

## Makroekonomiczne wyzwania i prognozy dla Polski

**Kontakt:**

**dr hab. Leszek Pawłowicz, em. prof. UG**  
Koordynator  
Europejskiego Kongresu Finansowego  
T. 501-208-269  
mail: [leszek.pawlowicz@efcongress.com](mailto:leszek.pawlowicz@efcongress.com)

**dr Marta Penczar**  
Koordynator EKF Research

T. 501-505-163  
mail: [marta.penczar@efcongress.com](mailto:marta.penczar@efcongress.com)

**dr Marcin Mrowiec**  
Koordynator makroekonomiczny EKF

T. 609-236-208  
mail: [marcin.mrowiec@ekonomista.net](mailto:marcin.mrowiec@ekonomista.net)

**dr hab. Leszek Pawłowicz, em. prof. UG:**

*„Polska nie ma istotnego wpływu na globalne, geopolityczne uwarunkowania rozwoju gospodarki światowej, które bez wątplenia stanowią wyzwanie dla zrównoważonego rozwoju naszego Kraju.*

*W obecnej sytuacji powinniśmy koncentrować się na zniwelowaniu konfliktów wewnętrznych oraz działaniach na rzecz bezpiecznego rozwoju, w tym na stabilności systemu finansowego. Wymaga to odpowiedniej polityki antyinflacyjnej, w szczególności pieniężnej i fiskalnej, wzmocnienia praworządności, zaprzestania retoryki antyunijnej i sporów z UE.*

*Dla stabilności systemu bankowego największym zagrożeniem w najbliższych latach wydaje się kumulacja ryzyka prawnego z kredytowym i nadmierną nacjonalizacją banków.”*

Konsensus prognostyczny Europejskiego Kongresu Finansowego bazuje na opiniach 36 ekspertów i wybitnych makroekonomistów, które napłynęły do dnia 29 maja 2023 r.

Pełna wersja raportu: [Makroekonomiczne wyzwania i prognozy dla Polski](https://www.efcongress.com/aktualnosci/makroekonomiczne-wyzwania-i-prognozy-dla-polski-edycja-czerwiec-2023/) dostępna jest na: <https://www.efcongress.com/aktualnosci/makroekonomiczne-wyzwania-i-prognozy-dla-polski-edycja-czerwiec-2023/>

### I. Prognozy wskaźników makroekonomicznych PKB, konsumpcja i inwestycje

Eksperti oczekują słabego tempa wzrostu PKB w 2023 (0,8% r/r), zaś w kolejnych latach zakładane jest przyspieszenie i wzrost ok 3,5% w latach 2025 i 2026. Prognozy dotyczące inwestycji zakładają średnio 3,7% r/r wzrostu w latach 2023-2026, i w żadnym z lat nie przekraczają 5,5%. Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niską stopę inwestycji w Polsce, z drugiej zaś wywołane procesami demograficznymi kurczenie się krajowych zasobów pracy - prognozowany przez ekspertów - poziom inwestycji byłby niewystarczający dla solidnego i bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego. Wypada mieć nadzieję, iż niedawne, pozytywne zaskoczenia płynące z danych inwestycyjnych (prognozy były zbierane przed ich publikacją) są pierwszą jaskółką wyraźniejszego ożywienia w inwestycjach.

Konsumpcja prywatna w 2023 prognozowana jest z ujemną dynamiką, -0,5% r/r, zaś w latach 2024-2026 średnio ma rosnąć w tempie 3,4% r/r. Najważniejszym czynnikiem wpływającym na niskie oczekiwania względem konsumpcji jest siła uderzenia inflacji, która doprowadziła do spadku dochodów realnych, a w ślad za tym spadku realnej konsumpcji. Skala odbudowy konsumpcji zależeć będzie od sukcesów w poskramianiu inflacji oraz od tempa zbliżania się płac krajowych do średnich europejskich.

### Bezrobocie, płace

Stopa bezrobocia, liczonego metodą europejską (BAEL), wynosi obecnie 2,9%, co daje nam miejsce „na podium”: tylko w Czechach (2,2%) i w Niemczech (2,8%) bezrobocie jest niższe niż u nas. Ankietowani eksperci zakładają, że stopa bezrobocia BAEL nieznacznie tylko wzrośnie w tym roku (do 3,1% względem 2,9% w 2022), by w latach kolejnych systematycznie spadać i w 2026 osiągnąć 2,8%. To wiadomość dobra dla pracowników, szczególnie sektorów eksportujących – wobec braku pracowników oraz wobec wciąż znacznych różnic w płacach (przykładowo: stawki wynagrodzeń godzinowych w firmach produkcyjnych w Niemczech są wciąż trzy razy wyższe niż w Polsce) coraz silniejsza będzie konwergencja płac, szczególnie kiedy przyspieszy wzrost gospodarczy. Równocześnie jest to kluczowe wyzwanie dla długoterminowego wzrostu naszej gospodarki. Powinno skłaniać decydentów do generowania bodźców zachęcających do jak największych inwestycji oraz do jak największej aktywności zawodowej. Niestety niestabilność regulacyjna inwestycje ogranicza, zaś szerokie programy socjalne, nie dość że kosztowne, to mogą do aktywności zawodowej zniechęcać.

**dr Marcin Mrowiec:**

*„Wobec rekordowo niskiego poziomu bezrobocia i wobec kurczenia się zasobów pracy w Polsce w wyniku zmian demograficznych powinniśmy zadbać o jak najsilniejsze bodźce, skłaniające do podejmowania pracy przez osoby nieaktywne zawodowo. Masowe programy rozdawnicze działały dokładnie w odwrotnym kierunku.”*

**dr Marcin Mrowiec:**

*„Ankietowani przez nas eksperci oczekują że bieżący rok zamknie się inflacją CPI na poziomie 9,3%, rok przyszły 6,0% a rok 2025: 4%. Oznacza to, że nawet na koniec 2025 inflacja nie wejdzie do przedziału akceptowalnych wahań RPP (1,5-3,5%). Formułowane tu i ówdzie oczekiwania na obniżkę stóp czy to pod koniec 2023 czy na początku 2024 wydają się być mocno przedwczesne.”*

**dr Marcin Mrowiec:**

*„Pomimo potężnych deficytów sektora publicznego w latach poprzednich i roku bieżącym, wskaźnik długu do PKB utrzymuje się na bardzo stabilnym poziomie: na ten rok prognoza ekspertów EKF to 50,2%, na rok 2026: 52%. Jak to jest możliwe?”*

*Otóż relację dług/PKB liczymy w wartościach nominalnych. Licznik to suma długu wyemitowanego w latach poprzednich i bieżącym okresie, a mianownik to suma realnego wzrostu PKB i inflacji.*

*Wysoka inflacja sprawia, że mianownik rośnie szybko i cała relacja wygląda stabilnie. Ale inflacja, pomagająca rządowi utrzymywać stabilność długu do PKB to ta sama inflacja, która „zjada” realną wartość posiadanych przez obywateli oszczędności. Skumulowana inflacja za lata 2022-2026 sięgnie 50%...”*

## **Inflacja, stopy procentowe**

Średnioroczny wskaźnik inflacji konsumenckiej CPI w roku bieżącym (12,8%) niewiele odbiegać będzie od wskaźnika za rok 2022 (14,4%). Inflacja skumulowana w latach 2022-2026 wyniesie prawie 50% r/r. Oznacza to, że z każdego złotego z początku 2022 do końca 2026 „wyparuje” 1/3 wartości. Warto odnotować, że nawet pod koniec okresu prognozy, średnioroczna inflacja ledwo znajduje się poniżej górnej granicy celu inflacyjnego Rady Polityki Pieniężnej – zaś jeszcze w 2024 inflacja CPI prawie trzykrotnie ma przekraczać centralny cel inflacyjny RPP (2,5%). W tym kontekście formułowane – także przez niektórych członków RPP – oczekiwania na obniżki stóp procentowych już w tym roku wydają się być przedwczesne. Inflacja, a ściślej scenariusz stagflacyjny, w którym dochodzi do utrwalenia wysokiej inflacji i wysokich stóp procentowych, które łącznie mocno hamują wzrost gospodarczy, to ten czynnik ryzyka, któremu ankietowani eksperci przyznają największą wagę spośród wszystkich ryzyk dla koniunktury gospodarczej.

Eksperti oczekują utrzymania stopy referencyjnej NBP na poziomie niezmiennym (6,75%) przez cały rok 2023, zaś w kolejnych latach, w miarę słabnięcia presji inflacyjnej, oczekiwane są obniżki stóp NBP, a w ślad za tym spadek stawki WIBOR.

## **Kurs złotego**

Eksperti oczekują iż po okresie wyraźnego osłabienia złotego w 2022, rok bieżący będzie czasem jego wzmocnienia, zarówno względem euro jak i dolara, zaś wzmocnienie to kontynuowane ma być w roku przyszłym, potem zaś nastąpić ma stabilizacja kursów. Co znamienne, oczekiwania aprecjacji PLN są dość konserwatywne – w przypadku euro zaledwie jeden ekspert spośród tych, którzy prognozują kursy walutowe, wskazał poziom poniżej 4,40 - wszyscy inni sądzą, że aprecjacja złotego względem euro nie sięgnie poniżej tej granicy. Takie podejście wydaje się być spójne z przekonaniem, że ogólne pogorszenie sytuacji fiskalnej, w połączeniu z utrzymywaniem realnie ujemnych stóp procentowych, niespójną polityką mix oraz niską wiarygodnością banku centralnego nie pozwolą na wyraźniejszą aprecjację złotego.

## **Sektor finansów publicznych**

Prognozy deficytu sektora finansów publicznych wskazują na 5% PKB w roku bieżącym, 4% deficytu w 2024 oraz 3,3% deficytu w 2025 i 2026. Deficyt sektora w latach 2024 i później (3-4% PKB) będzie zbliżony do tempa wzrostu PKB wtedy (3,5%). To niepokojąca sytuacja, jeśli gospodarka rośnie w tempie zbliżonym do potencjalnego, a równocześnie notuje znaczne deficyty, gdyż te ostatnie oznaczają akumulację długu, coraz wyższe jego poziomy oraz coraz wyższe koszty obsługi. Jak w takim razie wytłumaczyć, iż eksperci równocześnie oczekują stabilnego poziomu długu do PKB?

Otóż eksperci zdają sobie sprawę, że relację dług/PKB można obniżyć na dwa sposoby: albo zmniejszając licznik (czyli spłacając dług), albo powiększając mianownik (PKB). Mianownik jest liczony w wartościach nominalnych. Tak więc uwzględnia zarówno pożądany wzrost realnego PKB, jak i - szkodliwy dla wszystkich, a szczególnie dla tych, których dochody nie są indeksowane do inflacji - wzrost inflacji. Obecnie za utrzymywanie stabilnej relacji długu do PKB płacą obywatele poprzez inflację, która dewaluuje realną wartość długu, ale w takim samym stopniu dewaluuje wartość złotego w ich portfelach i na kontach bankowych. Jak zaś zauważono w sekcji inflacyjnej, w horyzoncie prognozy skumulowana inflacja sięgnie 50%. Wskaźnik długu do PKB będzie w miarę

**dr Marta Penczar:**

*„W opinii 97% Ekspertów EKF, kluczowym wyzwaniem dla stabilności finansowej systemu finansowego będzie w najbliższych latach kwestia ryzyka prawnego w umowach kredytów hipotecznych. Banki muszą uwzględnić i zabezpieczyć się przed ryzykiem związanym z kontynuacją wyroków sądowych stwierdzających nieważność umów, kolejnymi wyrokami TSUE, w tym m.in. odnoszących się do możliwości pobierania wynagrodzenia przez banki za korzystanie z kapitału.”*

**dr Marta Penczar:**

*„Pogłębiająca się ingerencja państwa w system bankowy stanowi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego Polsce.*

*Dotyczy to m.in. nowych obciążeń sektora bankowego - programy wsparcia kredytobiorców, koszty restrukturyzacji zagrożonych upadłością banków, nadmiernego finansowania budżetu państwa przez banki, jak również nadmiernej zależności wybranych banków od państwa.”*

stabilny, ale kosztem „wyparowania” 1/3 wartości złotego w ciągu 5 lat. Należy zdecydowanie obniżyć deficyt finansów publicznych, którego monetyzacja stanowi główną siłę napędową inflacji. Obywatele powinni zrozumieć, że pieniądze na różnego rodzaju „tarcze”, trzynaste i czternaste emerytury oraz inne programy socjalne, których propozycje mnożą się przed wyborami, finansowane są wzrostem ich zadłużenia oraz erozją wartości ich oszczędności.

## **II. Zagrożenia dla koniunktury gospodarczej w Polsce**

**Zagrożeniem, którego waga jest największa jest scenariusz stagflacyjny**, a więc sytuacja w której utrwalają się wysoka inflacja oraz wysokie stopy procentowe, hamując wzrost gospodarczy. To zagrożenie po raz trzeci z rzędu wskazywane jest jako najważniejsze.

Kolejne dwa ryzyka względem przypisanych im wag to: **ryzyko eskalacji wojny na Ukrainie** oraz **ryzyko dalszego trwania konfliktu z UE**, co przekłada się na ryzyko opóźnionego lub ograniczonego napływu środków na KPO.

Jeśli chodzi o ryzyka, którym przypisano największe prawdopodobieństwa ich realizacji, są to:

- **ryzyko demograficzne**
- **ryzyko kosztów roku wyborczego**, a więc dodatkowych obciążeń dla finansów publicznych, które generują politycy w ramach obietnic wyborczych
- **niewystarczający poziom inwestycji, obniżający potencjał wzrostu**
- **niespójne policy mix**, w tym relatywnie ekspansywna polityka fiskalna oraz brak jasnego kierunku polityki pieniężnej
- **niskie tempo transformacji energetycznej** połączone z wysoką energochłonnością gospodarki oraz ryzykiem wzrostu cen energii
- **pogarszający się stan finansów publicznych oraz ich przejrzystości**

## **III. Zagrożenia dla stabilności systemu finansowego oraz dla wiarygodności PLN**

W tegorocznej edycji konsensu prognostycznego EKF, najważniejszym **zagrożeniem dla stabilności polskiego systemu finansowego** w najbliższych latach, będzie **kwestia ryzyka prawnego kredytów hipotecznych**. Ekspertki wskazują na zagrożenia wynikające z masowego unieważniania umów kredytów hipotecznych, ryzyko wyroków uniemożliwiających pobieranie przez banki wynagrodzenia za korzystanie z kapitału, a także potencjalne ryzyka dotyczące prób unieważniania kredytów złotowych opartych o wskaźnik WIBOR. Prawie wszyscy ankietowani eksperci (97%) umieścili to ryzyko najwyżej w swoich hierarchiach ryzyk dla systemu finansowego.

W hierarchii zagrożeń uwzględniającej wagę i prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka, na drugim miejscu eksperci (91%) zidentyfikowali **kwestie związane z pogłębiającą się ingerencją państwa w system bankowy** przekładającą się na wzrost kosztów i ryzyka działania sektora. Dotyczy to m.in. nowych obciążeń sektora bankowego - programy wsparcia kredytobiorców, koszty restrukturyzacji zagrożonych upadłością banków, nadmiernego finansowania budżetu państwa przez banki, jak również nadmiernej zależności wybranych banków od państwa.

Utrzymującym się na wysokim poziomie zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego pozostaje **ryzyko pogorszenia jakości portfela kredytowego w bankach**. Ekspertki zwrócili uwagę na ten czynnik w kontekście wzrostu i utrzymywania się stóp procentowych na wysokim poziomie, osłabienia waluty czy też niestabilnej sytuacji gospodarczej i pogorszenia perspektyw wzrostu.

Działalność banków jako instytucji zaufania publicznego podlega licznym restrykcjom prawnym. O ile zasadność regulacji ostrożnościowych podyktowana jest bezpieczeństwem i stabilnością systemu finansowego, to eksperci (86%) zauważają **zagrożenia związane z brakiem spójności i przewidywalności regulacji.**

Najważniejszym **zagrożeniem dla wiarygodności PLN**, w opinii ekspertów, jest **utrwalenie inflacji wyraźnie powyżej średniej w UE**, której towarzyszy utrzymywanie mocno ujemnych realnych stóp procentowych. W takim scenariuszu mielibyśmy do czynienia nie tylko z erozją wartości złotego na skutek inflacji (przypomnijmy: w prognozowanym okresie, 2022-2026, skumulowana inflacja sięgnie prawie 50%), ale utrzymywanie mocno ujemnych stóp procentowych prawdopodobnie przekładałoby się w dłuższym horyzoncie na osłabienie złotego. Pozostaje mieć nadzieję, iż obserwowane od kilku miesięcy wyraźne hamowanie tempa inflacji będzie kontynuowane i scenariusz ten nie będzie realizowany. Wypada też mieć nadzieję, iż najkosztowniejsze, prezentowane w trakcie kampanii wyborczej programy wydatkowe nie będą realizowane, zaś po wyborach przyjdzie okres ożreźwienia i konsolidacji finansów publicznych.

Drugim zagrożeniem pod względem wagi jest **ryzyko dalszego konfliktu z UE**, przekładającego się na ryzyko opóźnionego i/lub ograniczonego napływu środków unijnych (w tym KPO). W takim scenariuszu, mimo iż Polska wpłaca składkę do unijnego budżetu, byłaby pozbawiona jakiejś części funduszy z UE, które mogłyby dynamizować inwestycje i wzrost gospodarczy w naszym kraju.

Patrząc na zagrożenia dla złotego pod kątem największego prawdopodobieństwa realizacji, eksperci najczęściej wskazywali na **niską skuteczność polityki monetarnej i jej niespójność z polityką fiskalną, niską wiarygodność banku centralnego i jego rosnące upolitycznienie.**

#### **IV. REKOMENDACJE EKF**

##### **Finanse publiczne, efektywna polityka fiskalna**

Eksperti EKF dużo uwagi poświęcili rekomendacjom dotyczącym poprawy przejrzystości finansów publicznych oraz poprawy efektywności polityki fiskalnej. Najczęściej postulowano:

- Zwiększenie przejrzystości finansów publicznych
- Stopniowe ograniczanie deficytu sektora finansów publicznych
- Przywrócenie do działania reguł fiskalnych i oparcie ich na definicjach Eurostatu długu i wydatków publicznych
- Przywrócenie mechanizmów zapewniających adekwatne wpływy budżetom samorządów, umożliwiające im dostarczanie usług publicznych na właściwym poziomie
- Zmianę struktury wydatków finansów publicznych poprzez redukcję transferów socjalnych przy podniesieniu nakładów na cele prorozwojowe (edukacja, zdrowie, infrastruktura)

##### **Wzrost gospodarczy, przewidywalność i stabilność regulacji, stymulowanie aktywności zawodowej, wsparcie inwestycji**

Specjaliści niezmiennie podkreślają ważność działań nakierowanych na stymulowanie wzrostu gospodarczego, co wymaga działań na wielu polach.

W tej edycji ankiety najczęściej zwracano uwagę na następujące obszary:

- Większa stabilność regulacji
- Odpolitycznienie gospodarki i zmniejszenie obciążeń przedsiębiorców
- Powrót do prywatyzacji gospodarki, z wyłączeniem tylko aktywów operatorów systemu przesyłowego (gaz, energia elektryczna, paliwa płynne) oraz infrastruktury komunikacyjnej
- Stymulowanie finansowanej głównie przez sektor prywatny przebudowy systemu energetycznego Polski
- Zwiększanie aktywności zawodowej

#### **Polityka antyinflacyjna, koordynacja polityki fiskalnej i pieniężnej**

Wobec niskiej skuteczności dotychczas prowadzonej polityki monetarnej ankietowani specjaliści rekomendują:

- Rozpoczęcie realizacji odpowiedzialnej polityki pieniężnej
- Odpolitycznienie i przywrócenie wiarygodności banku centralnego
- Skoordynowanie polityki fiskalnej i monetarnej w celu walki z inflacją – w tym zaprzestanie generowania nowych wydatków bez pokrycia w dochodach finansów publicznych.

#### **Przywrócenie praworządności, zaprzestanie retoryki antyunijnej i rozwiązanie sporu z UE**

Ankietowani wskazali na potrzebę możliwie szybkiego przywrócenia praworządności, co spowodowałoby deeskalację konfliktu z organami UE i umożliwiłoby szybkie uruchomienie funduszy w ramach realizacji KPO. Rekomendują więc:

- Akceptację wymaganych przez TSUE i polską Konstytucję zmian dotyczących praworządności,
- Osiągnięcie kompromisu z UE i szybkie uruchomienie programów umożliwiających transfer środków unijnych do gospodarki, w tym KPO.

#### **Wypracowanie polityki imigracyjnej**

Tematem, który jeszcze nie miał tak dużej liczby wskazań jak inne, ale który będzie coraz ważniejszym, jest kwestia demografii oraz konieczności wypracowania właściwej dla naszego kraju polityki imigracyjnej. Specjaliści rekomendują szeroką dyskusję nad tym tematem, prowadzącą do sformułowania takiej polityki, a następnie jej wdrożenia.