

Uodpornieni?

- Trwa silne odbicie światowej gospodarki, ale na jego drodze stoją „wąskie gardła” i ryzyko kolejnych fal pandemii. Według prognoz Banku Światowego po pandemii czeka nas drugie najsilniejsze porecesyjne ożywienie w historii. Wraz z uodparnianiem populacji coraz bardziej odporna staje się gospodarka, co winduje prognozy wzrostu i kreśli scenariusz gospodarczego boomu. Są jednak co najmniej dwa istotne czynniki ryzyka. Pierwszy to nadal pandemia (niepokoi m.in. wariant delta i niewystarczający odsetek zaszczepionych w wielu krajach). Drugi to „wąskie gardła”, które pokazały jak łatwo z gospodarki nadmiaru można przejść do gospodarki niedoboru. Te czynniki ryzyka są istotne dla perspektyw wzrostu PKB, inflacji i normalizacji polityki pieniężnej.
- Nadal przewidujemy, że najbliższe 6-8 kwartałów to okres boomu w krajowej gospodarce, napędzanego przez wszystkie trzy silniki wzrostu: eksport, konsumpcję prywatną i inwestycje. **Rewidujemy w górę prognozę PKB na 2021 do 5,4%**, ale zwracamy uwagę na niepewność związaną z dalszym przebiegiem pandemii. Prognoza wzrostu PKB na 2022 może być bliżej 6%, jeśli w życie wejdzie polski łąd.
- **Cenę szybkiego ożywienia jest wysoka inflacja.** Siła wzrostu cen przebiła nawet nasze, najwyższe na rynku prognozy. W 2h21 inflacja pozostanie w przedziale 4,5%-5,0%, a w 2022 będzie wg nas tylko nieznacznie niższa. Co istotne, wciąż widzimy, że bilans ryzyka dla tego scenariusza jest przechylony wyraźnie w górę.
- **Eksport pozostaje gwiazdą polskiej gospodarki.** Utrzymywanie się mocnego trendu na początku tego roku wskazuje, że za polską ekspansją eksportową stoją czynniki strukturalne, a nie przejściowe. Nadwyżka handlowa i na całym rachunku obrotów bieżących, w połączeniu z napływami z UE i silnym wzrostem nominalnego PKB, obniży relację długu zagranicznego do PKB, co stanowi wg nas ważny czynnik sprzyjający rewizji w górę ratingu Polski w średnim terminie.
- **Oczekiwania rynkowe zapowiadają rewolucję w krajowej polityce pieniężnej, ale bank centralny wyraźnie preferuje ewolucję.** NBP pozostaje w trybie kryzysowym i ostrożnie podchodzi do normalizacji polityki pieniężnej. Pierwszy krok w tym kierunku został jednak zrobiony – RPP nie wyklucza już podwyżek stóp, a do rozstrzygnięcia pozostaje jedynie „kiedy” stopy procentowe w Polsce zaczną rosnąć. Fed i EBC dają NBP niejednoznaczne wskazówki. Naszym zdaniem RPP będzie zwlekać z podwyżkami do przyszłego roku.
- **Szybka odbudowa aktywności gospodarczej, wysoka inflacja i wpłata zysku NBP sprawiają, że sytuacja budżetu państwa jest komfortowa, a skala zaskoczenia w wykonaniu tegorocznego budżetu (vs ustawa) byłaby ogromna, gdyby nie prawdopodobne „prefinansowanie” wydatków na przyszły rok.** Konserwatywne założenia budżetowe na 2022 wskazują, że rząd chce kontynuować tradycję zachowawczego planowania budżetowego. Głównym źródłem niepewności jest ostateczny kształt Polskiego łądu. To element, który może znacząco wpłynąć na prognozy PKB, inflacji i finansów publicznych.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

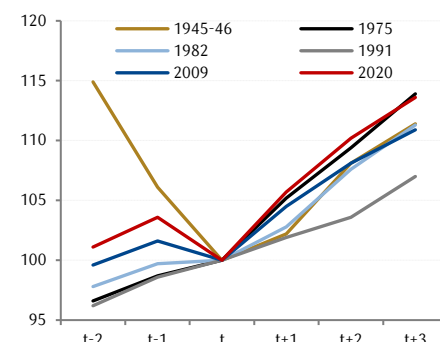
Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Kamil Pastor
Ekonomista
tel. 22 521 81 08

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Prognozy globalnego PKB wg Banku Światowego: drugie najsilniejsze porecesyjne ożywienie w historii



Źródło: Bank Światowy, PKO Bank Polski.
Uwaga: t oznacza rok stanowiący „recesyjne dno”.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	3q20	4q20	1q21**	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Realny PKB (% r/r)	-1,7	-2,7	-0,9	10,5	5,8	6,3	5,3	4,6	-2,7	5,4	5,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,3	3,1	4,0	3,4	3,5	3,3	3,5	3,1	3,1	3,3	3,0
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,9	2,7	2,7	4,6	4,6	4,7	3,9	3,0	3,3	4,1	3,5
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	4,2	4,1	3,8	4,0	3,8	3,6	3,3	3,1	3,9	3,8	4,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2,9	3,5	3,7	3,7	3,4	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,2
Saldo fiskalne (% PKB) [†]	-6,4	-7,0	-7,0	-3,3	-3,1	-3,4	-3,1	-2,6	-7,0	-3,4	-1,8
Dług publiczny (% PKB) [†]	56,5	57,5	59,1	57,5	56,8	57,5	56,8	55,6	57,5	57,5	55,2
Stopa referencyjna NBP (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), [†]ESA2010, ^{*}dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.^{**}od 1q21 dane BAEL nieporównywalne ze względu na zmiany definicyjne.

(0). Założenia dotyczące przebiegu pandemii

Koniec 3. fali pandemii i szybki postęp programu szczepień umożliwiły znaczące poluzowanie restrykcji przed końcem 2q21. W naszej ocenie nadal jesteśmy jednak daleko od momentu, w którym można powiedzieć, że pandemia przestaje być kluczowym czynnikiem determinującym rozwój wydarzeń w gospodarce. Z dwóch powodów. Po pierwsze – nie jest pewne, czy uda się osiągnąć poziom odporności populacyjnej. Po drugie – mierzymy się z kolejnymi mutacjami wirusa, które okazują się i bardziej zakaźne, i cięższe w przebiegu.

W 2q21 proces szczepień w Polsce diametralnie przyspieszył i zrealizował się najbardziej optymistyczny scenariusz prezentowany przez nas w poprzednim Kwartalniku (wykres obok). Jak dotąd udało się w pełni zaszczepić blisko 13 mln Polaków (ok. 40% dorosłej populacji), a blisko 17 mln (ok. 55%) przyjęło pierwszą dawkę. W marcu nasze obawy związane ze szczepieniami koncentrowały się na podaży (dostępności szczepionek). Teraz barierą w budowaniu odporności zbiorowej staje się ograniczony popyt (duży odsetek osób, które nie chcą się szczepić). Potwierdzają to m.in. wypłaszczające się krzywe obrazujące odsetek zaszczepionych osób w poszczególnych kohortach wiekowych (wykres obok). Brak pełnego wyszczepienia, w tym zwłaszcza osób starszych, zwiększa ryzyko ponownego przeciążenia służby zdrowia. Tymczasem z [raportu PIE](#) wyłania się pesymistyczny obraz co do możliwości przekonania do szczepień osób im niechętnych, które (wg badania) nie mają zaufania w sprawie szczepień ani do naukowców, ani do rządzących, ani do autorytetów. Jesienią, wraz z rozpoczęciem roku szkolnego, istotnym ryzykiem związanym z procesem szczepień będzie najpewniej niskie wyszczepienie dzieci (dwoma dawkami). Tu działa i niski popyt (wg sondażu United Surveys tylko nieco ponad 60% respondentów zaszczepiłoby swoje dzieci, gdyby mieli ku temu możliwość) i brak rejestracji preparatów, którymi można szczepić dzieci poniżej 12 r.ż.

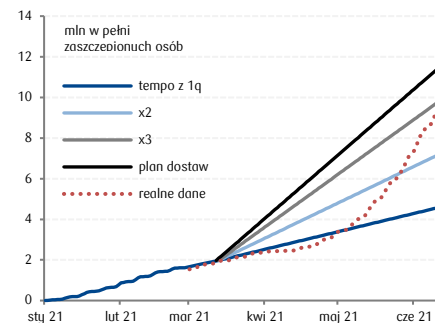
Kolejny czynnik ryzyka to nowe mutacje wirusa, które mogą się wymykać budowanej szczepionkami odporności. Przykład Wielkiej Brytanii pokazuje, że nawet pełne zaszczepienie 60% dorosłych nie uchroniło przed rozprzestrzenianiem się wariantu delta, który coraz silniej szerzy się też w innych państwach Europy i stanowi teraz główne ryzyko powstania kolejnej fali pandemii.

W efekcie przyjmujemy dwa podstawowe założenia pandemiczne. Po pierwsze, uważamy, że ryzyko kolejnej fali epidemii w 2h21 jest wysokie. To oznacza, że wyprowadzanie polityki gospodarczej z fazy kryzysowej będzie przebiegało powoli i ostrożnie, proces odbudowy aktywności ekonomicznej nie będzie przebiegał liniowo, a gospodarka może się ponownie mierzyć z ograniczeniami. Po drugie, uważamy, że kolejne potencjalne fale restrykcji będą zdecydowanie mniej dotkliwe dla gospodarki niż poprzednie. Wynika to z procesów dostosowawczych (firmy i konsumenci nauczyli się działać w warunkach restrykcji) i coraz niższego (niestety) stopnia przestrzegania obostrzeń. Zakładamy też, że dzięki zaszczepieniu dorosłych możliwe będzie uniknięcie najbardziej bolesnych gospodarczo restrykcji, takich jak ograniczenie działalności sklepów i galerii handlowych. Główne ryzyko związane z kolejną falą dotyczy raczej powrotu do zdalnego nauczania (co ogranicza podaż pracy rodziców) i ograniczeń w działaniu usług.

• Źródła niepewności

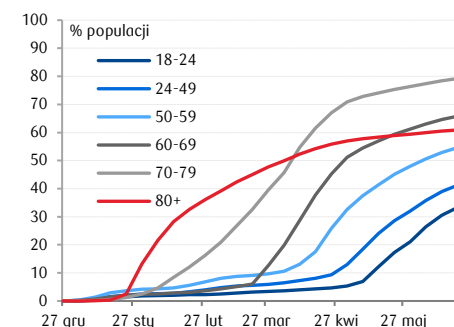
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) dalsze mutacje wirusa i ich wrażliwość na szczepionki, (2) trwałość odporności budowanej przez szczepienia, (3) niechęć części populacji do szczepienia się, (4) podaż preparatów do szczepień, (5) endemiczność COVID.

Realizacja programu szczepień w Polsce (nasze założenia z 1q21 vs rzeczywistość)



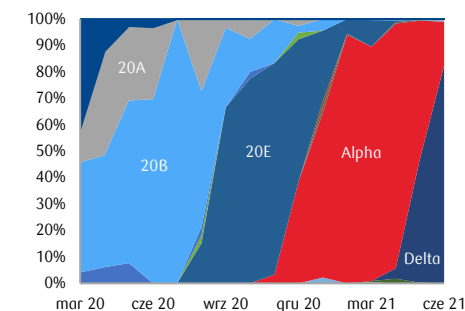
Źródło: ECDC, MZ, PKO Bank Polski. Struktura produktowa dostarczonych szczepionek wg stanu na 17.03.2021 (podstawa założeń do symulacji z poprzedniego Kwartalnika).

Odsetek zaszczepionych przynajmniej pierwszą dawką w Polsce wg wieku



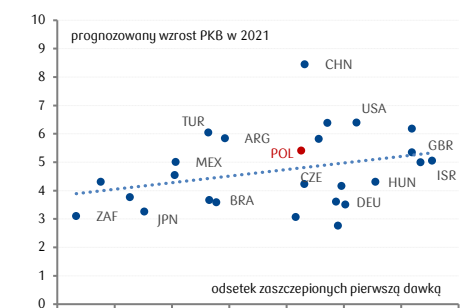
Źródło: ECDC, PKO Bank Polski.

Częstość występowania wariantów SARS-Cov-2 w Wielkiej Brytanii



Źródło: PKO Bank Polski, Nextstrain, GISAID.

Szczepienia a prognozowany wzrost PKB w 2021



Źródło: PKO Bank Polski, odsetek zaszczepionych pierwszą dawką Our World in Data, prognoza wzrostu PKB w 2021 MFW WEO Kwiecień 2021, dla Polski prognoza PKO Banku Polskiego.

(1). Otoczenie zewnętrzne

Trendy bieżące

Trwa mocna poprawa koniunktury w globalnej gospodarce. Czynniki różnicującymi tempo wzrostu w 1q21 były sytuacja epidemiczna oraz postęp programu szczepień, determinujący przestrzeń dla znoszenia restrykcji. W USA, gdzie szczepienia dynamicznie wystartowały i szybciej zniesiono obostrzenia, PKB w 1q21 wzrósł o 1,6% q/q sa. W tym samym okresie PKB strefy euro zmniejszył się o 0,3% q/q sa (na odczucie ciążył słaby wynik z Niemiec: -1,8% q/q sa). **Równocześnie trwa globalny wzrost inflacji**, co jest konsekwencją zderzenia silnego wzrostu popytu z niewystarczającą podażą komponentów, surowców i środków transportu (patrz sekcja specjalna na str. 11). W USA, gdzie wsparcie fiskalne jest niezwykle szczodre, inflacja CPI wzrosła do 5,0% r/r, najwyższego poziomu od 2008. W strefie euro, gdzie program NGEU mozolnie startuje, procesy inflacyjne są bardziej stłumione, a inflacja HICP ledwie dobiła do celu EBC na poziomie 2%.

Prognoza średnioterminowa

Zakładamy, że globalne ożywienie gospodarcze będzie kontynuowane, a coraz wyższy poziom wyszczerpienia zmniejszy dysproporcję w tempie wzrostu gospodarczego pomiędzy USA i Europą. W Chinach, gdzie impuls monetarny wygasa, wzrost gospodarczy w 2022 może wyraźnie spowolnić. Stany Zjednoczone prawdopodobnie już w 2q21 w całości odrobią pandemiczne straty w poziomie PKB, strefa euro musi zaczekać z tym do początku 2022. **Gospodarki po obydwu stronach Atlantyku nadal wspierać będzie polityka fiskalna** – administracja J.Bidena buduje porozumienie w kwestii pakietu infrastrukturalnego (na dziś pytanie brzmi więc ile będzie on ostatecznie wart, a nie czy w ogóle wejdzie w życie), w Europie istotnym pro wzrostowym impulsem będzie NGEU i przedłużenie zawieszenia fiskalnych ograniczeń. **W ocenie głównych banków centralnych wzrost inflacji ma charakter przejściowy**, a podaż w średnim terminie dostosuje się do popytu. W USA, pomimo że bezrobocie nie powróciło do poziomu sprzed pandemii, zaczyna się jednak pojawiać presja na wzrost cen, której źródłem jest rynek pracy. W rezultacie Fed rozpoczął w czerwcu bardzo stopniowy proces sygnalizowania normalizacji polityki pieniężnej – J.Powell zapowiedział, że dyskusja na temat *taperingu* wkrótce się rozpocznie, wzrosła też oczekiwana przez członków FOMC ścieżka stóp procentowych. W naszej ocenie Fed zacznie wycofywać się z QE w 3q21, a podwyżka stóp możliwa jest w 2h22. EBC pozostaje jak na razie niewzruszony i prawdopodobnie będzie ostatnim dużym bankiem centralnym, który rozpocznie proces normalizacji polityki pieniężnej.

Źródła niepewności dla prognozy

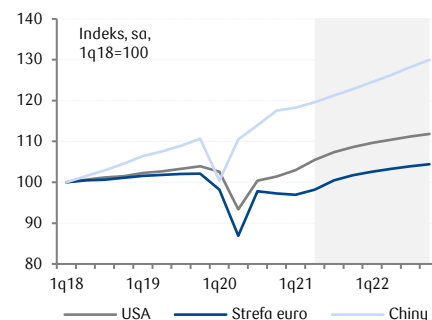
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) mutacje koronawirusa, (2) napięcia geopolityczne; (3) zmiany ograniczeń podaży.

Otoczenie zewnętrzne

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	-4,1	-4,9	-1,8	12,9	2,6	4,7	6,1	5,2	-6,6	4,4	4,2
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	0,0	-0,3	1,1	1,8	2,2	2,5	1,5	1,4	0,3	1,9	1,4
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
USA: Realny PKB* (% r/r)	33,4	4,3	6,4	10,0	7,0	5,0	3,5	3,0	-3,5	6,7	5,2
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,2	1,2	1,9	4,3	3,9	3,8	3,3	2,3	1,2	3,5	2,5
USA: Stopa procentowa fed funds(%)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	4,9	6,5	18,3	8,0	6,2	5,0	5,7	5,6	2,3	8,5	5,5
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	2,3	0,1	0,0	1,5	1,7	2,5	2,3	2,1	2,5	1,4	2,1
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR.

Poziom PKB



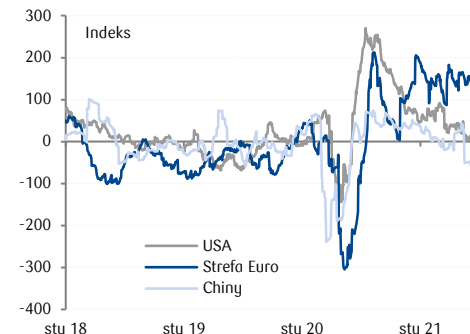
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski. Konsensus wg Bloomberg.

Inflacja najmocniej wybiła w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks zaskoczeń ekonomicznych



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

Trendy bieżące

Wyniki gospodarki na początku 2021 okazały się wyraźnie lepsze od rynkowych prognoz. Chociaż aktywność gospodarcza w 1q21 była pod negatywnym wpływem pandemii i restrykcji, to po odsezonowaniu PKB wzrósł o 1,1% q/q (-0,9% r/r), potwierdzając, że **gospodarka jest coraz bardziej odporna na kolejne fale pandemii**. Największą niespodziankę w 1q21 sprawiły inwestycje (+1,3% r/r), przy mocnym odbiciu inwestycji przedsiębiorstw krajowych (por. wykres). Dzięki odbiciu sprzedaży na ostatniej prostej (efekty bazy w marcu), konsumpcja prywatna w 1q21 także wzrosła (+0,2% r/r). **Koniec 3. fali pandemii oraz poluzowanie restrykcji od maja sprawiły, że aktywność gospodarcza eksplodowała**. Potwierdzają to dane o wysokiej częstotliwości, w tym nasze dane kartowe (por. wykres), które pokazały, że otwarcie centrów handlowych w maju skutkowało boomem konsumpcyjnym na miarę grudniowego szaleństwa przedświątecznych zakupów. Nie spełniają się obawy o trwałość zmian w strukturze konsumpcji – usługi, w tym HoReCa, także dynamicznie odrabiają straty. W połączeniu z niską bazą oznacza to, że wzrost PKB w 2q21 przekroczył 10% r/r.

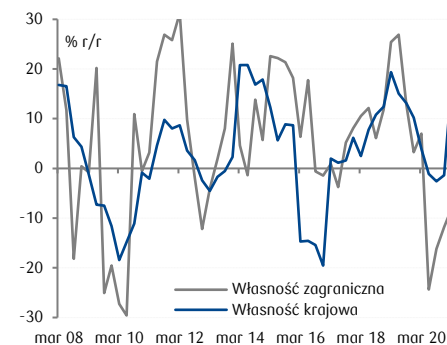
Prognoza średnioterminowa

Podwyższamy prognozę wzrostu PKB w 2021 do 5,4% i przewidujemy, że w 2022 utrzyma się on powyżej 5%, bez uwzględniania potencjalnych skutków Polskiego Ładu (wpływ samych zmian podatkowych [szacujemy](#) na ok. 1,0% PKB). Mocny wzrost gospodarczy będzie napędzany przez trzy silniki. Pierwszy to konsumpcja: spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych (wykorzystanie oszczędności „przymusowych”) i znaczny realny wzrost płac będą stymulować wydatki gospodarstw domowych, utrzymując dynamikę konsumpcji na poziomie ok. 5% r/r (z Polskim Ładem bliżej 6%). Drugi to inwestycje: powrót do rynku pracownika, skumulowany do tej pory portfel zamówień publicznych, rozruch Krajowego Planu Odbudowy dający szansę na dalszy wzrost zamówień, wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz wysoka płynność w przedsiębiorstwach stymulują aktywność inwestycyjną. Trzeci to eksport: wzrost znaczenia krajowych producentów na zagranicznych rynkach zbytu i rosnący udział w eksporcie wysoko przetworzonych dóbr, przy wsparciu niedowartościowanego złotego i dalszym napływie BIZ utrzymają dynamikę eksportu na wysokim poziomie.

Źródła niepewności dla prognozy

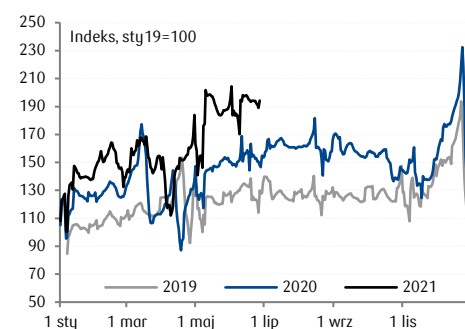
Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg pandemii, (2) wąskie gardła w światowej logistyce, (3) skala i tempo wykorzystania środków unijnych, (4) skala zmiany skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych i firm.

Inwestycje firm* wg sektorów własności



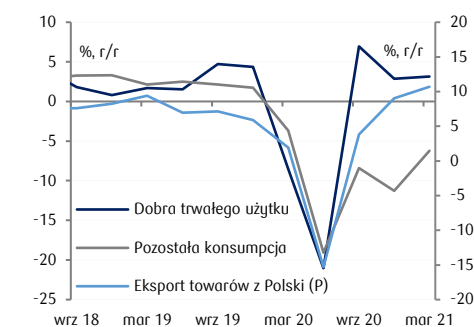
Źródło: Pont, PKO Bank Polski. *zatr.>49 osób.

Monitoring konsumpcji na bazie transakcji kartami PKO Banku Polskiego



Źródło: PKO Bank Polski.

Konsumpcja w strefie euro a eksport towarów z Polski



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Realny PKB (% r/r)	-1,7	-2,7	-0,9	10,5	5,8	6,3	5,3	4,6	-2,7	5,4	5,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-3,1	-2,8	1,0	9,1	5,1	5,3	4,9	4,1	-3,5	5,1	4,8
Spżycie indywidualne (% r/r)	0,4	-3,2	0,2	14,8	3,6	6,8	5,1	4,1	-3,0	6,0	4,7
Sprzedaż krajowa (% r/r)	-0,7	-4,1	0,7	9,1	3,3	5,2	4,5	4,0	-2,7	4,5	4,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-8,2	-15,4	1,3	0,0	3,0	5,0	5,0	6,4	-9,6	2,7	7,2
Publiczne [†] (% r/r)	-2,1	-1,4	-0,1	-3,3	5,7	2,4	15,3	7,9	2,3	1,6	10,7
Prywatne [†] (% r/r)	-10,2	-20,2	1,6	1,3	2,0	6,1	2,7	5,8	-13,3	3,2	5,9
Zapasy (pkt. proc.)	-2,4	1,3	0,3	0,0	1,8	0,1	0,5	0,2	-0,8	0,6	0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	1,4	0,1	-1,9	1,4	0,7	1,0	0,4	0,4	0,8	0,3	0,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,8	5,2	7,5	32,3	17,2	13,6	13,3	7,4	-1,0	17,9	8,3
Potencjalny PKB [†] (% r/r)	3,4	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Luka popytowa (% pot. PKB)	-1,6	-3,1	-4,1	-2,6	-2,0	-1,2	-0,8	-0,5	-3,1	-1,2	0,5

Źródła: GUS, PKO Bank Polski. [†]szacunki własne.

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Pomimo kolejnej fali zakażeń i zaostrzenia restrykcji, rynek pracy w 1h21 był stabilny, ze zharmonizowaną stopą bezrobocia (przed zmianą metodologii) na rekordowo niskim poziomie 3,1%. Zmiany stopy bezrobocia rejestrowanego podążały za wzorcem sezonowym, chociaż ze względu na pandemię wiosenne spadki były nieco słabsze niż w poprzednich latach. Podczas wiosennej fali pandemii hibernacja rynku pracy była kontynuowana – ponownie, chociaż w znacznie mniejszym stopniu niż w 2020, wzrosła różnica pomiędzy przeciętnym zatrudnieniem oraz liczbą pracujących w sektorze przedsiębiorstw. Badanie popytu na pracę wskazuje, że kwartalna skala likwidacji miejsc pracy spadła do poziomu sprzed pandemii, jednak liczba miejsc nowo utworzonych jest ciągle o ok. ¼ niższa. Roczna dynamika wynagrodzeń, podbijana przez efekty bazowe, przekroczyła 10%, jednak faktyczny trend wzrostowy jest wg naszych szacunków bliżej 5-6% r/r.

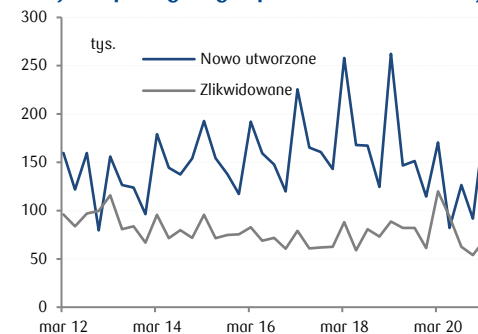
• Prognoza średnioterminowa

Chociaż rynek pracy przechodzi „moment próby” związany z rozliczeniem Tarczy Finansowej, to nie widzimy na nim negatywnych zmian. PFR szacuje, że umorzone zostanie 69-74% wsparcia, co wskazuje, że zdecydowana większość firm utrzymała zatrudnienie. Według danych GUS, liczba pracujących w gospodarce w 2020 spadła o 1,8%, większość utraconych etatów była poza sek. przedsiębiorstw (najpewniej w jednostkach zatrudniających mniej niż 10 os.). W drugiej połowie roku procesy na rynku pracy mogą się stać bardziej dynamiczne – otwieraniu gospodarki towarzyszy silny wzrost popytu na pracowników w branżach usługowych. Oczekujemy więc nieco silniejszego niż wzorec sezonowy spadku bezrobocia. Siłę popytu na pracę potwierdza rekordowa liczba obcokrajowców objętych ubezpieczeniem społecznym (797 tys. w maju, prawie 130 tys. więcej niż przed pandemią). W niektórych branżach ponownie rośnie odsetek przedsiębiorstw wskazujących, że brak pracowników ogranicza ich rozwój. Wraz z postępującym ożywieniem czynnik ten może przybierać na sile. Oczekiwana przez nas na przełomie 2021/2022 normalizacja rocznej dynamiki wynagrodzeń w okolicy 6% może więc być krótkotrwała, a tempo wzrostu płac pod koniec 2022 ponownie przyspieszy. W średnim terminie na rynek pracy wpłynąć mogą zmiany zaproponowane w Polskim Ładzie, które powinny zwiększyć atrakcyjność wchodzenia na rynek pracy osób młodych / o niższych dochodach oraz zachęcać do wydłużania okresu aktywności zawodowej.

• Źródła niepewności dla prognozy

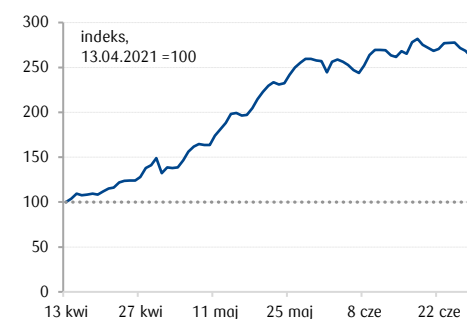
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) sytuacja pandemiczna i ryzyko 4. fali pandemii (2) skala przepływów migracyjnych, (3) zmiany regulacyjne (w tym wysokość zasiłków i obciążeń podatkowych).

Miejsca pracy w gospodarce narodowej



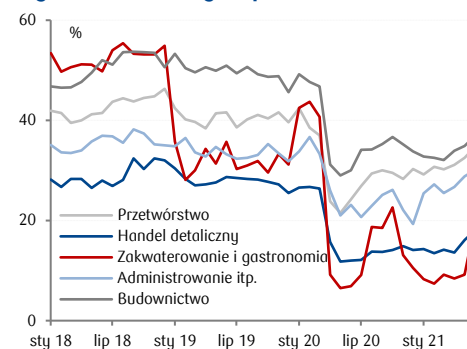
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Indeks liczby aktywnych ofert pracy w HoReCa w internetowych serwisach rekrutacyjnych



Źródło: portale ogłoszeniowe, PKO Bank Polski.

Bariera w postaci braku wykwalifikowanych pracowników*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *dla handlu brak jakichkolwiek pracowników.

Rynek pracy

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-1,6	-1,1	-1,7	2,1	1,2	0,9	1,6	1,5	-1,2	0,6	1,3
Pracujący BAEL (% r/r)	-0,6	0,5	0,0	2,2	0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,7	0,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	6,1	6,2	6,4	5,8	5,4	5,4	5,5	4,9	6,2	5,4	4,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)**	3,3	3,1	4,0	3,4	3,5	3,3	3,5	3,1	3,1	3,3	3,0
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,4	56,5	57,3	57,6	57,7	57,3	57,2	57,6	56,1	57,5	57,5
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	4,8	5,4	7,4	8,3	7,1	6,6	6,4	8,4	4,6	7,4	7,8
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	4,8	5,0	6,6	9,9	8,2	7,8	5,8	5,5	5,3	8,1	5,9
Wydajność pracy (% r/r)	-1,1	-3,2	-0,9	8,1	5,0	6,6	5,3	4,7	-2,6	4,7	5,1
ULC (% r/r)	5,9	8,5	7,6	1,6	3,1	1,1	0,4	0,8	8,2	3,4	0,7

Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu, **od 1q21 dane BAEL są nieporównywalne ze względu na zmiany definicyjne.

(4). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja w maju wzrosła do 4,7% r/r wyrównując „lokalny szczyt” sprzed pandemii z lutego 2020. Kierunek procesów inflacyjnych jest zgodny z naszymi oczekiwaniami, ale ich siła przerosła nawet nasze, najwyższe na rynku prognozy. Na świecie rosną ceny surowców, co wraz z niską bazą podbija inflację, m.in. w paliwach. Ceny żywności rosną powyżej wzorca sezonowego, m.in. ze względu na chłodną i deszczową wiosnę. Inflacja bazowa nie odpuszcza i utrzymuje się blisko 4,0% r/r. Wzrost cen dotyczy szerokiego wachlarza towarów i usług, co wskazuje na generalny trend inflacyjny. Rosną koszty, a solidny popyt sprawia, że przedsiębiorcy dostosowują cenniki w górę (np. w branży HoReCa).

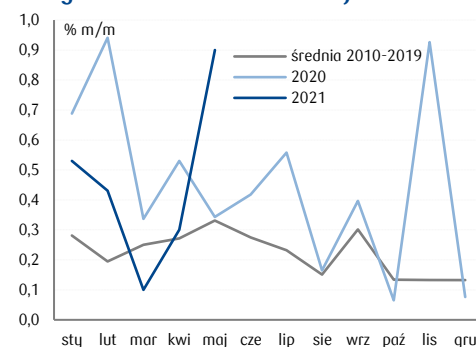
• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że inflacja CPI pozostanie powyżej 4,5% r/r do końca tego roku, a średniorocznie wyniesie 4,1% w 2021 i 3,5% w 2022 (w obu przypadkach z rozkładem ryzyka przechylonym asymetrycznie w górę). W najbliższych miesiącach głównym czynnikiem utrzymującym inflację na wysokim poziomie będzie żywność, zarówno ze względu na niską bazę (wieprzowina), słabsze zbiory (owoce), jak i rosnące koszty produkcji. Ceny paliw mogą jeszcze wzrosnąć wraz z ropą naftową (choć ze względu na bazę nie będzie to podbijać inflacji). Wzrost cen ropy oznacza, że w przyszłym roku czekają nas podwyżki cen gazu. To wraz z szybkimi cenami hurtowymi prądu wskazuje, że ceny energii nie dadzą o sobie zapomnieć ani po stronie konsumenta, ani producenta. Wzrost cen żywności, paliw i energii oznacza, że nadal mogą rosnąć miary oczekiwanej inflacji (np. FROOPP), a to z kolei będzie podsycać oczekiwania cenowe konsumentów. W końcu, wygląda na to, że inflacja bazowa nie zamierza odpuszczać. Wysoki nominalny wzrost wynagrodzeń oznacza, że wzrost cen usług nadal będzie bardziej niż solidny. Z kolei oczekiwany boom konsumpcyjny (wydawanie „przymusowych” oszczędności i potencjalny wpływ zmian podatkowych z Polskiego Ładu) wpłynie na podwyżki cen towarów. Presją na silny wzrost cen konsumpcyjnych widać w procesach inflacyjnych na poziomie producentów, gdzie koszty są podbijane przez rosnące ceny surowców, energii i pracy. W rezultacie, jeszcze w tym roku możemy odnotować inflację PPI powyżej poziomu 8% r/r.

• Źródła niepewności dla prognozy

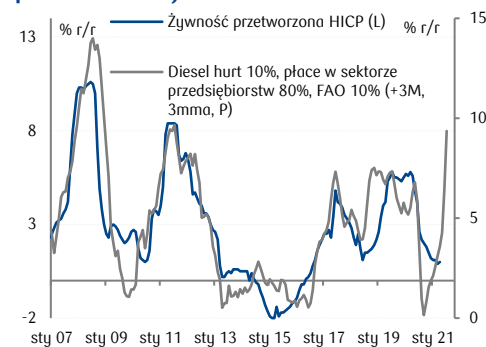
Główne czynniki niepewności dla prognozy inflacji to: (1) kurs walutowy, (2) długookresowy wpływ ekspansji fiskalnej i monetarnej, (3) ceny żywności, (4) zmiany regulacyjne i administracyjne, (5) odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.

Ceny w hotelach i restauracjach



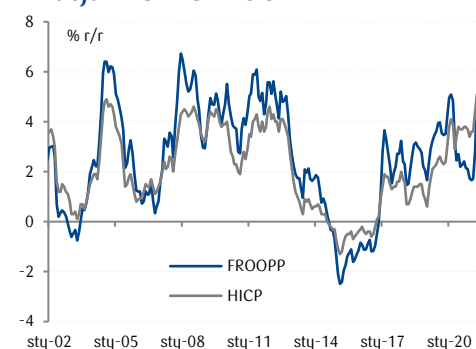
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Perspektywy cen żywności przetworzonej



Źródło: Eurostat, FAO, Lotos, GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP vs FROOPP*



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *Frequent out-of-pocket purchases.

Procesy inflacyjne

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Inflacja CPI† (% r/r)	3.0	2.2	3.2	4.6	4.5	4.8	3.4	2.9	2.2	4.8	4.0
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2.9	2.7	2.7	4.6	4.6	4.7	3.9	3.0	3.3	4.1	3.5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0.8	0.5	0.2	0.5	0.9	1.3	1.2	0.9	1.3	0.7	1.0
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0.3	-0.1	0.4	1.9	1.6	1.4	0.8	0.3	-0.2	1.3	0.5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7	2.2	2.1	1.9
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	4.2	4.1	3.8	4.0	3.8	3.6	3.3	3.1	3.9	3.8	4.0
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	-1.1	-0.1	2.4	6.1	7.3	8.6	7.3	5.1	-0.5	6.1	4.9
Deflator PKB (% r/r)	4.1	4.6	5.8	6.0	6.0	5.0	4.0	4.0	4.2	5.7	4.0
ULC (% r/r)	5.9	8.5	7.6	1.6	3.1	1.1	0.4	0.8	8.2	3.4	0.7
Łuka popytowa (% pot. PKB)	-1.6	-3.1	-4.1	-2.6	-2.0	-1.2	-0.8	-0.5	-3.1	-1.2	0.5

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących osiąga kolejne rekordowo wysokie poziomy (w ujęciu 12-mies. 3,9% po kwietniu wobec 3,5% PKB w 2020), czemu sprzyja ekspansja eksportu (nadwyżka w obrotach towarowych w relacji do PKB wzrosła po kwietniu do 2,8% z 2,4% po grudniu). Eksport z naddatkiem odrobił pandemiczne straty. Widoczne staje się wzmocnienie jego trendu wzrostowego. Szczególnie w towarach konsumpcyjnych i w dobrach pośrednich, rośnie znaczenie eksportu z Polski na kluczowych rynkach. Struktura importu wskazuje, że popyt krajowy odbudowuje się. Straty odrobił handel usługami, gdzie pomimo wyraźnego ograniczonych przychodów w branży turystycznej, nadwyżka osiągnęła nowy rekord: 4,6% PKB po kwietniu.

Prognoza średnioterminowa

W świetle naszych prognoz poprawa równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki będzie kontynuowana. Poprawa salda handlowego ma naszym zdaniem w dużej mierze charakter strukturalny, a wzmacnia ją dodatkowo nowy trend związany z tzw. *nearshoringiem*. Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach wzrost eksportu spowolni jedynie nieznacznie. W 2022 pozostanie zbliżony do 10%, m.in. dzięki otwieraniu kolejnych części fabryk zbudowanych w ramach boomu bezpośrednich inwestycji zagranicznych sprzed pandemii. To oznacza, że pomimo nieuchronnego odbicia importu, nadwyżka handlowa pozostanie trwałym elementem krajowej gospodarki. Spodziewamy się, że w horyzoncie prognozy (co najmniej do 2022) nadwyżka na rachunku obrotów bieżących będzie przekraczała 3,0% PKB i sfinansuje ekspansję zagraniczną (BIZ) polskich firm. Z kolei wzrost eksportu oznacza wyższe zyski firm zagranicznych, a to głównie z nich finansowane są nowe bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W połączeniu z napływem nowych inwestycji zbuduje to bazę pod dalszą ekspansję eksportową. Pozytywne sprzężenie zwrotne trwa. Jednocześnie, jeżeli uwzględnimy znaczny wzrost napływów środków z UE wraz z rozpoczęciem programem NGEU, a także ok. 10% wzrostu nominalnego PKB, którego oczekujemy w następnych latach, to relacja długu zagranicznego do PKB będzie spadać, nawet poniżej 50% już w 2022. To solidny argument przemawiający za rewizją polskiego ratingu kredytowego w górę.

Źródła niepewności dla prognozy

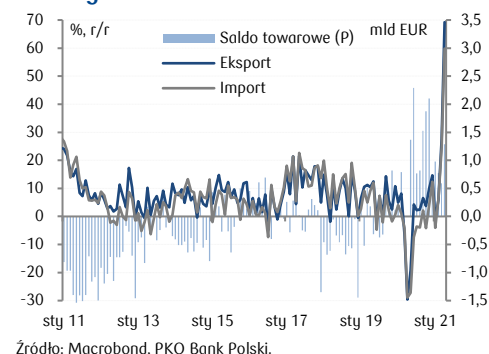
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zaburzenia w łańcuchach dostaw; (2) ceny surowców (ropy).

Równowaga zewnętrzna

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	2,9	3,5	3,7	3,7	3,4	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,2
Bilans handlowy (% PKB)	1,7	2,4	2,6	3,1	2,7	2,4	2,1	2,1	2,4	2,4	1,7
Eksport (% r/r)	3,8	9,0	10,7	28,2	10,3	8,9	9,8	9,6	9,0	8,9	10,7
Import (% r/r)	-1,8	3,4	8,9	26,4	14,4	11,6	11,8	10,5	3,4	11,6	11,9
Saldo usług (% PKB)	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	4,5	4,8	5,0
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,2	-3,0	-3,0	-3,4	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,0	-3,2	-2,9
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,6	-0,6
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,3	2,4	2,4	2,3	2,4	2,5	2,3	2,2	2,4	2,5	2,1
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-1,1	-1,2	0,9	0,8	1,2	1,2	1,9	2,0	-1,2	1,2	2,0
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,6	1,4	1,1	1,0	1,2	1,6	1,7	1,6	1,4	1,6	1,6
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,3	-3,1	-5,4	-5,1	-5,6	-5,8	-6,1	-6,2	-3,1	-5,8	-6,0
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	-1,7	-1,4	-1,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	59,0	60,2	58,7	56,3	55,4	53,8	52,6	51,3	60,2	53,8	49,5
Sektor publiczny (% PKB)	21,1	21,6	21,1	20,2	19,8	19,1	18,6	18,3	21,6	19,1	17,7
Sektor prywatny (% PKB)	38,0	38,6	37,6	36,1	35,6	34,7	34,0	33,0	38,6	34,7	31,8

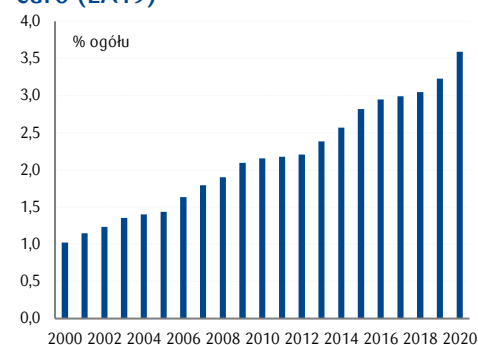
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Obroty towarowe



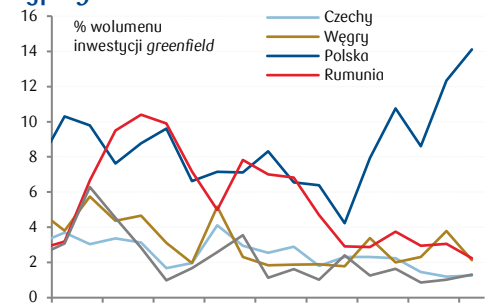
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Udział Polski w imporcie państw strefy euro (EA19)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Zapowiedzi inwestycji bezpośrednich typu greenfield w UE



Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

(6). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Ostatnie miesiące przyniosły znaczce zmiany w komunikacji Rady Polityki Pieniężnej. Rada zmieniła swoje spojrzenie na krótkoterminowy trend inflacyjny i obecnie przyznaje, że w najbliższych miesiącach inflacja CPI będzie wyższa od celu NBP. Zmienił się także sposób komunikowania preferowanej przez RPP ścieżki stóp procentowych. Miejsce bezwarunkowych deklaracji o braku przestrzeni do normalizacji polityki pieniężnej w przewidywalnym horyzoncie czasowym zajęło wskazywanie argumentów, których spełnienie mogłoby skłonić RPP do podwyżek. Rada w końcu dopuszcza, że stopy mogą wzrosnąć. To jednak wg nas nie znaczy, że szybkie podwyżki stóp to preferowany przez nią scenariusz.

• Prognoza średnioterminowa

Wypowiedzi większości członków RPP wskazują, że Rada pozostaje w trybie kryzysowym – dostrzega, że wynikające z pandemii ryzyka gospodarcze nie zostały w pełni zażegnane, a to oznacza zwiększoną ostrożność w normalizacji polityki pieniężnej. Podobnie jak w przypadku EBC i Fed często przywoływanych przez A.Głapińskiego, wielu członków RPP uważa, że mocne odbicie inflacji jest przejściowe, a natężenie presji inflacyjnej będzie słabło wraz z postępującą normalizacją sytuacji gospodarczej i dostosowaniem podaży. To element retoryki, który pozwala RPP odwlekać podwyżki, pomimo coraz wyższych inflacyjnych odczytów. Wypowiedzi członków Rady wskazują, że momentem krytycznym dla decyzji o potencjalnym rozpoczęciu normalizacji polityki pieniężnej będzie projekcja NBP dla PKB i inflacji w listopadzie. O ile pozostajemy sceptyczni co do historycznego wpływu projekcji na decyzje (również poprzednich) RPP, to zgadzamy się, że listopadowa projekcja pozwoli zweryfikować dwie bardzo istotne tezy – czy szczepienia skutecznie przeciwdziałają kolejnym falom pandemii oraz na ile przejściowe są inflacyjne napięcia. Wynik tej weryfikacji naszym zdaniem pociągnie za sobą początek normalizacji polityki pieniężnej, który w pierwszym etapie dotyczyć będzie programu QE, a dopiero w 2022 nastąpi pierwsza podwyżka stóp procentowych NBP (choć prawdopodobieństwo niemal równoczesnej z ograniczeniem QE podwyżki stóp przed końcem 2021 jest wg nas istotnie niezerowe). Od początku 2022 czekają nas zmiany w składzie RPP, co radykalnie podnosi niepewność prognoz stóp. Trwający w 1H22 cykl zmian personalnych w RPP zestawiony z przejściowym osłabieniem trendów inflacyjnych w naszej ocenie może opóźnić moment pierwszej podwyżki do lipca 2022.

• Źródła niepewności dla prognozy

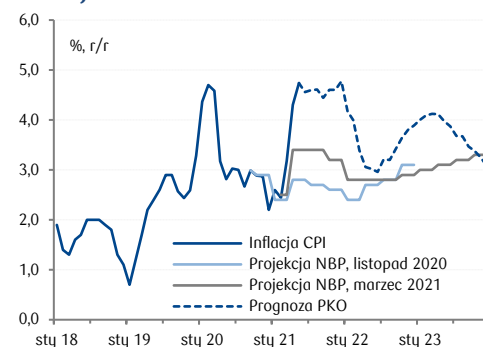
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) skala wpływu pandemii na gospodarkę (2) natężenie procesów inflacyjnych; (3) kształtowanie się kursu walutowego (4) skład nowej RPP od 2022.

Polityka pieniężna

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Stopa referencyjna (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-2,89	-2,10	-3,08	-4,54	-4,40	-4,68	-3,29	-2,79	-2,10	-4,68	-3,46
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	-4,20	-3,60	-3,80	-3,86	-3,45	-3,60	0,10	0,10	-3,60	-3,60	-3,28
Stopa lombardowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Stopa depozytowa (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa redysk. weksli(%)	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,55
REER defl. CPI (% r/r)	2,5	0,1	-1,0	-0,8	-1,8	-1,5	1,4	1,2	0,7	-1,3	1,7
Nominalny PKB (% r/r)	2,3	1,8	4,8	13,4	9,1	9,8	7,8	7,1	1,3	9,3	7,6

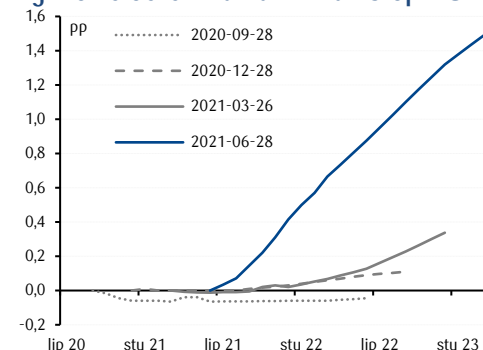
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI – oczekiwania NBP i PKO



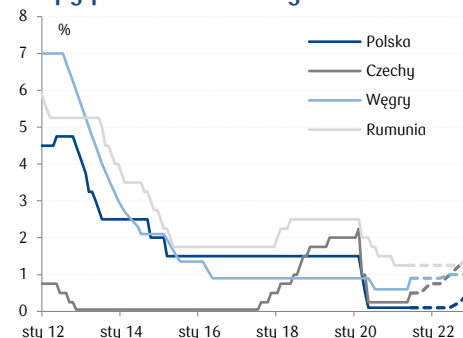
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Rynkowe oczekiwania* zmian stóp NBP



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski, *na podstawie stawek FRA.

Stopy procentowe w regionie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski, dla Polski prognoza PKO Banku Polskiego, dla Czech, Węgier i Rumunii mediana prognoz wg Bloomberg.

(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA) w 2020 wyniósł 7,0% PKB, a więc znacznie poniżej szacunków z początku pandemii. Mimo 2. i 3. fali zachorowań w 4q20/1q21, wynik fiskalny przestał się istotnie pogarszać, odzwierciedlając rosnącą odporność gospodarki na pandemię i brak konieczności tak istotnej interwencji fiskalnej jak wiosną 2020. W 1h21 pozytywne tendencje utrzymują się. Łączny wynik budżetu państwa i samorządów po 1q21 był o prawie 11 mld PLN lepszy niż w 1q20. Dane budżetowe z 2q21 wskazują, że budżet państwa jest na ścieżce, którą poruszał się w 2018, kiedy zakończył cały rok rekordowym wynikiem. 2q20 kończy się mocnym akcentem: wpłatą do budżetu państwa rekordowego zysku NBP za 2020 (8,88 mld PLN). Dług publiczny (ESA) w 1q21 (59,1% PKB) nie przekroczył progu 60% PKB.

Prognoza średnioterminowa

Nadal prognozujemy, że deficyt fiskalny w 2021 zmniejszy się do 3,4% PKB. Deficyt budżetu państwa w 2021 wyniesie poniżej 60 mld PLN, przy czym większość potrzeb pożyczkowych na 2021 została już zrealizowana (wg stanu na 24.06 stopień realizacji wynosił ok. 75% wg planu budżetowego, biorąc pod uwagę szanse na lepszy niż założono w ustawie wynik budżetu, jest on już pewnie bliski 100%). Przedstawione przez rząd założenia makroekonomiczne do budżetu na 2022 są konserwatywne (wzrost PKB: 4,3%, inflacja CPI: 2,8% vs odpowiednio 5,1% oraz 3,5% wg naszych prognoz). Przewidujemy, że w 2022 deficyt fiskalny spadnie do 1,8% PKB. Wyniki sektora finansów publicznych będą pod istotnym wpływem solidnego otoczenia makroekonomicznego i Krajowego Planu Odbudowy, który oznacza wzrost wydatków publicznych w 2022 o 0,5-0,8% PKB. Istotnym źródłem niepewności jest ostateczny kształt Polskiego Ładu – ze względu na brak precyzyjnych informacji na dziś nie uwzględniliśmy go w prognozach. Największy wpływ na finanse publiczne będą miały zmiany w PIT (zwiększenie progresji i kwoty wolnej, podniesienie II progu podatkowego, wprowadzenie nieodliczalnej liniowej składki zdrowotnej dla wszystkich typów kontraktów). Ubytek w dochodach z tego podatku jest szacowany na 22 mld PLN. Redystrybucja środków do podatników o niższych dochodach i niższej skłonności do oszczędzania sprawi, że impuls popytowy częściowo zmniejszy ubytek dochodów podatkowych. Sądzymy, że koszt Polskiego Ładu (1-1,5% PKB) nie odwróci trendu redukcji deficytu fiskalnego, chociaż go spowolni. Poprawa wyniku fiskalnego sprawi, że relacja dług/PKB znajdzie się na ścieżce spadkowej począwszy od 2q21.

Źródła niepewności dla prognozy

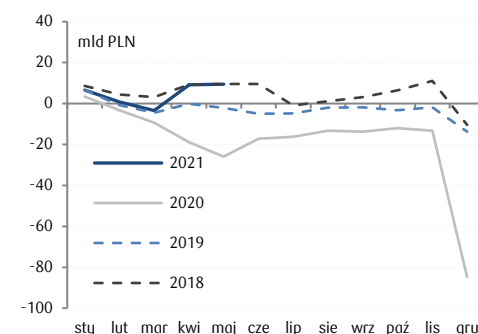
Główne źródła niepewności to: (1) skala i tempo ożywienia, (2) przepływy finansowe Polska – UE, (3) ostateczny kształt polityki fiskalnej państwa (w tym Polskiego Ładu).

Polityka fiskalna†

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	2020	2021	2022
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-6,4	-7,0	-7,0	-3,3	-3,1	-3,4	-3,1	-2,6	-7,0	-3,4	-1,8
Dochody (% PKB, ESA2010)	41,5	41,7	41,7	41,5	41,4	41,3	41,3	41,4	41,7	41,3	41,5
Wydatki (% PKB, ESA2010)	47,8	48,7	48,7	44,7	44,4	44,8	44,4	44,1	48,7	44,8	43,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,1	1,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-5,1	-5,7	-5,8	-2,1	-1,9	-2,3	-1,9	-1,5	-5,7	-2,3	-0,7
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,4	-4,5	-4,1	-1,0	-1,1	-1,8	-1,6	-1,3	-4,5	-1,8	-1,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	56,5	57,5	59,1	57,5	56,8	57,5	56,8	55,6	57,5	57,5	55,2
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	-3,7	x	x	x	-1,9	x	x	-3,7	-1,9	-1,6
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	-1,3	x	x	x	-2,5	x	x	-1,3	-2,5	-2,3
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	47,8	x	x	x	46,8	x	x	47,8	46,8	44,5

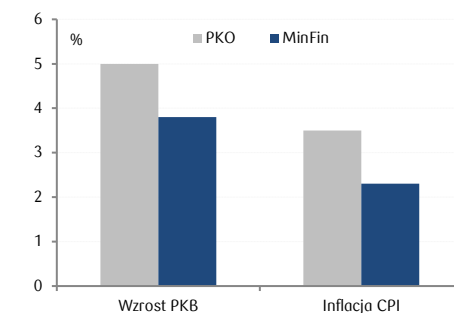
Źródła: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

Wynik budżetu państwa



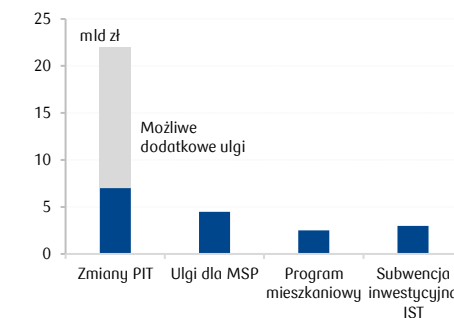
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Założenia makroekonomiczne dla budżetu państwa na 2022



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Polski Ład – najważniejsze propozycje



Źródło: MF, źródła prasowe, PKO Bank Polski.

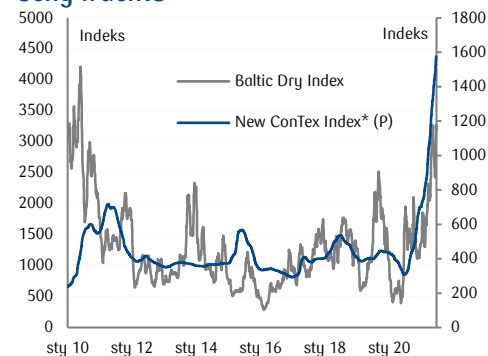
Sekcja specjalna: Ograniczenia podaży

Globalne ożywienie nabiera rozpędu, ale to nie oznacza, że wszystko co się dzieje w gospodarce widzimy w różowych barwach. Za dynamicznie rosnącym popytem nie nadąża podaż, co najpierw było widoczne w przypadku braku kontenerów (porty nie nadążają z obsługą ruchu, co znacząco wydłuża czas oczekiwania na wodach przybrzeżnych, w trakcie pandemii obniżyła się też podaż kontenerowców i kontenerów), a teraz objawia się wzrostem cen surowców, półproduktów i frachtu oraz przerwami w pracy zakładów, które nie mają wystarczających zapasów komponentów produkcyjnych. Gdziekolwiek (np. w USA) ograniczenia widoczne są także po stronie podaży pracy.

Gdy 23 marca kontenerowiec Ever Given zaklinował się w Kanale Sueskim, był to tylko jeden z wielu powodów do zmartwień związanych z międzynarodowym przewozem towarów (głównie z Azji do gospodarek rozwiniętych). Co prawda produkcja kontenerów od tego czasu wyraźnie wzrosła, ale popyt także i w rezultacie ceny frachtu nadal utrzymują się na rekordowych poziomach. **Szybkie tempo wzrostu globalnego PKB, a także obfita płynność na rynkach finansowych przekładają się na dynamiczny wzrost cen surowców i materiałów**, od ropy, która dopiero co przebiła 75 USD/b, przez cynę, aż po stal. Co prawda warunki na niektórych rynkach się znormalizowały (miedź, tarcica), ale to może być przejściowy efekt m.in. interwencji publicznych (np. sprzedaż części rezerw miedzi w Chinach). Jednocześnie, przedsiębiorstwa odczuwają **braki wielu komponentów produkcyjnych**, które w niektórych przypadkach (w szczególności europejskiego przemysłu samochodowego) wymuszają przejściowe zawieszanie / ograniczanie produkcji. Najbardziej medialnym przykładem takich niedoborów są półprzewodniki. Firmy po obydwu stronach oceanu skarżą się też jednak na niewystarczającą dostępność wyrobów chemicznych, opakowań tekturowych i plastikowych, wyrobów z tworzyw sztucznych, stali i aluminium czy drewna i palet. Niedobory to skutek silnego popytu, i niskiej podaży, zredukowanej w czasie pandemii, ale w niektórych przypadkach obniżonej też przez sprzężenia z innymi rynkami (np. wysokie ceny frachtu, które przekreśliły opłacalność importu), czy czynniki środowiskowe (np. rosnące ceny praw do emisji i zaostrzane wymogi środowiskowe). Na wielu rynkach silny popyt już teraz pociąga za sobą dostosowania podaży, ale ten proces jest czasochłonny. Przykładem są półprzewodniki, gdzie podaż odbudowuje się, m.in. dzięki wzrostowi mocy wytwórczych w fabrykach w gospodarkach rozwiniętych (*nearshoring*). W ujęciu globalnym sprzedaż półprzewodników osiągnęła już nawet rekordowy pułap, obserwowany ostatnio pod koniec 2018. Kluczowa jest jednak jej struktura – w ubiegłym roku, po spadku zamówień z branży samochodowej, producenci półprzewodników przekwalifikowali się na produkcję chipów, których nie można wykorzystać w obecnie wytwarzanych samochodach. W wielu obszarach pełne zniwelowanie wąskich gardeł potrwa więc pewnie jeszcze miesiące, obniżając krótkoterminowe perspektywy wzrostu i podtrzymując napięcia cenowe. Przykładowo w Niemczech braki komponentów dla przemysłu samochodowego stały za obniżeniem przez Instytut Ifo prognozy wzrostu PKB w 2021 o 0,4pp.

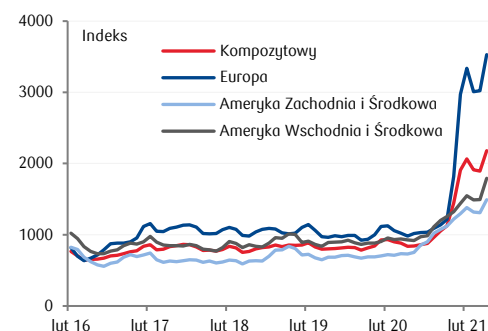
Kolejne źródło ograniczeń podaży to... brak pracowników, który w ostatnich miesiącach najsilniej manifestował się w USA. Tam pandemia wzmocniła negatywny wpływ procesów demograficznych na podaż pracy, a stopa aktywności zawodowej osób 55+ nie dość, że spadła w trakcie recesji, to jeszcze pogłębia ten trend podczas trwającego ożywienia. W rezultacie amerykański rynek pracy bardzo szybko wraca do stanu sprzed pandemii (w kwietniu liczba wakatów była jedynie

Ceny frachtu



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski. *ceny frachtu do portu w Hamburgu.

Ceny frachtu z Chin



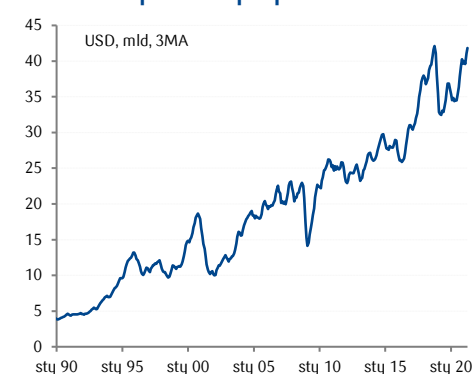
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Produkcja kontenerów w Chinach



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Globalna sprzedaż półprzewodników

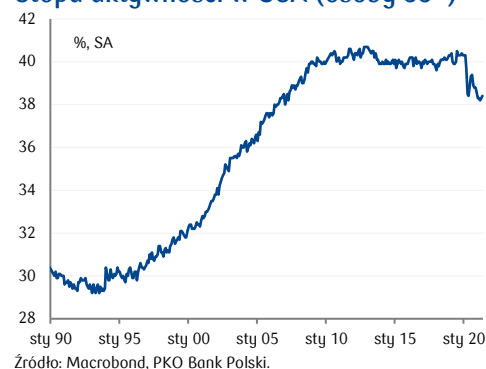


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

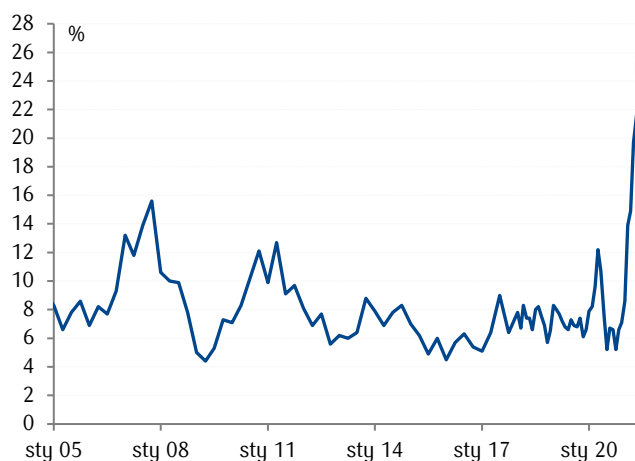
o 0,5 mln osób mniejsza od liczby bezrobotnych, wobec 18,5 mln różnicy rok wcześniej) i już na początku ożywienia znajduje się w sytuacji, w której brakuje rąk do pracy. Presja kosztowa z rynku pracy w połączeniu z innymi „wąskimi gardłami” nie tylko podnosi poziom cen, w szczególności producenckich, ale dodatkowo może ograniczać skalę popandemicznego odbicia PKB.

Niektóre prognozy wskazują, że z niedoborem komponentów produkcyjnych przyjdzie nam się zmagać nawet do 2022, co stanowi istotne ryzyko dla prognoz globalnego wzrostu gospodarczego. Skumulowany i trudny do zaspokojenia popyt wskazywany jest jako czynnik stymulujący do rozbudowy mocy produkcyjnych, czyli inwestycji, które przez lata w gospodarkach nie powróciły do kondycji sprzed GFC. Trwający popytowo-podażowy wyścig z czasem może mieć też jednak negatywne konsekwencje. Rozbudowujące się moce produkcyjne mogą przestać być potrzebne, gdy zrealizuje się odłożony popyt a rządy i banki centralne rozpoczną normalizację swojej polityki. W takiej sytuacji spadek popytu może wywołać gwałtowny wzrost wolnych mocy produkcyjnych i stać się podłożem klasycznej recesji. Takie ryzyko może nam zacząć towarzyszyć już w 2023. Pandemia może się okazać czynnikiem, który zwiększy amplitudę cyklicznych wahań w globalnej gospodarce.

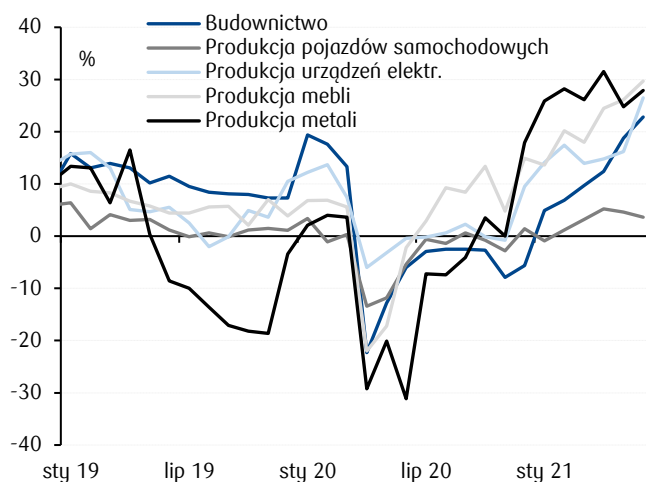
Stopa aktywności w USA (osoby 55+)



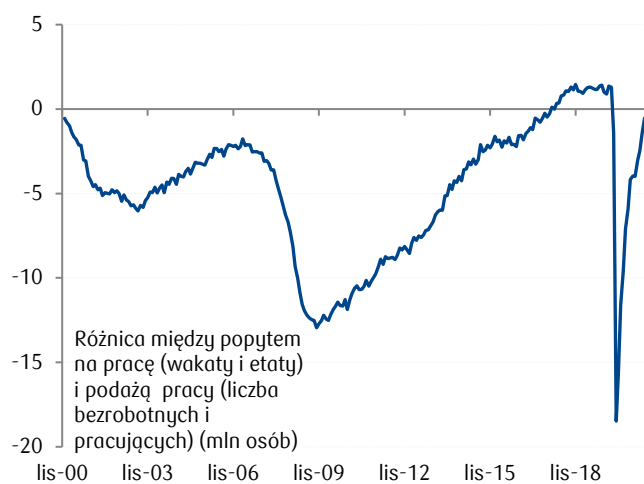
Bariera niedoboru surowców i materiałów w przetwórstwie (Polska)



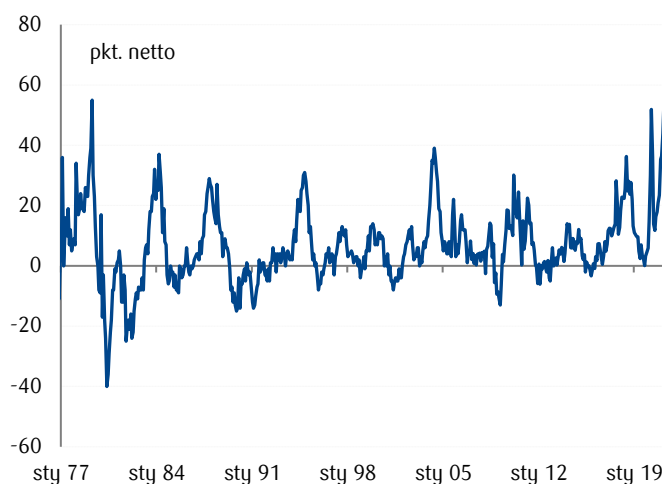
Przewidywane ceny (koniunktura gospodarcza w Polsce)



USA – miara równowagi na rynku pracy

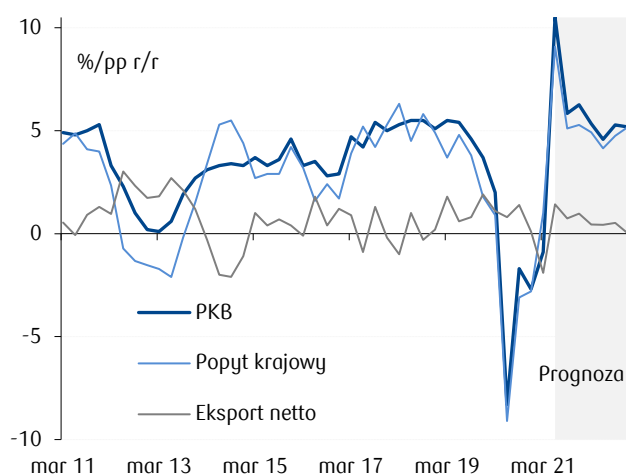


ISM – czas dostaw (zero – poziom neutralny)

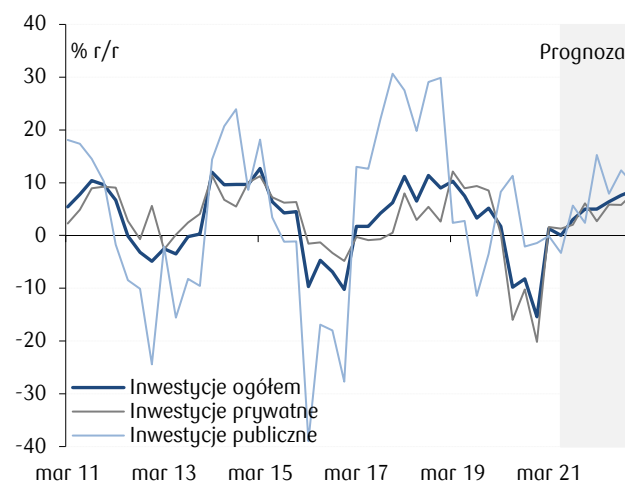


Źródła: GUS, BLS, Macrobond, PKO Bank Polski.

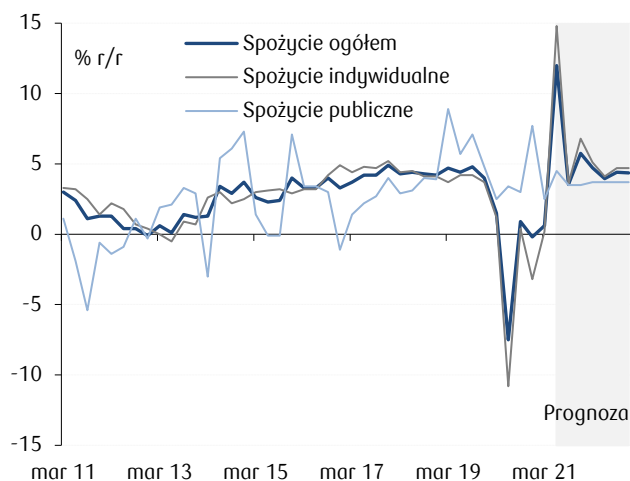
Realny PKB



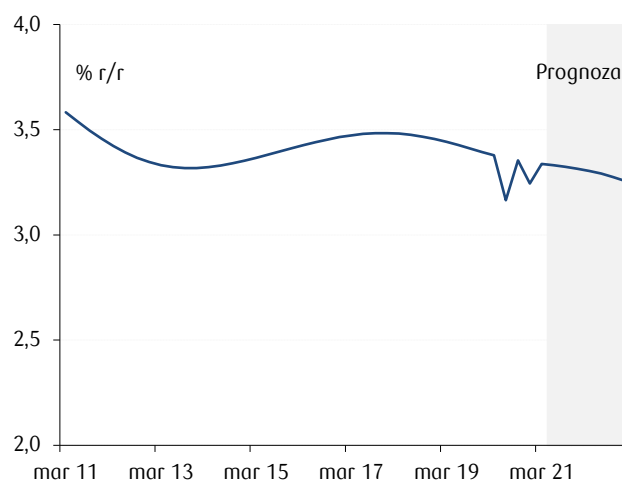
Popyt inwestycyjny



Popyt konsumpcyjny



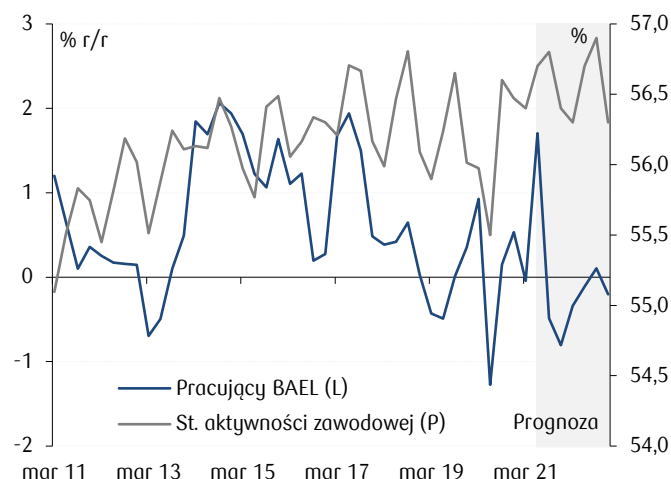
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

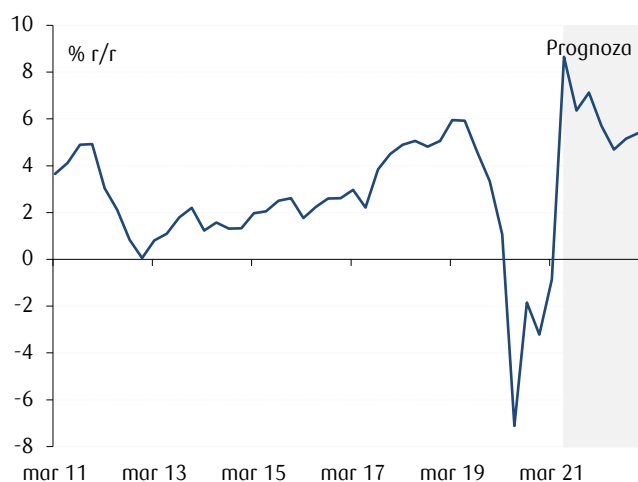


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

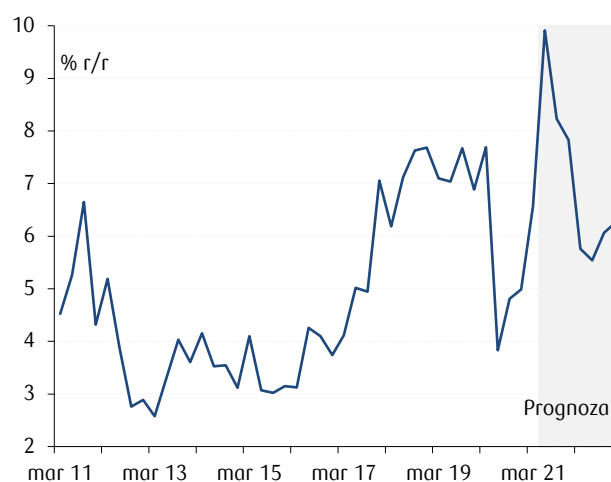


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

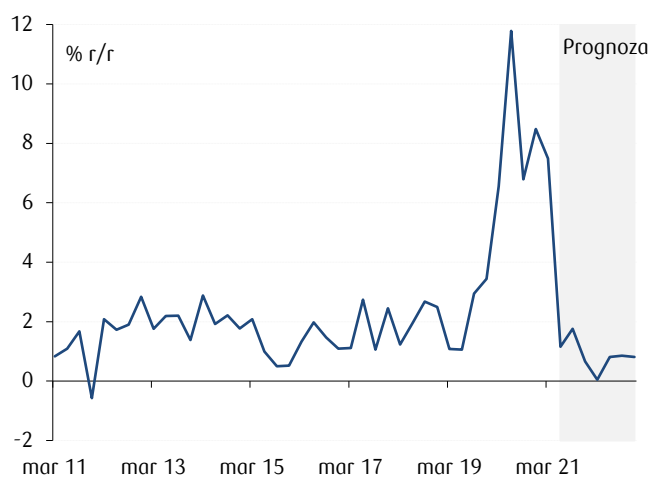
Wydajność pracy*



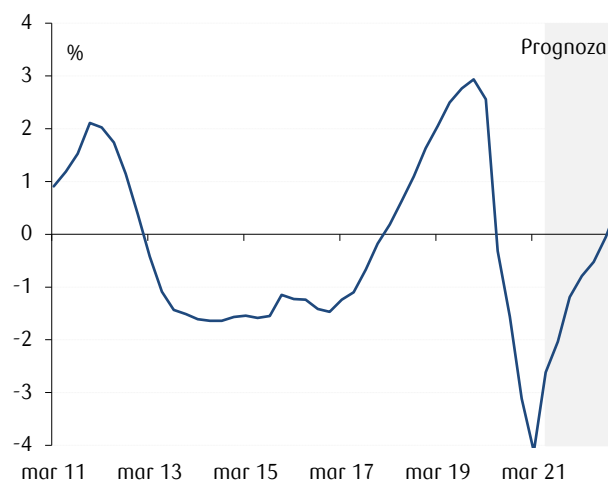
Płace w gospodarce narodowej



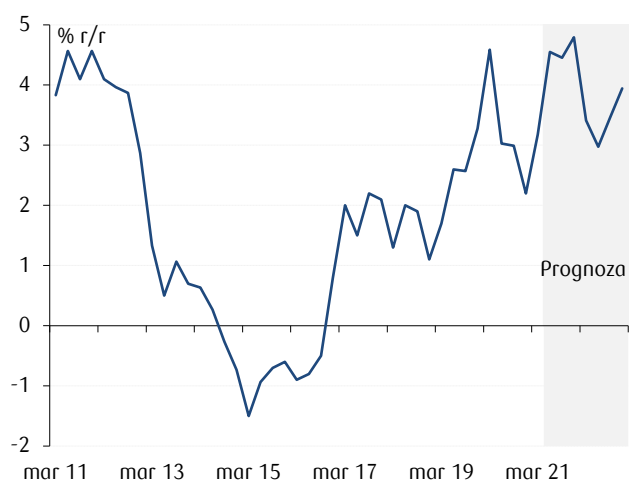
Jednostkowe koszty pracy*



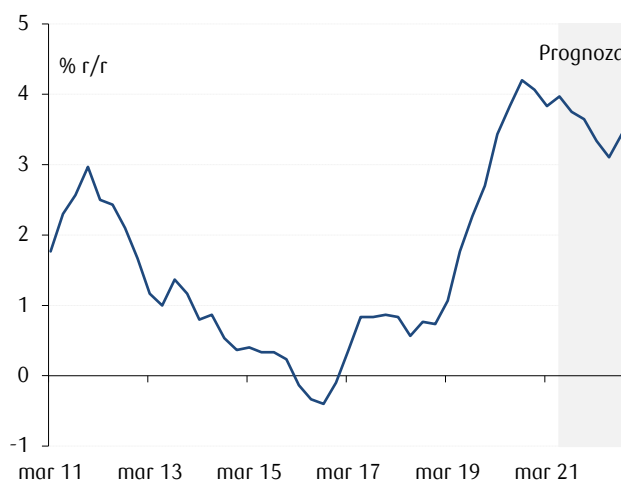
Luka popytowa



Inflacja CPI

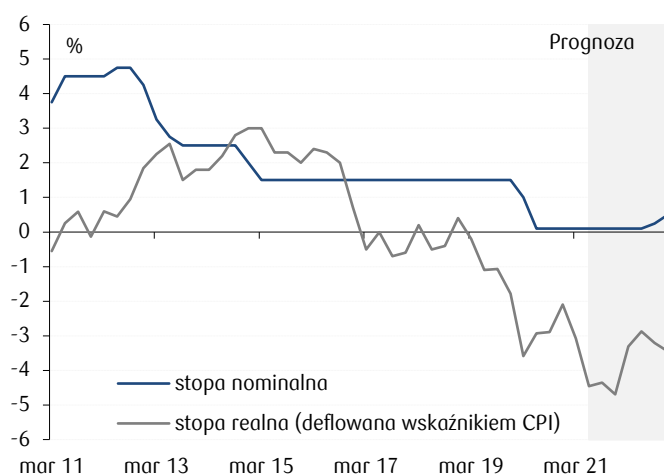


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

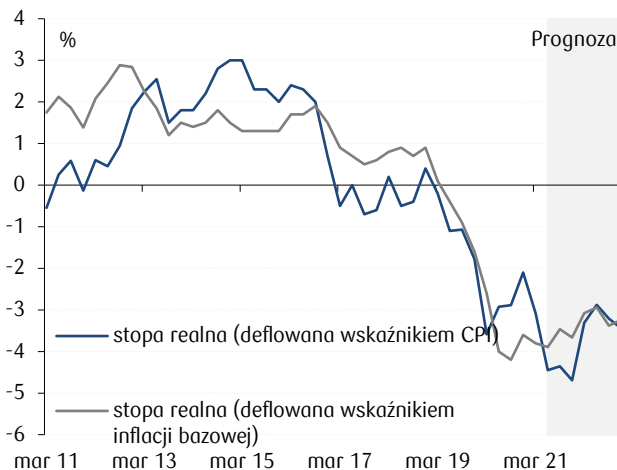


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

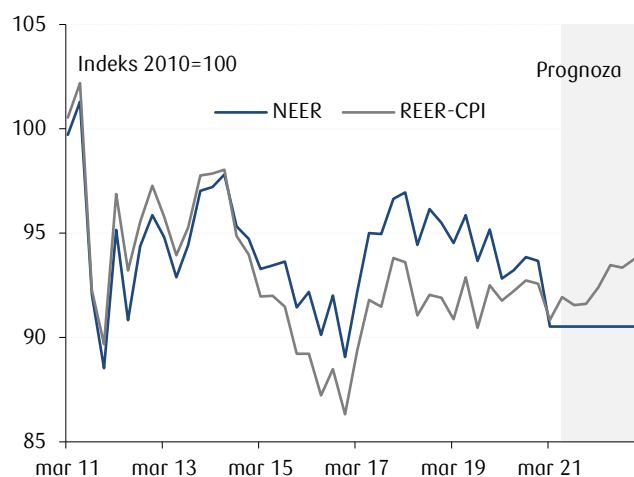
Stopy nominalne vs realne



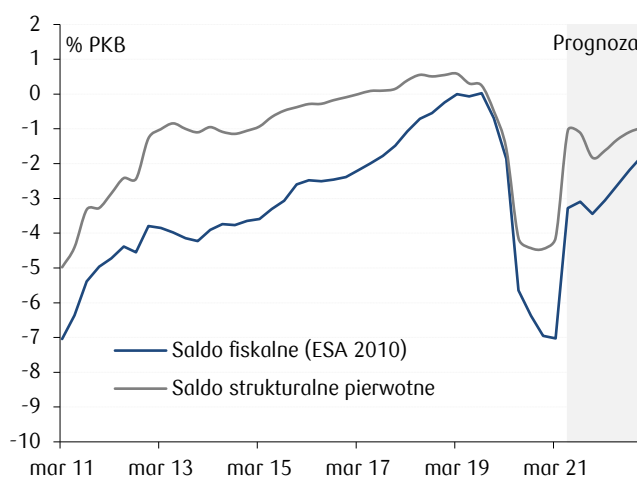
Stopy realne



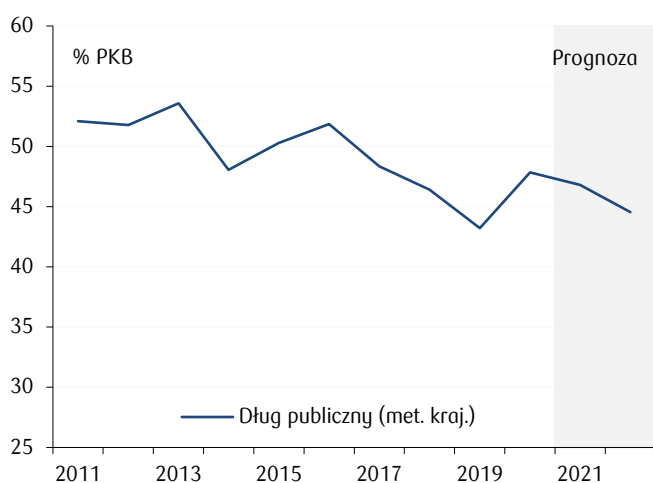
Założenia dotyczące NEER i REER*



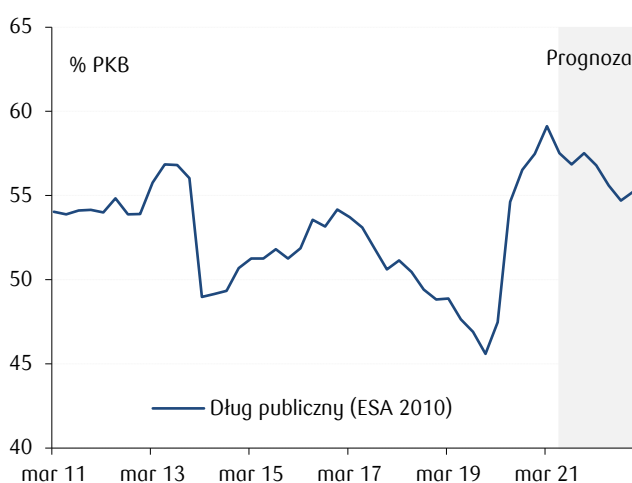
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

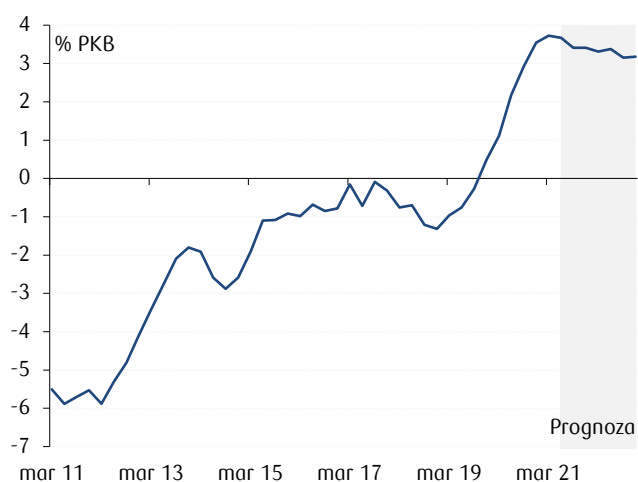


Dług publiczny (ESA 2010)

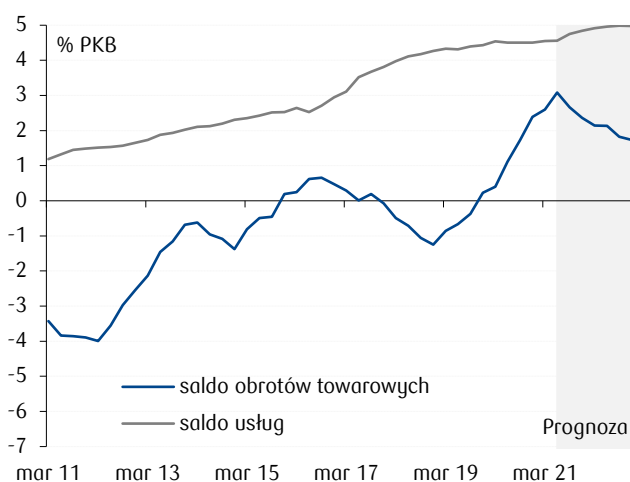


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

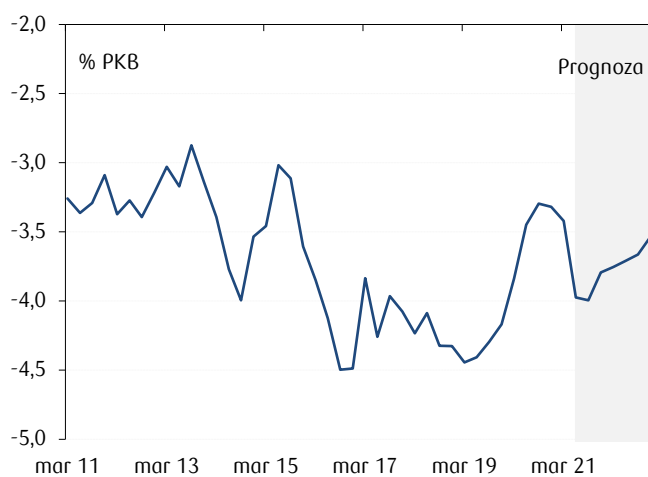
Saldo rachunku obrotów bieżących



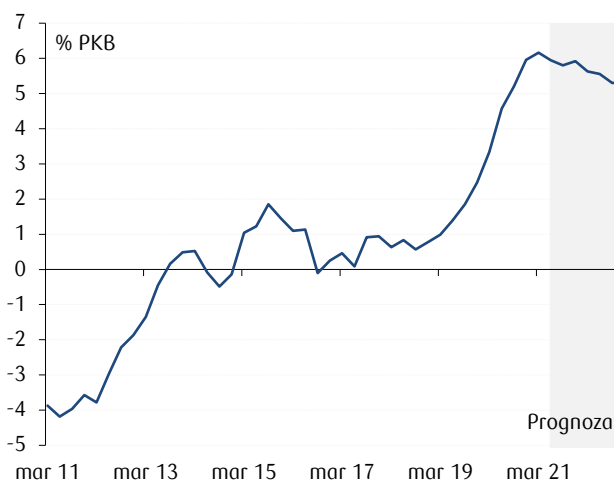
Saldo handlu zagranicznego



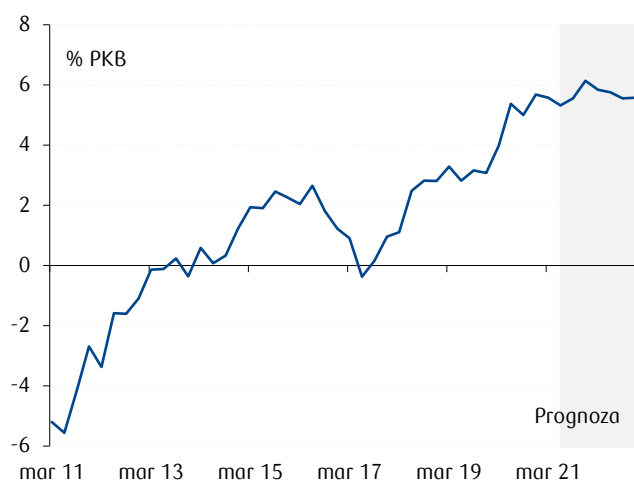
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



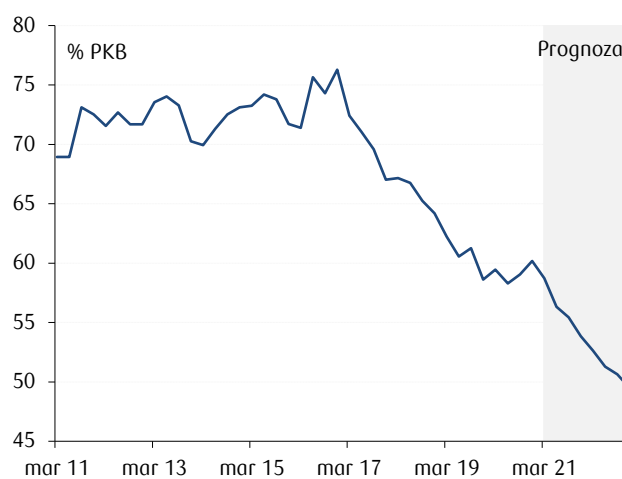
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, *CAB - rachunek obrotów bieżących, FDI - bezpośrednie inwestycje zagraniczne, CAP - rachunek kapitałowy, ERR - błędy i opuszczenia.

Roczne wskaźniki makroekonomiczne

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	1.4	3.3	3.8	3.1	4.8	5.4	4.7	-2.7	5.4	5.1
Popyt krajowy (% r/r)	-0.6	4.8	3.3	2.3	4.9	5.6	3.6	-3.7	5.4	5.1
Spożycie indywidualne (% r/r)	0.3	2.6	3.0	3.9	4.8	4.3	4.0	-3.0	6.0	4.7
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1.1	10.0	6.1	-8.2	4.0	9.4	6.1	-9.6	2.7	7.2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	0.3	4.2	3.5	1.0	4.1	5.2	4.6	-2.9	4.9	4.8
Zapasy (pkt. proc.)	-0.9	0.6	-0.2	1.3	0.8	0.4	-1.0	-0.8	0.6	0.3
Eksport netto (pkt. proc.)	1.3	-1.4	0.6	0.8	0.3	0.0	1.3	0.8	0.3	0.3
Produkt potencjalny (% r/r)	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3
Nominalny PKB (mld PLN)	1647	1720	1745	1861	1989	2122	2293	2324	2539	2732
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)**	0.0	-0.2	0.0	-0.9	-0.4	-0.5	-0.5	0.0	-1.5	-0.4
Pracujący BAEL (% r/r)**	-0.1	1.9	1.4	0.7	1.4	0.4	-0.1	-0.1	0.7	0.0
Wsk. akt. zawodowej (%)**	55.9	56.2	56.2	56.2	56.4	56.3	56.2	56.1	57.5	57.5
Stopa bezrobocia BAEL (%)**	9.8	8.1	6.9	5.5	4.5	3.8	2.9	3.1	3.3	3.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	13.4	11.4	9.7	8.2	6.6	5.8	5.2	6.2	5.4	4.8
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3.7	3.5	3.3	3.8	5.3	7.2	7.2	5.3	8.1	5.9
Wydajność pracy (% r/r)	1.5	1.4	2.3	2.3	3.4	5.0	4.9	-2.6	4.7	5.1
ULC (% r/r)	1.9	2.2	1.0	1.5	1.8	2.1	2.1	8.2	3.4	0.7
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	0.9	0.0	-0.9	-0.6	2.0	1.7	2.3	3.3	4.1	3.5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0.5	-0.2	-0.4	0.2	1.0	0.6	1.2	1.3	0.7	1.0
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0.3	-0.2	-0.7	-0.7	0.5	0.6	-0.1	-0.2	1.3	0.5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0.7	0.4	0.2	-0.1	0.4	0.4	1.2	2.2	2.1	1.9
Inflacja bazowa (% r/r)	1.2	0.6	0.3	-0.2	0.7	0.7	1.9	3.9	3.8	4.0
Deflator PKB (% r/r)	0.0	0.7	1.3	0.3	1.9	1.2	3.2	4.2	5.7	4.0
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	978.9	1059.0	1155.0	1265.7	1324.4	1446.1	1565.6	1822.7	1959.3	2161.2
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.2	8.2	9.1	9.6	4.6	9.2	8.3	16.4	7.5	10.3
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	5.5	9.2	9.6	8.8	2.5	8.1	5.0	14.2	2.7	6.3
Kredyty ogółem (mld PLN)	942.9	1007.1	1077.3	1130.0	1172.3	1259.5	1323.4	1333.9	1384.9	1469.6
Kredyty ogółem (% r/r)	3.8	6.8	7.0	4.9	3.7	7.4	5.1	0.8	3.8	6.1
Depozyty ogółem (mld PLN)	889.5	972.3	1045.7	1144.6	1194.6	1299.9	1406.6	1602.2	1735.6	1841.9
Depozyty ogółem (% r/r)	5.7	9.3	7.5	9.5	4.4	8.8	8.2	13.9	8.3	6.1
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1.8	-2.6	-0.9	-0.8	-0.3	-1.3	0.5	3.5	3.4	3.2
Bilans handlowy (% PKB)	-0.7	-1.4	0.2	0.5	-0.1	-1.2	0.2	2.4	2.4	1.7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	0.8	2.4	2.1	0.9	1.4	2.6	1.6	1.4	1.6	1.6
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	70.3	73.1	71.7	76.3	67.0	64.2	58.6	60.2	53.8	49.5
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-4.2	-3.6	-2.6	-2.4	-1.5	-0.2	-0.7	-7.0	-3.4	-1.8
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1.7	-1.7	-0.8	-0.7	0.1	1.2	0.7	-5.7	-2.3	-0.7
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1.1	-1.1	-0.4	-0.1	0.1	0.5	-0.5	-4.5	-1.8	-1.0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	56.0	50.7	51.3	54.2	50.6	48.8	45.6	57.5	57.5	55.2
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.10	0.10	0.50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	1.80	3.00	2.00	0.70	-0.60	0.40	-1.78	-2.10	-4.68	-3.46
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1.50	1.50	1.30	1.50	0.60	0.90	-1.60	-3.60	-3.60	-3.28
Stopa lombardowa (%)	4.00	3.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.50	0.50	1.00
REER defl. CPI (% r/r)	0.0	0.5	-5.2	-3.7	4.3	0.6	-0.5	0.7	-1.3	1.7

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów, **od 1q21 dane BAEL nieporównywalne ze względu na zmiany definicyjne

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu
Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska
dr Marcin Czaplicki, CFA
Urszula Kryńska
Kamil Pastor
dr Michał Rot

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
marcin.czaplicki@pkobp.pl
urszula.krynska@pkobp.pl
kamil.pastor@pkobp.pl
michal.rot@pkobp.pl

22 521 67 97
22 521 54 50
22 521 51 32
22 521 81 08
22 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl

22 521 81 22

Michał Kolesnikow
dr Mariusz Dziwulski
Piotr Krzysztofik
Filip Romanowski
Anna Senderowicz
Karolina Sędzimir

michal.kolesnikow@pkobp.pl
mariusz.dziwulski@pkobp.pl
piotr.krzysztofik@pkobp.pl
filip.romanowski@pkobp.pl
anna.senderowicz@pkobp.pl
karolina.sedzimir@pkobp.pl

22 521 81 23
22 521 81 88
22 521 81 25
22 521 87 39
22 521 81 24
22 521 81 28

Zespół Analiz Nieruchomości

analizy.nieruchomosci@pkobp.pl

22 521 51 80

Wojciech Matysiak
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek
Aleksandra Majek
Marcin Morawiecki
Katarzyna Piętka-Kosińska

wojciech.matysiak@pkobp.pl
agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl
aleksandra.majek@pkobp.pl
marcin.morawiecki@pkobp.pl
katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl

22 521 51 80
22 521 81 22
22 521 80 84
22 521 72 24
22 521 65 15



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał 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.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.