roku objętym badaniem. Przeciętną inflację szacuje się na poziomie 5,1 proc. w tym roku, aż 6,3 proc. w 2022 r. i 4,4 proc. w 2023 r. Jest to znacząco wyższy (nawet o 3 pkt. proc.) poziom niż w prognozach rządu: 4,3 proc. w 2021 r. i 3,3 proc. w roku przyszłym i 3,0 proc. w 2023 r. będących podstawą przygotowania budżetu państwa na rok 2022. Kurs złotego w relacji do euro ma pozostać relatywnie stabilny przez cały okres prognozy, ale na poziomie ok. 3-5 proc. wyższym (słabszy złoty) niż w poprzedniej edycji badania prognoz. Obecnie ma się on kształtować na poziomie ok. 4,6 PLN/EUR oraz ok. 4,0 PLN/USD. Kolejną znaczną zmianą, odzwierciedlającą zmianę narracji NBP dotyczącą inflacji, są prognozy stóp procentowych i rentowności obligacji. Stopy procentowe mają wzrosnąć do poziomu powyżej 3 proc. w 2023 r., a rentowności obligacji 5-letnich do 3,4 proc. w 2023 r. (2,8 proc. w 2021 r. i 3,4 proc. w 2022 r.). To dwukrotnie wyższe wartości niż podawane w czerwcu br. Warto zauważyć, że eksperci EKF przewidzieli podwyżkę stóp procentowych przez RPP, która miała miejsce 8 grudnia br. (czyli już po przesłaniu prognoz ilościowych na potrzeby niniejszego badania).

Sytuacja rynku pracy w Polsce ma pozostać relatywnie stabilna. Jeśli chodzi o bezrobocie, w sytuacji gdy nie ma zbyt wiele miejsca na obniżanie się stopy bezrobocia, powinna ona pozostać na poziomie około 3 proc. Podobnie zatrudnienie: jego niewielki wzrost rządu 0,5-1,0 proc. w okresie prognozy będzie ograniczany dostępną podażą wykwalifikowanych pracowników. Skutkiem takiej sytuacji na rynku pracy będzie widoczna w prognozach presja na wzrost wynagrodzeń. W roku bieżącym wynagrodzenia mają wzrosnąć o 8,4 proc., podobnie w 2022 r. (8,5 proc.) i niewiele mniej w 2023 r. (6,8 proc.). Nieco wyższe prognozy wzrostu wynagrodzeń (nominalnych) są spójne z wyższą prognozą inflacji.

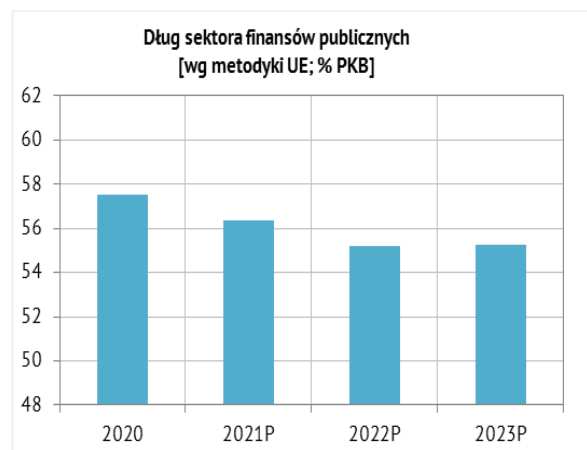
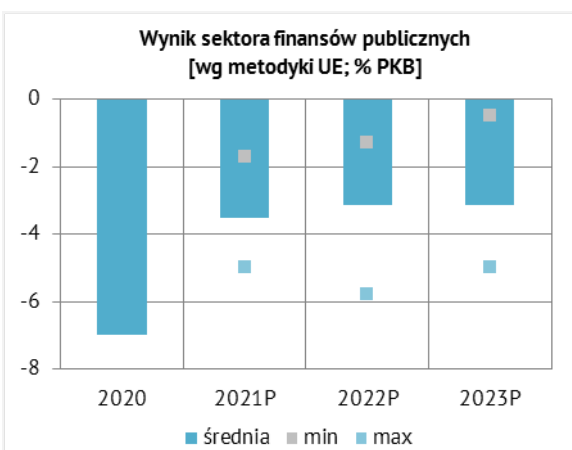
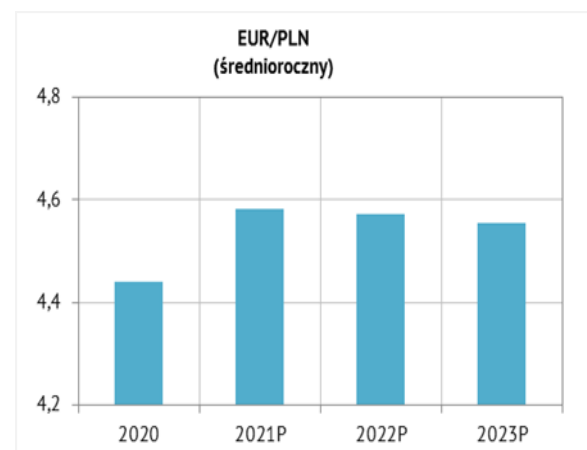
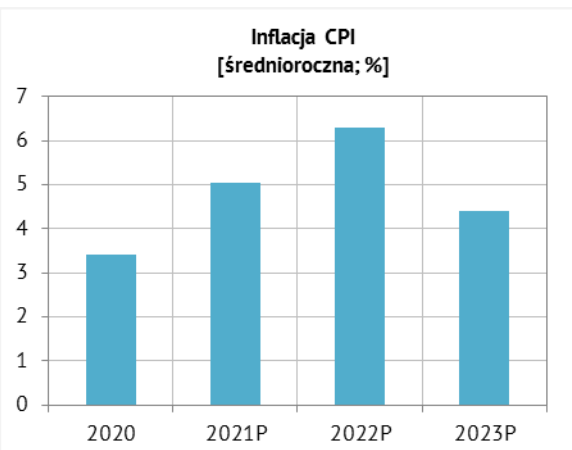
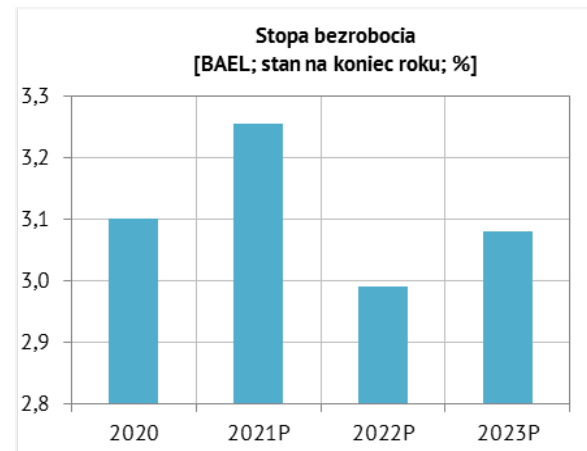
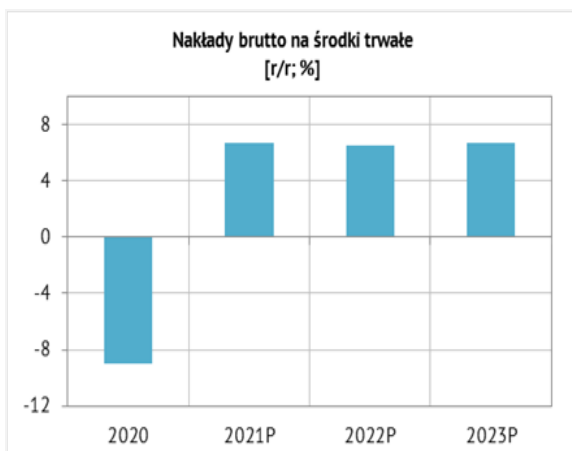
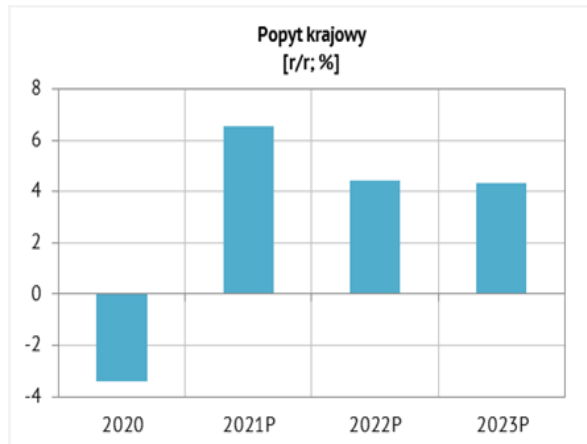
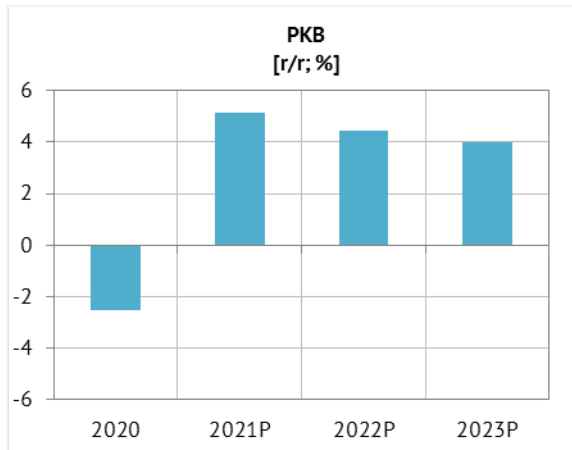
Wyższa inflacja w 2021 r. przyniosła lepsze nominalnie wykonanie dochodów budżetowych w roku bieżącym, przy zaplanowanych wydatkach w budżecie w oparciu o rządową prognozę inflacji na rok bieżący na poziomie 1,8 proc. Jednocześnie wzrost gospodarczy jest nieco wyższy niż prognozowany na etapie przygotowywania budżetu na rok 2021 (także jego struktura jest korzystna dla Ministra Finansów). W efekcie sytuacja finansów publicznych jest lepsza niż oczekiwana w pierwszej połowie roku. Jest to odzwierciedlone w szacunkach deficytu w 2021 r. Obecnie jest on prognozowany na poziomie jedynie 3,5 proc. PKB (a dług publiczny na poziomie 56,3 proc. PKB). W kolejnych latach prognozy są także nieznacznie bardziej korzystne, choć deficyt ma pozostać powyżej 3 proc. w obu latach, 2022 i 2023, a dług publiczny pozostanie powyżej 55 proc. PKB co najmniej do 2023 r.

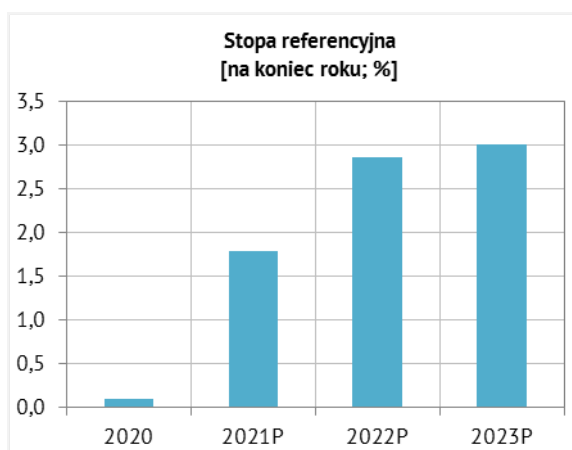
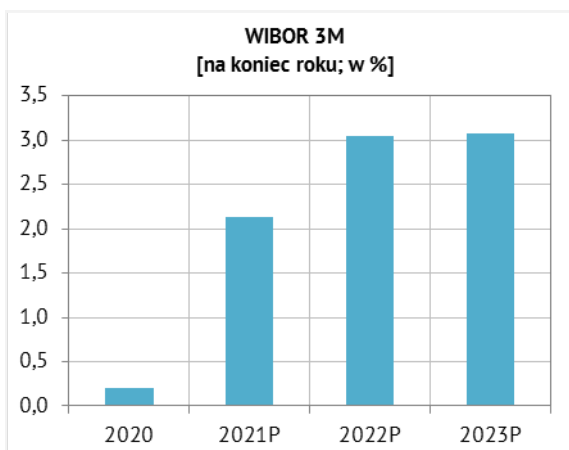
Eksperti bankowi przewidują w najbliższych dwóch latach ożywienie w obszarze kredytów dla ludności i przedsiębiorstw.

Najszybszy realny wzrost wolumenu zadłużenia przewidywany jest w zakresie kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Wiązać się to może z obniżeniem wymogów wysokości wkładu własnego oraz z ucieczką przed inflacją. W okresie szybkiego wzrostu cen na rynku nieruchomości, stymuluje to dodatkowo popyt na mieszkania i może wywołać efekt odwrotny od zamierzonego. Inaczej mówiąc tego typu interwencjonizm państwowy spowodować, że pieniądze publiczne (gwarancje BGK) „zagwarantują” nabywcom wyższe ceny mieszkań.

Optymistyczny jest natomiast przewidywany wzrost wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw po okresie załamania na tym rynku wywołanego kryzysem.

## PROGNOZY WYBRANYCH WSKAŹNIKÓW MAKROEKONOMICZNYCH W LATACH 2020-2023





Wskaźnik	Miara	2020	WYNIKI ANKIET			LICZBA EKSPERTÓW
			2021P	2022P	2023P	
PKB (r/r; %)	średnia	-2,5	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	[15]
	odchylenie		0,3	0,4	0,8	
Popyt krajowy (r/r; %)	średnia	-3,4	<b>6,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	[13]
	odchylenie		1,0	1,0	0,6	
Spożycie indywidualne (r/r; %)	średnia	-3,0	<b>5,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	[15]
	odchylenie		0,6	0,7	0,6	
Nakłady brutto na środki trwałe (r/r; %)	średnia	-9,0	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	[14]
	odchylenie		1,4	2,5	2,1	
Stopa bezrobocia (BAEL; stan na koniec roku; %)	średnia	3,1	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	[12]
	odchylenie		0,2	0,3	0,5	
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej** (r/r; %)	średnia	6,6	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>6,8</b>	[13]
	odchylenie		0,5	0,9	1,9	
Pracujący w gospodarce narodowej** (stan w końcu okresu; r/r; %)	średnia	-0,6	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	[11]
	odchylenie		0,3	0,6	0,5	
Inflacja (CPI; średnioroczna; %)	średnia	3,4	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>4,4</b>	[14]
	odchylenie		0,1	0,3	0,7	
Inflacja (CPI, XII; %)	średnia	2,4	<b>8,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	[14]
	odchylenie		0,3	0,6	1,1	
EUR/PLN (średnioroczny)	średnia	4,4	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	[12]
	odchylenie		0,0	0,1	0,3	
EUR/PLN (koniec roku)	średnia	4,6	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	[14]
	odchylenie		0,0	0,2	0,3	
USD/PLN (średnioroczny)	średnia	3,9	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	[12]
	odchylenie		0,1	0,1	0,2	
USD/PLN (koniec roku)	średnia	3,8	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	[14]
	odchylenie		0,1	0,1	0,2	

Wskaźnik	Miara	2020	WYNIKI ANKIET			LICZBA EKSPERTÓW
			2021P	2022P	2023P	
Stopa referencyjna (na koniec roku; %)	średnia	0,1	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	[15]
	odchylenie		0,2	0,6	0,8	
WIBOR 3M (na koniec roku; %)	średnia	0,2	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	[12]
	odchylenie		0,2	0,6	0,7	
Rentowność obligacji 5L (średnioroczna; %)	średnia	0,4	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	[10]
	odchylenie		0,9	0,6	0,8	
Wynik sektora finansów publicznych wg metodyki UE (% PKB)	średnia	-7,0	<b>-3,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,2</b>	[13]
	odchylenie		0,8	1,1	1,2	
Dług sektora finansów publicznych wg metodyki UE (% PKB)	średnia	57,5	<b>56,3</b>	<b>55,2</b>	<b>55,3</b>	[12]
	odchylenie		1,4	2,9	4,6	
Saldo na rachunku bieżącym bilansu płatniczego (% PKB)	średnia	3,6	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	[13]
	odchylenie		1,2	1,0	1,3	

Wskaźnik	Miara	2019	2020	WYNIKI ANKIET			LICZBA EKSPERTÓW
				2021P	2022P	2023P	
Wolumen zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych (r/r; %)	średnia	8,4	-2,1	3,7	7,2	7,6	[5]
	odchylenie			1,7	1,6	0,7	
Wolumen zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (r/r; %)	średnia	6,6	7,6	8,2	7,4	5,8	[5]
	odchylenie			2,2	1,7	2,1	
Wolumen zadłużenia w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych (r/r; %)	średnia	3,0	-4,8	2,2	8,4	6,9	[5]
	odchylenie			2,4	2,4	1,2	
Depozyty od gospodarstw domowych (r/r; %)	średnia	9,7	10,7	6,0	6,5	7,0	[5]
	odchylenie			1,0	0,8	1,2	
Depozyty od przedsiębiorstw niefinansowych (r/r; %)	średnia	10,0	19,0	11,4	4,5	4,6	[5]
	odchylenie			2,0	0,6	2,3	

## NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA ROZWOJU GOSPODARCZEGO POLSKI

Podobnie jak w poprzednich edycjach „Makroekonomicznych wyzwań i prognoz dla Polski” stworzyliśmy mapę najważniejszych zagrożeń dla koniunktury gospodarczej w Polsce w perspektywie 2023 roku. Niezależnie od ilościowych prognoz makroekonomicznych eksperci współpracujący z EKF zidentyfikowali największe potencjalne zagrożenia dla rozwoju gospodarczego. W tej edycji badania zagrożenia były oceniane w dwóch etapach: w pierwszym etapie każdy z ekspertów miał przedstawić trzy najważniejsze w jego opinii zagrożenia dla koniunktury. Na podstawie odpowiedzi w tym etapie udało się zrobić listę 7 najważniejszych, najczęściej pojawiających się w opiniach zagrożeń. Są to:

1. Wysoka i utrwalająca się inflacja.
2. Niepewność związana z rozwojem pandemii.
3. Rosnące stopy procentowe.
4. Problemy globalne z dostępnością surowców, materiałów i opóźnienia w dostawach.
5. Konflikt z UE.
6. Rosnące ceny energii.
7. Niedobory na rynku pracy oraz spirala płacowo-cenowa.

Lista ta posłużyła w drugim etapie do przyznania przez każdego z ekspertów subiektywnej oceny wagi i prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych zagrożeń. Syntetyczna waga (znaczenie) poszczególnych zagrożeń powstała jako suma punktów przyznanych przez ekspertów poszczególnym zagrożeniom, przy czym każdy z ekspertów miał do dyspozycji łącznie 100 punktów. Ponadto, każdy ekspert ocenił subiektywne prawdopodobieństwo realizacji poszczególnych zagrożeń a syntetyczna ocena prawdopodobieństwa wystąpienia zagrożenia stanowi średnią arytmetyczną z subiektywnych prawdopodobieństw. Poniżej prezentujemy także ocenę zgodności wskazań ekspertów jako odsetek (procent) ogólnej liczby ekspertów, którzy wskazali na konkretne zagrożenie. Graficznie wyniki opinii ekspertów przedstawiamy na rysunku na stronie 8 - „Najważniejsze zagrożenia dla koniunktury gospodarczej w Polsce w perspektywie 2023 roku”, na którym wielkość kółek ilustrujących poszczególne zagrożenia jest sumą iloczynów wagi i prawdopodobieństwa wystąpienia danego zagrożenia. Można je traktować jako znaczenie ryzyka wystąpienia tego zagrożenia.

W obecnej edycji badania dotyczącego makroekonomicznych wyzwań i prognoz dla Polski cztery zagrożenia zyskały zdecydowaną przewagę, jeżeli chodzi o wskazywaną przeciętnie przez ekspertów wagę zagrożenia i prawdopodobieństwo jego wystąpienia.

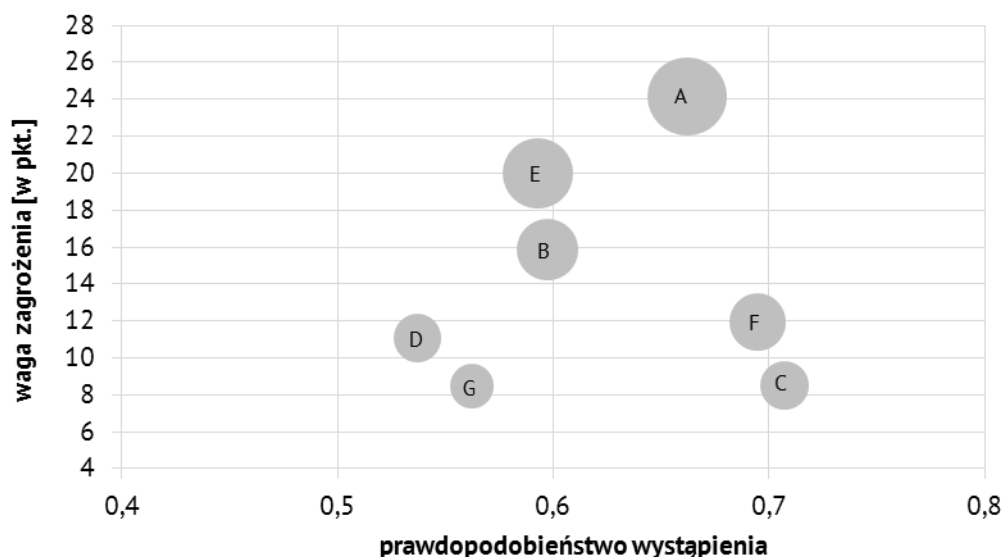
Wskazywane z dużą wagą i dużym prawdopodobieństwem wystąpienia zagrożenie dotyczy nawrotów zakażeń, mutacji wirusa i lockdown-ów, niepewności z nimi związanych. Zagrożenie to wciąż jest, zdaniem ekspertów EKF, istotne, a prawdopodobieństwo jego wystąpienia okazuje się wyższe niż pół roku temu, w edycji czerwcowej badania (VII edycja), choć także wtedy było ono relatywnie wysokie. Doświadczenia ostatnich dni i tygodni, w całej Europie, ale szczególnie w Polsce, potwierdzają obawy ekspertów EKF, a dostępność szczepionki niewiele zmieniła w postrzeganiu tego zagrożenia jako istotne.

Podobnie, potwierdzenie obaw z czerwcowej edycji badania dotyczy inflacji. Wysoka i utrwalająca się inflacja wskazywana była pół roku temu jako trzecie najważniejsze zagrożenie w perspektywie średnioterminowej. Nieprzekonywująca dla ekspertów EKF narracja władz monetarnych o tymczasowej, chwilowo wyższej obserwowanej obecnie inflacji, została w międzyczasie zmieniona o 180° i RPP dokonała już trzykrotnie podwyżek stóp procentowych. To wciąż jednak nie uspokaja ekonomistów: wysoka, uporczywa inflacja jest obecnie wskazywana jako najważniejsze zagrożenie dla koniunktury, ważniejsze niż pandemia COVID-19. Wysoka inflacja, poprzez efekty redystrybucyjne, uderza w najbiedniejszą część społeczeństwa, rozkręca spiralę płacowo-cenową, podwyższa oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw, co z kolei podwyższa koszty walki z inflacją przy próbie jej obniżenia, hamuje inwestycje, jest ukrytym podatkiem od oszczędności. Jak widać w prognozach ilościowych, eksperci EKF szacują, że średnio w przyszłym roku będzie ona znacząco wyższa niż w roku bieżącym.

Drugim pod względem wagi, a więc także ważniejszym niż czwarta fala pandemii i jej konsekwencje dla gospodarki, zagrożeniem dla koniunktury wybijającym się w obecnym badaniu jest konflikt z UE. Przez pięć miesięcy od wielu miesięcy konflikt na linii Polska-UE zagrożone mogą być miliardy euro, jakie miały pomóc nam podnieść się z pandemii, zreformować krajową energetykę, przyspieszyć cyfryzację i wesprzeć biznes. UE ma w ręku mechanizm pt. pieniądze za praworządność, w ramach którego Unia może zawiesić lub zmniejszyć wysokość unijnych funduszy lub ograniczyć do nich dostęp – proporcjonalnie do skali naruszeń.

Czwartym zagrożeniem w kolejności są rosnące ceny energii, które w części odpowiadają za wysoką inflację, która najbardziej martwi ekonomistów, ale same w sobie są potencjalnie ogromnym problemem gospodarczym i wyzwaniem. Mimo ostatniego boomu na elektrownie fotowoltaiczne, polska gospodarka pozostaje mocno uzależniona od węgla i staje się to dla niej rosnącym obciążeniem. Koniec węgla jest nieuchronny z wielu powodów, m.in.: rosnących kosztów jego pozyskania i wykorzystywania, ryzyka wynikających z uzależnienia od importowanego (głównie z Rosji) surowca (mimo że chwilowo sytuacja się odwróciła w związku z gwałtownym wzrostem cen paliw kopalnych), trudności w sfinansowaniu i utrzymaniu infrastruktury wytwórczej, negatywnego wpływu na klimat i rosnących kosztów emisji CO<sub>2</sub>, ryzyk środowiskowych związanych z wydobywaniem węgla, spadającej akceptacji społecznej dla spalania węgla zarówno w energetyce, jak i ogrzewnictwie. Te powody będą powodować, że ceny energii w Polsce będą rosły i będą stanowić obciążenie dla utrzymania konkurencyjności polskiej gospodarki. Dlatego tak ważne dla ekspertów jest rozwiązanie konfliktu z UE, które pozwoliłoby pozyskanie środków na energetyczno-klimatyczną transformację.

## NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA KONIUNKTURY GOSPODARCZEJ W POLSCE W PERSPEKTYWIE 2023 ROKU



\* Wielkość kół oznacza sumę iloczynów wagi czynnika oraz prawdopodobieństwa wystąpienia przyznanych przez poszczególnych ekspertów.



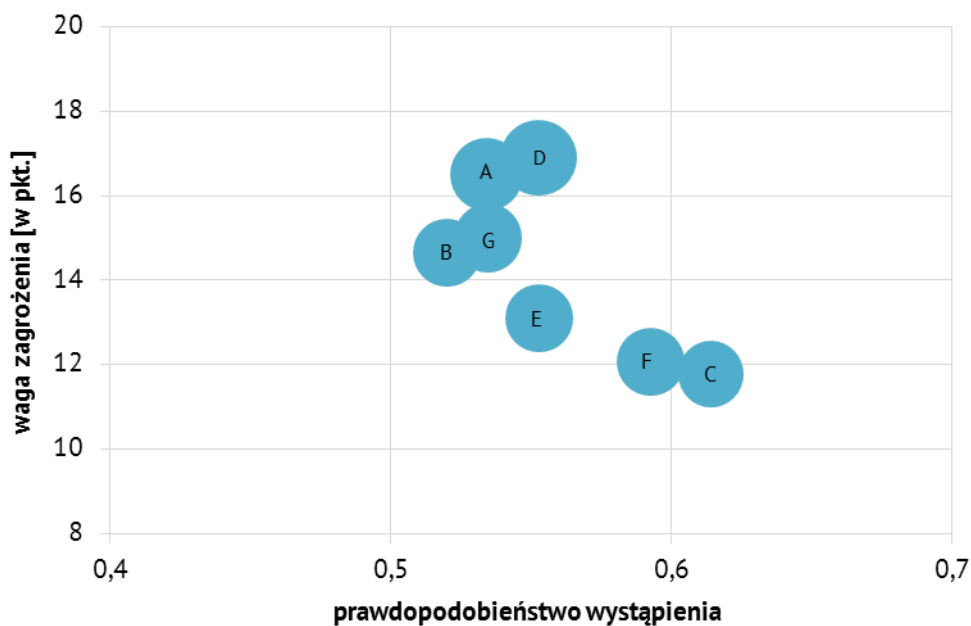
	Waga (1 oznacza najwyższą wagę)	Prawdopodobieństwo	Odsetek respondentów
<b>A</b> Wysoka i utrwalająca się inflacja	1	0,66	100%
<b>B</b> Niepewność związana z rozwojem pandemii	3	0,60	98%
<b>C</b> Rosnące stopy procentowe	6	0,71	79%
<b>D</b> Problemy globalne z dostępnością surowców, materiałów i opóźnienia w dostawach	5	0,54	93%
<b>E</b> Konflikt z UE	2	0,59	100%
<b>F</b> Rosnące ceny energii	4	0,69	93%
<b>G</b> Niedobory na rynku pracy oraz spirala płacowo-cenowa	7	0,56	86%

## NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA STABILNOŚCI POLSKIEGO SYSTEMU FINANSOWEGO W PERSPEKTYWIE ROKU 2023 W OPINII EKSPERTÓW EUROPEJSKIEGO KONGRESU FINANSOWEGO

Podobnie jak w dwóch poprzednich edycjach konsensusu prognostycznego EKF, również obecnie zdecydowana większość ekspertów (41 spośród 42) uważa, że najważniejszym zagrożeniem dla stabilności polskiego systemu finansowego w najbliższych latach będzie pogorszenie wartości i jakości portfela kredytowego. Pokryzysowa utrata wartości portfela kredytowego wynikająca z pogorszenia sytuacji finansowej kredytobiorców wzmocniona zostanie podwyżkami stóp procentowych oraz osłabieniem kursu walutowego. Niestety zdecydowana większość ekspertów (również 41 na 42) oczekuje kumulacji ryzyka kredytowego i prawnego, wynikającego z nierozwiązania kwestii walutowych kredytów mieszkaniowych i z coraz większej liczby unieważnionych przez sądy umów kredytowych z „frankowiczami”. Dodatkowym elementem mogącym zdestabilizować polski system finansowy jest ryzyko związane ze zmianami klimatycznymi i koniecznością dostosowań w procesie zielonej transformacji. Zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego w dłuższym okresie czasu jest nadmierny udział Skarbu Państwa we własności banków.

Wymienione wyżej zagrożenia powodują, że stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) i wartość rynkowa banków od kilku lat spadają, a obciążenia podatkowe rosną. Spadek atrakcyjności inwestycyjnej banków oznacza, że w sytuacji kryzysowej i potrzeby ich dokapitalizowania, jedynym źródłem kapitału będą podatnicy.

# NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA STABILNOŚCI POLSKIEGO SYSTEMU FINANSOWEGO W PERSPEKTYWIE 2023 ROKU



\* Wielkość kół oznacza sumę iloczynów wagi czynnika oraz prawdopodobieństwa wystąpienia przyznanych przez poszczególnych ekspertów.

	Waga (1 oznacza najwyższą)	Prawdo- podobień- stwo	Odsetek respondentów
<b>A</b> Walutowe kredyty mieszkaniowe	2	0,53	98%
<b>B</b> Osłabienie się złotego	4	0,52	86%
<b>C</b> Nadmierny udział Skarbu Państwa we własności banków	7	0,61	83%
<b>D</b> Pogorszenie wartości i jakości portfela kredytowego w efekcie osłabienia kursu walutowego oraz podwyżek stóp procentowych	1	0,55	98%
<b>E</b> Brak antycyklicznej polityki makroostrożnościowej	5	0,55	93%
<b>F</b> Ryzyka związane ze zmianami klimatycznymi i koniecznością dostosowań w procesie zielonej transformacji	6	0,59	88%
<b>G</b> Pogorszenie sytuacji finansowej kredytobiorców	3	0,53	93%

## NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA WIARYGODNOŚCI ZŁOTEGO W PERSPEKTYWIE 2023 ROKU

Obecnie polski złoty, podobnie jak dolar amerykański czy euro, to tzw. pieniądz fiducyjny, czyli nieoparty o kruszce, lecz funkcjonujący tylko na podstawie zaufania do emitenta waluty. Ponieważ opiera się wyłącznie na zaufaniu do państwa, które z kolei zależy od wielu czynników, to również wiarygodność złotego jest wypadkową wielu czynników. Ze względu na obserwowaną w listopadzie br. mocną deprecjację polskiej waluty, poprosiliśmy grono wybitnych polskich ekonomistów o opinię co determinuje obecnie wiarygodność PLN. Na podstawie opinii 42 ekspertów, głównie makroekonomistów bankowych i profesorów akademickich wyodrębniliśmy osiem homogenicznych grup czynników:

1. **Brak wiarygodnej polityki pieniężnej.** Obecnie polityka pieniężna prowadzona jest niezgodnie z mandatem banku centralnego. Szczególnie wątpliwe są decyzje, które doprowadziły do najmocniej ujemnych w naszym regionie stóp procentowych. Ponadto kwestionowana jest niezależność NBP od bieżącej polityki gospodarczej. Kontrowersje budzi także spóźnione rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej.
2. Chaotyczna, nieczytelna i **niespójna polityka informacyjna NBP** oraz retoryka obniżania oczekiwań na podwyżki stóp procentowych.
3. **Niekontrolowana i utrwalająca się inflacja** oraz bagatelizowanie presji spadkowej na złotego przez NBP i RPP, jednostronne (i głównie doktrynalne) podejście do instrumentów walki z inflacją.
4. **Eskalacja konfliktów Polski z UE**, a w konsekwencji ograniczenie funduszy dla Polski (pełzający Po-lexit) w tym opóźnienie akceptacji Krajowego Planu Odbudowy.
5. **Stan finansów publicznych**, w tym rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz pokusa nadmiernego zadłużania państwa w okresie przedwyborczym w połączeniu z wysokim i rosnącym wzrostem płac.
6. **Rosnące zagrożenie zewnętrzne**, wzrost napięć w polityce międzynarodowej oraz globalny wzrost awersji do ryzyka w wyniku napięć geopolitycznych, w tym: wzrost napięć na granicy, eskalacja napięć na rynkach walutowych, nowe szoki na rynku energii, problemy z wysoką inflacją i bilansem płatniczym w innych krajach regionu, a także szybsza normalizacja polityki pieniężnej w USA i zmiana postępowania regionu Europy Centralnej przez inwestorów, pogorszenie konkurencyjności polskiej gospodarki w wyniku restrykcji emisji CO<sub>2</sub>.
7. **Rosnące zagrożenie wewnętrzne** wynikające z destabilizacji politycznej w Polsce i niewiarygodności decydentów rządowych, nadmiernego udziału państwa w sektorze bankowym, utraty atrakcyjności inwestycyjnej z uwagi na niespektowanie prawa międzynarodowego i dyskryminację inwestorów spoza UE, braku środków z KPO połączonego z utratą wiarygodności kredytowej Polski, braku wiarygodnych szacunków wpływu Polskiego Ładu i projekcji budżetu.
8. **Narastające ryzyko prawne** w sektorze bankowym związane głównie z brakiem klarownego rozwiązania kwestii mieszkaniowych kredytów walutowych oraz ew. orzeczeniem Sądu Najwyższego, skutkującym znaczącą skalą unieważnionych umów kredytowych.

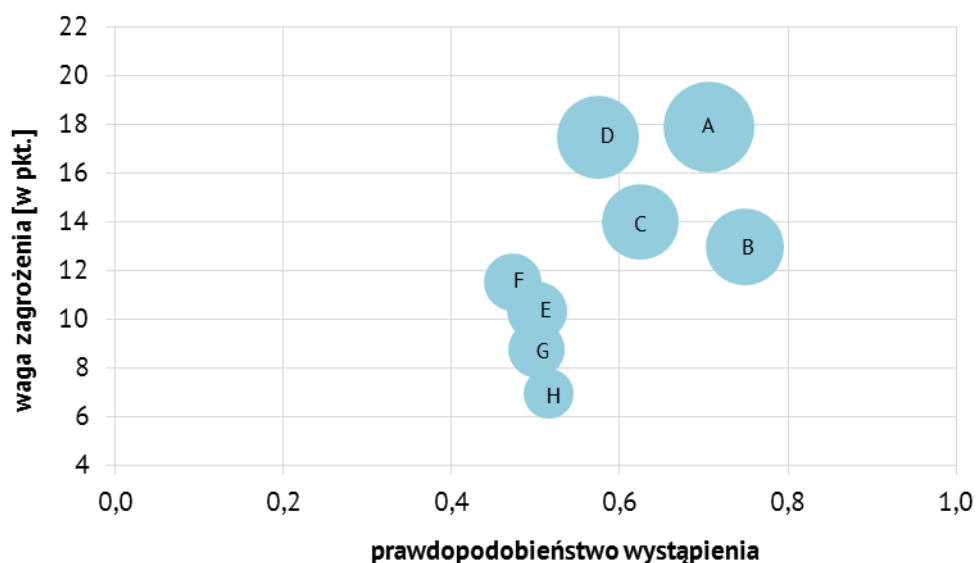
W następnym etapie, poprosiliśmy ekspertów o przyznanie rang poszczególnym grupom czynników oraz subiektywnego prawdopodobieństwa ich wystąpienia. Syntetyczne wyniki badań ilustrują poniższy rysunek i tablica.

Największym zagrożeniem dla wiarygodności PLN jest polityka pieniężna NBP. Prowadzona jest ona niezgodnie z mandatem banku centralnego, czyli utrzymywaniem stabilności cen. Szczególnie krytycznie oceniane są decyzje, które doprowadziły do najniższych w regionie stóp procentowych oraz opóźnione rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej. Dodatkowo łączy się ona z nieczytelną i niespójną polityką informacyjną NBP. Siła oddziaływania tego zagrożenia oraz prawdopodobieństwo jego wystąpienia są w opinii ekspertów najwyższe. Ponadto podnoszona jest kwestia niewystarczającej niezależności NBP od bieżącej polityki gospodarczej. Zagrożenia te są zarazem głównymi przyczynami niekontrolowanej i utrwalającej się inflacji, a także rosnących oczekiwań inflacyjnych.

Zaufanie do państwa a zatem i wiarygodność PLN niszczy eskalacja konfliktów Polski z UE. Konsekwencją „pełzającego Po-lexitu” może być ograniczenia funduszy dla Polski, w tym opóźnienie akceptacji Krajowego Planu Odbudowy.

Reasumując, brak wiarygodnej polityki pieniężnej, eskalacja konfliktu Polski z UE oraz niekontrolowana i utrwalająca się inflacja to trzy najważniejsze zagrożenia dla wiarygodności PLN obecnie i w najbliższym okresie. Ich znaczenie i prawdopodobieństwo wystąpienia są w ocenie ekspertów wyższe niż zagrożenia zewnętrzne wynikające głównie z napięć w polityce międzynarodowej i szoków na rynku energii. Istotnym czynnikiem podważającym zaufanie do PLN jest również stan finansów publicznych, pokaś przedwyborczego nadmiernego zadłużania państwa oraz rosnący deficyt na rachunku bieżącym. Generalnie w ocenie zagrożeń dla wiarygodności PLN eksperci są wyjątkowo zgodni, a rozproszenie ich opinii jest relatywnie niewielkie.

## NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA WIARYGODNOŚCI ZŁOTEGO W PERSPEKTYWIE 2023 ROKU



\* Wielkość kół oznacza sumę iloczynów wagi czynnika oraz prawdopodobieństwa wystąpienia przyznanych przez poszczególnych ekspertów.

	Waga (1 oznacza najwyższą wagę)	Prawdo- podobień- stwo	Odsetek respondentów
<b>A</b> Brak wiarygodnej polityki pieniężnej	1	0,71	93%
<b>B</b> Niespójna polityka informacyjna NBP	4	0,75	93%
<b>C</b> Niekontrolowana i utrwalająca się inflacja	3	0,62	88%
<b>D</b> Eskalacja konfliktów Polski z UE	2	0,57	98%
<b>E</b> Stan finansów publicznych	6	0,50	93%
<b>F</b> Rosnące zagrożenie zewnętrzne	5	0,47	95%
<b>G</b> Rosnące zagrożenie wewnętrzne	7	0,50	88%
<b>H</b> Narastające ryzyko prawne	8	0,52	76%

### TRZY NAJWAŻNIEJSZE REKOMENDOWANE OBSZARY DZIAŁAŃ W POLITYCE GOSPODARCZEJ POLSKI DO 2023 ROKU

#### 1. Opanowanie wzrostu inflacji oraz stworzenie warunków do ochrony oszczędności społeczeństwa przed utratą ich realnej wartości

Zdaniem ekspertów EKF konieczne jest jak najszybsze opanowanie wzrostu inflacji, która ewidentnie wyknęła się spod kontroli polityki pieniężnej NBP. Zaleca się:

- pilną odbudowę zaufania (wiarygodności) do NBP i Rady Polityki Pieniężnej (RPP): chaotyczna narracja krajowych władz monetarnych dotycząca inflacji zauważalnie zmniejszyła możliwości wpływania na oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw oraz konsumentów,
- jasną i przewidywalną politykę monetarną (odejście od polityki zaskoczeń przez NBP), opracowanie średnioterminowego planu normalizacji polityki pieniężnej,
- urealnienie stóp procentowych i powstrzymanie erozji wartości oszczędności pieniężnych gospodarstw,
- powołanie w skład RPP V kadencji osób wyróżniających się wiedzą z zakresu ekonomii i finansów, niezależnością i awersją do wysokiej inflacji, uniezależnienie decyzji NBP i Rady Polityki Pieniężnej od bieżącej polityki,
- zdecydowaną poprawę komunikacji NBP i RPP z rynkiem finansowym i społeczeństwem, poprawa spójności polityki informacyjnej NBP w zakresie polityki pieniężnej i kursowej.

#### 2. Pilne zakończenie konfliktu z UE w kwestiach prawnych skutkujące uruchomieniem środków na odbudowę gospodarki po pandemii oraz na transformację energetyczno-klimatyczną

Wiele rekomendowanych przez ekonomistów EKF działań dotyczy strategii odbudowy gospodarki i modernizacji systemu energetycznego. Inwestycje, które mogą być sfinansowane środkami UE są ważne z co najmniej trzech powodów: są ważne z punktu widzenia utrzymania lub zwiększania potencjału gospodarczego polskiej gospodarki, są sposobem ochrony przed rosnącą ceną uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> i skutkami tego wzrostu dla cen energii, są bardzo dobrym sposobem wykorzystania środków z UE, także dzięki powiązaniu tych środków z wymogiem koniecznych do realizacji celów klimatycznych i energetycznych reform. W szczególności rekomenduje się:

- przywrócenie fundamentów demokratycznego państwa prawa, w tym poszanowanie praworządności,
- odbudowanie zaufania do wolnego od politycznego wpływu systemu sądownictwa, co sprzyjać będzie poprawie klimatu dla przyszłych inwestycji prywatnych (wciąż bardzo obecnie niskich w Polsce),
- szybkie uzgodnienie z Komisją Europejską ostatecznego kształtu Krajowego Planu Odbudowy i eliminację ryzyka ograniczenia dostępu do innych środków UE,
- zamknięcie innych (pozostałych) źródeł konfliktu z Komisją Europejską i innymi instytucjami UE,
- dążenie do poprawy wizerunku Polski na arenie międzynarodowej, co pozwoli na poprawę klimatu inwestycyjnego i ograniczenie presji na osłabienie kursu złotego,
- przyspieszenie transformacji w stronę gospodarki niskoemisyjnej.

#### 3. Normalizacja polityki fiskalnej, poprawa stanu i przejrzystości finansów publicznych

Mimo, że sytuacja budżetu w 2021 r., dzięki wyższej niż zakładana inflacji, jest lepsza niż prognozowana w poprzedniej edycji Raportu, wielu ekspertów EKF poświęcili polityce podatkowej i budżetowej swoje rekomendacje. Proponuje się przede wszystkim:

- przygotowanie wiarygodnego średniookresowego planu stabilizacji fiskalnej,
- uszczelnienie, reformę przejrzystości i kontroli parlamentarnej finansów publicznych,
- zmianę struktury wydatków budżetowych na bardziej rozwojową, zmniejszenie tempa wzrostu wydatków socjalnych, nadmiernie wysokich w ostatnich latach,

- odłożenie implementacji tzw. „Polskiego Ładu” tak aby był czas na zrozumienie konsekwencji proponowanych zmian, niezbędne korekty prawa przygotowanego bez szerszych konsultacji i analiz, oraz aby dać czas przedsiębiorcom na przygotowanie się do tych zmian.

**Te trzy powyżej opisane obszary rekomendacji zdecydowanie zdominowały propozycje dla polityki gospodarczej, zgłaszane przez ekspertów EKF. Wśród innych proponowanych działań można jednak dodatkowo wyróżnić:**

- zmianę podejścia do polityki szczepień przeciwko Covid-19, wprowadzenie rozwiązań radykalnie zwiększających skłonność Polaków do zaszczepienia (np. możliwość uczestniczenia w życiu publicznym wyłącznie dla zaszczepionych), tak aby jak najszybciej udało się osiągnąć stan zbiorowej odporności i uniknąć kolejnych nawrotów pandemii,
- powrót do polityki kadrowej w administracji państwowej i spółkach Skarbu Państwa opartej na kompetencjach, nie na powiązaniach politycznych,
- zwiększenie stabilności regulacji w obszarze prawa gospodarczego i odejście od poszerzania dyskrecjonalności organów państwowych,
- rozwiązanie kwestii mieszkaniowych kredytów walutowych,
- podjęcie działań mających na celu zwiększanie aktywności zawodowej Polaków i przyjęcie racjonalnej polityki imigracyjnej, która powinna być jedną z kluczowych odpowiedzi na niekorzystne tendencje demograficzne i nasilający się niedobór wykwalifikowanych pracowników.