

Gospodarka 2022-2023

Z tarczą, czy na tarczy?

Marcin Mazurek
Maciej Zdrolik



14.02.2022

Streszczenie

- ❖ Gospodarka globalna jest na cyklicznej górze. Od tej pory wzrost będzie spowalniał. Korzyści z powolnego odblokowania łańcuchów dostaw będą krótkotrwałe. Jeśli omikron wyznacza początek końca pandemii, gospodarka nie będzie potrzebowała tak dużej ilości towarów, do której firmy ciągle przystosowują moce wytwórcze (i magazynowe). W kolejnych kwartałach dadzą o sobie znać opóźnione, negatywne efekty zmian cen ropy naftowej, podwyższonej inflacji oraz zacieśnienia warunków finansowania w następstwie podwyżek stóp procentowych. Cykl podwyżek stóp procentowych w krajach EM zaczął się wcześniej, teraz dołączają do niego kraje DM. W 2022 roku nadal wsparciem dla wzrostu będzie polityka fiskalna. Wahadło odwróci się w drugą stronę od 2023 roku. W latach 2023-2024 negatywne efekty podwyżek stóp procentowych będą zbliżać się do apogeum.
- ❖ Pandemia wytrąciła polską gospodarkę z równowagi. O ile jeszcze krótkotrwała recesja z 2020 roku pozwoliła tymczasowo na przykrycie presji inflacyjnej niskimi cenami towarów, w 2021 roku oba silniki inflacji działały już unisono windując inflację do 8,6% w grudniu 2021. W tym momencie działają w zasadzie wyłącznie czynniki pro-inflacyjne i ryzyka dla inflacji w 2022 roku rozkładają się wyraźnie w górę. Walnie przyczynia się do tego ekspansywna polityka fiskalna (budżet na 2022 rok ma znaczenie wyłącznie historyczne biorąc pod uwagę wielość nowych elementów fiskalnych). Do inflacji dołącza trwały element energetyczny, który będzie ciągnął ceny w górę w kolejnych latach. W latach 2023+ ryzyka dla inflacji są bardziej zbilansowane i kluczową rolę mają tu do odegrania czynniki globalne, które mogą znacząco zdusić inflację towarową. Inflacja w 2022 6,8%, 2023 4,7%.
- ❖ Gospodarka będzie zwalniać (2022 -> 4,1%, 2023 -> 2,8%). Nastroje konsumentów są złe. Choć arytmetyka dochodów realnych nie wygląda wcale źle po wszystkich dopłatach, tarczach i przy trendach na rynku pracy, konsumenci wyraźnie tego nie widzą, co sugeruje potencjał nagłego hamowania. Nie będzie ono jednak trwałe - przełom 2022/2023 roku będzie już wyglądał lepiej. Wtedy jednak bardziej zaczniemy martwić się prywatnym cyklem inwestycyjnym, eksportem i efektami podwyżek stóp procentowych. Czarnym koniem pozostaje problem zapasów, który w momencie rozwiązania problemów z łańcuchami wartości może stać się niechcianym kosztem (wielkie wietrzenie magazynów?). Arytmetycznie to 2023 rok wygląda gorzej niż 2022, ale w gruncie rzeczy pęd gospodarki będzie podobny. Ryzyka są dość zrównoważone, ale jest ich po prostu bardzo dużo w każdą stronę.
- ❖ Zachowanie inflacji oraz płac sugeruje, że gospodarka (także globalna) operuje powyżej produktu potencjalnego (tu dłuższe trendy prawdopodobnie bardzo słabo go przybliżają). W tej sytuacji każde dodatkowe zwiększenie popytu będzie przede wszystkim pompować wielkości nominalne, a nie realne. Nasze robocze założenie w zakresie tarcz anty(inflacyjnych) jest takie, że zostaną głównie zaoszczędzone. Alternatywą jest dodatkowe podbicie inflacji już w 2022 roku. Mało prawdopodobne, że z tego tytułu zobaczymy faktyczny, znaczący wpływ na realną produkcję. Im większa ekspansja fiskalna, tym gorszy obecny policy-mix i mniejsza efektywność dystrybuowanych środków budżetowych.
- ❖ Apogeum popytu na kredyt konsumentów już za nami. Rozkręcać powinien się kredyt firmowy z uwagi na kontynuację popytu inwestycyjnego oraz pogorszenie sytuacji płynnościowej (z rewelacyjnej do bardzo dobrej). Podwyżki stóp procentowych (stopy w tym roku osiągną 4%) będą dusić popyt na kredyt i mają dużą szansę na wysterowanie inflacji w okolice przedziału dopuszczalnych odchyśleń od celu inflacyjnego pod koniec 2023 roku. Zakładamy zerojedynkowe zakończenie tarcz inflacyjnych (tak prościej pokazać ryzyka), jednak de facto mogą być one wycofywane stopniowo, szybciej jeśli inflacja będzie wartko spadać. Jeśli tarcze arytmetycznie podbiją inflację w 2023 roku, bank centralny spojrzy na inflację przez specjalne okulary i tak jakby ich nie było. To pozwoli na zakończenie podwyżek stóp już w 2022 roku. Bardzo prawdopodobne, że w IV kwartale 2023 stopy zaczną już spadać, ale o tym bank centralny teraz nie wspomni (i dobrze), pławiąc się w jastrzębiej retoryce, maksymalizując wpływ na mocniejszego złotego i tym samym ostateczny efekt dezinflacji. W interesie banku centralnego jest utrzymanie wysokich, oczekiwanych stóp procentowych.

Krótko o gospodarce globalnej:

W poszukiwaniu spadków cen żywności i ropy naftowej

Ograniczenia podażowe: może być tylko lepiej

Polityka fiskalna będzie jeszcze w 2022 roku ekspansywna,
a nowe karty odkrywane będą z biegiem roku (tarcze)

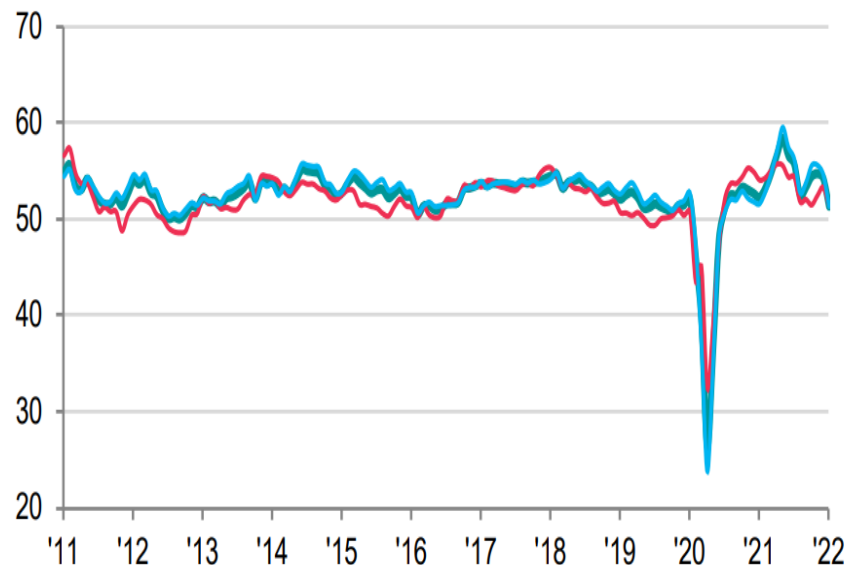
Czas zemsty: wyższe ceny ropy naftowej i wycofywanie
akomodacji monetarnej to wolniejszy wzrost PKB

Cykl globalny za zakrętem

Globalny PMI: produkcja (po górze)

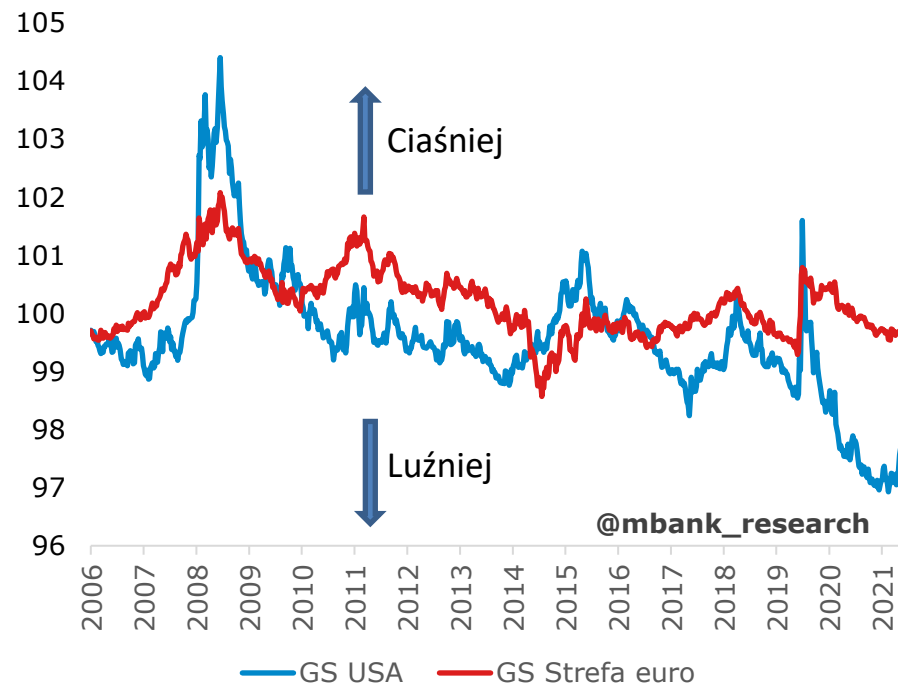
Composite / Manufacturing / Services (Business Activity)

sa, >50 = growth since previous month



Sources: J.P.Morgan, IHS Markit.

Indeksy warunków finansowych: łatwo już było



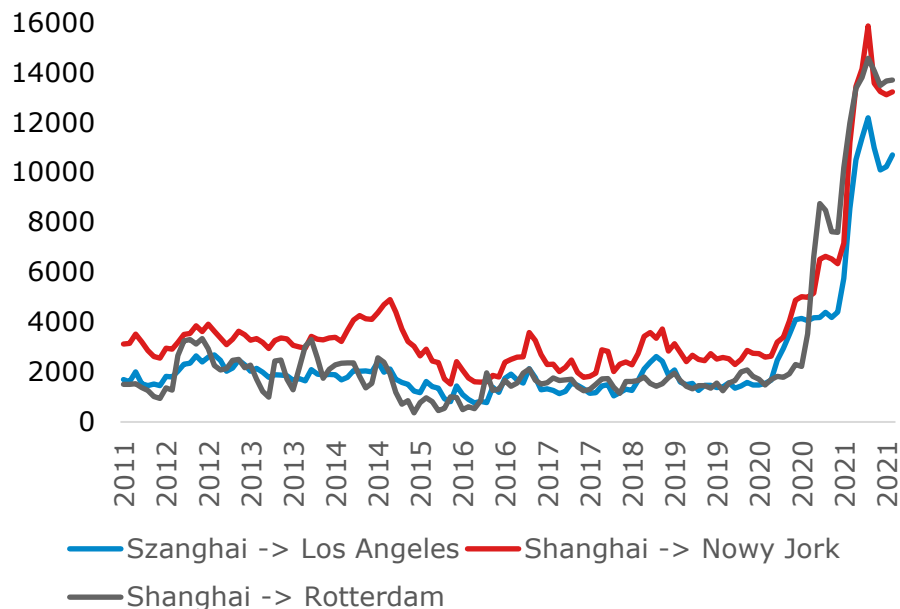
Źródło: Bloomberg

- ❖ Cykl przemysłowy zwalnia do poziomów bardziej neutralnych (ekspansja, ale nie boom). Część spowolnienia wynika z trwających ograniczeń w dostawach (podaż), część może już odzwierciedlać spowolnienie popytu. Jeśli omikron stanowi ostatnią fazę pandemii i wraca normalność, powinniśmy obserwować zwiększenie znaczenia usług kosztem przemysłu. Uwaga jednak: nie dotyczy przemysłu samochodowego, który ma do nadrobienia nawis popytowy (tu właśnie zmniejszenie ograniczeń w łańcuchu dostaw spowoduje boom).
- ❖ W 2022 rok wchodzimy z definitywnym zakończeniem stymulacji monetarnej. Cykl podwyżek stóp procentowych na rynkach rozwijających się trwa ([link](#)), banki centralne krajów rozwiniętych rozpoczynają ograniczenie akomodacji monetarnej ([link](#)). Rynki finansowe zacieśniają warunki finansowania (patrz wykres).
- ❖ Dotychczasowe wzrosty cen ropy naftowej powinny działać istotnie hamująco na globalny wzrost w 2022 i 2023 roku ([link](#)).
- ❖ Niejako w przeciwnym kierunku, głównie z uwagi na opóźnione efekty wielkich programów z USA oraz oczekiwane napływy środków Next Generation EU, polityka fiskalna będzie jeszcze wsparciem dla wzrostu, zwłaszcza w 2022 roku ([link](#)).

Szczyt problemów z łańcuchami dostaw

Ceny za transport morski kontenera o powierzchni 40 stóp kwadratowych (\$)

18000 @mbank_research



Źródło: Bloomberg

Baltic Dry Index

14000

12000

10000

8000

6000

4000

2000

0

@mbank_research

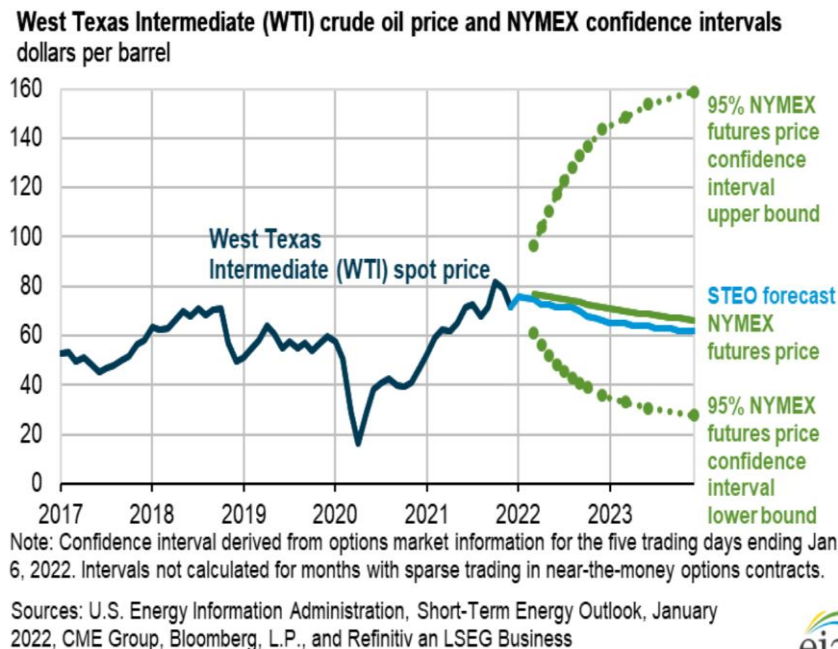


Źródło: Bloomberg

- ❖ Koszty frachtu kontenerów stabilizują się. Większość prognoz sugeruje, że pozostaną względnie wysokie jeszcze w 2022 roku. W ujęciu dynamicznym okres gwałtownych przyrostów (w tym dużych przyrostów kosztu transportu) mamy już jednak za sobą. Optymizmem napawają koszty transportu morskiego ładunków suchych (Baltic Dry Index). Spowolnienie cyklu przemysłowego i przejście na usługi powinno dalej obniżać ceny frachtu.
- ❖ Ryzykiem u samego źródła dostaw są Chiny i częściowo inne kraje azjatyckie (polityki zero covid). Relatywnie niski odsetek szczepień (plus słabsze szczepionki) powodują, że przerwy w produkcji mogą się utrzymywać. Jak do tej pory wygląda jednak na to, że ryzyka związane z omikronem nie materializują się tak silnie jak oczekiwano (brak istotnych przerw produkcyjnych). Bierzemy to za dobrą monetę na przyszłość. Dwa lata do przodu to też za krótki czas, aby Chiny przeorientowały politykę w kierunku konsumenta (do tej pory to się nie udało). Tym samym jesteśmy skłonni sądzić, że globalna konkurencja będzie prowadziła do zwiększenia dóbr w wymianie handlowej, a mechanizm popytowo-podażowy będzie działał w kierunku obniżenia cen.

Ropa naftowa: jeszcze troszeczkę w górę, potem już w dół

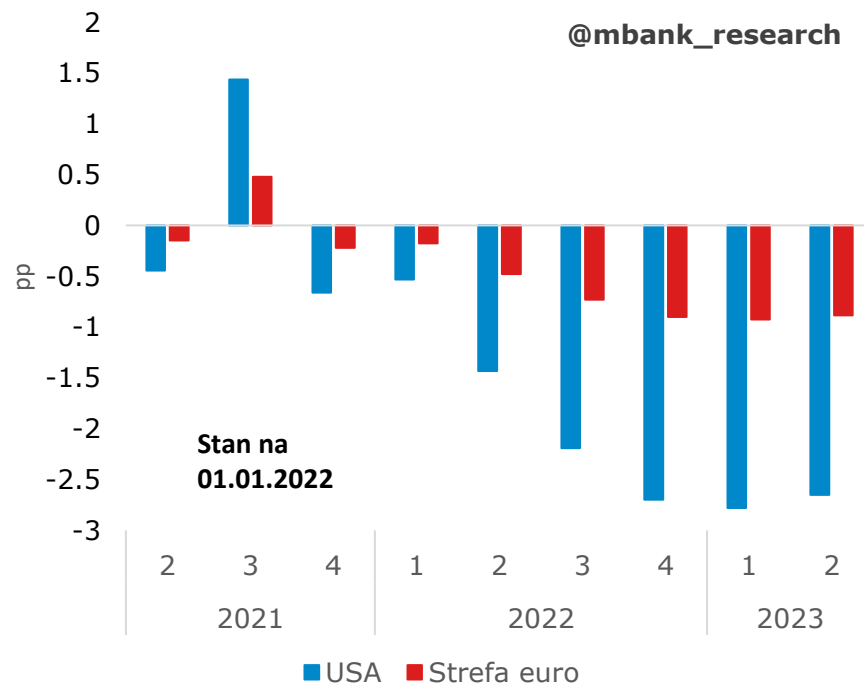
Prognozy EIA na ropę



Źródło: EIA

- ❖ Scenariusz górki cenowej na ropie naftowej w tym roku jest bardzo prawdopodobny. Na razie nie wiemy jednak z jakich poziomów będziemy spadać. Scenariusz bazowy EIA to obecnie (prognoza styczniowa) 75\$ średnio w 2022 roku (+6%) i 67,5\$ w 2023 roku (-10%). Na potrzeby prognoz (inflacji) przyjmujemy dynamiki +10%, -10%.
- ❖ Ceny ropy są hamulcem dla gospodarek. [Szacunki](#) sugerują, że negatywny wpływ cen ropy na wzrost przyjmuje maksimum po 6-8 kwartałach. 10% zmiana cen ropy w kwartale (szok) powoduje obniżenie wzrostu PKB w USA o prawie 0,4% i 0,1% w strefie euro.
- ❖ Analiza wpływu szoków doskonale nadaje się do zmierzenia wpływu zmian cen ropy naftowej na wzrost PKB od początku pandemii. Wcześniej ceny ropy były relatywnie stabilne, co sprawia jednocześnie, że nie były nadmiernie istotne. To też pozwala nam na rozpoczęcie sumowania szoków ze względnie neutralnego poziomu, bo oczywiście w realnym świecie efekty szoków nakładają się na siebie. Postanowiliśmy je skumulować począwszy od 6 kwartału po rozpoczęciu pandemii. Efekty widać na rysunku. Być może nie warto się przywiązywać nadmiernie do skali, ale 2022 i 2023 rok będzie stanowił kumulację negatywnego oddziaływania wzrostów cen ropy od dołka w 2020 roku. Szczyt pozytywnych efektów przypadł z kolei w połowie 2021. O tym też warto pamiętać.

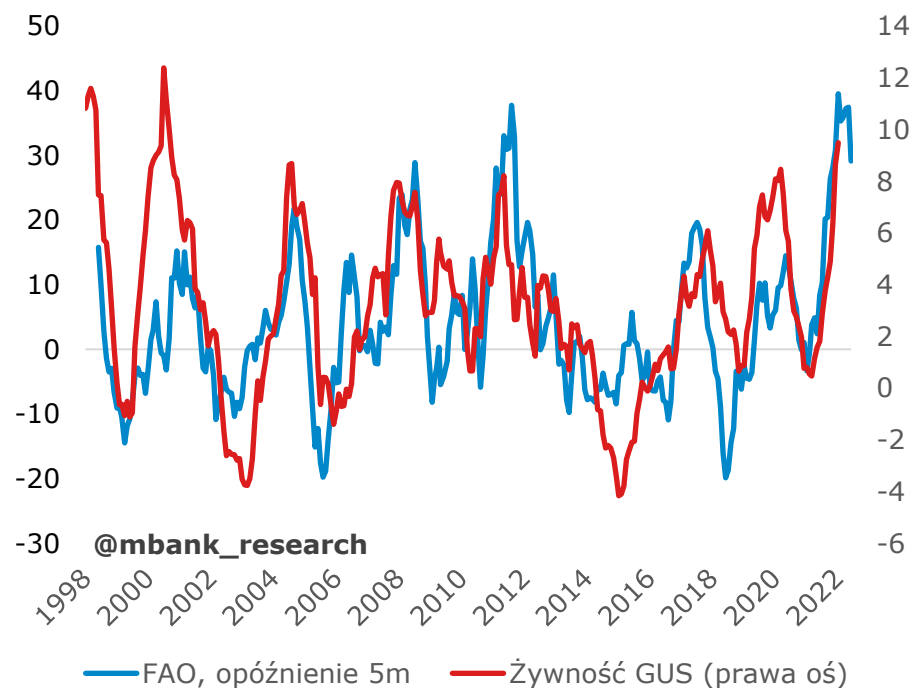
Skumulowany wpływ podwyżek cen ropy na wzrost PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków z linku poniżej

Ceny żywności: perspektywa globalna z kolorytem lokalnym.

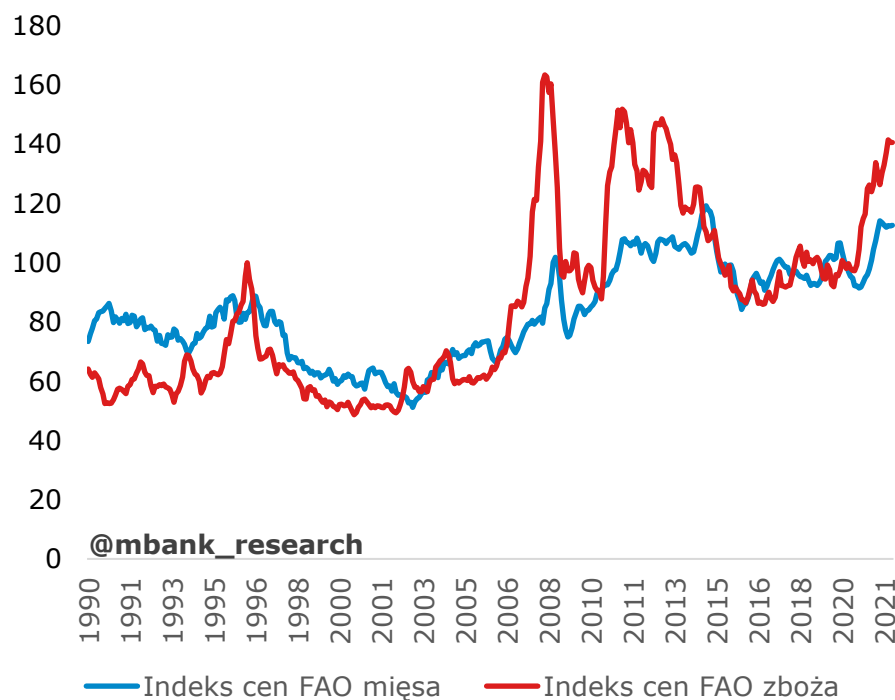
FAO (nominowany w USD) vs ceny żywności w Polsce



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg i GUS

- ❖ Indeks cen żywności FAO osiągnął (w ujęciu dynamicznym) szczyty. Nie spodziewamy się jednak natychmiastowego ruchu cen w dół. To chwilę potrwa i przed nami sporo ryzyk. Można jednak przyjąć, że poprzeczka dla dalszych wzrostów cen postawiona jest wysoko i wchodzimy w okres wysokiej bazy.
- ❖ Ceny terminowe pszenicy są wciąż blisko rekordów. Rynek w niewielkim już stopniu reaguje na informacje o ograniczeniu eksportu nawozów azotowych przez Rosję. Być może większość strachów jest już w cenach i konieczna jest nowa informacja (stan zbiorów), aby ruszyć rynkiem. Istnieje ryzyko, że dostosowanie nawet do bieżących cen w przypadku cen mięs nie jest jeszcze kompletne (ryzyka w górę).
- ❖ W przeciągu kolejnych kilku miesięcy tempo wzrostu cen żywności w Polsce powinno osiągnąć punkt przegięcia. Nie wiadomo jednak z jakich poziomów będziemy spadać. Spowalniającem późniejszych spadków będą naszym zdaniem ceny mięs, które obecnie znajdują się na niskich poziomach, istotnie wsparte zwiększoną podażą w związku z ASF (redukcje stad, wyższa podaż dziś, niższa w przyszłości). Cykl produkcyjny sugeruje jednak, że w kolejne miesiące wchodzimy z niskim pogłowiem. Albo produkcja będzie odbudowywana przy wyższych cenach pasz (przeniesienie kosztów -> drożej), albo rynek napotka barierę podażową (wysokie ceny napędzane grą podaży i popytu).

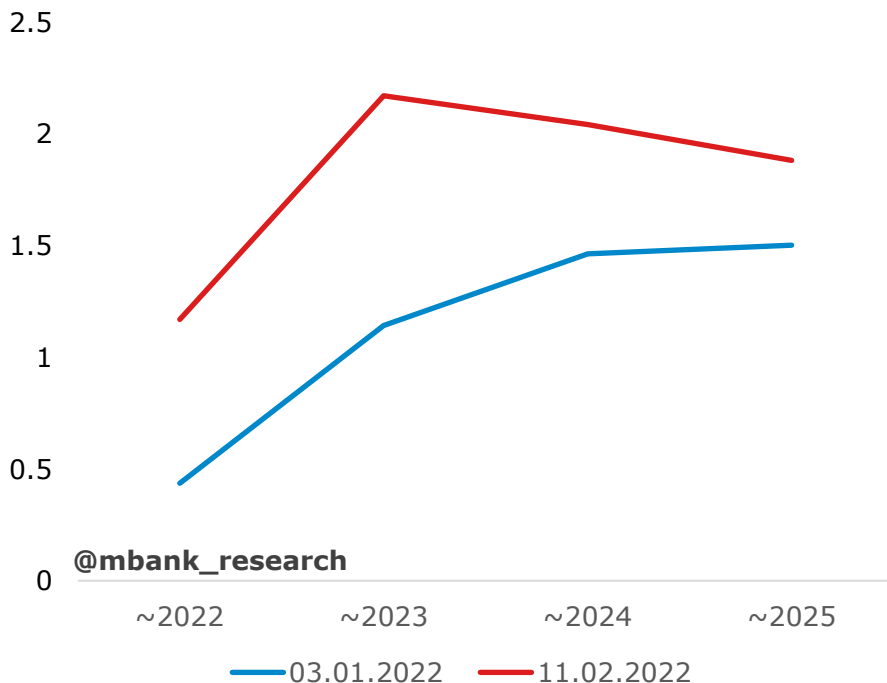
Szok cen zbóż = szok cen mięsa jeszcze się „nie zgrał”



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg i GUS

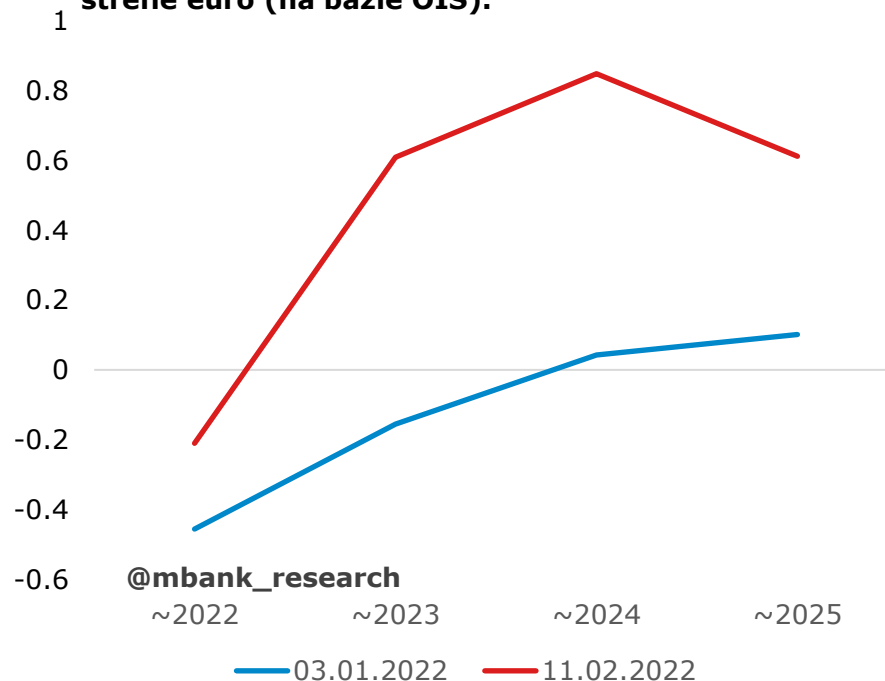
Banki centralne na rynkach rozwiniętych. Lift-off!

Oczekiwana ścieżka 1-rocznych stóp procentowych w USA (na bazie OIS).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Oczekiwana ścieżka 1-rocznych stóp procentowych w strefie euro (na bazie OIS).

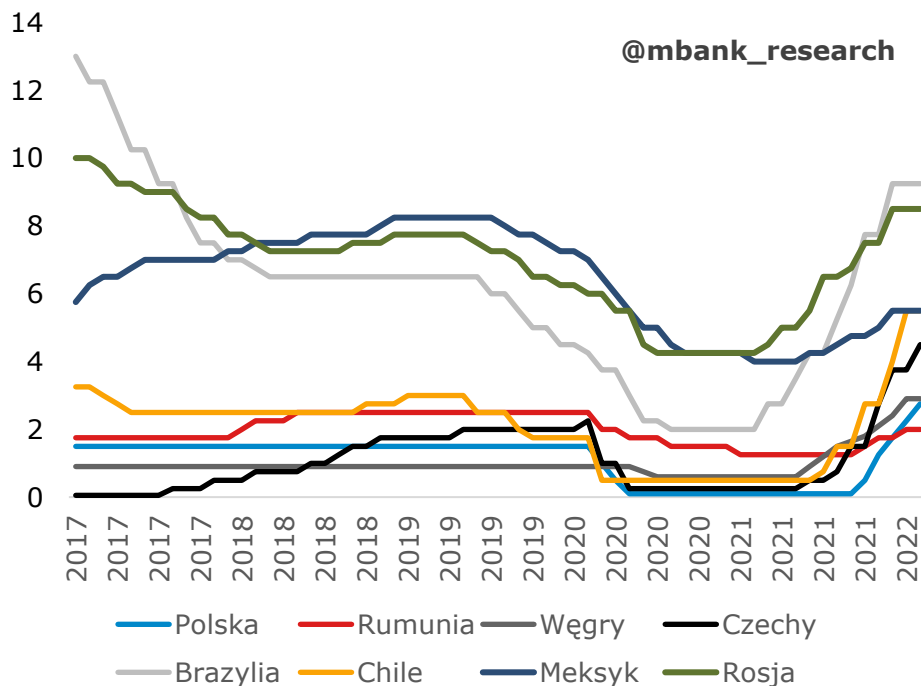


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

- ❖ Od początku roku inwestorzy znacząco podnieśli ścieżki oczekiwanych stóp procentowych w USA i strefie euro. W tym momencie scenariuszem rynkowym w USA jest start podwyżek w marcu (QT w drugiej połowie roku), a w strefie euro w okolicy III kwartału. Zgadza się ze scenariuszem dla USA, choć oczekiwane tempo zmian stóp jest naszym zdaniem zbyt szybkie. Nie zgadzamy się w przypadku strefy euro obstawiając późniejsze, choć głębsze podwyżki (stopa docelowa 1% 2023/2024; zniesienie PEPP w marcu, pomostowe APP i jego wygaszenie do końca roku, pierwsza podwyżka w grudniu 2022).
- ❖ W obu przypadkach inflacja pozostaje grubo powyżej celów banków centralnych. W obu przypadkach jednak główną determinantą inflacji są towary. Nasze założenia dot. łańcuchów wartości ([tutaj](#)), cen żywności ([tutaj](#)) i ropy naftowej ([tutaj](#)) sugerują, że zbliżamy się do szczytów inflacji, a następnie będzie ona dość dynamicznie opadać w kierunku celów banków centralnych.
- ❖ Do tej pory inflacja w usługach pozostaje dość stabilna. Zacieśnienie rynku pracy w USA będzie utrzymywać tę część inflacji na bieżącym lub nawet nieco wyższym poziomie. Z cyklicznego punktu widzenia skala akomodacji monetarnej jest obecnie nadmierna. W przypadku strefy euro stan rynku pracy – a głównie dynamiki płac – jest słabszy niż w USA. Pomoże jednak stymulacja fiskalna. Do tego należy się liczyć również z epizodami gry rynkowej na fragmentację strefy euro przy wyższych stopach. EBC może poczekać i poczeka, choć okno do podwyżek stóp w 2023 roku zostanie wykorzystane.

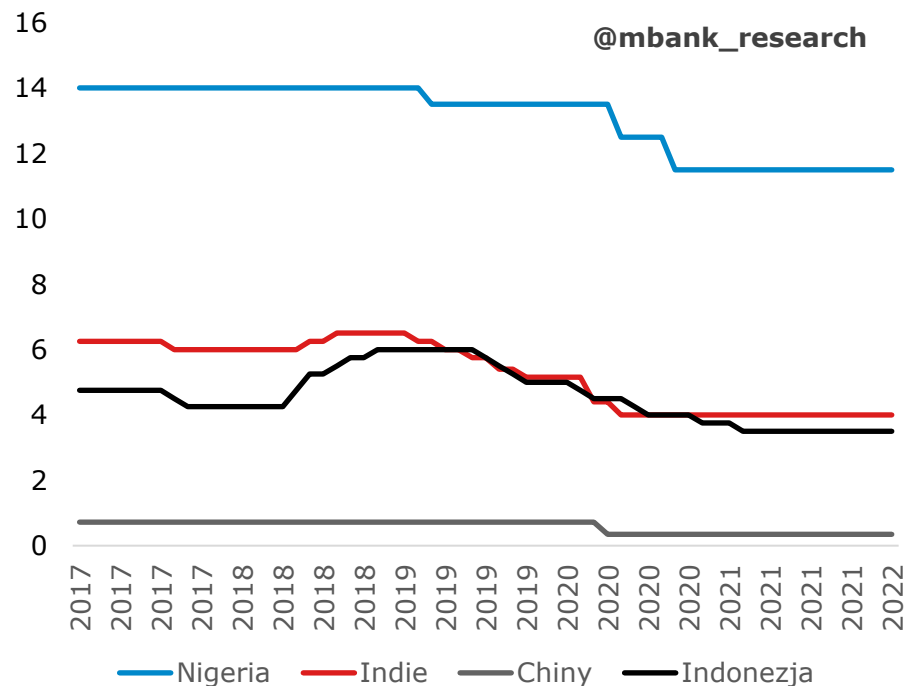
Banki centralne EM. Część już dawno w trakcie podwyżek, część czeka.

Część już podwyższyła



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Część się dopiero zbiera



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

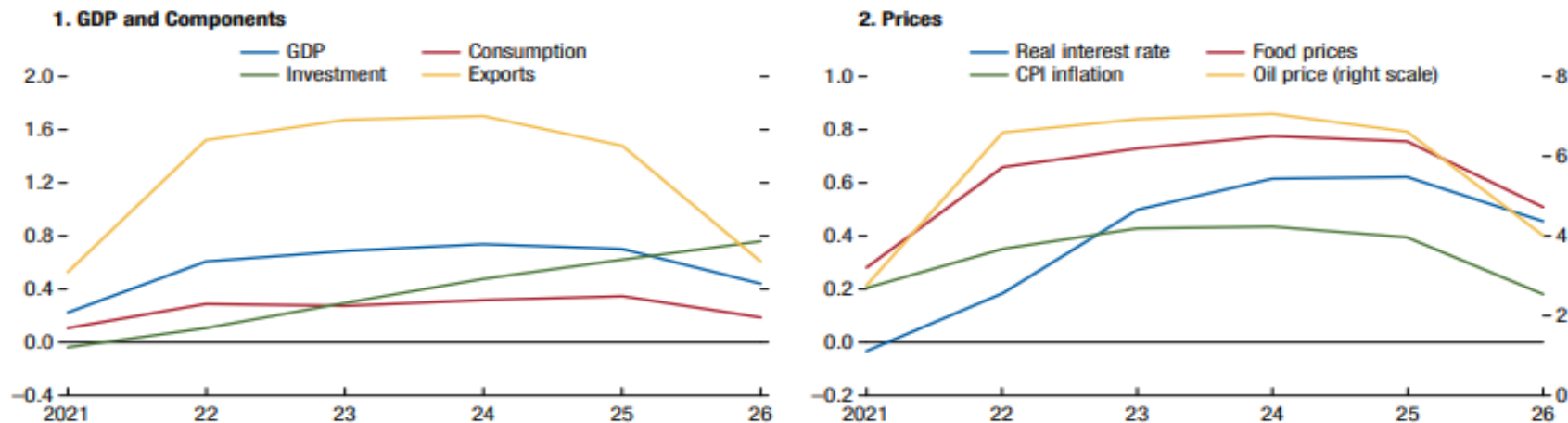
- ❖ Banki centralne krajów rozwijających się już dawno rozpoczęły cykl zacieśnienia polityki pieniężnej. Nie dotyczy to jednak Azji, gdzie inflacja generalnie utrzymuje się na relatywnie niskim poziomie (wynika to zarówno z innej struktury konsumpcji, jak i z kosztów transportu, których podwyższenie generuje presję inflacyjną przede wszystkim na rynkach docelowych).
- ❖ Czy poduszka stóp procentowych będzie wystraczająca, aby uniknąć dalszych (głębszych) podwyżek podczas zacieśnienia polityki pieniężnej Fed? To pytanie zadajemy sobie głównie w przypadku Polski. Standardowe rozumowanie sugerowałoby, że zacieśnienie Fed oznacza problem dla złotego i presję na stopy procentowe w Polsce (i chyba na razie taka linia kształtuje się w RPP). Nic takiego jednak się nie stało podczas poprzedniego cyklu zacieśnienia w USA. Co więcej, obecnie EURUSD (i jest to dla nas zaskakujące) reaguje pozytywnie na zmianę retoryki banków centralnych na rynkach rozwiniętych i to przy dużej normalizacji polityki pieniężnej wycenionej w zasadzie wszędzie. W przypadku EBC jest ona pewnie dodatkowo z górką, co koncepcyjnie powinno wpływać kojąco na PLN przez kanał dysparytetowy, gdy EBC już faktycznie zacznie. Obstawiamy, że inwestorzy dają Polsce duży kredyt zaufania i wciąż bliżej jest DM niż EM. Zacieśnienie polityki pieniężnej za granicą traktujemy więc jako element sprzyjający opadaniu inflacji (i cyklu realnej gospodarki) w Polsce. To też kolejny element negatywnego wpływu na PKB.

Globalna polityka fiskalna. Zacieśnienie fiskalne nie w roku 2022.

Figure 1.4. Global Effect of Three Large Recovery Packages on Macroeconomic Variables and Prices

(Percent change relative to baseline)

Global GDP and gross exports would see a sizable increase, the rise in prices would be transitory and moderate, and the increase in global interest rates would be long-lasting.



Sources: IMF World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

Note: The figure focuses on three large recovery packages announced since April 2021 by the European Union (NextGenerationEU) and the United States (American Families Plan and American Jobs Plan). Simulations use the G20 module of the Flexible System of Global Models. CPI = consumer price index.

Źródło: IMF Fiscal Monitor October 2021 ([link](#))

- ❖ Gdy popatrzymy na prognozowane w kolejnych latach deficyty fiskalne (nawet strukturalne), to dojdziemy do poniekąd słusznego wniosku, że polityka fiskalna będzie globalnie mniej ekspansywna w latach 2022+. W dwóch najbardziej interesujących nas gospodarkach (USA, strefa euro) mamy dwa bieguny: restrykcyjną politykę fiskalną w USA (fiasko kolejnego pakietu Bidena) oraz ekspansywną w strefie euro. Na korzyść europejskiej polityki fiskalnej działają jednak proponowane działania osłonowe przeciwko wzrostom cen energii (tego nie ma na razie w szacunkach, tego nie ma i raczej nie będzie w USA).
- ❖ Biorąc jednak pod uwagę skalę dotychczasowej stymulacji w USA (odłożoną częściowo w postaci majątków podmiotów gospodarczych) oraz oczekiwaną stymulację w strefie euro, prawidłowa analiza efektów fiskalnych rozkłada się na więcej niż rok. Szacunki MFW (jak wyżej) sugerują, że kumulacja pozytywnych efektów będzie trwała w latach 2022-2025. Uwaga jednak: dynamicznie rzecz ujmując (a więc operując w kategoriach przyspieszenia), największe efekty zobaczymy w 2022 roku, a później dodatkowe wsparcie (popchnięcie dla wzrostu) będzie mizerne i wreszcie opadnie.
- ❖ Naszym roboczym założeniem jest, że polityka fiskalna (mierzona efektami bieżącymi i opóźnionymi) będzie nadal pozytywnie kontrybuować do wzrostu PKB. Później sytuacja staje się gorsza, bo będziemy już po etapie efektów dynamicznych. Coraz większe negatywne znaczenie będą miały też wzrosty kosztów obsługi zadłużenia (choć to będzie się długo filtrować do budżetów).

Gospodarka polska:

Pożegnanie równowagi zewnętrznej i wewnętrznej

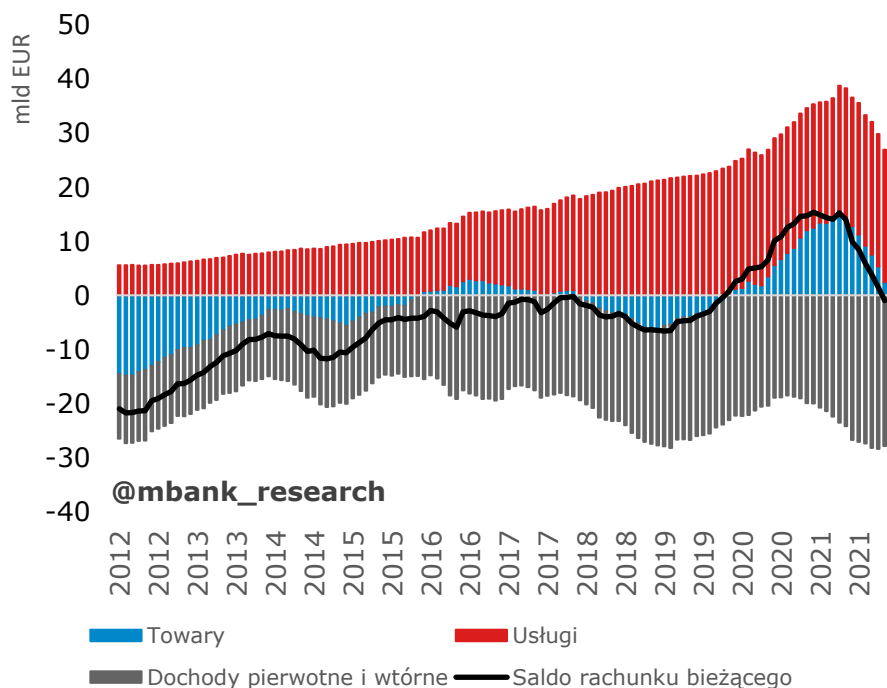
Polityka fiskalna w kontrze do monetarnej

Wyhamowanie inflacji bliżej celu inflacyjnego w 2023 roku
będzie możliwe głównie przez czynniki globalne
i tylko wtedy, gdy na tarcze anty(inflacyjne) spojrzymy
przez specjalne okulary

Złoty ma szansę na umocnienie: dysparytety już działają,
piłka po stronie ocieplenia stosunków z UE

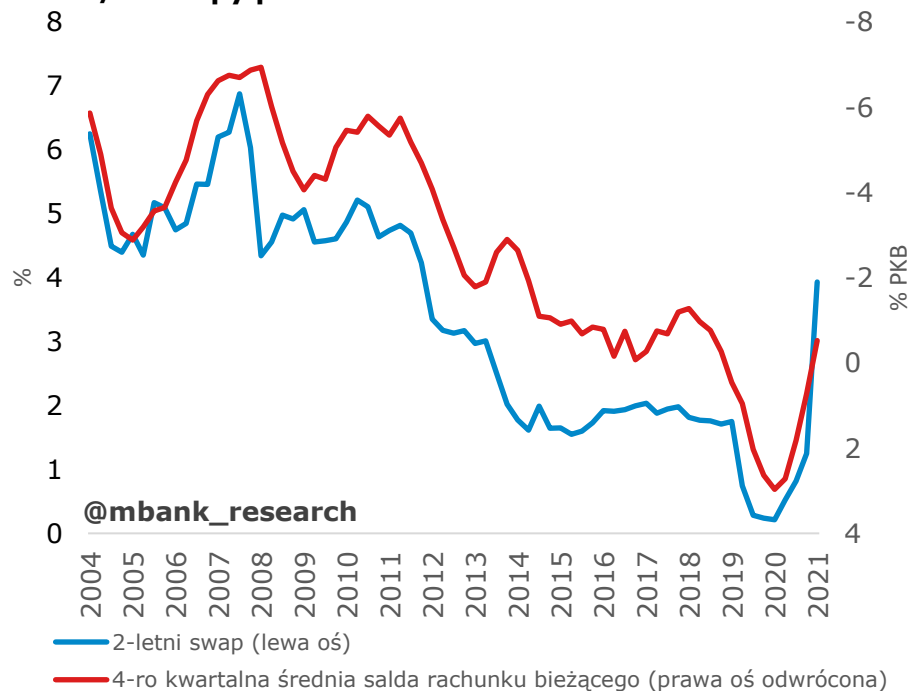
Pożegnanie zrównoważenia zewnętrznego? Nie na zawsze, ale będzie trudniej.

C/A z dekompozycją (12-miesięczne sumy)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

C/A i stopy procentowe?

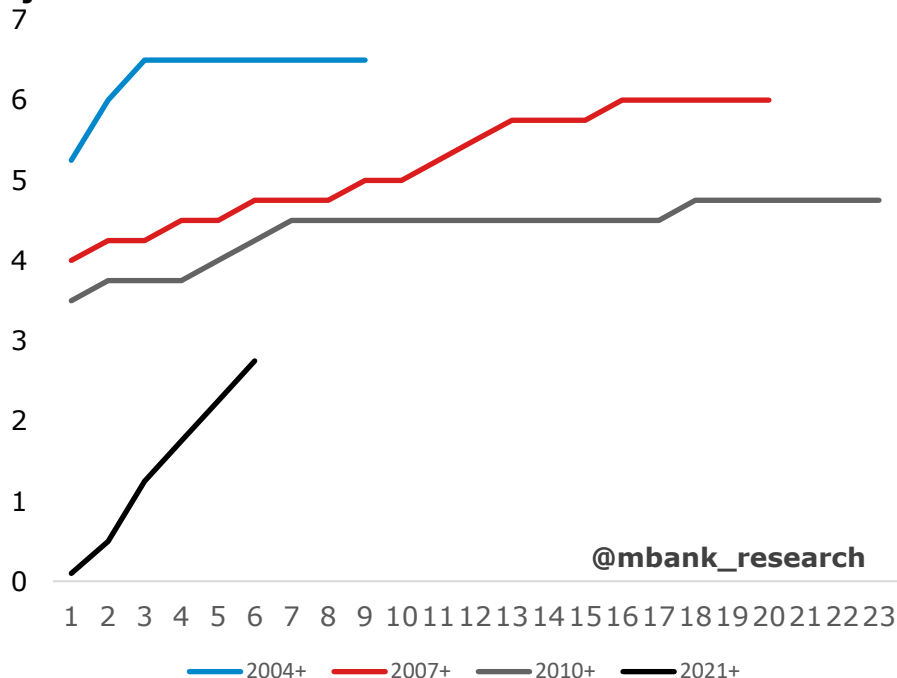


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i Bloomberg

- ❖ Zrównoważenie zewnętrzne pogorszyło się w 2021 roku na wszystkich frontach (patrz rysunek). Będzie lepiej, ale generalnie o nadwyżki trudniej. Uważamy, że w przypadku usług mamy po prostu do czynienia z powrotem do trendu a ostatnie 2 lata były pod tym kątem nadmiernie optymistyczne. Trend jest pozytywny i będzie pozytywny. W przypadku salda wymiany towarowej, w grę wchodzi cykliczne przyspieszenie gospodarki połączone z bezprecedensowym wzrostem cen surowców i komponentów oraz trudności eksportowe (spowodowane trudnościami z kompletowaniem produkcji eksportowej z uwagi na zerwane łańcuchy dostaw). To będzie się stopniowo odwracało w kolejnych kwartałach.
- ❖ W przypadku salda dochodów wtórnych i pierwotnych jesteśmy mniejszymi optymistami. Wyższe stopy procentowe, wyższe oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w kraju, wyższe płace (dla pracowników z zagranicy) będą utrzymywać ten element rachunku bieżącego w dużym deficycie. Transfery z UE będą coraz mniej bieżące (choć to dla samego bilansu przepływu środków nie ma znaczenia).
- ❖ Uruchomiły się już procesy dostosowania po stronie nominalnej (stopy procentowe – patrz prawy wykres), które z jednej strony kompensują deficyt na rachunku bieżącym podmiotom go finansującym, a z drugiej uruchamiają procesy realne, które będą chłodzić popyt, przywracając w średnim terminie większe zrównoważenie.

Pożegnanie niskich stóp procentowych

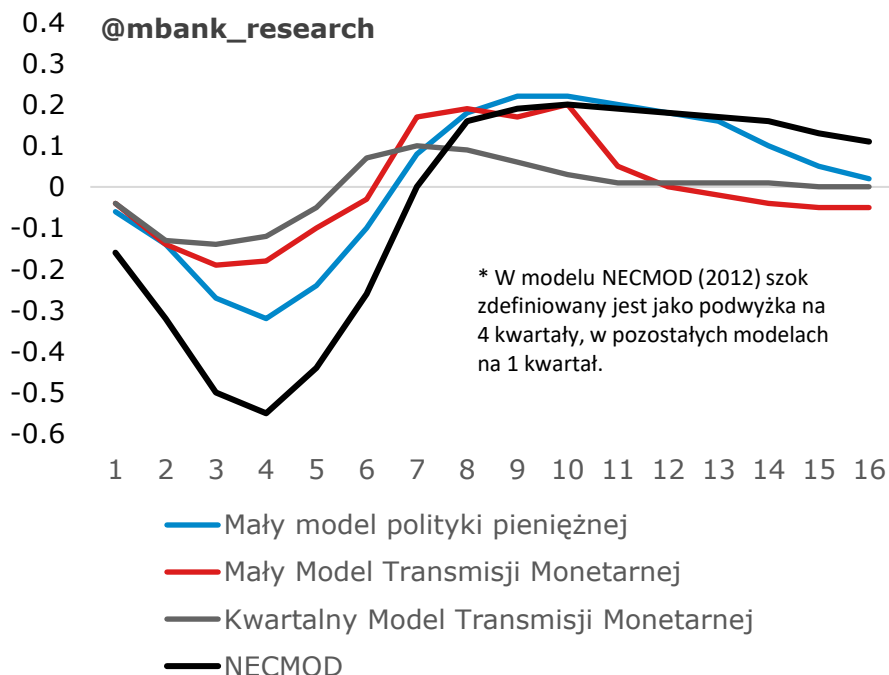
Podwyżki stóp procentowych są szybkie i znaczne. A to jeszcze nie koniec.



Źródło: Opracowanie własne

- ❖ Jakkolwiek RPP nie chciała nazwać swoich działań cyklem, ów zaczął się w październiku 2021 roku i od tej pory każdy miesiąc naznaczony był podwyżką stóp procentowych. Stopa referencyjna osiągnęła 2,75% na koniec lutego. Uważamy, że RPP skończy cykl w tym roku maksymalnie na 4%. Punktem zwrotnym będzie posiedzenie marcowe. Po nim RPP przejdzie na mniejsze kroki (25pb). Zmiana składu RPP nie będzie miała znaczenia dla prowadzonej polityki pieniężnej.
- ❖ RPP celuje z inflacją w drugą połowę 2023 roku. Uważamy, że efekty dotychczasowych podwyżek stóp procentowych, zwalniająca gospodarka oraz uwarunkowania globalne, pozwolą na zmieszczenie inflacji w okolicy dopuszczalnego przedziału wahań wokół 2,5%. Jeśli daty zakończenia tarcz antyinflacyjnych skumulują się w 2023 i podbiją inflację, RPP będzie *de facto* celować w CPI po wyłączeniu efektów zmian podatków pośrednich (jak CNB). I ma to oczywiście sens ekonomiczny zważywszy na fakt, że koniec tarcz to zacieśnienie fiskalne (patrz [tutaj](#) oraz [tutaj](#)).
- ❖ Cykl zacieśnienia polityki pieniężnej w USA i strefie euro nie będzie przeszkadzał trajektorii zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej. Poprawa wskaźników wrażliwości gospodarki Polskiej jest wyraźna i inwestorzy nie będą traktować Polski jako części koszyka EM. Więcej zacieśnienia polityki pieniężnej za granicą, mniejsza konieczność głębokich podwyżek stóp procentowych w Polsce.

Gospodarka odczuje podwyżki stóp (tu wpływ 100pb* podwyżki stóp na PKB, w pp.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów NBP.

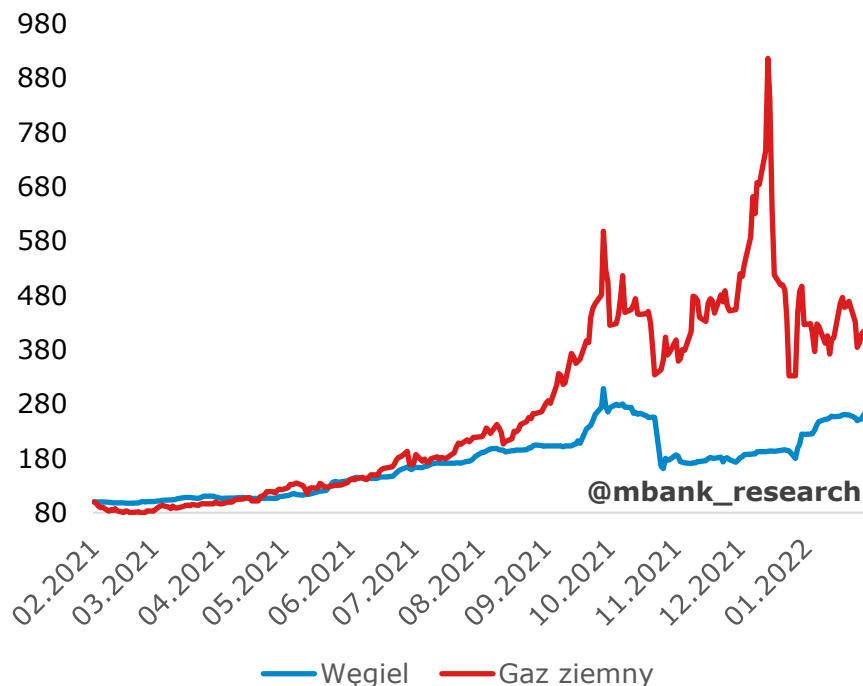
Pożegnanie niskich cen energii elektrycznej. Podbicie cen gazu przejściowe.

Ceny uprawnień do emisji CO2 (spot), 02.2021 = 100



Źródło: Bloomberg

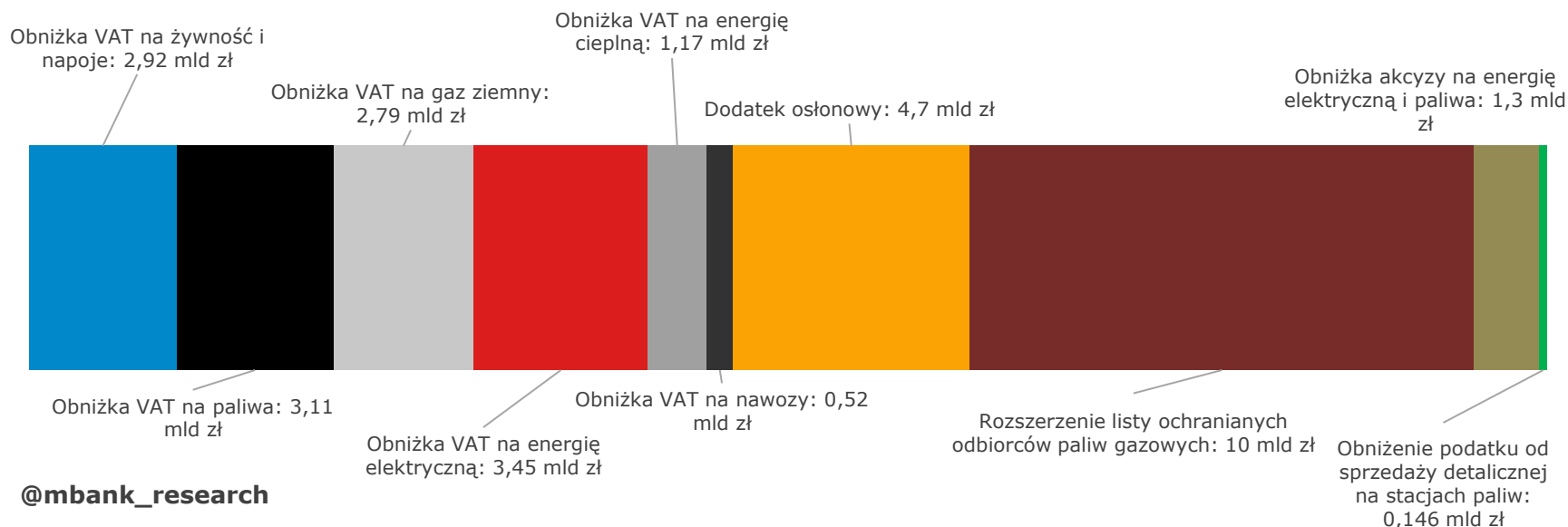
Ceny węgla i gazu (spot), 02.2021 = 100



Źródło: Bloomberg

- ❖ Ceny gazu stabilizują się. Prawdziwa niespodzianka dla polskich konsumentów (oraz szerszej grupy odbiorców) zaszyta jest jednak w zmienionych zasadach dot. rozkładania zmian cen w czasie. Jeszcze w grudniu oczekiwaliśmy, że różnica między kosztem zakupu surowca, a ceną zatwierdzoną przez regulatora zostanie skompensowana w kolejnej taryfie (zobacz [tu](#)). Sposób naliczania kompensacji w międzyczasie zmienił się. Obecnie sprzedawca gazu otrzyma ewentualną kompensację kosztów w rozliczeniu 2022 roku (innymi słowy przelew od Skarbu Państwa), ale taryfa na 2023 ustalona będzie bez żadnych dodatkowych warunków startowych (tu bez górki). Więcej na ten temat można przeczytać [tutaj](#).
- ❖ Zmiany cen energii elektrycznej. Od podwyżek nie uciekniemy w kolejnych latach. I tak ten temat zostawiamy.

Polityka fiskalna – łączny koszt tarcz antyinflacyjnych to ok 30 mld zł (w wariancie do końca lipca)

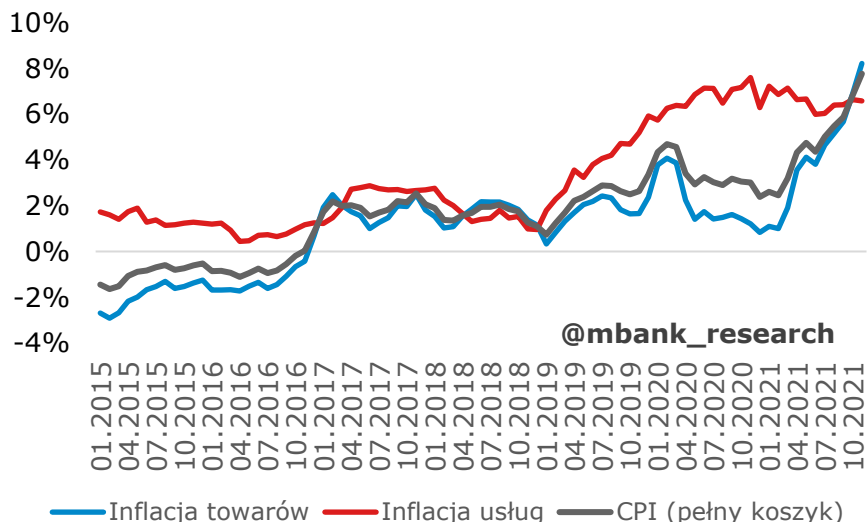


Źródło: opracowanie własne na podstawie OSR do projektów ustaw i strony MF

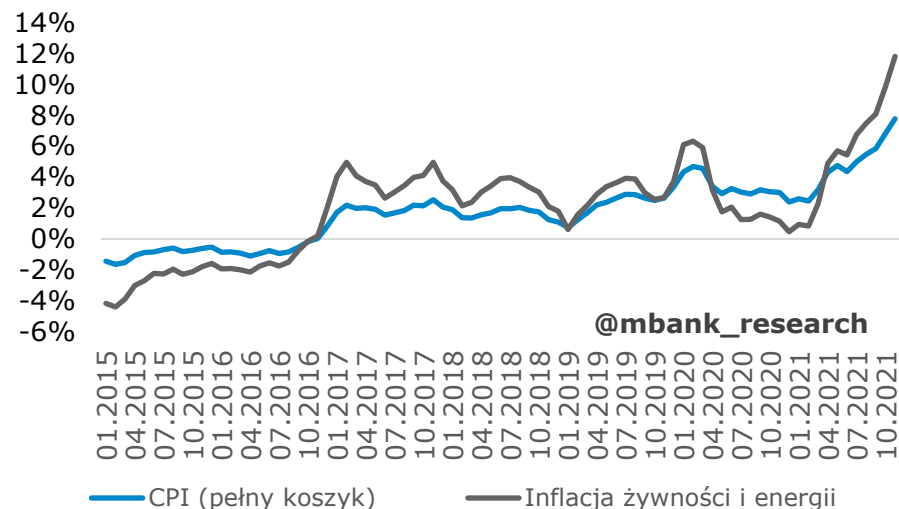
- ❖ Przedstawione powyżej koszty dotyczą okresu od stycznia do lipca 2022. Co potem? W naszej ocenie tarcza może zostać przedłużona do końca roku, przynajmniej w wybranych obszarach. Te najbardziej medialne (obniżka VAT na żywność i napoje) są stosunkowo niskim kosztem dla budżetu. Wycofywanie będzie zależało przede wszystkim od trajektorii inflacji.
- ❖ Ustawa budżetowa zakłada niecałe 30 mld zł deficytu na 2022 rok. Jednak zarówno od strony wydatków jak i dochodów budżet jest już nieaktualny. Tworzony był przy bardzo konserwatywnych szacunkach inflacji. Zakładano średnioroczną inflację na poziomie 3,3% r/r (PKB nieco wyższy niż zakładamy: 4,6% r/r). Strona dochodowa będzie więc zdecydowanie wyższa. Istotnie zwiększyły się też wydatki nieujęte w budżecie: tarcza antyinflacyjna (co najmniej 30 mld zł, naszym zdaniem będzie więcej), 14. emerytura, wyższa niż zakładano waloryzacja (efekt na dotację do FUS). 2022 rok będzie rokiem ekspansji fiskalnej.
- ❖ Wyższy (niż zakładano) nominalny PKB sprzyja też oddalaniu się relacji dług/PKB od unijnego limitu. Nie ma ryzyka zbliżenia się do progu 60%, daleko też do krajowych limitów (tu w dodatku buforem bezpieczeństwa jest finansowanie przez PFR i BGK). Scenariusz zbliżenia się do progu jest nierealny - musiałby zakładać powtórzenie się skali dodatkowych wydatków publicznych (i emisji długu) na poziomie tej z 2020 r. Naszym zdaniem relacja długu do PKB znajdzie się w okolicach 53%.

Długo oczekiwana inflacja pojawiła się z nawiązką w każdej kategorii

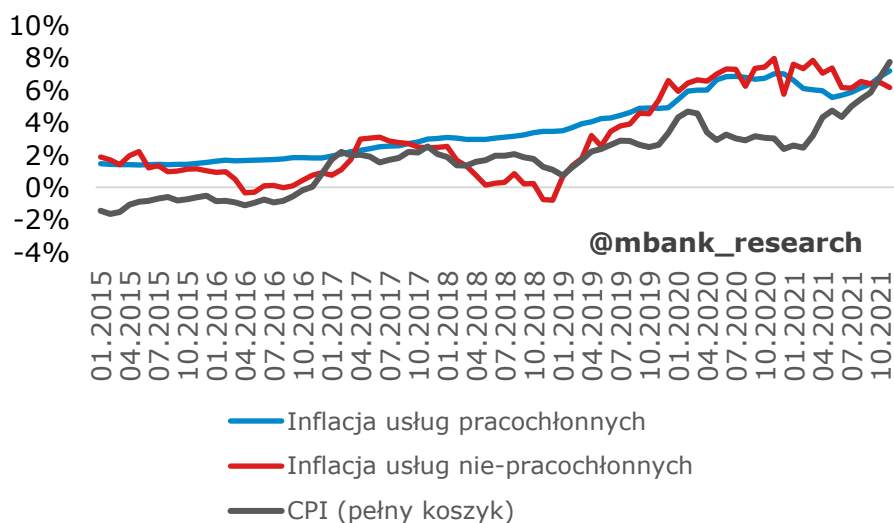
Towary i usługi



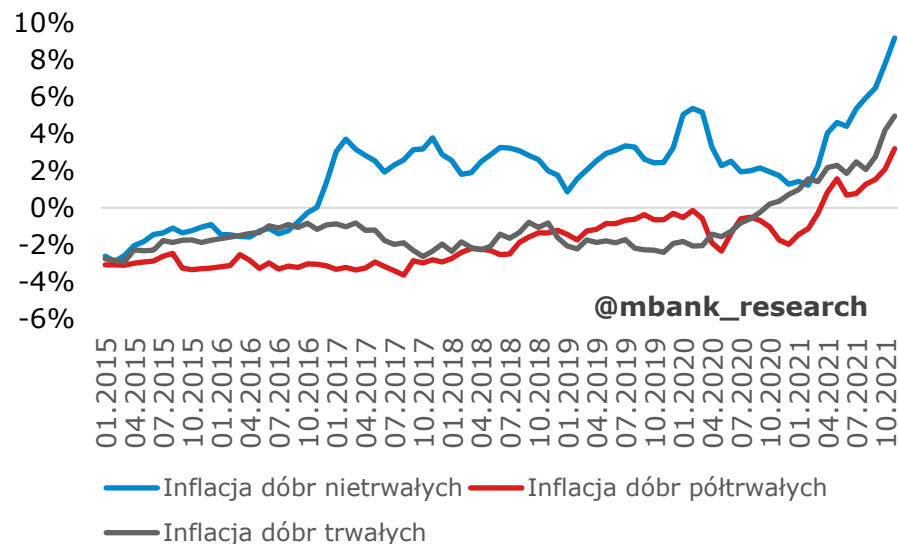
Żywność i energia



Usługi pracochłonne i niepracochłonne

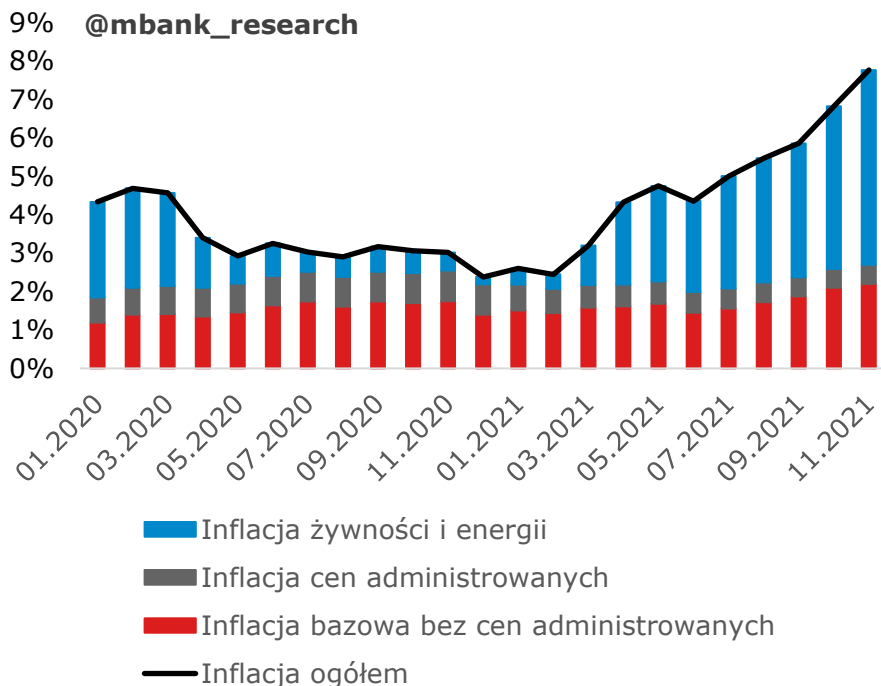


Towary



Inflacja. Podstawowe dekompozycje.

Dekompozycja #1

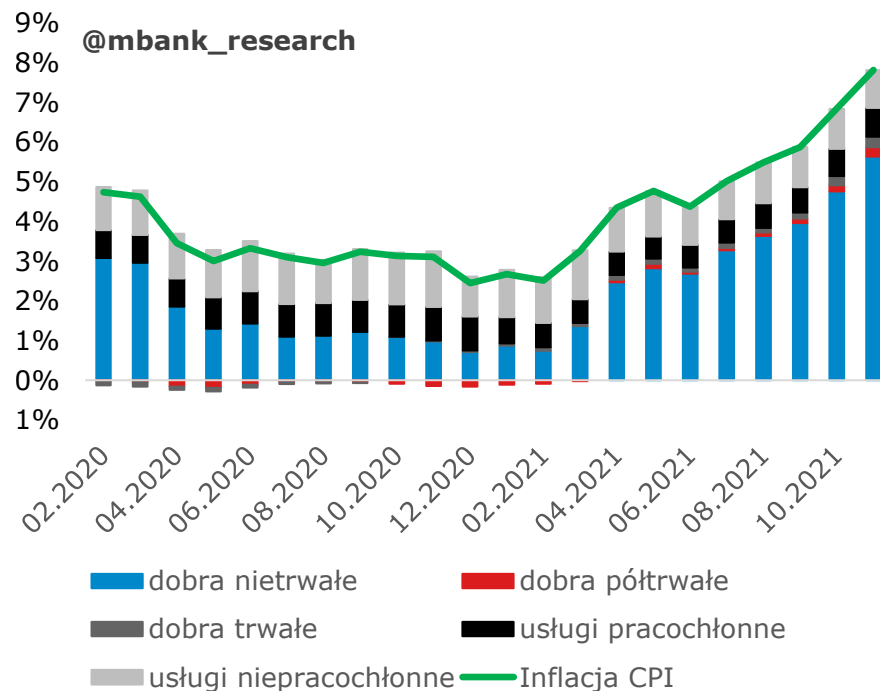


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

❖ Na dekompozycję inflacji można spojrzeć w bardziej standardowy sposób (lewy wykres) lub w sposób nieco mniej ortodoksyjny, opierając się na grupach towarowo-usługowych (prawy wykres). Z obu wynika ten sam wniosek. Przyspieszenie inflacji w 2021 wynika głównie z cen towarów, gdzie żywność i energia grają pierwsze skrzypce. Teza jakoby inflacja była importowana na pierwszy rzut oka się broni. Inflacja zależna istotnie od czynników wewnętrznych (bazowa bez cen administrowanych, usługi) przyspieszyła mniej, lecz również przyspieszyła. Ta część inflacji była już jednak przed pandemią wysoka i w trakcie pandemii dodatkowo się utrwaliła.

❖ Które elementy inflacji już z nami pozostaną, a które znikną? Jak pisaliśmy wcześniej ([link](#)), ceny żywności zblizają się w ujęciu dynamicznym do górki. Ceny energii będą stanowić stały element inflacji w kolejnych latach ([link](#) i [link](#)), jednak zmiany z przełomu 2021/2022 są nie do powtórzenia (i generują bazę statystyczną na przełom 2022/2023). To determinuje ścieżkę dóbr nietrwałych na 2022 i 2023 rok. Ten rok będzie pozostawał jeszcze pod wpływem dużych zmian cen z przełomu 2021/2022. Kolejny rok to już wyraźna trajektoria spadkowa. Ceny dóbr trwałych i pół-trwałych to również historia zbliżającej się cyklicznej górki: omikron i powrót usług zmniejszy popyt na towary, spadające ceny frachtu ([link](#)) obniżą ceny (przynajmniej zmniejszą wzrosty), wzrost konkurencji obniży ceny dóbr i produktów finalnych – zwłaszcza przy wolniej rosnącej gospodarce. Wzrosty cen usług utrzymają się lub przejściowo nawet przyspieszą (rynek pracy, zwyczajki cen po procesie inwestycyjnym).

Dekompozycja #2



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Inflacja. Tarcze (anty)inflacyjne. Zarys i chronologia.

Obniżka VAT na energię elektryczną na 3 miesiące od 1 stycznia

23% -> 5%, na 3 miesiące

Obniżka VAT na gaz na 3 miesiące od 1 stycznia

23% -> 8%

Obniżka VAT na ciepło (miejskie) na 3 miesiące od 1 stycznia

23% -> 8%

Dodatek osłonowy dla ubogich gosp. domowych

Koszt budżetowy 4,7 mld zł

Wypłata w dwóch transzach do końca
marca i 2 grudnia

Obniżka VAT na energię elektryczną od lutego do końca lipca

Utrzymanie stawki 5% (a więc przedłużenie o 4 miesiące)

Obniżka VAT na gaz na od lutego do końca lipca

8% -> 0% (ale w styczniu jeszcze 8%)

Obniżka VAT na ciepło (miejskie) od lutego do końca lipca

8% -> 5% (ostatecznie styczeń 8%, luty-lipiec 5%)

Objęcie szpitali, spółdzielni oraz wspólnot taryfami gazowymi

"Wyłączenie kilkuset procentowych podwyżek ogrzewania"

Obniżka VAT na paliwa od lutego do końca lipca

23% -> 8%

Obniżka VAT na żywność od lutego do końca lipca

5% -> 0%

Obniżka VAT na nawozy od lutego do końca lipca

8% -> 0%

TARCZA 2.0

Od 20 grudnia do 20 maja 2022

Obniżona akcyza na energię elektryczną

Obniżenie akcyzy na paliwa

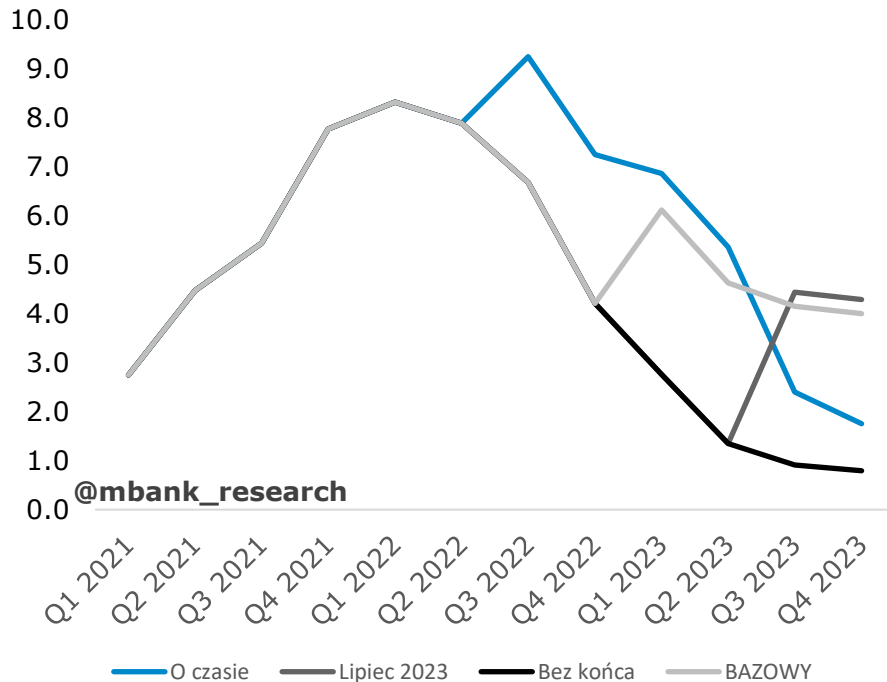
Zwolnienie paliw od podatku ze sprzedaży detalicznej oraz z opłaty emisyjnej

TARCZA 1.0

@mbank_research

Inflacja. Tarcze (anty)inflacyjne – warianty zakończenia i spekulacje.

Zabawa efektami bazowymi w wygasaniu tarcz*

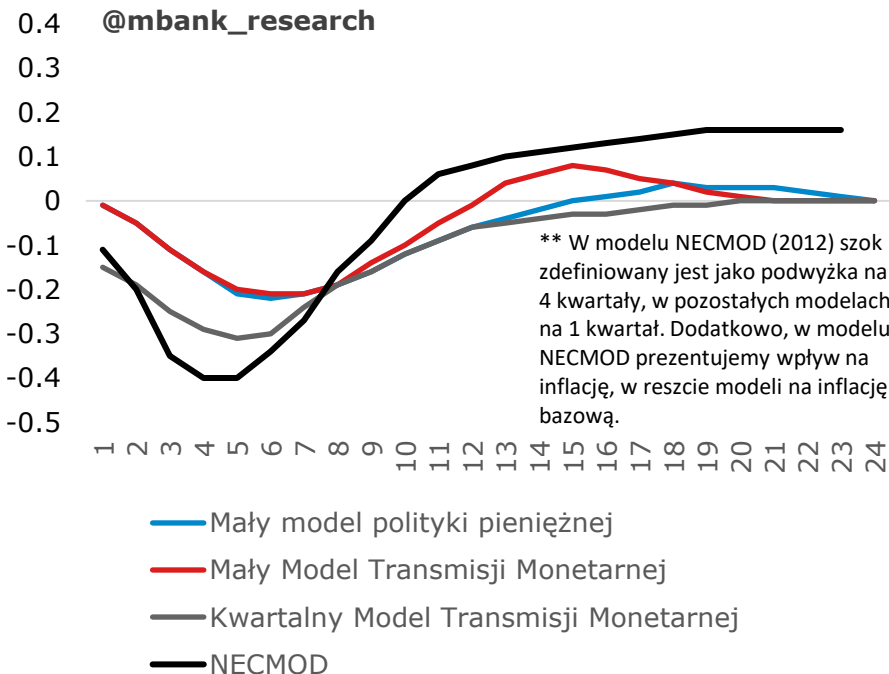


Źródło: opracowanie własne

- ❖ Na rozważania z poprzedniego slajdu należy nałożyć efekty tarcz oraz efekty dotychczasowych i bardzo prawdopodobnych kolejnych ruchów w ramach polityki pieniężnej.
- ❖ Tarcza energetyczna. Zakładamy, że skończy się na początku 2023 roku (niekoniecznie w jednym kroku).
- ❖ Tarcza paliwowa. Zakładamy, że skończy się na początku 2023 roku. Prawdopodobne jest, że od połowy roku będą jednak kształtować się warunki, w których obniżki cen paliw pozwoliłyby na wcześniejsze zakończenie tarczy, choć to nie jest nasz scenariusz bazowy.
- ❖ Tarcza żywnościowa. Skończy się na początku 2023 roku (niekoniecznie w jednym kroku). Z uwagi na heterogeniczność produktu objętego zmianami podatku zakładamy, że będzie to element tarczy dzięki któremu ostateczne ceny produktów będą (sporo) wyższe niż bez niego (wyraźne asymetrie [link](#) + podwyżki cen netto, także na innych elementach koszyka nieobjętego tarczą).

* Rysunek ma na celu jedynie pokazanie jak duże efekty bazowe generowane są przez tarcze inflacyjne. Wyginany jest scenariusz bazowy na zasadzie *ceteris paribus* (zmieniają się tylko daty wygasania tarcz). Pod uwagę bierzemy idealny świat, w którym przełożenie zmian podatkowych na ceny jest 1:1.

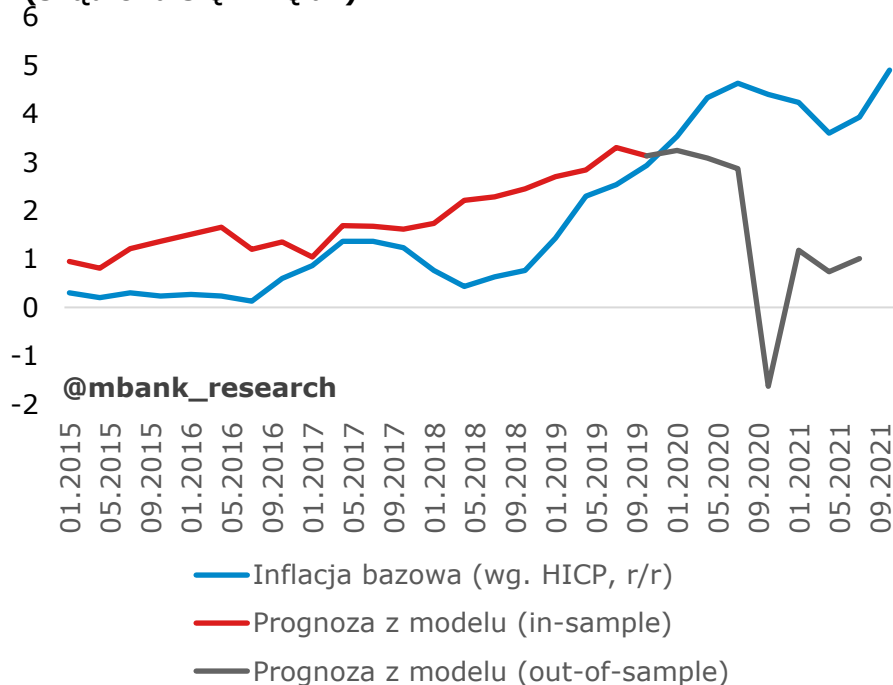
Z tarczami lub bez, o dezinflacyjnych efektach polityki pieniężnej nie można zapominać**



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów NBP

Inflacja. Prognoza 6,8% w 2022 roku (4,7% w 2023 roku). Ryzyka w górę.

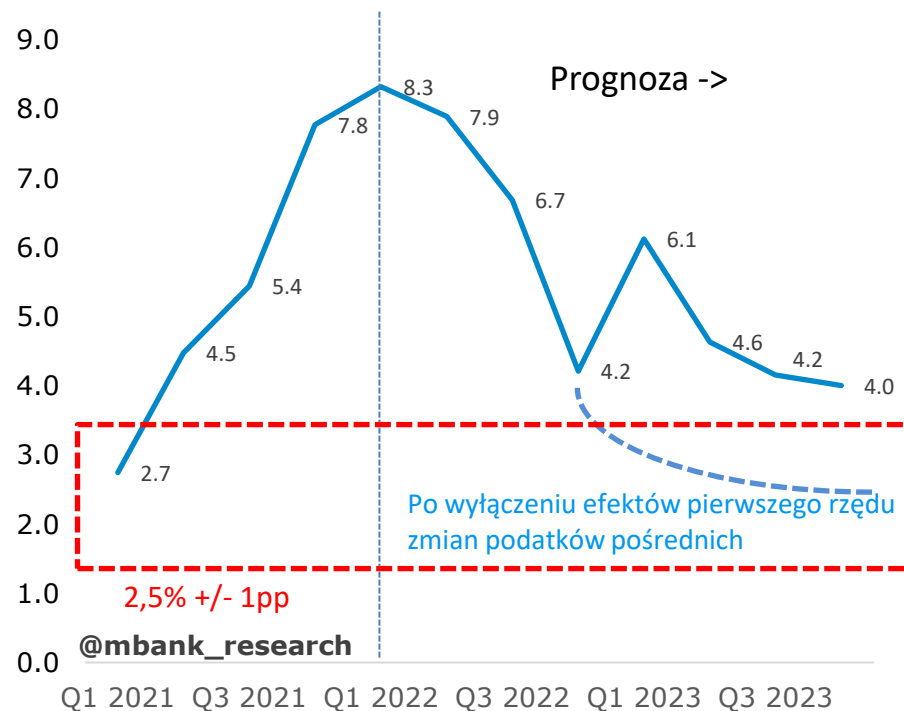
Banalny model na inflację bazową zgubił sporo inflacji (skąd ona się wzięła?)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (szczegółowa specyfikacja modelu w [linku](#))

- ❖ Tarcze inflacyjne wprowadzają element ekspansji fiskalnej do już rozgrzanej gospodarki. Uważamy jednak (a [tu](#) przedstawiliśmy rozwinięcie tych rozważań, patrz przypis do wykresu „okularowego” o tarczach inflacyjnych), że ich efekt nie będzie na tyle znaczący, aby trwale zmienić trajektorię inflacji bazowej. Ryzyka kumulują się w krótkim terminie. Spodziewamy się odczytów powyżej 6% w 2022 roku, jednak w 2023 ta miara inflacji będzie już wyraźnie niższa (przyspieszenie na przełomie 2021/2022 roku ma w sobie b. duży element tymczasowy związany z popytem na towary, który nie powtórzy się w kolejnych latach), a na nią nałożą się efekty hamowania inflacji towarowej w żywności, energii i paliwach.
- ❖ Tarcze nie zakończą się planowo. Raczej czekamy na ich przedłużenie do początku 2023 roku. Wcześniejsze zakończenie byłoby możliwe jedynie w sytuacji znaczących zaskoczeń inflacji w dół od lutego do lipca 2022. Gdyby to nastąpiło, oczywiście sama data zakończenia tarcz nie miałaby już też większego znaczenia, bo i tak wszyscy uczestnicy rynków (łącznie z bankiem centralnym) uznaliby, że jesteśmy w procesie szybkiej dezinflacji.
- ❖ Banki centralne bronią się przed efektami fiskalnymi (zmianami podatków pośrednich) w inflacji przywdziewając specjalne okulary. W takich wypadkach można patrzeć na inflację po wyłączeniu efektów pierwszego rzędu zmian podatków pośrednich. Podniesienie podatków pośrednich to zacieśnienie fiskalne, a wzrost inflacji generowany jest w tym przypadku niejako arytmetycznie, sztucznie.

Prognoza inflacji: wariant bazowy (% r/r)



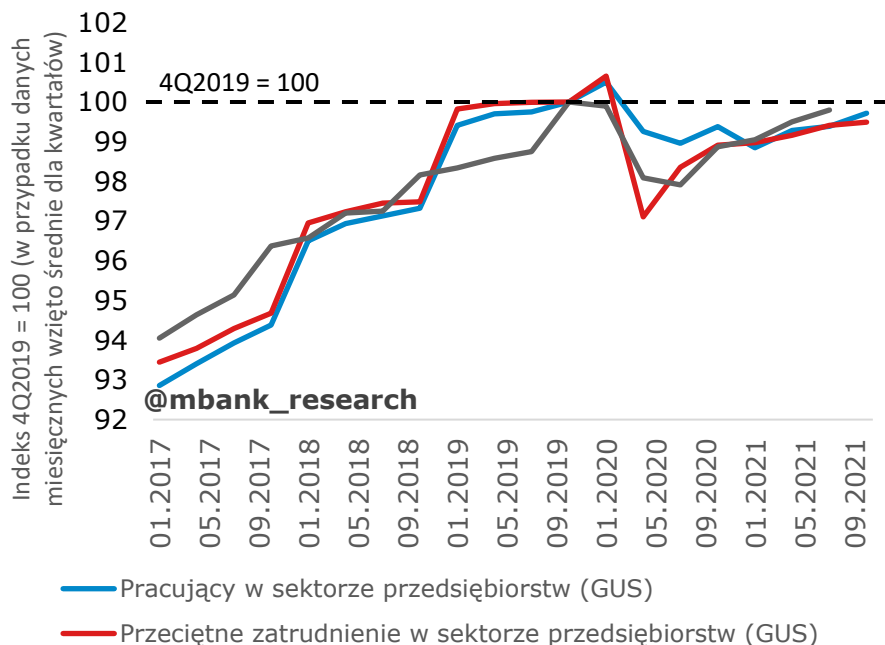
Źródło: opracowanie własne

Inflacja. Ryzyka.

Krótki okres (perspektywa 2022) Efekty wtórne zmian cen wszystkiego i dopasowanie cen względnych (energii i gazu też) Zerwane łańcuchy dostaw Ceny paliw i żywności Spirala cenowo-płacowa (brak podaży pracy) Stymulacja fiskalna Omikron (podaż z Chin) Wojna na wschodzie	Dłuższy okres (perspektywa 2023+) Tarcze (anty)inflacyjne Brak pracowników i stała presja na ceny usług Stałe podwyżki cen energii elektrycznej Zmiana modelu funkcjonowania gospodarki światowej: Chiny zrywają z nastawieniem eksportowym	W GÓRĘ
Tarcze (anty)inflacyjne (arytmetycznie) Szczęście	Naprawione łańcuchy dostaw, zapasy Wojna na wschodzie - migracja Koniec pandemii, ludzie wychodzą z domów Ceny paliw i żywności (podaż!) Przeinwestowanie w gospodarce globalnej, nadmierne moce wytwórcze, presja konkurencyjna na spadki cen	W DÓŁ

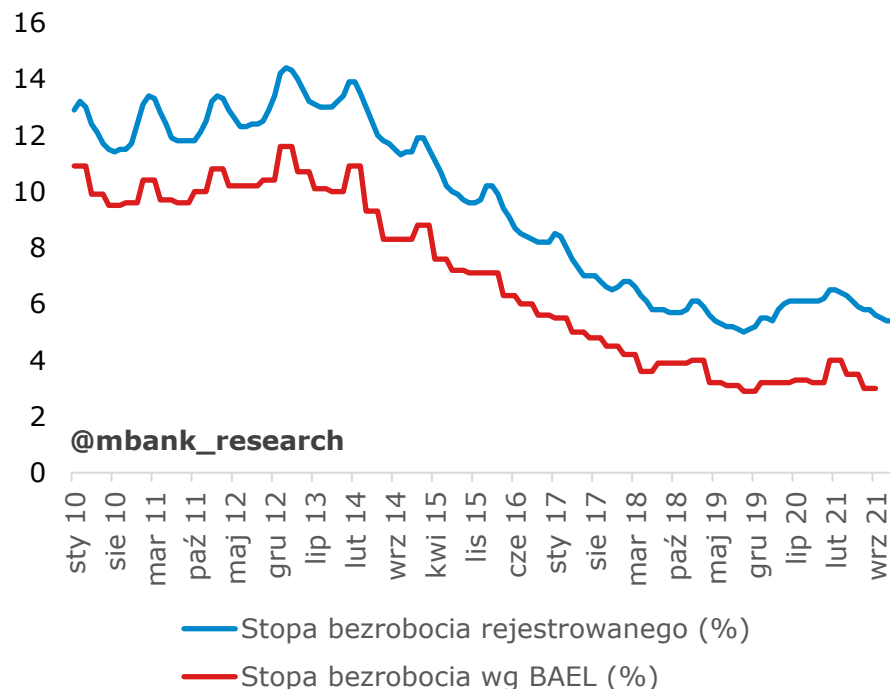
Rynek pracy. Utrzymanie wzrostów popytu na pracę. Domknięcie luki.

Stan zatrudnienia (prawie) nie zależy od przyjętej miary



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i ZUS

Stopa bezrobocia wygląda z każdej strony dobrze



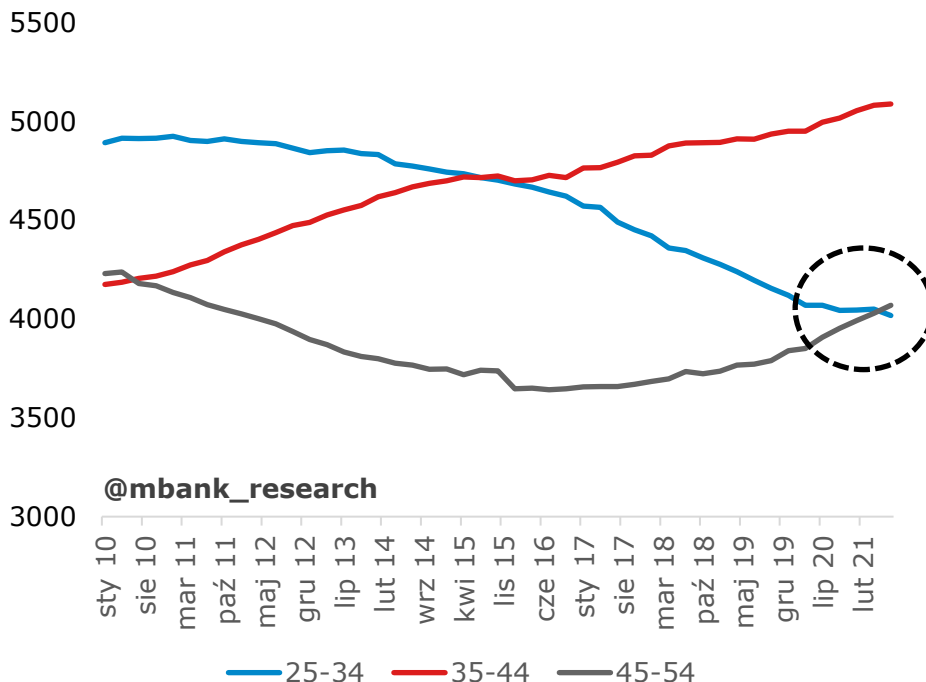
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

- ❖ Poziom zatrudnienia jest bliski notowanym przed pandemią. Już styczniowe dane GUS o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw mogą pokazać liczby pracujących analogiczne do tych sprzed 2 lat. Dane ZUS wskazują jeszcze lepszy obraz rynku pracy (dane za III kw. wyraźnie wyżej, nie znamy jeszcze danych z IV kw.). Może to być efekt zmian w strukturze zatrudnienia. Liczba pracujących na umowie zlecenie już w III kw. osiągnęła przedpandemiczny poziom. Niewzruszona na pandemię była liczba prowadzących działalność gospodarczą – tu trend wciąż pozostawał wzrostowy. Równie optymistyczny obraz wypływa z danych o stopie bezrobocia.
- ❖ Trendy te będą kontynuowane. Za dobrą kondycją rynku pracy przemawia relatywnie wysoka liczba wakatów oraz historycznie dobre dane o planach dot. zatrudnienia (dane z ostatniego Szybkiego Monitoringu NBP). Wysoki indeks planowanego zatrudnienia (różnica między odsetkiem firm planujących wzrost zatrudnienia, a tymi planującymi redukcje) widoczny jest zwłaszcza w przypadku transportu, przetwórstwa przemysłowego i budownictwa (również dane SM NBP). Zatrudnienie ma wciąż co nadrabiać (jeśli chodzi o dystans do trendu), a wzrost gospodarczy nie będzie tu problemem (prognozowany wzrost PKB jest wciąż solidny).

* Dane o liczbie osób płacących składki emerytalno-rentowe, pomniejszone o bezrobotnych, osoby pobierające zasiłek macierzyński, osoby na urlopie wychowawczym, osoby sprawujące osobistą opiekę nad dzieckiem, czy osoby pobierające świadczenie pielęgnacyjne.

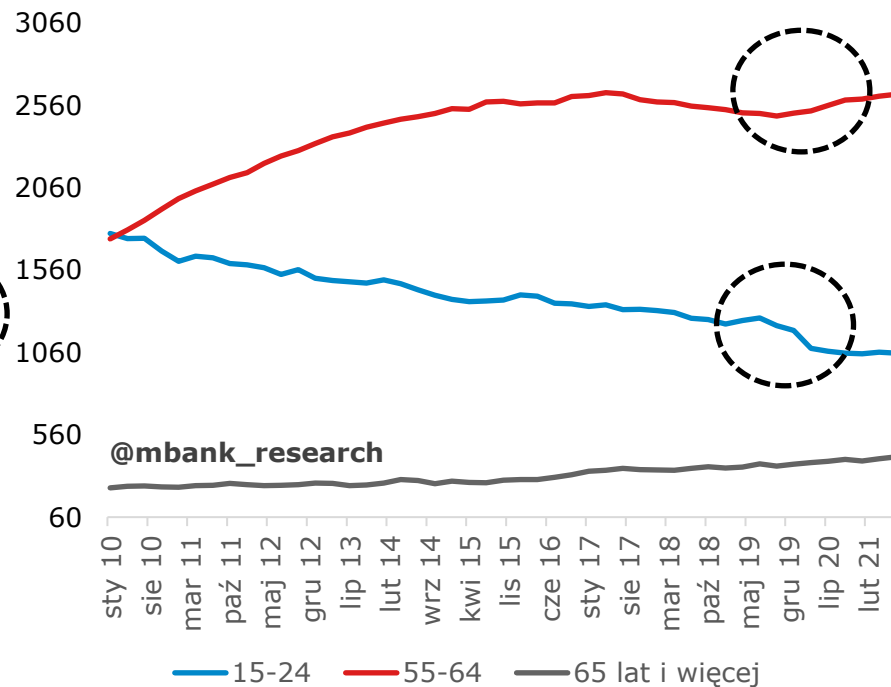
Rynek pracy. Trendy aktywności zawodowej.

Liczba aktywnych zawodowo (w tys.) #1



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BAEL

Liczba aktywnych zawodowo (w tys.) #2

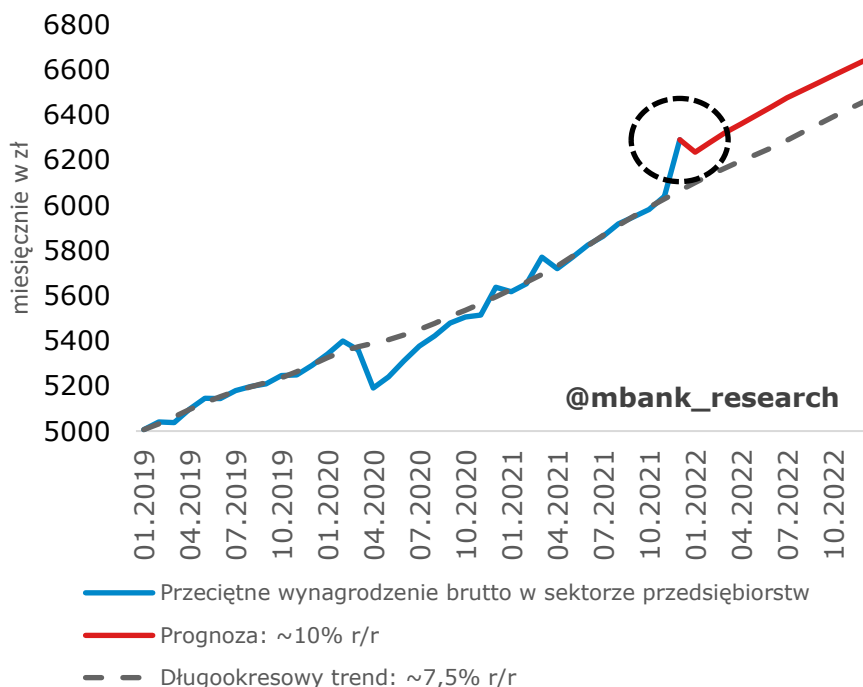


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BAEL

- ❖ Wysoki popyt, szybko rosnące płace oraz nowinki w organizacji pracy sprawiły, że w liczbie aktywnych zawodowo działy się cuda. Trendy aktywności były do tej pory dość stabilne (zob. wykresy). Już rzut oka na nie sprawia, że widoczne jest zahamowanie spadku aktywności w grupie 25-34 (bez pandemii byłibyśmy pewnie 100-200tys niżej). To samo można powiedzieć o grupie 55-64 (kolejne 100-200). Być może to nie koniec pozytywnych dostosowań. Niespodziewanie w dół przesunął się trend aktywności w grupie 15-24. Tu wciąż widoczne mogą być jednak kwestie „okołopandemiczne”, np. zajęcia zdalne na uczelniach (nie znamy jeszcze danych za IV kw. 2021, gdy część tego efektu mogła się niwelować). Re-aktywizacja około 100tys osób w tej grupie to nisko wiszący owoc.
- ❖ Powyższe dane nie obejmują migrantów. Czytając kolejne slajdy należy mieć na uwadze fakt, że gdyby nie pandemia, to pewnie nie byłoby tych odwrótów na podaż pracy. Teoretycznie więc punkt startowy dla potencjalnej podaży pracy ustawiony jest wysoko (pozytywnie dla równowagi rynkowej). Sęk w tym, że spora liczba osób *de facto* mogła nie być w stanie pracować w pełnym wymiarze, a reszta pracowała nadgodziny. Realizacja produkcji towarowej z odkładanego popytu konsumpcyjnego powodowała dodatkowe spiętrzenia popytu na pracę. Naszym zdaniem zawyżało to też statystyki płacowe i popyt na pracę.

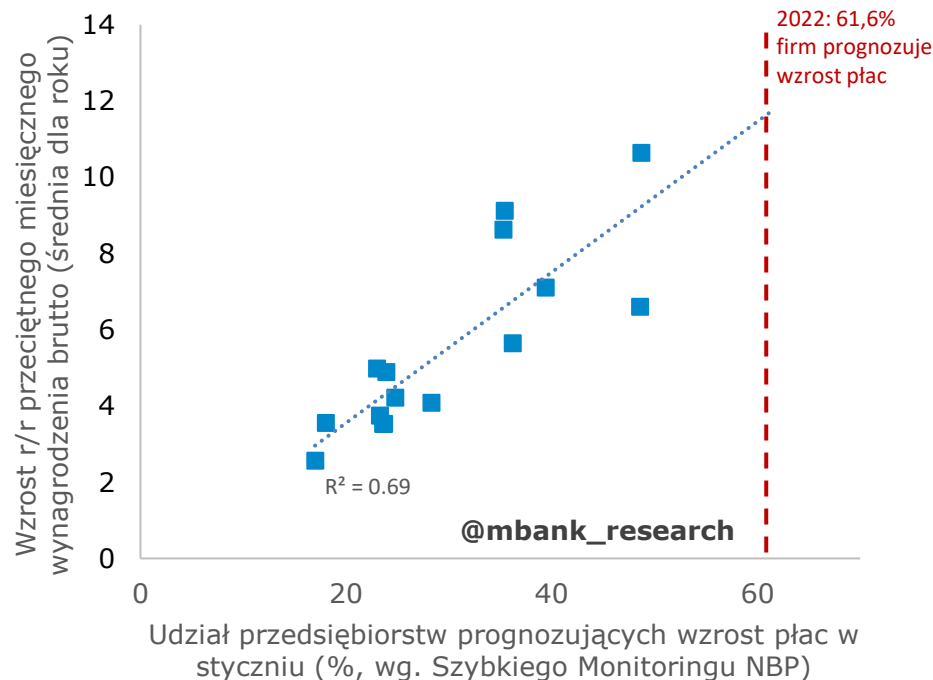
Rynek pracy. Kolejny rok z silnym wzrostem płac.

Gdzie jest trend na płacach?



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Bać się oczekiwań płacowych?



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP, wykres bez danych dla 2020 roku

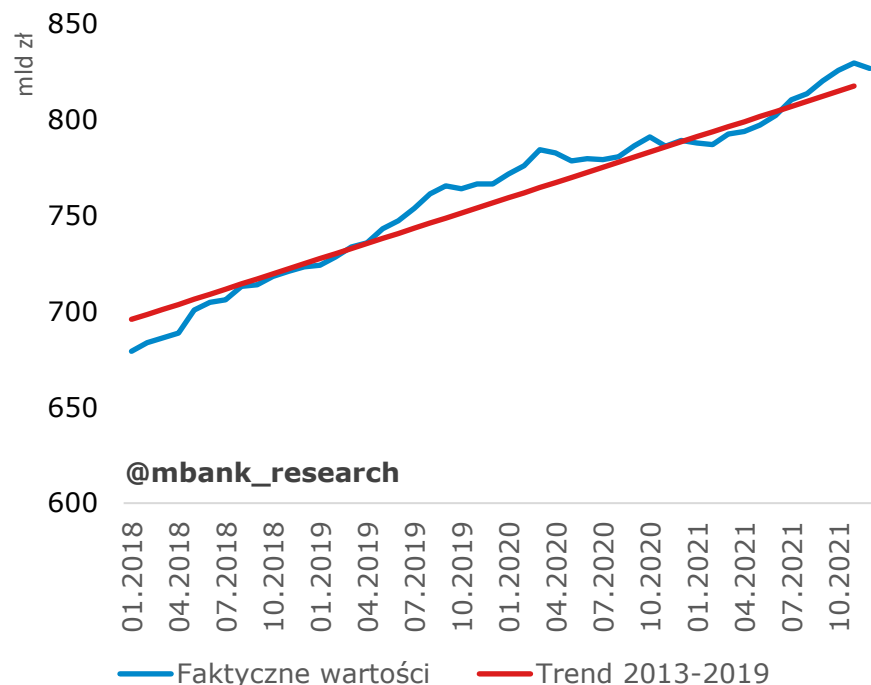
- ❖ Ten rok powinien przynieść dalsze, wysokie dynamiki płac. Wysokie, co nie oznacza jednak, że ponad 11% wzrost przeciętnego wynagrodzenia, jaki widzieliśmy w grudniu, będzie się utrzymywał. To w naszej ocenie w dużej mierze była anomalia wynikająca z przesuwania części wynagrodzeń, nie sygnał trwałej zmiany trendu. Płace będą jednak w naszej ocenie rosły szybciej niż wskazywałby trend z lat ubiegłych. Przemawia za tym m.in. wysoki odsetek firm prognozujących wzrosty płac. Dodatkowo odsetek firm deklaruujących wzrost presji płacowej jest najwyższy w historii. Również w deklaracjach prognozowanej wysokości wynagrodzeń widać wzrost planowanych podwyżek (dane SM NBP). Okolice 10% to wg nas prawdziwy trend na ten rok.
- ❖ Silny wzrost płac to w pierwszej kolejności wynik wciąż solidnego (choć zwalniającego) wzrostu PKB i stanu rynku pracy. Sprzyja wysoki popyt na pracę. Dodatkowo Polski Ład, którego efekty mogły być niejednoznaczne (większa presja na podwyżki dla lepiej zarabiających, mniejsza dla gorzej zarabiających) obecnie oddziałuje głównie w jedną stronę (presja na podwyżki). Okoliczności łagodzące (na przyszłość) stanowi podaż pracy i jej pełne wykorzystanie oraz zmniejszenie popytu na towary.
- ❖ Do tego dochodzą żądania pracowników w związku z inflacją (60% firm w ankiecie SM NBP wskazuje inflację jako kluczowy czynnik w decyzji o wzroście wynagrodzeń). Wprowadzone tarcze antyinflacyjne nie wpłyną na oczekiwania płacowe. Pracownicy już „zobaczyli” inflację, a wygładzenie jej ścieżki nie będzie miało większego znaczenia.

Rynek pracy. Ryzyka (w górę oznacza ryzyko na wzrost wynagrodzeń)

Krótki okres (perspektywa 2022) Wyższy wzrost wynagrodzeń napędzany inflacją lub Polski Ładem Brak podaży pracy (zwolnienia, kwarantanny) Siła rozpędu i wchodzenie w życie podwyżek wynegocjowanych wcześniej	Dłuższy okres (perspektywa 2023+) Demografia Zmiany strukturalne po pandemii (czy będziemy produkować to samo i tak samo?) Bariera na migracjach (zasób chętnych do migracji może się kończyć, Polska może nie być krajem docelowym)	W GÓRĘ
Realne efekty podwyżek stóp (duszenie zatrudnienia, wzrost bezrobocia) Wojna na wschodzie - migracja Realne efekty wzrostów płac (niższy popyt na pracę, szybka automatyzacja) Nieoczywiste efekty presji inflacyjnej (podwyżki dostają ci co „normalnie” by nie dostali, kosztem pozostałych)	Migracje (powody ekonomiczne, wojna na wschodzie) Zmiany strukturalne po pandemii (czy będziemy produkować to samo i tak samo?)	

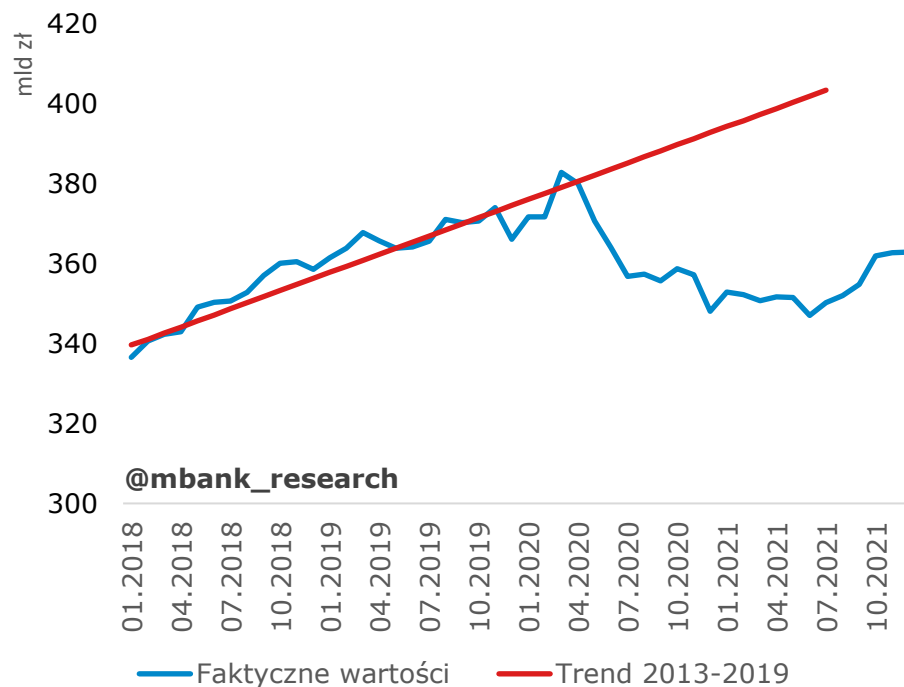
Konsumpcyjny boom kredytowy odchodzi, do gry wchodzi firma

Zadłużenie z tytułu kredytów gospodarstw domowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Zadłużenie z tytułu kredytów firmowych

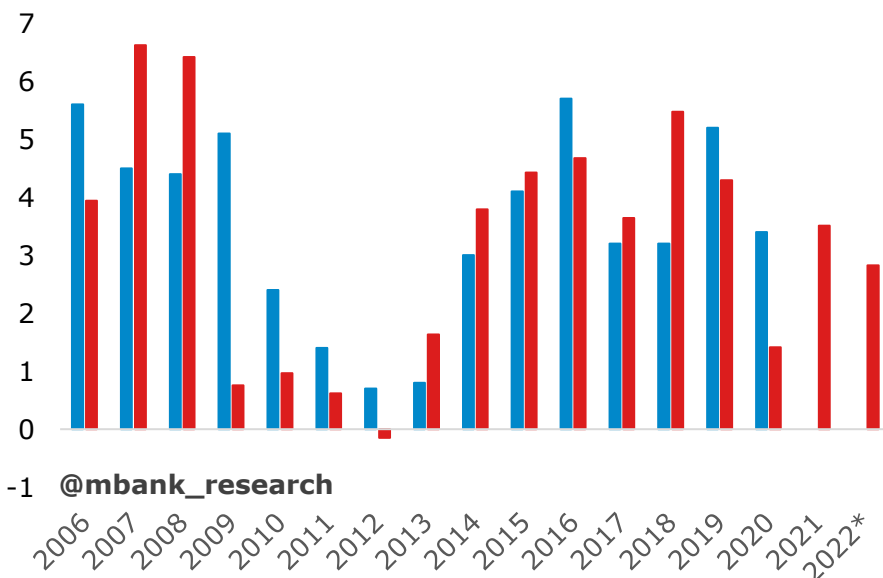


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

- ❖ Przez cały 2021 rok obserwowaliśmy bardzo wysokie dynamiki kredytu konsumpcyjnego oraz hipotecznego. Pod koniec roku procesy te straciły impet, co spójne jest z perspektywą wyższych stóp procentowych oraz pogorszeniem optymizmu konsumentów (w dużej mierze związanym z wysokimi cenami). W 2022 roku kreacja kredytu dla gospodarstw domowych będzie wyraźnie niższa, co automatycznie przekłada się na mniejsze wsparcie sfery realnej.
- ❖ Kredyty firmowe wyraźnie odpadły od trendu podczas ostatnich 2 lat. Było to pokłosie zmniejszenia potrzeb inwestycyjnych i - przede wszystkim - dodatkowej płynności oraz bardzo dobrych wyników finansowych. W przypadku kredytów firmowych widzieliśmy dopiero przedsmak tego, co nastąpi w kolejnym roku/dwóch. Inwestycje prywatne będą kontynuowane, więc kredyt inwestycyjny będzie ruszał. To ta mniej inflacyjna część popytu w gospodarce, budująca kapitał produkcyjny w przyszłości.

Konsumpcja. Zwalniamy!

Realne dochody rozporządzalne



-1 @mbank_research

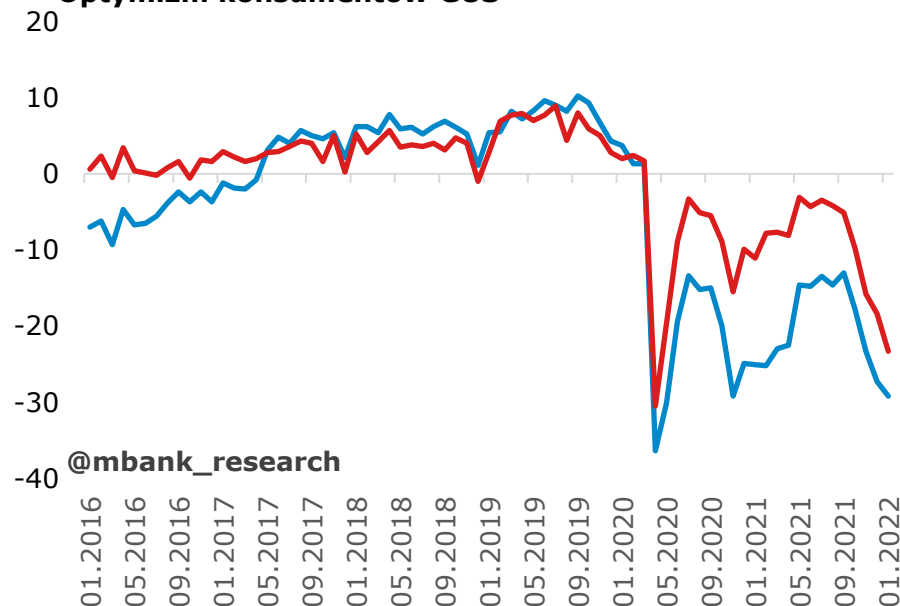
■ Realny dochód do dyspozycji (% r/r)

■ Realne płace w sektorze przedsiębiorstw (% r/r)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

- ❖ Wysoki wzrost płac (patrz cały wątek o rynku pracy – [tutaj](#)) oraz wysoka inflacja (patrz [tutaj](#)) powodują, że w ujęciu realnym dochody rozporządzalne wzrosną wolniej niż w 2021 roku. Nie będzie to jednak wyglądało tak słabo jak w 2012/2013 roku, kiedy widzieliśmy recesję w konsumpcji.
- ❖ Tymczasem wskaźniki optymizmu konsumentów są niemal tak słabe jak z lat 2012-2013. Naszym zdaniem tłumaczyć może to przede wszystkim gwałtowność przyspieszenia inflacji i zmian otoczenia makro. Na to prawdopodobnie nałożą się negatywne (w percepcji przygotowania i arytmetyce pierwszych wypłat na konta) efekty Polskiego Ładu. Stąd też oczekujemy wyraźnego spowolnienia konsumpcji na początku 2022 roku na zasadzie szoku. Kolejne kwartały (patrz na dynamiki kw/kw) będą już lepsze. Sama arytmetyka sugeruje jednak, że pod względem statystyk rocznych 2022 rok będzie jeszcze całkiem niezły (4,8%), a 2023 rok słaby (2,1%).
- ❖ Nie samymi dochodami człowiek żyje. Konsumenci dysponują wciąż dużym buforem oszczędności (gotówka i depozyty) aby wygładzać konsumpcję w czasie. Do tej pory dość niechętnie korzystali (nie widzieliśmy nadmiernych rozbieżności między wzrostem konsumpcji a dochodami). Ciekawym aspektem na 2022 rok jest też popyt na samochody, który odbije wraz z rozszerzeniem oferty sprzedaży. Być może to jedyne dobra trwałe, na które popyt wzrośnie.

Optymizm konsumentów GUS



@mbank_research

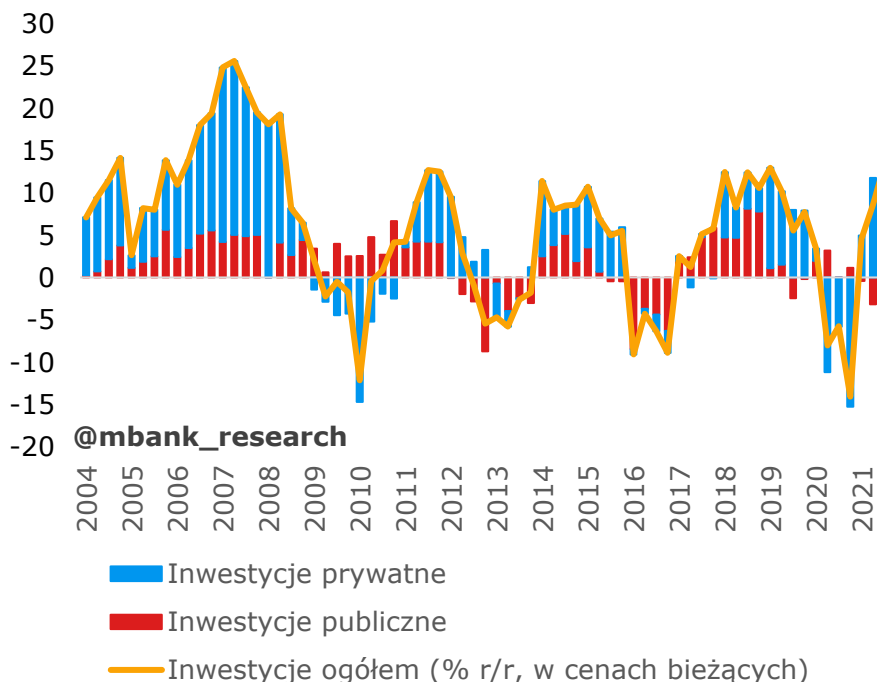
— Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej

— Ocena sytuacji finansowej gospodarstwa domowego

Źródło: ourworldindata.org/coronavirus

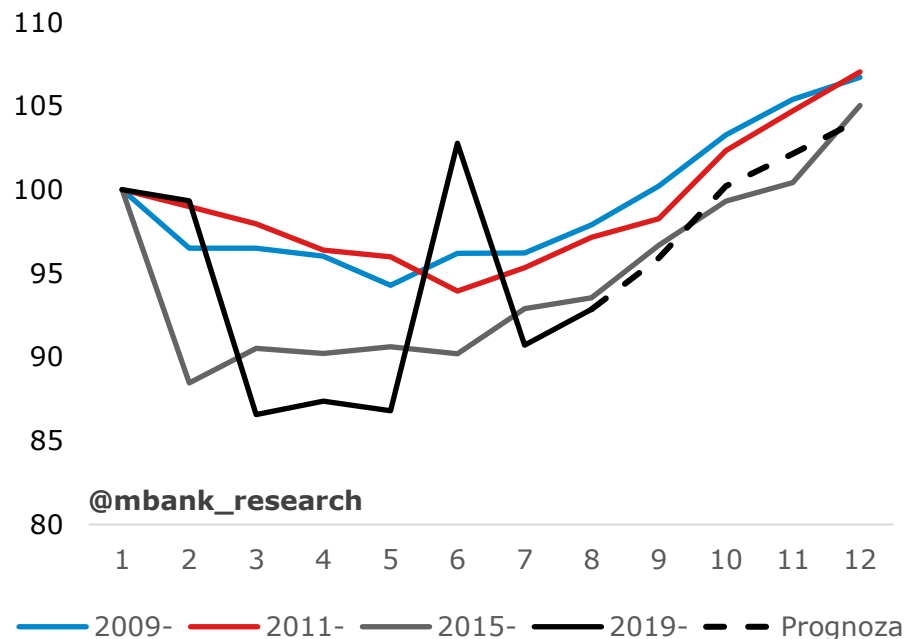
Inwestycje. Cykl prywatny już trwa, publiczny w powijakach

Dynamika inwestycji (% r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i Eurostatu

Porównanie cykli inwestycyjnych, najwyższy odczyt przed spadkiem = 100

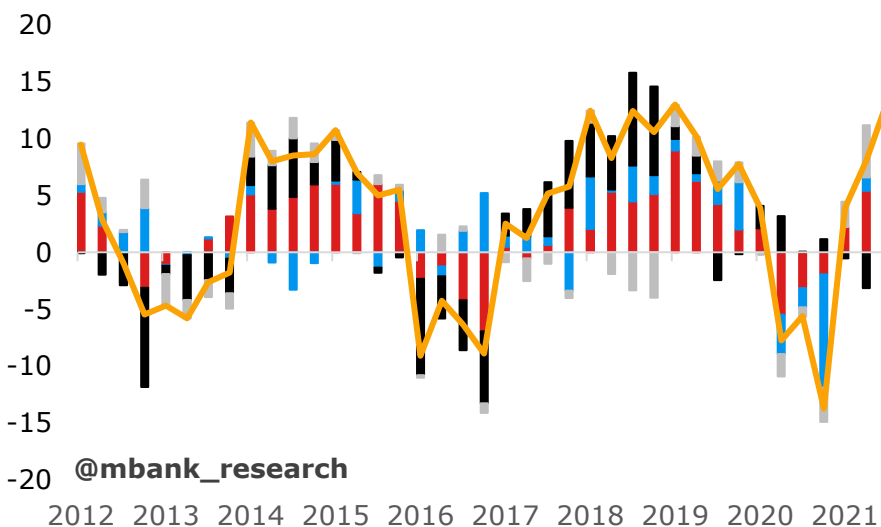


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i naszej prognozy

- ❖ Odbicie inwestycji napędzane było głównie inwestycjami prywatnymi, jednak III kw. (i najprawdopodobniej też IV) przyniósł już dodatnie kontrybucje ze strony inwestycji publicznych. W kolejnych kwartałach można spodziewać się dalszego rozpędzania się inwestycji publicznych – tempo jest jednak zależne m.in. od zatwierdzenia KPO (zakładamy, że zostanie osiągnięte porozumienie). Deklaracje rządu o kontynuacji inwestycji bez względu na napływ środków unijnych bierzemy za dobrą monetę jako rozwiązanie pomostowe w oczekiwaniu na środki, jednak nie jako rozwiązanie istotne w przypadku braku KPO. W tym drugim wypadku sporo inwestycji po prostu nie będzie realizowanych (nawet jeśli da się je sfinansować), bo zmieni się też zakres priorytetów.
- ❖ Prognozowana przez nas ścieżka inwestycji nie odbiega istotnie od tych obserwowanych w poprzednich cyklach (poza jednorazowym wystrzałem w I kw. tego roku).
- ❖ Tempo wzrostu inwestycji (prywatnych) będzie jednak ograniczane przez podwyżki stóp procentowych. Ostatnie publikowane szacunki z modelu NECMOD wskazują, że podwyżka stóp o każde 100pb. „zdejmuje” z rocznej dynamiki inwestycji ponad 1pp.

Inwestycje, podstawowe dekompozycje i oczekiwania.

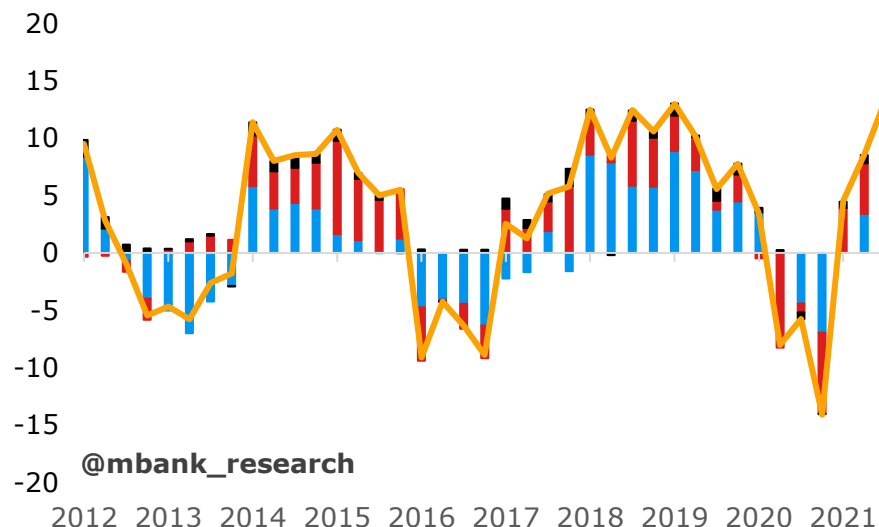
Kto inwestował?



■ Gospodarstwa domowe
■ Sektor finansów publicznych
■ Firmy <50
■ Firmy 50+
— Inwestycje (% r/r, w cenach bieżących)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i Eurostat (dla firm 50+ wzięto dane z nakładów inwestycyjnych)

W co inwestował?



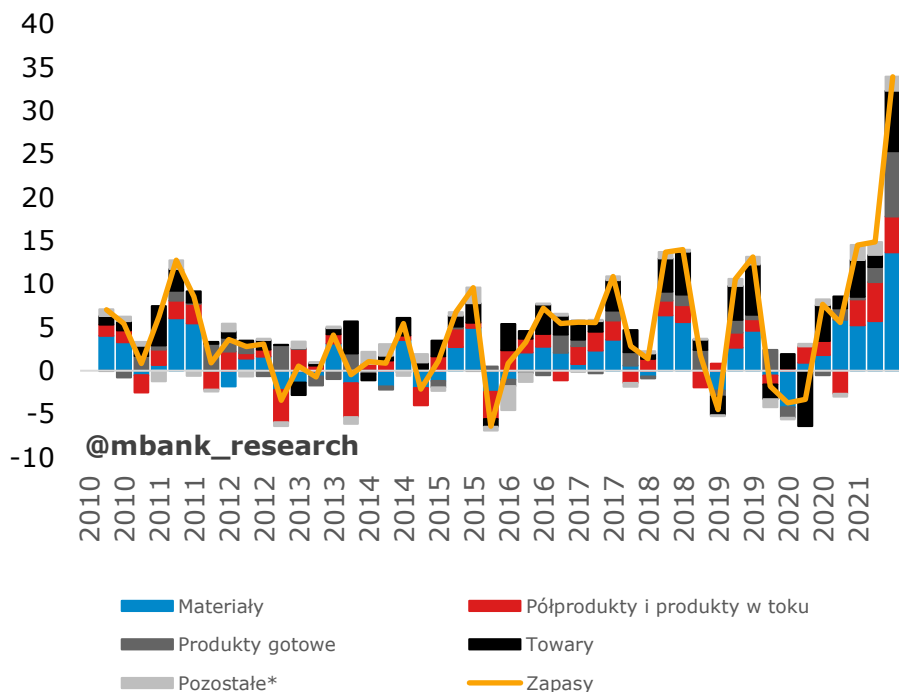
■ Własność intelektualna
■ Maszyny i urządzenia (w tym środki transportu)
■ Budownictwo
— Inwestycje (% rr, w cenach bieżących)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i Eurostat

- ❖ Dotychczasowe odbicie inwestycji to w pierwszej kolejności zasługa firm zatrudniających powyżej 50 osób i to prognozowanie inwestycji w tym obszarze pozostaje największą niewiadomą. Za przyspieszeniem inwestycji przemawia wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych. Do tego firmy deklarują plany inwestycyjne zdecydowanie powyżej średniej (SM NBP). Zacieśniający się rynek pracy będzie stwarzał kolejne zachęty do automatyzacji. Analogicznie może oddziaływać wzrost cen energii (nakłady inwestycyjne na technologie energooszczędne). Na minus przemawia wspomniana na poprzednim slajdzie podwyżka stóp. Do tego wciąż dochodzi utrzymująca się wysoka niepewność (na dalszy plan schodzi pandemia, problemem pozostają np. łańcuchy dostaw). Trajektoria jest jasna przynajmniej na 2022 rok. Później mogą zacząć się schody, gdy cyklicznie inwestycje prywatne będą już typowo u schyłku cyklu (plus apogeum efektów podwyżek).
- ❖ Drugą grupą, której wkład w odbicie inwestycji był w ostatnich latach największy były gospodarstwa domowe. Tu spodziewamy się wyhamowywania ze względu na podwyżki stóp procentowych. Sektor mieszkaniowy jest rozpędzony, a podwyżki cen i stóp schłódzą popyt i nie ma od tego ucieczki.

Zapasy. Wyłożą gospodarke? Wątpliwe, ale dodajemy je do listy ryzyk.

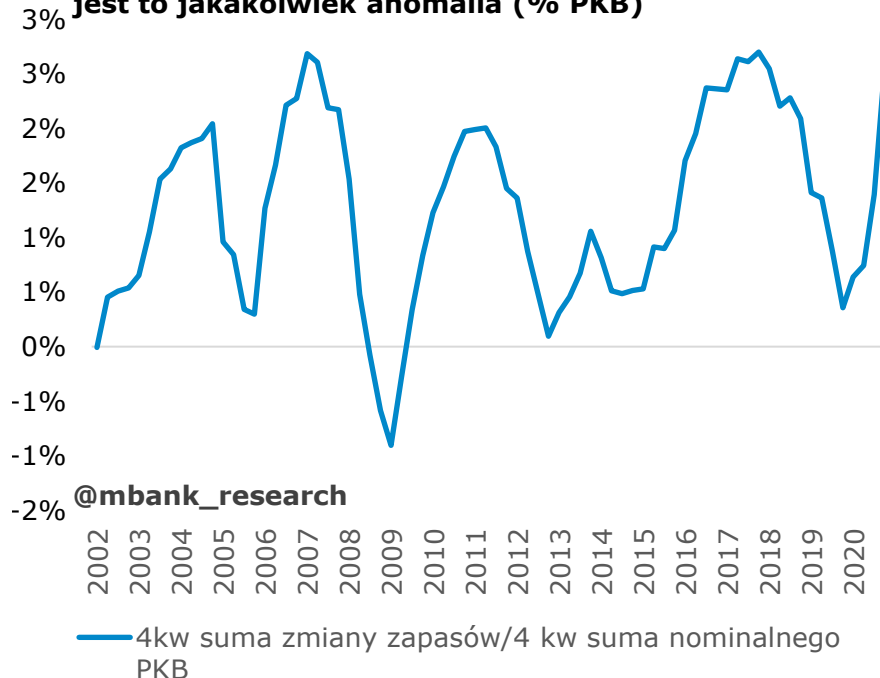
Przyrost aktywów obrotowych (mld zł) wygląda na duży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

- ❖ Nominalny przyrost zapasów robi wrażenie, ale zmiany zapasów (liczone z rachunków narodowych) wyglądają całkiem normalnie tj. podlegają standardowym, cyklicznym wahaniom. Do III kwartału nie było tu mowy o nadmiarze. Firmy raportowały wręcz zbyt mały poziom zapasów i pewnie nadal próbują je gromadzić.
- ❖ Czynniki powodujące gromadzenie zapasów mogą być tymczasowe (zakłócenia w dostawach). Tym samym, jeśli proces intensyfikował się jeszcze na przełomie roku (nie znamy danych), firmy mogą zostać z nadmierną ilością zapasów. To oznaczałoby ryzyko dla wzrostu PKB. Nie jest to jednak naszym zdaniem ryzyko znaczące, bo tylko część zapasów może być uznana za nadmierną. To, co wydarzyło się do III kwartału włącznie, jest raczej normą.
- ❖ Wątek zapasowy rozwijamy szerzej [tutaj](#)

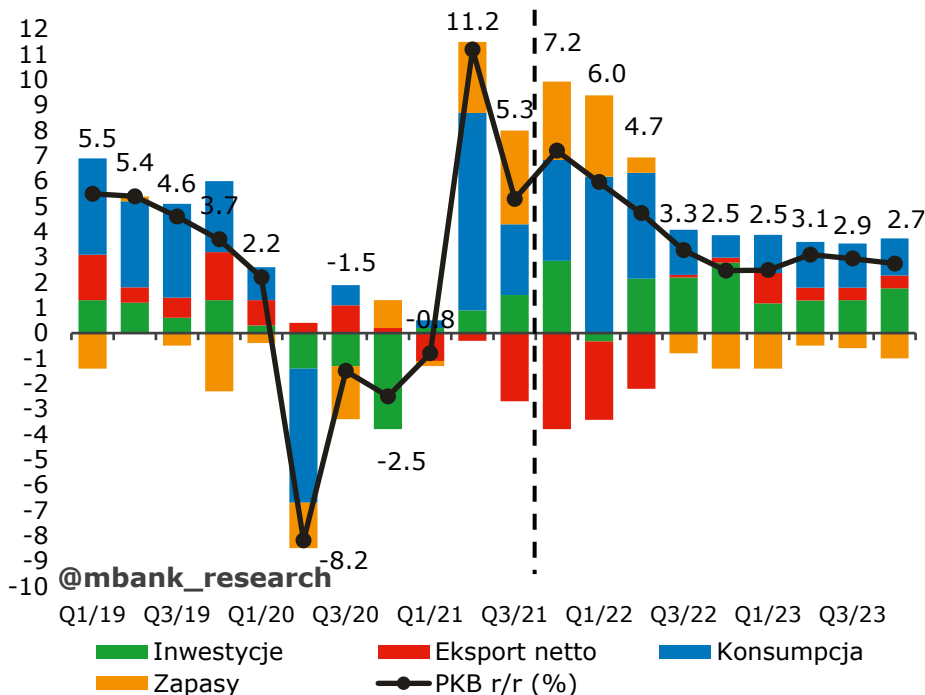
Dane z rachunków narodowych nie wskazują jednak, że jest to jakakolwiek anomalia (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

PKB: wolniej. Ryzyko na 2022 skierowane jest w górę, w 2023 w dół.

Prognoza PKB



@mbank_research

Q1/19 Q3/19 Q1/20 Q3/20 Q1/21 Q3/21 Q1/22 Q3/22 Q1/23 Q3/23

Inwestycje Eksport netto Konsumpcja
Zapasy PKB r/r (%)

Źródło: opracowanie własne

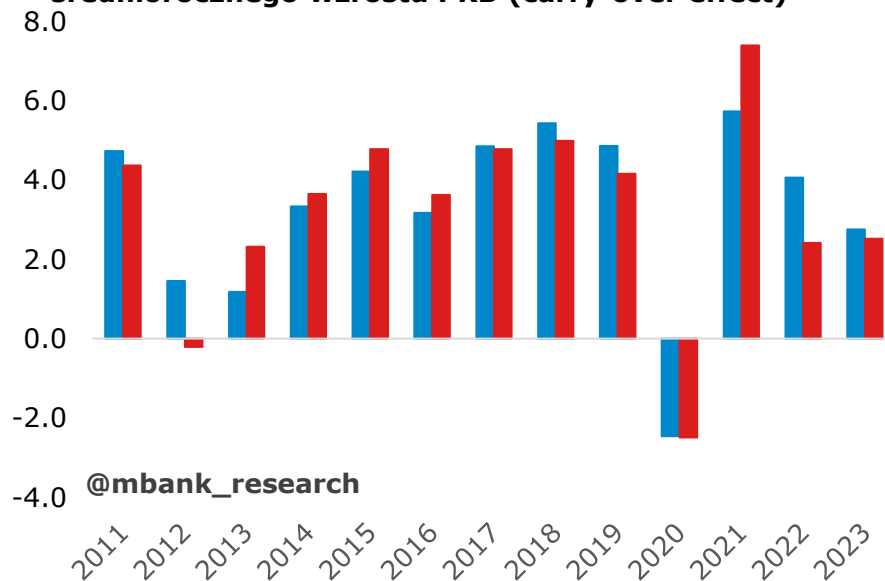
❖ 4,1% w 2022 roku oraz 2,8% w 2023. Szczególnie ta druga prognoza odbiega w dół od bieżącego konsensusu prognoz.

❖ Podobnie jak w 2021 roku średnioroczna dynamika PKB była zaniżona przez słaby wynik IV kwartału 2020, tak średnioroczny wzrost PKB w 2022 roku jest zawyżony przez mocny wynik IV kwartału 2021. Takie efekty pojawiają się, gdy wzrost PKB jest bardzo nierównomiernie rozłożony między kwartały, czyli przy dużych szokach/szarpnięciach w kwartalnych danych.

❖ Zakładana przez nas ścieżka inwestycji nie odbiega od cyklicznej normy. Sporo zależy jednak od KPO (przeżyjemy jeszcze raz cały wątek inwestycyjny – [link](#)). Gospodarka zwalnia, a globalna inflacja powinna niedługo osiągnąć punkt zwrotny, co pomoże eksportowi netto wejść na plusy (więcej o zrównoważeniu zewnętrznym – [link](#)). Zapasy nie wyłożą wzrostu w 2022 i 2023 roku, choć trzeba się liczyć, że gdy sytuacja w łańcuchach dostaw zacznie się luzować, firmy mogą stwierdzić, że wysokie stany magazynowe (optymalne w innym reżimie) były błędem. Więcej o zapasach [tutaj](#).

❖ Wreszcie, zacieśnienie polityki pieniężnej musi działać przez sferę realną. Apogeum negatywnego wpływu podwyżek stóp procentowych pojawi się na przełomie 2022 i 2023 roku i będzie dość trwałe (do czasu kolejnych obniżek).

Dynamika IV kwartału silnie wpływa na wyniki średniorocznego wzrostu PKB (carry-over effect)



@mbank_research

Średnioroczny wzrost PKB (bez ważenia)

Wzrost PKB Q1-Q4

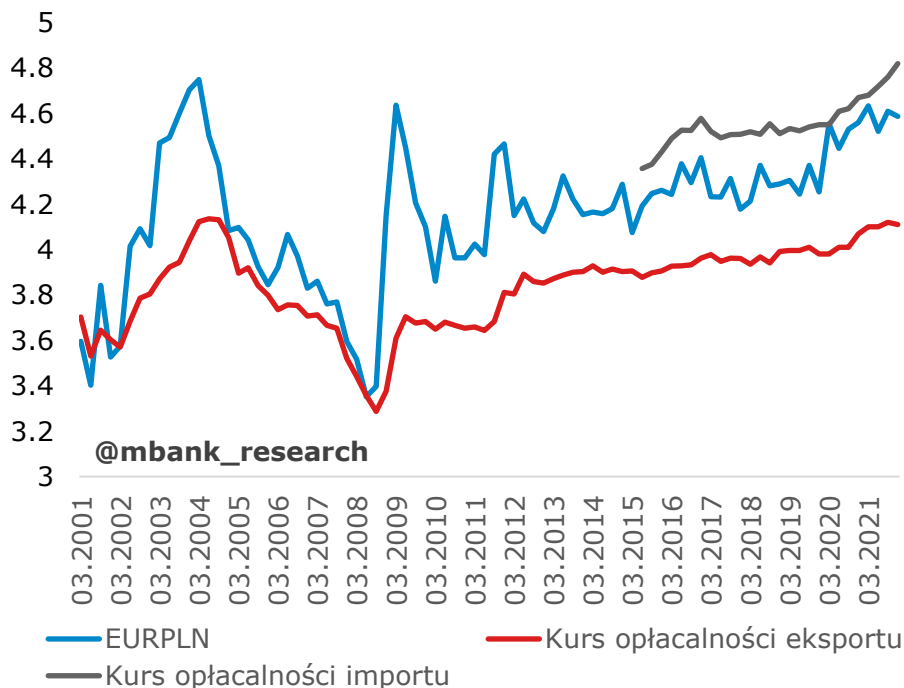
Źródło: opracowanie własne

PKB. Ryzyka – jest ich więcej niż zwykle.

Krótki okres (perspektywa 2022) Duch polskiej gospodarki: 5% wzrostu w 2022 roku Gwałtowna kontynuacja prywatnego cyklu inwestycyjnego mimo wzrostu stóp procentowych Szybko rosnące płace + opadająca inflacja w 2022 = kontynuacja boomu konsumpcyjnego Brak efektów podwyżek stóp procentowych Dodatkowa waloryzacja rent i emerytur, 14ta emerytura, tarcze antyinflacyjne	Dłuższy okres (perspektywa 2023+) Szybka adaptacja firm (inwestycje!) do wysokich cen energii Koszty pracy rosną na całym świecie, brak pogorszenia pozycji konkurencyjnej Polski, która wciąż jest „tania” Skuteczne zastępowanie pracy kapitałem; nisko wiszące owoce w tym zakresie, wieloletni cykl inwestycyjny	W GÓRĘ
Wysokie ceny energii (bankructwa) Nieliniowe efekty podwyżek stóp procentowych Wybuch wojny na wschodzie Znaczące zwiększenie stopy oszczędności Powrót pandemii Opóźnienia KPO Negatywna Percepcja Polskiego Ładu Dużo wyższe od oczekiwań podwyżki cen (inflacja) wywołujące efekt mrozący wśród konsumentów	Brak uruchomienia KPO Wyraźne wychłodzenie rynku nieruchomości mieszkaniowych Trudność w konkurencji kosztami pracy w przypadku usług międzynarodowych Wysokie ceny energii, niestabilne dostawy energii, zniechęcenie inwestycji zagranicznych Powrót polityki zaciskania pasa w globalnej polityce fiskalnej Powrót <i>secular stagnation</i> Zbyt gwałtowne zacieśnienie polityki pieniężnej przez banki centralne	W DÓŁ

Złoty – mocniejszy, ale bez szału (4,40)

Kurs opłacalności eksportu coraz wyżej

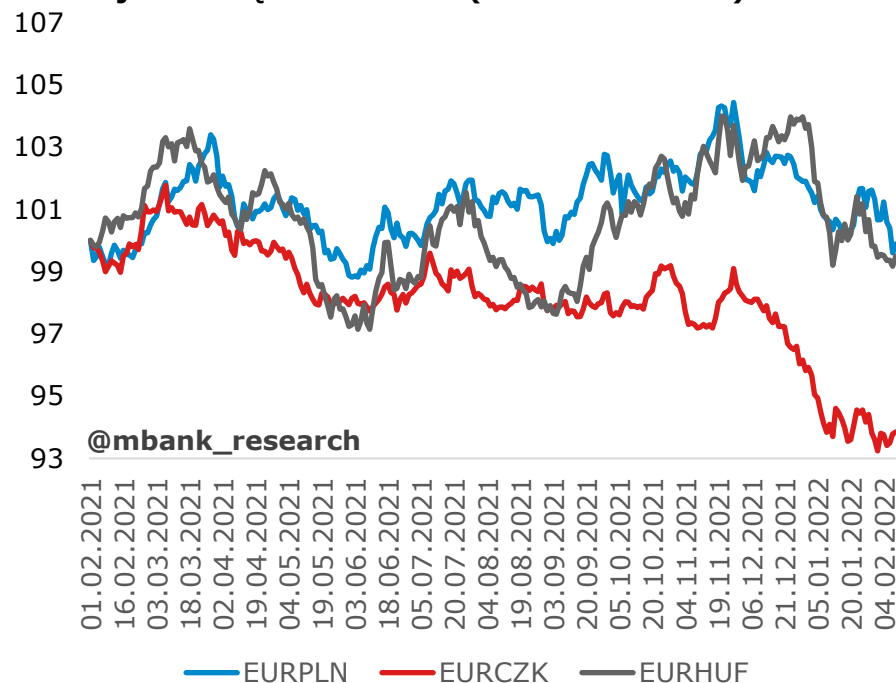


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg i NBP

❖ Złoty pozostaje na poziomach sprzyjających eksportowi. Przez Iwiią część 2021 roku RPP utrzymywała, że słaby złoty jest wsparciem dla gospodarki. W ostatnich miesiącach stanowisko to ewoluowało na tyle, że odwróciło się o 180 stopni. RPP w zasadzie robi teraz wszystko, aby umocnić złotego: podwyżki stóp procentowych, podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej (oderwanie stawek O/N od stopy depozytowej), utrzymywanie jastrzębiej retoryki i wyceny wysokich stóp procentowych w przyszłości, dyskusje o wymianie środków europejskich na rynku (a nie w NBP). Efekty zmiany retoryki i działań widać wyraźnie. Szczyty w okolicach 4,70 za nami i obecnie złoty wymieniany jest na euro po 4,50.

❖ Dalsze umocnienie jest możliwe, ale nie jest automatyczne. Złotemu sprzyjać będzie na pewno opadająca inflacja (choć najpierw inwestorzy muszą zobaczyć szczyt), wyższe stopy procentowe (te już działają pełną parą) oraz uruchomienie środków z KPO. Ocieplenie polskich relacji z Brukselą również odczytane zostałoby pozytywnie. Póki co inwestorzy są w tej kwestii raczej w pesymistycznych nastrojach, co widać po dużej zbieżności kursu złotego z forintem (mimo rozbieżnych wyników gospodarczych obu krajów). Wśród negatywów wymienić należy osłabienie wzrostu PKB, deficyt na rachunku bieżącym (choć tu poduszka na stopach została podłożona prawidłowo), zacieśnienie polityki pieniężnej w USA i Europie. Nie widzimy w aspekcie p. pieniężnej automatycznego, negatywnego przełożenia na PLN. Dość powiedzieć, że bardzo dużo się wyceniło, a złoty jest wciąż stabilny.

Regionalnie zbyt spójny z forintem, aby uwierzyć, że relacje z UE są mało istotne (1.02.2021 = 100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Aktualne prognozy mBanku

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PKB	%	3,8	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,7	5,8	4,1	2,8
Popyt krajowy	%	3,3	2,3	4,9	5,6	3,5	-3,3	8,2	5,4	2,1
Inwestycje	%	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	6,8	8,3	7,7
Konsumpcja prywatna	%	3,0	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	7,0	4,8	2,1
Inflacja CPI (średnia)	%	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	6,8	4,7
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	3,5	3,9
USD/PLN (koniec roku)		3,92	4,19	3,48	3,74	3,79	3,73	4,04	3,86	3,67
USD/PLN (średnia)		3,82	3,92	3,70	3,65	3,84	3,92	3,94	3,95	3,74
EUR/PLN (koniec roku)		4,26	4,40	4,18	4,29	4,25	4,56	4,59	4,40	4,40
EUR/PLN (średnia)		4,19	4,33	4,24	4,29	4,29	4,52	4,59	4,43	4,40
CHF/PLN (koniec roku)		3,92	4,11	3,57	3,81	3,92	4,22	4,42	4,17	4,13
CHF/PLN (średnia)		3,94	3,99	3,79	3,73	3,91	4,22	4,25	4,21	4,15
CHF SARON (średnia)	%							-0,70	-0,68	-0,31
WIBOR 3M (średnia)	%	1,71	1,71	1,73	1,71	1,72	0,47	0,80	3,95	4,08
WIBOR 6M (średnia)	%	1,76	1,78	1,81	1,79	1,79	0,50	0,91	4,03	4,16
EURIBOR 3M (średnia)	%	-0,04	-0,29	-0,33	-0,32	-0,36	-0,46	-0,55	-0,49	0,48
EURIBOR 6M (średnia)	%	0,03	-0,19	-0,30	-0,32	-0,37	-0,39	-0,54	-0,47	0,49
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0,37	0,78	1,37	2,46	2,23	0,56	0,17	1,13	2,31
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0,56	1,10	1,55	2,61	2,21	0,52	0,22	1,25	2,44
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	4,00	3,50
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	9,8	8,2	6,6	5,9	5,2	6,2	5,4	4,8	4,6

UWAGA

Dokument przygotowali pracownicy Obszaru Skarbu i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. zatrudnieni na stanowiskach ds. analiz makroekonomicznych. Celem dokumentu jest promocja i reklama. Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy”. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego.

Dokument stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów, popartej informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny w nim zawarte wyrażają opinie na dzień ich sformułowania i publikacji. Autorzy mogą je zmienić bez uprzedniego powiadomienia.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości dokumentu możliwa jest jedynie wraz z podaniem, kto jest ich autorem (ekonomiści mBanku). Wykresy, zdjęcia, obrazy i tabele dołączone do dokumentu są jego integralną częścią. Zabronione jest zatem ich dystrybuowanie w całości lub części bez podania pełnego źródła, a także edytowanie w programach graficznych i modyfikowanie ich treści.

mBank Research

Dr Marcin Mazurek
główny ekonomista
email: marcin.mazurek@mbank.pl

Maciej Zdrolik
analitik
email: maciej.zdrolik@mbank.pl