

Po omacku

- **Przed nami kolejny rok pod znakiem niepewności.** Musimy z pokorą przyznać, że naszym przewidywaniom na 2022 towarzyszy dużo mniejsze przekonanie niż rok temu prognozom na 2021, mimo że były one wówczas skrajne na tle przedziału rynkowych oczekiwań. Źródłem niepewności jest nadal pandemia, ale także nieprzewidywalna dynamika procesów inflacyjnych oraz trudna do przewidzenia reakcja banków centralnych i jej implikacje.
- **Globalne otoczenie będzie bardziej wymagające.** Światowy wzrost gospodarczy umiarkowanie spowolni w warunkach utrzymywania się podwyższonej inflacji i normalizowania polityki pieniężnej Fed oraz wielu innych banków centralnych. Pozytywnym impulsem może się okazać łagodniejsze *policy-mix* w Chinach.
- **Obniżamy prognozę wzrostu PKB w Polsce na 2022 do 4,1%** (z 5,1% prognozowanych poprzednio) za sprawą pogorszenia perspektyw dla globalnego otoczenia (w tym na skutek zagrożeń pandemicznych i polityki „zero Covid” w Azji) oraz szoku energetycznego, z którym mierzy się cała Europa.
- **Sytuacja na rynku pracy będzie wg nas coraz lepsza z nowym, rekordowo niskim poziomem bezrobocia oraz przynajmniej przejściowo dwucyfrowym wzrostem płac.** Spowolnienie wzrostu gospodarczego nie będzie wystarczająco duże, aby przełamać pozytywne trendy. Zmiany podatkowe w ramach Polskiego Ładu wesprą wzrost dochodów rozporządzalnych słabiej zarabiających. W średnim terminie funkcjonowanie rynku pracy będzie coraz bardziej zależne od napływu zagranicznych pracowników i zmian aktywności zawodowej.
- **„Tarcza antyinflacyjna” obniży inflację CPI, ale nie wpłynie na fundamentalną presję inflacyjną, która przez cały 2022 pozostanie mocna.** Kluczowe znaczenie dla ostatecznego kształtu ścieżki inflacji CPI w 2022 będą mieć rozwiązania administracyjne. Z biegiem czasu coraz silniej będą oddziaływać podwyżki stóp procentowych. Spodziewamy się, że inflacja bazowa zacznie hamować w 2h22.
- **Prognozujemy, że w końcówce 2021 deficyt na rachunku obrotów bieżących pogłębi się, ale w trakcie 2022 trend zacznie się poprawiać.** Osłabną przejściowe czynniki blokujące eksport (braki komponentów) oraz podbijające import (gromadzenie zapasów, czemu poświęcamy *Sekcję specjalną*). Fundamentalnym wsparciem dla równowagi zewnętrznej pozostaje wysoka konkurencyjność polskiej gospodarki (nawet wzmocniona w trakcie pandemii).
- **RPP będzie kontynuować podwyżki stóp procentowych, a stopa referencyjna NBP dotrze wg nas do poziomu 3,5%.** Celem będzie uniknięcie wtórnych efektów widocznych obecnie egzogenicznych szoków oraz ograniczenie narastania fundamentalnej presji inflacyjnej. Podwyżki stóp będą następować w trakcie płynnej zmiany składu Rady, co generuje dodatkową niepewność, co do funkcji reakcji władz monetarnych w przyszłości.
- **Parametry fiskalne będą się nadal poprawiać** (na 2022 prognozujemy spadek deficytu fiskalnego do 1,2% PKB, a długu publicznego do 52% PKB). Spowodowany wejściem w życie Polskiego Ładu ubytek dochodów będzie neutralizowany przez wydajną fiskalnie strukturę wzrostu PKB.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Realny PKB (% r/r)	-0,8	11,2	5,3	6,5	6,1	3,6	3,3	3,4	-2,5	5,5	4,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,0	3,5	3,0	2,8	3,0	2,6	2,7	2,5	3,1	2,8	2,5
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,7	4,5	5,4	7,6	7,4	6,3	8,0	7,2	3,3	5,0	7,2
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,8	3,8	3,9	4,8	5,1	5,3	5,5	5,4	3,9	4,1	5,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2,7	1,7	0,4	-0,7	-0,7	-0,5	-0,2	0,4	2,9	-0,7	0,4
Saldo fiskalne (% PKB)*	-6,7	-2,8	-1,9	-1,6	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-7,1	-1,6	-1,2
Dług publiczny (% PKB)*	59,0	57,4	56,6	55,6	54,0	52,8	51,6	52,0	57,4	55,6	52,0
Stopa referencyjna NBP (%)	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	3,50	3,50	3,50	0,10	1,75	3,50

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.

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

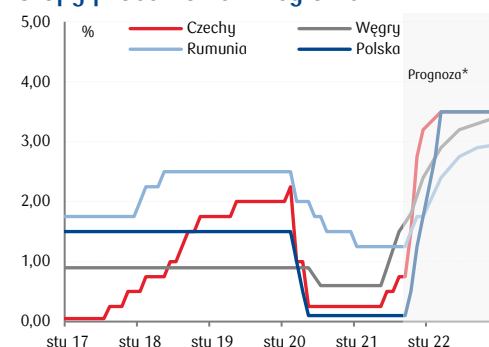
Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Kamil Pastor
Ekonomista
tel. 22 521 81 08

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Stopy procentowe w regionie



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

(0). Założenia dotyczące przebiegu pandemii

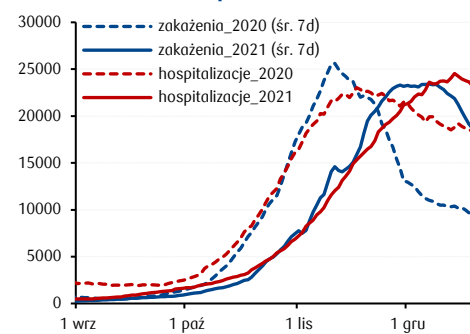
Podtrzymujemy założenie, że kolejne fale pandemii będą miały coraz mniejsze znaczenie gospodarcze. Najprawdopodobniej szczyt czwartej fali pandemii jest już za nami. Konsekwencje gospodarcze tej fali były bardzo ograniczone, mimo wciąż wysokich kosztów społecznych w postaci hospitalizacji i zgonów. Mutowanie wirusa może doprowadzić do dwóch skrajnych scenariuszy: 1) bardziej zaraźliwy, ale mniej zjadliwy wariant wyprze pozostałe i stanie się „naturalną szczepionką” – pandemia nie zniknie, ale przestanie mieć wymierny wpływ na codzienne życie; 2) kolejne warianty wirusa będą bardziej odporne na odporność zbudowaną przez szczepienia lub przechorowanie i wciąż będą niebezpieczne, co cyklicznie będzie wciąż doprowadzać do zapaści systemu opieki zdrowotnej i może wymuszać restrykcje z negatywnym wpływem na gospodarkę.

Szybkie rozprzestrzenianie się wariantu Omikron w wielu krajach rozbudziło obawy przed gospodarczymi skutkami pandemii. 32 mutacje otoczki białkowej (kluczowej dla skutecznego działania szczepionek) względem oryginalnego wirusa SARS-CoV2 sprawiają, że wg wstępnych [badań](#) Omikron cechuje się ok. 20-40 krotnie większą zdolnością do unikania odporności organizmu w warunkach laboratoryjnych. Z [niektórych badań](#) wynika, że podwójne zaszczepienie nie jest wystarczającą barierą przeciwko wirusowi – niezbędna jest kolejna dawka (booster) lub przechorowanie. Pozytywnie nastrojać mogą natomiast [wstępne analizy danych](#) ze szpitali w RPA w prowincji Gauteng, gdzie Omikron rozprzestrzenił się jako pierwszy. Wskazują one, że chociaż Omikron jest bardziej zaraźliwy, to hospitalizacji wymaga mniejszy odsetek zakażonych, niż było to na podobnym etapie rozwoju poprzednich fal pandemii. Niższy jest też odsetek ciężkich przypadków. Sama wysoka zakaźność w połączeniu ze spadkiem odporności w populacji może (pomimo przeciętnie łagodniejszego przebiegu) wciąż prowadzić do przeciążenia systemu ochrony zdrowia, a w konsekwencji „opcji atomowej” – kolejnych ogólnokrajowych lockdownów (pierwszy wśród państw UE ogłoszono już w Holandii). Pozostaje to istotnym czynnikiem ryzyka dla prognoz.

Dotychczas, kolejne fale pandemii miały coraz mniejszy koszt gospodarczy. Wskazuje na to m.in. opracowywany na podstawie amerykańskich artykułów prasowych indeks niepewności pandemicznej. **Podtrzymujemy ocenę, że wpływ pandemii na procesy ekonomiczno-gospodarcze będzie nadal mały, nawet jeśli pandemia z nami zostanie** (z wyłączeniem czarnego scenariusza bardzo zjadliwych mutacji wymykających się zbudowanej odporności). Kolejne fale pandemii będą wpływać przede wszystkim na procesy społeczno-polityczne. Za główne ryzyko gospodarcze związane z pandemią nadal uważamy (lokalnie) powrót nauczania zdalnego (ograniczona podaż pracy rodziców, ale to ryzyko spada dzięki rozpoczęciu szczepień dla dzieci 5-12) oraz czasowe/regionalne ograniczenia dostępu do niektórych usług. Globalnie kluczowym ryzykiem są dalsze ewentualne przerwy w działalności hubów logistycznych i fabryk w Chinach, które utrzymują politykę „zero-covid”. Skutkiem realizacji tego ryzyka może być w większym stopniu silniejsza presja inflacyjna (kosztowa), niż słabszy globalny wzrost.

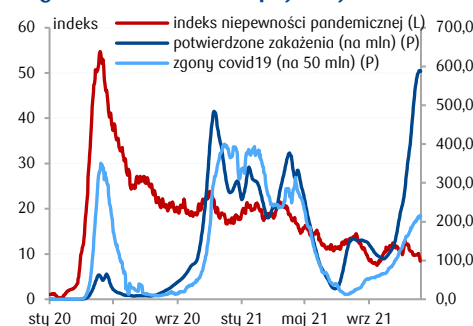
Czy Covid-19 stanie się wirusem endemicznym? Coraz więcej na to wskazuje, a to sugeruje, że na sposoby zarządzania pandemią, także z punktu widzenia generowanych przez nią kosztów społecznych i gospodarczych, będzie należało patrzeć nie punktowo (koszt ewentualnego chwilowego lockdownu), ale długoterminowo. Koszt długoterminowy to m.in. skala strat spowodowanych nadmiarowymi zgonami (nie tylko bezpośrednio spowodowanymi zakażeniem Covid), przejściową lub trwałą utratą zdolności do pracy, spadkiem jakości kapitału ludzkiego. Na dziś znane są tylko dwie strategie, które mogą pozwolić te straty ograniczyć – to masowe (zapewne regularne) szczepienia oraz radykalne wzmocnienie wydolności sektora ochrony zdrowia.

Porównanie fali epidemii w Polsce



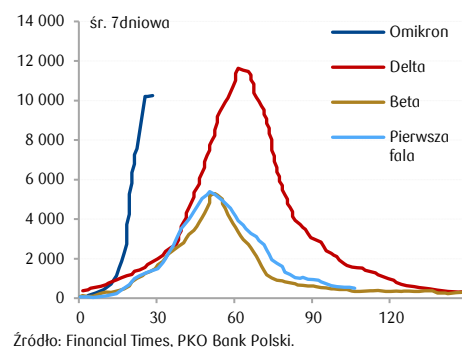
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski.

Indeks niepewności pandemicznej EMV na tle indeksu potwierdzonych zakażeń i zgonów w Unii Europejskiej



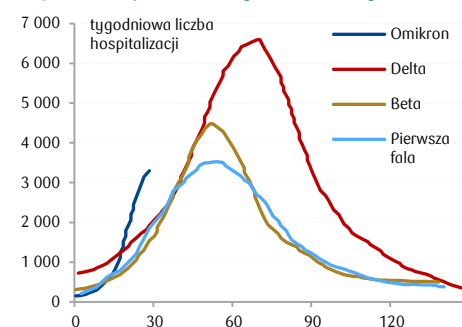
Źródło: Economic Policy Uncertainty, Our World in Data, PKO Bank Polski.

Liczba potwierdzonych zakażeń w prowincji Gauteng w RPA wg fal



Źródło: Financial Times, PKO Bank Polski.

Tygodniowa liczba hospitalizacji w prowincji Gauteng w RPA wg fal



Źródło: Financial Times, PKO Bank Polski.

(1). Otoczenie zewnętrzne

Trendy bieżące

Światowa gospodarka rośnie w 4q21 szybciej niż kwartał wcześniej. Poprawę koniunktury widać w większości gosp. rozwijających się, w USA i w części Europy Zachodniej. Jednym z wyjątków są Niemcy, gdzie ograniczenia podaży i rosnące koszty (w tym szok energetyczny) ciążą na wynikach przetwórstwa i usług. W większości gospodarek narasta presja inflacyjna, prowadząc do rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej. Działania w przeciwnym kierunku podejmują Chiny. PBoC poluzował politykę pieniężną, walcząc ze spowolnieniem wzrostu PKB i ryzykiem załamania na lokalnym rynku nieruchomości.

Prognoza średnioterminowa

Najbliższe miesiące będą stały pod znakiem wzrostu inflacji i reakcji banków centralnych. Inflacja CPI w USA jest najwyższa od blisko 40 lat. Zakładamy, że w trakcie 2022 presja inflacyjna nieco osłabnie (m.in. za sprawą poprawy sytuacji w łańcuchach dostaw i wyczerpywania się nadmiarowych oszczędności), ale inflacja pozostanie powyżej celu (przyczyni się do tego m.in. wzrost czynszów, napięta sytuacja na rynku pracy, gdzie pandemia obniżyła liczbę aktywów zawodowo o ponad 2,5 mln osób, oraz stymulacja fiskalna). FOMC jest zmuszony zacieśniać politykę pieniężną - w marcu zakończy *tapering*, a później w trakcie 2022 zdecyduje się wg nas na 3 podwyżki stóp procentowych. W strefie euro inflacja (HICP) też jest najwyższa od 30 lat, ale w przeciwieństwie do USA inflacja bazowa pozostaje relatywnie niska, co wspiera opinię EBC o jej przejściowym charakterze. Sytuacja pandemiczna i gospodarcza jest nadal niepewna, co rodzi oczekiwania na przedłużanie stymulacji monetarnej. W 1q22 EBC zakończy PEPP. Chociaż połączy to z czasowym rozszerzeniem skupu w ramach APP, to skala zakupów netto spadnie. W Europie także nastąpi więc swoisty *tapering*. Podwyżki stóp w strefie euro to jednak wg nas wciąż odległa przyszłość (po 2022). Niemniej, wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz uruchomienie NGEU, które wesprze wzrost PKB, oznaczają, że po raz pierwszy od dawna można ich oczekiwać w perspektywie krótszej niż 2-3 lata. Dużo pod tym względem będzie zależało od popytu z Chin, gdzie gospodarka spowalnia podążając za słabnącym sektorem nieruchomości. W tej sytuacji PBOC używa sprawdzonych instrumentów - wspiera akcję kredytową. W perspektywie 2h22 powinno to ponownie wzmocnić wzrost gospodarczy. Silniejszy chiński popyt pomoże w szczególności Niemcom, gdzie (przy potencjalnie luźniejszej polityce fiskalnej koalicji SPD-Zieloni-FDP) może to odwrócić trend spadkowy dynamiki PKB.

Źródła niepewności dla prognozy

Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg pandemii, (2) natężenie ograniczeń podaży, (3) skala luzowania w Chinach.

Otoczenie zewnętrzne

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	-1,2	14,2	3,7	4,9	6,1	4,6	3,4	3,0	-6,4	5,4	4,3
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,1	1,8	2,8	4,4	3,3	2,8	2,0	1,5	0,3	2,5	2,4
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)	6,3	6,7	2,0	5,0	4,5	3,8	3,4	2,9	-3,4	5,6	4,2
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,9	4,8	5,3	6,5	5,9	4,2	3,3	2,6	1,2	4,7	4,1
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00	0,25	0,25	1,00
Chiny: Realny PKB (% r/r)	18,3	7,9	4,9	3,1	4,3	4,7	5,7	5,7	2,3	8,4	5,3
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	0,0	1,1	0,8	2,2	1,8	2,2	2,3	2,3	2,5	1,0	2,2
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

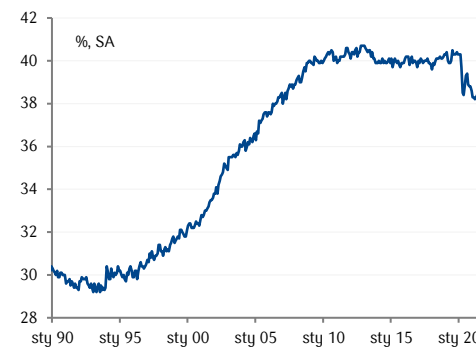
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR.

Oczekiwania inflacyjne (5Yx5Y swap) w strefie euro



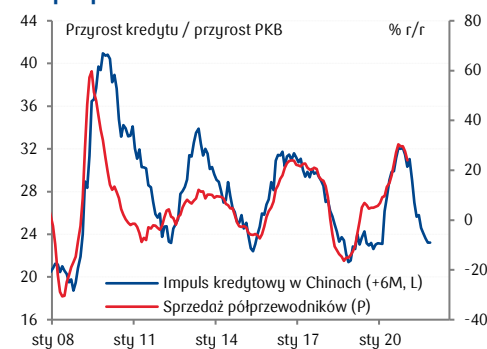
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Stopa aktywności zawodowej wśród osób 55+ w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Impuls kredytowy w Chinach vs popyt na półprzewodniki



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

• Trendy bieżące

Krajowa gospodarka z impetem kończy 2021 – wyniki produkcji przemysłowej, budowlanej oraz sprzedaży detalicznej w 4q21 zaskakują pozytywnie. Uważamy, że ewentualne obostrzenia pandemiczne, jeżeli nawet zostaną wprowadzone w okresie świąteczno-noworocznym, nie zaszkodzą wzrostowi PKB w końcówce 2021. Szacujemy, że **dynamika PKB w 4q21 wyniesie 6,5% r/r**, co oznacza, że **w całym 2021 PKB wzrośnie o 5,5%, potwierdzając nasze oczekiwania sprzed roku (5,1%; por. wykres obok).**

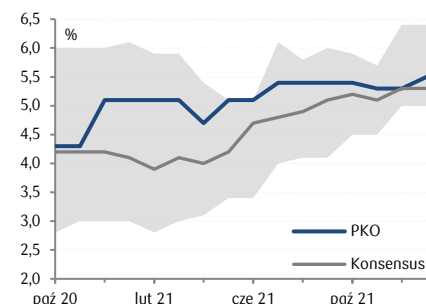
• Prognoza średnioterminowa

Kumulacja zagrożeń pandemicznych (kombinacja nowego wariantu, wzrostu zakażeń w Europie Zachodniej oraz powrotu do częściowych restrykcji) i wynikające z niej osłabienie wzrostu w gospodarce światowej (m.in. w efekcie polityki „zero Covid” w Azji) oraz szok energetyczny, z którym mierzy się Europa (w tym Polska), sprawiły, że **obniżamy prognozę wzrostu PKB w 2022 do 4,1%** (z 5,1% prognozowanych poprzednio). Przewidujemy, że dynamika PKB w 1q22 przekroczy 6% r/r (przy silnym wsparciu efektu niskiej bazy), a następnie wyhamuje w kierunku 3-4% r/r. Podtrzymujemy ocenę, że konsumpcja prywatna będzie głównym motorem wzrostu PKB w 2022, chociaż w obliczu podwyższonej inflacji, w tym zwłaszcza w obszarze dóbr tzw. pierwszej potrzeby, nasz optymizm co do konsumpcji zmalał (rewizja w dół o blisko 1pp). Skalę rewizji ogranicza silniejszy niż wcześniej prognozowaliśmy wzrost płac w 2021 i 2022 (patrz sekcja o rynku pracy). Ożywienie inwestycji będzie nadal umiarkowane (pomimo silnego wzrostu w 2h21, w 4q21 inwestycje dopiero powrócą do poziomu z 4q19), szczególnie w obszarze inwestycji prywatnych. Bieżące opóźnienie Krajowego Planu Odbudowy (brak środków w 2021 zwiększy ich pulę w 2022) powinno sprzyjać inwestycjom publicznym (o ile KPO ruszy). Po raz pierwszy od wielu lat tak istotną rolę we wzroście PKB odgrywają zapasy, które odzwierciedlają zmianę modelu produkcji z *just-in-time* na *just-in-case* (por. sekcja specjalna). Eksport w 1h22 może być pod negatywnym wpływem wydarzeń w gospodarce globalnej, skutkujących m.in. recesją w przemyśle Niemiec. Nadal oceniamy, że krajowy *policy mix*, ekspansywny w 2021 (opóźnione efekty transferów fiskalnych z 2020 i spadek realnej stopy procentowej), w 2022 będzie bliski neutralnemu.

• Źródła niepewności dla prognozy

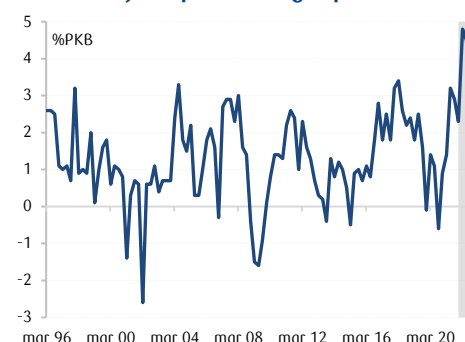
Głównymi źródłami niepewności są: (1) skala i tempo wykorzystania środków unijnych, (2) wzrost PKB w otoczeniu zewnętrznym gospodarki, (3) wąskie gardła w światowej logistyce oraz kształtowanie się kosztów i inflacji, (4) przebieg pandemii.

Ewolucja prognoz wzrostu PKB w 2021



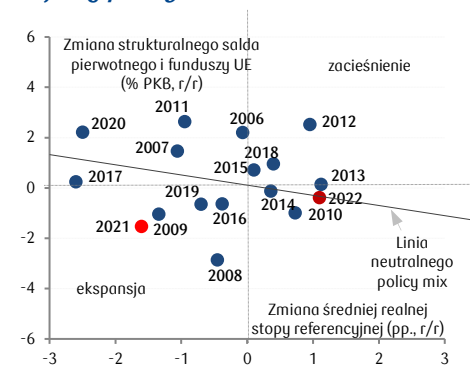
Źródło: Consensus Economics, PKO Bank Polski. Nie brałmy udziału we wszystkich ankietach.

Akumulacja zapasów w gospodarce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Krajowy policy-mix



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Realny PKB (% r/r)	-0,8	11,2	5,3	6,5	6,1	3,6	3,3	3,4	-2,5	5,5	4,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	0,3	11,5	8,0	9,8	8,8	4,7	3,7	3,2	-3,5	7,5	5,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	0,1	13,1	4,7	8,1	5,0	3,0	3,5	3,5	-3,0	6,2	3,8
Sprzedaż krajowa (% r/r)	0,5	8,7	4,3	7,7	5,0	3,2	3,5	3,9	-2,7	5,3	3,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,7	5,6	9,3	15,5	8,4	6,9	5,9	6,7	-9,6	9,3	6,8
Publiczne [†] (% r/r)	-4,2	-3,3	0,7	-0,1	1,9	5,7	4,9	9,7	2,3	-1,2	6,6
Prywatne [†] (% r/r)	3,1	9,0	12,5	21,4	9,8	7,4	6,2	5,6	-12,6	12,8	6,9
Zapasy (pkt. proc.)	-0,2	2,8	3,7	2,1	3,8	1,5	0,2	-0,7	-0,8	2,1	1,1
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	-0,3	-2,7	-3,3	-2,7	-1,1	-0,4	0,2	0,8	-1,9	-0,9
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,8	30,2	10,3	8,1	7,9	6,6	9,7	8,7	-1,0	14,1	8,2
Potencjalny PKB [†] (% r/r)	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,4	3,6	3,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	-4,1	-2,5	-2,0	-1,2	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-3,0	-1,2	-0,8

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

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Sytuacja na rynku pracy w 4q21 systematycznie się poprawia. W listopadzie stopa bezrobocia po odsezonowaniu wyniosła 5,6% i była już tylko o 0,4pp wyższa niż przed pandemią (w najgorszym momencie reakcja stopy bezrobocia na pandemię wyniosła +1,1pp). Bezrobocie wg BAEL spadło w 3q21 do bliskiego rekordowi poziomu 3,0%, a współczynnik aktywności zawodowej wzrósł do rekordowych 58,2% - co umożliwia wzrost zatrudnienia, mimo niesprzyjającej demografii. Tempo wzrostu płac w 3q21 zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce narodowej, wyniosło 9% r/r. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że w 4q21 płace rosną w podobnym tempie, co sugeruje, że mimo znacznego wzrostu inflacji, na razie nie uruchomiła się spirala-cenowo-płacowa.

• Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że w 2022 nastąpi dalszy spadek bezrobocia. Nieodsezonowana stopa bezrobocia rejestrowanego już teraz jest niższa niż przed pandemią, a po wyeliminowaniu czynników sezonowych bezrobocie powróci do poziomu z początku 2020 już na przełomie 1q-2q22. W konsekwencji sytuacja na rynku pracy będzie coraz bardziej napięta, a pracodawcy będą coraz bardziej skłonni do zaspokajania żądań płacowych. Istotny wpływ na oczekiwane przez pracowników podwyżki wynagrodzeń ma najwyższa od 2 dekad inflacja. Z badania CBOS wynika co prawda, że tylko ok. 18% ankietowanych pracowników wystąpiło w związku z wysoką inflacją o podwyżkę i ją dostało, ale zakładamy że w 2022 żądania płacowe będą narastać (przy dużym wzroście towarów i usług pierwszej potrzeby). W efekcie nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce narodowej przynajmniej przejściowo przekroczy 10% r/r. Sugeruje to m.in. najwyższy w historii (44%) odsetek firm prognozujących wzrost płac w nadchodzącym kwartale (wg szybkiego monitoringu NBP). Znakomite wyniki finansowe przedsiębiorstw sugerują, że wzrost płac nie pogarsza ich kondycji (udział wynagrodzeń w kosztach ogółem był po 3 kwartałach 2021 o 1,1pp niższy niż w analogicznym okresie 2020, podczas gdy koszty rosły wolniej niż przychody). Zmiany podatkowe w ramach Polskiego Ładu w 2022 wesprą wzrost nominalnych wynagrodzeń netto słabiej zarabiających. Ich wprowadzenie może przejściowo podbić dynamikę wynagrodzeń pod koniec 2021, ze względu na przesuwanie wypłat osób lepiej zarabiających. W średnim terminie funkcjonowanie rynku pracy będzie coraz bardziej zależne od skali napływu zagranicznych pracowników i zmian aktywności zawodowej (tu znaczenie będą miały kolejne proponowane zmiany w emeryturach).

• Źródła niepewności dla prognozy

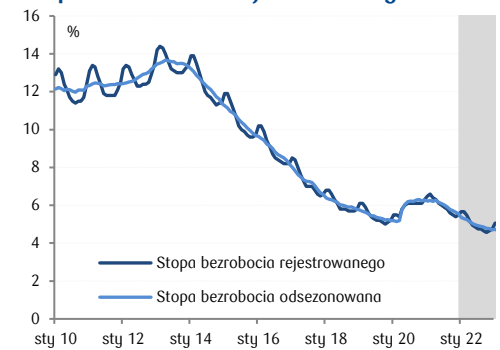
Główne źródła niepewności to: (1) sytuacja pandemiczna; (2) skala przepływów migracyjnych, (3) poziom inflacji i natężenie żądań płacowych.

Rynek pracy

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-1,7	2,1	1,1	0,6	1,6	1,4	1,2	1,2	-1,2	0,5	1,4
Pracujący BAEL (% r/r)	0,0	2,0	1,8	1,1	1,3	1,0	-0,1	0,1	-0,1	1,2	0,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	6,4	6,0	5,6	5,5	5,5	4,9	4,7	4,8	6,3	5,5	4,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)**	4,0	3,5	3,0	2,8	3,0	2,6	2,7	2,5	3,1	2,8	2,5
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	57,3	57,6	58,2	57,8	57,6	57,8	58,0	57,9	56,1	57,7	57,8
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	7,4	9,5	8,9	9,2	9,0	10,0	9,1	8,4	4,6	8,8	9,1
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	6,6	9,6	9,4	9,0	9,5	10,7	8,8	8,2	5,3	8,7	9,3
Wydajność pracy (% r/r)	-0,8	9,0	3,4	5,4	4,8	2,7	3,4	3,3	-2,4	4,3	3,5
ULC (% r/r)	7,5	0,5	5,8	3,4	4,5	7,9	5,2	4,7	8,0	4,3	5,6

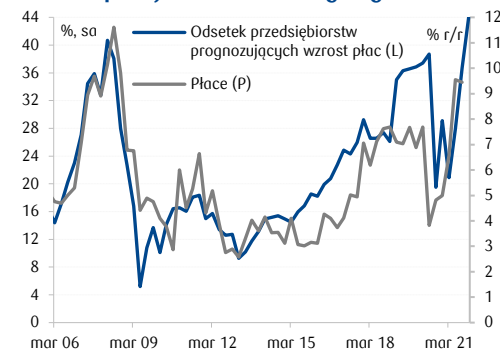
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu, **Od 1q21 dane BAEL są nieporównywalne ze względu na zmiany definicyjne.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



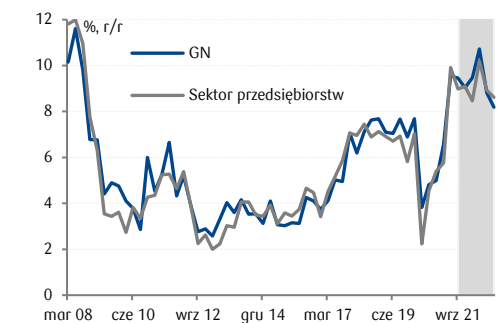
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Rośnie presja na wzrost wynagrodzeń



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika przeciętnego wynagrodzenia brutto



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

Inflacja znajduje się w trendzie wzrostowym, ale „tarcza antyinflacyjna” obniży inflacyjny szczyt (w 1q22 obniży inflację o ok. 1,9pp). Poziom inflacji CPI w listopadzie (7,8% r/r) był najwyższy od dwóch dekad. Wciąż rosną ceny żywności, na co składają się zarówno nieco gorsze tegoroczne zbiory, jak i proinflacyjny wpływ wyższych cen energii. Nie spowalnia inflacja bazowa, a obrazująca fundamentalną presję na wzrost cen inflacja „superbazowa” (czyli nasza miara oczyszczająca inflację bazową z cen administrowanych) z miesiąca na miesiąc jest coraz wyższa.

Prognoza średnioterminowa

„Tarcza antyinflacyjna” obniży inflację CPI, ale nie wpłynie na fundamentalną presję inflacyjną, która przez cały 2022 pozostanie mocna. Silna presja kosztowa (wzrost cen energii elektrycznej o blisko 100% r/r, a także znacznie wyższe koszty komponentów, transportu i pracy) w warunkach silnego popytu będzie prowadziła do dalszego wzrostu cen finalnych, zarówno towarów, jak i usług. W dalszym ciągu duży wkład do inflacji CPI będzie mieć dynamika cen żywności. Znacznie podwyższona inflacja na świecie oznacza, że kanał importowy nie będzie łagodził krajowych procesów inflacyjnych. Kluczowe znaczenie dla ostatecznego kształtu ścieżki inflacji CPI w 2022 będą mieć rozwiązania administracyjne. Główne niewiadome to: 1) jak długo obowiązywać będzie energetyczna część „tarczy antyinflacyjnej” (niższy VAT na gaz, niższy VAT i brak akcyzy na prąd); 2) czy, kiedy, na jak długo oraz na jakie towary zostanie obniżony VAT na żywność; 3) czy, kiedy i na jak długo zostanie obniżony VAT na paliwa. W zależności od założeń w tych obszarach, średnioroczna inflacja CPI w 2022 wyniesie od 7,1% do 8,2% (patrz tabela), jej szczyt przesunęła się pomiędzy styczniem a sierpniem, przy poziomach 9-10%, a 2023 przynosi spadek inflacji do 5,5-6,6%. Jako bazowy scenariusz przyjmujemy, że energetyczny komponent tarczy będzie obowiązywał w 1-2q22, a od lutego do końca 2q22 obowiązywał będzie obniżony VAT na żywność (część produktów). Uważamy, że szokowy wzrost cen energii ograniczy popyt. Z biegiem czasu coraz silniej w tym kierunku będą też oddziaływać podwyżki stóp procentowych. Wobec tego spodziewamy się, że inflacja bazowa zacznie wyhamowywać w 2h22.

Rosnące koszty sprawią, że inflacja PPI utrzyma się na wysokim poziomie przez większą część 2022, ale wysoka baza z tego roku w końcu ją obniży.

Źródła niepewności dla prognozy

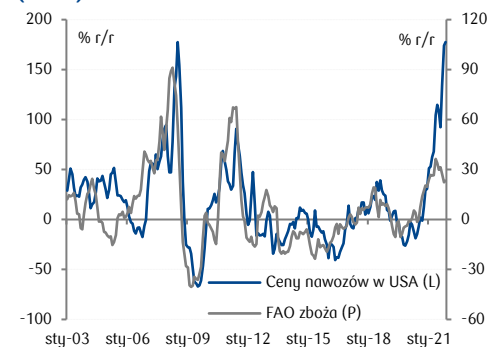
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) zmiany regulacyjne i administracyjne, (2) kurs złotego, (3) odnotowanie oczekiwań inflacyjnych i spirala cenowo-płacowa.

Procesy inflacyjne

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Inflacja CPI† (% r/r)	3,2	4,4	5,9	8,2	6,6	6,5	8,1	6,9	2,2	8,2	6,9
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,7	4,5	5,4	7,6	7,4	6,3	8,0	7,2	3,3	5,0	7,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,2	0,4	1,1	1,9	1,4	0,7	1,1	1,3	1,3	0,9	1,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,4	1,9	2,1	3,0	3,2	2,7	3,8	2,9	-0,2	1,9	3,1
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2,2	2,1	2,2	2,7	2,9	3,0	3,1	3,1	2,2	2,3	3,0
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,8	3,8	3,9	4,8	5,1	5,3	5,5	5,4	3,9	4,1	5,3
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	2,4	6,5	9,5	12,2	11,2	8,9	6,6	4,3	-0,5	7,6	7,7
Deflator PKB (% r/r)	4,1	4,6	5,8	4,8	5,2	7,0	6,0	6,0	4,1	5,7	5,6
ULC (% r/r)	7,5	0,5	5,8	3,7	4,5	7,9	5,2	4,7	8,0	4,4	5,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	-4,0	-2,4	-2,0	-1,2	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-3,0	-1,2	-0,8

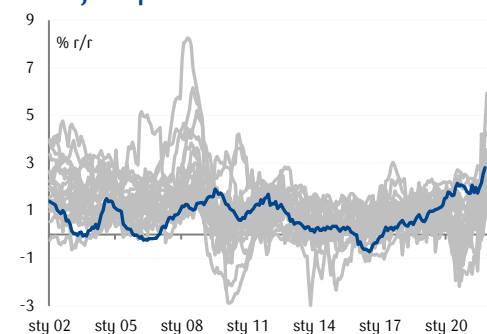
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

Ceny nawozów vs globalne ceny zbóż (FAO)



Źródło: Bloomberg, FAO, PKO Bank Polski.

Inflacja superbazowa* HICP w UE



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *z wyłączeniem cen żywności, napojów bezalkoholowych, energii, pozostałych cen administrowanych oraz cen usług bankowych.

Scenariusze dla inflacji CPI na 2022

Scenariusz	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22
bez Tarczy energetycznej	7,6	9,9	9,1	8,6	7,4
z Tarczą energetyczną (3M)	7,6	8,2	9,0	8,4	7,2
z Tarczą energetyczną (6M)	7,6	8,2	7,5	8,4	7,2
z Tarczą energetyczną (12M)	7,6	8,2	7,5	6,9	5,7
z Tarczą energetyczną (6M) i niższym VAT na żywność (6M od lutego)	7,6	7,4	6,3	8,0	7,2

z Tarczą energetyczną (6M), niższym VAT na żywność (6M od lutego) i niższym VAT na paliwa (5M od marca)

Źródło: PKO Bank Polski. *Tarcza energetyczna – Tarcza inflacyjna z wyłączeniem obniżki akcyzy i podatku od sprzedaży detalicznej (obie obniżki są wliczane w każdy scenariusz); w ramach nasz scenariusz bazowy.

(5). Równowaga zewnętrzna

• Trendy bieżące

Po październiku, w ujęciu 12-miesięcznym, po raz pierwszy od 2 lat rachunek bieżący odnotował deficyt (-0,2% PKB). W ciągu 7 miesięcy relacja salda rachunku bieżącego do PKB pogorszyła się o 3pp. Na rachunku usługowym utrzymuje się strukturalna nadwyżka (ponad 4% PKB), jednak wyraźnemu pogorszeniu uległo saldo towarowe (efekt wyższego importu), zwiększył się też deficyt na rachunku dochodów (cykliczna poprawa wyników firm z udziałem kapitału zagranicznego). Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego pozostaje dodatnie (1,8% PKB), co oznacza spadek uzależnienia od zagranicznego finansowania, jednak poduszka bezpieczeństwa w bilansie płatniczym w ostatnim czasie mocno zmalała.

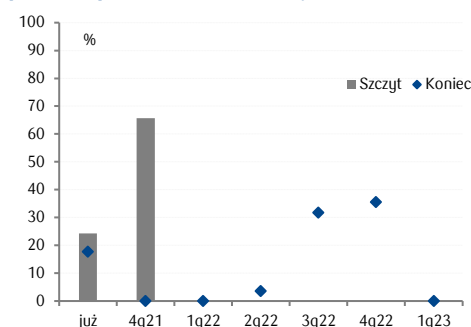
• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że w końcówce 2021 deficyt na rachunku obrotów bieżących pogłębi się do blisko 1% PKB. Nadal więc będzie topniała fundamentalna poduszka, która wspierała notowania złotego i umożliwiała w miarę „bezkarne” utrzymywanie bardzo niskich stóp procentowych. Obecnie hamulcem dla eksportu towarowego są ograniczenia podażowe (szczególnie w motoryzacji), które prawdopodobnie zelżeją w 2h22. Jednocześnie import podbijają wysokie ceny surowców oraz gromadzenie zapasów (por. sekcja specjalna). Po prawdopodobnym wygaśnięciu szoków cenowych, wsparciem dla importu będzie oczekiwany przez nas wzrost importochłonnych inwestycji i ogólna wysoka krańcowa importochłonność wzrostu gospodarczego. W rachunku towarowym na przełomie 2021/2022 pojawi się deficyt, jednak pod koniec 2022 będzie on bliski zbilansowania. Obciążeniem dla bilansu płatniczego będzie nadal deficyt dochodów pierwotnych, który odzwierciedla dobre wyniki firm z udziałem kapitału zagranicznego oraz rosnące dochody nierezydentów (które w ostatnim czasie uległy znaczącej rewizji). Znaczny napływ środków z UE na rachunku kapitałowym, a także silny nominalny wzrost PKB, pozwolą ograniczyć relację długu zagranicznego do PKB.

• Źródła niepewności dla prognozy

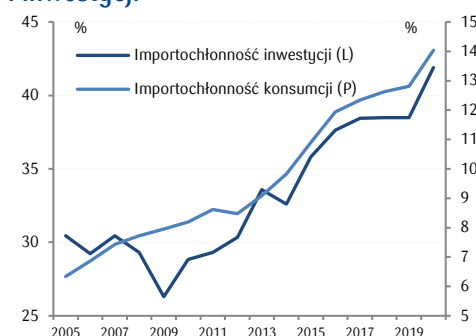
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) trwałość zaburzeń w łańcuchach dostaw; (2) ceny surowców (głównie ropy); (3) przepływy funduszy UE, w tym z NGEU; (4) koniunktura w gospodarkach głównych partnerów handlowych.

Ograniczenia podażowe prawdopodobnie osłabną*



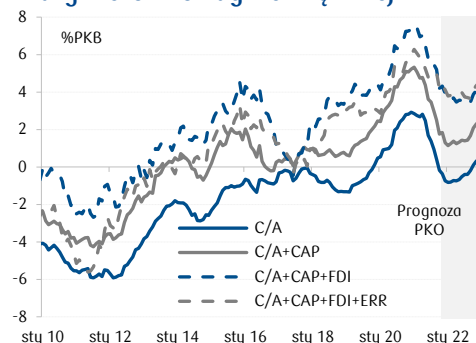
Źródło: Oxford Economics, PKO Bank Polski.* szacowany przez Oxford Economics szczyt/koniec ograniczeń podażowych.

Importochłonność konsumpcji i inwestycji



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski, obliczenia własne.

Miary nierównowagi zewnętrznej



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Równowaga zewnętrzna

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	2,7	1,7	0,4	-0,7	-0,7	-0,5	-0,2	0,4	2,9	-0,7	0,4
Bilans handlowy (% PKB)	2,7	2,4	1,4	0,2	-0,3	-0,5	-0,2	0,3	2,4	0,2	0,3
Eksport (% r/r)	11,2	41,4	14,5	8,5	9,9	12,9	11,4	14,1	11,3	8,5	14,1
Import (% r/r)	8,6	47,6	24,6	17,9	14,6	15,5	8,9	9,5	5,4	17,9	9,5
Saldo usług (% PKB)	4,3	4,3	4,2	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,1	4,3
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,9	-4,4	-4,5	-4,4	-4,0	-3,9	-3,7	-3,6	-3,5	-4,4	-3,6
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-0,6	-0,6
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,1	1,9	2,1	2,0	2,1	1,9	1,9	2,0	2,3	2,0	2,0
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	1,7	1,5	2,2	1,6	1,8	2,0	1,7	1,9	-0,8	1,6	1,9
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto (% PKB)	2,2	2,2	2,7	2,6	2,3	2,1	1,8	1,8	2,1	2,6	1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	-5,4	-4,1	-4,6	-3,1	-3,3	-3,9	-3,6	-4,6	-3,1	-3,1	-4,6
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-1,0	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	-1,4	0,2	0,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	60,9	57,1	56,6	54,0	52,3	50,6	49,8	48,4	60,6	54,0	48,4
Sektor publiczny (% PKB)	21,4	19,4	20,0	19,0	18,3	17,7	17,5	17,0	21,6	19,0	17,0
Sektor prywatny (% PKB)	39,5	37,7	36,6	35,1	34,0	32,8	32,3	31,5	39,1	35,1	31,5

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

(6). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Ostatnie trzy miesiące przyniosły radykalną zmianę nastawienia RPP. Pomiędzy październikiem a grudniem Rada trzykrotnie podniosła stopy procentowe, łącznie o 165pb. W efekcie podwyżek o 40, 75 i 50 pb, stopa referencyjna NBP osiągnęła 1,75% i znalazła się powyżej poziomu sprzed pandemii (1,50%) i najwyższej od 2015. W ocenie NBP gros wzrostu inflacji wynika z czynników przejściowych i egzogenicznych, jednak Rada dostrzega już także proinflacyjne oddziaływanie ożywienia gospodarczego, w tym silnego wzrostu dochodów konsumentów. Oznacza to, że istnieje ryzyko utrzymywania się inflacji CPI powyżej celu NBP w średnim terminie, a to „zapowiada” dalsze podwyżki stóp. Paradoksalnie, obecna RPP, postrzegana przez rynek jako najbardziej „gołębia” spośród dotychczasowych Rad, może dokonać podwyżek stóp w największej skali od ponad dwóch dekad.

• Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że RPP będzie kontynuować podwyżki stóp procentowych, a stopa referencyjna dotrze w 2022 do poziomu 3,5%. Podwyżki stóp procentowych będą następować w trakcie płynnej zmiany składu Rady. Grudniowa zapowiedź kontynuacji podwyżek, o ile nie zmienią się okoliczności gospodarcze, sprawia, że prawie pewny jest ruch o (co najmniej) 50pb w styczniu. Kolejnej podwyżki oczekujemy już w lutym, chociaż będzie to posiedzenie nietypowe, bez nowych danych inflacyjnych. Więcej merytorycznych argumentów w postaci danych, a także zaktualizowanej projekcji inflacyjnej, RPP będzie miała w marcu. Według nas wskażą one na zasadność kontynuacji podwyżek. Działania RPP będą skumulowane na początku 2022, kiedy będziemy obserwować najsilniejsze wzrosty aktywności gospodarczej (w tym konsumpcji), a także najwyższą dynamikę płac. Istotnym źródłem niepewności dla prognozy – poza czynnikami makroekonomicznymi – jest zmiana składu RPP. Od marca większość w Radzie będą stanowili nowi członkowie. Zakładamy, że profil nowej RPP, pod prawdopodobnym dalszym przewodnictwem prof. A.Głapińskiego, będzie nadal relatywnie „gołębi”. To zmniejsza wg nas prawdopodobieństwo kontynuacji podwyżek w 2h22-2023, kiedy dynamika wzrostu PKB (w tym zwłaszcza konsumpcji) będzie już wyraźnie niższa niż obecnie. Przed nową Radą stanie trudne zadanie – podwyżki stóp nie zwalczą istotnych kosztowych komponentów presji inflacyjnej (m.in. stąd w naszych prognozach przewlekłość podwyższonej inflacji), a jednocześnie mogą spowolnić/utrudnić proces inwestycyjny, konieczny zarówno do dostosowania gospodarki do zaostrzonych wymogów środowiskowych, jak i do strukturalnych zmian zachodzących na rynku pracy.

• Źródła niepewności dla prognozy

Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształt „tarczy antyinflacyjnej”, (2) zmiany cen surowców i kursu PLN, (3) skład nowej RPP od 2022.

Polityka pieniężna

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Stopa referencyjna (%)	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	3,50	3,50	3,50	0,10	1,75	3,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-3,08	-4,26	-5,76	-6,41	-3,06	-2,99	-4,62	-3,43	-2,10	-6,41	-3,43
Realna st. proc. defl. infl. baz(%)	-4,20	-3,60	-3,80	-1,75	-0,70	-1,61	-1,55	-2,03	-3,60	-3,36	-1,97
Stopa lombardowa (%)	0,50	0,50	0,50	2,25	4,00	4,00	4,00	4,00	0,50	2,25	4,00
Stopa depozytowa (%)	0,00	0,00	0,00	1,25	3,00	3,00	3,00	3,00	0,00	1,25	3,00
Stopa redysk. weksli(%)	0,11	0,11	0,11	1,80	3,55	3,55	3,55	3,55	0,11	1,80	3,55
REER defl. CPI (%) r/r	-1,0	1,0	0,9	1,9	4,9	3,2	5,7	5,1	0,7	0,7	4,7
Nominalny PKB (%) r/r	4,9	16,5	10,8	14,0	12,4	9,8	9,0	8,6	1,5	11,6	9,9

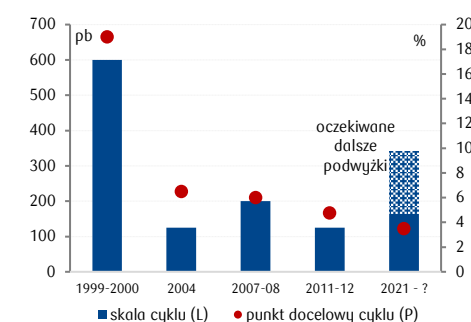
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Harmonogram zmian składu RPP

Senat	→	Jerzy Kropiwnicki	25 stycznia 2022	?
Senat	→	Eugeniusz Gatnar	25 stycznia 2022	?
Sejm	→	Grażyna Ancyparowicz	9 lutego 2022	?
Sejm	→	Eryk Łon	9 lutego 2022	?
Prezydent	→	Kamil Zubelewicz	20 lutego 2022	?
Prezydent	→	Lukasz Hardt	20 lutego 2022	?
Sejm	→	Jerzy Żyżyński	30 marca 2022	?
Sejm / Prezydent	→	Adam Głapiński	21 czerwca 2022	?
Senat	→	Rafał Sura	16 listopada 2022	?
Prezydent	→	Cezary Kochalski	21 grudnia 2025	?

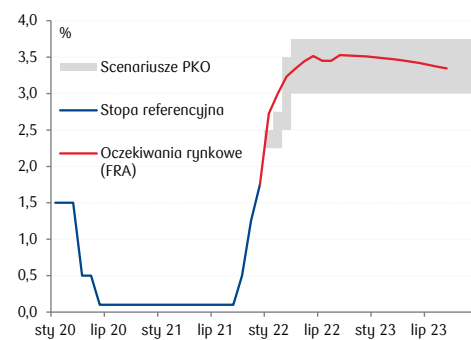
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Dotychczasowe cykle podwyżek stóp procentowych NBP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Prognoza stóp NBP vs rynkowe oczekiwania



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Rekordowa nadwyżka budżetu państwa po październiku (51,9 mld zł) i rekordowa nadwyżka samorządów po 3q21 (23,4 mld zł) sprawiają, że deficyt fiskalny (ESA) pozostaje na ścieżce spadkowej - szacujemy, że w całym 2021 wyniesie 1,6% PKB. Efektywna podatkowo struktura wzrostu PKB, a także wyższe od założeń wpływy ze źródeł niepodatkowych (m.in. dzięki wyższym wpływom z aukcji certyfikatów CO₂) sprawiają, że strona dochodowa finansów publicznych nie będzie mieć problemu z realizacją celów na 2021. Dług publiczny (ESA) pozostaje na trajektorii spadkowej, szacujemy, że na koniec 2021 obniży się do 55,6% PKB (przy czym duża zmienność na rynku FX sprawia, że przeliczona na PLN wg kursów z 31.12.2021 wartość długu denominowanego w walucie obcej może odbiegać od naszych założeń). Saldo fiskalne (ESA, zarówno przed, jak i po korekcie o nowe inwestycje publiczne) jest po 2q21 (ostatnie dostępne dane) jednym z najlepszych w całej UE (por. wykres obok).

Prognoza średnioterminowa

Podtrzymujemy ocenę, że w 2022 kontynuowana będzie poprawa podstawowych parametrów fiskalnych. Spowodowany wejściem w życie Polskiego Ładu ubytek dochodów będzie na poziomie zagregowanym neutralizowany przez wydajną fiskalnie strukturę wzrostu PKB (z dużym wkładem konsumpcji prywatnej) i podwyższoną inflację (plany budżetowe przygotowano przy wzroście inflacji CPI istotnie niższym od naszych aktualnych prognoz, chociaż tu pozytywny efekt zostanie ograniczony przez koszt „tarczy antyinflacyjnej”). W poszczególnych podsektorach finansów publicznych mogą pojawić się przejściowe napięcia związane z przesuwaniem dochodów między sektorami - szczególnie dotyczy to samorządów. Nie uważamy jednak, aby zdestabilizowało to cały podsektor samorządowy. „Tarcza antyinflacyjna” - będąca kolejnym elementem aktywnej polityki gospodarczej - jest w pewnym sensie mechanizmem „samofinansującym się”, odwracającym inflacyjny transfer zasobów z sektora publicznego z powrotem do sektora prywatnego. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz makroekonomiczny, spodziewamy się, że dochody sektora publicznego znowu będą zaskakiwać *in plus*. To oznacza, że budżet państwa będzie ponownie flirtować z nadwyżką (z dokładnością do przesunięć wydatków między kolejnymi latami budżetowymi), z szansą na kolejny dobry wynik w 2022. Szacujemy, że deficyt fiskalny pozostanie na ścieżce spadkowej (1,2% PKB w 2022). Dług publiczny w relacji do PKB będzie się dalej zmniejszać, do 52,0% na koniec 2022.

Źródła niepewności dla prognozy

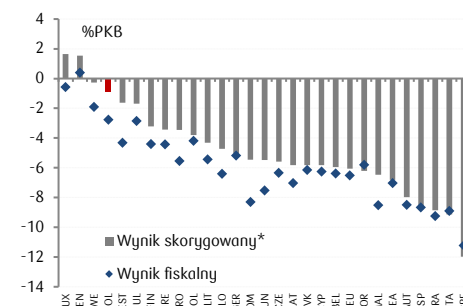
Główne źródła niepewności to: (1) zmiany nominalnej dynamiki PKB, (2) zakres i koszt „tarczy antyinflacyjnej”; (3) zmiany finansowania pozabilansowego.

Polityka fiskalna†

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-6,7	-2,8	-1,9	-1,6	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-7,1	-1,6	-1,2
Dochody (% PKB, ESA2010)	42,4	42,3	42,2	41,4	40,7	40,4	40,3	40,1	41,5	41,4	40,1
Wydatki (% PKB, ESA2010)	49,1	45,1	44,1	43,1	42,0	41,6	41,5	41,3	48,7	43,1	41,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,3	1,1	1,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-5,4	-1,5	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-5,8	-0,5	-0,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-3,8	-0,6	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-4,6	0,0	0,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	59,0	57,4	56,6	55,6	54,0	52,8	51,6	52,0	57,4	55,6	52,0
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,9	x	x	x	-1,1	-4,3	-0,9	-1,1
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,5	x	x	x	-1,3	-1,5	-0,5	-1,3
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	52,9	x	x	x	49,8	55,9	52,9	49,8

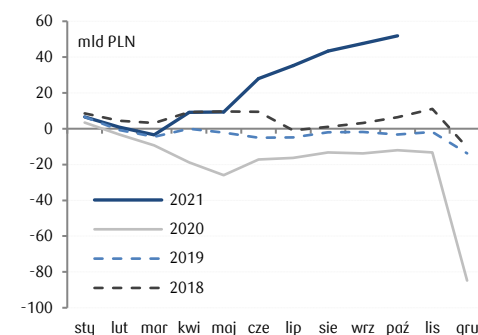
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

Saldo fiskalne po 2q21 (ESA)



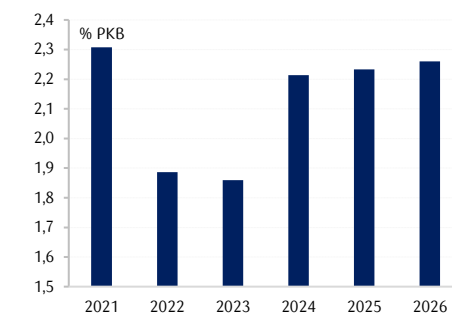
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *saldo fiskalne z wyl. inwestycji publicznych ponad amortyzację kapitału publicznego.

Saldo budżetu państwa



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Dochody samorządów z PIT (projekcja)



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Sekcja specjalna: Gospodarcze zapasy

W strukturze wzrostu PKB w 3q21 naszą uwagę zwrócił bardzo duży wkład zmiany stanu zapasów, który wyniósł aż +3,7pp i był najwyższy od 2006. Naszym zdaniem jest prawdopodobne, że przyrost ten odzwierciedlał przezornościowe zakupy komponentów w reakcji na nasilające się ich niedobory. Brak komponentów i materiałów jest dla przedsiębiorstw przemysłowych coraz bardziej dotkliwą barierą rozwojową – w listopadzie wskazywało na nią rekordowe 35,5% przedsiębiorstw. Jednocześnie w tym samym badaniu GUS w 2021 obserwujemy dodatnie odczyty wskaźnika bieżącego stanu zapasów wyrobów gotowych, co oznacza przewagę respondentów wskazujących, że stan ich zapasów jest niewystarczający. Obok zwiększania stanu zapasów w obawie o dostępność półproduktów i materiałów, firmy prawdopodobnie gromadzą je też w obawie przed wzrostem cen. **Nie można wykluczyć, że firmy pragnąc zabezpieczyć przyszłą produkcję, odeszły od modelu „just in time” na rzecz „just in case”, w którym starają się kupować komponenty zawsze kiedy to tylko możliwe, a nie tylko wtedy, kiedy są one niezbędne do bieżącej produkcji.** W listopadzie wzrost netto zapasów surowców i komponentów był wg PMI najsilniejszy w 23-letniej historii badania. Wskazuje to, że w 4q21, podobnie jak w 3q21, można oczekiwać dużego dodatniego wkładu zapasów do wzrostu PKB.

Kluczowe są pytania o przyszłość: (1) Czy mamy do czynienia z nową tendencją, czy tylko z reakcją na bieżące utrudnienia? (na to drugie wskazuje m.in. silny wzrost zapasów w branży odzieżowej, która obecnie jest mocno dotknięta przez politykę „zero covid” w Azji). **(2)** Czy po okresie dodatniego wkładu zapasy będą miały silny negatywny wpływ na wzrost gospodarczy?

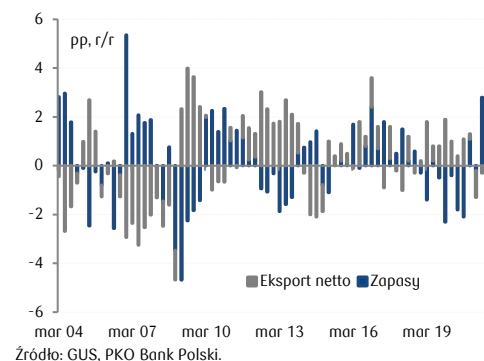
(1): Struktura zapasów dużych firm (50+ pracowników) w danych Pontinfo wskazuje, że w 1h21 udział produktów gotowych w fizycznych zapasach (produkty gotowe, materiały, półprodukty i produkcja w toku) spadł do 23,3% z 25,1% na koniec 2020 i był najniższy od 2007 (od kiedy dysponujemy danymi). Z kolei udział materiałów po raz pierwszy w historii przekroczył 50%, co wskazuje na motyw przezornościowy.

W szczegółach badania koniunktury GUS widzimy z kolei słabą ujemną korelację pomiędzy natężeniem bariery braku komponentów a wskaźnikiem stanu zapasów wyrobów gotowych na poziomie branżowym. Nie potwierdziła się więc hipoteza, że branże, dla których dotkliwość obecnych ograniczeń podażowych jest relatywnie wysoka, częściej oceniają stan zapasów jako niewystarczający (i widzą potrzeby ich rozbudowy) – być może zwiększyły je już wcześniej lub wzrost odzwierciedla bardziej uniwersalną tendencję.

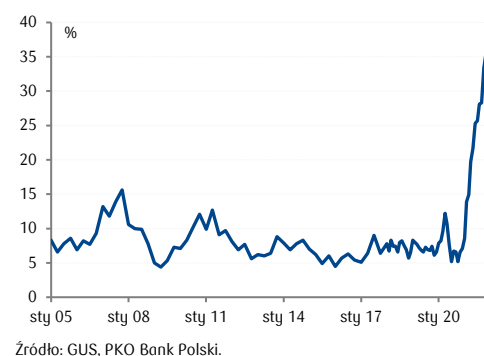
Nie zmienia to jednak faktu, że przedłużające się utrudnienia w łańcuchach wartości dodanej mogą zwiększać skłonność firm do zmiany modelu dystrybucji, skracania łańcuchów dostaw oraz utrzymywania wyższych zapasów. Takie tendencje są obserwowane globalnie i wpisują się w zapoczątkowany przez pandemię wzrost popularności *nearshoringu* oraz coraz większą świadomość ekologiczną i chęć ograniczania emisji CO₂ w transporcie. Dodatkowym wsparciem dla takiej postawy są podwyższona globalnie inflacja i środowisko ujemnych realnie stóp procentowych.

(2) Ze względu na dużą importochłonność zapasów, ich wpływ na wzrost gospodarczy rozważamy w połączeniu z eksportem netto. W okresie bardzo dobrej koniunktury gospodarczej w 2007, silny dodatni wkład zapasów był neutralizowany przez negatywny wkład do PKB ze strony eksportu netto. W naszej ocenie podobne zjawisko możemy obserwować obecnie – już w 3q21 pozytywny wkład zapasów

Wkład do wzrostu PKB



Barierzy działalności - niedobór surowców, materiałów i półfabrykatów

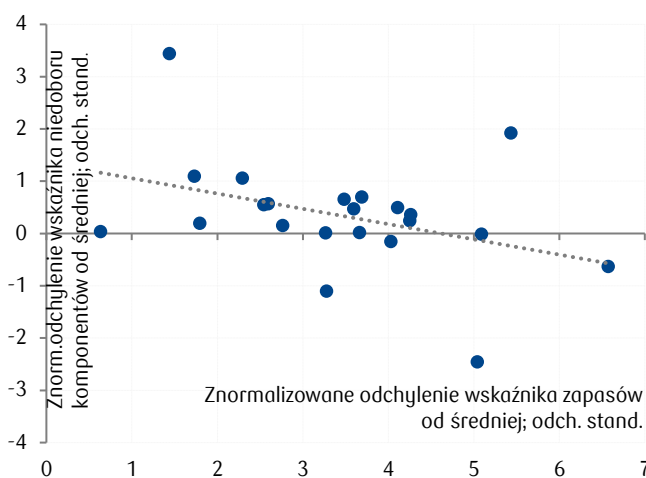


(+3,7pp) został w dużym stopniu zneutralizowany przez negatywne działanie eksportu netto (-2,7pp). Obserwowany w ostatnich kwartałach boom importowy był napędzany niemal wyłącznie przez zużycie pośrednie, pozostałe kategorie importowanych produktów (dobra konsumpcyjne i kapitałowe) notowały wzrost słabszy niż przed pandemią (por. wykresy poniżej). Import zaopatrywał więc rosnącą produkcję (i eksport), ale w dużym stopniu zasilał też rozbudowę zapasów przez przedsiębiorstwa. Obecnie rozbieżność pomiędzy importem zaopatrzeniowym i pozostałymi kategoriami jest nawet większa niż obserwowana w 2007/2008. Co do zasady silny wzrost zapasów rodzi ryzyko większej zmienności wzrostu gospodarczego w cyklu koniunkturalnym. Duża importochłonność zapasów w Polsce będzie jednak tę zmienność ograniczać.

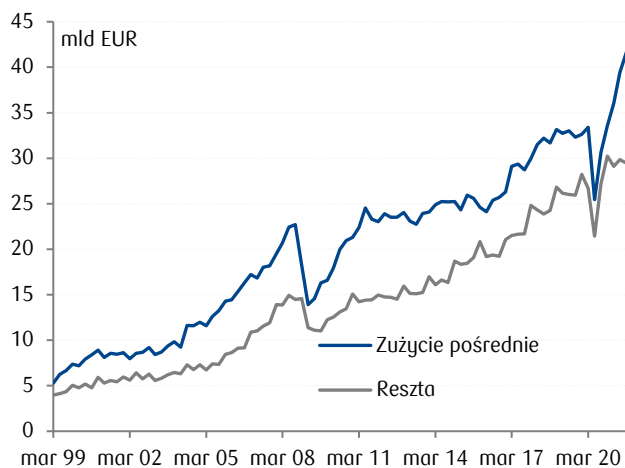
Wskaźnik stanu zapasów wyrobów gotowych*



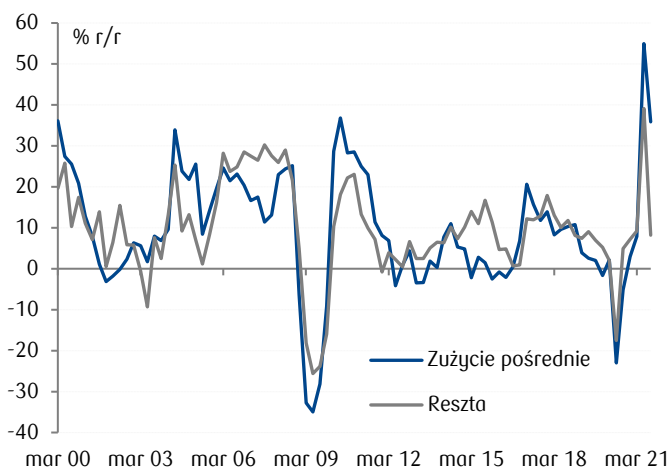
Branże z silnymi niedoborami nie narzekają na niewystarczające zapasy



Rozdysponowanie importu

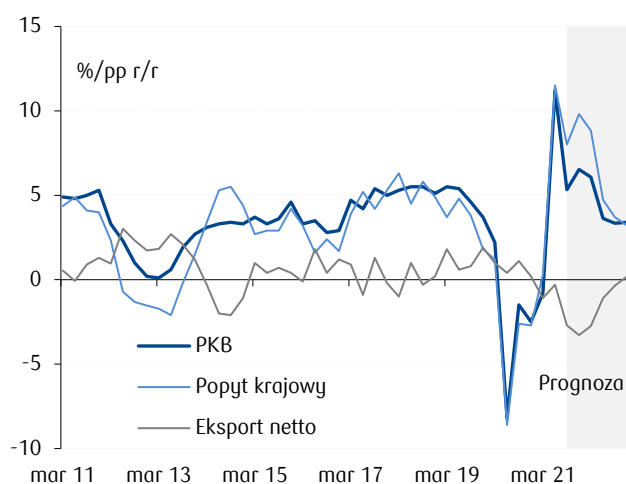


Dynamika importu

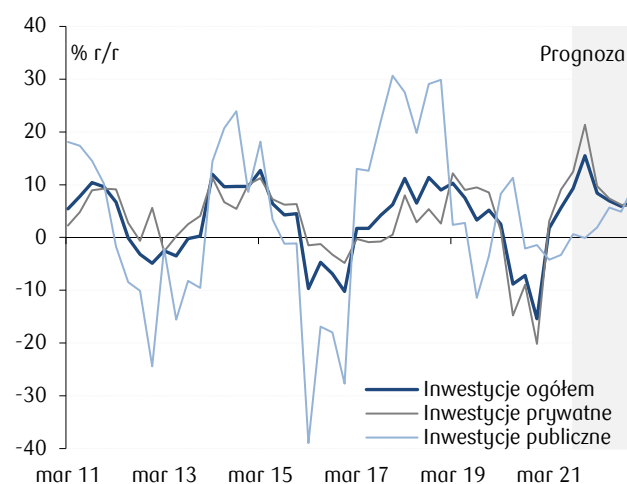


Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski. *dodatnia wartość oznacza przewagę firm wskazujących, że stan ich zapasów jest niewystarczający.

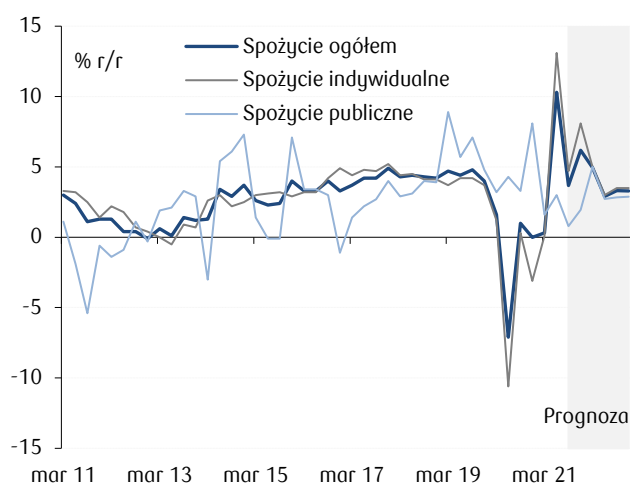
Realny PKB



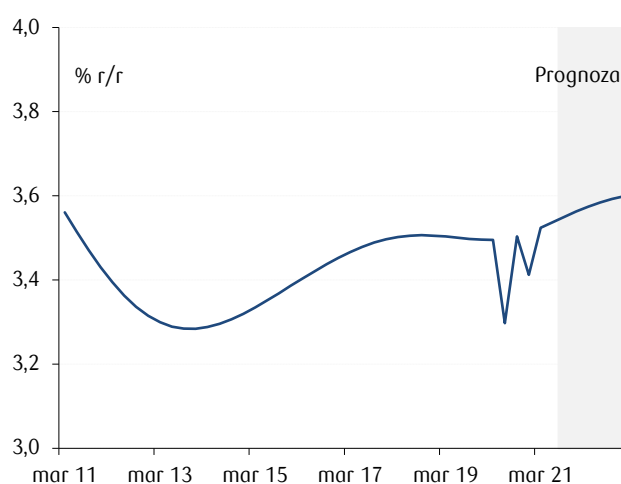
Popyt inwestycyjny



Popyt konsumpcyjny



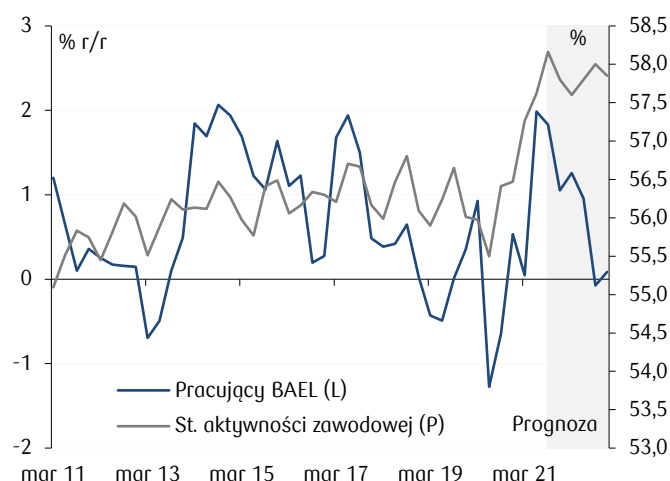
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

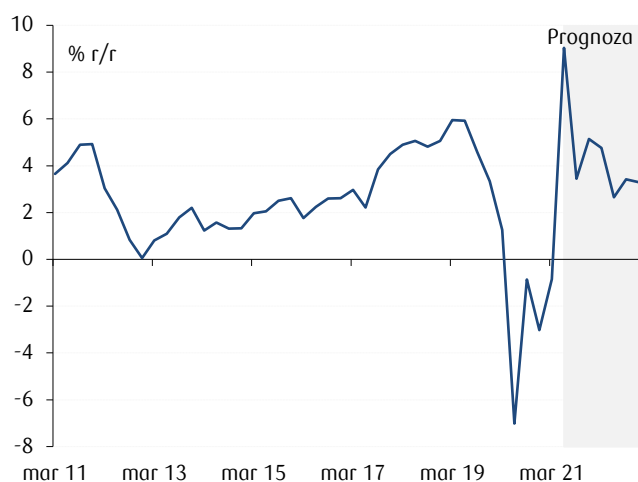


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

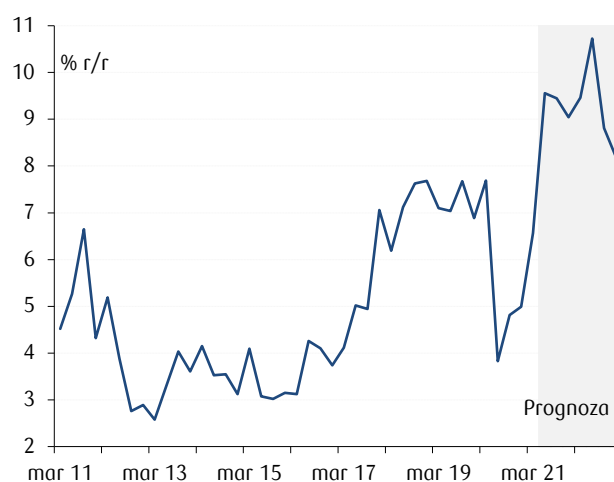


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

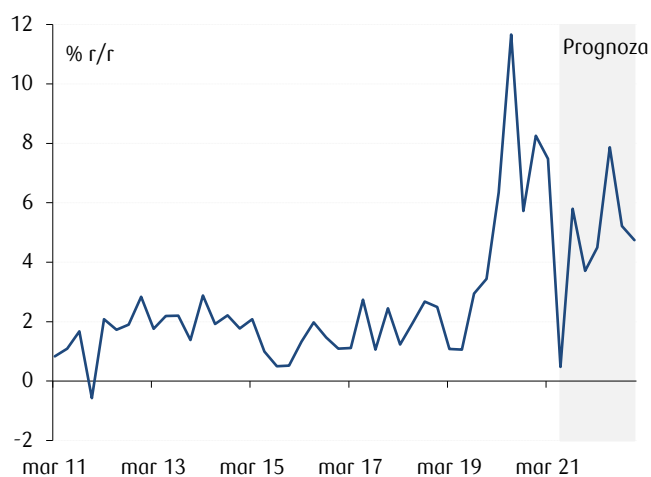
Wydajność pracy*



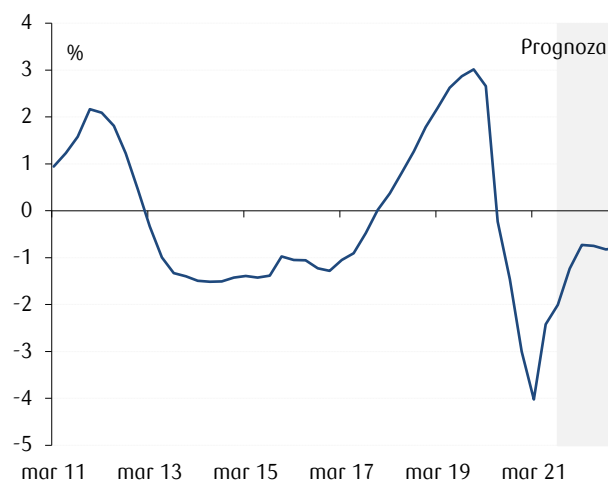
Płace w gospodarce narodowej



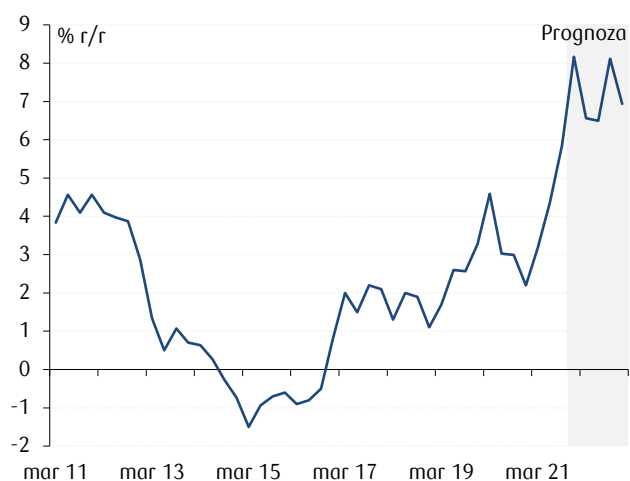
Jednostkowe koszty pracy*



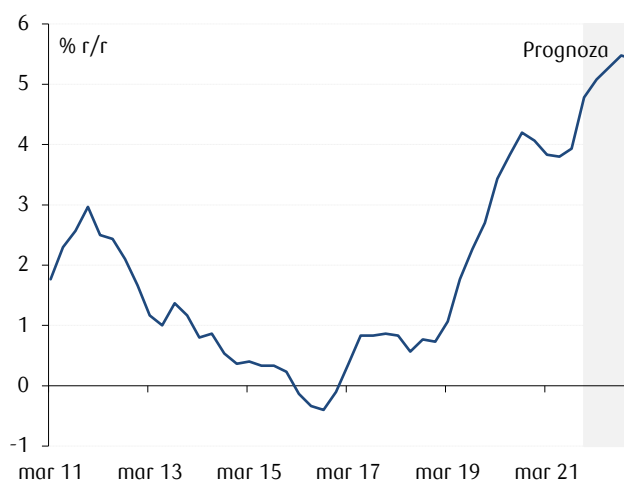
Luka popytowa



Inflacja CPI

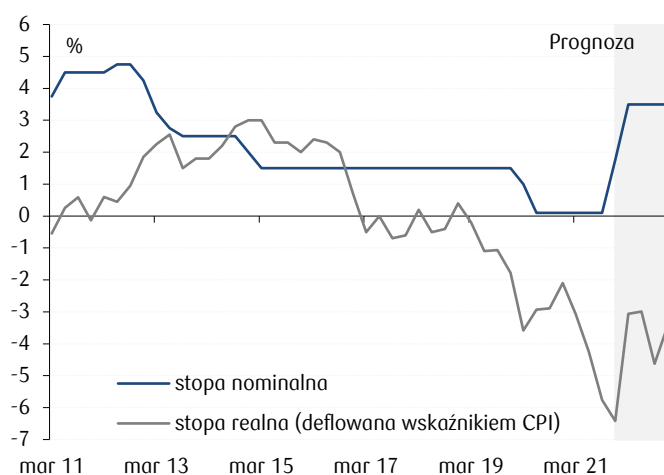


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

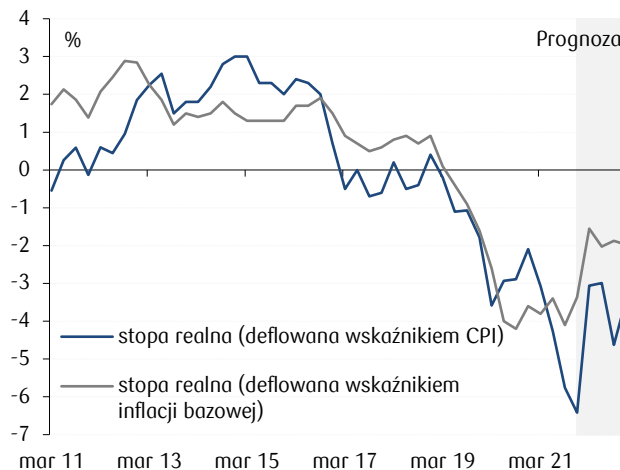


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

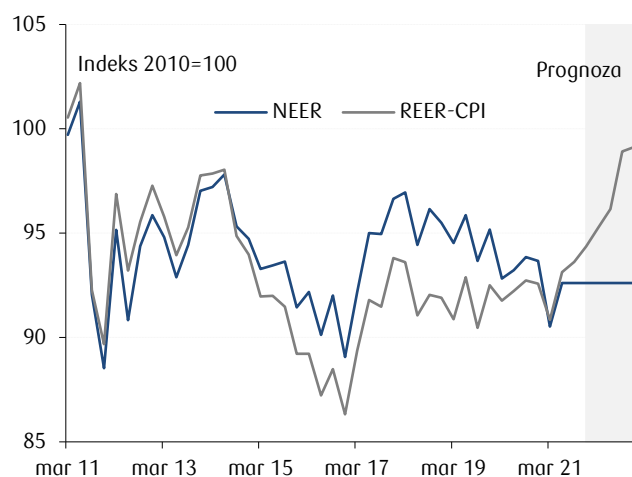
Stopy nominalne vs realne



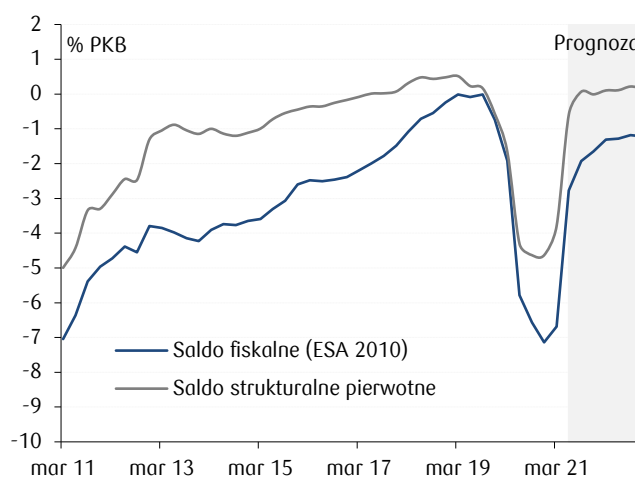
Stopy realne



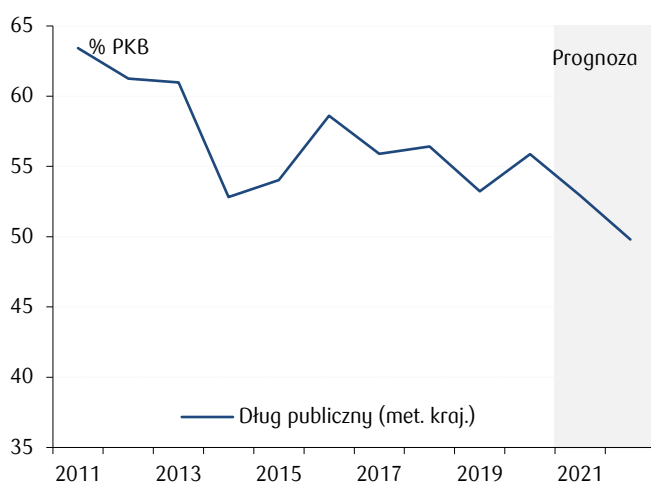
Założenia dotyczące NEER i REER*



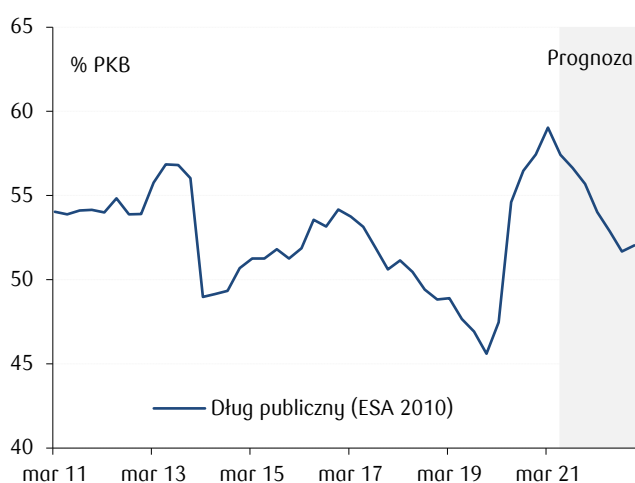
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

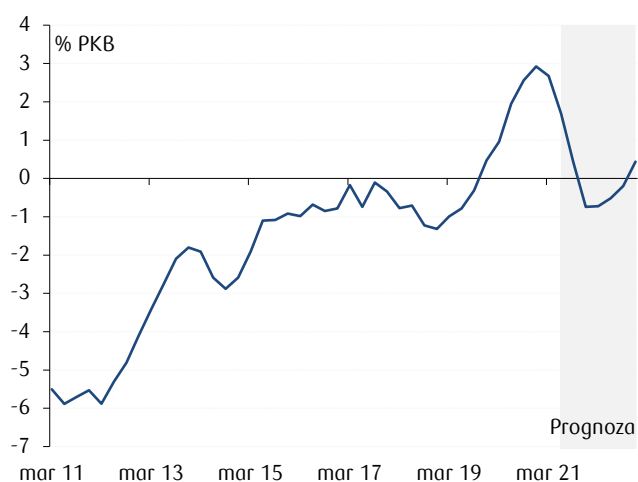


Dług publiczny (ESA 2010)

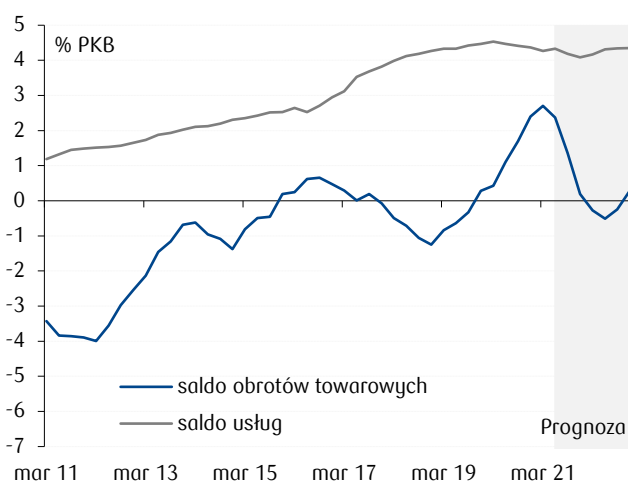


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

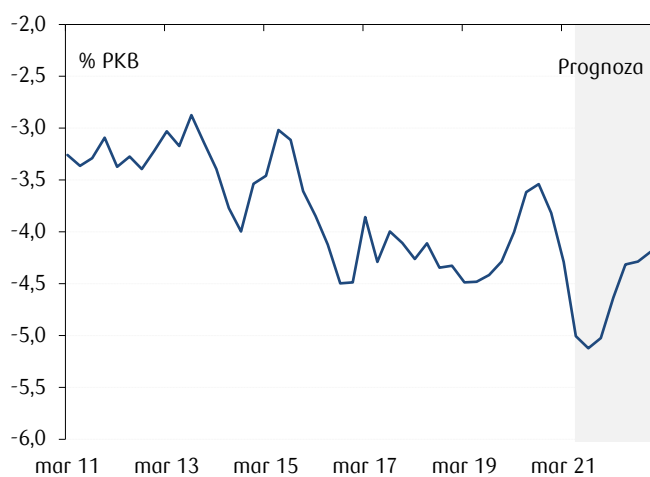
Saldo rachunku obrotów bieżących



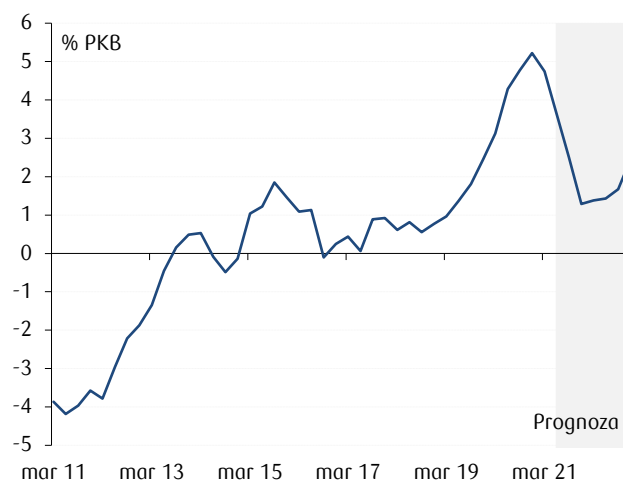
Saldo handlu zagranicznego



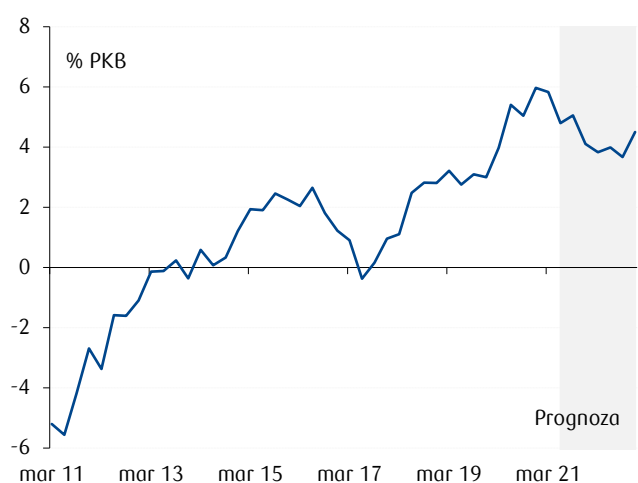
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



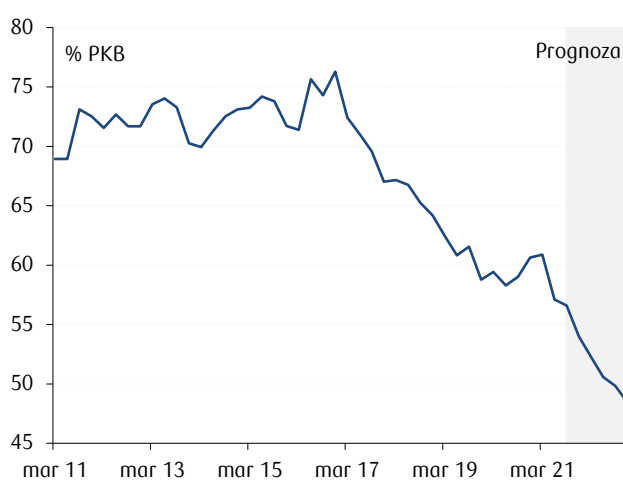
Saldo CAB i CAP*



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	-2,5	5,5	4,1
Popyt krajowy (% r/r)	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,6	-3,7	8,0	5,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	6,2	3,8
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,6	9,3	6,8
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	0,3	4,2	3,5	1,0	4,1	5,2	4,6	-2,9	5,9	4,1
Zapasy (pkt. proc.)	-0,9	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-0,8	2,1	1,1
Eksport netto (pkt. proc.)	1,3	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,8	-1,9	-0,9
Produkt potencjalny (% r/r)	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,4	3,6	3,6
Nominalny PKB (mld PLN)	1647	1720	1745	1861	1989	2122	2293	2327	2596	2852
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	1,2	0,6
Wsk. akt. zawodowej (%)**	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,3	56,2	56,1	57,7	57,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)**	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,8	2,9	3,1	2,8	2,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,5	4,8
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,7	9,3
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	1,4	2,3	2,3	3,4	5,0	4,9	-2,4	4,3	3,5
ULC (% r/r)	1,9	2,2	1,0	1,5	1,8	2,1	2,1	8,0	4,3	5,6
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,3	5,0	7,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,9	1,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,2	1,9	3,1
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	3,0
Inflacja bazowa (% r/r)	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	5,3
Deflator PKB (% r/r)	0,0	0,7	1,3	0,3	1,9	1,2	3,2	4,1	5,7	5,6
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1986,7	2097,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	8,3	16,4	9,0	5,6
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	5,5	9,2	9,6	8,8	2,5	8,1	5,0	14,2	0,8	-1,3
Kredyty ogółem (mld PLN)	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1392,7	1474,4
Kredyty ogółem (% r/r)	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	4,4	5,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1818,1	1893,6
Depozyty ogółem (% r/r)	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	13,5	4,2
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,8	-2,6	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	2,9	-0,7	0,4
Bilans handlowy (% PKB)	-0,7	-1,4	0,2	0,5	-0,1	-1,2	0,3	2,4	0,2	0,3
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	0,8	2,4	2,1	0,9	1,4	2,6	1,9	2,1	2,6	1,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	70,3	73,1	71,7	76,3	67,0	64,2	58,8	60,6	54,0	48,4
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,6	-1,2
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,7	-1,7	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,5	-0,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,1	-1,1	-0,4	-0,2	0,1	0,5	-0,6	-4,6	0,0	0,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	56,0	50,7	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,4	55,6	52,0
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	3,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	1,80	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,10	-6,41	-3,43
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,50	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,36	-1,97
Stopa lombardowa (%)	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	4,00
REER defl. CPI (% r/r)	0,0	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	0,7	4,7

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 Koleśnikow
Aleksandra Balkiewicz-Żerek
dr Mariusz Dziwulski
Piotr Krzysztofik
Anna Senderowicz
Karolina Sędzimir

michal.kolesnikow@pkobp.pl
aleksandra.balkiewicz-zerek@pkobp.pl
mariusz.dziwulski@pkobp.pl
piotr.krzysztofik@pkobp.pl
anna.senderowicz@pkobp.pl
karolina.sedzimir@pkobp.pl

22 521 81 23
22 521 56 59
22 521 81 88
22 521 81 25
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.