

Kosztowne ożywienie

- **Popandemiczne ożywienie w światowej gospodarce trwa, ale wytraca impet. Powszechne na początku roku przekonanie o wszechogarniającej reflacji ustępuje obawom o stagflację.** Ograniczenia podażowe (czynnik ryzyka, na który zwracaliśmy uwagę w poprzedniej edycji Kwartalnika; tym razem więcej na ten temat w sekcji specjalnej) i wzrost kosztów tłumią odbudowę aktywności, a jednocześnie narasta inflacyjna fala. Trudno jednak mówić o stagflacji, gdy prognozy wskazują na utrzymanie globalnego wzrostu powyżej wieloletniej średniej. Niemniej, główne banki centralne stoją przed dylematem. EBC na razie nie myśli o istotnym normalizowaniu polityki pieniężnej przed końcem 2022, Fed zacznie *tapering* już w tym roku, a podwyżki stóp w 2022.
- **Nie zmieniamy prognoz wzrostu PKB w Polsce: 5,4% w 2021 i 5,1% w 2022.** Pozytywnie na perspektywę krajowej gospodarki w przyszłym roku działa wdrażanie Polskiego Ładu (impuls prokonsumpcyjny niwelujący skutki podwyższonej inflacji). Pod znakiem zapytania stoi moment uruchomienia KPO (impuls proinwestycyjny). Negatywnym czynnikiem jest pogorszenie perspektyw dla globalnej gospodarki, a w szczególności przedłużanie się występowania na świecie i lokalnie „wąskich gardeł” po stronie podażowej.
- **Presja inflacyjna nieustannie przybiera na sile.** Prognozujemy, że średnioroczna inflacja w 2022 będzie wyższa niż w 2021, ale przewidujemy, że w trakcie przyszłego roku natężenie procesów inflacyjnych osłabnie. Powrót inflacji do celu nie będzie jednak szybki i łatwy bez dalszego dostosowania polityki pieniężnej lub negatywnego szoku popytowego. Nadal uważamy, że szereg strukturalnych czynników oznacza, iż podwyższona inflacja to wyzwanie na lata.
- **Sytuacja na rynku pracy dalej się poprawia, mimo ograniczenia mechanizmów antykrzysowych.** Utrzymanie mocnego popytu na pracę przy szybkiej redukcji bezrobocia jest przyczyną rewizji w górę naszej prognozy wzrostu płac.
- **Najnowsze dane pogorszyły nieco obraz sytuacji w bilansie płatniczym, ale uważamy, że strukturalny trend poprawy salda obrotów bieżących jest kontynuowany.** Chociaż seria rewizji w dół historycznych danych oraz pozapopytowe czynniki podbijające import znacznie ograniczyły nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, to nie dostrzegamy pogorszenia konkurencyjności krajowej gospodarki i osłabienia potencjału eksportowego. Nadal przewidujemy, że relacja długu zagranicznego do PKB na koniec 2022 spadnie poniżej 50%. To ważny, pozytywny trend, wspierający ocenę wiarygodności kredytowej Polski.
- **RPP uznała, że ryzyko utrwalenia wysokiej inflacji stało się zbyt wysokie i wybrała wariant „ucieczki do przodu”.** Stopa referencyjna NBP wzrosła o 40pb do 0,50%. Naszym zdaniem Rada poczeka kilka miesięcy zanim będzie kontynuować normalizację krajowej polityki pieniężnej.
- **Parametry fiskalne nie przestają pozytywnie zaskakiwać. Przewidujemy szybką redukcję deficytu fiskalnego i długu publicznego w relacji do PKB.** „Wydajna” fiskalnie struktura i siła nominalnego wzrostu PKB daje największą od lat elastyczność w finansach 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

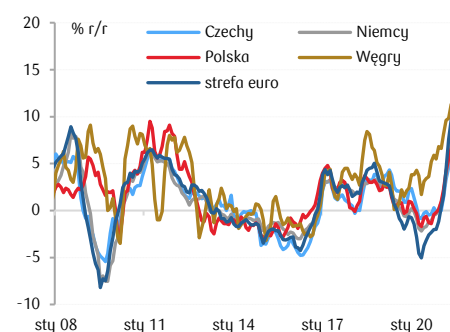
Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Kamil Pastor
Ekonomista
tel. 22 521 81 08

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Globalna presja kosztowa (inflacja PPI)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Realny PKB (% r/r)	-0,9	11,1	5,7	5,9	5,3	5,0	5,2	5,0	-2,7	5,4	5,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,0	3,4	3,5	3,3	3,5	3,1	3,2	3,0	3,1	3,3	3,0
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,7	4,5	5,4	6,3	6,5	5,7	5,0	4,8	3,3	4,7	5,5
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,8	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,4	3,9	3,9	4,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2,7	1,7	1,0	0,3	0,3	0,5	1,1	0,9	2,9	0,3	0,9
Saldo fiskalne (% PKB) [‡]	-6,5	-2,4	-1,9	-1,7	-0,9	-1,4	-1,7	-1,3	-7,0	-1,7	-1,3
Dług publiczny (% PKB) [‡]	59,1	57,5	57,2	56,9	55,3	54,7	54,2	54,3	57,5	56,9	54,3
Stopa referencyjna NBP (%)	0,10	0,10	0,10	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	0,10	0,50	1,25

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), ‡ESA2010, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących. Od 1q21 dane BAEL nieporównywalne ze względu na zmiany definicyjne. Dane roczne o PKB sprzed rewizji.

(0). Założenia dotyczące przebiegu pandemii

Nasz podstawowy scenariusz makro dla krajowej gospodarki zakłada, że dalszy przebieg pandemii w Polsce nie będzie wymuszał wprowadzania dotkliwych ekonomicznie restrykcji. Mocno zaawansowany proces szczepień oznacza, że rosnąca liczba zakażeń nie powinna powodować tak dużej liczby hospitalizacji i zgonów, aby zmusić władze do wprowadzenia na dużą skalę antyepidemicznych ograniczeń.

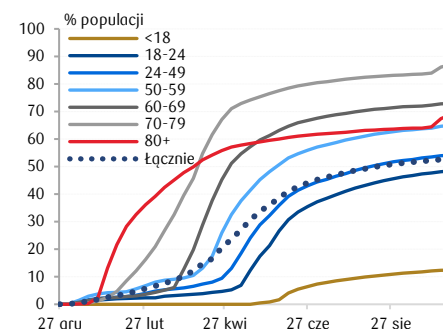
Bazowy scenariusz braku istotnych restrykcji jest obciążony ryzykiem. Wiąże się ono przede wszystkim z niewystarczającym stopniem zaszczepienia populacji. Poluzowanie restrykcji przeciwpandemicznych zbiegło się z osłabieniem tempa szczepień. Zaszczepienie niewiele ponad 50% populacji i wygasanie odporności nabytej na wiosnę oznacza, że przy co najmniej 3-krotnie większej zaraźliwości wariantu Delta, nie można wykluczyć powtórki scenariusza z poprzednich fal. Źródłem powszechnego optymizmu, że udało się zapanować nad dotkliwością pandemii, były przykłady z innych państw (np. Izrael, Wlk.Brytania), gdzie fale zachorowań po zrealizowaniu szczepień niosły ze sobą radykalnie niższe niż wcześniej odsetki przypadków wymagających hospitalizacji lub prowadzących do zgonów. **Niski poziom wyszczepienia w Polsce sprawia, że założenie o łagodniejszym przebiegu kolejnej fali pandemii może się nie do końca spełnić.** Krajowe dane epidemiczne pokazują, że zarówno liczba hospitalizacji, jak i osób wymagających podłączenia do respiratora we wrześniu wyraźnie wzrosła, i na tle ubiegłorocznej, jesiennej fali pandemii wcale nie jest istotnie niższa. Liczba zgonów też rośnie, jednak jest mniejsza niż rok temu. Liczba nowych dziennych zakażeń przebiła na początku października barierę dwóch tysięcy. Może ona być jednak niedoszacowana, ponieważ wakacyjna normalizacja sytuacji przyniosła odprężenie, także w podejściu do zgłaszania przypadków łagodniejszych objawów (których powinno być relatywnie więcej ze względu na „młodszą” strukturę wiekową niezaszczepionej części ludności). Zanik obaw o sytuację zdrowotną, widoczny m.in. w badaniach GUS (we wrześniu 16,5% badanych uważało że pandemia jest dużym zagrożeniem dla osobistego zdrowia, najmniej od momentu jej wybuchu), a także przy (nie)przestrzeganiu pozostawionych obostrzeń przeciwpandemicznych, w szczególności sanitarnych (m.in. w zakresie zasłaniania nosa i ust) sprawia, że niekorzystny scenariusz rozwoju sytuacji pandemicznej w Polsce, z pewną dozą restrykcji, nie może być całkowicie wykluczony.

O ile nawet w niekorzystnym scenariuszu mało prawdopodobny wydaje się ogólnokrajowy lockdown, to większe jest ryzyko regionalnych obostrzeń, głównie na terenach, gdzie odsetek zaszczepionych jest niski. Równocześnie spodziewamy się, że wzrost zakażeń i hospitalizacji, wraz z jesienną falą pandemii, ponownie negatywnie wpłynie na mobilność ludności. Skutki gospodarcze pandemii pozostaną jednak ograniczone, na co wpłynęły: brak ogólnokrajowego lockdownu i struktura geograficzna wyszczepienia populacji, w której wyróżniają się lepiej wyszczepione miasta i aglomeracje, mające większy wkład do wzrostu PKB, niż słabiej zaludnione i wyszczepione obszary wiejskie, w szczególności na wschodzie kraju. **Główne ryzyko związane z kolejną falą dotyczy powrotu do zdalnego nauczania (co ogranicza podaż pracy rodziców) i ograniczeń w działaniu niektórych usług (np. dostęp tylko dla zaszczepionych).**

• Źródła niepewności

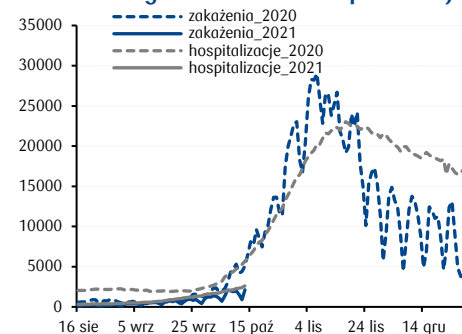
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) dalsze mutacje wirusa i ich wrażliwość na szczepionki, (2) trwałość odporności budowanej przez szczepienia, (3) niechęć części populacji do szczepienia się, (4) nieutrzymywanie wymogów sanitarnych, (5) endemiczność COVID.

Odsetek zaszczepionych przynajmniej pierwszą dawką w Polsce wg wieku



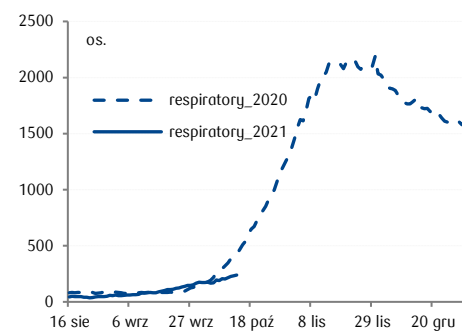
Źródło: ECDC, PKO Bank Polski.

Liczba nowych zakażeń i hospitalizacji



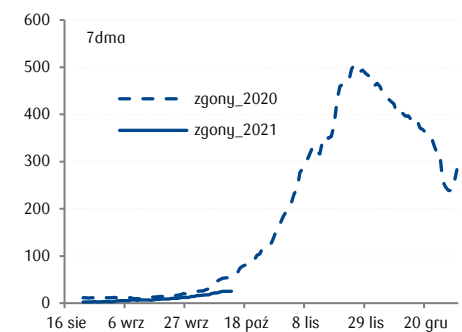
Źródło: MZ, PKO Bank Polski.

Liczba zajętych respiratorów



Źródło: MZ, PKO Bank Polski.

Liczba zgonów



Źródło: MZ, PKO Bank Polski.

(1). Otoczenie zewnętrzne

• Trendy bieżące

Postpandemiczne ożywienie głównych światowych gospodarek trwa, ale napotyka bariery i wytraca impet. Dotychczasowe tempo ożywienia było większe niż oczekiwano – poziom PKB w USA jest już wyższy niż przed pandemią, a w strefie euro oczekiwana odbudowa strat przesunęła się na koniec 2021 (z 1q22). Światowa gospodarka dość szybko weszła w dojrzałą fazę cyklu koniunkturalnego, która objawia się m.in. szybko rosnącą inflacją i rekordowymi cenami wielu surowców. Dzięki szczepionkom wpływ pandemii na aktywność w gospodarkach rozwiniętych znacznie zmalał, ale lokalne wzrosty zakażeń nadal kładą się cieniem na wzroście gospodarczym (głównie ze względu na utrudnienia w handlu z Azją na skutek stosowania polityki „zero covid” - m.in. czasowe zamykanie portów pogłębiające ograniczenia podażowe).

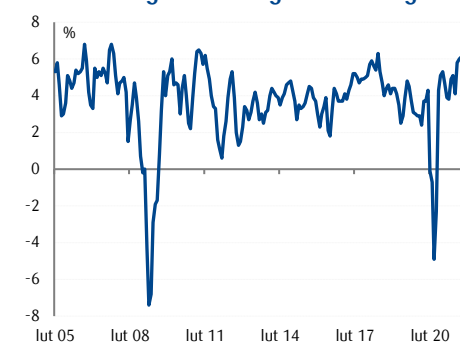
• Prognoza średnioterminowa

Globalne ograniczenia podażowe, braki kluczowych komponentów i rekordowe ceny energii elektrycznej i gazu rodzą obawy stagflacyjne. Warto przy tym podkreślić, że wynikający z regulacji środowiskowych wzrost cen energii nie musi oznaczać wzrostu przeciętnego poziomu cen (czyli inflacji), a jedynie dostosowania cen względnych. **Ożywienie światowej gospodarki napotyka coraz więcej przeszkód.** Jedną z nich jest wygasanie impulsu monetarnego w Chinach oraz coraz wyraźniejsze problemy związane z nadmiernym zadłużeniem sektora prywatnego w tym kraju. Globalny wzrost ma jednak nadal poważne podstawy, takie jak uruchamianie właśnie fiskalne wsparcie dla europejskiej gospodarki, utrzymujący się globalnie popandemiczny „nawis” oszczędności gospodarstw domowych oraz ewentualny pakiet fiskalny w USA. W wypowiedziach bankierów centralnych dominuje narracja o przejściowym charakterze podwyższonej inflacji, jednak coraz więcej wskazuje na to, że ten przejściowy okres szybszego wzrostu cen będzie się wydłużał, tak jak sugerował niedawno J.Powell. Oczekujemy, że w listopadzie Fed rozpocznie ograniczanie programu skupu aktywów, a *tapering* może się zakończyć już w połowie przyszłego roku. Następnym krokiem będzie podwyżka stóp procentowych w trakcie 2022. EBC w 4q21 dokonał „rekalibracji” pandemicznego programu PEPP, jednak w jego przypadku droga do podwyżki jest jeszcze bardzo odległa. Globalnie do banków podnoszących stopy dołączył niedawno Norges Bank, a coraz bliżej takiej decyzji jest Bank Anglii.

• Źródła niepewności dla prognozy

Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) przebieg pandemii, (2) rosnące ceny energii; (3) natężenie ograniczeń podażowych.

Tracker aktywności wg Bloomberga



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski

Inflacja najwyższa od lat



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Cena gazu ziemnego w Europie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Otoczenie zewnętrzne

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	-1,3	13,7	3,1	5,1	6,4	5,1	3,7	2,8	-6,4	5,0	4,4
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,1	1,8	2,9	3,1	2,2	1,8	1,4	1,3	0,3	2,2	1,7
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	6,5	4,5	5,0	4,2	3,6	3,5	3,5	-3,4	6,0	4,4
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,9	4,8	5,2	5,2	4,6	3,1	2,2	2,2	1,2	4,3	3,0
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,25	0,25	0,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	18,3	7,9	4,8	4,1	5,1	5,3	5,9	5,7	2,3	8,3	5,5
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	0,0	1,1	1,3	2,3	2,0	2,2	2,3	2,3	2,5	1,3	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.

(2). Sfera realna

Trendy bieżące

2q21 przyniósł rekordowy wzrost PKB (11,1% r/r), na który złożyły się: silny wzrost konsumpcji (o 13,3% r/r) oraz dalsze przyspieszenie wzrostu inwestycji (do 5,0% r/r). Po odsezonowaniu wzrost PKB wyniósł 2,3% k/k, a poziom PKB znalazł się powyżej tego sprzed pandemii. **Polska jako jedna z pierwszych gospodarek UE odrobiła pandemiczne straty.** Dane za lipiec-wrzesień wskazują, że po silnym odbiciu w 2q21, gospodarka zgodnie z oczekiwaniami weszła na tory normalizacji aktywności. Wyniki przemysłu, budownictwa i handlu implikują, że **wzrost PKB w 3q21 był na wysokim poziomie powyżej 5% r/r.**

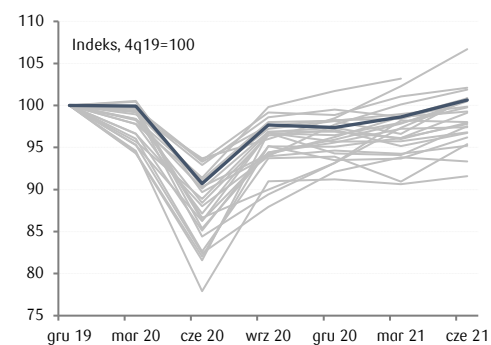
Prognoza średnioterminowa

Nie zmieniamy prognoz wzrostu PKB w Polsce: 5,4% w 2021 i 5,1% w 2022 (prognozy uwzględniają Polski Ład i Krajowy Plan Odbudowy). Głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostanie konsumpcja prywatna. Sprzyjać jej będzie wzrost realnych dochodów ludności (efekt wzrostu płac realnych na skutek materializacji coraz mocniejszej presji płacowej) oraz redystrybucja dochodów w ramach Polskiego Ładu, przebiegająca od gospodarstw domowych z najwyższych do tych z najniższych przedziałów dochodowych (charakteryzujących się najniższą stopą oszczędności, por. wykres). To według nas z naddatkiem skompensuje wzrost inflacji ograniczający siłę nabywczą ludności. Podtrzymujemy ocenę, że ożywienie inwestycji będzie miało umiarkowany przebieg, zwłaszcza w obszarze inwestycji prywatnych, które utrudniać może ograniczona dostępność do części dóbr inwestycyjnych (np. środki transportu). W 2022, wraz z rozruchem Krajowego Planu Odbudowy, spodziewamy się natomiast intensyfikacji inwestycji publicznych. Trzeci motor wzrostu – eksport – powinien czerpać korzyści ze słabego złotego, napływów BIZ i wdrożenia pakietu fiskalnego w UE, stymulującego popyt na kluczowym rynku zbytu. Utrzymujące się ograniczenia podażowe skutkują zmianą struktury nominalnego wzrostu (popyt w nieco większej części manifestuje się poprzez wzrost deflatora). Bez nich tempo wzrostu gospodarczego byłoby wyższe niż wskazują nasze prognozy. 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

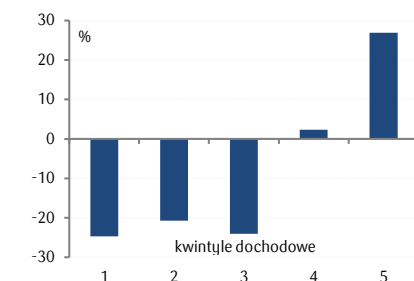
Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg pandemii, (2) wąskie gardła w światowej logistyce, (3) skala i tempo wykorzystania środków unijnych.

Poziom PKB w państwach UE



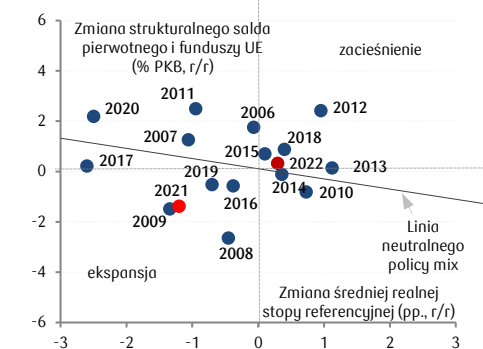
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędności gosp. domowych w różnych grupach dochodowych



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

Źródło: GUS, PKO Bank Polski, [†]szacunki własne. Dane roczne o PKB sprzed rewizji.

(3). Rynek pracy

- Trendy bieżące

Sytuacja na rynku pracy w 3q21 nadal się poprawiała. Pomimo (niezbyt szerokiej) restrukturyzacji zatrudnienia u beneficjentów Tarczy Finansowej, stopa bezrobocia kontynuowała trend spadkowy. Według OECD polski rynek pracy, obok Nowej Zelandii, Japonii i Australii najszybciej (w 2q21), powrócił do poziomu zatrudnienia sprzed pandemii. W krajowych danych widzimy, że przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu było nadal o ok. 95 tys. etatów niższe niż przed pandemią, odsezonowana stopa bezrobocia była z kolei o 0,7pp wyższa, co przekłada się na ok. 100 tys. więcej zarejestrowanych bezrobotnych. Badanie popytu na pracę również nie wskazuje na jego pełną odbudowę - liczba nowo tworzonych miejsc pracy jest o ok. 15% niższa niż przed pandemią. Z drugiej strony liczba wakatów powróciła już do poziomu sprzed pandemii. Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń oscyluje w okolicy 8-10%, a przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wybiło się już powyżej przedpandemicznego trendu.

- Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że w najbliższych kwartałach sytuacja na rynku pracy (pomijając negatywną sezonowość zimą) będzie ulegać dalszej poprawie. Chociaż popyt na pracę nie odbudował się w pełni, to już teraz nie jest całkowicie zaspokajany, co sprzyja narastaniu presji płacowej. Presję na wzrost płac wzmacnia dodatkowo podwyższona inflacja, która wymusza ruchy indeksacyjne. Zgodnie z nowelizacją ustawy budżetowej na 2021 rząd przeznaczy 6% rocznych wynagrodzeń osobowych na dodatkowy fundusz motywacyjny dla sfery budżetowej. W budżecie na 2022 przewidziano z kolei wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym o 4,4%. W efekcie, podwyższamy naszą prognozę wzrostu płac w gospodarce, powyżej 8%. W tym kontekście zapowiedziana na przyszły rok podwyżka płacy minimalnej o 7,5% do 3010 zł przełoży się prawdopodobnie na spadek relacji wynagrodzenia minimalnego do przeciętnego. Efektywnie wzrost relatywnie niskich dochodów będzie jednak zwiększony (ponad skalę wzrostu przeciętnych wynagrodzeń) przez zmiany podatkowe w ramach Polskiego Ładu. Na krajowym rynku pracy ponownie pierwsze skrzypce zacznie grać demografia, a w średniej perspektywie popyt na pracę będzie przekraczał jej dostępny zasób. Stopa bezrobocia będzie dalej spadać, a brak pracowników stanie się coraz bardziej dotkliwy. W średnim terminie zapowiedziane programy inwestycyjne mogą przyspieszyć niezbędny proces automatyzacji. I tak koniecznością pozostanie jednak stymulowanie wzrostu aktywności zawodowej i otwarcie na pracowników zagranicznych, być może z nowych kierunków.

- Źródła niepewności dla prognozy

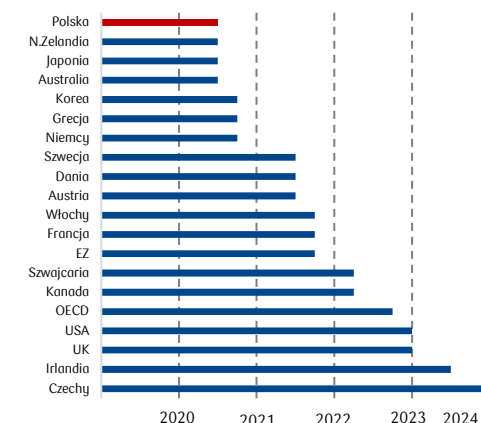
Główne źródła niepewności to: (1) sytuacja pandemiczna; (2) skala przepływów migracyjnych, (3) niepewny kształt zmian regulacyjnych (w tym podatkowych).

Rynek pracy

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

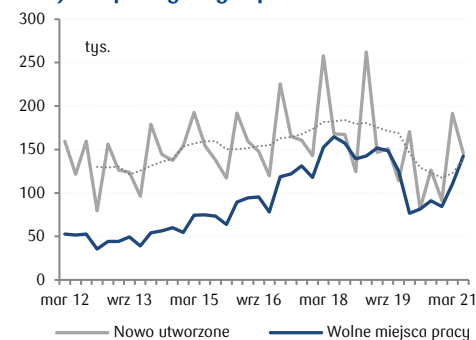
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu, **Od 1q21 dane BAEL są nieporównywalne ze względu na zmiany definicyjne.

Kiedy rynki pracy odbudują się po pandemii?



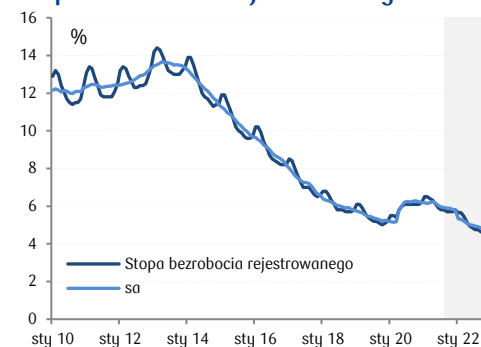
Źródło: OECD, PKO Bank Polski.

Miejsca pracy w gospodarce narodowej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

3q21 stał pod znakiem kontynuacji wzrostowego trendu inflacji, z comiesięcznymi zaskoczeniami „w górę” i dojściem do poziomu 5,8% r/r we wrześniu (najwyżej od ponad 20 lat). O ile w przypadku żywności słusznie zakładaliśmy, że ten komponent nie będzie sprzyjać normalizacji procesów cenotwórczych, o tyle ceny paliw i energii rosną jeszcze mocniej niż przewidywaliśmy. W obu przypadkach pewną rolę odgrywają rosnące ceny certyfikatów CO₂, ale istotne są także inne czynniki: rosnące marże i gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych. Inflacja bazowa pozostaje wysoko (we wrześniu wg naszych szacunków ok. 4%), w czym zasługa przejściowych czynników związanych m.in. z odmrożeniem sektora HoReCa, ale także cen administrowanych i odbudowującego się popytu. Ten ostatni czynnik najlepiej odzwierciedla zachowanie tzw. inflacji „superbazowej” (por. wykres).

Prognoza średnioterminowa

Przed nami jeszcze kilka miesięcy wzrostu inflacji. Prognozujemy, że już w październiku inflacja CPI przebijie poziom 6%, a w styczniu/lutym osiągnie szczyt powyżej 6,5%. Podwyżki cen energii elektrycznej i ogrzewania (zakładamy wzrost rachunków o ponad 10%), kontynuacja podwyżek cen gazu i opatu, a także wzrost akcyzy od alkoholu i wyrobów tytoniowych sprawią, że także przez większość 1q22 inflacja pozostanie w okolicy 6% r/r. Taki scenariusz jest wspierany przez coraz bardziej prawdopodobny dalszy wzrost inflacji żywności, na który wskazują nie tylko ceny skupu produktów rolnych, ale także rosnące koszty produkcji żywności przetworzonej (m.in. pracy i energii).

Powrót inflacji do celu w średnim terminie nie będzie szybki i łatwy. Inflacja zacznie spadać od marca. Lokalne minimum odnotujemy w trakcie 3q22, ale będzie ono powyżej 4,5% r/r. Najszybciej odwrócenie bieżącego wzrostowego trendu będzie widoczne w przypadku inflacji PPI, która powinna zacząć hamować już na przełomie roku. Po stronie inflacji bazowej istotny bieżący proinflacyjny element, czyli wzrost cen w HoReCa, ma wg nas przejściowy charakter i w 2022 będzie w tym obszarze działać efekt wysokiej bazy. Kombinacja innych, proinflacyjnych czynników (m.in. podwyżka płacy minimalnej, boom mieszkaniowy, mocny popyt konsumpcyjny) sprawi jednak, że pomimo wysokiej bazy skala spadku inflacji bazowej będzie niewielka, a w 2h22 powróci ona do wzrostów i na koniec roku może być nawet nieznacznie wyższa, niż oczekiwane przez nas wysokie poziomy na koniec 2021.

Źródła niepewności dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) zmiany regulacyjne i administracyjne, (2) kurs złotego, (3) odtotwiczenie 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	5,8	6,4	6,0	5,7	4,7	4,9	2,2	6,4	4,9
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,7	4,5	5,4	6,3	6,5	5,7	5,0	4,8	3,3	4,7	5,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,2	0,4	1,1	1,5	1,6	1,2	0,9	1,0	1,3	0,8	1,2
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,4	1,9	2,1	2,6	2,7	2,1	1,7	1,4	-0,2	1,7	2,0
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,5	2,2	2,2	2,3
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,8	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,4	3,9	3,9	4,1
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	2,4	6,4	9,4	11,6	9,9	7,4	5,0	2,9	-0,5	7,4	6,3
Deflator PKB (% r/r)	4,1	4,6	5,8	4,7	6,0	5,0	4,0	4,0	4,2	5,4	4,0
ULC (% r/r)	7,6	0,7	2,8	1,1	2,0	2,8	3,5	4,2	8,2	3,1	3,1
Luka popytowa (% pot. PKB)	-4,5	-2,9	-2,4	-1,7	-1,4	-1,1	-0,7	-0,2	-3,4	-1,7	-0,2

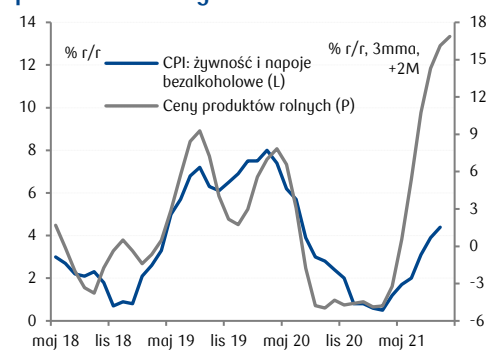
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

Inflacja „superbazowa” CPI*



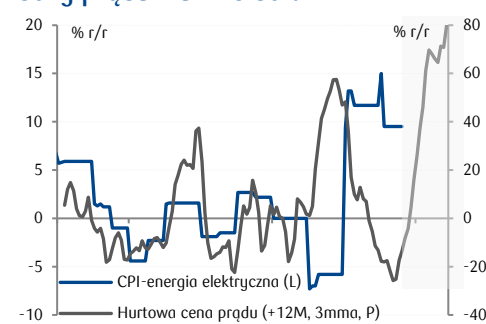
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. * Inflacja CPI z wyłączeniem cen administrowanych, (pozostałych) cen energii, paliw, żywności i napojów bezalkoholowych.

Ceny żywności vs ceny skupu produktów rolnych



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Ceny prądu: hurt vs detal



Źródło: GUS, Macrobond, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Najnowsze dane pokazały pogorszenie obrazu sytuacji w bilansie płatniczym. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących (CAB) po lipcu spadła do 1,3% PKB, a więc była o ponad połowę mniejsza niż na szczytowym poziomie 2,9% PKB na koniec 2020. Sam szczyt przesunął się dużo niżej po dwóch rewizjach NBP (w sumie o -1,1% PKB). Utrzymuje się duża nadwyżka w handlu usługami, ale od maja pojawił się deficyt w obrotach towarowych wynikający z mocnego wzrostu wartości importu (odbicie popytu wewnętrznego oraz skok cen surowców i komponentów). Utrzymuje się wzrostowy trend bezpośrednich inwestycji zagranicznych, których gros stanowią reinwestowane zyski. W połączeniu z napływem środków UE skutkuje to spadkiem zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB.

Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że po dwukierunkowych zaburzeniach związanych z efektami pandemii, saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego powróci do wzrostowego trendu opartego o strukturalne czynniki. W najbliższym czasie kontynuowane będzie jednak pogorszenie salda. Rosnący import (na skutek przyspieszenia importochłonnych inwestycji) będzie przekładał się na spadek nadwyżki towarowej. Napływ coraz wyżej wykwalifikowanej siły roboczej (co związane jest m.in. z ekspansją branży IT) podniesie wynagrodzenia nierezydentów i ich transfery za granicę. Na przełomie 2021/2022 czynniki te zepchną CAB w pobliże zera. W takiej sytuacji nie można wykluczyć, że dalsze nasilenie czynników przejściowych (wzrost cen surowców oraz komponentów produkcyjnych, a także kosztów transportu) i utrzymanie ograniczeń w napływie turystów mogą przejściowo wywołać deficyt. Jednocześnie spodziewamy się utrzymania szybkiego (dwucyfrowego) wzrostu eksportu oraz dalszego napływu inwestycji zagranicznych (pomaga tzw. *nearshoring*). Znaczny napływ środków z UE wraz z rozpoczęciem programu NGEU, a także nominalny wzrost PKB o ok. 10% przez szereg najbliższych kwartałów pozwolą ograniczyć relację długu zagranicznego do PKB nawet poniżej 50% już w 2022. Ten pozytywny trend jest bardzo ważnym czynnikiem działającym w stronę poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski.

Źródła niepewności dla prognozy

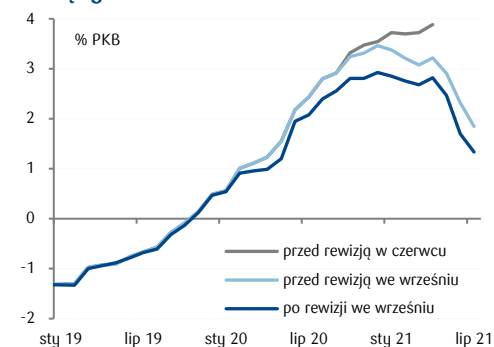
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zaburzenia w łańcuchach dostaw; (2) ceny surowców (ropy); (3) przepływy funduszy UE.

Równowaga zewnętrzna

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	2,7	1,7	1,0	0,3	0,3	0,5	1,1	0,9	2,9	0,3	0,9
Bilans handlowy (% PKB)	2,7	2,4	1,7	0,9	0,5	0,2	0,7	0,4	2,4	0,9	0,4
Eksport (% r/r)	11,2	41,4	16,1	9,8	9,9	12,9	11,7	11,1	11,3	9,8	11,1
Import (% r/r)	8,6	47,6	20,9	16,9	14,0	15,5	8,0	13,1	5,4	16,9	13,1
Saldo usług (% PKB)	4,3	4,3	4,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	4,4	4,5	4,9
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,9	-4,4	-4,4	-4,3	-4,0	-3,8	-3,8	-3,7	-3,5	-4,3	-3,7
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,8	-0,6
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,1	1,9	2,2	2,3	2,4	2,2	2,0	2,1	2,3	2,3	2,1
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	1,7	1,5	1,6	1,3	1,5	1,8	1,7	1,7	-0,8	1,3	1,7
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,2	2,2	2,4	2,4	2,1	2,0	1,8	1,8	2,1	2,4	1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	-5,4	-4,1	-4,4	-3,7	-4,0	-4,4	-4,6	-4,6	-3,1	-3,7	-4,6
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-1,0	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-1,4	-0,1	-0,2
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	61,0	57,2	56,6	54,8	53,6	52,1	51,2	49,9	60,7	54,8	49,9
Sektor publiczny (% PKB)	21,5	19,4	20,0	19,2	18,7	18,3	18,0	17,5	21,6	19,2	17,5
Sektor prywatny (% PKB)	39,5	37,8	36,6	35,6	34,9	33,8	33,2	32,4	39,1	35,6	32,4

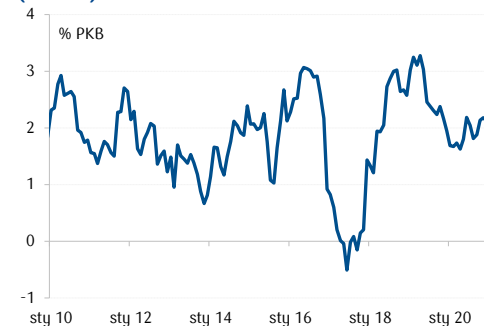
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Wpływ rewizji na saldo obrotów bieżących



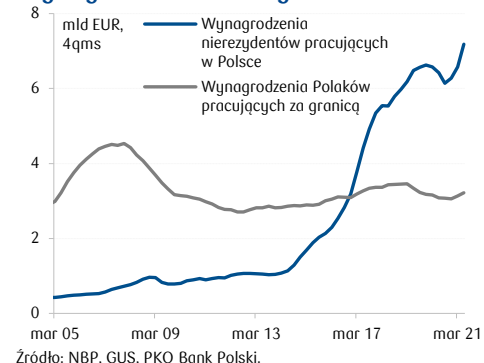
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (saldo)



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Wynagrodzenia nierezydentów



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(6). Polityka pieniężna

Trendy bieżące

RPP uznała, że ryzyko utrwalenia wysokiej inflacji stało się zbyt wysokie i na posiedzeniu w październiku wybrała wariant „ucieczki do przodu”. Stopa referencyjna NBP wzrosła o 40pb do 0,50%, stopa lombardowa wzrosła o 50pb do 1,00%, a stopa depozytowa pozostała na poziomie 0%. Zróżnicowana skala zmian to dążenie do normalizacji (poszerzenia) korytarza podstawowych stóp NBP. W tle decyzji RPP jest wzrost inflacji w poprzednich kilku miesiącach o ok. 1pp (mocniejszy od prognoz), kilka podwyżek stóp procentowych dokonanych przez inne banki centralne w regionie (Czechy, Węgry, Rumunia), pogorszenie obrazu sytuacji w bilansie płatniczym oraz presja na osłabienie złotego.

Prognoza średnioterminowa

Naszym zdaniem RPP poczeka kilka miesięcy zanim będzie kontynuować normalizację polityki pieniężnej. Komunikat po posiedzeniu Rady oraz wypowiedzi Prezesa NBP z konferencji prasowej nie dały jasnych wskazówek co do dalszej ścieżki stóp. Wypowiedzi członków RPP wskazują, że tempo dalszego normalizowania polityki pieniężnej pozostaje otwartą kwestią. Niepewność dotycząca losów krajowej polityki pieniężnej jest potęgowana przez wymianę składu RPP w trakcie 2022. Pozostawione następcom przez obecną RPP wytyczne w postaci Założeń Polityki Pieniężnej dają nowej Radzie w spadku dużą elastyczność w tempie reagowania na ryzyka inflacyjne. W bazowym scenariuszu zakładamy, że podwyżka stóp w październiku br. była początkiem cyklu, ale będzie on ostrożny i stopniowy, a kolejny ruch nastąpi w trakcie przyszłego roku. **Przewidujemy, że do końca 2022 stopa referencyjna NBP wzrośnie o 75pb do 1,25%.** Wśród czynników determinujących faktyczne tempo i skalę podwyżek stóp będą wg nas: 1) skala wzrostu bieżącej inflacji i związana z tym ocena ryzyka odnotowania się oczekiwań inflacyjnych i wystąpienia efektów drugiej rundy; 2) ewolucja perspektyw wzrostu gospodarczego pod wpływem takich czynników jak przebieg pandemii i inne zagrożenia dla globalnej gospodarki oraz dostępność środków unijnych dla Polski; 3) kształtowanie się kursu złotego. Proinflacyjne oddziaływanie cen energii (i ogółu czynników klimatycznych) nie zniknie niezależnie od skali podwyżek. Paradoksalnie, niskie stopy (i tani kredyt) mogą wspierać inwestycje w zakresie transformacji energetycznej oraz automatyzacji, a więc ograniczać inflację oraz erozję konkurencyjności gospodarki w przyszłości. Inflacja coraz bardziej jest też jednak napędzana przez zależne od RPP mechanizmy, o czym świadczy m.in. jej szeroki charakter (drożeje ponad 95% koszyka).

Źródła niepewności dla prognozy

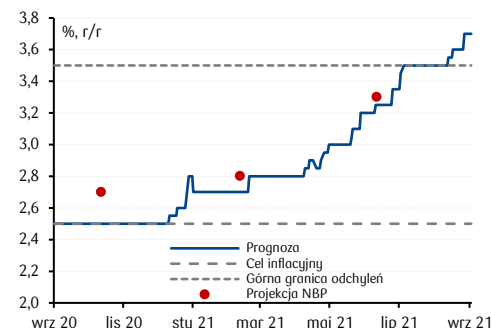
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) skala wpływu pandemii na gospodarkę, (2) natężenie procesów inflacyjnych, (3) kształtowanie się kursu walutowego, (4) skład nowej RPP od 2022.

Polityka pieniężna

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Stopa referencyjna (%)	0,10	0,10	0,10	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	0,10	0,50	1,25
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-3,08	-4,26	-5,66	-5,94	-5,28	-4,94	-3,70	-3,70	-2,10	-5,94	-3,70
Realna st. proc. defl. infl. baz(%)	-4,20	-3,60	-3,80	-3,00	-3,31	-3,36	1,00	1,25	-3,60	-3,61	-3,12
Stopa lombardowa (%)	0,50	0,50	0,50	1,00	1,25	1,25	1,50	2,00	0,50	1,00	2,00
Stopa depozytowa (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,25	0,50	0,00	0,00	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	0,11	0,11	0,11	0,51	1,00	1,00	1,25	1,50	0,11	0,51	1,50
REER defl. CPI (% r/r)	-1,0	1,0	0,8	1,5	5,5	3,5	3,0	3,4	0,7	0,6	3,8
Nominalny PKB (% r/r)	4,8	16,4	9,0	9,4	7,8	7,5	7,7	7,5	1,3	9,8	7,6

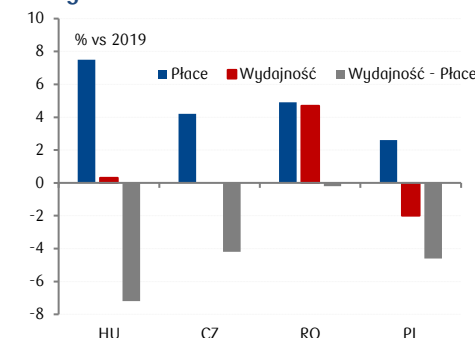
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski

Inflacja CPI – powyżej wszelkich oczekiwań- zmiany prognoz inflacji CPI na 2022*



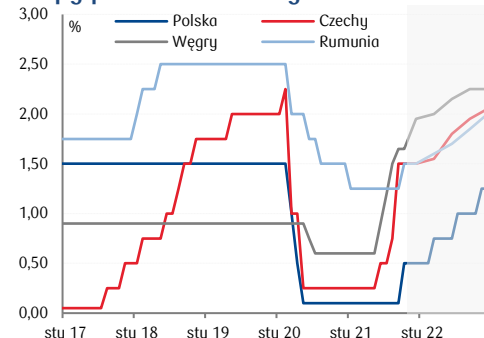
Źródło: NBP, Bloomberg, PKO Bank Polski, konsensus wg Bloomberg

Zmiany płac i wydajności pracy w regionie*



Źródło: Eurostat, Macrobond, PKO Bank Polski, *zmiany w ujęciu realnym vs przeciętna dla 2019.

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

Bieżąca sytuacja fiskalna jest zaskakująco dobra. Po nieznacznym spadku deficytu fiskalnego (ESA) w 1q21 (do 6,5% PKB w ujęciu 4kw. skum. vs. 7,0% PKB w 2020), w trakcie 2q21 wynik fiskalny istotnie się poprawił. Budżet państwa i budżety samorządów odnotowały w tym okresie nadwyżkę (odpowiednio 31,4 i 7,7 mld zł) co oznacza, że po 2q21 deficyt fiskalny obniżył się prawdopodobnie poniżej 3,0% PKB. Po sierpniu budżet państwa odnotował rekordową nadwyżkę w wysokości 43,4 mld PLN. Znacznie lepszy od zakładanego wyniku budżetu to efekt dobrego zachowania strony dochodowej. Wsparciem dla dochodów jest mocny wzrost bazy podatkowej (dwucyfrowy wzrost nominalnego PKB). Bardzo dobrze wygląda też dynamika niepodatkowych dochodów budżetu. Jest tak nie tylko dzięki transferowi wysokiego zysku z NBP, ale też dzięki dochodom z aukcji rekordowo drogich uprawnień do emisji CO₂. Dług publiczny (ESA) w 2q21 wszedł na trajektorię spadkową, obniżając się do 57,5% PKB (z 59,1% PKB po 1q21).

Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że w latach 2021-2022 nastąpi szybka poprawa podstawowych parametrów fiskalnych po znacznym pogorszeniu na skutek pandemicznego szoku w 2020. Nowelizacja budżetu na 2021 oznacza wzrost wydatków w ostatnim kwartale bieżącego roku, ale jednocześnie ograniczenie całorocznego deficytu budżetowego ze wstępnie planowanych 82,3 mld PLN do 40,4 mld PLN. W naszej ocenie nawet obniżony deficyt daje przestrzeń do pozytywnej niespodzianki. Sektor samorządowy zakończy rok na niewielkim plusie (spadek inwestycji). Widzimy szansę na nadwyżkę także w sektorze ubezpieczeń społecznych, czemu sprzyja bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Szacujemy, że deficyt fiskalny (ESA) w 2021 wyniesie 1,7% PKB, przy czym największy wpływ na wynik będą mieć wydatki jednostek pozabudżetowych (w ramach PFR i Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 w BGK), w szczególności na walkę ze skutkami kolejnej fali pandemii jesienią. Przez to niepewność szacunku jest dosyć wysoka (przedział -0,7% PKB/-3,7% PKB). Choć wejście w życie Polskiego Ładu spowoduje ubytek dochodów (Polski Ład będzie tylko częściowo redystrybucją dochodów, a częściowo będzie mieć charakter stymulusu fiskalnego), to „wydajna” fiskalnie struktura wzrostu i mocny wzrost baz podatkowych sprawią, że deficyt fiskalny pozostanie na ścieżce spadkowej (spadek do 1,3% PKB w 2022). Dług publiczny w relacji do PKB będzie się stopniowo zmniejszać, do 56,9% na koniec 2021 i 54,3% na koniec 2022.

Źródła niepewności dla prognozy

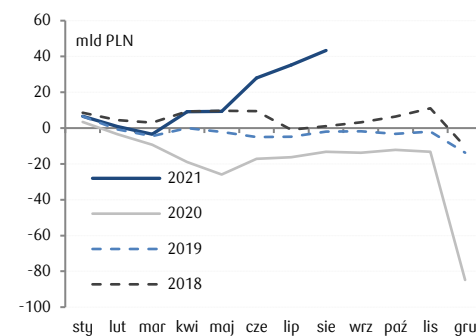
Główne źródła niepewności to: (1) skala i tempo ożywienia, (2) przepływy finansowe Polska – UE, (3) kształt polityki fiskalnej państwa.

Polityka fiskalna†

	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	2020	2021	2022
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-6,5	-2,4	-1,9	-1,7	-0,9	-1,4	-1,7	-1,3	-7,0	-1,7	-1,3
Dochody (% PKB, ESA2010)	42,6	42,4	42,1	42,2	42,1	41,7	41,5	41,7	41,7	42,2	41,7
Wydatki (% PKB, ESA2010)	49,1	44,8	44,0	43,9	43,0	43,2	43,2	43,0	48,7	43,9	43,0
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,3	1,1	1,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-5,3	-1,2	-0,7	-0,6	0,2	-0,4	-0,7	-0,3	-5,7	-0,6	-0,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-3,5	-0,1	0,2	0,1	0,7	0,1	-0,4	-0,2	-4,3	0,1	-0,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	59,1	57,5	57,2	56,9	55,3	54,7	54,2	54,3	57,5	56,9	54,3
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,8	x	x	x	-1,0	-3,7	-0,8	-1,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,5	x	x	x	-1,1	-1,3	-0,5	-1,1
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	43,6	x	x	x	41,1	47,8	43,6	41,1

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

Saldo budżetu państwa



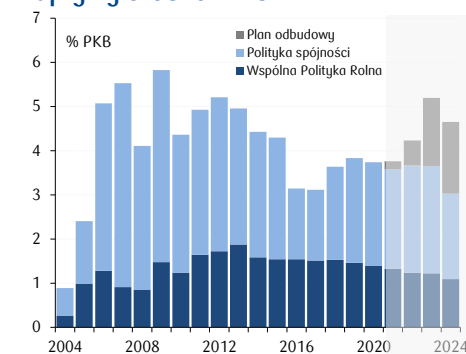
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Dochody budżetu państwa w 2022

mld PLN	PKOe	Budżet	PKO-MF
VAT	234	231	3
CIT	56	51	5
PIT	69	67	2
Dochody niepodatkowe	37	32	5
Łącznie			15
Łącznie (% PKB)			0,6

Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Napływy środków z UE



Źródło: MFIPR, PKO Bank Polski.

Sekcja specjalna: Ograniczenia podażowe

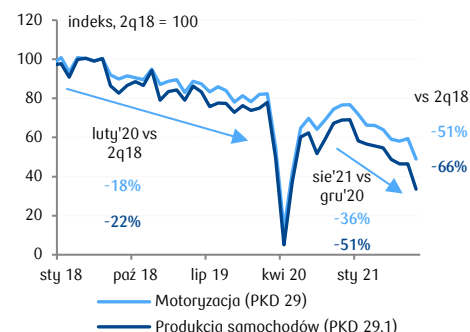
Choć pierwsze symptomy powstawania ograniczeń podażowych w światowej gospodarce pojawiły się już pod koniec 3q20, to temat ten nadal nie schodzi z pierwszych stron gazet. Sztandarowym przykładem branży zmagającej się z tym problemem jest motoryzacja. Choć po pierwszym lockdownie w kwietniu 2020 nastąpiło szybkie odbicie produkcji w sektorze, to trwale zaburzone zostały łańcuchy dostaw. Od grudnia 2020 do sierpnia 2021 wartość produkcji niemieckiej motoryzacji skurczyła się prawie o jedną trzecią, a produkcja samych samochodów prawie o połowę. Przykłady występowania ograniczeń podażowych można mnożyć – występują też w produkcji sprzętu RTV/AGD, mebli czy artykułów budowlanych. W niektórych branżach/lokalizacjach brakuje także pracowników.

Na pytanie o przyczyny powstawania ograniczeń podażowych udzieliliśmy już odpowiedzi w poprzednim [Kwartalniku](#). Ich źródłem wciąż jest dynamiczne odbicie gospodarcze i zwiększenie znaczenia towarów kosztem usług, czyli silny popyt, którego nie jest w stanie zaspokoić sztywna w krótkim terminie podaż. W USA konsumpcja towarów wzrosła o 15% względem stanu przed pandemią, czemu nie jest w stanie w pełni sprostać produkcja. Kolejne ważne źródło ograniczeń podażowych to problemy globalnej logistyki. Ceny frachtu morskiego z Chin są obecnie co najmniej 4-5 razy wyższe niż pod koniec 2019, a czarter kontenerowców jest ok. 6 razy droższy. Znacząco spadła punktualność kontenerowców, co utrudnia planowanie logistyki. Przepustowość światowych portów jest za mała by zaspokoić popyt, co nawet bez dodatkowych ograniczeń (np. związanych w kwarantanną pracowników) generowałoby opóźnienia. W sierpniu z powodu wykrycia Covid-19 na dwa tygodnie wstrzymano przeładunki w chińskim Ningbo-Meishan, trzecim największym porcie na świecie. Z problemami zmagają się też transport lądowy – zarówno globalny (czas transportu koleją z Chin do Polski wzrósł z ok. 14 dni do powyżej 40), jak i lokalny (np. w Wielkiej Brytanii liczba kierowców samochodów dostawczych spadła o 1/6 względem stanu sprzed pandemii, a w Niemczech na początku września przez sześć dni strajkowali kolejarze).

W 3q21 aż 35% przedsiębiorstw przemysłowych w UE twierdziło, że niedobory komponentów lub sprzętu ograniczają ich rozwój. Najsilniej dotknięte niedoborami są motoryzacja, produkcja wyrobów elektrycznych i elektronicznych, tworzyw sztucznych oraz maszyn i urządzeń. W Polsce negatywny wpływ niedoborów podażowych, chociaż największy w historii, jest słabszy niż średnio w UE oraz ma nieco inną strukturę branżową. Na braki komponentów narzekają przede wszystkim producenci elektroniki, mebli i wyrobów z drewna oraz branża motoryzacyjna. W UE ograniczenia są najbardziej odczuwalne w Niemczech, gdzie w niektórych branżach wskazują na nie prawie wszystkie badane firmy. Większa dotkliwość ograniczeń podażowych na poziomie poszczególnych branż koreluje się z większą skłonnością do podnoszenia cen finalnych wyrobów. Na razie te wzrosty widać przede wszystkim na poziomie cen producentów, jednak przeniesienie rosnących kosztów na konsumentów historycznie było raczej tylko kwestią czasu.

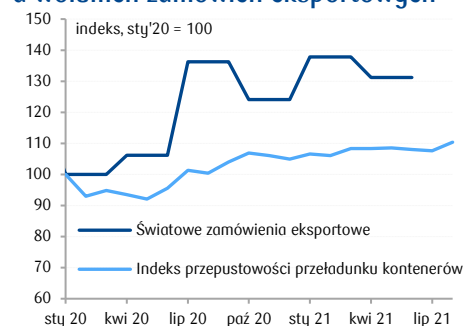
Uważamy, że do końca 2022 nasilenie ograniczeń podażowych w gospodarce osłabnie. Można dostrzec kilka sygnałów sugerujących, że zachodzi – na razie bardzo powolna – normalizacja. Subindeks ISM pokazujący czas dostaw jest już wyraźnie poniżej szczytu z maja. Spowalniają wzrosty cen czynników produkcji wg indeksu PMI w Polsce i strefie euro. Do wysokiego popytu stopniowo dostosowuje się również strona podażowa. Przykładem może być wzrost wolumenu produkowanych w Chinach kontenerów, następujący w ślad za wzrostem cen

Produkcja motoryzacyjna w Niemczech



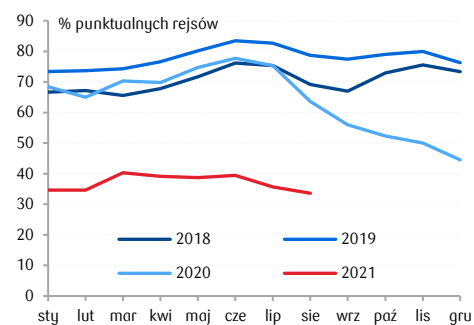
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Przepustowość światowych portów a wolumen zamówień eksportowych



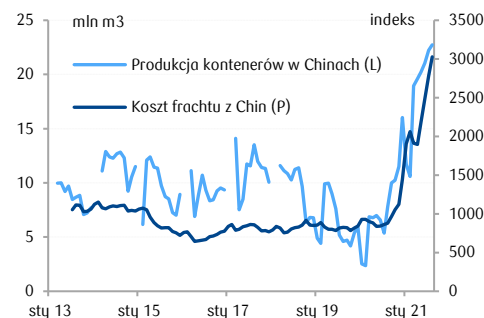
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Punktualność rejsów kontenerowców



Źródło: Sea-Intelligence.com, PKO Bank Polski.

Koszt frachtu morskiego z Chin a wolumen produkcji kontenerów



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

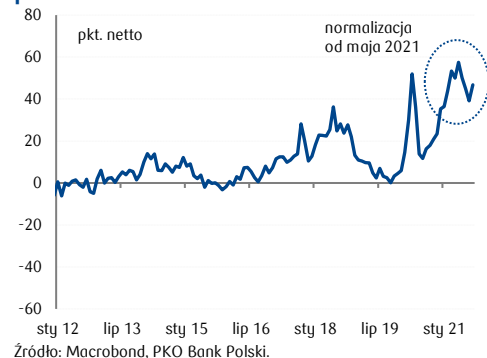
frachtu. Na normalizację wskazuje też stabilizacja cen najważniejszych metali przemysłowych (choć tu widać też skutki interwencji państwowych na rynku). W perspektywie najbliższych kwartałów **oczekujemy również stopniowej poprawy dostępności pracowników na wielu rynkach**. Wraz z wygaszeniem pandemicznych zasiłków dla bezrobotnych, podwyżkami oferowanymi przez pracodawców oraz stabilizacją sytuacji pandemicznej oczekujemy złagodzenia napięć rynku pracy, także w USA, gdzie obecnie popyt na pracę przekracza dostępną podaż aż o ponad 2 mln.

W przypadku części branż ograniczenia podażowe mogą jednak trwać latami. Podaż nie nadąży za rosnącym zapotrzebowaniem na półprzewodniki i metale ziem rzadkich ze strony branż pragnących wpisać się w koncepcję *Internet of things*. Chociaż światowa wartość sprzedaży półprzewodników przebiła już szczyt z 2018, bardzo trudno jest o dalsze szybkie wzrosty podaży. Po pierwsze, proces budowy nowych fabryk jest długotrwały. Po drugie, już istniejące fabryki półprzewodników zmagają się z problemami (np. na Tajwanie z niedoborem ważnej przy produkcji wody, *blackoutami* czy kwarantannami wśród pracowników).

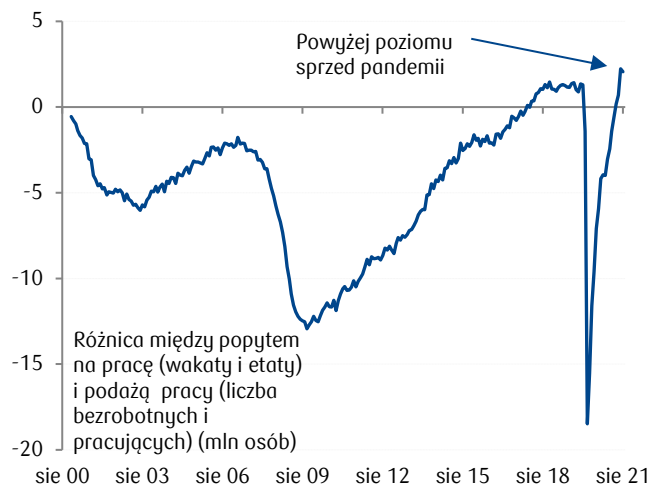
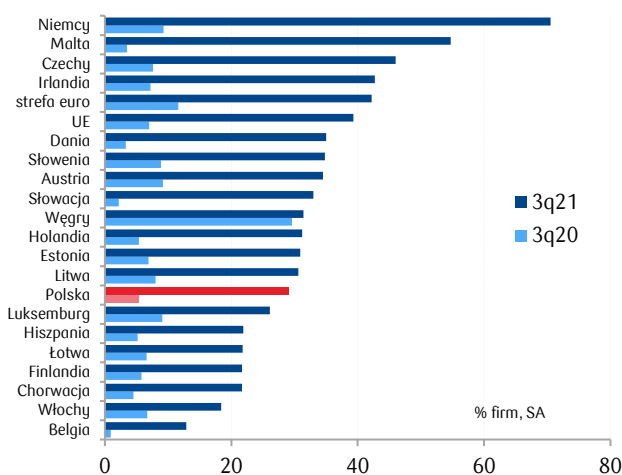
Zakładając, że podwyższony popyt na towary utrzyma się na dłużej, niezbędne będzie zwiększenie przepustowości handlu, tzn. inwestycje w porty, koleje jak i zniesienie różnego rodzaju pozataryfowych barier handlowych utrudniających wymianę.

Niedobory komponentów - ograniczenia produkcji w 3q21 USA – miara (nie)równowagi na rynku pracy

Czas dostaw w amerykańskim przetwórstwie – subindeks ISM

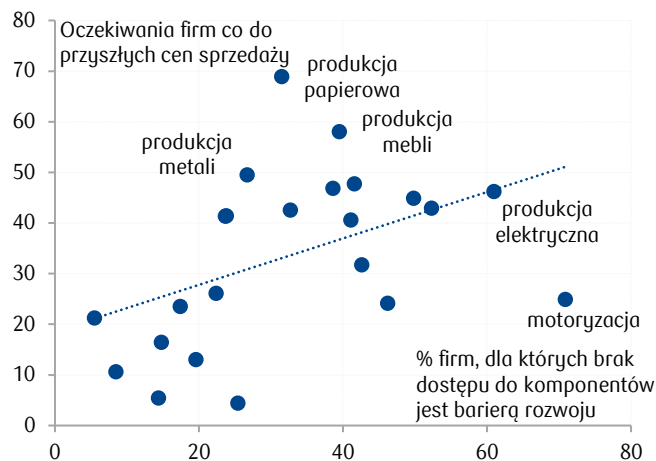
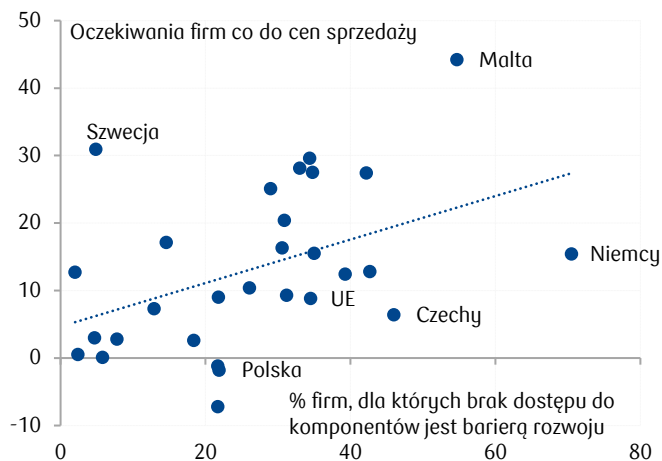


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.



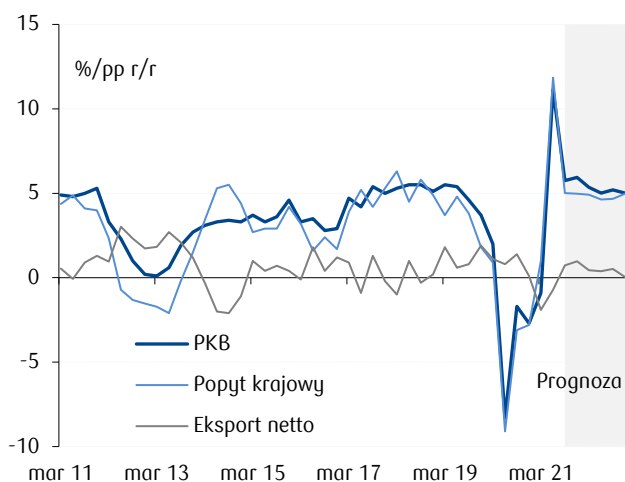
Niedobór komponentów a siła przetargowa firm w przetwórstwie przemysłowym wg krajów w 3q21

Niedobór komponentów a siła przetargowa firm w przetwórstwie przemysłowym wg branż w UE w 3q21

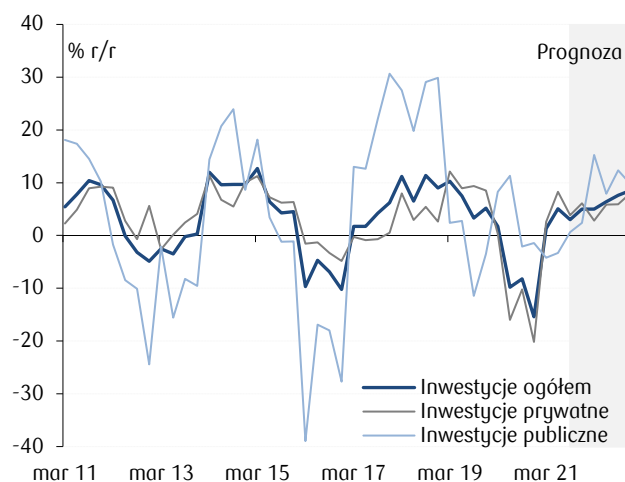


Źródło: GUS, BLS, Macrobond, PKO Bank Polski.

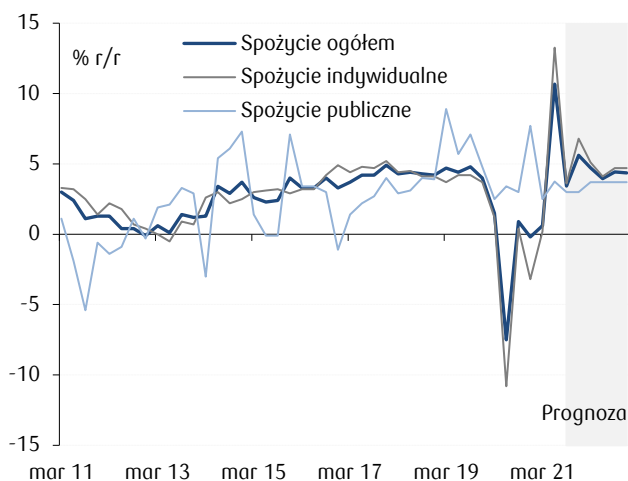
Realny PKB



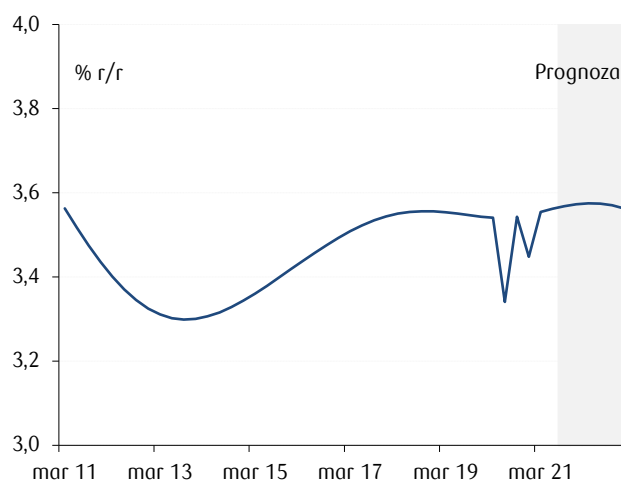
Popyt inwestycyjny



Popyt konsumpcyjny



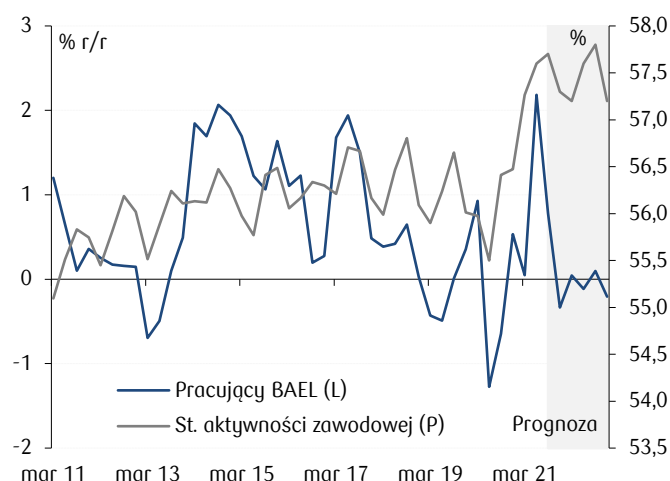
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

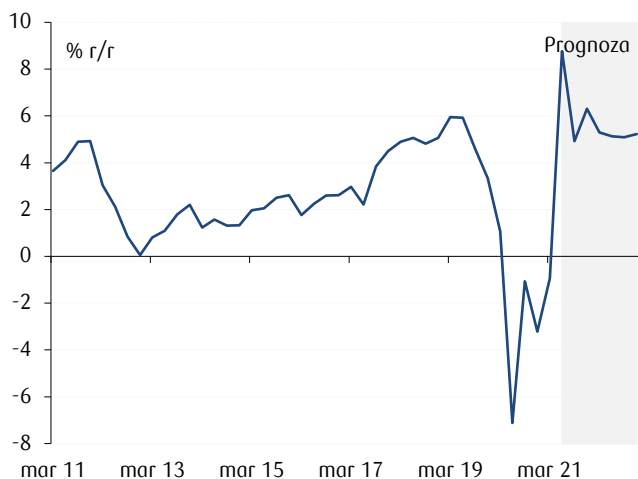


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

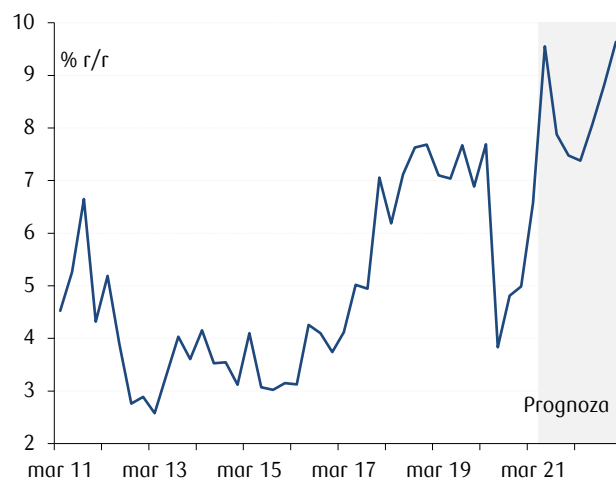


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, ** dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

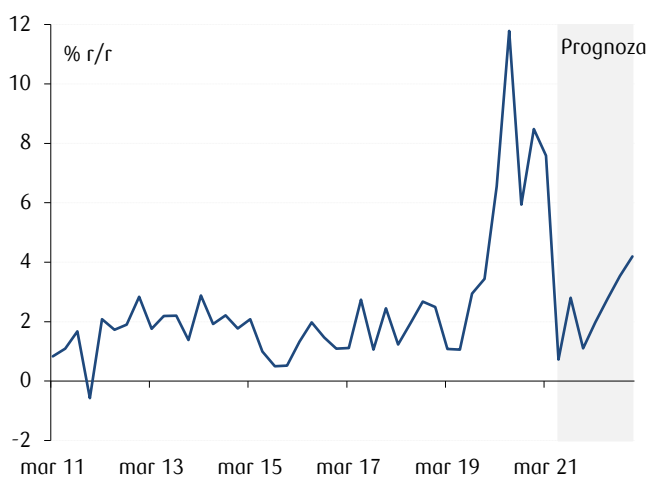
Wydajność pracy*



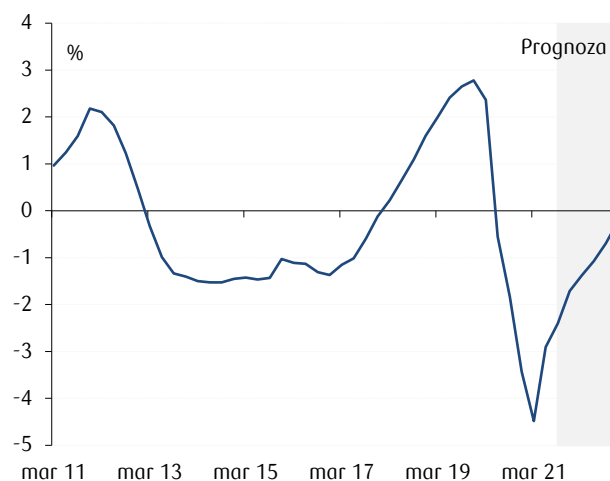
Płace w gospodarce narodowej



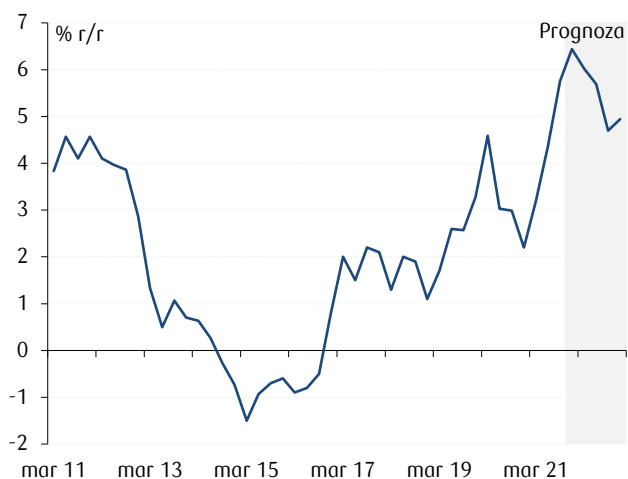
Jednostkowe koszty pracy*



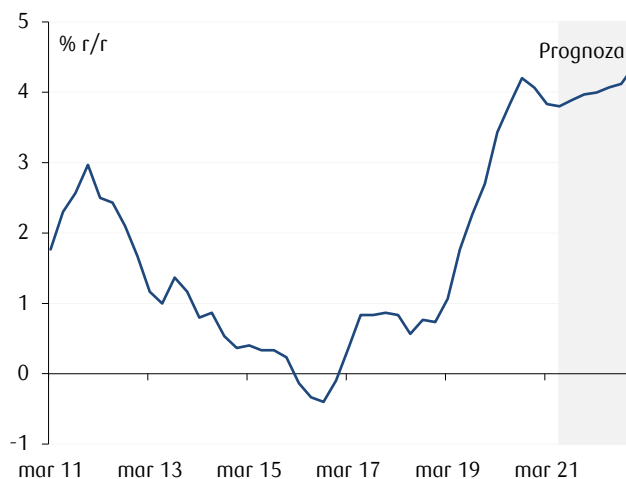
Luka popytowa



Inflacja CPI

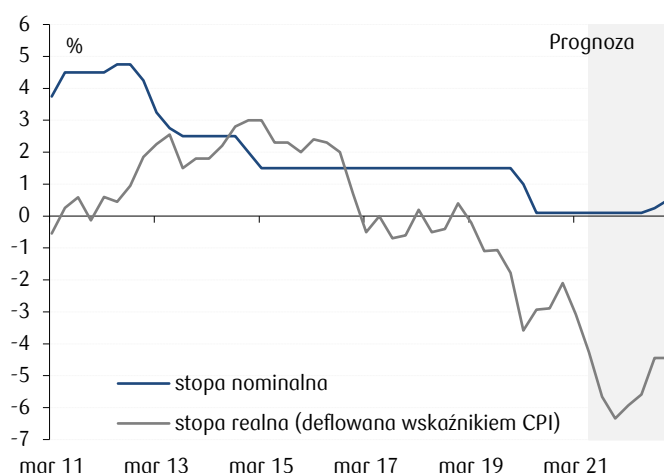


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

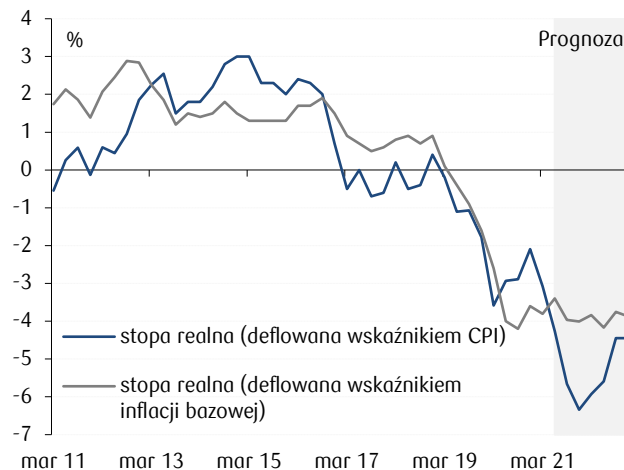


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

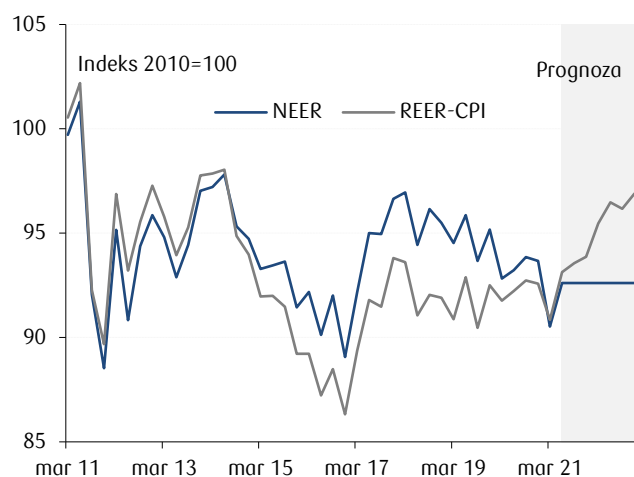
Stopy nominalne vs realne



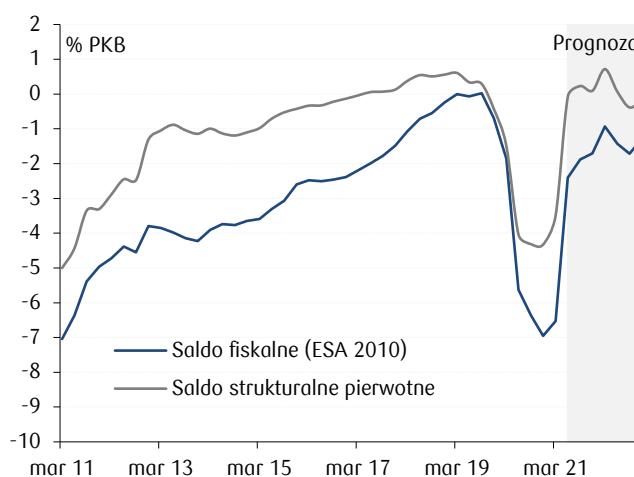
Stopy realne



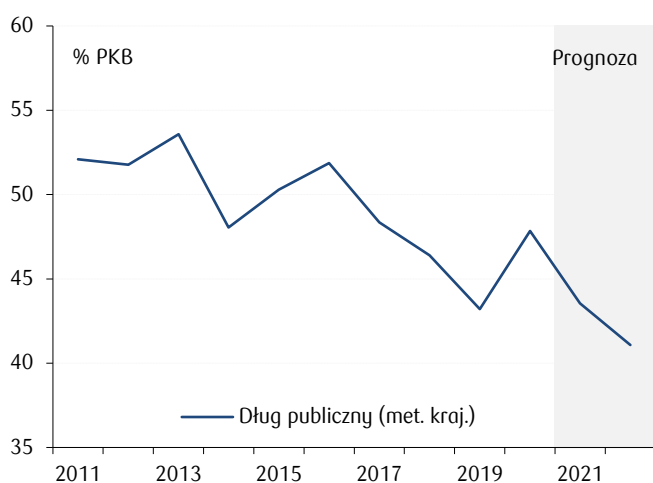
Założenia dotyczące NEER i REER*



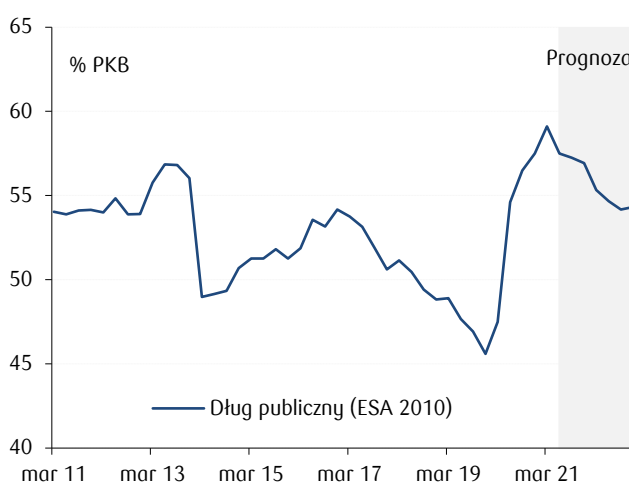
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

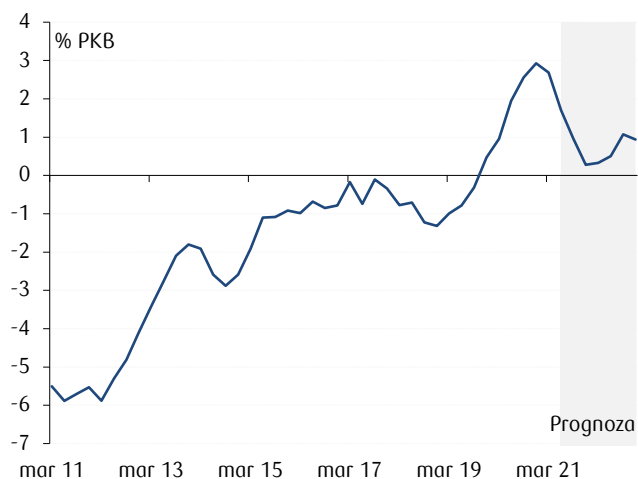


Dług publiczny (ESA 2010)

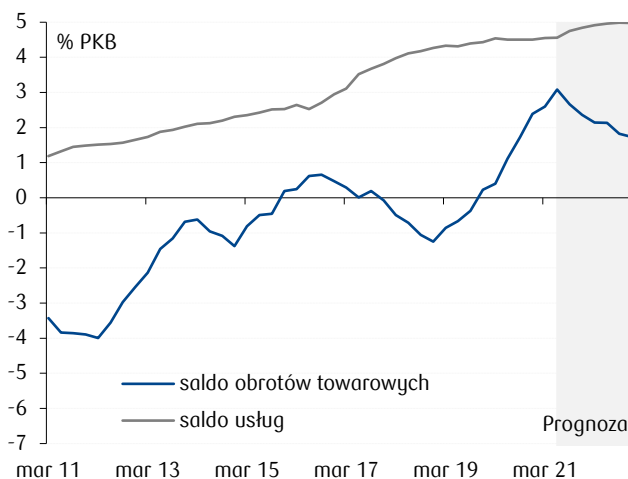


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

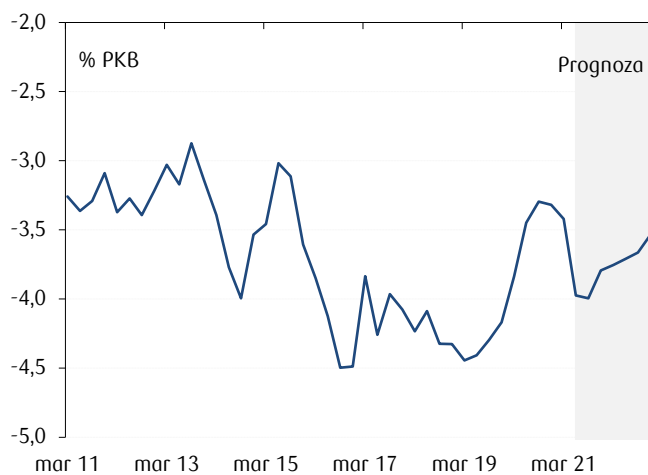
Saldo rachunku obrotów bieżących



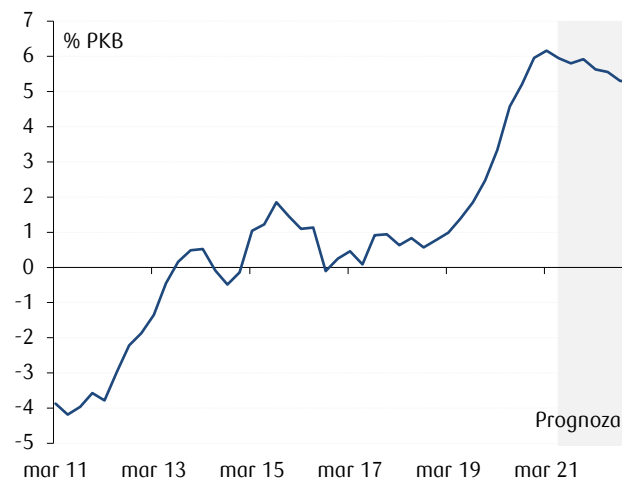
Saldo handlu zagranicznego



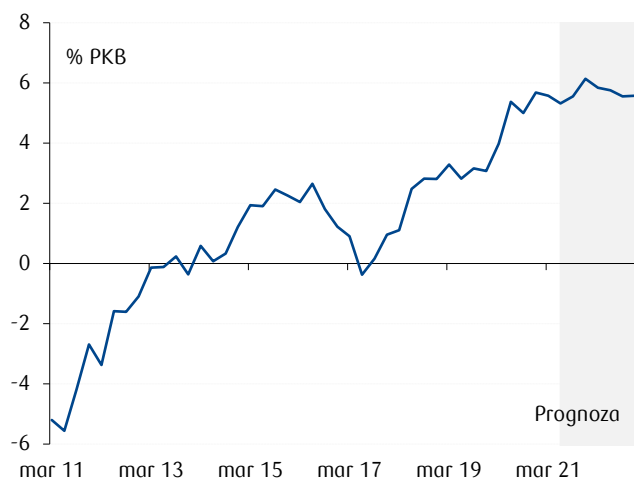
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



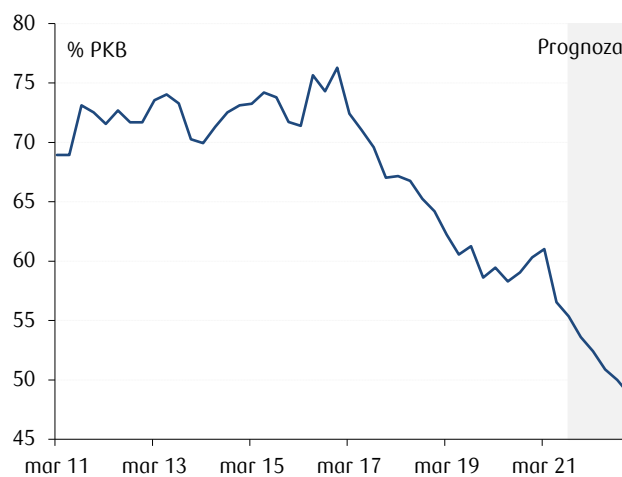
Saldo CAB i CAP*



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	6,0	5,1
Spożycie indywidualne (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	5,7	4,7
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,6	3,8	7,2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	0,3	4,2	3,5	1,0	4,1	5,2	4,6	-2,9	4,8	4,8
Zapasy (pkt. proc.)	-0,9	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-0,8	1,2	0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	1,3	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,8	-0,2	0,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8
Nominalny PKB (mld PLN)	1647	1720	1745	1861	1989	2122	2293	2324	2552	2747
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	5,8	4,8
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	7,9	8,5
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	1,4	2,3	2,3	3,4	5,0	4,9	-2,6	4,8	5,2
ULC (% r/r)	1,9	2,2	1,0	1,5	1,8	2,1	2,1	8,2	3,1	3,1
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,3	4,7	5,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	1,2
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,2	1,7	2,0
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,2	2,3
Inflacja bazowa (% r/r)	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	3,9	4,1
Deflator PKB (% r/r)	0,0	0,7	1,3	0,3	1,9	1,2	3,2	4,2	5,4	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	1,1	5,4
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	0,3	0,9
Bilans handlowy (% PKB)	-0,7	-1,4	0,2	0,5	-0,1	-1,2	0,3	2,4	0,9	0,4
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	0,8	2,4	2,1	0,9	1,4	2,6	1,9	2,1	2,4	1,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	70,3	73,1	71,7	76,3	67,0	64,2	58,8	60,7	54,8	49,9
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-1,7	-1,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,7	-1,7	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,7	-5,7	-0,6	-0,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,2	-1,1	-0,5	-0,2	0,1	0,5	-0,5	-4,3	0,2	0,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	56,0	50,7	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,5	56,9	54,3
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,50	1,25
Realna st. ref. defl. CPI (%)	1,80	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,10	-5,94	-3,70
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,50	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,61	-3,12
Stopa lombardowa (%)	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	1,00	2,00
REER defl. CPI (% r/r)	0,0	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	0,6	3,8

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	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	marcin.czaplicki@pkobp.pl	22 521 54 50
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22
Zespół Analiz Sektorowych	analizy.sektorowe@pkobp.pl	22 521 81 22
Michał Koleśnikow	michal.kolesnikow@pkobp.pl	22 521 81 23
Aleksandra Balkiewicz-Żerek	aleksandra.balkiewicz-zerek@pkobp.pl	22 521 56 59
dr Mariusz Dziwulski	mariusz.dziwulski@pkobp.pl	22 521 81 88
Piotr Krzysztofik	piotr.krzysztofik@pkobp.pl	22 521 81 25
Anna Senderowicz	anna.senderowicz@pkobp.pl	22 521 81 24
Karolina Sędzimir	karolina.sedzimir@pkobp.pl	22 521 81 28
Zespół Analiz Nieruchomości	analizy.nieruchomosci@pkobp.pl	22 521 51 80
Wojciech Matysiak	wojciech.matysiak@pkobp.pl	22 521 51 80
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl	22 521 81 22
Aleksandra Majek	aleksandra.majek@pkobp.pl	22 521 80 84
Marcin Morawiecki	marcin.morawiecki@pkobp.pl	22 521 72 24
Katarzyna Piętko-Kosińska	katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl	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.