

Allianz Research | 20 października 2023 r.

Wiatr zmian w Polsce

Wynik wyborów nie oznacza przełomu w oczekiwaniach odnośnie inflacji w 2024 r., podobnie w odniesieniu do deficytu budżetowego – zmiana polityki i ich redukcja prawdopodobna od 2025r.

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Kierownik działu badań ekonomicznych
ana.boata@allianz-trade.com

Manfred Stamer
Starszy ekonomista na Europę
Wschodzącą
manfred.stamer@allianz-trade.com

Alberto Giurato
Asystent ds. badań
alberto.giurato@allianz.com

Samuele Girardelli
Asystent ds. badań
samuele.girardelli@allianz.com

Antonin Henriet
Asystent ds. badań
antonin.henriet@allianz-trade.com

W skrócie:

- **Polska jest na drodze do zmiany rządu po wyborach parlamentarnych, które odbyły się w ubiegłą niedzielę.** Początkowa reakcja rynku była pozytywna, złoty zyskał +2% w stosunku do euro, a polska giełda wzrosła o +6%. Utworzenie nowego rządu zajmie jednak trochę czasu
- Dominują tematy oczekiwania na decyzję prezydenta Andrzeja Dudy o desygnacji premiera oraz poprawy stosunków z UE (i odblokowania środków z KPO) jeśli rząd utworzy koalicja pod przewodnictwem Donalda Tuska
- **Co z gospodarką?** Prawdopodobna jest **kontynuacja w 2024 roku luźnej polityki fiskalnej**, jaką rząd PiS prowadził od 2022 r., ponieważ wszystkie partie polityczne obiecały wydatki (transfery)
- Różnica w podejściu do deficytu (pomiędzy PiS a trzema partiami dotychczasowej opozycji) – finansowaniu wydatków długiem widoczna będzie dopiero w średnioterminowej perspektywie
- **Wynik wyborów nie będzie oznaczał przełomu w oczekiwaniach odnośnie inflacji w 2024 r., ale spodziewamy się nieco szybszego procesu dezinflacji od 2025 r.**

W najbliższej przyszłości – co oczwiste...

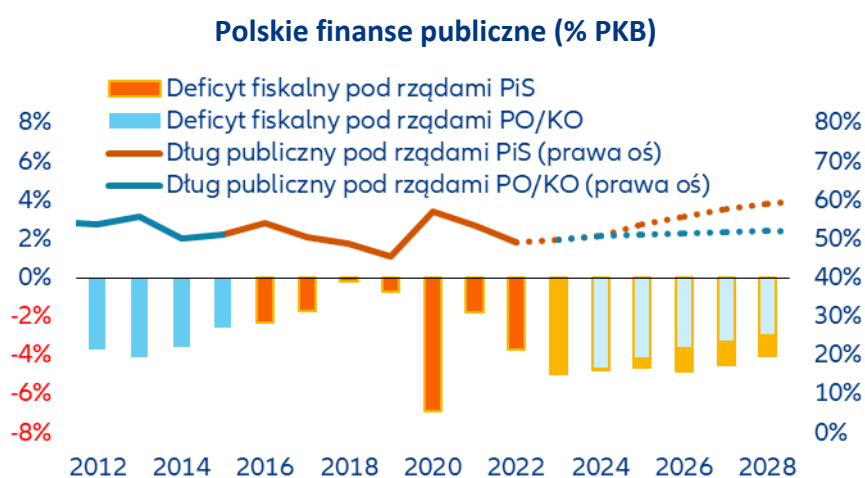
Negocjacje koalicyjne mogą okazać się trudne i wymagać znacznych kompromisów, ponieważ dotychczas opozycyjne partie różnią się ideologicznie, ale powinny osiągnąć porozumienie, biorąc pod uwagę ich wspólne zobowiązanie do zakończenia ośmiu lat rządów PiS. Formalne przeszkody mogą pojawić się ze strony prezydenta, wywodzącego się z PiS, który ma 30 dni na zwołanie pierwszej sesji nowego parlamentu, a następnie 14 dni na nominowanie kandydata na premiera. Prezydent Duda zasugerował, że najpierw zaproponuje kandydata PiS, który następnie będzie miał 14 dni na utworzenie rządu. Dopiero po niepowodzeniu kandydata w grę wejdą pozostałe partie. W rezultacie mało prawdopodobne jest powołanie nowego rządu przed grudniem, a proces może ten potrwać nawet do przyszłego roku. **Utworzenie koalicji pod przewodnictwem Donalda Tuska pomogłoby poprawić stosunki Polski z UE i odblokować fundusze unijne, co mogłoby pobudzić wzrost gospodarczy i pomóc ustabilizować finanse publiczne w perspektywie średnioterminowej.**¹

Polityka fiskalna i inflacja – w 2024 kontynuacja dotychczasowej ścieżki

W opinii Allianz Trade prawdopodobna jest kontynuacja w 2024 roku luźnej polityki fiskalnej, jaką rząd PiS prowadził od 2022 r., ponieważ wszystkie partie polityczne obiecały wydatki (transfery). Prognozujemy, że **w tym roku deficyt fiskalny wyniesie około -5% PKB i jest mało prawdopodobne, aby w przyszłym roku znacznie się zmniejszył.** Opierając się na

¹ Wynik wyborów będzie również pozytywny dla UE, ponieważ Polska powinna powrócić jako konstruktywny gracz w polityce europejskiej.

przedwyborczych obietnicach PiS i zakładając przedłużenie sporów z UE, co nadal wstrzymywałaby część unijnego finansowania dla Polski, prognozowaliśmy utrzymanie rocznych deficytów fiskalnych w przedziale od -4% do -5% PKB do 2028 r., jeśli PiS pozostałby u władzy. Dług publiczny wzrósłby wówczas do około 60% PKB do 2028 r. z obecnych 50%. Z kolei prawdopodobny nowy rząd kierowany przez KO zapewniłby możliwość odblokowania funduszy unijnych w wysokości do 14% PKB w latach 2024-2027. Pobudziłoby to inwestycje i aktywność gospodarczą, a tym samym do pewnego stopnia pomóc może obniżyć deficyt fiskalny i wskaźniki długu publicznego do PKB po 2024 roku. Ostrożne szacunki Narodowego Banku Polskiego (NBP) sugerują, że samo odblokowanie środków z KPO (Krajowy Plan Odbudowy – Instrument Odbudowy i Zwiększania Odporności), czyli około 14% PKB, może zwiększyć wzrost PKB o około +0,4 punktu procentowego w pierwszym roku i +0,2 punktu procentowego w drugim roku. Ponadto oczekuje się, że rząd kierowany przez KO będzie w większym stopniu skłonny do współpracy z UE i **może nawet rozpocząć pewną konsolidację fiskalną po 2024 r.**, aby zachować zgodność z unijnymi przepisami fiskalnymi, które prawdopodobnie zostaną ponownie nałożone w pewnym momencie. **Szacujemy, że roczny deficyt fiskalny stopniowo zmniejszy się do około -3% PKB do 2028 r., a dług publiczny pod rządami KO ustabilizować się może na poziomie około 52% PKB** (poniższy wykres ilustruje nasze dwa scenariusze dla finansów publicznych Polski do 2028 r.).



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

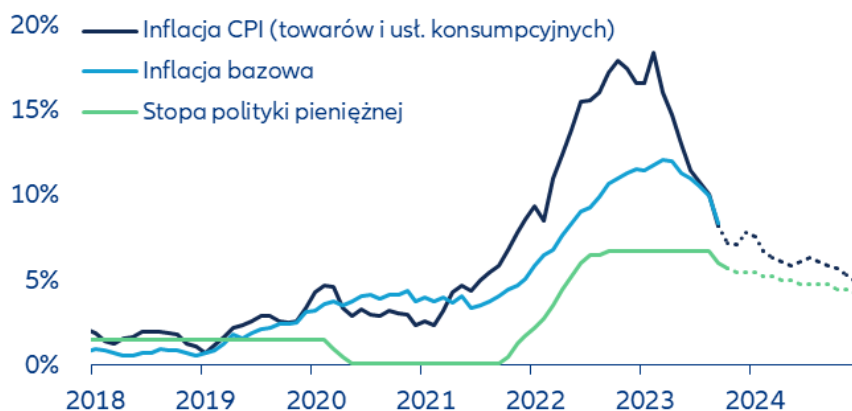
Wynik wyborów nie będzie oznaczał przełomu w oczekiwaniach odnośnie inflacji w 2024 r., ale spodziewamy się nieco szybszego procesu dezinflacji, który rozpocznie się w 2025 r. Po silnych szokach cenowych w 2022 r. inflacja zasadnicza gwałtownie spadła ze szczytowego poziomu 18,4% r/r w lutym 2023 r. do 8,2% r/r we wrześniu. NBP podniósł stopę procentową do 6,75% we wrześniu 2022 r. i utrzymał ją na tym poziomie przez rok, aż do dużej obniżki stóp o 75 pb we wrześniu 2023 r., a następnie o 25 pb w październiku (wykres poniżej). Dzięki szybkiemu procesowi dezinflacji **Narodowy Bank Polski skupił się na wspieraniu słabnącej gospodarki** (spodziewamy się, że realny PKB skurczy się w 2023 r. o -0,2%) i tym samym **NBP był jednym z pierwszych banków centralnych w Europie, który rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej**. Patrząc w przyszłość, odreagowanie zeszłorocznych szoków cen energii i żywności będzie kontynuowane i powinno wspierać dezinflację, podczas gdy zanikające efekty bazowe spowolnią ten proces w 2024 roku. Jednak niektóre wczesne wskaźniki, takie jak kurcząca się akcja kredytowa dla sektora prywatnego i spowolnienie podaży pieniądza, wspierają oczekiwania dalszego spadku inflacji (kolejny wykres). Z drugiej strony, **znaczące obietnice wydatków fiskalnych obu obozów politycznych, a także silny wzrost płac pozostają czynnikami zwiększającymi ryzyko inflacyjne**, zwłaszcza że realny wzrost płac powrócił do dodatniego poziomu (ostatni wykres).

Konsolidacja fiskalna od 2025r.

Allianz Trade spodziewa się większego zaangażowania w konsolidację fiskalną od 2025r., a także presji politycznej na bardziej jastrzębie stanowisko w polityce pieniężnej, ponieważ KO zaatakowała NBP za większą niż oczekiwano obniżkę stóp o 75 pb we wrześniu. Ogólnie rzecz biorąc, Allianz Trade prognozuje stopniową dezinflację, z inflacją zasadniczą na

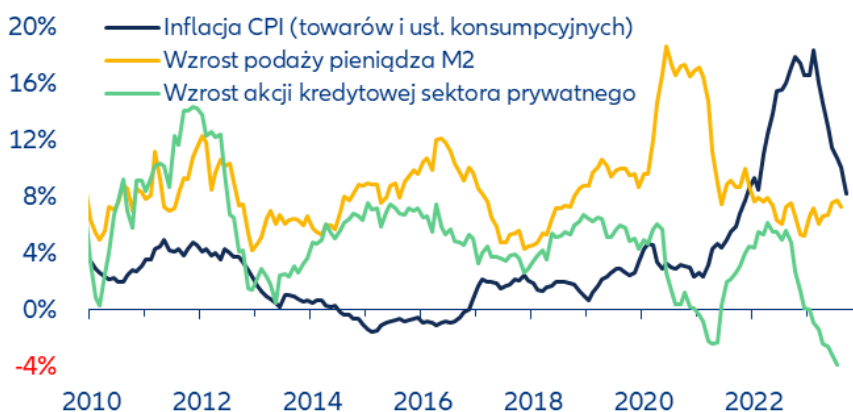
poziomie około 5% r/r na koniec 2024 r. i powrót do górnej granicy celu NBP na poziomie $2,5\% \pm 1pp$ na koniec 2025 roku. NBP będzie kontynuował wybraną ścieżkę łagodzenia polityki pieniężnej, choć mniejszymi krokami, aby osiągnąć prognozowaną stopę procentową na poziomie 4,25% na koniec przyszłego roku (poniższy wykres).

Inflacja i stopy procentowe polityki pieniężnej



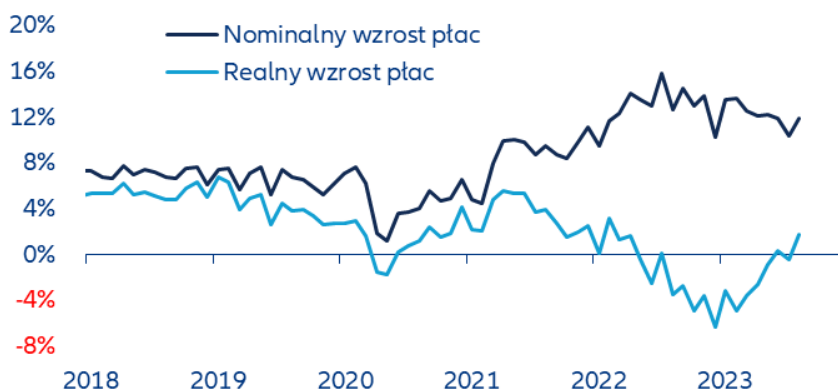
Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Uwaga: Linie przerywane to prognozy Allianz Research.

Wzrost podaży pieniądza M2 i kredytów dla sektora prywatnego (% r/r)



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Średni wzrost płac nominalnych i realnych (% r/r)



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych

lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v

) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne,

a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej.

Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem

wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.