

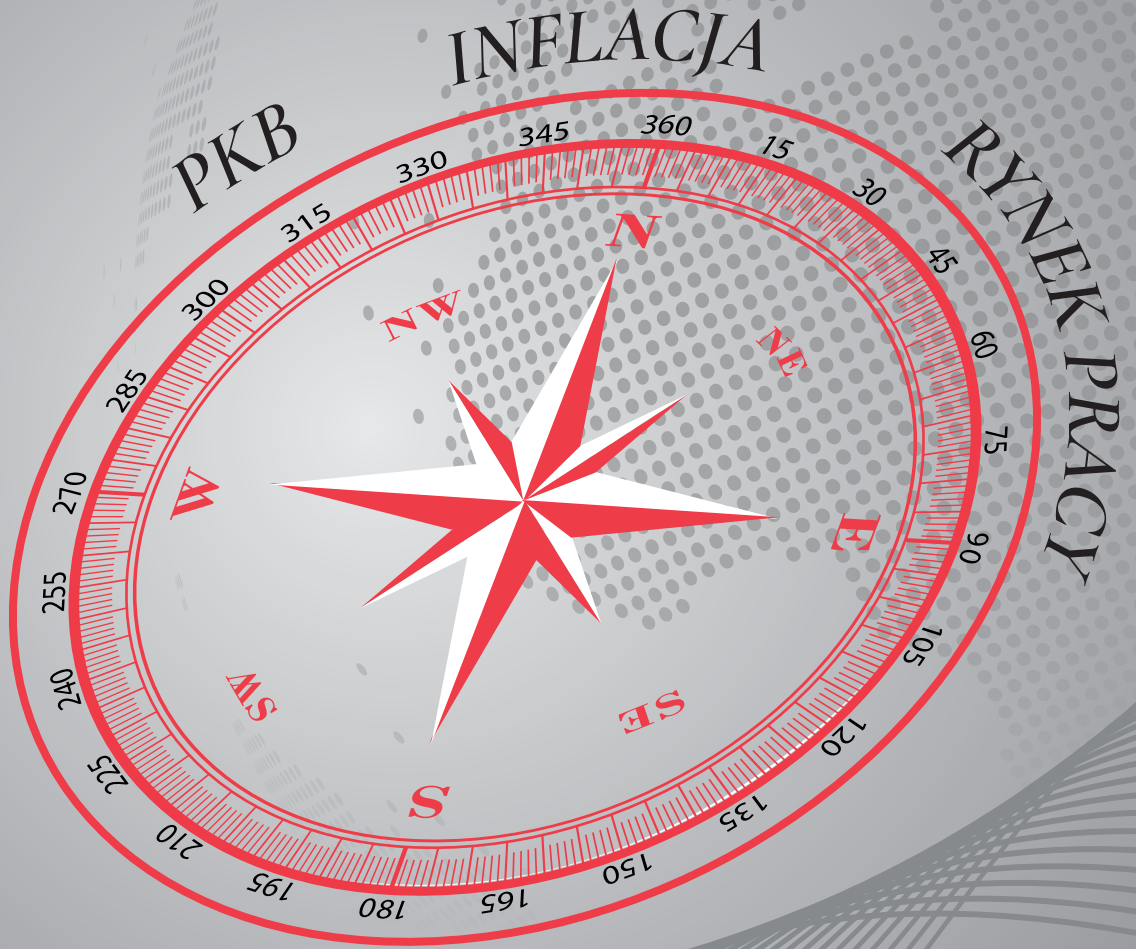


Polski
Instytut
Ekonomiczny

KWIECIEŃ 2024

WARSZAWA

ISBN 978-83-67575-83-6



Przegląd Gospodarczy PIE

wiosna 2024

Cytowanie:

Druchin S., Klucznik M., Rybacki J., Sajnóg S., Sułkowski D. (2024), *Przegląd Gospodarczy PIE: wiosna 2024*, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

Poglądy i analizy prezentowane w publikacji są odzwierciedleniem stanowiska autorów.

Warszawa, kwiecień 2024 r.

Autorzy: Sergiej Druchin, Marcin Klucznik, Jakub Rybacki, Sebastian Sajnóg, Dawid Sułkowski

Redakcja: Jakub Nowak, Małgorzata Wieteska

Projekt graficzny: Anna Olczak

Współpraca graficzna: Tomasz Gałązka

Skład i łamanie: Sławomir Jarząbek

Polski Instytut Ekonomiczny

Al. Jerozolimskie 87

02-001 Warszawa

© Copyright by Polski Instytut Ekonomiczny

ISBN 978-83-67575-83-6

Spis treści

Kluczowe liczby (prognozy).....	4
Kluczowe wnioski	4
1. Stan polskiej gospodarki w I kwartale 2024 r.	5
2. Gospodarka światowa w latach 2024-2025.....	6
2.1. Strefa euro.....	6
2.1.1. Struktura wzrostu gospodarczego.....	6
2.1.2. Inflacja	7
2.2. Stany Zjednoczone	8
2.2.1. Struktura wzrostu gospodarczego	8
2.2.2. Inflacja	9
2.3. Chiny.....	10
3. Polska gospodarka w latach 2024-2025.....	12
3.1. Aktywność gospodarcza – PKB	12
3.1.1. Konsumpcja	13
3.1.2. Inwestycje.....	14
3.1.3. Pozostałe komponenty PKB	14
3.2. Inflacja	15
3.2.1. Inflacja bazowa	15
3.2.2. Ceny energii	16
3.2.3. Ceny żywności	17
3.3. Rynek pracy.....	18
3.3.1. Zatrudnienie	18
3.3.2. Wynagrodzenia.....	20
Tabela z prognozami.....	22
Spis wykresów	23

Kluczowe liczby (prognozy)

2,6 proc.

wyniesie wzrost PKB w 2024 r.

4,1 proc.

wyniesie wzrost PKB w 2025 r.

3,6 proc.

wyniesie średnia inflacja CPI w 2024 r.

4,6 proc.

wyniesie średnia inflacja CPI w 2025 r.

5,3 proc.

wyniesie stopa bezrobocia na koniec 2024 r.

5,3 proc.

wyniesie stopa bezrobocia na koniec 2025 r.

12,3 proc.

wyniesie średni wzrost wynagrodzeń w 2024 r.

7,9 proc.

wyniesie średni wzrost wynagrodzeń w 2025 r.

Kluczowe wnioski

Wzrost gospodarczy w Polsce będzie systematycznie przyspieszać. Po słabym wzroście o 0,2 proc. w 2023 r., PKB zwiększy się o 2,6 proc. w 2024 r. i 4,1 proc. w 2025 r. Głównym motorem wzrostu w 2024 r. będzie konsumpcja gospodarstw domowych, natomiast 2025 r. przyniesie boom w inwestycjach. Obok poprawy koniunktury, wzrost będą wspierać programy z Krajowego Planu Odbudowy (KPO).

Inflacja w 2024 r. pozostanie niska, mimo wygaszania działań osłonowych. Średni wzrost cen wyniesie 3,6 proc., czyli mniej, niż zakładaliśmy w grudniu ub.r. Ostatnie miesiące przyniosły pozytywne zaskoczenia – dane na temat cen żywności i inflacji bazowej sugerują, że presja cenowa słabnie. Niemniej pod koniec roku mogą dać o sobie znać efekty dużych podwyżek wynagrodzeń, które podniosą inflację bazową. Wraz z kolejną podwyżką rachunków za energię elektryczną oznacza to wzrost cen rzędu 4,6 proc. w 2025 r.

Sytuacja na rynku pracy jest stabilna. Szacujemy, że stopa bezrobocia w najbliższych dwóch latach będzie kończyć rok na poziomie 5,3 proc. Taki wynik będzie jednym z najniższych wśród państw Unii Europejskiej po przeliczeniu wg spójnej metodologii stosowanej w UE.

Tempo wzrostu wynagrodzeń w 2024 r. utrzyma się na dwucyfrowym poziomie. Płace wzrosną średnio o 12,3 proc. Należy zauważyć jednak, że taka skala podwyżek jest nie do utrzymania w kolejnych latach. Spodziewamy się wyhamowania wskaźnika w 2025 r. wraz z malejącym odsetkiem firm, które mogą pozwolić sobie na podwyższanie pensji.

1. Stan polskiej gospodarki w I kwartale 2024 r.

Aktywność gospodarcza poprawia się, choć słabiej niż przewidywały prognozy. W IV kwartale ub.r. wzrost PKB zaskoczył negatywnie – powiększył się tylko o 1 proc. r/r. Dużo wolniejsze od oczekiwań było m.in. tempo wzrostu konsumpcji. Pod tym względem I kwartał br. przyniósł lekką poprawę – dane o sprzedaży detalicznej wskazują na wzrost obrotów w lutym o 6,1 proc. r/r. Dobrym wynikiem pomógł wprowadzić dodatkowy dzień handlowy oraz niska baza statystyczna, jednak dane nadal są zgodne z łącznym wzrostem wartości dodanej rządu 4 proc. Dużym mankamentem jest jednak znaczne osłabienie aktywności w budownictwie – produkcja budowlano-montażowa spadała we wszystkich miesiącach I kwartału. W takich warunkach tempo wzrostu PKB w I kwartale będzie zbliżone do 2,2 proc. r/r.

Inflacja nieoczekiwanie powróciła chwilowo do celu NBP. Wstępny odczyt CPI w marcu wyniósł 1,9 proc., co oznacza spadek o przeszło 4 pkt. proc. od grudnia 2023 r. Od początku roku obserwujemy systematyczne zaskakujące spadki związane z cenami żywności oraz nieco większy od prognoz spadek inflacji bazowej. Szacujemy, że inflacja bazowa w marcu będzie zbliżona do 4,5%, podczas gdy w grudniu była blisko 7 proc. Niemniej wchodzimy w okres ponownego wzrostu inflacji. Wskaźnik CPI od kwietnia podniosą zmiany stawki VAT na żywność. Tendencje światowe sugerują, że przed nami także okres wzrostów cen paliw i żywności.

Tempo wzrostu płac zaskoczyło pozytywnie. Dane z początku roku wskazują, że wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw ponownie rosną w tempie zbliżonym do 12 proc. w skali roku. To więcej o prawie 2 pkt. proc. względem prognoz formułowanych w grudniu. Dodatkowo prawdopodobnie nieco silniejsze tempo wzrostu płac widoczne będzie w sferze budżetowej. Przy silnym spadku inflacji oznacza to wysoki wzrost siły nabywczej, który utrzyma się w kolejnych miesiącach. Ten jednak, jak dotychczas, w niewielkim stopniu przekłada się na wydatki konsumpcyjne, głównie z powodu tendencji do odbudowy oszczędności.

2. Gospodarka światowa w latach 2024-2025

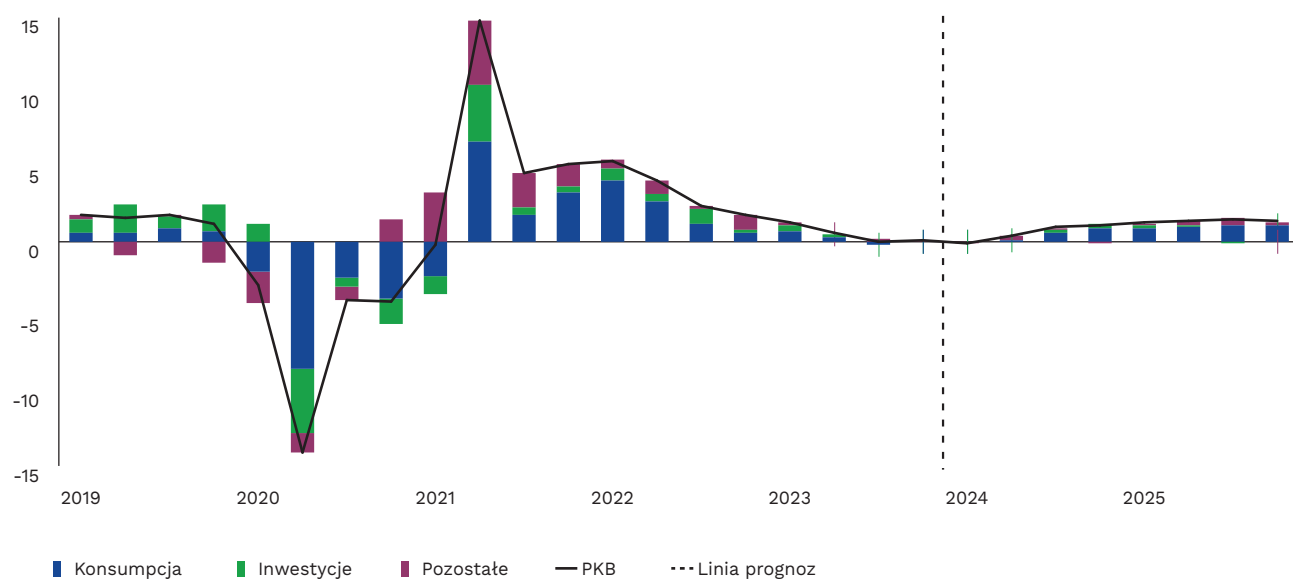
2.1. Strefa euro

2.1.1. Struktura wzrostu gospodarczego

PKB strefy euro jest w stagnacji. W IV kwartale ub.r. wzrost był zerowy, natomiast w ciągu całego 2023 r. wyniósł 0,4 proc., głównie za sprawą I połowy roku. Inflacja uderzyła w portfele gospodarstw domowych – konsumpcja wzrosła nieznacznie o 0,1 proc. Jest to odzwierciedleniem słabych warunków na rynku pracy – skala wzrostu wynagrodzeń była zbliżona do inflacji, natomiast w głównych gospodarkach (Niemcy, Francja) obserwowaliśmy drobne wzrosty stopy bezrobocia. Głównym motorem wzrostu były natomiast wydatki publiczne, które w 2023 r. powiększyły się o 0,6 proc. Nadal widoczna jest jednak słabość przemysłu – saldo handlu zagranicznego przyczyniło się do obniżenia PKB o 0,3 pkt. proc.

Niemniej strefa euro wychodzi z okresu spowolnienia. Komisja Europejska przewiduje wzrost PKB o 0,8 proc. w 2024 r., natomiast analitycy anketowani przez FocusEconomics – o 0,6 proc. Poprawa aktywności gospodarczej związana jest bezpośrednio ze wzrostem konsumpcji gospodarstw domowych, która ma wzrosnąć o ok. 1 proc. To efekt spadku inflacji, przy jednoczesnej stabilizacji tempa wzrostu wynagrodzeń. Niższa inflacja przyczynia się do większej siły nabywczej, co sprzyja wzrostowi gospodarczemu. Perspektywy inwestycyjne są również stabilne, a wartość inwestycji ma wzrosnąć o ok. 8 proc. Głównym mankamentem będzie jednak saldo handlu zagranicznego – mimo wyraźnych spadków cen gazu ziemnego czy innych surowców energetycznych, dla Europy wciąż problemem jest konkurencyjność jej przemysłu.

Wykres 1. Struktura wzrostu PKB w strefie euro w latach 2019-2025 (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE.

Odbicie gospodarcze w niewielkim stopniu dotyka Niemiec. Gospodarka naszych zachodnich sąsiadów „skurczyła się” w 2023 r. o 0,3 proc. Perspektywy rysują się mało optymistycznie. Z końcem marca wiodące instytuty ekonomiczne obniżyły prognozy wzrostu na 2024 r. do 0,1 proc. To rezultat powolnego odradzania się krajowej konsumpcji, załamania inwestycji oraz utraty konkurencyjności w sektorach energochłonnych. W lutym sprzedaż detaliczna w Niemczech spadła czwarty miesiąc z rzędu – skala ostabienia sięgnęła 2,7 proc. r/r. Wskaźniki zaufania konsumentów sugerują niewielką szansę na poprawę w nadchodzących miesiącach. Ponadto niemiecki eksport wciąż stabilnie, mimo poprawy globalnej aktywności gospodarczej. Problemem jest słaby popyt na dobra inwestycyjne i pośrednie, które są kluczowymi towarami eksportowymi.

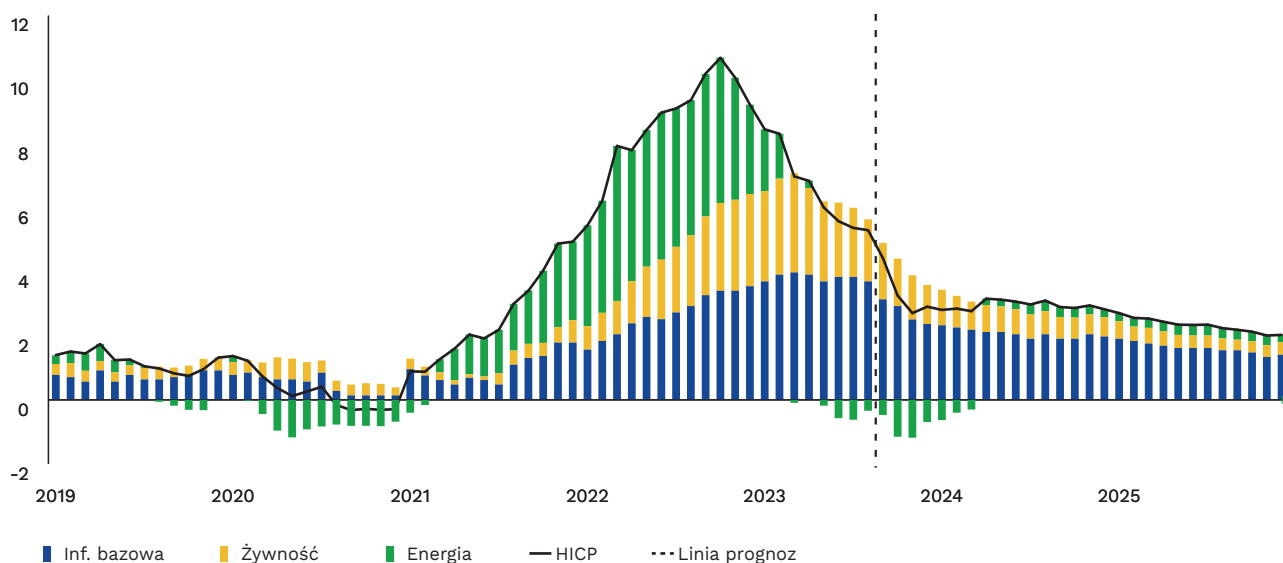
Niemcy zaostrzają również politykę fiskalną w związku z planami rządu dotyczącymi przywrócenia konstytucyjnego limitu zadłużenia. Prognozy wskazują na spadek deficytu budżetowego z 2,1 proc. PKB w 2023 r. do 1,6 proc. w 2024 r. i 1,2 proc. w 2025 r. Oszczędności wiążą się jednak z cięciem inwestycji publicznych – analitycy ankietowani przez FocusEconomics sugerują spadek nakładów o 0,9 proc. w 2024 r. Będzie to kolejny (drugi) rok, w którym inwestycje kurczą się.

Silniejsze odbicie nastąpi dopiero w 2025 r., choć wciąż jest niepewne. KE i EBC prognozują wzrost rządu 1,5 proc. wraz z zanikaniem negatywnego odziaływania polityki pieniężnej. Należy zauważyć jednak, że takie szacunki obarczone są ryzykiem. UE ponownie przywraca reguły fiskalne związane z Paktem Stabilności i Wzrostu. Będzie to oznaczało konieczność zacieśnienia polityki fiskalnej – większość państw wciąż utrzymuje deficyty na poziomach przekraczających 3 proc. PKB. Nowy zestaw reguł pozwala na bardziej stopniową konsolidację finansów publicznych, jednak należy liczyć się z faktem, że polityka fiskalna nie będzie wspierała gospodarki.

2.1.2. Inflacja

Projekcja EBC wskazuje na niewielkie szanse znacznego spadku inflacji. Według bieżących szacunków banku, indeks HICP do końca 2024 r. ma spaść z 2,6 proc. do 2,3 proc., a inflacja bazowa z 3,0 proc. do 2,5 proc. Zmiany dotyczą głównie niższego wzrostu cen towarów. Ceny usług nadal będą systematycznie rosnąć m.in. z powodu presji płacowej. Szybki wzrost cen usług jest rozpowszechniony w większości państw UE. Od kilku miesięcy tempo wzrostu cen systematycznie oscyluje w pobliżu 4 proc. Największe tempo wzrostu cen usług widoczne jest w małych państwach Europy Środkowo-Wschodniej, jednak w każdej z głównych gospodarek przekracza ono 3 proc. To w dużej mierze wciąż efekt podwyżek wynagrodzeń.

Wykres 2. Inflacja w strefie euro (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu i prognozy PIE.

Dane EBC wskazują, że w IV kwartale 2023 r. płace negocjowane wzrosły o 4,5 proc., co oznacza niewielkie zmiany względem reszty roku. Projekcje EBC wskazują, że taki poziom prawdopodobnie utrzyma się także przez większość 2024 r., a kolejne lata przyniosą jedynie niewielkie spowolnienie do 3,8 proc. Warto zwrócić uwagę, że w bieżącym roku w Niemczech płace będą rosnąć szybko – Bundesbank szacuje, że łączne tempo przekroczy 5 proc., mimo spowolnienia gospodarczego.

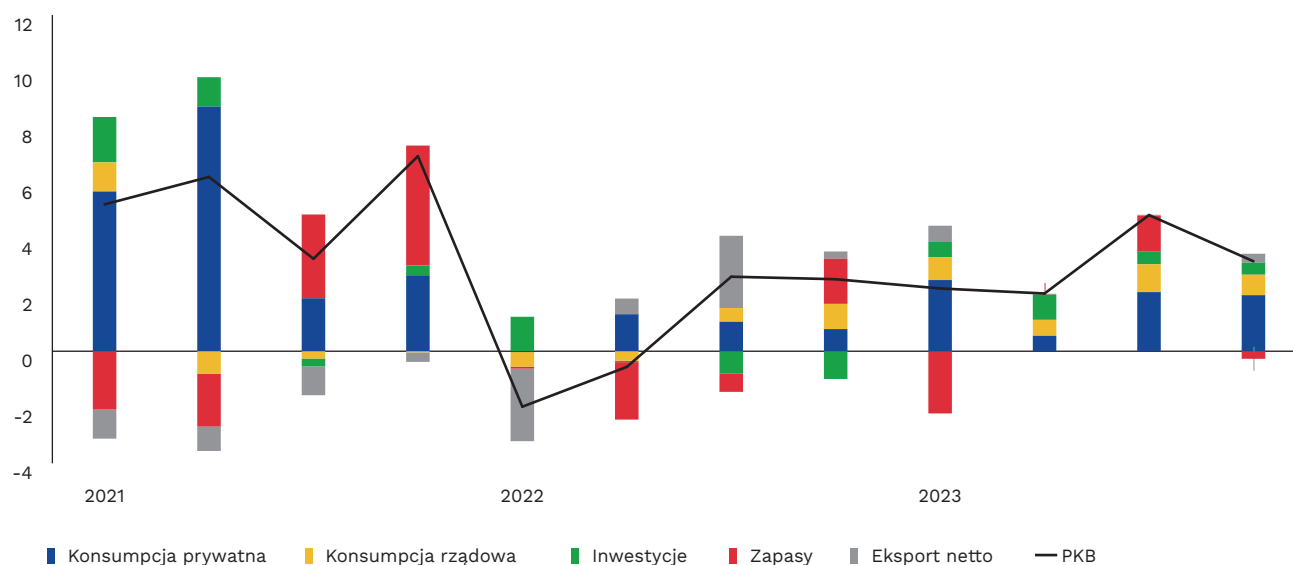
Mimo niewielkich zmian inflacji, zobaczymy istotne luzowanie polityki pieniężnej EBC. Analitycy ankietowani przez FocusEconomics oczekują czterech obniżek – główna stopa banku ma spaść z 4,5 proc. do 3,5 proc. Konsensus dość jednoznacznie wskazuje na początek cyklu luzowania w czerwcu – najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest obniżka stóp o 25 punktów bazowych. Kolejne obniżki będą stopniowe – podczas następnych posiedzeń będziemy obserwowali systematyczne cięcia w podobnej skali. Dodatkowo EBC wzmocni politykę redukcji bilansu – wraz z końcem roku zakończony zostanie proces reinwestowania skupionych obligacji w ramach programu pandemicznego PEPP.

2.2. Stany Zjednoczone

2.2.1. Struktura wzrostu gospodarczego

Wzrost gospodarczy w USA dotychczas przewyższył oczekiwania. W IV kwartale ub.r. PKB Stanów Zjednoczonych wzrosło o 3,2 proc. k/k SAAR. To drugi z rzędu bardzo dobry wynik – w III kwartale ub.r. wzrost gospodarczy wyniósł 4,9 proc. w analogicznym ujęciu. Za większość wzrostu odpowiadała konsumpcja prywatna, która rosła w podobnym tempie jak PKB (3,0 proc.). To efekt silnego wzrostu wynagrodzeń – w IV kwartale średnia płaca godzinowa wzrosła realnie o 5,6 proc. k/k SAAR. Sytuacja na amerykańskim rynku pracy pozostaje stabilna, mimo podwyżek stóp procentowych – od grudnia do lutego systematycznie przybywało 230-300 tys. etatów miesięcznie, z bardzo równomiernym rozłożeniem pomiędzy sektorami. Również raport JOLTS wskazuje na relatywnie dużą liczbę wakatów do obsadzenia, chociaż informacje o przepływach między stanowiskami sugerują coraz mniejszą rotację – prawdopodobnie dostępne stanowiska są mniej atrakcyjne finansowo. W takich warunkach utrzymanie wysokiego tempa podwyżek płac będzie utrudnione, jednak wciąż mało prawdopodobne jest „twarde lądowanie” i głęboka recesja.

Wykres 3. Wzrost gospodarczy w USA (w proc. k/k SAAR)



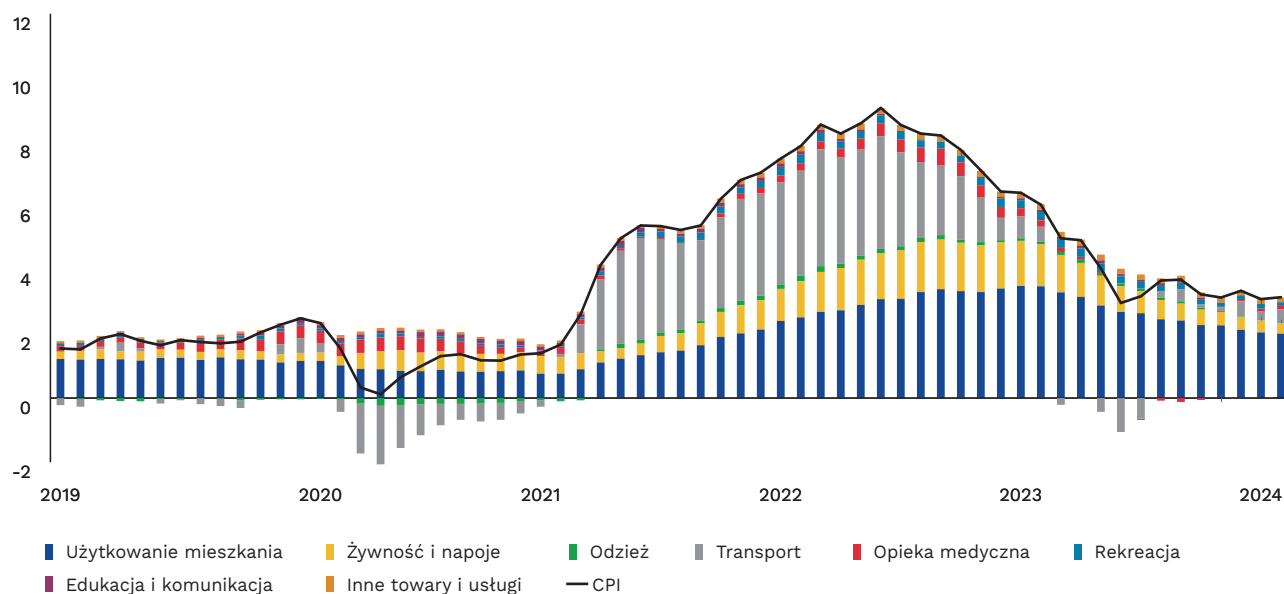
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Bureau of Economic Analysis.

W 2024 r. tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych nieco spowolni, jednak wciąż będzie rosnać dynamicznie na tle UE. Szacunki modelu Atlanta Fed GDPNow wskazują, że wzrost PKB w I kwartale będzie zbliżony do 2,1 proc. k/k SAAR. Dobre wyniki widoczne będą zarówno po stronie wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych, jak również inwestycji mieszkaniowych. Jednocześnie ten trend zaczyna spowalniać – dane dotyczące oszczędności wskazują, że praktycznie wyczerpuje się kapitał nagromadzony podczas pandemii COVID-19, a w perspektywie mamy raczej spowolnienie tempa wzrostu wynagrodzeń. Dlatego tempo wzrostu spadnie w III kwartale do ok. 0,9 proc. k/k SAAR wraz z obniżeniem się wzrostu konsumpcji prywatnej i rządowej. Konsensus prognoz FocusEconomics zakłada średni wzrost PKB w 2024 r. na poziomie 2,0 proc. W 2023 r. było to 2,5 proc. Mimo spowolnienia, USA będą nadal rozwijać się szybciej niż średnio państwa grupy G7.

2.2.2. Inflacja

Inflacja w USA utrzymuje się powyżej celu Fed. Od listopada 2023 r. wzrost cen ponownie przyspieszył. W ostatnich trzech miesiącach ceny rosły w tempie zgodnym z poziomem zbliżonym do 5 proc. r/r. Tyle wynosi średnia za 3 miesiące w ujęciu k/k SAAR. Ceny rosną szczególnie szybko w usługach. W lutym inflacja w tej grupie wyniosła 5,2 proc. r/r. Najmocniejszy wzrost widoczny był w przypadku transportu – sięgał 9,9 proc. r/r.

Wykres 4. Inflacja w Stanach Zjednoczonych (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych BIS.

Zdecydowana większość wskaźników raportowanych przez regionalne oddziały Fed wskazuje na niewielką przestrzeń do spadku inflacji w kolejnych miesiącach. Wskaźniki opisujące trend inflacyjny, tzw. średnie ucięte (*trimmed-means*), utrzymują się na poziomach przekraczających 3 proc. W kolejnych miesiącach spadek będzie o tyle trudny, że wyczerpują się efekty bazy. Wciąż widzimy też wysoką inflację wśród tzw. cen lepkich (*sticky prices*), w których rzadko dochodzi do aktualizacji. W lutym tempo wzrostu wciąż sięgało 4,4 proc. Dlatego projekcje Fed nadal wskazują przestrzelenie celu w 2024 r. i 2025 r. Inflacja bazowa PCE ma wynieść kolejno 2,6 proc. oraz 2,2 proc.

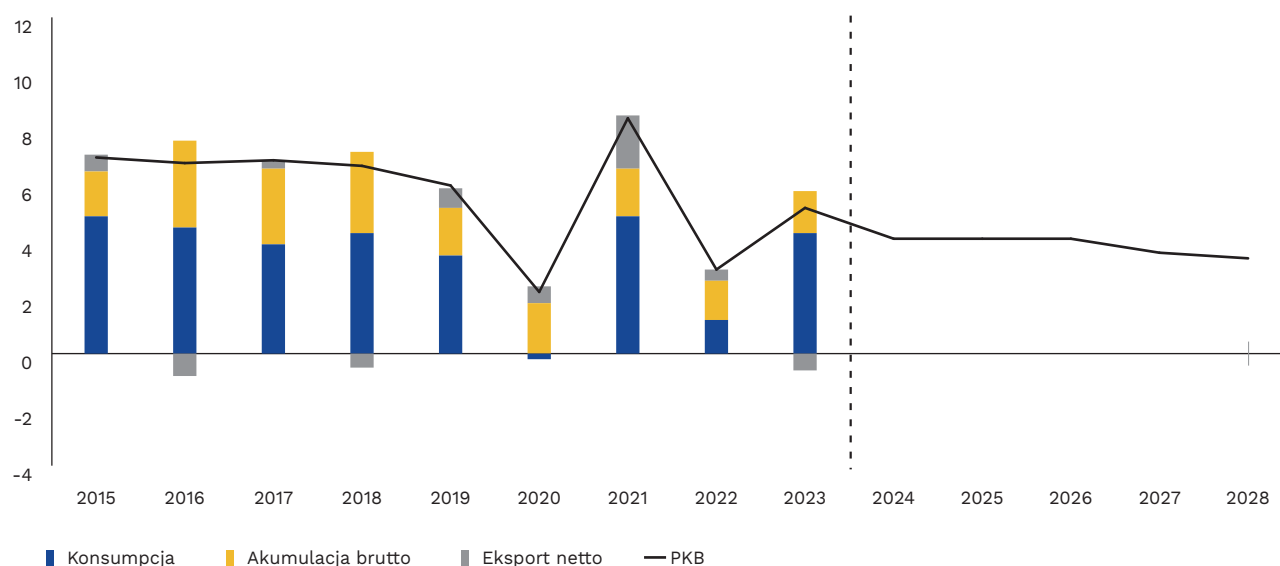
Mimo uporczywej inflacji, amerykański Fed w czerwcu pierwszy raz obniży stopy procentowe. Od sierpnia 2023 r. bank utrzymuje główną stopę procentową w przedziale 5,25-5,50. Taka sytuacja prawdopodobnie utrzyma się do czerwca – wówczas rynek wycenia pierwszą obniżkę stóp. Projekcje członków FOMC (tzw. *dot plot*) wskazują, że na koniec 2024 r. stopy spadną do ok. 4,50-4,75 proc.

2.3. Chiny

Wzrost gospodarczy w Chinach w 2023 r. wyniósł 5,2 proc. PKB, tj. więcej niż wynosił cel Komunistycznej Partii Chin. Prognozy rynkowe na lata 2024 i 2025 zakładają wzrost zbliżony do odpowiednio 4,6 proc. oraz 4,3 proc. To wciąż wysoki wynik na tle światowego wzrostu. W praktyce osiągnięcie dobrego wyniku w tym roku będzie trudniejsze – do tej pory punktem odniesienia dla wzrostu był okres restrykcyjnych lockdownów.

W 2023 r. wzrost gospodarczy Chiny zawdzięczały głównie wsparciu ze strony konsumpcji. Dobre wyniki widoczne były szczególnie w sektorze usług oraz produkcji przemysłowej. Bardzo mocny wzrost odnotowali producenci dóbr wysokiej technologii (*high-tech*) oraz branże powiązane z transformacją energetyczną. Przyczyniły się do tego również inwestycje infrastrukturalne, wzmocnione wsparciem politycznym i dodatkową emisją obligacji rządowych o wartości 0,8 proc. PKB.

Wykres 5. Wzrost gospodarczy Chin (w proc. r/r)



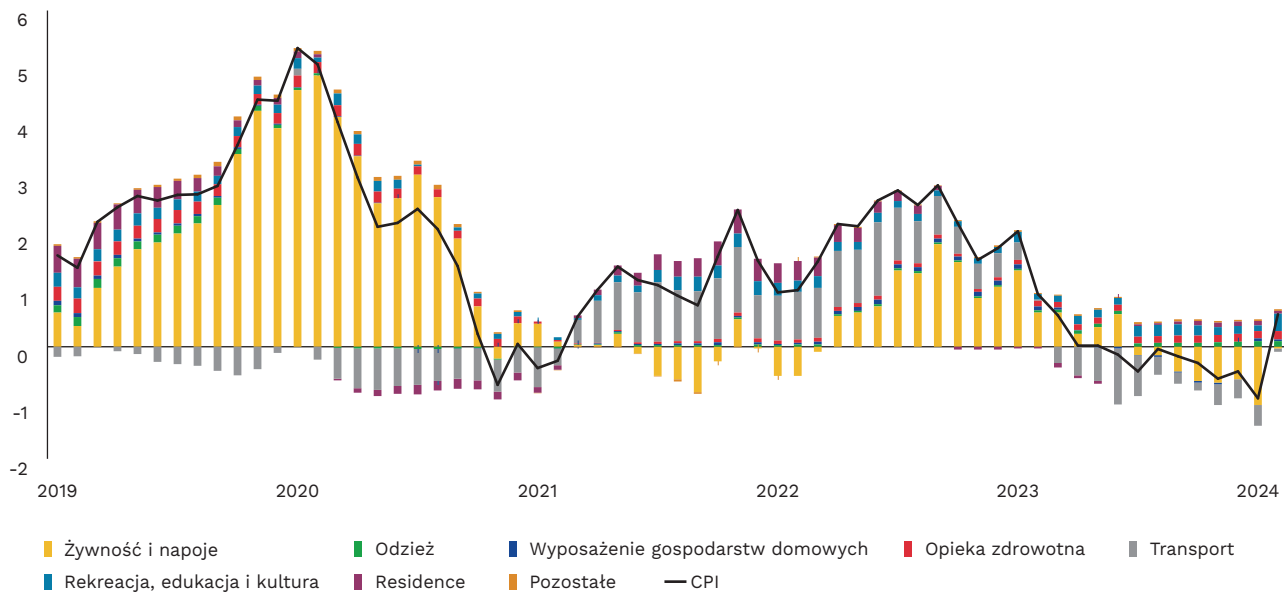
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond oraz MFW.

Uwaga skoncentrowana jest na przemyśle, który na początku 2024 r. osiąga dobre wyniki. W pierwszych dwóch miesiącach produkcja przemysłowa wzrosła o 7 proc. r/r, czyli znacznie więcej, niż przewidywały rynkowe prognozy (5 proc.) oraz wzrost odnotowany w poprzednim roku. Kontynuacja trendu jest jednak niepewna.

Część państw wdraża bariery pozataryfowe, aby ograniczyć wpływ na lokalne rynki bez eskalacji otwartych konfliktów handlowych. Obserwujemy widoczny spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), który sygnalizuje międzynarodowy sceptycyzm co do polityki ekonomicznej oraz stabilności Chin. Obecny napływ BIZ stanowi zaledwie ok. 1 proc. PKB. To znacznie mniej niż wartość napływających inwestycji w początkowych latach obecnego stulecia, w których sięgała ok. 5 proc. PKB.

Mimo stabilnego wzrostu gospodarczego, Chiny zagrożone są deflacją. W 2023 r. wzrost cen konsumpcyjnych utrzymywał się na poziomie zaledwie 0,2 proc. r/r. Ceny producentów spadały nieprzerwanie od października 2022 r. Bieżące prognozy wskazują na niewielkie odbicie – inflacja ma pozostać zbliżona do zera w I kwartale oraz oscylować poniżej 1 proc. przez kolejne dwa kwartały. Sytuację komplikuje spadek popytu związany z załamaniem na rynku nieruchomości. Spadki cen wystąpiły w ok. 90 proc. miast, co stanowi pokłosie znacznie mniejszej sprzedaży mieszkań – przez większość 2023 r. była ona słabsza niż w 2022 r.

Wykres 6. Inflacja w Chinach (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond oraz MFW.

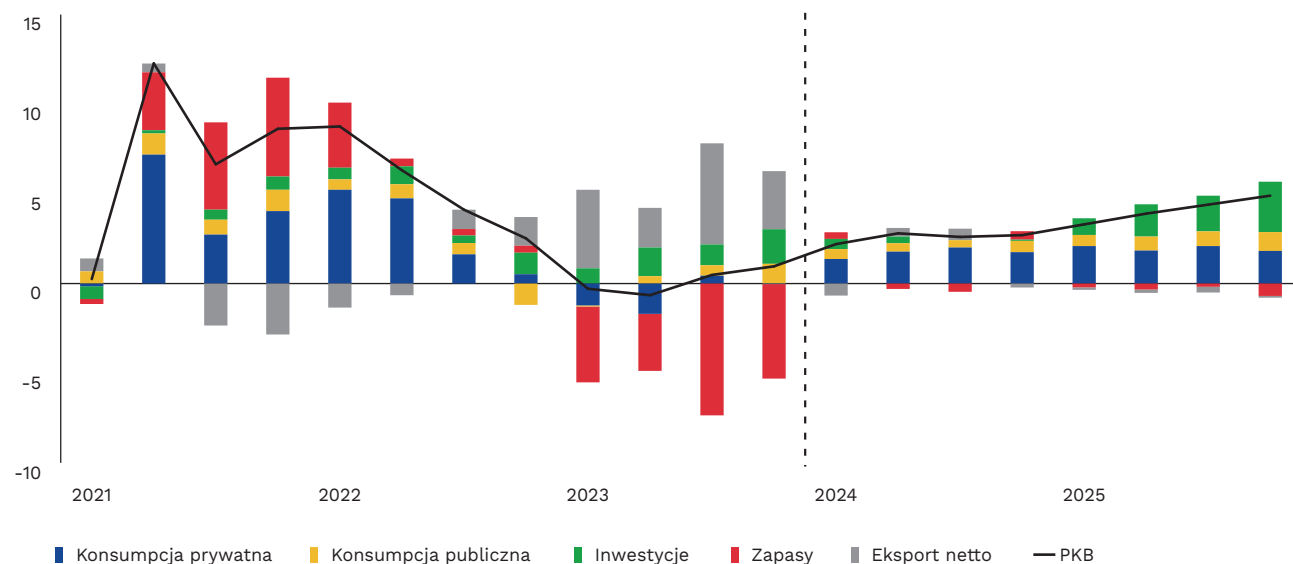
3. Polska gospodarka w latach 2024-2025

3.1. Aktywność gospodarcza – PKB

Wzrost gospodarczy systematycznie przyspiesza. O ile wzrost PKB mocno rozczarował na koniec 2023 r., to kolejne kwartały powinny być zdecydowanie lepsze. Miesięczne wskaźniki gospodarcze sugerują przyspieszenie tempa wzrostu z 1 proc. w IV kwartale 2023 r. do ok. 2,2 proc. w I kwartale 2024 r. Jest to zasługa odbicia konsumpcji oraz poprawy aktywności w przemyśle. Spodziewamy się kontynuacji obydwu trendów także w II kwartale – w efekcie tempo wzrostu PKB zbliży się do 2,8 proc. i będzie to jego chwilowe maksimum.

II połowa 2024 r. przyniesie stabilizację tempa wzrostu. Widocznymi mankamentami bieżącej struktury PKB są zastój w budownictwie oraz słaby wzrost eksportu. Pierwsza tendencja skutkować będzie niskimi wynikami inwestycji w całym roku. Druga jest konsekwencją problemów z koniunkturą wśród państw strefy euro. Dlatego zarówno wkład inwestycji, jak i eksportu netto powinny być niewielkie przez następne kwartały. Wzrost gospodarczy oparty będzie niemal wyłącznie na konsumpcji gospodarstw domowych, co pozwoli na osiągnięcie wyników rzędu 2,5-2,7 proc. **Łącznie w 2024 r. wzrost gospodarczy powinien oscylować blisko 2,6 proc.** Oznacza to niewielką rewizję w górę względem grudniowego raportu.

Wykres 7. Struktura wzrostu PKB – prognoza PIE (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE.

Aktywność gospodarcza znacząco przyspieszy w 2025 r. – spodziewamy się wzrostu PKB zbliżonego do 4,1 proc. Wysoki wzrost dochodów rozporządzalnych przez cały 2024 r. pozwoli na odbudowę oszczędności. W efekcie ponownie wzrośnie skłonność do konsumpcji, a tempo wzrostu będzie porównywalne do wyników z II połowy 2024 r. Ponadto realizacja projektów

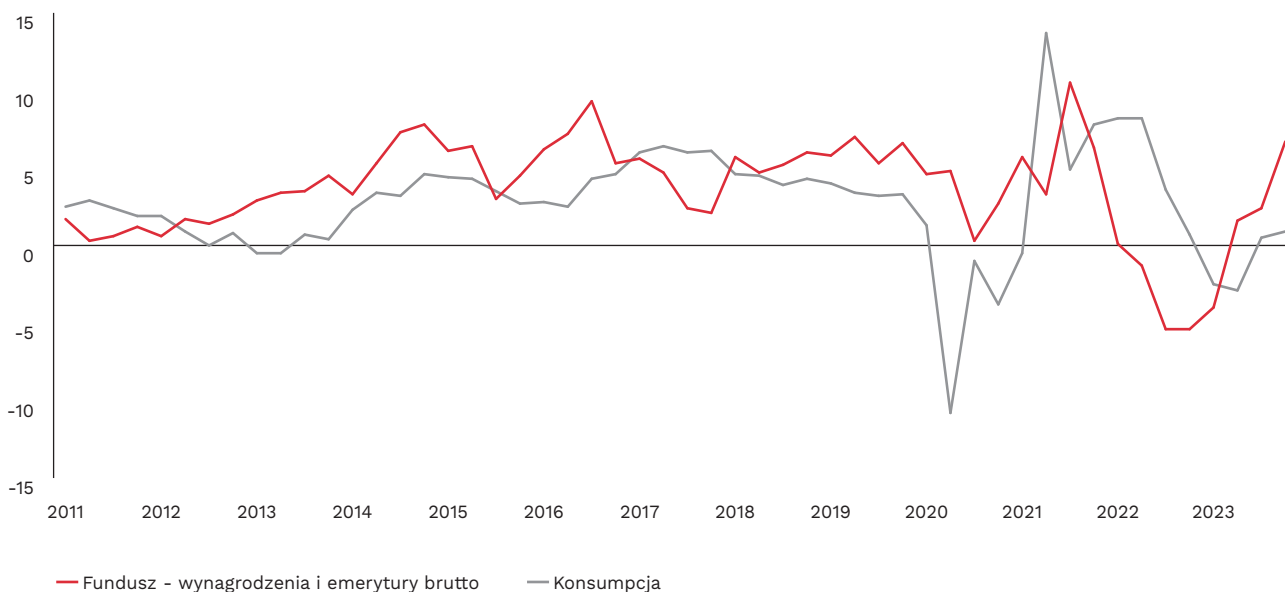
z KPO będzie wiązać się z boorem inwestycyjnym i wzrostem wydatków publicznych – szacujemy, że podniesie wzrost gospodarczy o 1,2 pkt. proc.

3.1.1. Konsumpcja

Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych w I połowie 2024 r. będą rosły w umiarkowanym tempie – ok. 3,1 proc., a w II połowie roku wynik będzie zbliżony do 3,5 proc. Konsumenci są nadal ostrożni, mimo że począwszy od IV kwartału ub.r. realny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych rośnie w tempie przekraczającym 6,5 proc. r/r. W najbliższych miesiącach ta tendencja utrzyma się – prawdopodobnie podobne wyniki obserwować będziemy także przez część II połowy roku.

Głównym motywem ostrożności konsumentów jest chęć odbudowy oszczędności. Począwszy od grudnia 2022 r. do czerwca 2023 r. depozyty gospodarstw domowych stopniały z 898 mld PLN do 786 mld PLN. Działo się tak za sprawą przesuwania środków na inne inwestycje, np. na rynku nieruchomości. Negatywnie oddziaływał też brak organicznego wzrostu oszczędności na skutek słabszego wzrostu zamożności. II połowa 2023 r. oraz pierwsze dwa miesiące 2024 r. to okres dynamicznej odbudowy – łączna wartość depozytów wzrosła do 853 mld PLN. Taka wartość wciąż oznacza jednak duży ubytek, zwłaszcza w ujęciu realnym, po korekcie o inflację. Przy stabilnym wzroście inflacji i PKB w latach 2022 i 2023 wielkość ta powinna być o ok. 14,5 proc. wyższa niż obecnie. Przy poprawie dochodów konsumenci będą zmniejszać tę lukę. Dlatego prawdopodobnie przez większość roku nadal obserwować będziemy wzrost stopy oszczędności oraz mniejszą skłonność do konsumpcji.

Wykres 8. Dynamika konsumpcji (w proc. r/r)



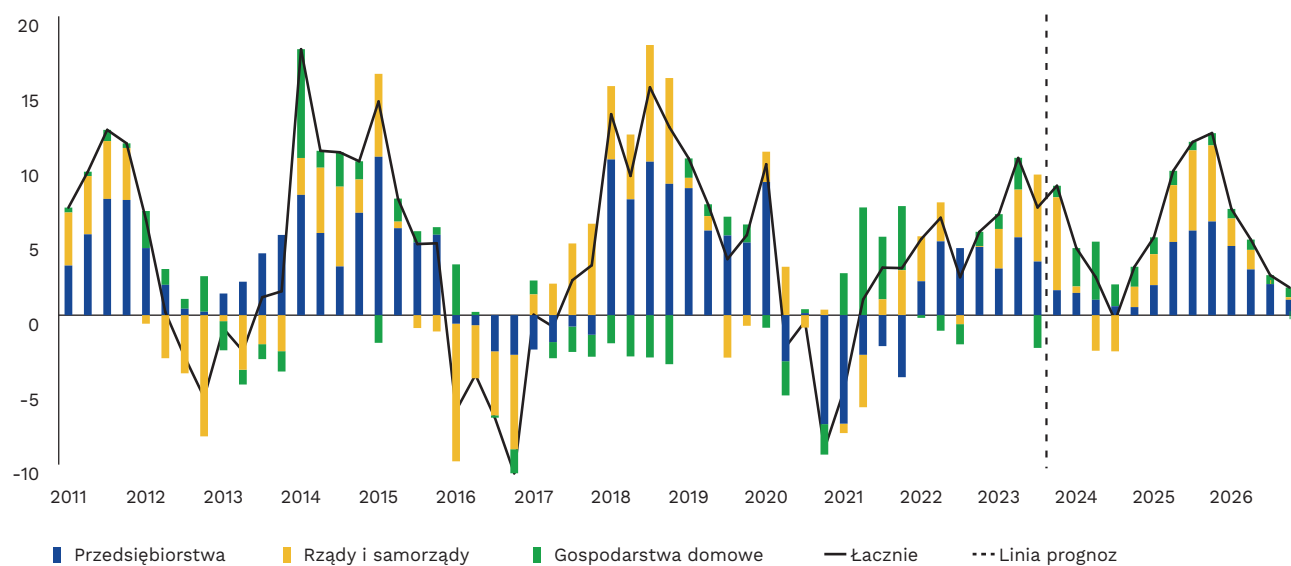
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Wzrost konsumpcji utrzyma się na poziomie 3,5 proc. także w 2025 r., mimo mniejszych podwyżek. Spodziewamy się ponownego wzrostu skłonności do konsumpcji, co prawdopodobnie zrównoważy częściowo efekt niższego wzrostu płac realnych. Wsparciem będzie także zmiana w fazie cyklu mieszkaniowego – prawdopodobnie zobaczymy znacznie większy popyt na meble oraz sprzęt RTV i AGD.

3.1.2. Inwestycje

Inwestycje znacząco spowolnią w 2024 r. Spodziewamy się, że tempo wzrostu w całym roku wyniesie 1,4 proc., natomiast w II połowie wyniki będą nieznacznie większe od zera. Dane o produkcji budowlano-montażowej jednoznacznie wskazują na spadek aktywności sektora – ujemne wyniki prawdopodobnie utrzymają się przez większość roku. Jest to efekt zastoju nakładów publicznych związany z okresem przejściowym między dwoma perspektywami UE. Prawdopodobnie obserwujemy też koniec cyklu inwestycyjnego w dużych przedsiębiorstwach – spowolnienie gospodarcze oznacza mniejszą rentowność i słabsze zyski. Tym samym głównym czynnikiem kontrybuującym na plus będą inwestycje gospodarstw domowych na rynku nieruchomości. To jednak zbyt mało, aby zapewnić stabilny wzrost zważywszy na wysoką bazę.

Wykres 9. Struktura wzrostu inwestycji (w proc. r/r; szacunki PIE)



Uwaga: nakłady nominalne są urealniane jednym wskaźnikiem cen – łącznym deflatorem inwestycji.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Spodziewamy się dynamicznego wzrostu inwestycji w 2025 r. – zbliżonego do 11,2 proc. Sytuacja Inwestycji będzie podobna jak w 2017 r. Wejście w późniejszą fazę realizacji środków spójności z nowej perspektywy budżetowej UE oznacza duże tempo wzrostu nakładów samorządowych. Dodatkowo realizacja KPO będzie wydatnie podnosić nakłady przedsiębiorstw, szczególnie energetycznych oraz transportowych. Spodziewamy się, same nakłady inwestycyjne z KPO podwyższą tempo wzrostu PKB o 1 pkt. proc. w przyszłym roku.

3.1.3. Pozostałe komponenty PKB

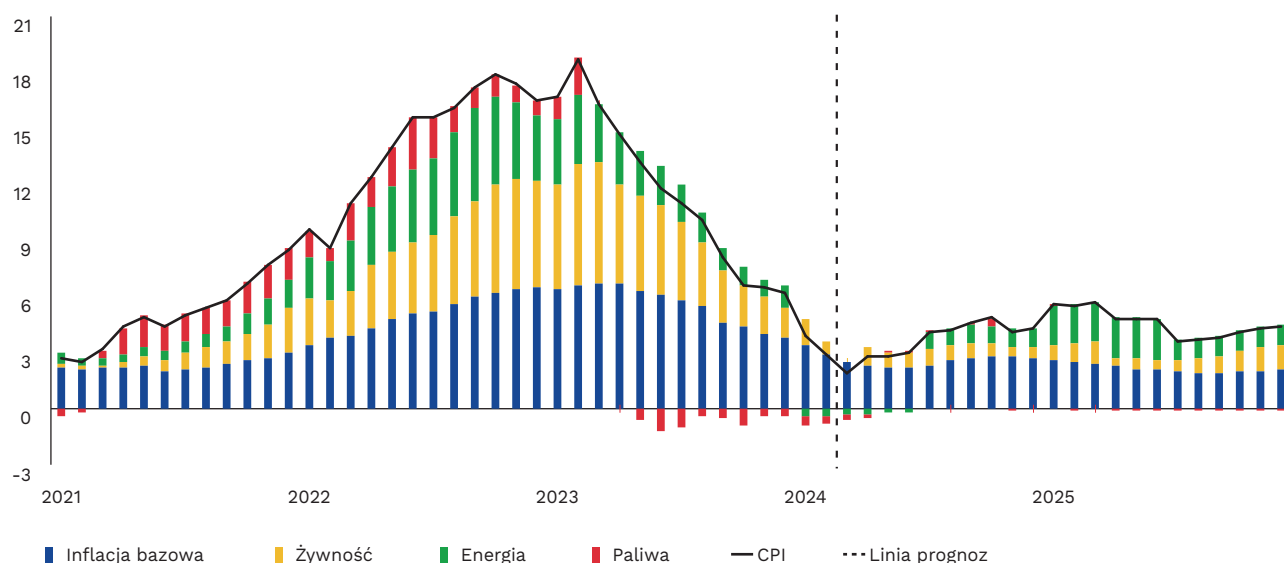
Realizacja projektów z Krajowego Planu Odbudowy (KPO) oznacza także większą konsumpcję publiczną. Spodziewamy się, że kolejne kwartały 2024 r. będą raczej słabe – łącznie tempo wzrostu będzie zbliżone do PKB (2,6 proc.), głównie za sprawą silniejszej końcówki roku, w której zobaczymy pierwsze skutki KPO. Niemniej konsumpcja publiczna znacząco przyspieszy w 2025 r. – spodziewamy się wyniku przekraczającego 4 proc., mimo konsolidacji budżetowej. Będzie to bezpośredni efekt wydatków związanych z niektórymi programami, np. termomodernizacyjnymi. W efekcie ten komponent podwyższy PKB o 0,8 pkt. proc., a 75 proc. tego efektu można bezpośrednio przypisać działaniom KPO.

Efektym ubocznym boomu inwestycyjnego będzie negatywny wpływ eksportu netto na PKB Polski. Spodziewamy się, że w 2025 r. obniży on wkład do PKB o 0,4 pkt. proc. Niemniej jednak łączna kontrybucja nadal powinna być dodatnia. Wraz z odbiciem aktywności w strefie euro zobaczymy również wzrost eksportu, który zrównoważy negatywne tendencje.

3.2. Inflacja

Inflacja wzrośnie w II połowie 2024 r. i łącznie w całym roku CPI wyniesie średnio 3,6 proc. Początek roku przyniósł pozytywne zaskoczenia – w marcu tempo wzrostu cen było niższe, niż zakładał cel NBP (szac. *flash* 1,9 proc. r/r). Tak głęboki spadek miał kilka źródeł: z jednej strony mocno spadło tempo wzrostu cen żywności, z drugiej obserwowaliśmy też spadek inflacji bazowej. Kolejne miesiące powinny przynieść jednak ponowny wzrost inflacji – w kwietniu-maju o 0,8 pkt. podwyższy ją przywrócenie standardowej stawki VAT na żywność oraz wzrost wskaźnika po wyłączeniu zmian podatkowych. W efekcie przez cały II kwartał CPI oscylować będzie blisko 3,0 proc. Inflacja będzie rosła również w II półroczu – wyniki będą zbliżone do 4,0-4,5 proc. Głównym impulsem będzie częściowe odmrożenie cen energii. Zobaczymy także lekki wzrost inflacji bazowej związany z presją płacową oraz brakiem sprzyjających efektów bazy. W IV kwartale ceny w tej grupie prawdopodobnie ponownie będą rosły w tempie zbliżonym do 5,0 proc.

Wykres 10. Struktura inflacji CPI (prognoza PIE)



Źródło: opracowanie własne PIE.

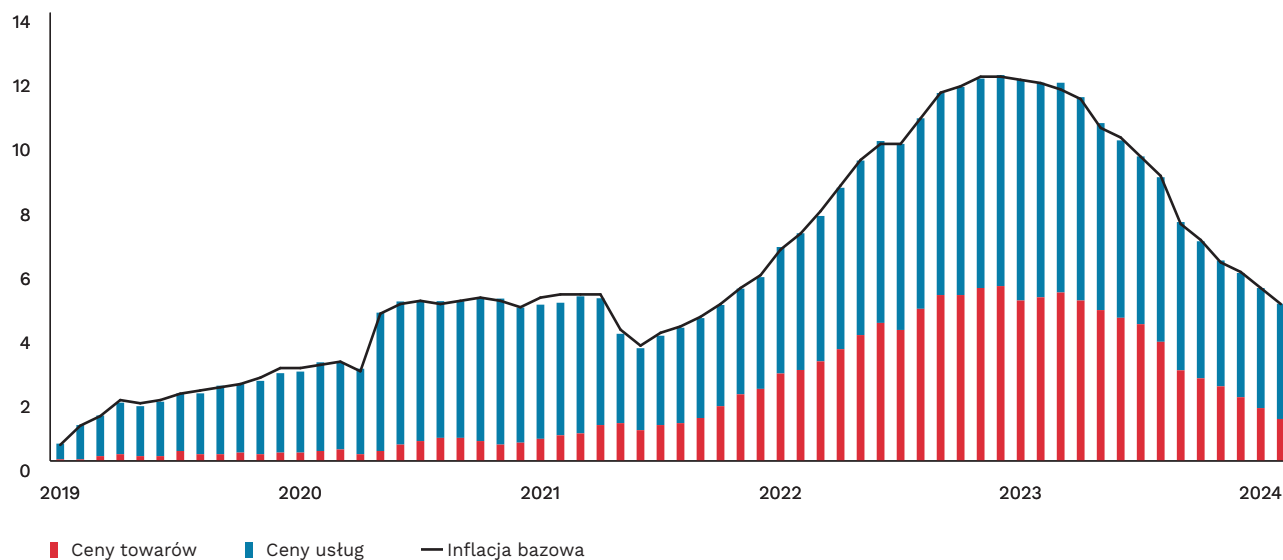
Inflacja pozostanie powyżej celu NBP także w 2025 r. Szacujemy, że średnio w roku wyniesie 4,7 proc. Spodziewamy się kolejnego wzrostu cen energii na początku roku, w efekcie czego rachunki wzrosną o ok. 14 proc. Także inflacja bazowa pozostanie wysoka w I połowie roku – do grudnia spodziewamy się powolnego spadku 4,1 proc.

3.2.1. Inflacja bazowa

Inflacja bazowa przestanie spadać w II kwartale. W marcu wyniosła ona 4,5 proc. Kolejne miesiące prawdopodobnie przyniosą niewielkie zmiany – spodziewamy się wyników zbliżonych do 4,0-4,3 proc. Szczegółowe indeksy HICP wskazują, że w lutym za 25 proc. inflacji bazowej odpowiadały ceny towarów (ok. 1,25 pkt.), za kolejne 75 proc. – ceny usług. Pierwszy z komponentów

wciąż ma potencjał do spadku. Argumentem jest m.in. mocny złoty oraz nieco słabsza presja inflacyjna w strefie euro. Warto jednak zwrócić uwagę, że prawdopodobnie osiągnęliśmy już największy spadek PPI i kolejne miesiące przyniosą wzrost indeksu. Dlatego spadek kontrybucji cen towarów przemysłowych będzie umiarkowany. Równocześnie tempo wzrostu cen usług pozostanie wysokie.

Wykres 11. Struktura inflacji bazowej HICP (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

W IV kwartale możliwy jest lekki wzrost w okolicach 5,0 proc. Będzie on wynikał ze zdecydowanie mniej sprzyjających efektów statystycznych oraz rosnących cen usług. Nasze modele wskazują, że przyśpieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń z początku roku powinno uwidocznić się w zmianach cenników w horyzoncie ok. trzech kwartałów. Zmiana ta będzie jednak chwilowa i nie oznacza nowego trendu wzrostowego.

Inflacja bazowa będzie obniżać się przez cały 2025 r. Spodziewamy się, że w końcu roku wyniki będą zbliżone do 3,8 proc., głównie za sprawą niższego tempa wzrostu wynagrodzeń. Pensje prawdopodobnie nadal będą rosły w tempie niezgodnym z celem NBP. Dlatego powrót w okolice zbieżne z pasmem odchyleń zobaczymy dopiero w 2026 r.

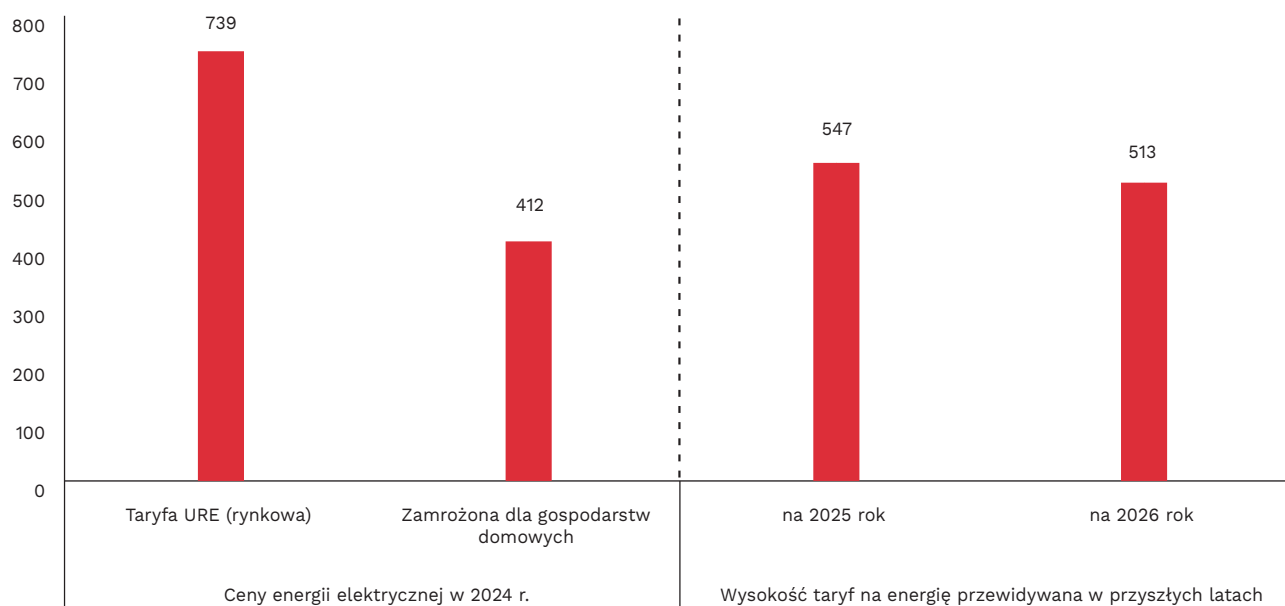
3.2.2. Ceny energii

Prognozujemy, że w lipcu dojdzie do częściowego odmrożenia cen energii. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest wzrost rachunków za gaz i elektryczność o 15 proc. Taki scenariusz nakreśliła minister klimatu podczas briefingu prasowego, choć nie była to jedyna przedstawiana opcja. Szacujemy, że jego realizacja podwyższy inflację o ok. 1 pkt. proc. Należy zauważyć jednak, że prognozom towarzyszy wysokie ryzyko. W Ministerstwie Klimatu i Środowiska wciąż trwają prace dotyczące finalnego kształtu zmian w działaniach ostonowych. Ostateczne decyzje mogą znacząco różnić się od prognoz.

Rachunki wzrosną ponownie na początku 2025 r. Spodziewamy się kolejnych podwyżek o ok. 15 proc. Prawdopodobnie będą one wystarczające, aby doprowadzić ceny dla gospodarstw domowych do stawek rynkowych. Portal WysokieNapięcie.pl wskazuje, że na początku przyszłego roku dojdzie do znacznej redukcji taryf za energię elektryczną. Będzie to efekt spadku kontraktów terminowych na Towarowej Giełdzie Energii, który już dokonał się w 2024 r. Analitycy portalu wskazują, że jeżeli przyjąć tylko ceny z ubiegłego roku, to koszt 1 kWh powinien wynosić ok. 50 gr., tj. o 25 proc. więcej niż próg

zamrożenia (41 gr). Należy pamiętać jednak, że taki wynik jest optymistyczny – realnie część kontraktów zawarta została po wyższych cenach.

Wykres 12. Ceny sprzedaży energii elektrycznej w dla gospodarstw domowych (netto, w PLN/MWh)



Uwaga: cena dla gospodarstw domowych jako pierwszy próg zamrożenia, tj. do zużycia 1500 kWh w ciągu pół roku. Przewidywane ceny na przyszłe lata jako średnia ważona cena kontraktów BASE na cały rok (tj. BASE_Y-25 oraz BASE_Y-26) z całej historii notowań. Cena sprzedaży energii to tylko część kosztów na rachunku – odczuwalny wzrost cen będzie mniejszy.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Infracore oraz TGE.

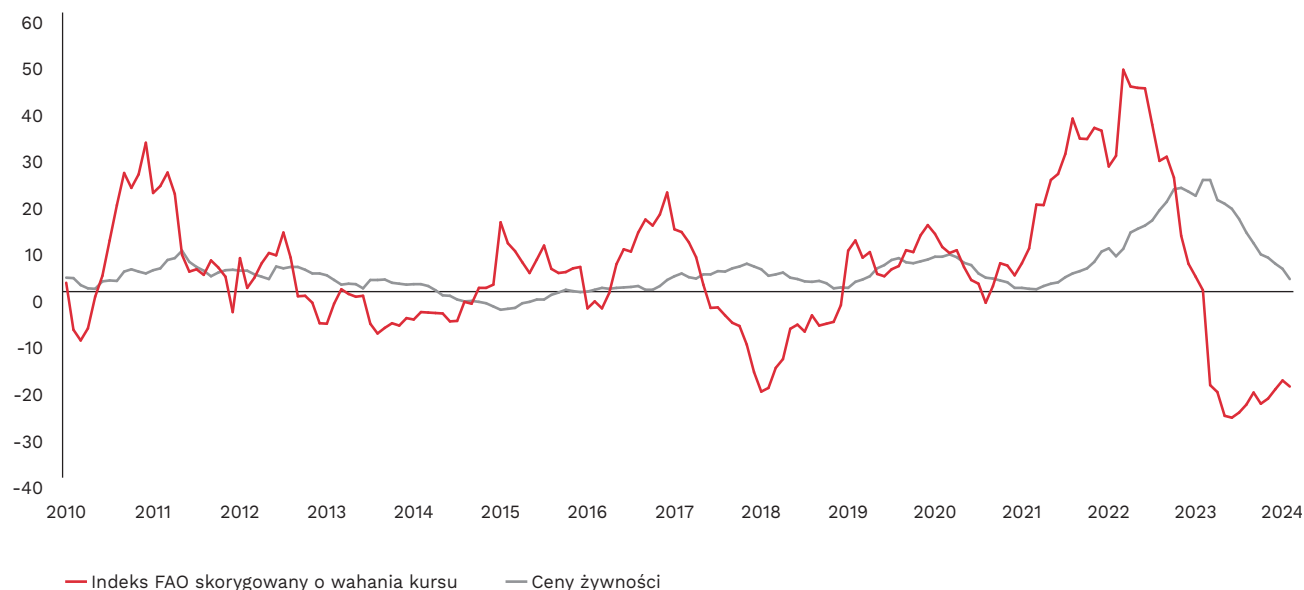
Rok 2025 prawdopodobnie zakończy okres wysokich podwyżek. Zmiany w kolejnych latach zależne będą wprawdzie od wahań cen surowców, jednak prognozy wskazują raczej na długoterminowe tendencje spadkowe cen gazu czy węgla. Koszty powiększać będzie natomiast prawdopodobny wzrost stawek ETS. Uważamy jednak, że w takich warunkach rachunki w 2026 r. wzrosną maksymalnie o 5 proc.

3.2.3. Ceny żywności

Tempo wzrostu cen żywności utrzyma się w okolicach 3 proc. przez II połowę 2024 r. To głównie efekt wzrostu stawek VAT na żywność. Ceny na rynkach globalnych nadal spadają, choć prawdopodobnie trend wyczerpie się w najbliższych miesiącach. Dlatego spodziewamy się stabilizacji cen na rynkach hurtowych i niewielkiej presji ze strony kosztów produkcji, mimo stosunkowo silnego wzrostu wynagrodzeń.

Wzrost cen żywności zacznie przyspieszać dopiero w II połowie 2025 r. Analitycy ankietowani przez FocusEconomics wskazują na lekki wzrost światowych cen zbóż w całym roku. Cena buszla pszenicy ma podnieść się z obecnych 5,61 USD do 6,33 USD (tj. o 13 proc.) na koniec IV kwartału 2025 r. Globalne tendencje prawdopodobnie zaczną docierać do Polski z około półrocznym opóźnieniem.

Wykres 13. Krajowe i globalne ceny żywności (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych FAO i GUS.

3.3. Rynek pracy

Słaba aktywność gospodarcza w 2023 r. nieznacznie przełożyła się na rynek pracy. Wprawdzie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmalało, to jednak nie doprowadziło do znaczącego wzrostu stopy bezrobocia. Stopa bezrobocia w lutym wyniosła 5,4 proc. i nadal utrzymuje się na historycznie niskim poziomie. Wraz z odbiciem gospodarczym w kraju, wyzwaniem ponownie mogą stać się niedobory pracowników.

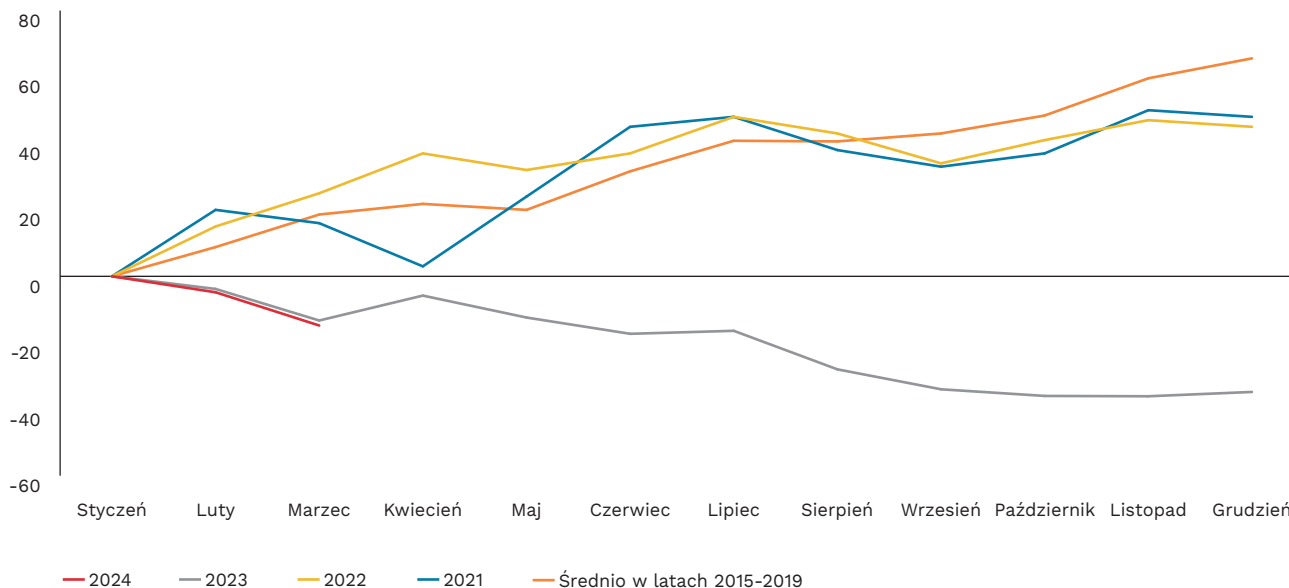
Stopa bezrobocia pozostaje niska na tle państw UE. Wzrost wskaźnika do 5,4 proc. miał charakter sezonowy i był związany ze spadkiem zapotrzebowania na pracę w okresie zimowym w niektórych sektorach. To lepszy wynik niż na początku 2023 r. i znacząco lepszy niż w innych krajach europejskich. Dane Eurostatu ze stycznia pokazują, że stopa bezrobocia, oszacowana na podstawie badań ankietowych, wyniosła 2,9 proc., co jest jednym z najlepszych wyników w Unii Europejskiej, zaraz po Malcie.

W 2024 r. oczekuje się, że bezrobocie i zatrudnienie będą utrzymywać się na poziomach zbliżonych do 2023 r. Wraz z nadejściem cieplejszych miesięcy bezrobocie znacznie ponownie spadać, podążając trajektorią zbliżoną do obserwowanej w poprzednim roku, z możliwością spadku stopy bezrobocia do poziomu 4,9 proc. w III kwartale. Oczekuje się, że na koniec 2024 r. stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnie poziom 5,3 proc.

3.3.1. Zatrudnienie

Spowolnienie gospodarcze ograniczyło skalę zatrudnienia. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w lutym spadło o 0,2 proc. r/r. Liczbę pracowników redukują firmy przemysłowe oraz związane z budownictwem – w lutym odnotowano spadek kolejno o 1,0 proc. oraz 0,3 proc. Lepsza sytuacja jest w usługach ze wzrostem w sektorze gastronomii i zakwaterowania o 4,7 proc. Wraz z odbiciem gospodarczym sytuacja powinna się poprawiać.

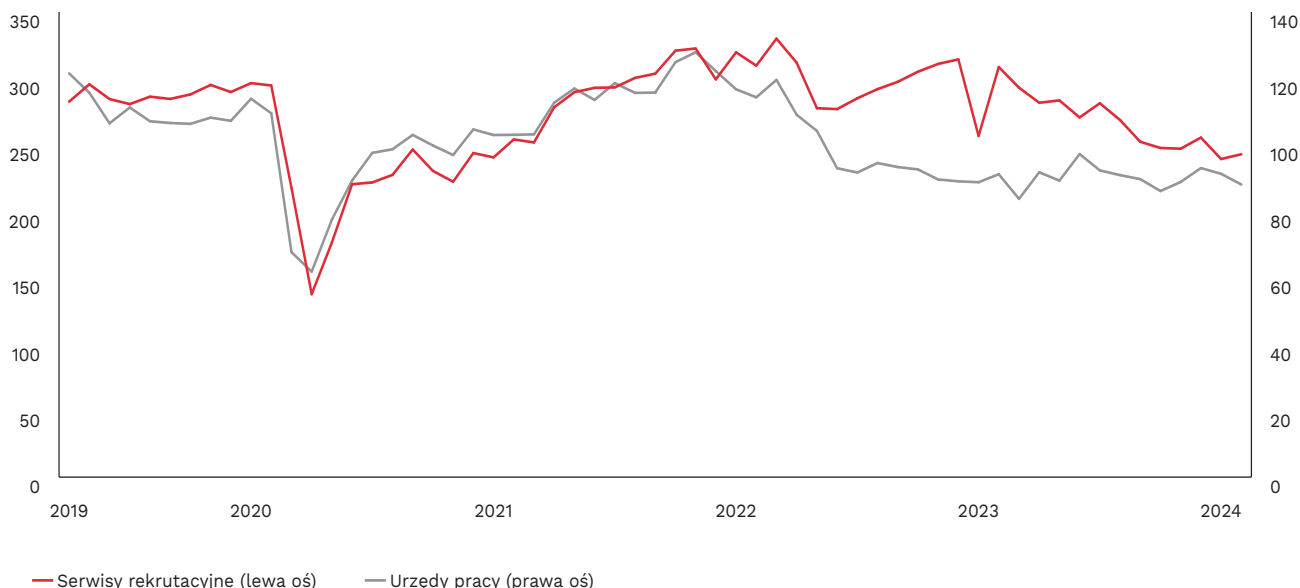
Wykres 14. Zmiana zatrudnienia względem stycznia w poszczególnych latach



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Firmy ograniczają rekrutacje w odpowiedzi na niską aktywność gospodarczą. W lutym w urzędach pracy zarejestrowano 88 tys. nowych ofert pracy. To o 3,4 proc. mniej niż rok temu. Podobny obraz dostarcza analiza ofert internetowych serwisów rekrutacyjnych. Dane pozbawione wahań sezonowych wskazują na ustabilizowanie się liczby dostępnych ofert pracy na niskim poziomie. Liczba ofert pracy jest niższa niż przed pandemią o ok. 20 proc.

Wykres 15. Oferty pracy (w tys., wyrównane sezonowo)

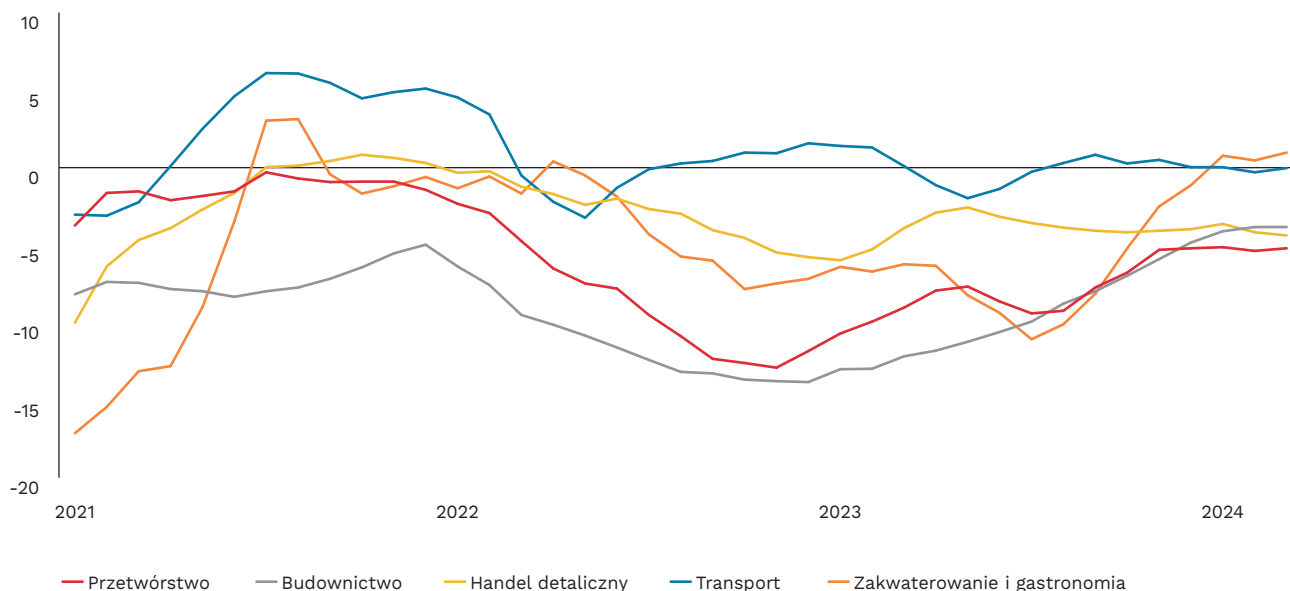


Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS i raportów Grant Thornton.

Perspektywy zatrudnienia powoli poprawiają się. Ożywienie gospodarcze ponownie zwiększy zapotrzebowanie na pracowników. Badania koniunktury GUS wskazują na stopniowe wzmacnianie trendów zatrudnienia w nadchodzących miesiącach.

Sugerują również stopniowe odbicie popytu na pracę, choć skala ta różni się w poszczególnych sektorach. Badanie GUS wskazuje, że obecnie perspektywy zatrudnienia w usługach są lepsze niż w przemyśle.

Wykres 16. Przewidywane zatrudnienie (w pkt.), średnia 3-miesięczna, wyrównane sezonowo – badanie koniunktury gospodarczej GUS



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

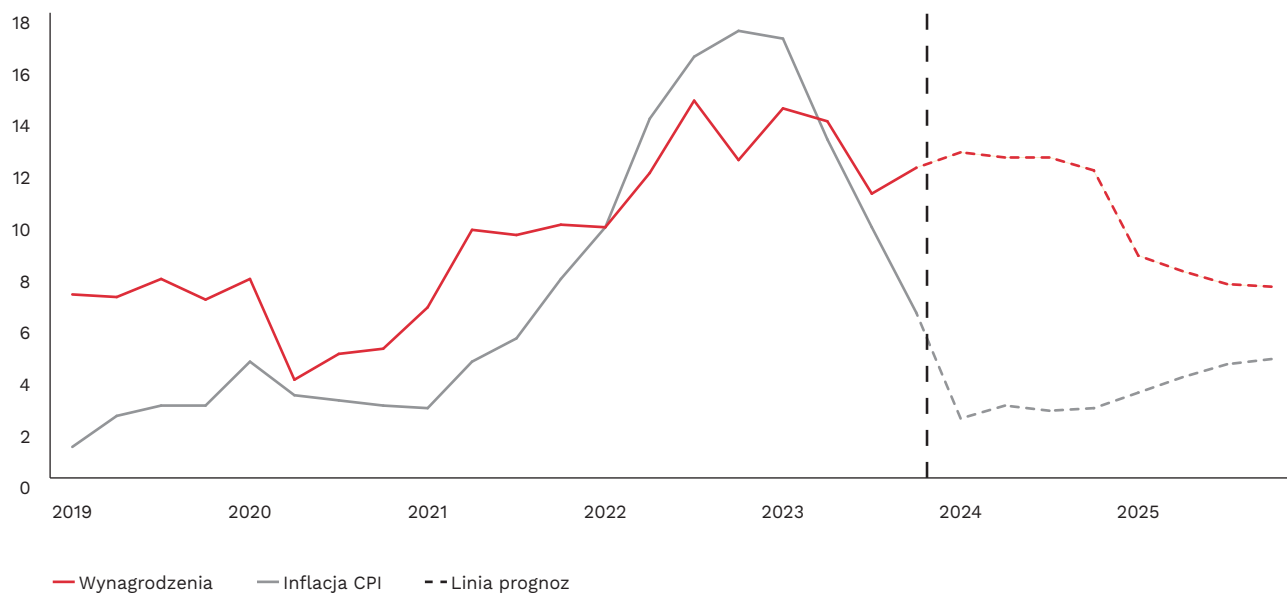
3.3.2. Wynagrodzenia

Wynagrodzenia będą rosnąć w dwucyfrowym tempie przez cały 2024 r. – średnio o 12,3 proc. Wzrost płac w I kwartale 2024 r. istotnie podbiła podwyżka minimalnego wynagrodzenia o 19,4 proc. oraz wzrost pensji w sektorze publicznym. W efekcie średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw podniosło się o ponad 12 proc. w I kwartale, a skala zmian w całej gospodarce prawdopodobnie będzie nieco większa. Taki obraz sygnalizuje m.in. badanie „Szybki Monitoring NBP”.

Presja płacowa będzie jednak słabnąć. Przy słabszej kondycji finansowej firm, pracodawcom coraz trudniej jest spełniać rosnące oczekiwania finansowe pracowników. Taki obraz potwierdzają badania koniunktury. Komponent wynagrodzeń wskaźnika Miesięcznego Indeksu Koniunktury (MIK) spadł w lutym ze 126,7 pkt. do 112,5 pkt. Marzec przyniósł lekką korektę do 117,5 pkt. Takie wartości są zbliżone do średniej z lat 2021-2023, co sygnalizuje spowolnienie tempa wzrostu płac. Początek 2025 r. przyniesie spadek średniego wynagrodzenia do ok. 8,5 proc. Tendencja spadkowa utrzyma się przez kolejne kwartały

Wzrost płac będzie przekraczał poprawę produktywności, ale nie będzie skutkował zwolnieniami. Ostatnie 2 lata przyniosły spadek udziału płac w ogóle kosztów firm z 15,7 proc. w 2019 r. do 14,7 proc. w 2023 r. Po wysokiej podwyżce niższych wynagrodzeń prawdopodobnie zobaczymy powrót proporcji do poziomów sprzed pandemii. Należy też zwrócić uwagę, że rentowność dużych i średnich przedsiębiorstw odpowiada dzisiaj przeciętnym poziomom dla cyklu biznesowego, co sprawia, że posiadają one bufor finansowy dla wdrożenia decyzji. W takich warunkach zauważalny wzrost płacy minimalnej nie spowoduje negatywnych konsekwencji w zatrudnieniu.

Wykres 17. Wzrost wynagrodzeń a inflacja (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Tabela z prognozami

Wyszczególnienie	2024				2025			
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Aktywność gospodarcza (w proc. r/r)								
PKB	2,2	2,8	2,6	2,7	3,3	3,9	4,4	4,6
Spożycie gospodarstw domowych	2,3	3,1	3,4	3,5	3,5	3,2	3,5	3,6
Spożycie publiczne	3,0	2,4	2,1	3,0	3,4	4,0	4,2	2,9
Nakłady na środki trwałe	4,5	2,3	0,0	0,3	7,1	11,2	12,1	12,4
Eksport	-4,6	4,0	4,0	3,2	4,0	3,2	4,0	3,8
Import	-4,0	3,6	3,2	4,0	4,2	3,8	4,9	4,3
Inflacja (w proc. r/r)								
CPI	2,9	2,9	4,3	4,4	5,6	4,8	3,7	4,3
Inflacja bazowa	5,4	4,2	4,6	5,1	4,6	4,0	3,6	3,7
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,3	5,0	5,0	5,2	5,4	5,1	5,1	5,3
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (w proc. r/r)	12,6	12,4	12,4	11,9	8,6	8,0	7,5	7,4

Wyszczególnienie	2023	2024	2025	2026
Aktywność gospodarcza (w proc. r/r)				
PKB	0,2	2,6	4,1	3,2
Spożycie gospodarstw domowych	-1,0	3,1	3,5	2,9
Spożycie publiczne	2,8	2,6	4,2	2,5
Nakłady na środki trwałe	8,0	1,4	11,2	4,0
Eksport	-2,0	1,6	3,8	2,9
Import	-8,4	1,6	4,3	2,5
Inflacja (w proc. r/r)				
CPI	11,5	3,6	4,6	3,5
Inflacja bazowa	10,2	4,3	4,4	3,2
Rynek pracy				
Stopa bezrobocia rejestrowanego (koniec roku)	5,1	5,3	5,3	5,2
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (w proc. r/r)	12,8	12,3	7,9	6,6

Źródło: opracowanie własne PIE.

Spis wykresów

Wykres 1. Struktura wzrostu PKB w strefie euro w latach 2019-2025 (w proc. r/r).....	6
Wykres 2. Inflacja w strefie euro (w proc. r/r)	7
Wykres 3. Wzrost gospodarczy w USA (w proc. kw/kw SAAR)	8
Wykres 4. Inflacja w Stanach Zjednoczonych (w proc. r/r).....	9
Wykres 5. Wzrost gospodarczy Chin (w proc. r/r)	10
Wykres 6. Inflacja w Chinach (w proc. r/r).....	11
Wykres 7. Struktura wzrostu PKB – prognoza PIE (w proc. r/r).....	12
Wykres 8. Dynamika konsumpcji (w proc. r/r)	13
Wykres 9. Struktura wzrostu inwestycji (w proc. r/r; szacunki PIE).....	14
Wykres 10. Struktura inflacji CPI (prognoza PIE)	15
Wykres 11. Struktura inflacji bazowej HICP (w proc.).....	16
Wykres 12. Ceny sprzedaży energii elektrycznej w dla gospodarstw domowych (netto, w PLN/MWh).....	17
Wykres 13. Krajowe i globalne ceny żywności (w proc. r/r).....	18
Wykres 14. Zmiana zatrudnienia względem stycznia w poszczególnych latach.....	19
Wykres 15. Oferty pracy (w tys., wyrównane sezonowo).....	19
Wykres 16. Przewidywane zatrudnienie (w pkt.), średnia 3-miesięczna, wyrównane sezonowo – badanie koniunktury gospodarczej GUS.....	20
Wykres 17. Wzrost wynagrodzeń a inflacja (w proc. r/r).....	21

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny think tank ekonomiczny z historią sięgającą 1928 roku. Jego obszary badawcze to przede wszystkim makroekonomia, klimat i energia, gospodarka światowa, zrównoważony rozwój, foresight gospodarczy, gospodarka cyfrowa i ekonomia behawioralna. Instytut przygotowuje raporty, analizy i rekomendacje dotyczące kluczowych obszarów gospodarki oraz życia społecznego w Polsce, z uwzględnieniem sytuacji międzynarodowej.