

# Scenariusz(e) na 2023 rok

Gospodarka uklepie dno. Rynek pracy pozostanie na tyle mocny, że RPP nie uzyska pewności powrotu inflacji do celu, jeśli projekcja założy obniżki stóp. Pozostaną więc w tym roku bez zmian.



# Spis treści

- **Abstrakt (3-6)**
- **Historia. Powtarzać, czy kontestować? (7-15)**
- **Gospodarka globalna (16-38)**
  - Chiny (17-23)
  - USA (24-30)
  - Strefa euro (31-38)
- **Gospodarka polska (39-82)**
  - Polityka fiskalna (40-43)
  - Scenariusze dla PKB (44-53)
  - Rynek pracy i inflacja (54-72)
  - Stopy procentowe (73-77)
  - Równowaga zewnętrzna i kurs walutowy (78-82)
  - Czarne łabędzie (83-89)
- **Prognozy (90-91)**
- **Część techniczna (92-97)**
- ***Post scriptum*, czyli ankieta noworoczna (98-100)**
- **Kontakt i uwagi (101-102)**

# Jaki będzie 2023 rok?

## Rok niższego wzrostu PKB i spadającej inflacji

Podobnie jak w poprzednich dwóch latach musimy zachować prognostyczną pokorę. Szok polityki pieniężnej (szok podwyżek stóp procentowych) zbliży się w tym roku do maksymalnego oddziaływania. Będzie hamował wzrost i inflację. Szok energetyczny, żywnościowy, efekty nadrabiania porwanych łańcuchów dostaw oraz odłożonego popytu będą z kolei zanikać. „Ogon” części z nich będzie jednak długi (i bardzo zróżnicowany w zależności od gospodarki). Nie uważamy więc, że ruch inflacji w dół będzie tak samo dynamiczny jak w drugą stronę. **Stąd też obstawiamy raczej wyższą niż niższą inflację, co jest też pokłosiem optymistycznego spojrzenia na rynki pracy, a przede wszystkim płace.**

W toku pracy nad tym dokumentem nazbierało nam się sporo materiałów. Z wielu dość już mocno wyeksploatowanych argumentów zrezygnowaliśmy, zastępując je innymi, naszym zdaniem bardziej uniwersalnymi. **Większość wysiłku skupiamy na rynkach pracy i inflacji. Kierunek jest tu naszym zdaniem oczywisty (mocne płace, kierunek w dół). Wyniki gospodarcze będą jednak zależeć przede wszystkim od skali.** Obszerność materiału wynika w głównej mierze z tego, że próbujemy ją różnymi metodami przybliżyć. Dokument ma tym samym duży walor analityczny. Skupia się głównie na procesach, a nie liczbach. Te pewnie będą w toku roku rewidowane (i to nie raz). Zachęcamy czytelników do wyciągania własnych wniosków i konstruktywnej polemiki, na którą jesteśmy otwarci. Dane kontaktowe podajemy na końcu dokumentu.

## Krótkie podsumowanie geograficzne

**Chiny.** Zaawansowany impuls kredytowy powinien wkrótce być widoczny w gospodarce globalnej łagodząc spowolnienie. W kolejnych kilku miesiącach można liczyć dodatkowo na efekty otwierania po zakończeniu problemów epidemicznych. Z uwagi na problemy makro-ostrożnościowe (rynek nieruchomości) stymulacja gospodarki będzie bardziej łagodna niż dotychczas, choć ryzyka rozkładają się w górę – jak zwykle.

**USA & strefa euro.** Fed nie spodziewa się recesji (a jeśli to krótkiej) i oczekuje miękkiego lądowania. Może mieć rację. EBC z kolei spodziewa się krótkiej recesji, aczkolwiek zignorowanie tej krótkiej (i spore, jak na strefę euro podwyżki) mogą skutkować normalną recesją w drugiej połowie 2023 roku. Zsynchronizowany ostatnio cykl z USA może się na nowo rozsynchronizować. W dłuższym okresie strefa euro wcale nie jest skazana na stagnację. Konkurencyjność kosztową poprawi bilans energii oraz inwestycje w zieloną transformację. Te ostatnie wesprą krótkoterminowo popyt zagregowany, a długoterminowo także produkt potencjalny.

**Polska.** Dołek koniunktury nastąpi w 2023 roku. Choć cały rok będzie wyglądał skromnie (+0,4% r/r), od II kwartału pojawi się już wzrostowa tendencja na rocznym wskaźniku PKB. W tym momencie jesteśmy skłonni sądzić, że ryzyka rozkładają się w górę. Gospodarka nie zbudowała znaczących nierównowag od strony popytowej (ograniczeniem jest przede wszystkim podaż i rynek pracy), a cykl nie był do tej pory wybujały (wbrew temu, co może się wydawać). Spowolnienie PKB jest w dużej mierze indukowane korektą zapasów oraz efektami szoku cenowego (te same czynniki działają kanałem lokalnym i globalnym). W kolejnych kwartałach więcej będzie negatywnego wpływu polityki pieniężnej, ale ten nałoży się też na odbicie w II połowie roku. Pamiętajmy, że zwykle gospodarka zaskakiwała in plus. Brak kryzysu gazowego wyczyścił ryzyka grubego ogona.

# Inflacja

## Krótkie podsumowanie geograficzne

**Chiny.** Najbliższych kilka miesięcy upłynie pod znakiem eksportu dezinflacji do gospodarki globalnej. Otwieranie gospodarki i spadek eksportu netto implikować będą odwrócenie tendencji na cenach producentów i eksport dezinflacji prawdopodobnie się zakończy. Odbudowa popytu na surowce wywoła prawdopodobnie powrót presji na wzrost cen nośników energii (obecne ceny są za niskie).

**USA & strefa euro.** W USA dezinflacja będzie najszybsza, odzwierciedlając szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej, opóźnione efekty mocnego kursu walutowego, zacieśnienia fiskalnego oraz szybką korektę nierównowag na rynkach towarów (także *commodities* z rynku wewnętrznego). W strefie euro proces dezinflacji może być dłuższy i mniej głęboki. Dostosowanie na rynku pracy (płace w górę) jeszcze zapewne nie jest zakończone. Spora skala dotacji gospodarstw domowych sprawia, że wycofanie się z niej będzie skutkowało wyższą inflacją.

**Polska.** Oczekujemy spadku inflacji (jak każdy), ale bardziej łagodnego (średnia w roku 14,2%, koniec roku na poziomie 10,1%). Mimo obniżenia inflacji towarowej i energetycznej (ta ostatnia przynajmniej na chwilę), ryzyka układają się w górę. Te elementy będą nadal się filtrować powodując wtórne dostosowania cenowe. Rynek pracy jest zbyt mocny, aby gospodarka powróciła do równowagi z dużo niższym tempem wzrostu płac. Inflacja bazowa pozostanie niekomfortowo wysoka. Odbicie gospodarcze wystąpi przy niespotykanym do tej pory poziomie inflacji, co zwiększa ryzyko jej utrwalenia przy wysokich oczekiwaniach.

# Stopy procentowe

## Krótkie podsumowanie geograficzne

**Chiny.** Impuls kredytowy (choć ostatnio zmniejszył impet) będzie kontynuowany a policy-mix pozostanie ekspansywny.

**USA.** Bliżej miękkiego lądowania = bliżej końca podwyżek stóp procentowych (jeszcze 1-2 podwyżki). W tym roku możliwe obniżki oraz złagodzenie tempa zmniejszania bilansu. Nie widzimy powodu, aby przy obniżających się płacach Fed cisnął w kierunku nadmiernego zacieśnienia monetarnego. Bez znaczącej recesji obniżki będą jednak co najwyżej niewielkie (przy niskiej stopie bezrobocia prawdopodobieństwo odbudowania nierównowagi na rynku pracy jest znów spore). Wiele badań pokazuje, że średnioterminowo rynek pracy w USA może pozostawać ciaśniejszy niż w strefie euro.

**Strefa euro.** Mimo jastrzębiej retoryki, jesteśmy blisko końca podwyżek. Lepsza sytuacja na przełomie roku sugeruje, że EBC może nadal brzmieć jastrzębio. Tyle tylko, że nadmierne zacieśnienie to recesja w dalszej części roku. Obstawiamy, że EBC skorzysta z furtki niższej inflacji i podwyższy stopy jeszcze 1-2 razy. Ciężko będzie jednak o cięcia stóp, zwłaszcza w obliczu „greenflacji”.

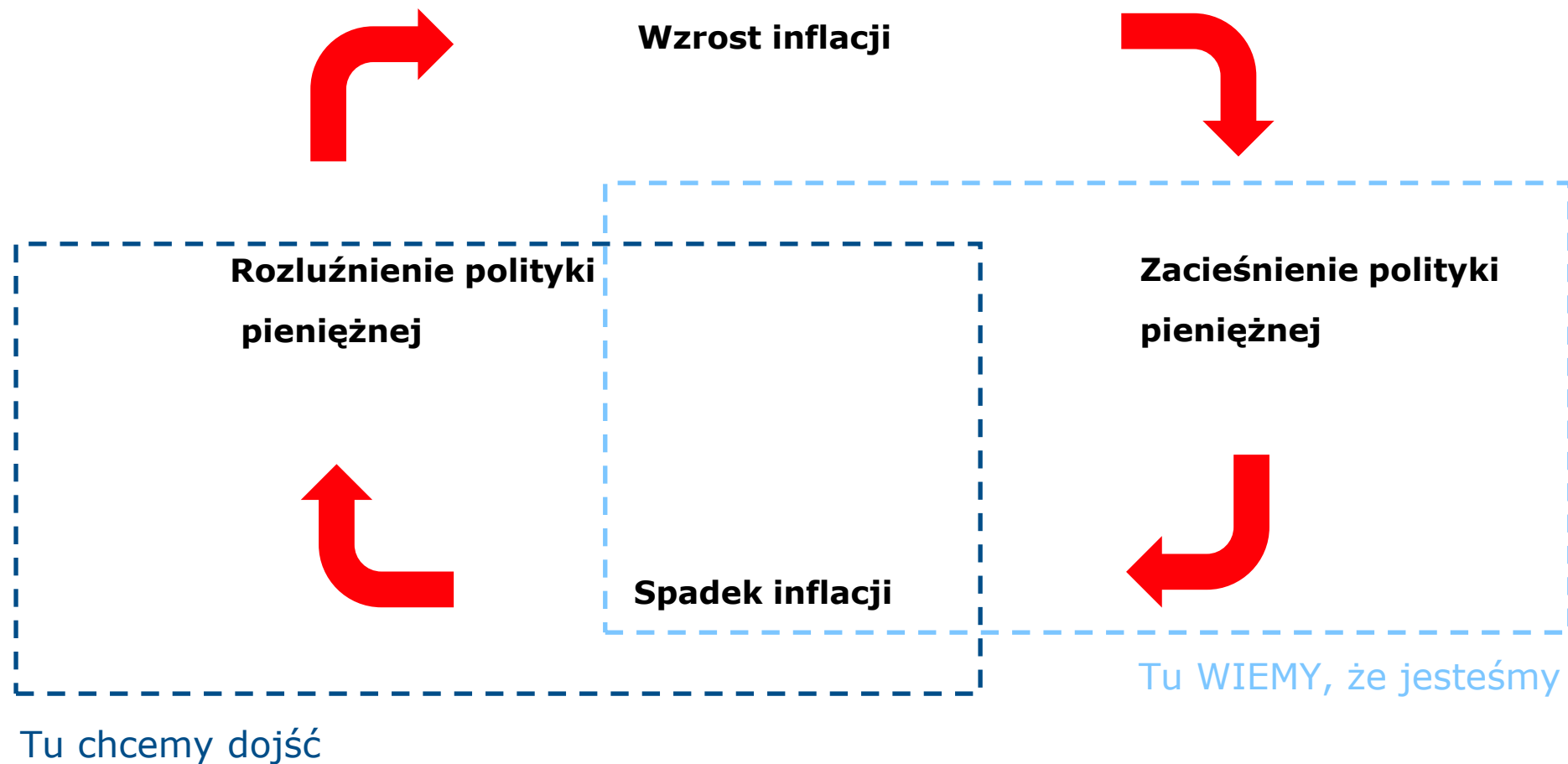
**Polska.** Scenariusz bazowy to zakończenie podwyżek (bez oficjalnego zakończenia podwyżek...) i brak zmian stóp w 2023 roku. Scenariusze alternatywne są możliwe (i też je opisujemy). Korekty stóp dopiero w 2024 roku. A i tak myślimy, że oczekiwania rynkowe zagalopowały się w zakresie ich skali.



# Historia: powtarzać, czy kontestować?



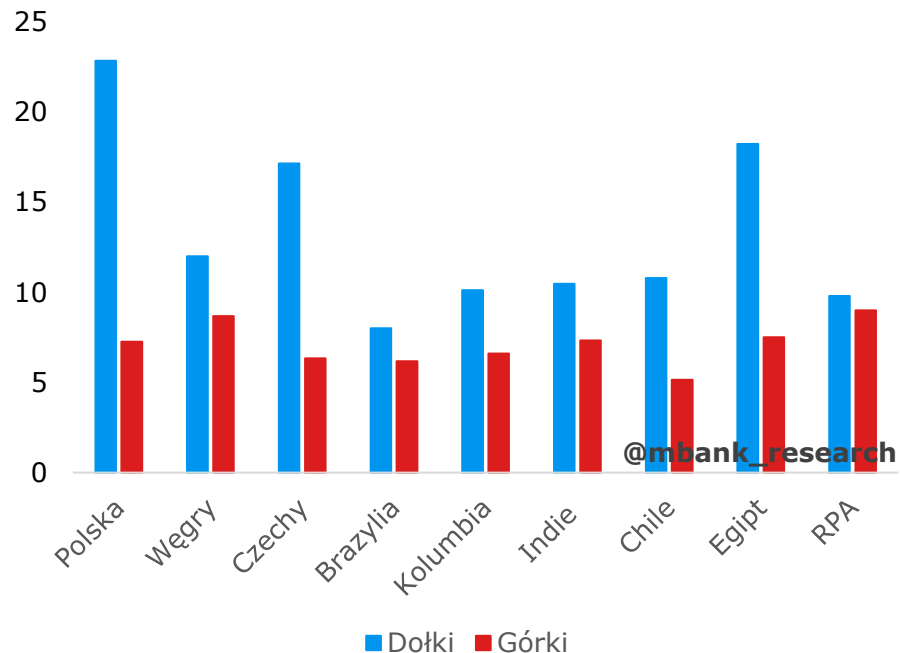
# Wiemy mniej więcej gdzie jesteśmy. Będziemy próbować ustalić, gdzie będziemy w 2023 roku.





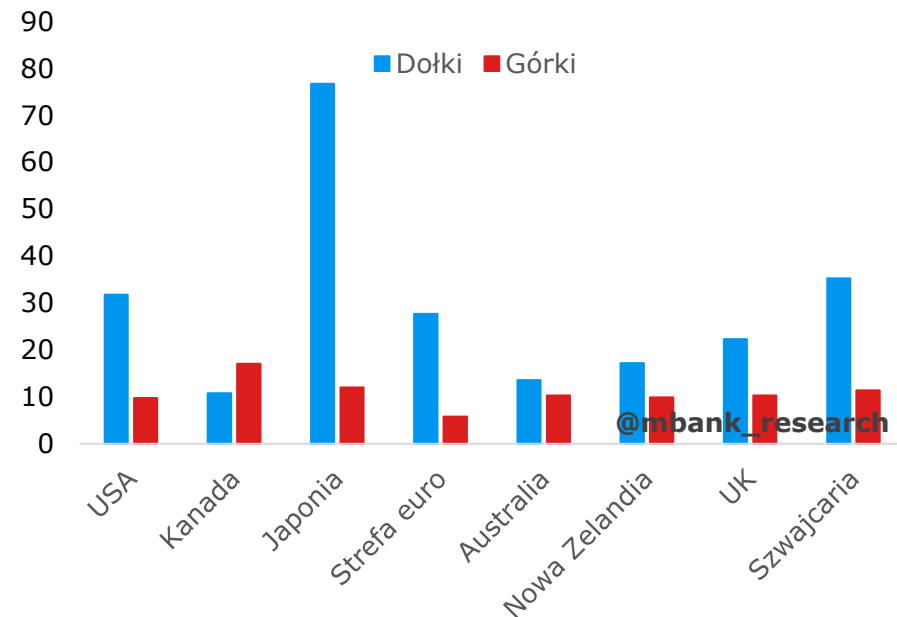
# Fakt 1. Szczyty stóp procentowych banków centralnych są spiczaste.

**EM\*: średnia liczba miesięcy, w których stopy procentowe były na dołku (po rozluźnieniu) lub górze (po zacieśnieniu).**



**Źródło:** Bloomberg, opracowanie własne.

**DM\*: średnia liczba miesięcy, w których stopy procentowe były na dołku (po rozluźnieniu) lub górze (po zacieśnieniu).**



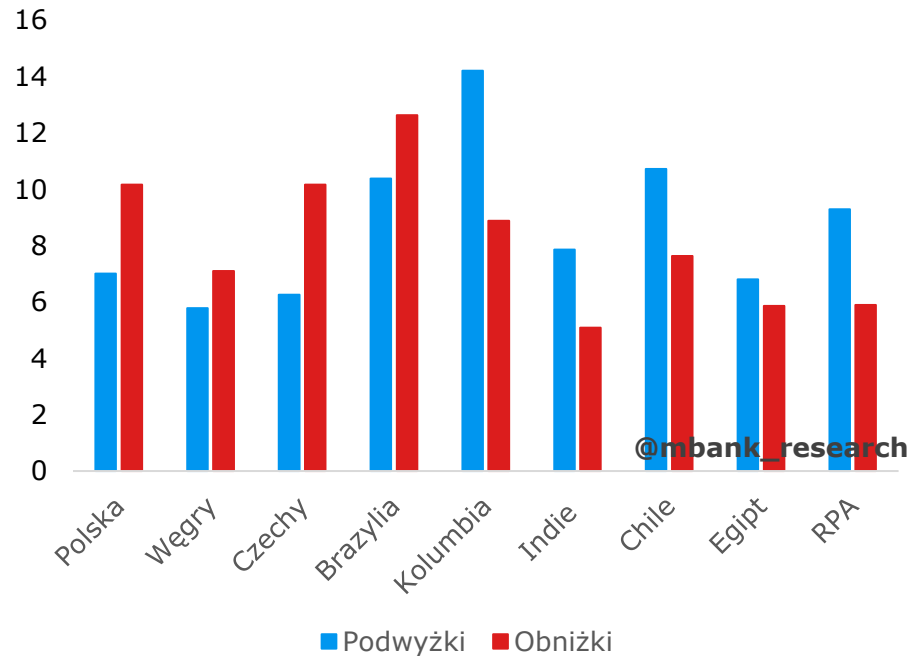
**Źródło:** Bloomberg, opracowanie własne.

Widać wyraźnie, że jest to prawdziwe dla wszystkich krajów, które wzięliśmy pod uwagę.

\* EM = Polska, Węgry, Czechy, Rumunia, Brazylia, Kolumbia, Indie, Chile, Peru, Meksyk, Malezja, Egipt, Afryka Południowa. DM= USA, Kanada, Japonia, strefa euro, Australia, Nowa Zelandia, Wielka Brytania, Szwajcaria. Spójna próba od 06.2000 do dziś. Uznawaliśmy, że cykl obniżania/podwyższania trwa jeśli przerwa między zmianami stóp nie przekracza 6 miesięcy.

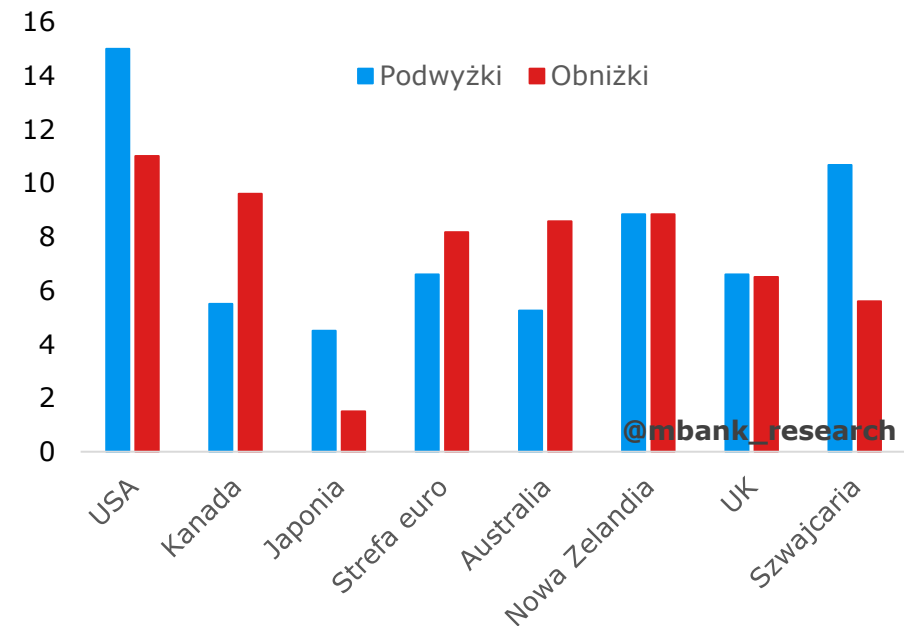
# Fakt 2. Cykle zacieśnienia polityki pieniężnej są powolne, rozluźnienia – gwałtowne.

**EM: średnia długość trwania (w miesiącach) cyklu zacieśnienia (podwyżki) i rozluźnienia polityki pieniężnej (obniżki).**



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

**DM: średnia długość trwania (w miesiącach) cyklu zacieśnienia (podwyżki) i rozluźnienia polityki pieniężnej (obniżki).**



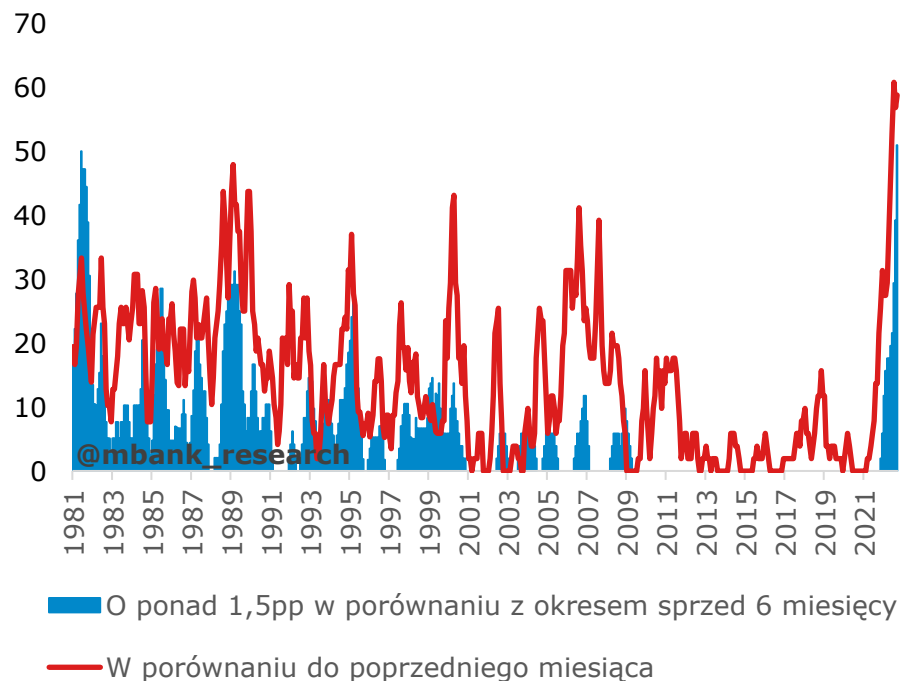
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

To powtarzana zbiorowo mądrość, postanowiliśmy sprawdzić. O ile w ostatnich 22 latach jest w ujęciu średnim prawdziwa (EM: średnio podwyżki trwają 8,7 miesiąca, obniżki 8,2 miesiąca, DM bez Japonii: średnio 8,4 miesiąca trwa wzrost, średnio 8,3 miesiąca spadek), to banki centralne prowadzą bardzo zróżnicowaną politykę.

Cykle zacieśnienia i rozluźnienia polityki pieniężnej – oprócz epizodów stricte kryzysowych a'la 2008-2009 oraz 2020 – były rwane. Banki centralne niejednokrotnie badały otoczenie robiąc dłuższe przerwy i krótkie korekty obranego kursu. Przed nami raczej scenariusze tego typu. Wyznaczenie jednoznacznej ścieżki w 2023 roku będzie trudne.

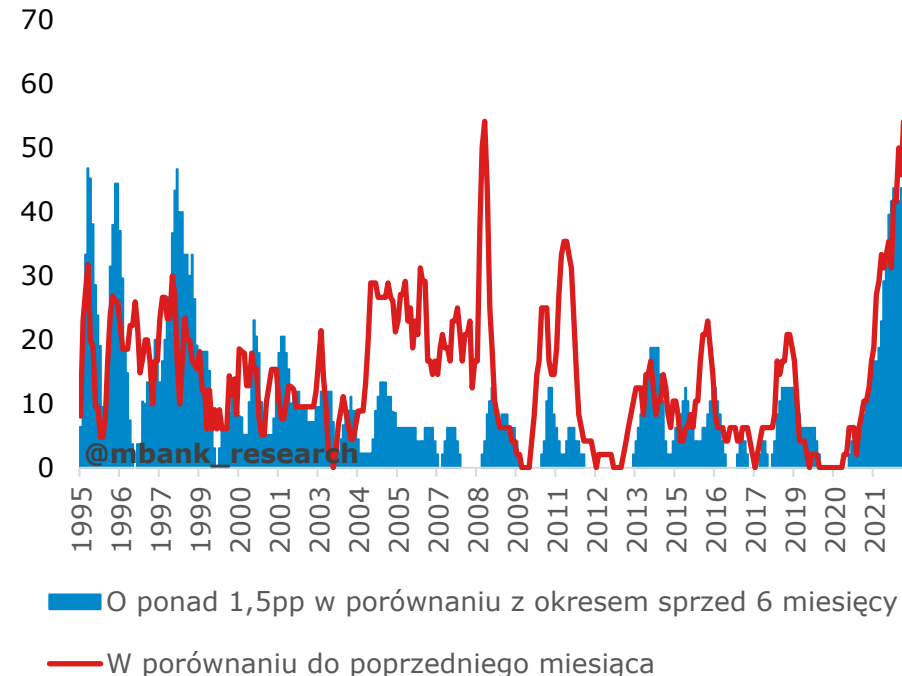
# Fakt 3. Obecny cykl zacieśnienia jest gwałtowny.

**EM: Odsetek gospodarek podnoszących stopy procentowe (%).**



Źródło: OECD (próbka zawierająca 35 gospodarek).

**DM: Odsetek gospodarek podnoszących stopy procentowe (%).**



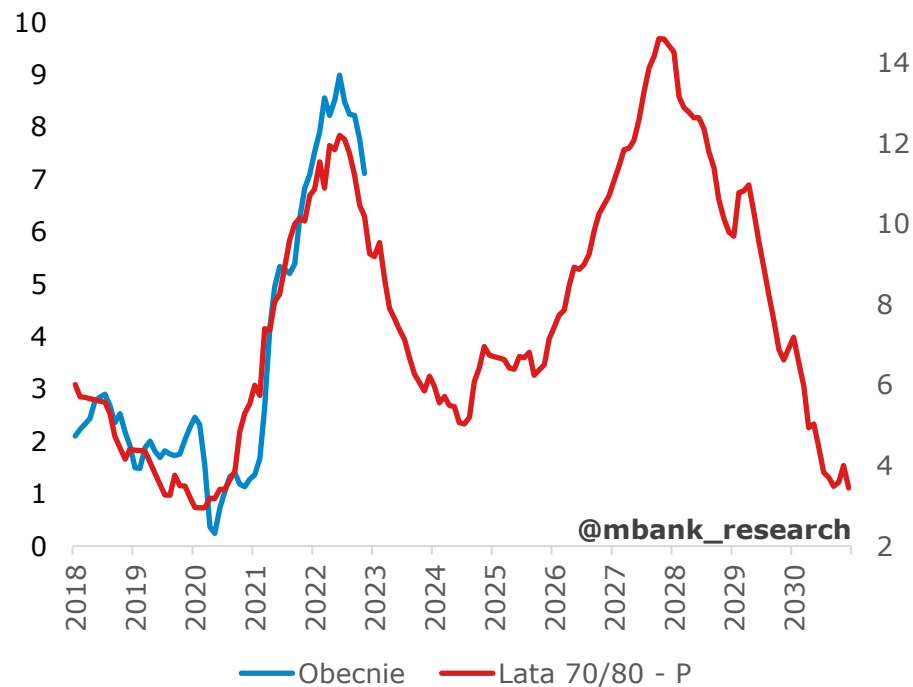
Źródło: OECD (próbka zawierająca 16 gospodarek).

Dotychczasowe tempo zacieśniania polityki pieniężnej (stricte poprzez stopy procentowe) jest bezprecedensowe, zarówno dla gospodarek rozwiniętych jak i tych rozwijających się. Niemniej skala szoku inflacyjnego sprawia, że realne stopy *ex post* (a nierzadko i *ex ante*) w wielu krajach wciąż pozostają ujemne.

Tak gwałtowny cykl monetarny wystawia wiele gospodarek na gwałtowną korektę nierównowag i nowe szoki. To drugie z uwagi na fakt, że tempo zmian stóp procentowych wpływa znacząco na rynki finansowe (przykładem może być tutaj Wielka Brytania). Pojawiają się również znaki zapytania odnośnie do wpływu podwyżek na sferę realną (nieliniowości). To będzie ważny temat w 2023 roku. Dopiero zbliżamy się do okresu najsilniejszego wpływu polityki pieniężnej.

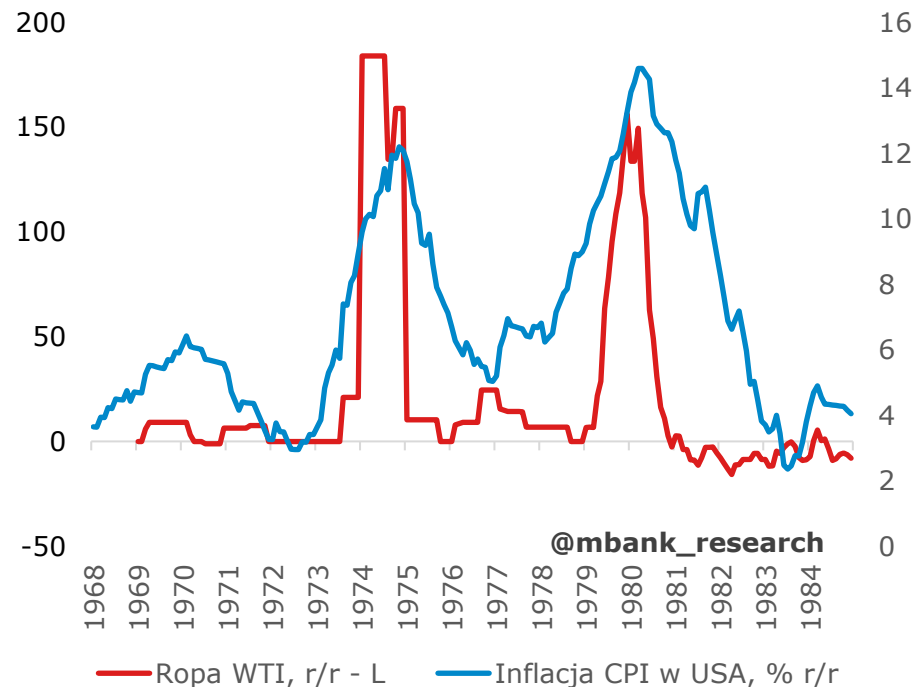
# Fakt 4. Historyczny epizod szoku energetycznego i wysokiej inflacji skończył się fałszywą dezinflacją.

Inflacja CPI w USA (% r/r)...



Źródło: Macrobond.

... jako wzmocniony efekt podwójnego szoku energetycznego.

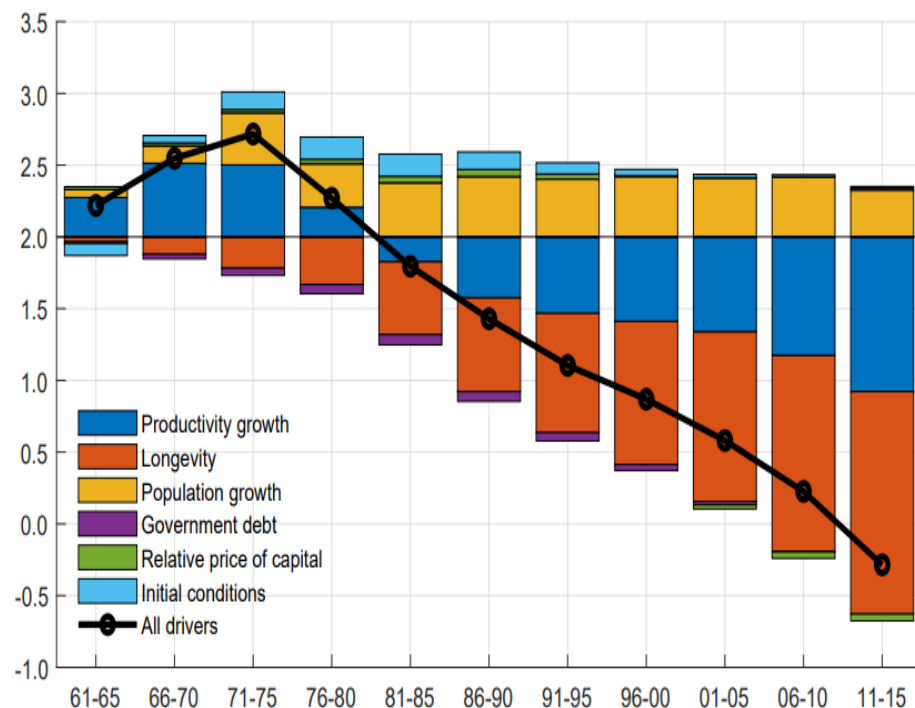


Źródło: Macrobond.

Inflacyjna ścieżka z lat 70/80 jak dotychczas dobrze odwzorowywała tę bieżącą. Wówczas, po okresie dezinflacji, pojawiła się druga fala inflacyjna, wsparta powtórny szokiem energetycznym. Ekstrapolując ówczesną ścieżkę na teraźniejszość może się okazać, że wysoka inflacja będzie nam towarzyszyć do końca dekady. W międzyczasie dojdzie do fałszywej dezinflacji, która nie zaprowadzi do celu inflacyjnego. Szok energetyczny teraz? Wynikać może z kilku czynników: wzrost popytu ze strony Chin, trwałe ograniczenie udziału Rosji w światowym handlu energią (zwłaszcza w przypadku gazu), transformacja energetyczna skutkująca wzmożonym popytem na takie metale jak miedź, nikiel, kobalt czy lit, eskalacja wojny wizerunkowo-podjazdowej USA-Chiny (Tajwan), atak Białorusi na Ukrainę (zaangażowanie NATO?).

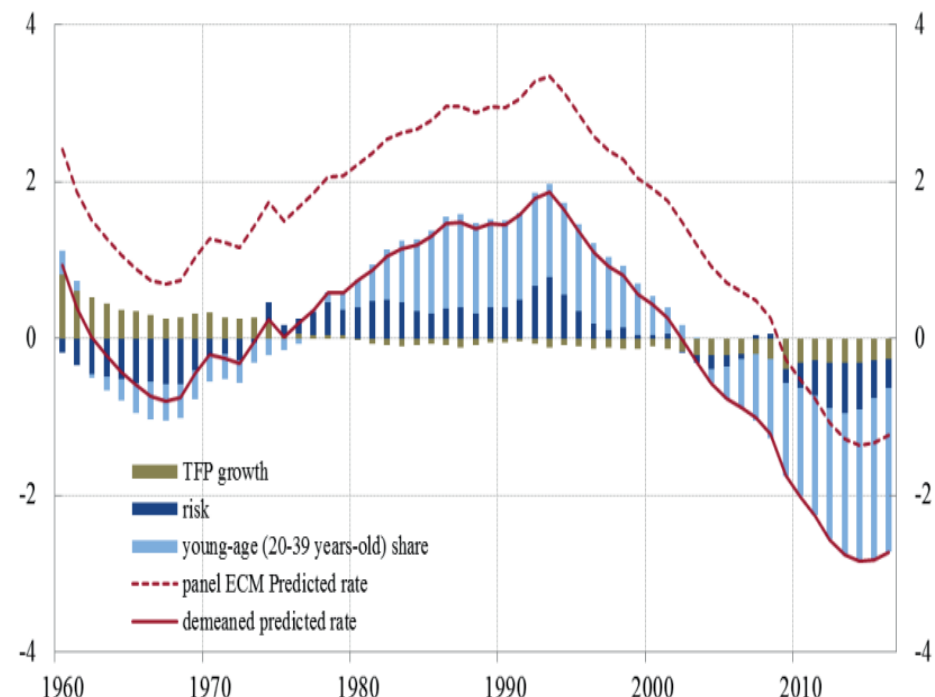
# Fakt 5. Stopa równowagi spadała od lat 70-tych.

Dekompozycja globalnej, realnej stopy procentowej równowagi (%).



Źródło: Bank of England.

Dekompozycja realnej stopy równowagi dla strefy euro (%).



Źródło: [Narodowy Bank Polski](#).

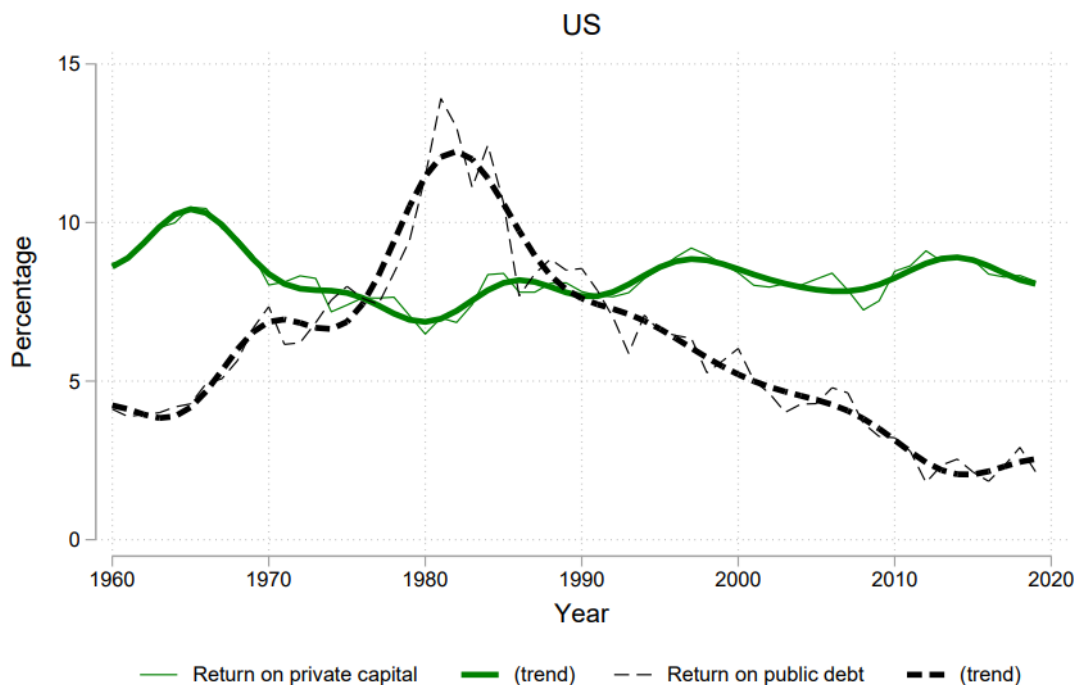
Według szacunków Banku Anglii, globalna, realna stopa równowagi znajduje się w ciągłym spadku od lat 70. Głównymi czynnikami są rosnąca średnia długość życia oraz systematyczny spadek produktywności. Podobne wnioski wyciągnąć można w przypadku szacunków dla strefy euro (prawy wykres).

Spadek neutralnej stopy to również efekt coraz większego zadłużenia – przy coraz większych zobowiązaniach taki sam wzrost stopy procentowej generuje wyższy koszt. Ma to również konsekwencje dla wzrostu gospodarczego. Oznacza to bowiem, iż globalna gospodarka potrzebuje obecnie realnej stopy ~0%, aby móc wygenerować produkt potencjalny. Wszystko powyżej 0% jest mocno restrykcyjne (ogranicza wzrost). Pamiętajmy jednak, że większość krajów jeszcze nie jest powyżej zera.

# Czy fakt 5. to na pewno fakt?

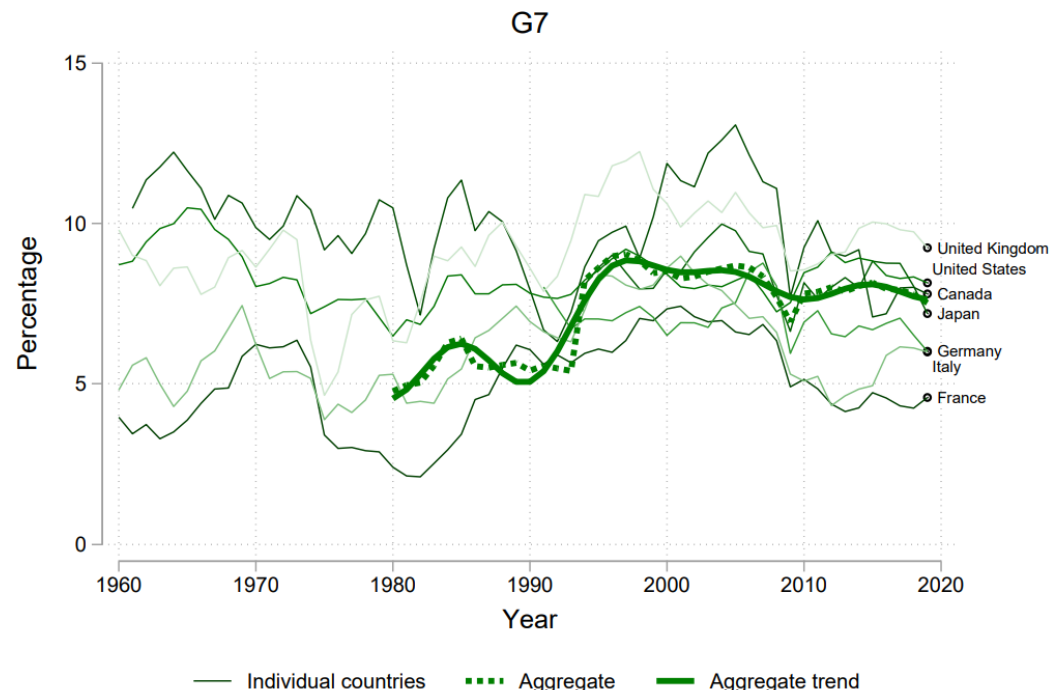
## Szacunki stopy równowagi są niepewne #1.

USA: Stopa zwrotu z kapitału vs stopa zwrotu z obligacji (%).



Źródło: R. Reis: *Which r-star, public bonds or private investment? Measurement and policy implications.*

G7: Stopy zwrotu z kapitału (%).

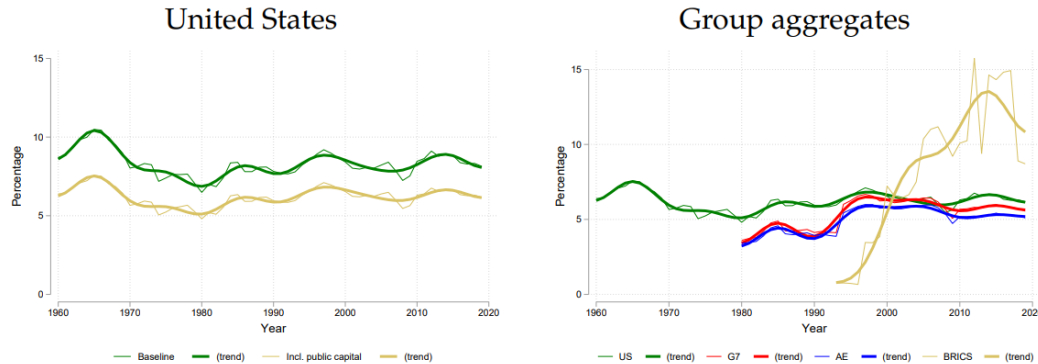


Źródło: R. Reis: *Which r-star, public bonds or private investment? Measurement and policy implications.*

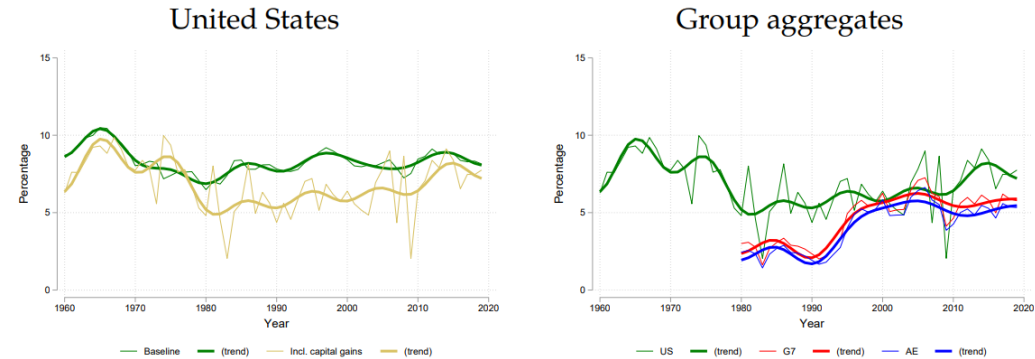
Najczęściej szacunki realnej równowagowej stopy procentowej przybliżane są rentownościami długoterminowych rządowych obligacji – to zmienna obserwowalna i łatwo dostępna. Przy idealnych rynkach powinna ona być tożsama ze stopą zwrotu z kapitału (z dostosowaniem o ryzyko inwestycji). Rynki idealne jednak nie są (frykcje), a stopa zwrotu z kapitału istotnie różni się od stopy zwrotu z obligacji. Na przestrzeni ostatnich lat pozostawała ona na względnie stabilnym poziomie (w przypadku rozwiniętych gospodarek), a luka między tymi dwiema zmiennymi rosła. Sam pomiar obarczony jest jednak masą zastrzeżeń. Po więcej szczegółów odsyłamy do artykułu R. Reisa ([Which r-star, public bonds or private investment? Measurement and policy implications](#)), w oparciu o który napisaliśmy ten i kolejny slajd.

# Szacunki stopy równowagi są niepewne #2.

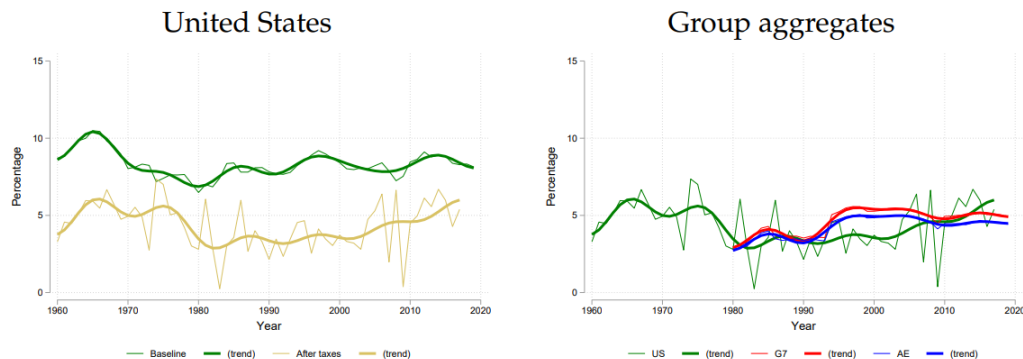
## Uwzględnienie inwestycji publicznych:



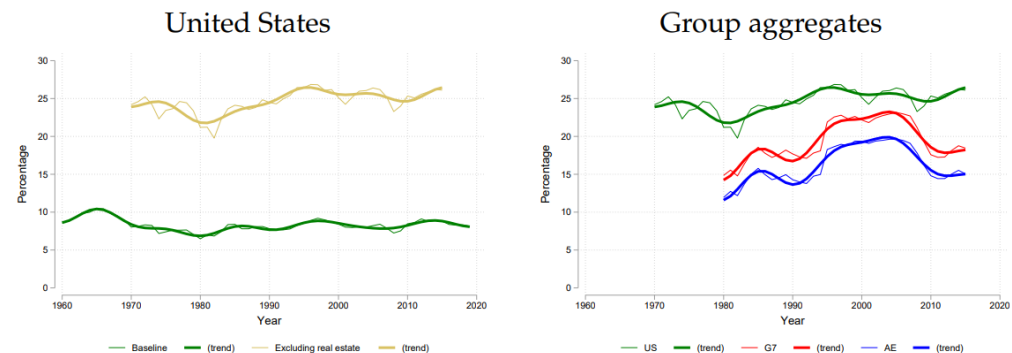
## Uwzględnienie zysków kapitałowych:



## Uwzględnienie podatków:



## Wyłączenie nieruchomości:



Źródło: R. Reis, *Which r-star, public bonds or private investment? Measurement and policy implications*

Szacunki stopy zwrotu z kapitału narażone są na szereg błędów związanych z mierzaniem ww. zmiennej. Różni się ona w zależności od kwestii uwzględnienia: względnej ceny inwestycji, amortyzacji, samozatrudnienia, różnic między krajami, inwestycji publicznych, zysków kapitałowych, podatków od przedsiębiorstw, uwzględnienia nieruchomości, uwzględniania wartości niematerialnych i prawnych oraz kwestii czy analizujemy krańcowe, czy średnie zwroty. Dla każdego ze wspomnianych przypadków, w linkowanym artykule można znaleźć szacunki stopy zwrotu z kapitału (część prezentujemy powyżej). Łączy je jedna cecha – pozostają one względnie stabilne, lub nie cechują się tak istotnie spadającym trendem jak szacunki równowagowej stopy opierane na rentownościach obligacji (lub innych dekompozycjach z pierwszego slajdu).



# Gospodarka globalna: Chiny, USA, strefa euro



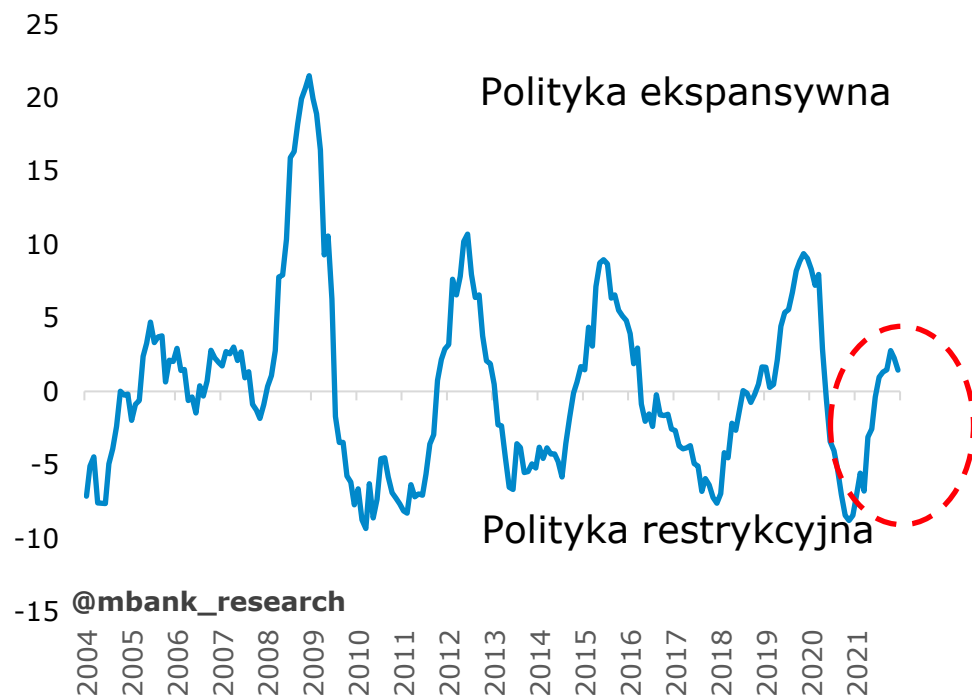


# Chiny

Walka z epidemią vs spory impuls popytowy w tle. Przez kolejne miesiące Chiny będą siewcą dezinflacji na towarach. Nic jednak nie trwa wiecznie.

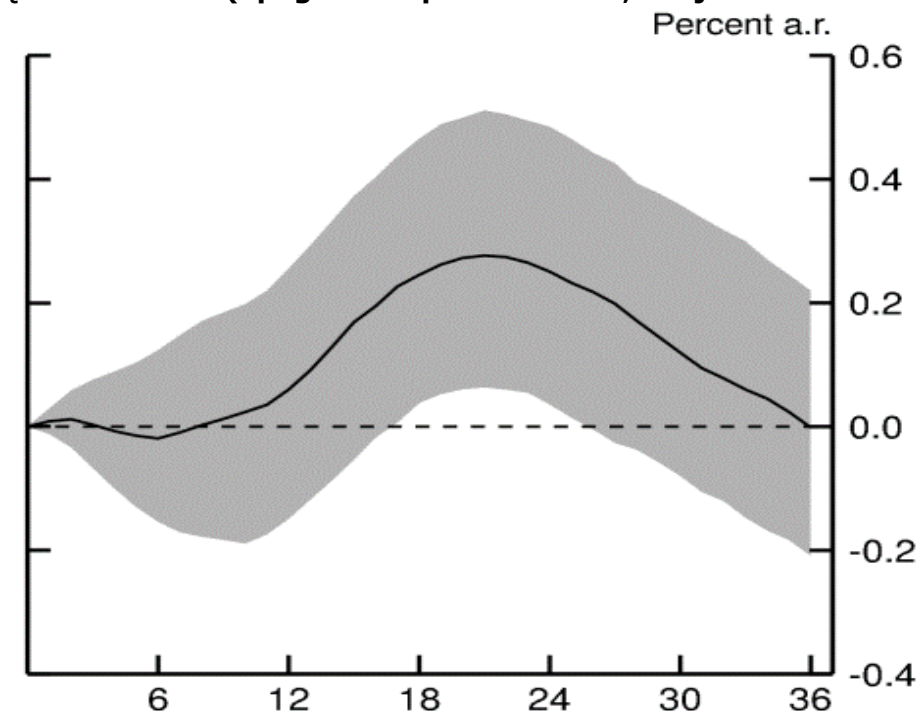
# Impuls kredytowy\* sugeruje, że przyspieszenie gospodarki chińskiej zaraz się zacznie.

Impuls kredytowy\* w Chinach (indeks Bloomberga, 12m zmiana)



Źródło: Bloomberg.

Wpływ impulsu kredytowego (1% PKB) na globalną gospodarkę z wyłączeniem Chin (apogeum w połowie 2024, ale już teraz działa).



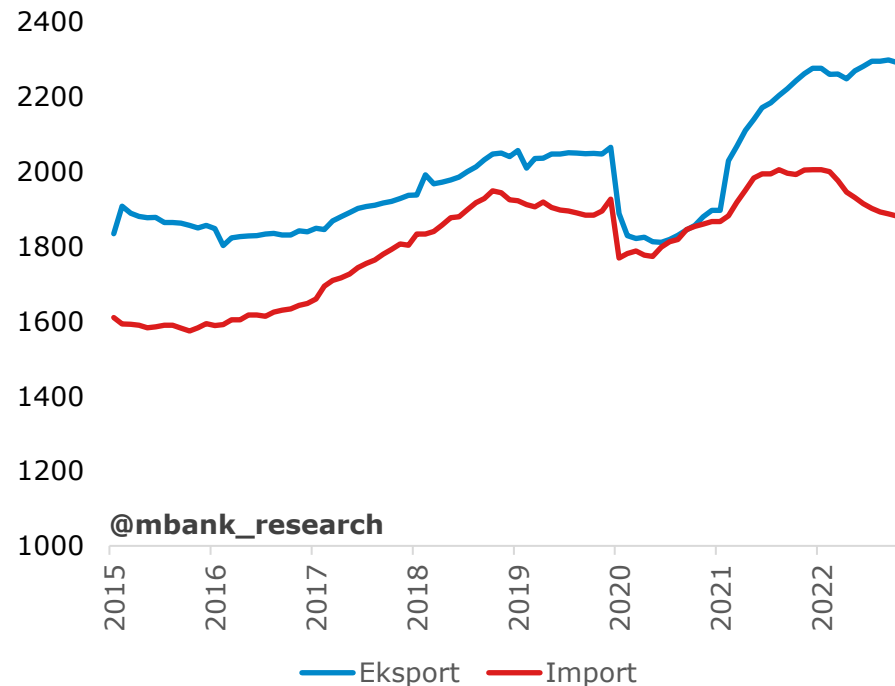
Źródło: [Federal Reserve](#) (linkujemy do naszego opracowania na ten temat).

Impuls kredytowy ma nie tylko znaczenie dla samych Chin, ale także dla gospodarki globalnej. Większy stopień ekspansji gospodarczej w Państwie Środka podbija wolumen światowego handlu, produkcję w przemyśle, wspiera ceny surowców oraz notowania indeksów giełdowych. Choć bieżące dane sygnalizują nadchodzące przyspieszenie, to skala wzrostu impulsu nie należała do tej pory do najwyższych. Może to odzwierciedlać bardziej ostrożne podejście władz w kwestii powrotu na ścieżkę szybkiego wzrostu za wszelką cenę. A może to tylko efekt chwilowego skupienia się na walce z epidemią.

\* W Chinach polityka pieniężna, fiskalna i regulacyjna są trudne do rozróżnienia. Skalę ekspansywności/restrykcyjności „policy” mierzy się impulsem kredytowym.

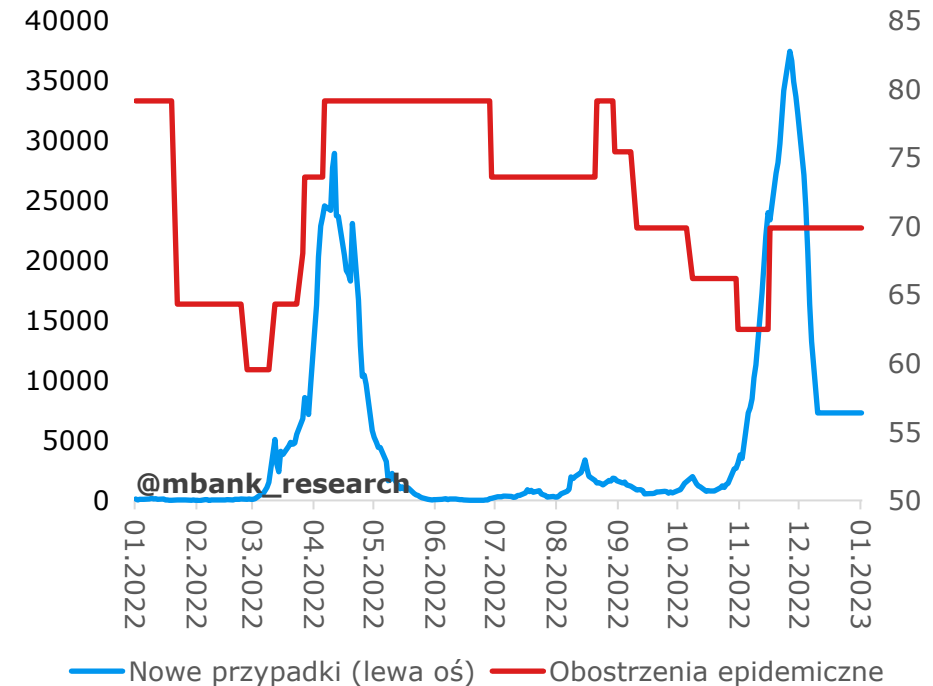
# Zniesienie restrykcji epidemicznych uwolni popyt i w mniejszym stopniu podaź. To już zaraz.

Handel zagraniczny: 12m krocząca suma (mld USD, ceny stałe, SA).



Źródło: Macrobond.

Sytuacja epidemiczna prawdopodobnie poprawiła się już istotnie (na końcu próby pojawia się problem z raportowaniem...).

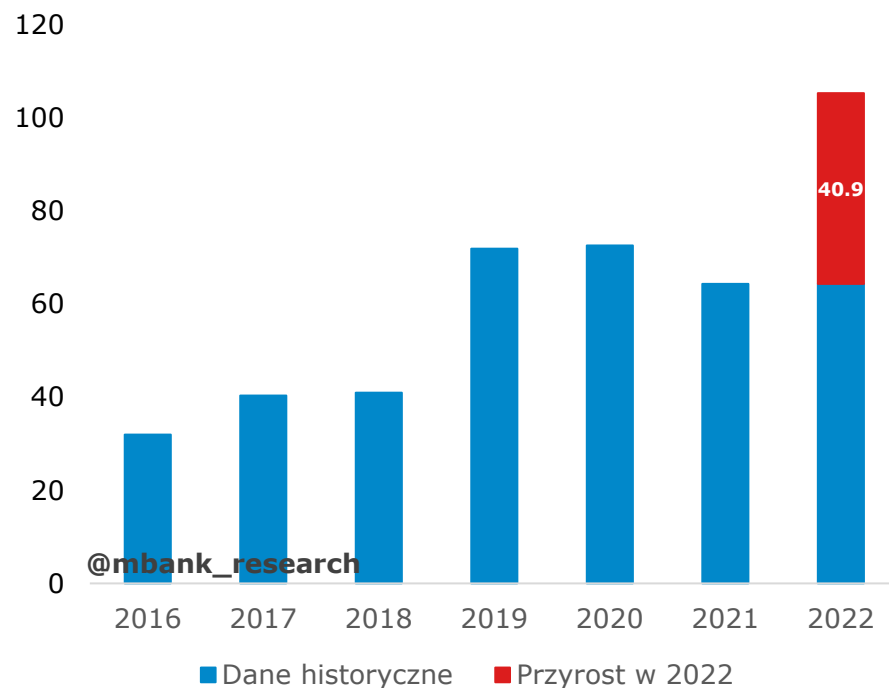


Źródło: Bloomberg.

W porównaniu z restrykcjami pandemicznymi w 2020 roku, te z poprzedniego i bieżącego roku oddziałują inaczej na aktywność gospodarczą. Widać to po zachowaniu przemysłu i handlu detalicznego. Pierwszy radzi sobie bardzo dobrze, utrzymując się w okolicy trendu sprzed pandemii. Drugi wyraźnie odstaje. Podobne wnioski można wyciągnąć po zachowaniu handlu zagranicznego. Podczas gdy import od początku roku spadł o ponad 6% (odzwierciedlenie słabego popytu konsumpcyjnego), o tyle eksport nawet lekko wzrósł (silna produkcja i popyt zewnętrzny). Jest to też efekt trendu spadającego od 2004 roku udziału importu w PKB (niższa importochłonność eksportu). Dowody anegdotyczne sugerują (prasa, niezależni analitycy), że po wysypie nowych przypadków sytuacja epidemiczna jest coraz lepiej opanowana.

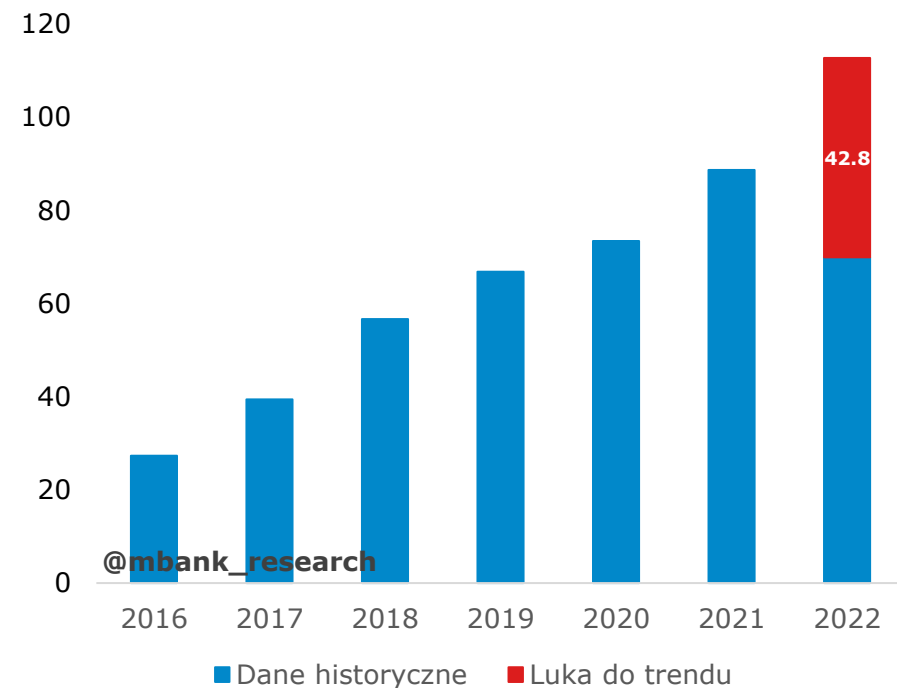
# Chiny i popyt na surowce. Europa miała sporo szczęścia.

UE: Import LNG w okresie styczeń – październik (mld m3).



Źródło: Kpler LNG Service.

Chiny: Import LNG w okresie styczeń – październik (mld m3).



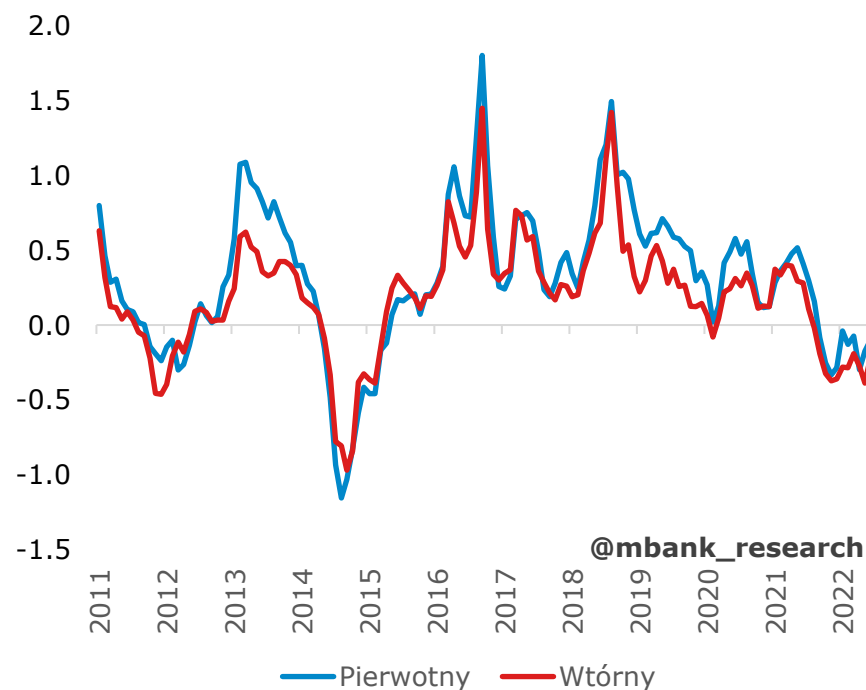
Źródło: Kpler LNG Service.

Rok 2022 przyniósł istotny wzrost importu LNG przez UE (głównie z USA, ale także z Afryki i Bliskiego Wschodu). Taka sytuacja była jednak w dużym stopniu możliwa przez znaczny spadek popytu na skroplony gaz z Chin. Nawet awaria największego terminala eksportowego w USA nie spowodowała znaczących problemów.

Wraz z odradzaniem się popytu w Chinach można oczekiwać pewnego wzrostu zapotrzebowania na surowce energetyczne. To z kolei będzie oznaczać, że konkurencja o LNG będzie zdecydowanie większa niż w 2022. W obliczu ograniczonych i skoncentrowanych mocy UE w pewnym stopniu pomóc mogą pływające jednostki regazyfikacyjne (FSRU). Wzrosty cen gazu są jak najbardziej możliwe (zwłaszcza po ostatnich spadkach).

# Spacer po linie na rynku nieruchomości, czyli rok jak każdy. „Coś w Chinach musi pęknąć”. Musi?

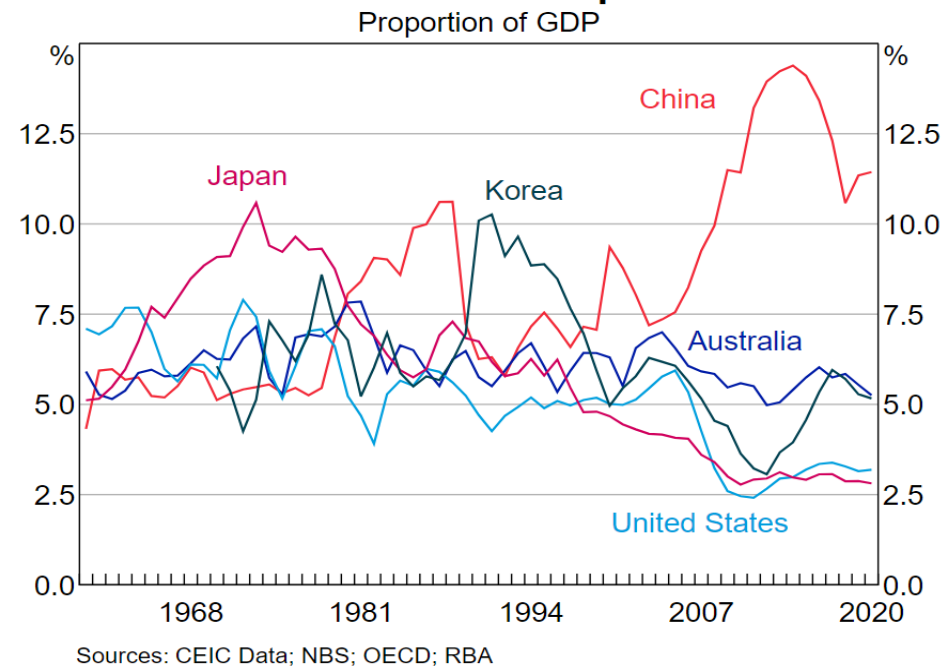
Ceny nieruchomości mieszkaniowych w 70 miastach (% m/m).



Źródło: Macrobond.

Nakłady inwestycyjne na nieruchomości mieszkaniowe (% PKB).

## Residential Gross Fixed Capital Formation

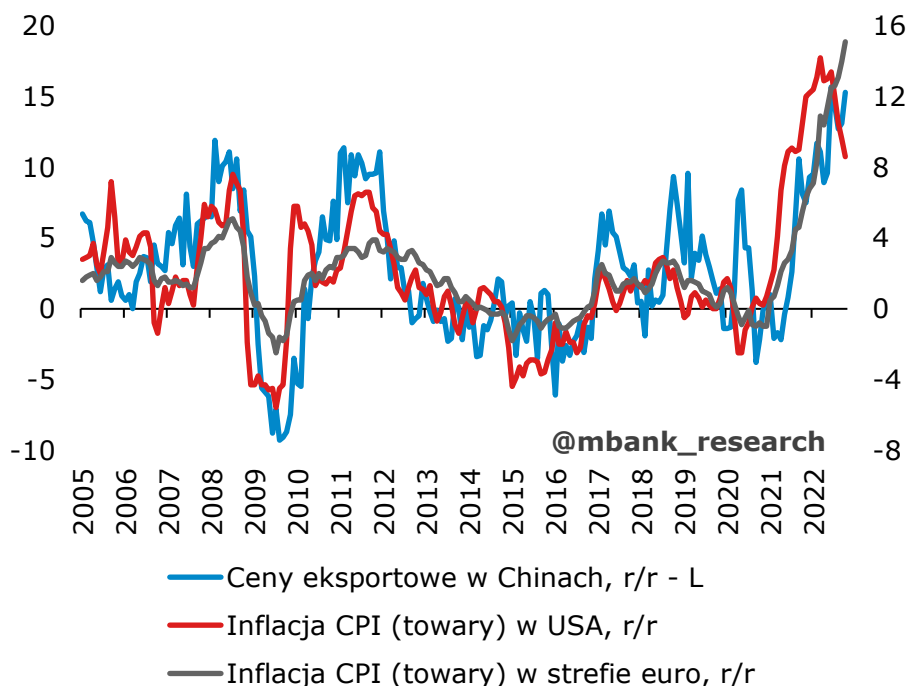


Źródło: Reserve Bank of Australia.

Dotychczasowe problemy rynku nieruchomości to efekt chęci obniżenia stopnia dźwigni finansowej chińskich deweloperów. Regulatorzy wprowadzili politykę tzw. trzech czerwonych linii, która miała ograniczać możliwość zaciągania nowego zadłużenia. Taka sytuacja doprowadziła jednak do kłopotów z finansowaniem inwestycji. W efekcie od ponad roku ceny nieruchomości mieszkaniowych spadają, a trudności z finansowaniem doprowadziły na skraj bankructwa kilku deweloperów. Boom mieszkaniowy, z jakim mieliśmy do czynienia od początku tysiąclecia, może znajdować się na ścieżce spadkowej. Przy dużej roli rynku nieruchomości (łącznie >25% PKB przy uwzględnieniu sektorów powiązanych) w tamtejszej gospodarce temat ma znaczenie. To czynnik osłabiający działanie impulsu kredytowego, ale raczej nie budujący się nowy szok (w długim terminie to zwiększenie zrównoważenia gospodarki).

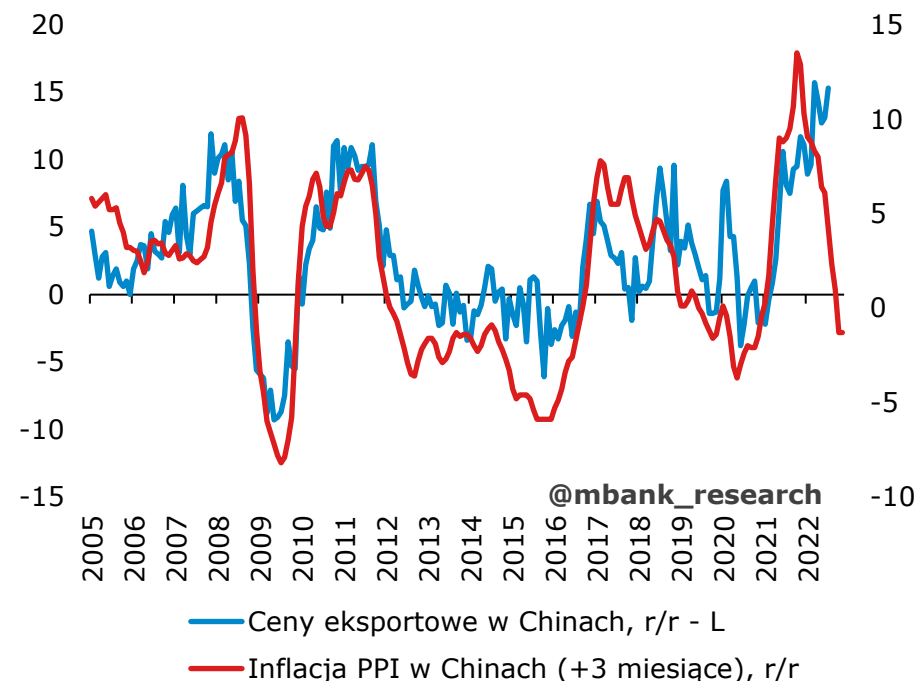
# Historyczne zależności sugerują, że spadki dynamiki cen zostaną z Chin wyeksportowane.

Ceny chińskiego eksportu zauważalnie wpływają na ceny za granicą.



Źródło: Macrobond.

Tymczasem przed nami ich prawdopodobny spadek.



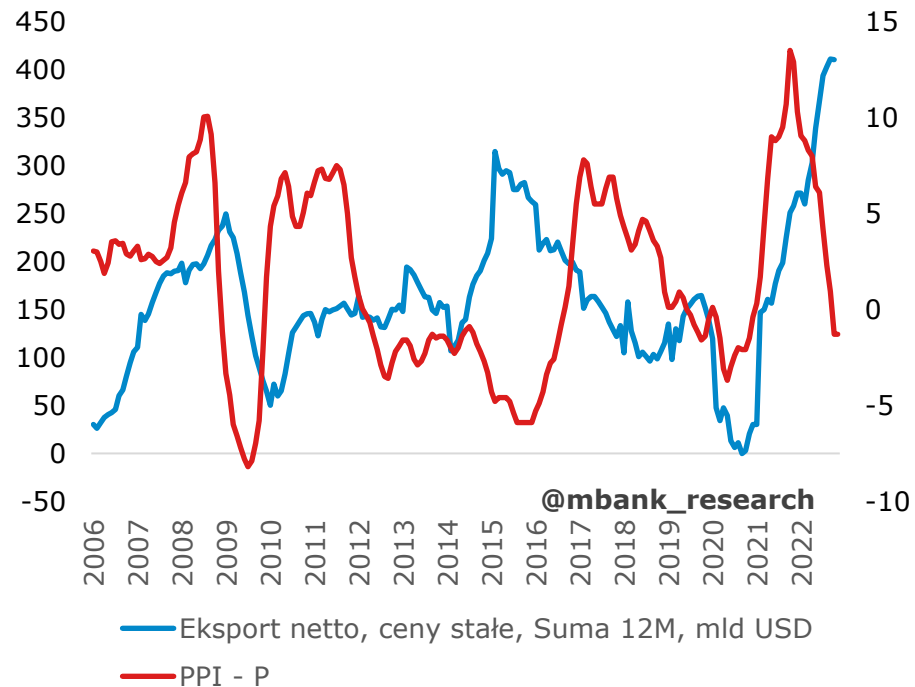
Źródło: Macrobond.

Z uwagi na udział Chin w światowym handlu nie jest specjalnie zaskakujące, że ceny eksportowe chińskich dóbr mają znaczące przełożenie na kształtowanie procesów inflacyjnych w innych gospodarkach. Analizując zmiany cen producentów można oczekiwać, iż w kolejnych miesiącach ceny eksportowe ulegną dalszemu spadkowi.

Czynnikiem wspierającym ten trend powinno być także zachowanie kursu walutowego. Słabnący dolar będzie pomagał w spadku cen importowych. To niezwykle ważny aspekt zwłaszcza dla krajów eksponowanych na import energii. Uwaga jednak, utrzymanie słabszego dolara ma w sobie silny komponent geopolityczny, a tu ostatnio pojawiają się rysy (Białoruś włączy się w wojnę?).

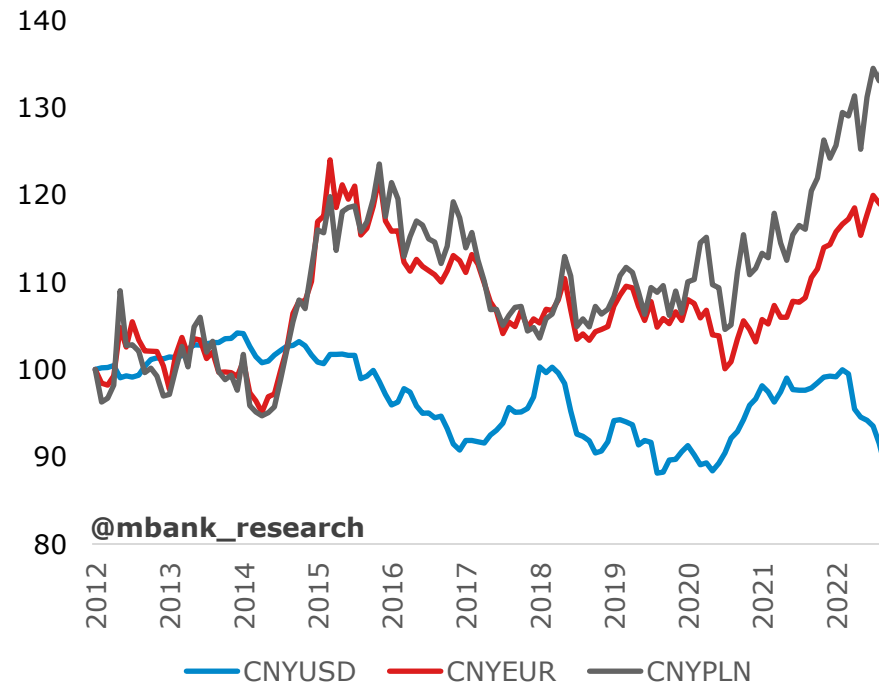
# To jednak perspektywa najbliższych kilku miesięcy. Później może być znów pod górkę.

**Eksport netto w dół, ceny w górę (rzecz odbywa się naszym zdaniem głównie przez wahliwość importu/popytu wewnętrznego).**



Źródło: Macrobond.

**Kurs juana do wybranych walut (01.2012 = 100). Spore osłabienie do dolara, ale chyba też szczyty słabości wobec PLN i EUR.**



Źródło: Bloomberg.

Wspomniany eksport dezinflacji może jednak niebawem się skończyć. Jeśli przedstawiona na lewym wykresie relacja jest poprawna (wzrost eksportu netto to spadki cen, spadek -> wzrosty), wyjście z polityki zero covid (nagły wzrost odłożonego popytu) wraz z pojawiającymi się efektami impulsu kredytowego, powinny prowadzić do zatrzymania spadków dynamik cenowych. Jeśli pobudzeniu ulegać będzie cała globalna gospodarka (zgodnie z tym co prezentowaliśmy [tutaj](#)) efekt cenowy ulegnie wzmocnieniu. Reasumując, argumenty dezinflacyjne wydają nam się oczywiste tylko przez kilka kolejnych miesięcy.

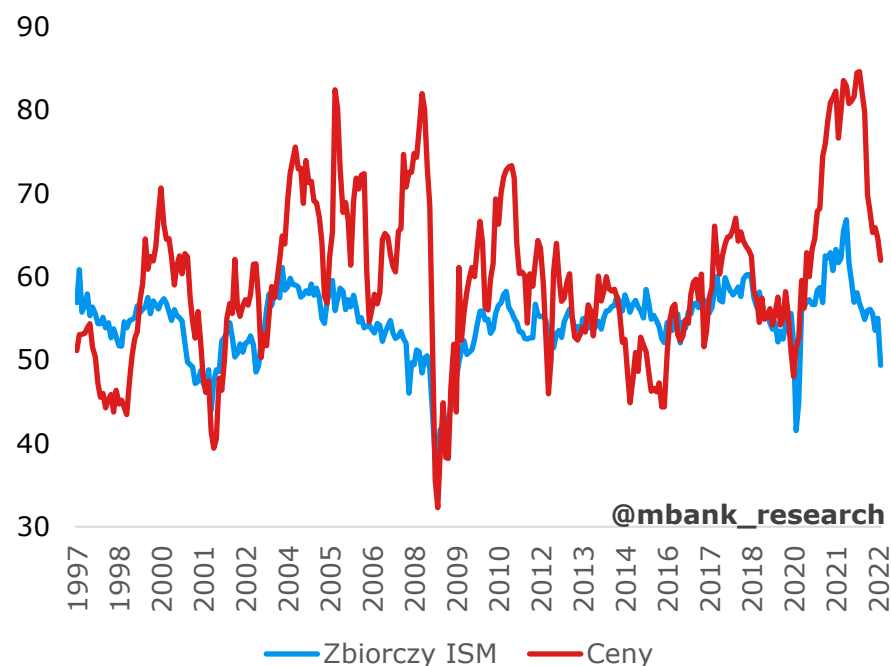
# USA

Wskaźniki koniunktury wskazują, że płytka recesja jest prawdopodobna. Rynek pracy z kolei sugeruje, że Fed nie będzie musiał jej nadmiernie pogłębić stopami, aby osiągnąć niższą dynamikę płac i niższą inflację.



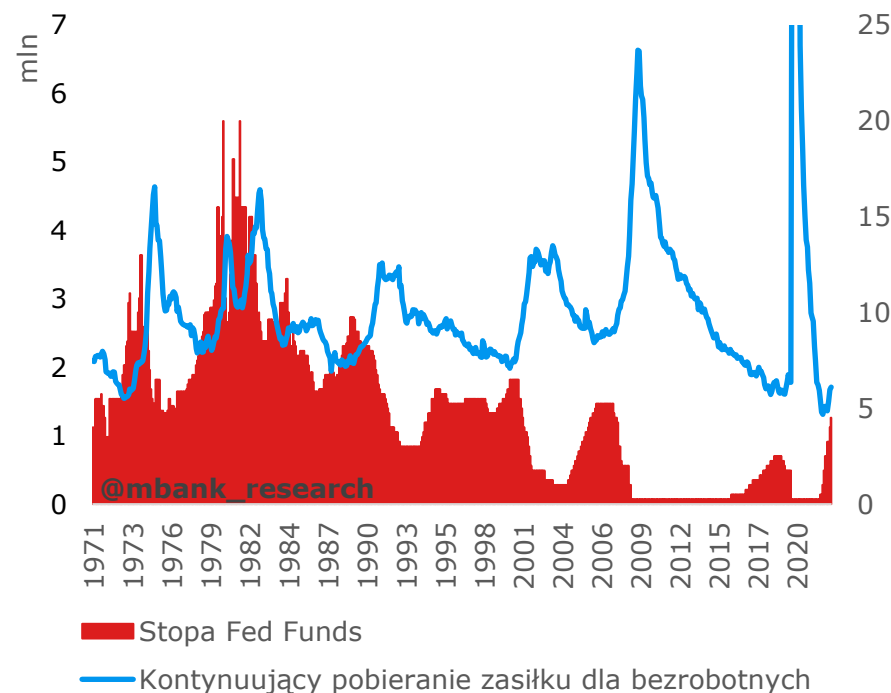
# Koniunktura wyraźnie gaśnie, spada presja cenowa, ale rynek pracy stabilny (i mocny).

Koniunktura (ISM) vs presja cenowa (ISM), średnia 20/80.



Źródło: Bloomberg.

Rynek pracy oczami bezrobotnych vs stopa procentowa.

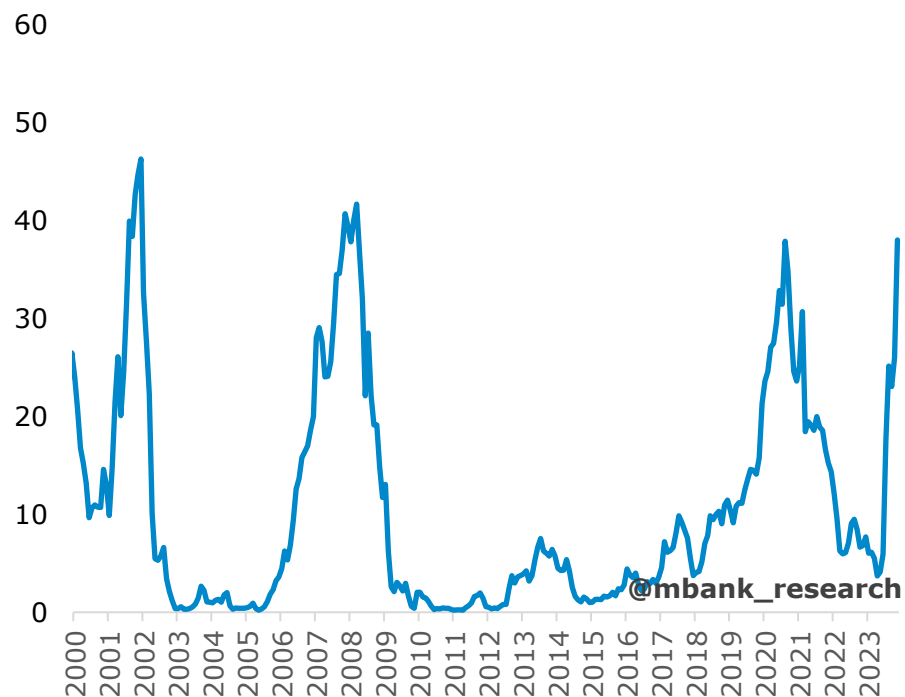


Źródło: Bloomberg.

Do tytułu nie ma co dodawać. Można ewentualnie uzupełnić go o kilka smaczków. 1) Presja cenowa wciąż jest na wysokich poziomach (ceny rosną ale nie w rekordowym tempie). 2) Rynek pracy startuje z bardzo niskiego pułapu osób pobierających zasiłki (mała podaż, wciąż zdołowane wskaźniki aktywności zawodowej). Jeśli nasze hipotezy są poprawne i dostosowanie do stóp procentowych i słabszej koniunktury przebiegnie przez płace (grudzień to w tym temacie spora niespodzianka w „naszą” stronę), warto – jako wskaźnik kondycji sfery realnej - oglądać właśnie liczby dot. bezrobotnych (czy nie rosną), a nie często rewidowane „payrolly”. 3) Skala podwyżek stóp procentowych historycznie nie wygląda na znaczącą lub taką, która wywracałaby rynek pracy (FOMC odnotowuje to w swoich projekcjach i wygląda, że ma „rację”).

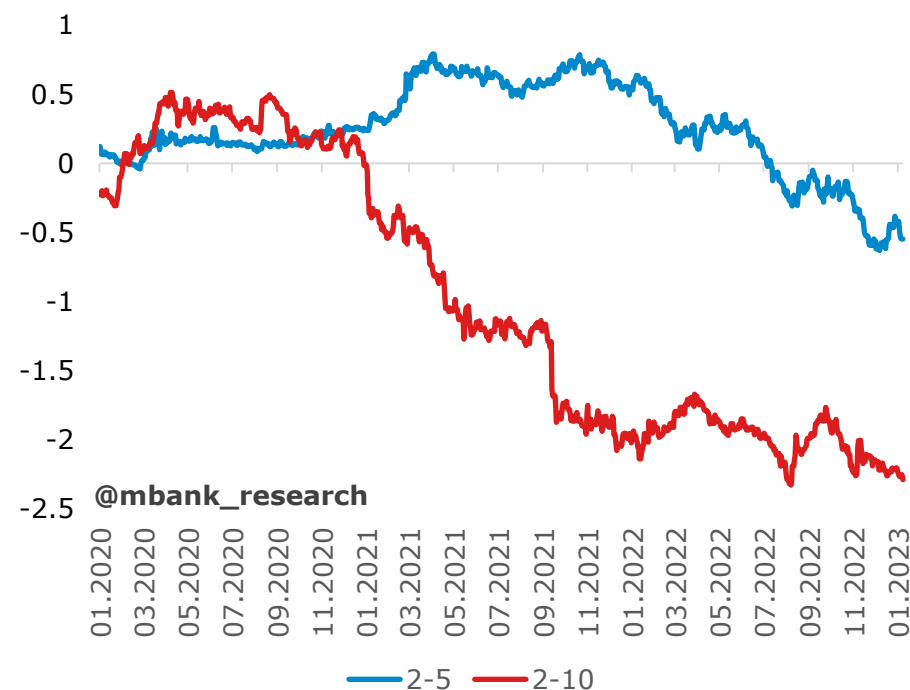
# Recesja jest b. prawdopodobna. Nie warto jednak budować scenariuszy skrajnych.

Prawdopodobieństwo recesji w kolejnych 12 miesiącach (%).



Źródło: Federal Reserve Bank of New York.

Stromizny krzywych rentowności. Rynek jest pewny recesji.

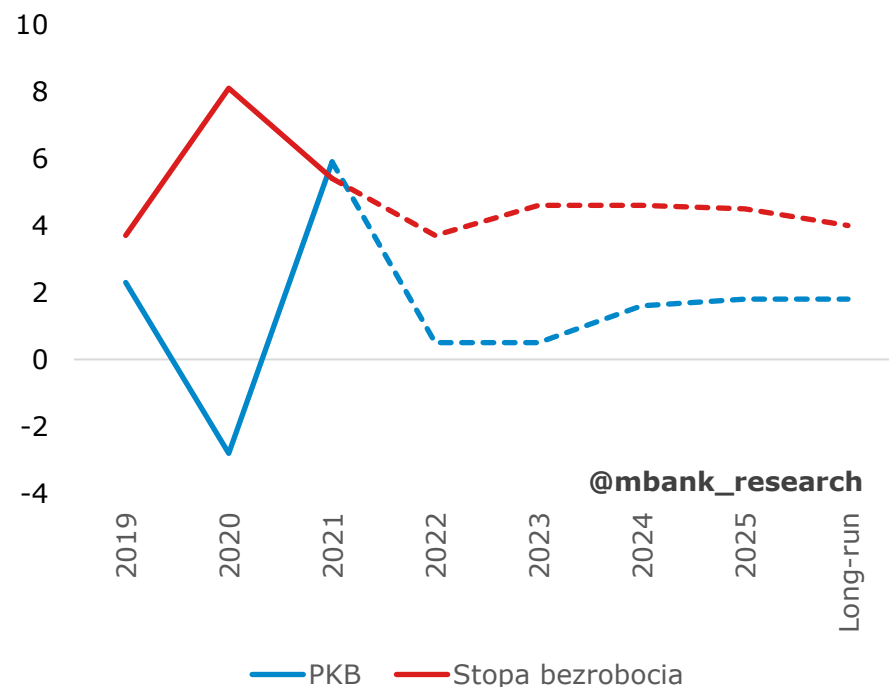


Źródło: Bloomberg.

Już dawno uczestnicy rynku nie byli tak pewni nadchodzącej recesji. Widać to po wskaźnikach rynkowych, ale też po prognozach samych ekonomistów. Otwartym pytaniem pozostaje jak głęboka będzie i czy konieczny jest spory wzrost stopy bezrobocia. Naszym zdaniem dużo bliżej do miękkiego lądowania. Rynek pracy powoli odzyskuje równowagę a jego specyfika sugeruje, że znaczący wzrost stopy bezrobocia nie jest tu warunkiem koniecznym. Ostatnie niższe dynamiki płacowe oraz wyznaczony szczyt na inflacji sugerują, że Fed nie będzie „cisnął”. Ergo, głęboka recesja indukowana nadmiernym zacieśnieniem polityki pieniężnej jest mało prawdopodobna. Coś pomiędzy silnym spowolnieniem a recesją to scenariusz bazowy. Różnica pomiędzy tymi stanami świata jest znaczna.

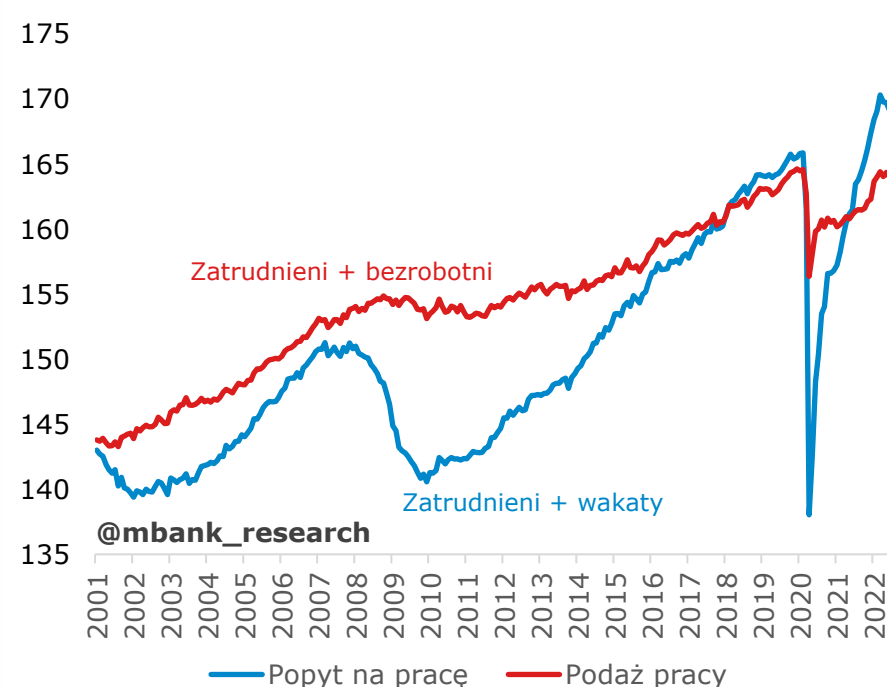
# Dezinflacja bez znaczącego wzrostu stopy bezrobocia? Fed może mieć rację.

PKB i stopa bezrobocia wraz z grudniową projekcją Fed.



Źródło: Macrobond, Federal Reserve.

Wciąż zaburzona równowaga na rynku pracy (mln, SA).

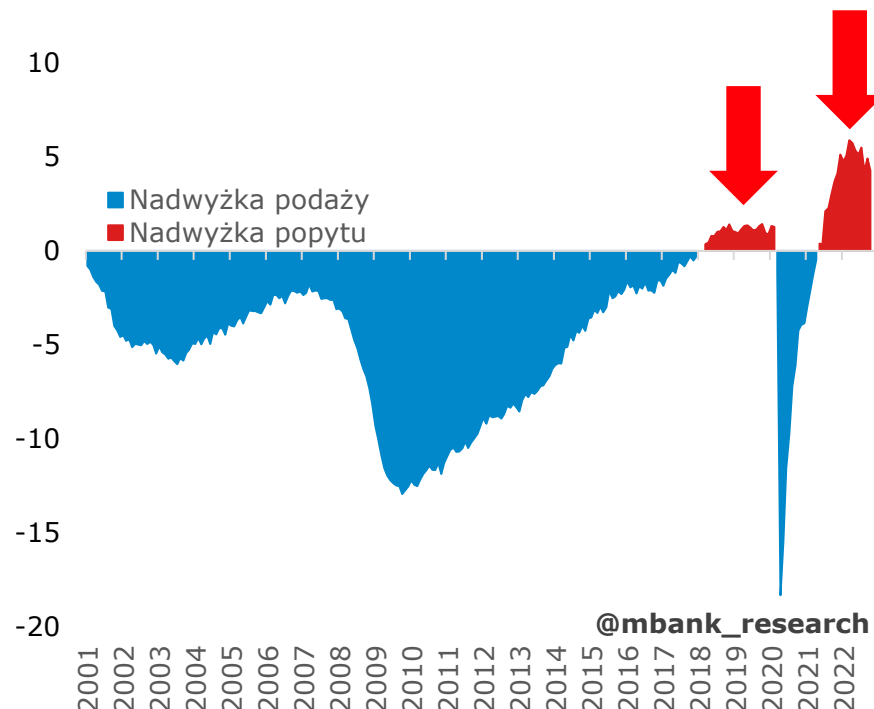


Źródło: Macrobond, opracowanie własne.

Grudniowa projekcja makroekonomiczna, choć przyniosła rewizję w dół PKB na nowy rok, nie wygląda szczególnie dramatycznie. Pomimo agresywnego cyklu zacieśniania polityki monetarnej, odsetek bezrobotnych ma wzrosnąć tylko nieznacznie i wciąż balansować w pobliżu przed-pandemicznych poziomów. Tymczasem na rynku pracy dostrzec możemy utrzymującą się od połowy 2021 roku nierównowagę popytu i podaży. Główną przyczyną pojawienia się nadwyżkowego popytu jest wysyp nowych ofert pracy (ankieta JOLTS), a to z kolei wynika przynajmniej częściowo z przyspieszonej strukturalnej zmiany w gospodarce (pisaliśmy o tym też pod innym kątem – [link](#)). Nierównowaga wzmogła presję płacową. Gdy zniknie nierównowaga, zniknie presja płacowa. Kolejne slajdy są o tym, jak tam dojść.

# Jak duża jest wspomniana nierównowaga popytu i podaży na rynku pracy?

Od połowy 2021 widać nadwyżkę popytu na rynku pracy (mln, SA).



Źródło: Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta, opracowanie własne.

Płace godzinowe bez kadry kierowniczej (% r/r, SA).

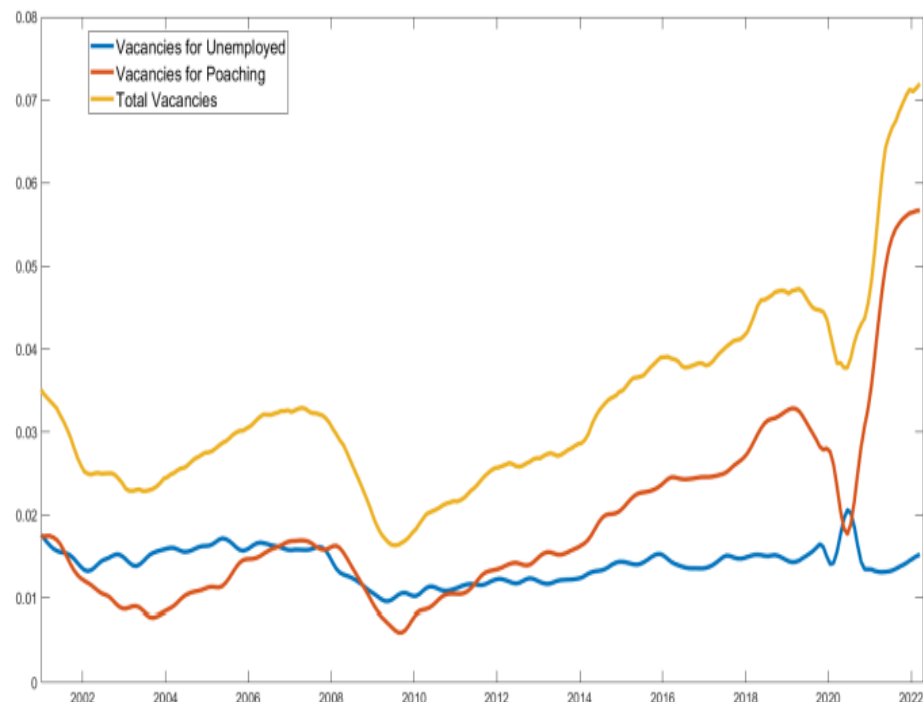


Źródło: Macrobond.

Według naszych kalkulacji (efekt [inspiracji](#)), na koniec listopada nadwyżkowy popyt wynosił 4,4 mln. Choć oznacza to zauważalny spadek ze szczytu w marcu 2022, to jednak czynnik ten wciąż przyczynia się do podwyższonej presji płacowej. Powrót do równowagi popytu i podaży jest konieczny, aby sprowadzić dynamikę płac na niższe poziomy. Dojść do tego możemy w dwojaki sposób, albo od strony popytowej, albo podażowej. W pierwszym przypadku konieczna jest redukcja ofert pracy (JOLTS są wysoko), w drugim wzrost liczby bezrobotnych (tu stabilnie). Zakładając wzrost stopy bezrobocia do 4,6% (projekcja Fed) konieczny byłby spadek liczby ofert pracy o 2,9 mln (szczyt z końca 2018, spadek poniżej trendu sprzed pandemii), aby sprowadzić rynek pracy do równowagi. Scenariusz Fed wydaje się całkiem spójny z naszym sposobem spojrzenia na rynek pracy. Niższe płace bez znacznego wzrostu stopy bezrobocia są możliwe do osiągnięcia. A więc również możliwa jest niższa inflacja.

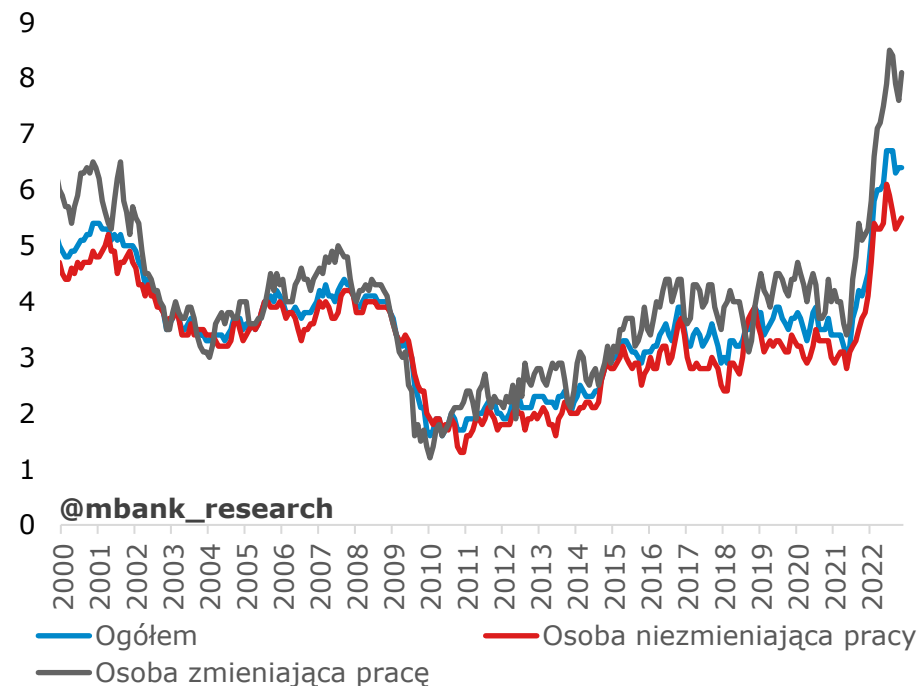
# Obecna specyfika rynku pracy może dodatkowo podbijać presję płacową (ale to się kończy).

Oferty pracy kierowane były ostatnio głównie do osób zatrudnionych,



Źródło: Federal Reserve Bank of St. Louis.

...a osoby zmieniające prace mogły liczyć na największe podwyżki (na wykresie roczna dynamika płac, 3m średnia).



Źródło: Federal Reserve Bank of Atlanta.

Z [badań](#) wynika, że mniej więcej od 2012 roku rosnąca liczba ofert pracy kierowana jest do osób już zatrudnionych. Taki schemat widoczny był w znacznej skali w odbiciu popytu na pracę chwilę po wybuchu pandemii. Oznacza to, że redukcja tychże ofert wcale nie musi oznaczać znacznego wzrostu bezrobocia. Redukcja wakatów powinna jednak przełożyć się na spadek ogólnej dynamiki płac za sprawą ograniczenia płac osób zmieniających pracodawcę. Po raz kolejny: Fed może więc mieć rację.

# Zmierzch dolara? Kolejny falstart?

Techniczny wykres długoterminowy DXY



Źródło: Bloomberg.

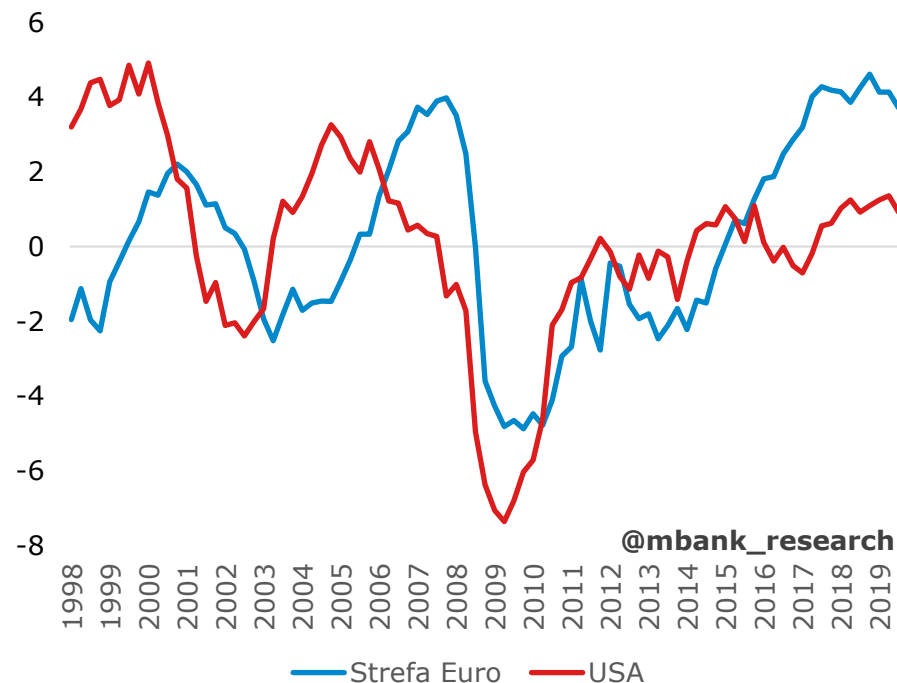
Indeks dolara zanotował w ostatnich tygodniach pokaźny spadek i patrząc na wykres wydaje się, że przestrzeń do jego kontynuacji wciąż istnieje. Mając na uwadze strukturę koszyka indeksu DXY jasnym jest, że największy wpływ ma tutaj kurs euro. Tutaj sytuacja zmieniła się na przestrzeni kilku miesięcy. Łagodna zima, mniejsze zużycie gazu, odporny przemysł i w konsekwencji zaskoczenia w odczytach makro na plus. Za spadkami indeksu przemawiać też może zmiana polityki japońskiego banku centralnego, który coraz śmielej zmierza w kierunku podwyżki stóp. Otwartym pytaniem pozostaje wpływ wzrostu obaw o globalną recesję (ryzyko w górę dla DXY), lecz będzie to temat najpewniej na drugą połowę roku. Ryzyko w górę to też eskalacja działań wojennych.

# Strefa euro

Skomplikowany scenariusz. Szok płac realnych zdusi konsumpcję. Gaz jednak nie taki straszny. Jeśli inflacja będzie spadać, EBC raczej odpuści z zacieśnieniem polityki pieniężnej.

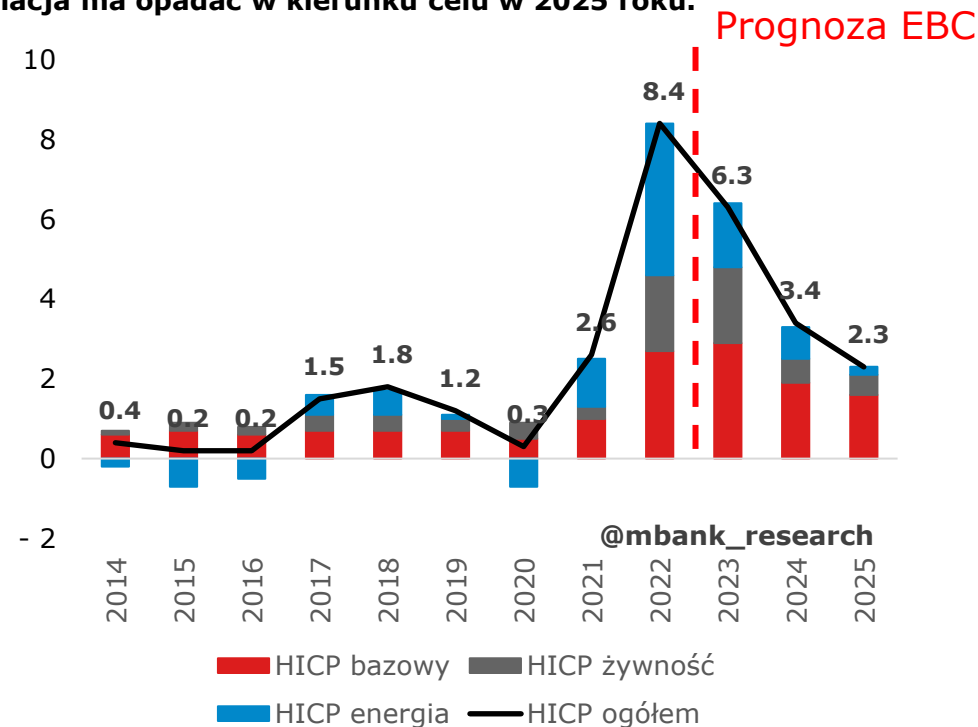
# Strefa euro zwykle cyklicznie przesunięta za USA. Czy po covidowej synchronizacji będzie de-synchronizacja?

PKB – część cykliczna, do 2019 roku (odchylenie od trendu, w %).



Źródło: Opracowanie własne.

Inflacja ma opadać w kierunku celu w 2025 roku.



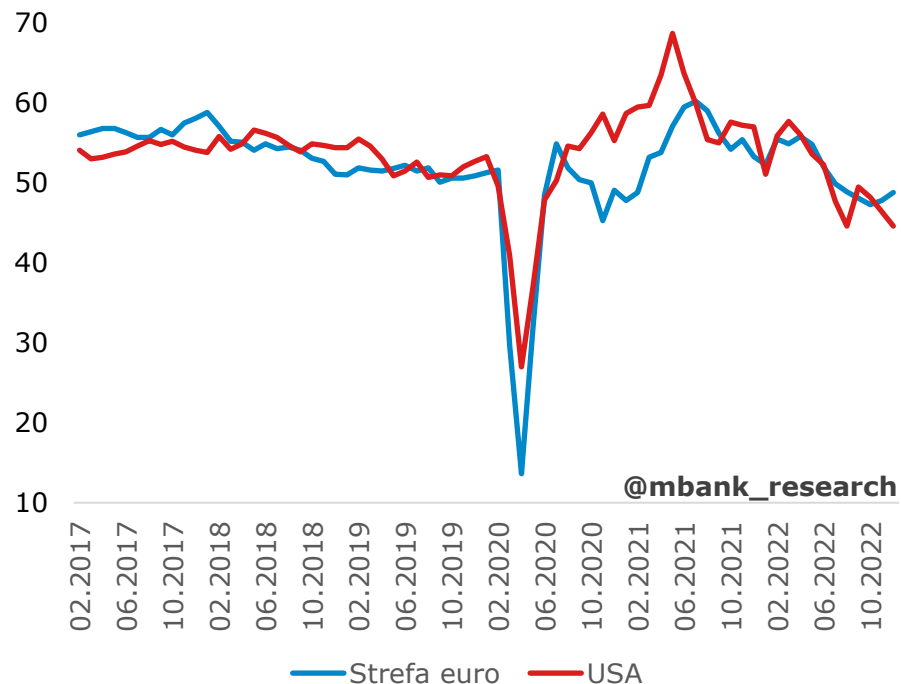
Źródło: Prognozy EBC

Przed 2020 cykl PKB strefy euro był opóźniony wobec cyklu w USA o ok. 2-3 kwartały (jak liczyliśmy [tutaj](#)). COVID pozmięniał wszystko. Tąpnięcie nastąpiło w tym samym momencie i było nie cykliczne a jednorazowe (dlatego pomijamy ten okres na wykresie powyżej). Cykle się zsynchronizowały (jednoczesne wejście w dołek i wyjście z niego), nie zmieniły się jednak czynniki strukturalne w ww. gospodarkach, trudno więc znaleźć sensowne argumenty za dalszą synchronizacją cykli. Szczególnie, że w różnych momentach zacieśniania polityki pieniężnej są też oba banki centralne. EBC zaczął zacieśnienie znacznie później oczekując płytkiej recesji. Oddalenie widma kryzysu energetycznego (przerwy w dostawach, b. wysokie ceny) przechyliło rozkład ryzyk w górę w krótkim terminie. W dłuższym polityka pieniężna dopiero zacznie działać.



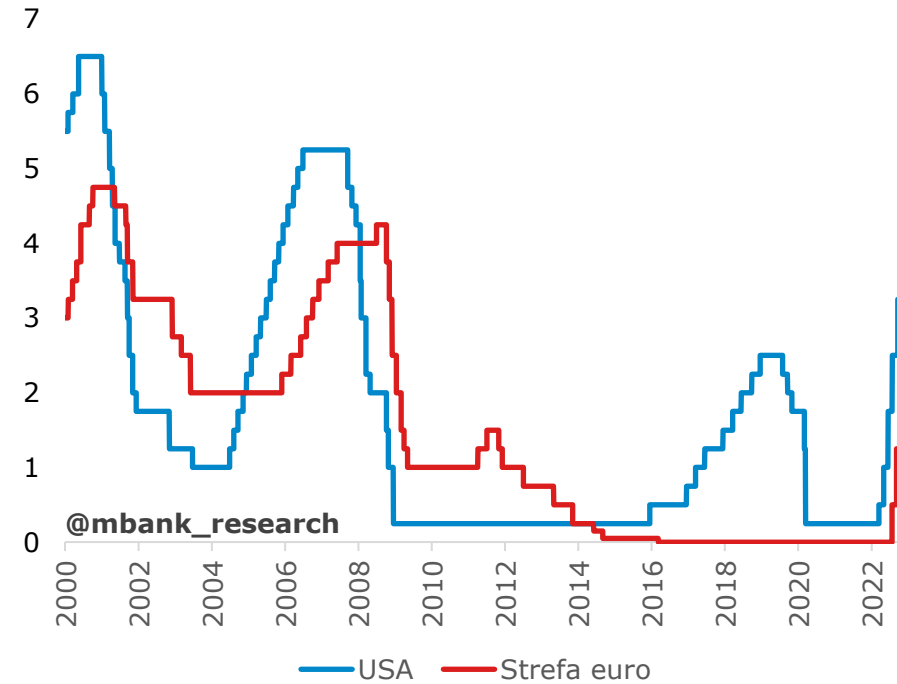
# Koniunktura wygląda na mocniejszą niż w USA.

We wskaźnikach PMI strefa euro buduje dno. USA być może też, ale wskaźniki alternatywne (ISM) nadal spadają.



Źródło: Bloomberg.

Fed po raz kolejny wyprzedził EBC.

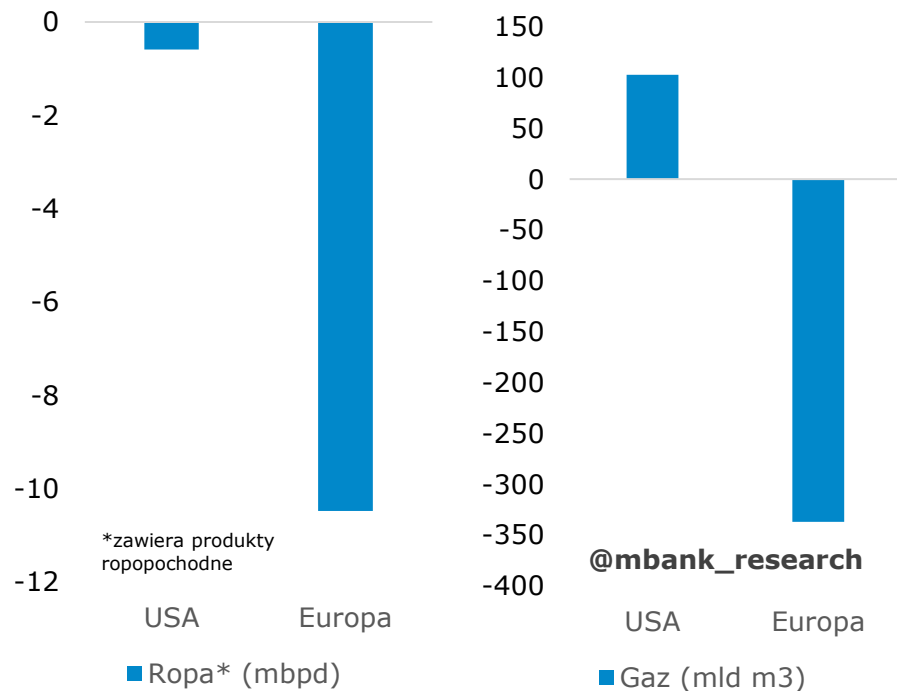


Źródło: Macrobond.

Strefa euro miała przede wszystkim wpaść w recesję z uwagi na problemy z energią (ceny, dostępność). Problem dostępności został na najbliższy czas rozwiązany. Stress test w postaci niższych temperatur wypadł pomyślnie. Problem cenowy jest jeszcze na tyle świeży, że nie znamy jego efektów. Dodatkowo ceny zostały obniżone wieloma pakietami pomocowymi. W krótkim terminie koniunktura w strefie euro może pozostawać lepsza, co doprowadzi do dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, a to z kolei rodzi spore ryzyko recesji i niestabilności na peryferiach. Dodatkowo, płace realne pozostają mocno dotknięte szokiem cenowym, ale też obecne warunki (przez Europę pewnie przewali się fala strajków) sprzyjają usztywnieniu płac lub nawet podwyżkom. EBC może narobić sporych problemów dalszym zacieśnianiem. Ustąpi?

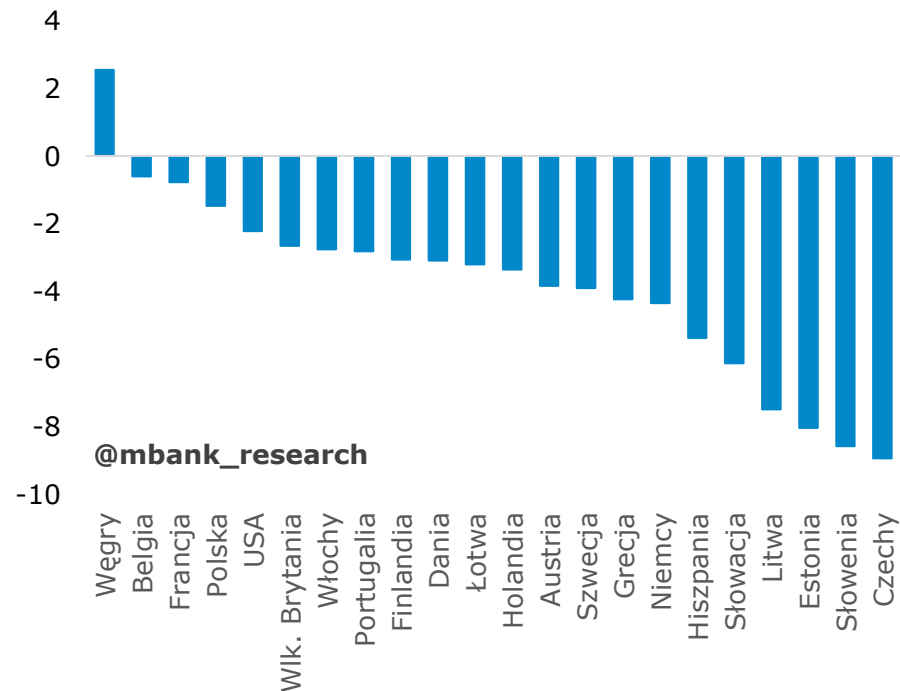
# Większa ekspozycja na nośniki energii. Szok cenowy istotnie przydusił płace realne.

Bilans eksportu netto wybranych surowców energetycznych w 2021.



Źródło: BP Statistical Review of World Energy.

Realne płace w Q3 2022 (% r/r).



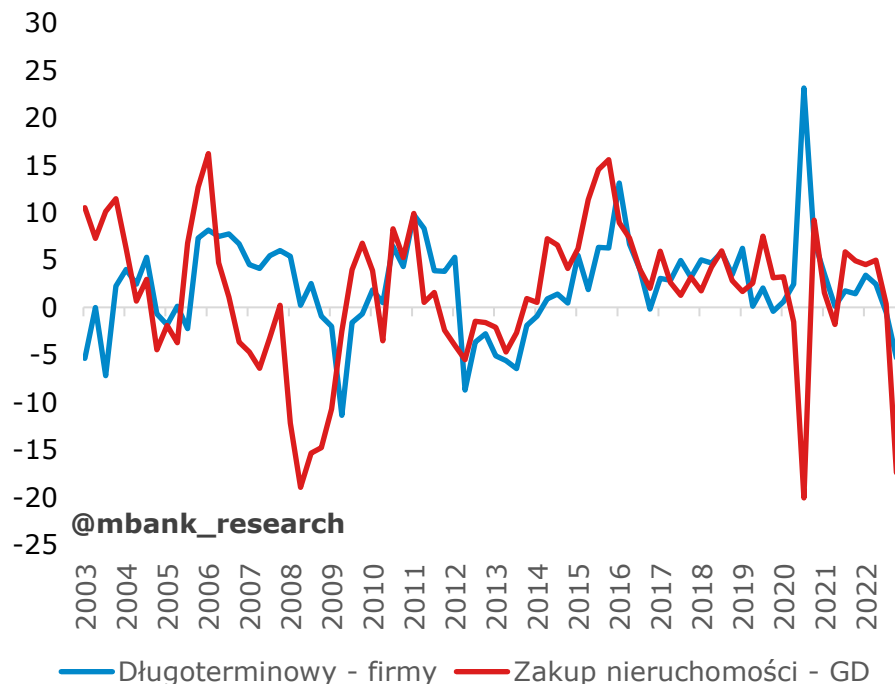
Źródło: OECD.

Wskutek powszechnie wysokiej inflacji na świecie, wiele państw doświadczyło spadku realnego dochodu z pracy. Warto jednak wskazać, że spadki w tym ujęciu są większe w krajach strefy euro w porównaniu choćby z Polską czy Stanami Zjednoczonymi. To stwarzać może większe ryzyka dla konsumpcji na starym kontynencie.

Jednocześnie Europa jest bardziej eksponowana na skutki transformacji energetycznej. Widać to choćby po luce w konsumpcji gazu i ropy naftowej, która musi zostać zasypywana importem. Z jednej strony implikuje to większe pole do poprawy w horyzoncie reszty dekady (delta), z drugiej stwarza jednak ryzyko wyższych cen i słabszego wzrostu w krótkim okresie.

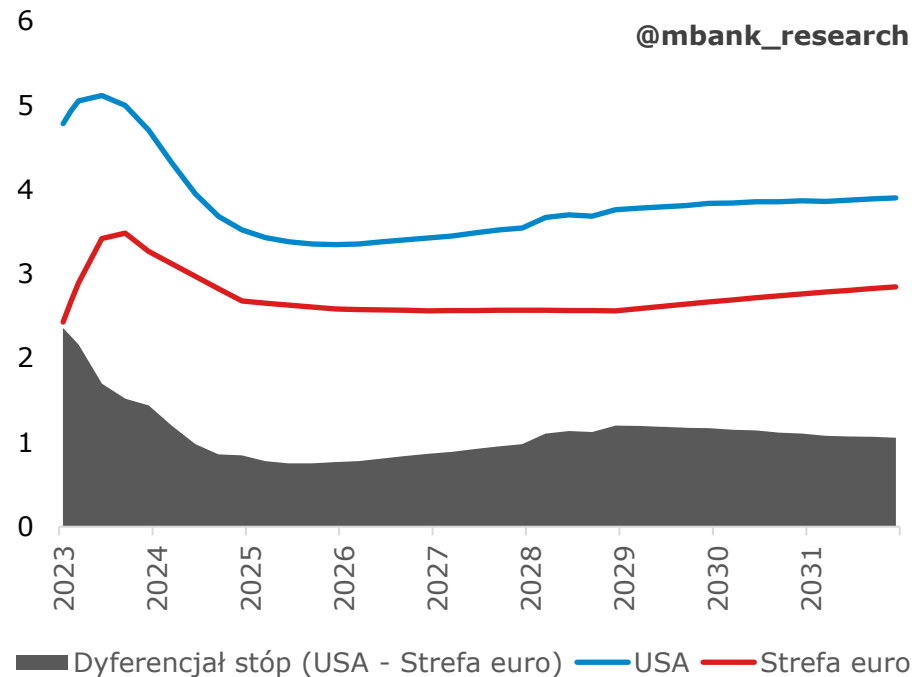
# EBC uparcie prze do przodu mimo tąpnięcia popytu na kredyt.

Popyt na kredyt w strefie euro (średnia ważona dla Niemiec, Włoch i Hiszpanii).



Źródło: Macrobond.

Oczekiwania rynkowe dot. stóp w USA i strefie euro (%).



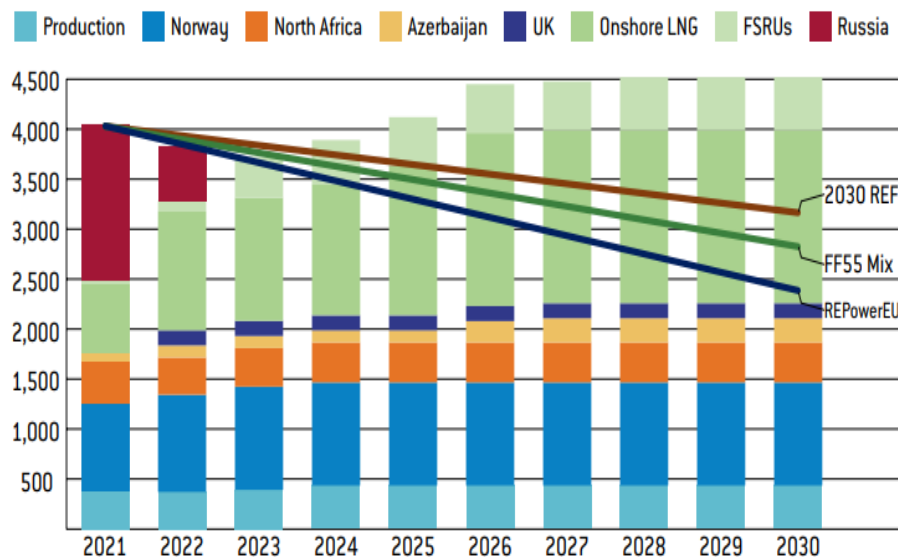
Źródło: Bloomberg.

Mając na uwadze wspomniane ryzyka, na szczególną uwagę zasługuje obecne stanowisko EBC. Implikuje ono wyraźnie jastrzębie podejście i chęć osiągnięcia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż ta w USA. EBC zakłada dość płytką recesję, niemniej przy takiej retoryce wydaje się, iż taki scenariusz może być trudno osiągalny (recesja powodowana polityką pieniężną). Dane dotyczące akcji kredytowej już teraz wskazują, że dotychczasowe zaostrzenie polityki monetarnej było znaczące. Swoje robią także wojna w Ukrainie oraz niepewność odnośnie do przyszłej ścieżki inflacji. W efekcie zgłaszany przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe popyt na kredyt spadł w ostatnim czasie do poziomów niewidzianych od wielu lat. Jeśli inflacja będzie nadal spadała, EBC nie dowiezie „obiecane” zacieśnienia.

# Energia. Duże wyzwanie w krótkim okresie.

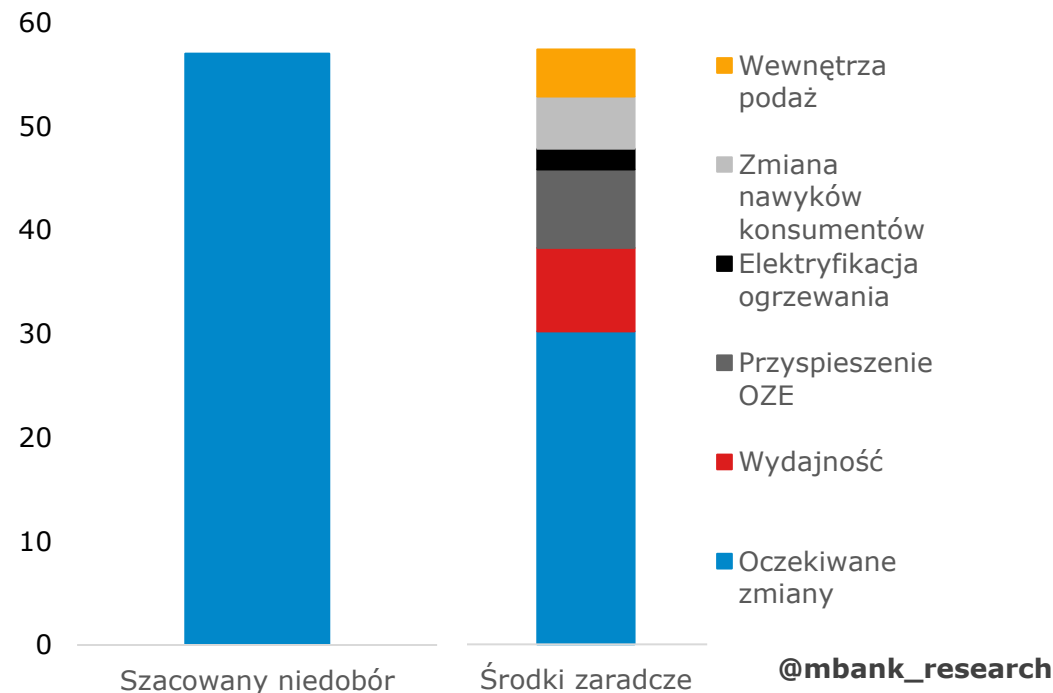
## Bilans rynku gazu UE w zależności od wariantu popytowego.

Figure 2: EU gas demand and supply 2021 (effective) and 2022-2030 (projected), TWh



Źródło: Bruegel.

## Szacowany niedobór gazu w UE w 2023 i środki zaradcze (mld m3).



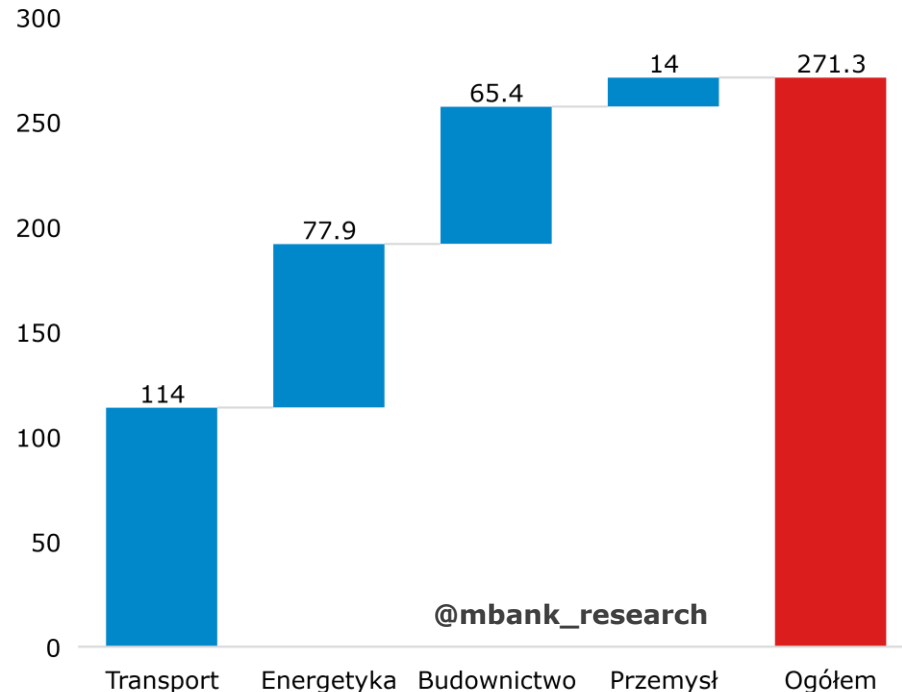
Źródło: IEA.

Najbliższe 1-2 lata będą krytyczne z energetycznego punktu widzenia dla krajów UE. Szacunki IEA wskazują, że dotychczas podjęte działania nacelowane na ograniczenie niedoborów gazu mogą okazać się niewystarczające. Z drugiej strony czynnikiem in plus może być spadek konsumpcji i wynikający z tego względnie wysoki stan zapasów.

Patrząc jednak dalej, obraz wygląda znacznie bardziej zachęcająco. Według analiz Bruegel, bilans gazowy UE, bez względu na przyjętą ścieżkę popytu, będzie ulegał coraz wyraźniejszej poprawie począwszy od 2024 roku. To implikuje, że z czasem Europa może zyskiwać na konkurencyjności względem innych regionów pod względem kosztu energetycznego.

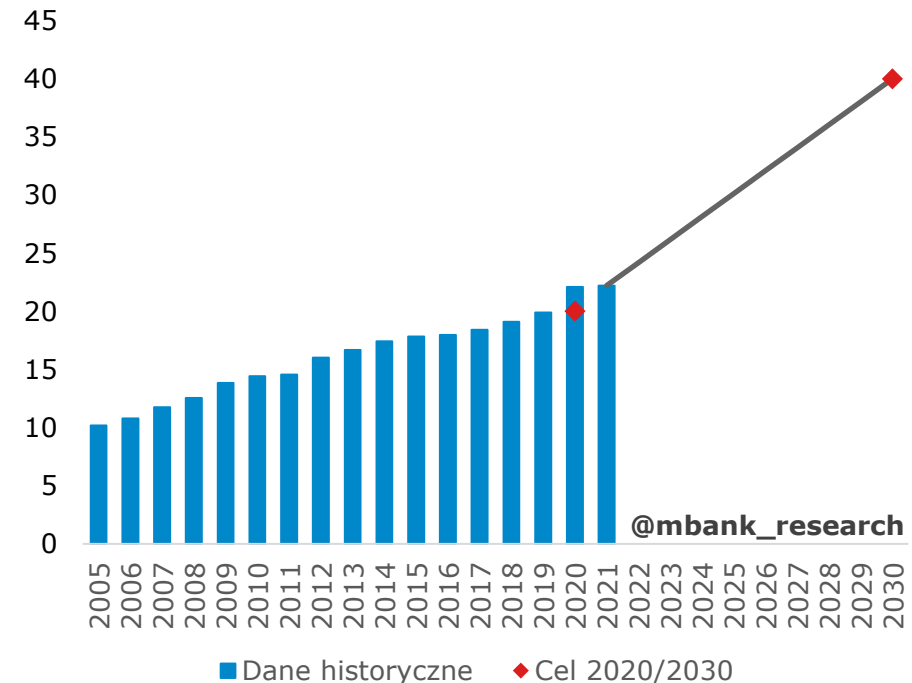
# Greenflation. Reagować, czy nie. Większe podwyżki, czy stopy wyżej na dłużej?

Wartość globalnych inwestycji celem osiągnięcia neutralności klimatycznej w 2050 roku (bln USD).



Źródło: Swiss Re Institute.

Udział OZE w konsumpcji energii w UE (%).



Źródło: European Environment Agency.

Większa ekspozycja na zieloną transformację oznacza korzyści w długim okresie. W krótkim okresie konieczne są jednak znaczące nakłady inwestycyjne, aby osiągnąć „net zero”. Proces ten może generować średnio wyższą inflację na przestrzeni dekady, co może oznaczać konieczność utrzymywania wyższej realnej stopy procentowej.

UE założyła sobie ambitny cel dot. udziału OZE w konsumpcji energii do końca bieżącej dekady (co najmniej 40%). To lekkie złagodzenie w porównaniu z 45% w propozycji RePowerEU. W praktyce będzie to musiało oznaczać niemalże podwojenie obecnego wyniku. Już samo dążenie do celu powinno generować znaczne wydatki inwestycyjne w niespotykanej dotąd skali (w pierwszej kolejności wystąpią efekty popytowe). To ciekawy czynnik pro-wzrostowy (później zwiększający potencjalne PKB).

# Renesans EURO?

Techniczny wykres długoterminowy EURUSD



Źródło: Bloomberg.

W najbliższych miesiącach czynnikiem, który powinien istotnie sprzyjać notowaniom wspólnej waluty, jest zawężenie się dyferencjału krótkiej stopy procentowej na korzyść euro. Taki scenariusz może się zmaterializować jeśli EBC dostarczy to co zostało obiecano w grudniu (rynek nie do końca scenariusz ten wycenia). Podobny skutek da się pewnie osiągnąć, gdy inflacja spadnie, a EBC uda się przeprowadzić gospodarkę bez recesji (i bez drastycznych podwyżek). Ponadto, efekt krańcowy z poprawy sytuacji na froncie energetycznym powinien w większym stopniu sprzyjać właśnie euro. Eskalacja wojny w Ukrainie to ryzyko w dół.



# Polska



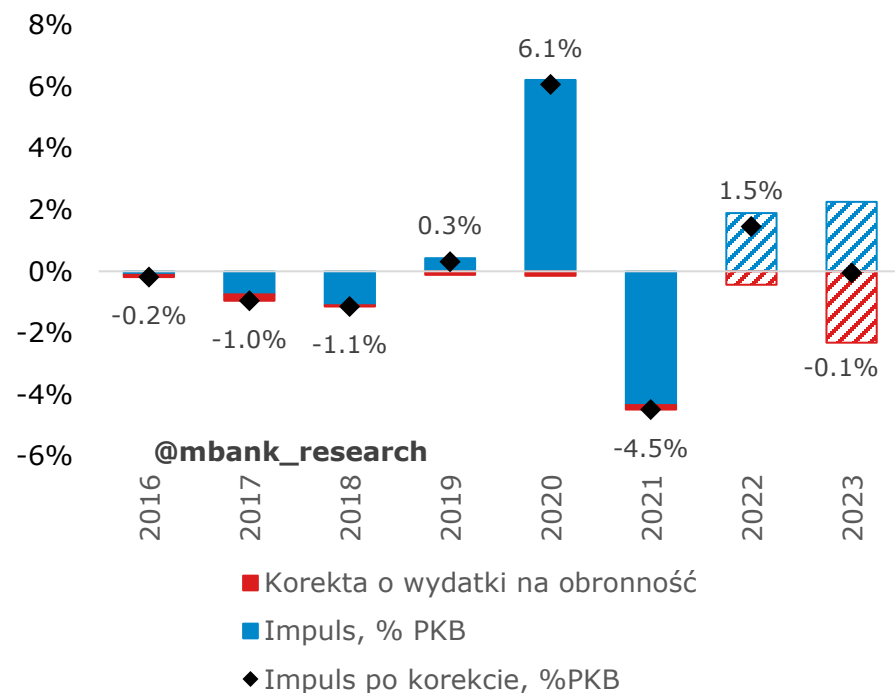
# Polityka fiskalna

Mimo sporego deficytu, impuls fiskalny jest neutralny (zbrojenia to głównie import). Finansowanie potrzeb pożyczkowych będzie wyzwaniem, ale sytuacja jest lepsza niż wydawało się parę miesięcy temu.



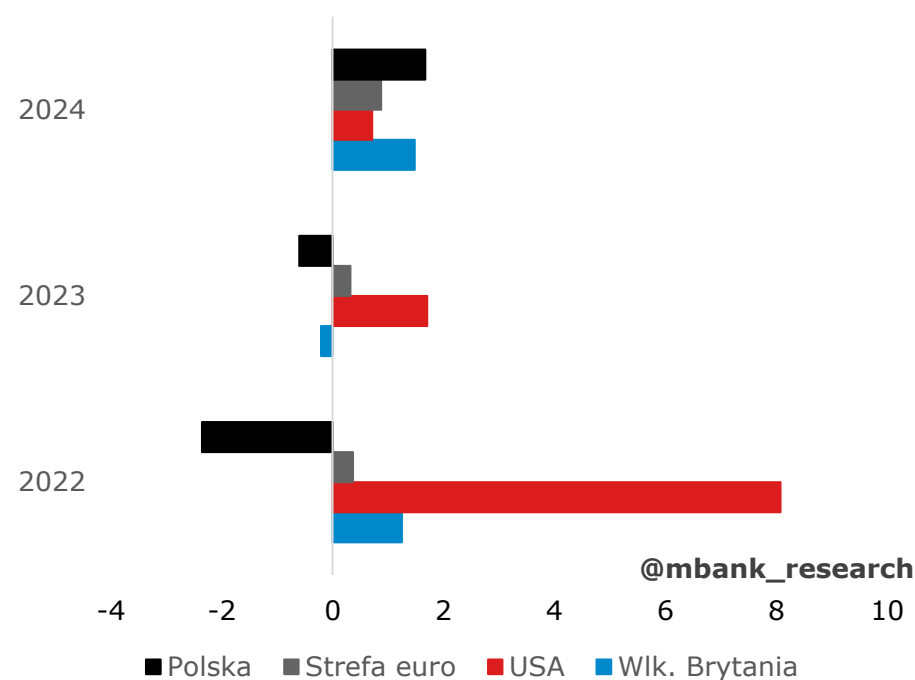
# Impuls fiskalny w Polsce (dynamicznie: dodatek do PKB) będzie w 2023 niższy niż w 2022.

Polska polityka fiskalna nie tak oczywista.



Źródło: Eurostat, obliczenia własne.

Prognoza pierwotnego salda budżetowego (% PKB).



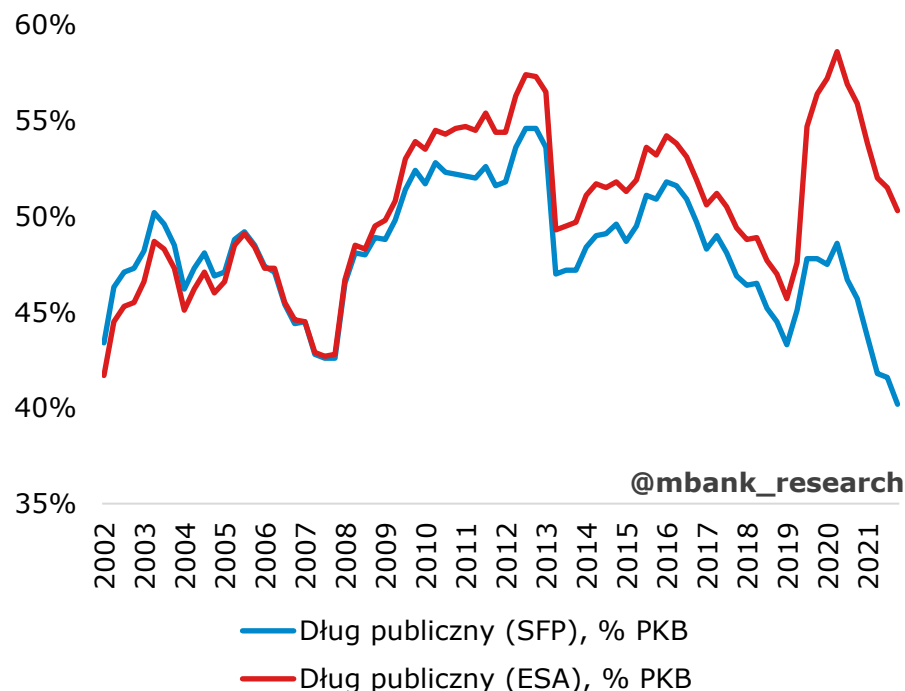
Źródło: OECD.

Globalna polityka fiskalna mierzona deficytem nominalnym pozostanie ekspansywna, choć salda pierwotne w głównych gospodarkach będą dodatnie, zaś w Polsce tylko nieco ujemne (prognozy OECD). Wydaje się, że sprostanie kolejnym wyzwaniom dot. dalszych szoków energetycznych może spotkać się z bardziej nacelowaną pomocą (mniej powszechnego wsparcia).

W ujęciu dynamicznym obraz wygląda jednak nieco inaczej. Tutaj liczy się nie tyle sama wielkość deficytu, co jego zmiana (tzw. impuls fiskalny). Tak liczony impuls, po korekcie o wydatki na zbrojenia (wyłączenie ze względu na rolę importu), może według naszych szacunków przyjąć neutralną wartość.

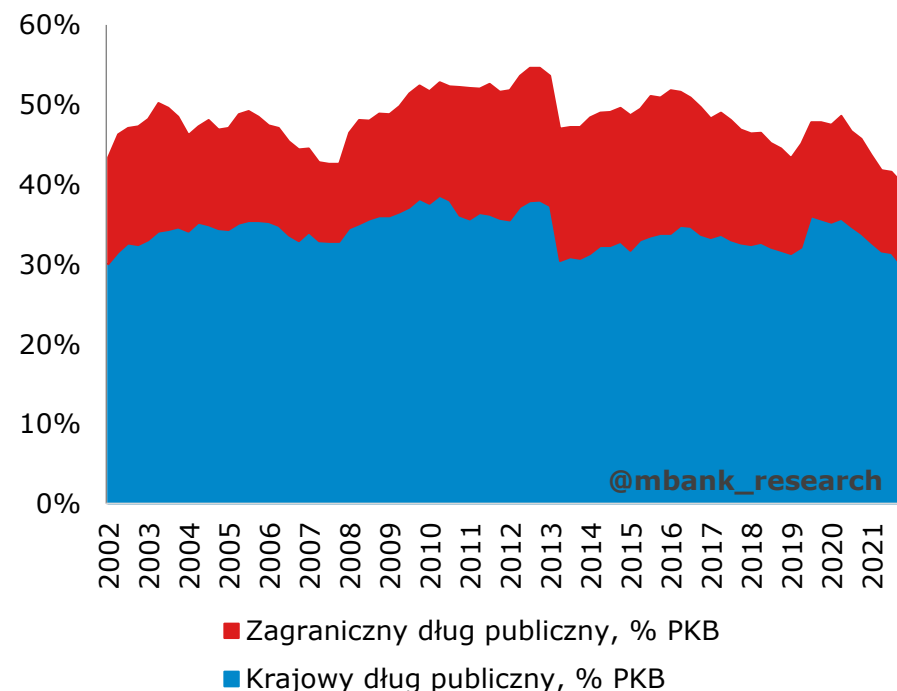
# Dług publiczny nie jest i nie będzie problemem.

Dług publiczny spada pod oddziaływaniem wysokiej inflacji.



Źródło: Macrobond.

Jego struktura (SFP) nie sugeruje bicia na alarm.



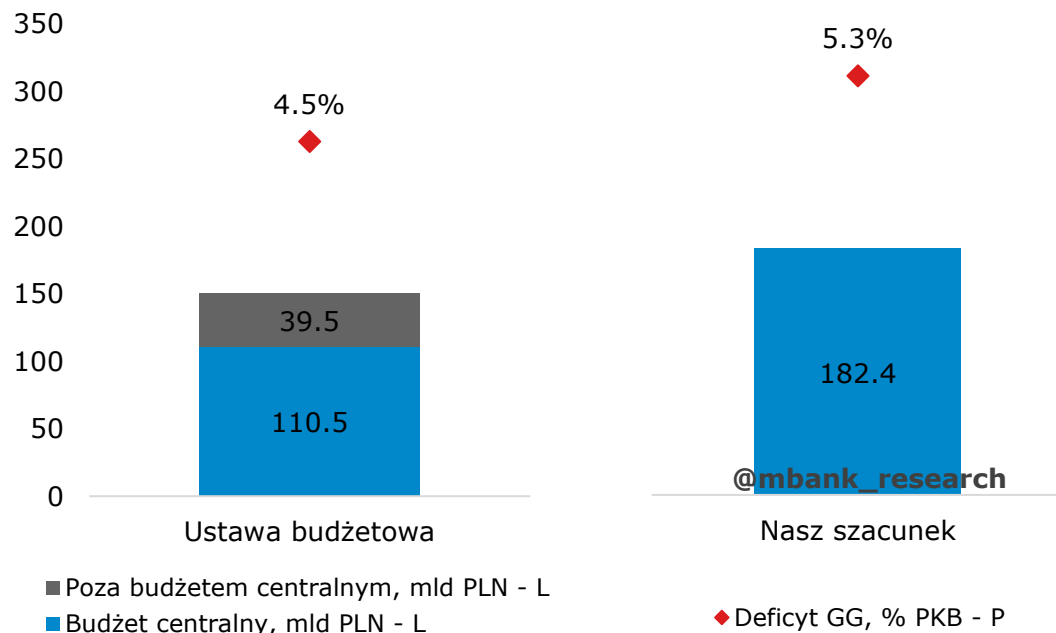
Źródło: Macrobond.

Wzrost zadłużenia w następstwie pandemii był zjawiskiem powszechnym. Podobnie jest ostatnio z jego spadkiem. Wspólnym mianownikiem jest wysoka inflacja, która obniża realne zobowiązania. Pandemia poskutkowała przesunięciem zadłużenia poza jego polską definicję (SFP). Różnica SFP vs. GG wynosi blisko 300 mld zł.

Struktura zadłużenia nadal jest jednak obiecująca, tj. względnie niewielka ilość długu SFP denominowana w walutach obcych. Z drugiej strony, zgodnie z zapowiedziami MF, w nowym roku można spodziewać się większej podaży euroobligacji. To może skutkować okresowym wzrostem % udziału części zagranicznej, która na koniec Q3 2022 wyniosła 10,4% PKB.

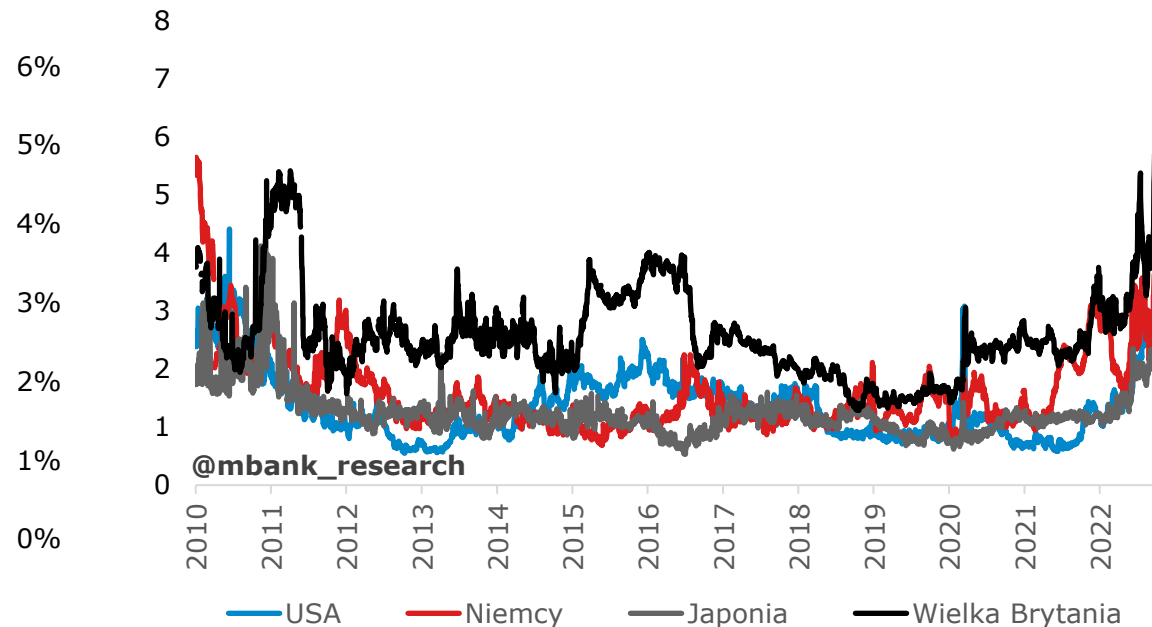
# Ambitniej przedstawia się finansowanie deficytu w warunkach niższej płynności.

Potrzeby pożyczkowe netto w 2023.



Źródło: MF, obliczenia własne.

Chłonność rynku globalnego maleje (indeks płynności SPW\*).



\* - wzrost oznacza pogorszenie płynności.

Źródło: Bloomberg.

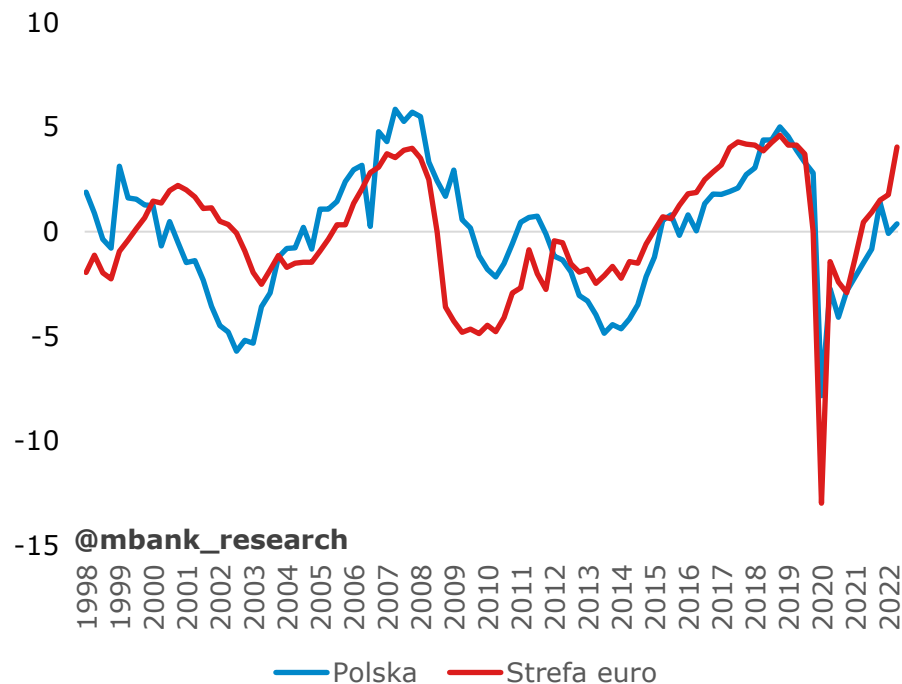
Nasze oczekiwania odnośnie do kształtowania się potrzeb pożyczkowych netto są gorsze od tych rządowych. Wynika to w dużej mierze z szeregu wydatków nieujętych w ustawie budżetowej (np. 14 emerytura, wsparcie energetyczne). Jednocześnie zakładamy, iż część finansowania na rzecz FWSZ zostanie zrealizowana kredytem, co redukuje potrzebę emisji. Mimo to potrzeby netto nie będą małe, zwłaszcza na tle niskiej płynności rynku obligacji skarbowych (globalny fenomen). Inna sprawa to sposób ich finansowania. Zakładamy częściowe wykorzystanie środków z rachunków budżetowych (tutaj niespodzianka w górę w grudniu), wpływy ze sprzedaży obligacji detalicznych i pewne wsparcie środków BGK/PFR. Emisja papierów hurtowych może wynieść ~80 mld zł.

# Scenariusz(e) dla PKB

Blisko dna koniunktury. Ryzyka powoli zaczynają układać się w górę, choć to jeszcze nie pora na hurraoptymizm. Pierwszy impuls do gospodarki napłynie z inwestycji publicznych i spadku inflacji (przyspieszenie płac realnych).

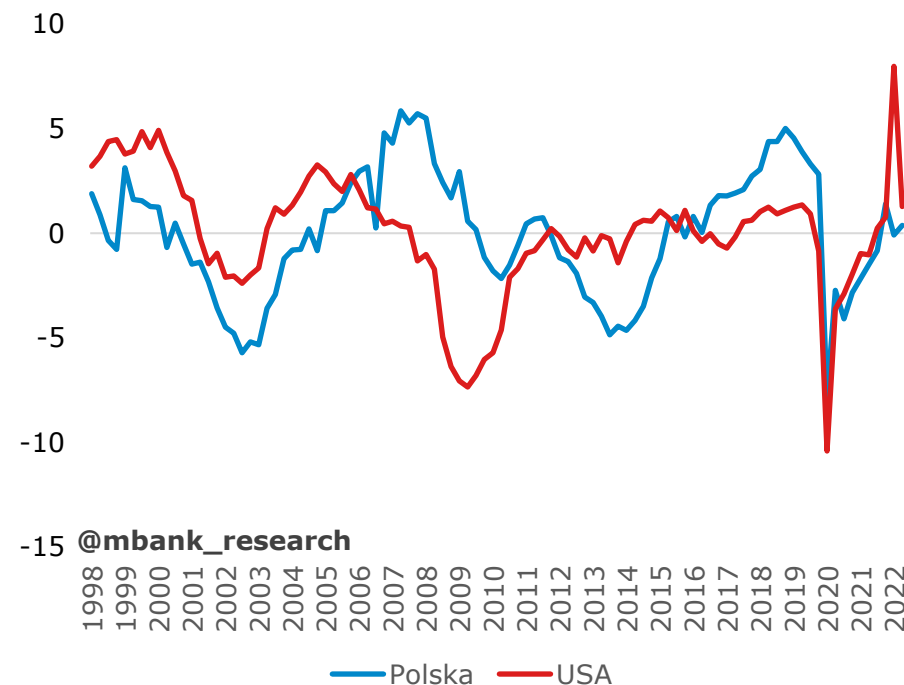
# Gdzie jesteśmy w cyklu? Filtry wskazują ledwie na lekkie ożywienie, co wydaje się nieintuicyjne.

Cykliczny obraz polskiego PKB na tle strefy euro. Synchronizacja.



Źródło: Eurostat, Macrobond, opracowanie własne.

Cykliczny obraz polskiego PKB na tle USA. USA lekko wyprzedzające.

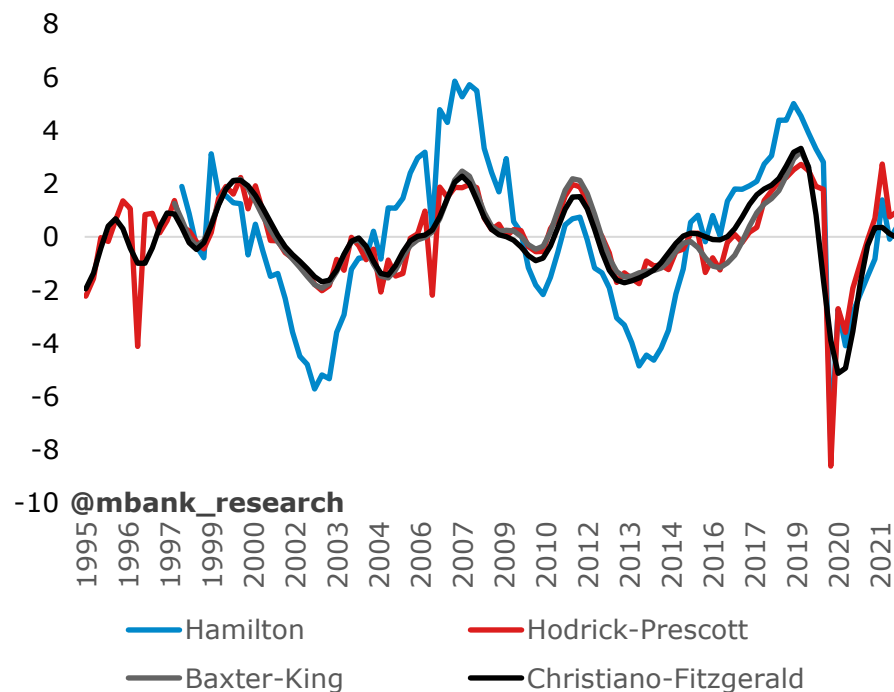


Źródło: Eurostat, Macrobond, opracowanie własne.

Oczekiwania na krajowe spowolnienie w 2023 są powszechne: wynikają zarówno z zakładanego globalnego spowolnienia, jak i krajowych czynników (stopy procentowe, już widoczne problemy w inwestycjach, w tym mieszkaniowych i pojawiająca się w związku z tym słabsza koniunktura). Nie wchodzimy w ten cykl spowolnienia z poziomów znacząco „nad kreską” (trendem). Trudno więc mówić, by gospodarka była przegrzana w poprzednich okresach (myślimy na razie tylko w kontekście sfery realnej). Amerykański cykl jest lekko wyprzedzający względem polskiego. Wyprzedzania nie widać natomiast w przypadku Polski i strefy euro.

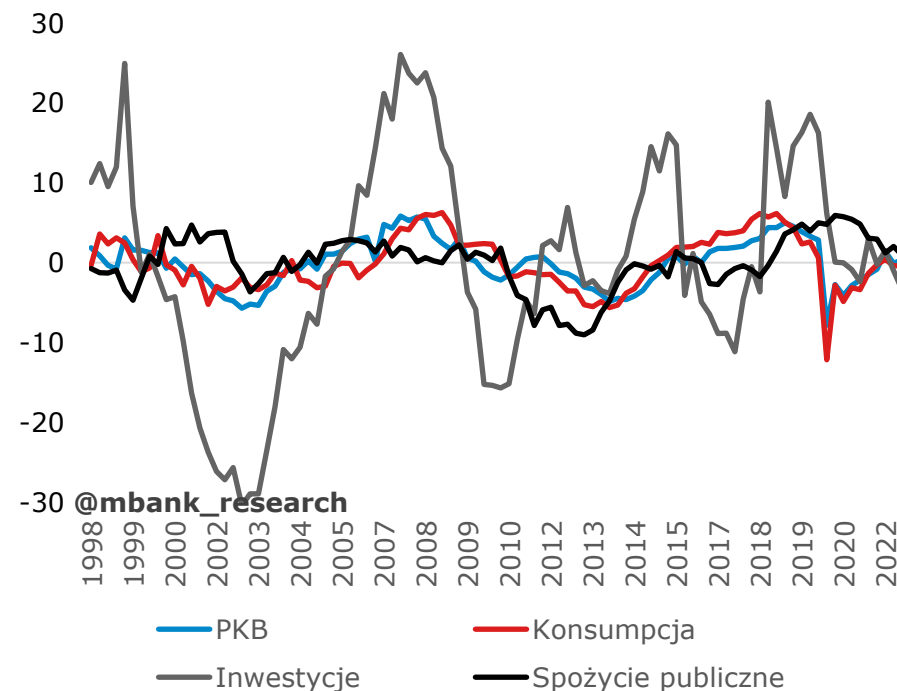
# Skłoniło nas to zastanowienia, czy taka filtracja jest poprawna. Wygląda, że tak.

Dzisiejszy cykliczny obraz PKB nie jest zależny od użytego filtra.



Źródło: Eurostat, opracowanie własne.

Odfiltrowane, cykliczne składowe PKB.

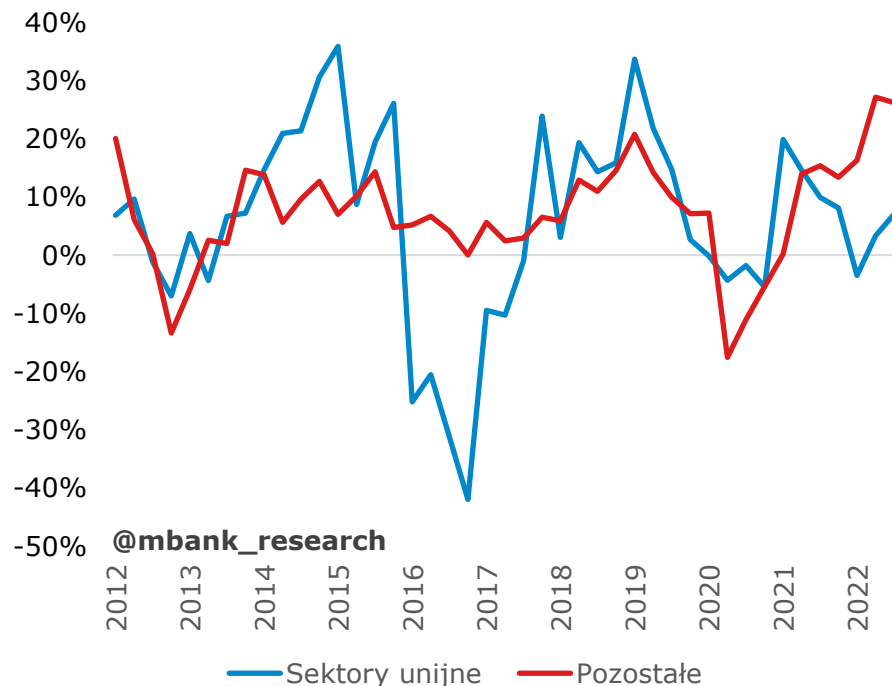


Źródło: Eurostat, opracowanie własne.

Obraz cykliczny gospodarki nie zależy od stosowanego filtra. Wybieramy filtr Hamiltona (więcej [tutaj](#)). Różnice między filtrami to głównie skala, choć i tutaj porównania względne wypadają na ostatnim odcinku próby podobnie: mimo potężnych wzrostów PKB w konwencji r/r, odchylenie cykliczne nie odbiega od historycznego, albo jest wręcz bardziej skromne. Konsumpcja gospodarstw domowych i inwestycje są silnie pro-cykliczne. Spożycie publiczne (czyli wydatki rządowe) są acykliczne. Odchylenie standardowe konsumpcji jest zbliżone do odchylenia PKB. Dużo silniej wahają się inwestycje (ponad 4 odchylenia standardowe PKB). Po co o tym przypominamy akurat teraz? Aby wykluczyć pewne zachowania zmiennych w prognozach (za każdym razem jest pokusa, że teraz jest inaczej), które przeczyłyby tym historycznym.

# Inwestycje: wydatki współfinansowane przez UE są generatorem cyklu. Póki co nastroje minorowe.

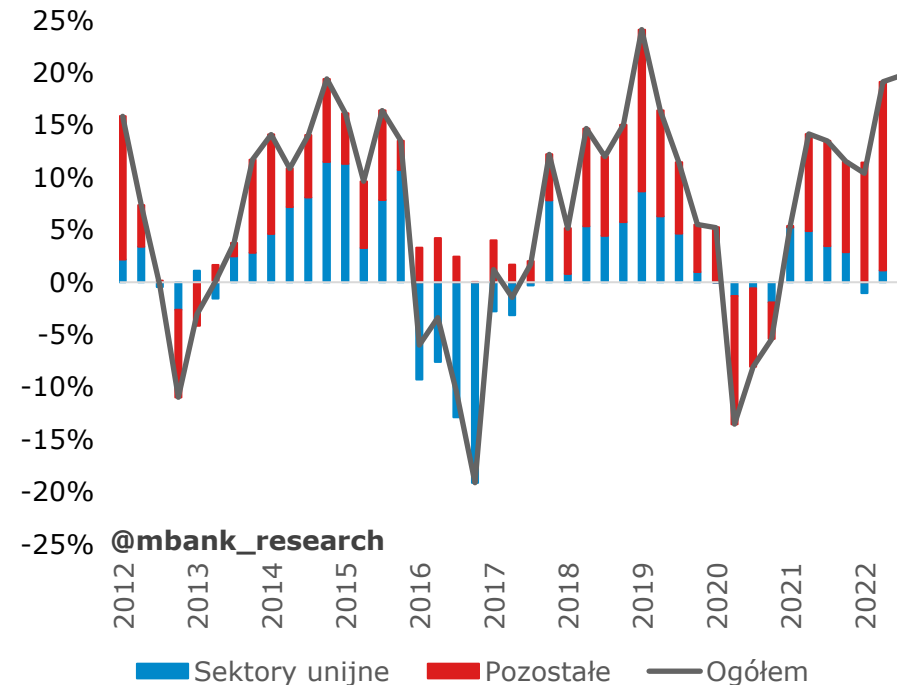
Inwestycje firm zatrudniających ponad 49 pracowników (ceny bieżące, % r/r) w podziale na „unijne”\* i „pozostałe”.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Macrobond.

\* O tym jak definiowaliśmy sektory unijne można przeczytać [pod linkiem](#).

Dekompozycja inwestycji firm zatrudniających ponad 49 pracowników (ceny bieżące, r/r).

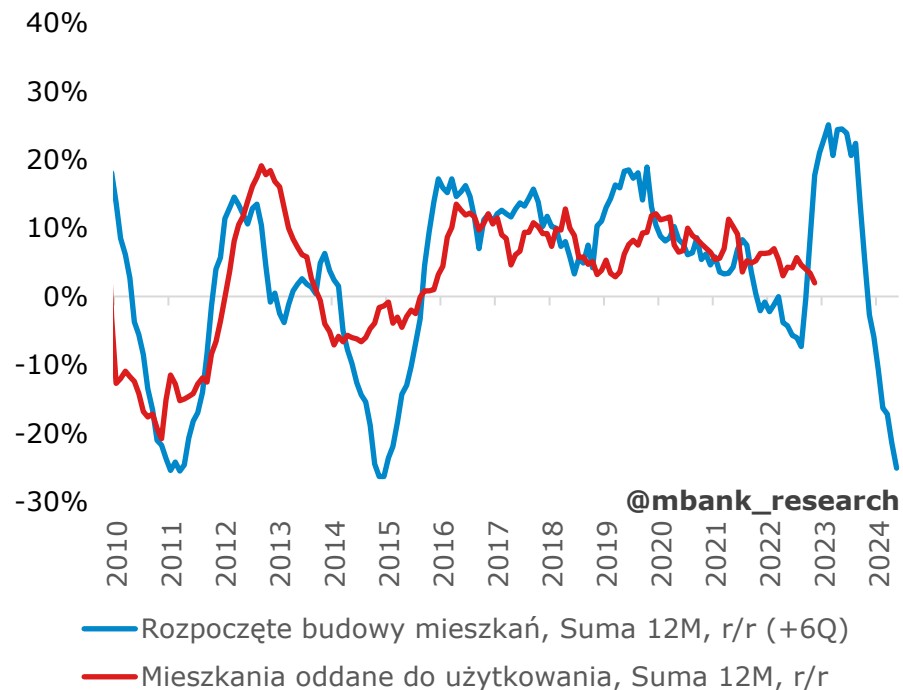


Źródło: Opracowanie własne na podstawie Macrobond.

Inwestycje podejmowane przez sektory z większą ekspozycją na środki unijne odpowiadają za amplitudę cyklu inwestycyjnego (są generatorem b. wyraźnego cyklu). Aspekt ten będzie jeszcze istotniejszy w kolejnych latach z uwagi na konieczne nakłady w energetyce (oraz szeroko rozumiane inwestycje poprawiające efektywność energetyczną), który to sektor zaliczany jest jako biorca funduszy UE. Aspekt ten powinien załagodzić osłabienie inwestycji prywatnych sygnalizowane w ankietach koniunktury. Rok w inwestycjach będzie słaby, ale nie spodziewamy się skrajnie złych wyników. Brak napływu środków z UE nie zaburzy cyklu w tym roku. Nowe inwestycje są bowiem finansowane ze środków PFR, który później liczy na ich zwrot. W dłuższej perspektywie środki te są jednak istotne z punktu widzenia równowagi zewnętrznej oraz postrzegania polskiej gospodarki (nikt chyba jednak nie zaryzykuje „połexitu”).

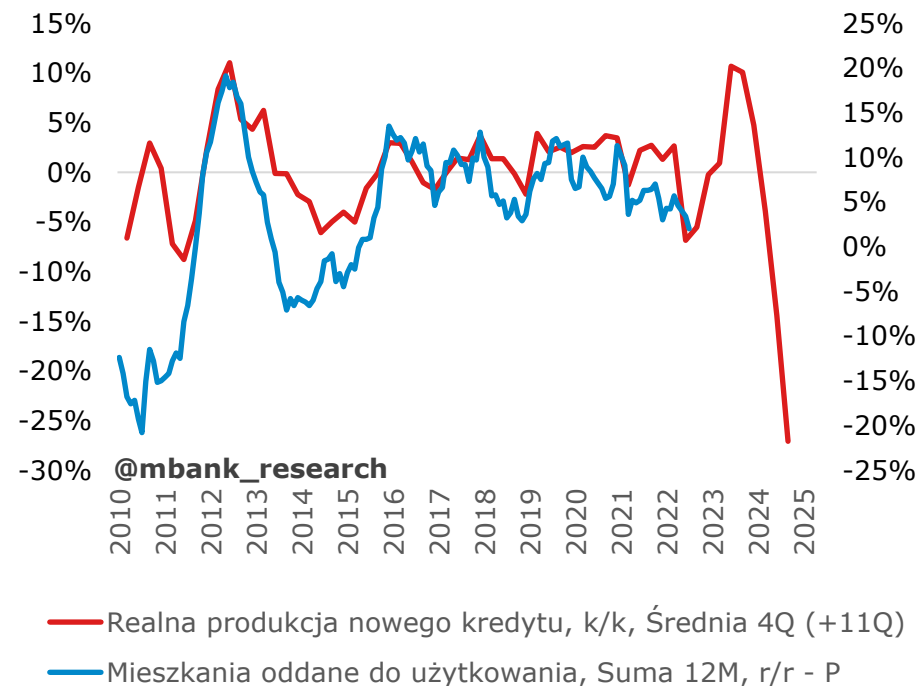
# „Zastrzyk penicyliny w pupę” (prezes NBP), czyli efekty polityki pieniężnej na rynku nieruchomości.

Akumulacja rozpoczętych budów po pandemii implikuje tylko tymczasową poprawę w liczbie mieszkań oddanych do użytku.



Źródło: GUS.

Następnie czeka nas prawdziwa destrukcja pod ciężarem spadku kredytu.



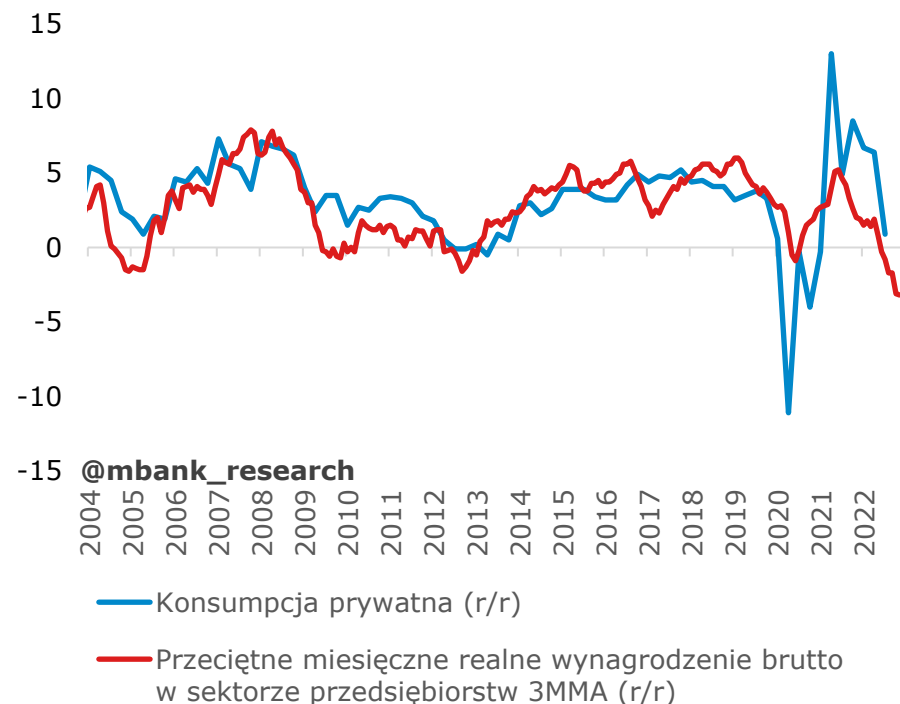
Źródło: GUS, AMRON.

Perspektywę dla krajowego rynku nieruchomości w nowym roku możemy opisać w dwóch aktach. W pierwszym korzystać będziemy jeszcze z efektów nagromadzonego popytu po pandemii (w połowie roku powinniśmy doświadczyć szczytu, jeśli chodzi o mieszkania oddane do użytkowania). To złagodzi spadki inwestycji oraz podtrzyma popyt na wykończenia (to z kolei pewien stabilizator konsumpcji). Drugi akt wygląda zgoła inaczej, a to już efekt tąpnięcia realnej sprzedaży kredytu hipotecznego. Wynika on z dwóch czynników: regulacji KNF oraz zaostrzenia polityki pieniężnej. Taki obraz nakazuje sceptycyzm w zakresie inwestycji mieszkaniowych w II połowie roku. Tu jednak możemy zobaczyć więcej inwestycji prywatnych oraz publicznych, które wesprą całą „budowlankę”. Opowieść o jakimkolwiek odbiciu w sektorze mieszkaniowym to temat raczej na drugą połowę 2024 (w przypadku liczby mieszkań oddanych do użytkowania nawet później).



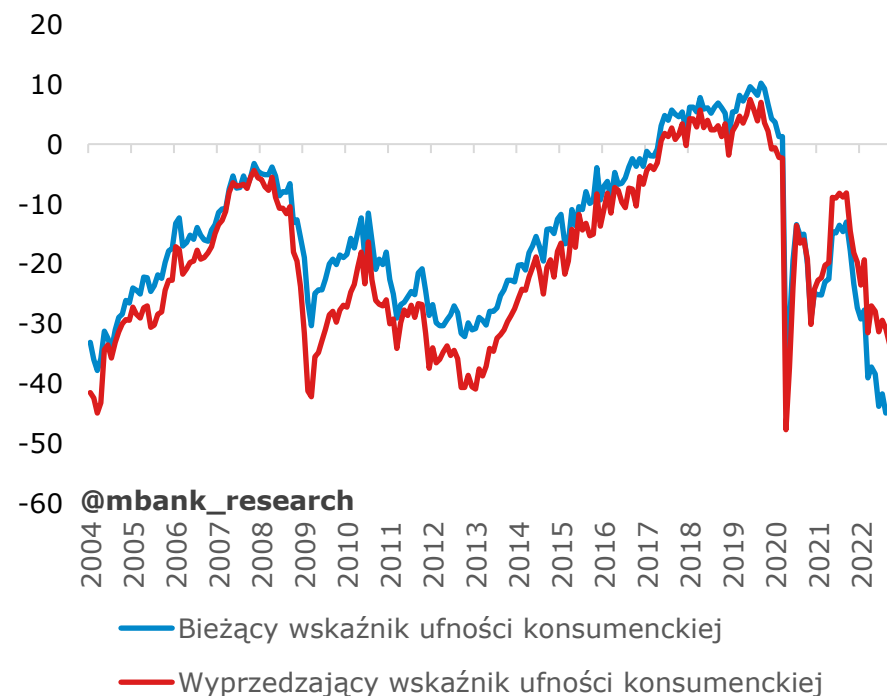
# Konsument przygnieciony, ale czy na pewno ostatecznie zgnieciony?

Konsumpcja vs płace realne (% r/r).



Źródło: Macrobond.

Optymizm/pesymizm konsumentów (pkt.).

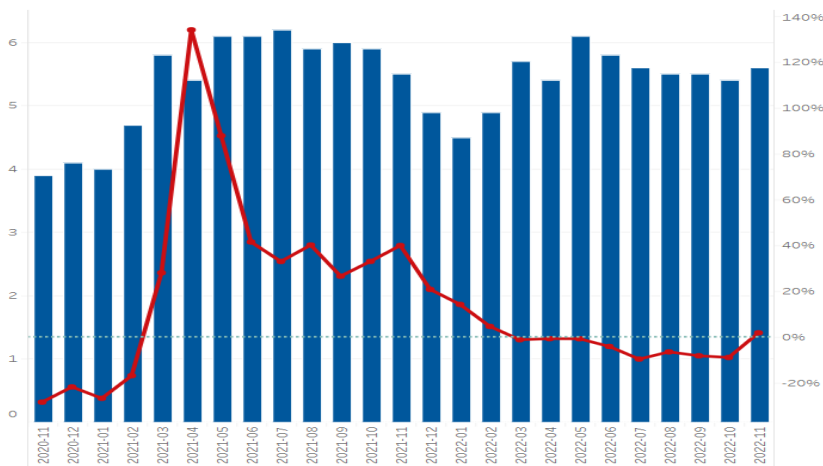


Źródło: GUS.

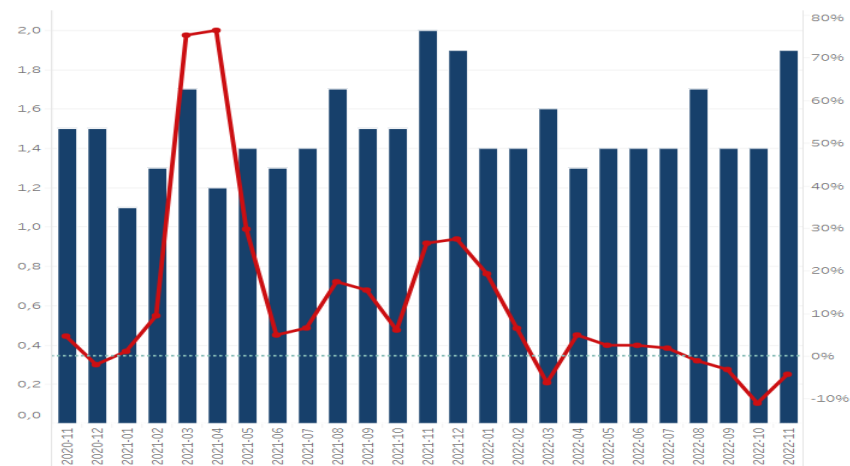
Początek 2023 roku upłynie pod znakiem ujemnych dynamik konsumpcji. Złoży się na to nie tylko baza (wejście Ukraińców do konsumpcji z poprzedniego roku – okazało się jednak, że na potrzeby dekompozycji PKB, GUS traktuje ich jako ludność rezydującą, a więc są w konsumpcji), ale też efekty szoku cenowego, obniżające drastycznie realną dynamikę płac. W optymizmie konsumentów rzucają się w oczy 2 elementy: wyraźnie wyższe poziomy wskaźników wyprzedzających oraz punkty przegięcia na obu wskaźnikach. Wczesne pogorszenie sentymentu było wynikiem wyższych cen oraz obaw w związku z zimą i cenami nośników energii. Ten drugi problem mija, pierwszy minie w I połowie roku (dodatnie dynamiki płac realnych od II połowy). Spowolnienie ma niecykliczny charakter (patrz prawy wykres [tutaj](#) i konsumpcję „pod” trendem).

# Coraz mniej kredytu w finansowaniu konsumpcji.

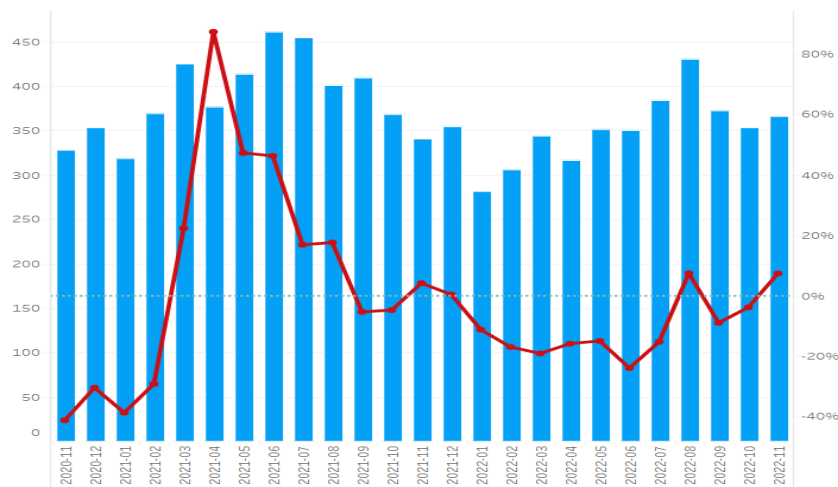
Kredyty gotówkowe (mld zł)



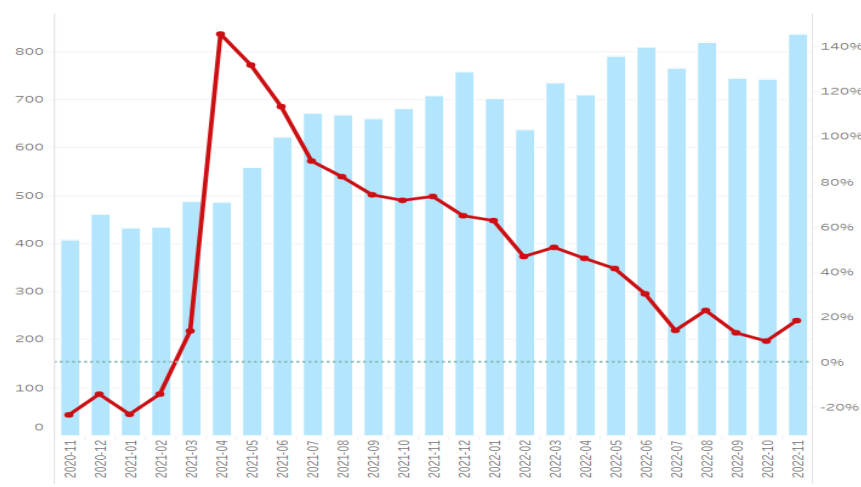
Kredyty ratalne (mld zł)



Karty kredytowe (mln zł)



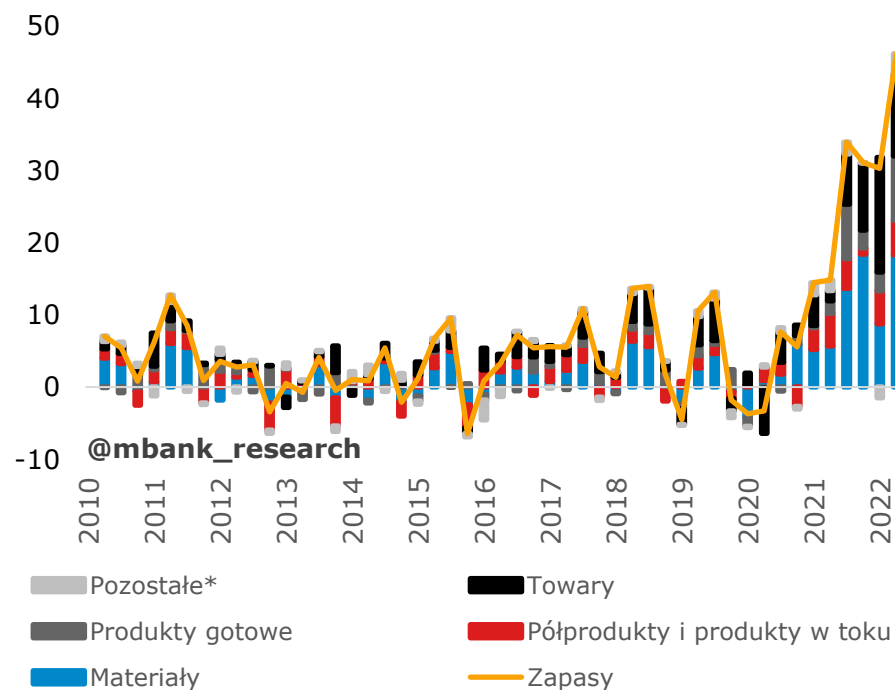
Pożyczki pozabankowe (mln zł)



Źródło: BIK (<https://media.bik.pl/analizy-rynkowe>). PS. Kolory zaczerpnęliśmy z „dobrodziejstwem inwentarza”.

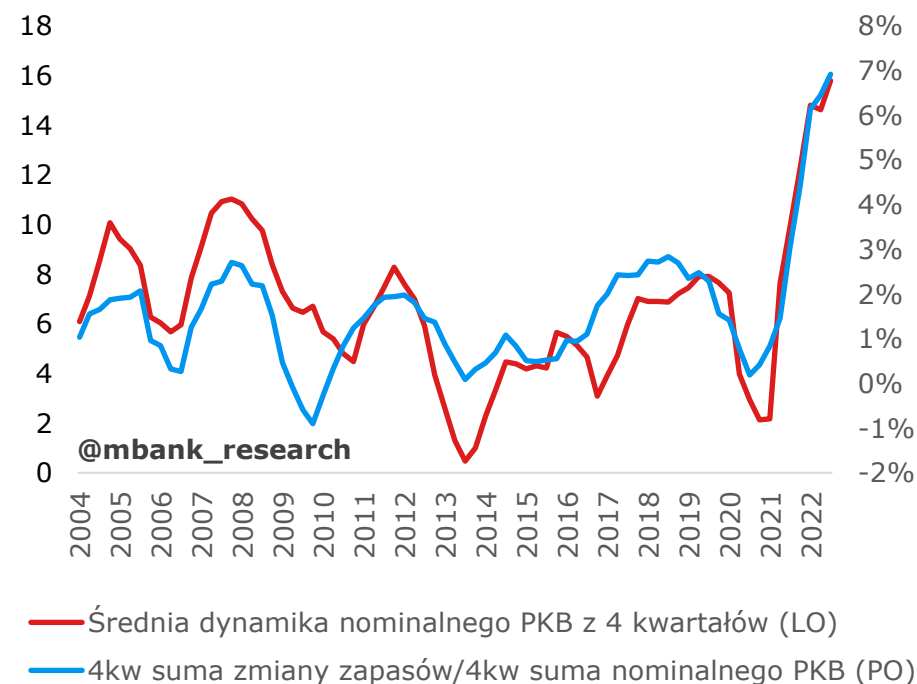
# Zapasy: co rośnie, musi spaść.

Aktywa obrotowe - zapasy ogółem (w mld zł).



Źródło: GUS.

Zmiany zapasów vs nominalny PKB, pro-cykliczność.

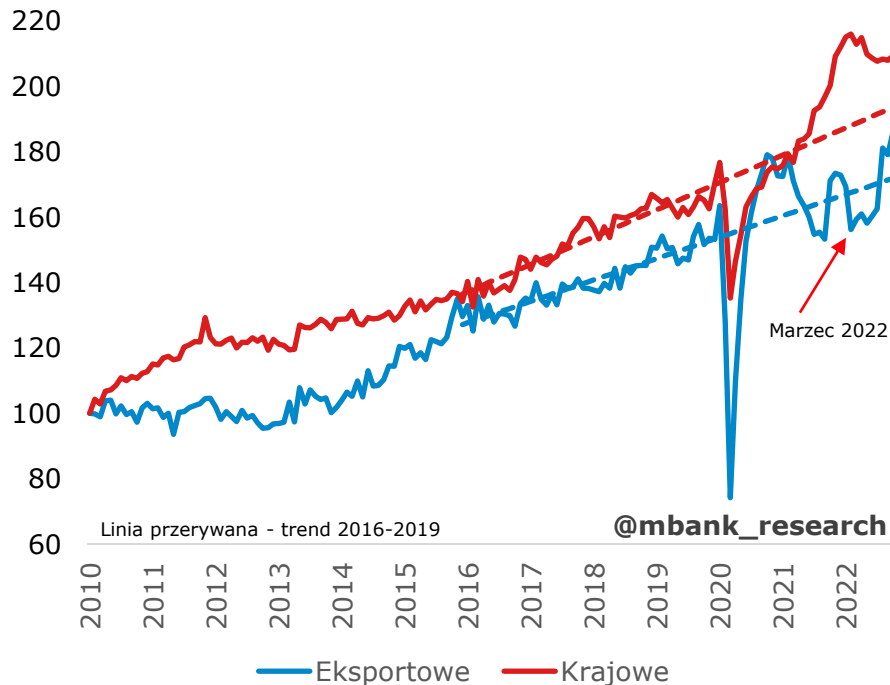


Źródło: GUS.

Zapasy były w 2021 oraz w części 2022 roku nie tyle pochodną cyklu, co jego siłą napędową. Wzmoczona, celowa akumulacja wpłynęła na strumień produkcji w całej gospodarce. Obecnie ten strumień osadził się w postaci aktywów obrotowych. Wątpliwe jest, aby firmy chciały w sposób stały utrzymywać aż tak wysoki poziom tych aktywów. Tym bardziej, że finansowanie kapitału obrotowego stało się dużo droższe (i widać, że wolumen kredytów bieżących zaczął już spadać). Spadek popytu sprawia, że część firm będzie się zapasów pozbywać. To będzie czynnik pogłębiający hamowanie PKB w 2022 roku. To efekt *ex post* błędnych, aczkolwiek *ex ante* poprawnych decyzji firm. Gwoli ścisłości, owe przeinwestowanie w zapasy to czynnik cykliczny. Ale czy na pewno, biorąc pod uwagę proveniencję tego przeinwestowania?

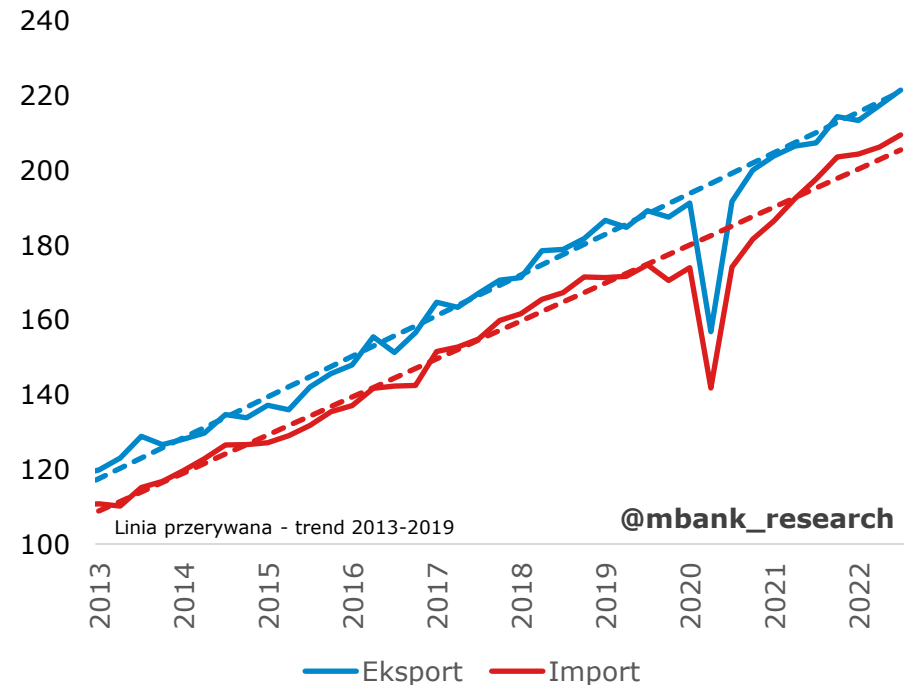
# Eksport: kilka nieoczywistych faktów.

**Dekompozycja przetwórstwa przemysłowego w podziale na sektory,  
(styczeń 2010 = 100, ceny stałe, SA)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Macrobond.

**Handel zagraniczny (ceny stałe, 1kw 2010 = 100)**

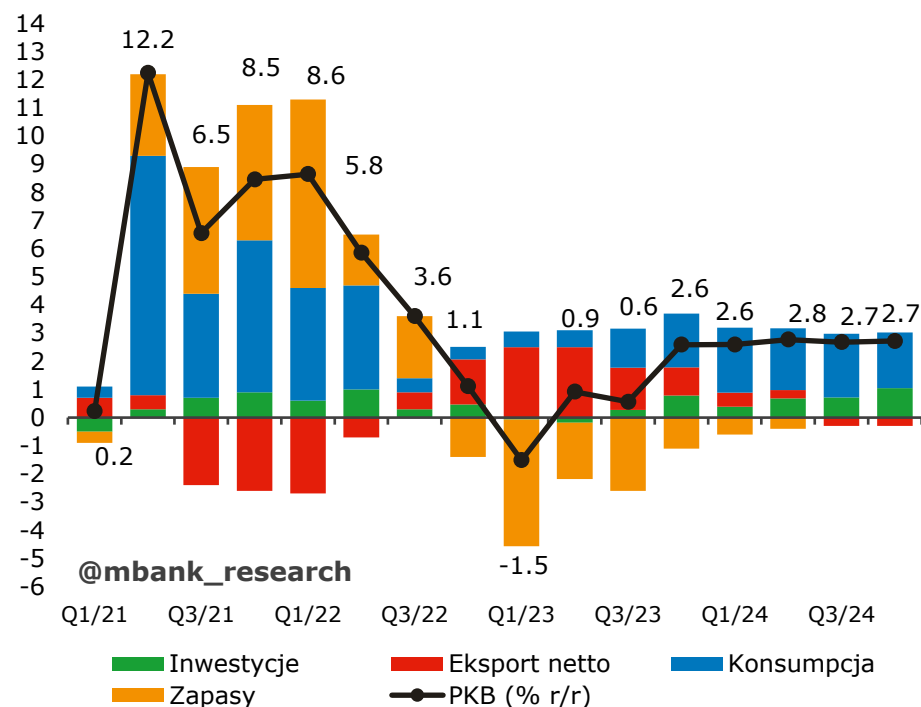


Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS.

Zachowanie krajowej produkcji przemysłowej (odporność) pozostaje sporą tajemnicą. Skupiając się wyłącznie na przetwórstwie (kategorie związane z energią i górnictwem są w obecnym czasie zbyt zmienne) można zauważyć, że odporność ta to głównie zasługa odbiorców krajowych. Po części to efekt odbicia po pandemii (odblokowanie popytu). Jednocześnie sektory produkujące głównie na eksport pozostają nieco w tyle (choć nad trendem). Wybuch wojny w Ukrainie najpewniej dołożył tutaj swoje trzy grosze. Patrząc z kolei na strumienie eksportu i importu można zauważyć, że ten pierwszy znajduje się aktualnie idealnie na linii trendu, zaś ten drugi wciąż nieco nad tą linią. Może to być po prostu obraz silnego popytu wewnętrznego. Z drugiej strony można podejrzewać, że wydatki zbrojeniowe mogą oddziaływać w kierunku utrzymania strumienia importu ponad wyznaczonym trendem. Konkurencyjność eksportu pozostaje wysoka.

# PKB 2023: +0,4%. Ryzyka w dół wydają się obecnie mniej istotne niż te w górę.

Dekompozycja wzrostu PKB, % r/r



Źródło: Opracowanie własne.

Ryzyka (mapka)

W górę
Dodatkowe dochody (zwroty podatkowe, 14 emerytura itp.)
Szybkie cofnięcie inflacji i ponowny wzrost dochodów realnych
Koniec wojny (obniżenie niepewności → ożywienie inwestycji)
Wyraźniejsza sygnalizacja obniżek stóp pod koniec roku
Szybki spadek cen surowców energetycznych
Odporność gospodarki europejskiej (pomimo polityki EBC)
Uruchomienie znacznych wydatków inwestycyjnych w ramach ESG
W dół
Uporczywość inflacji i wynikająca z tego ciągła presja na płace
Szybka utylizacja zapasów gazu w Europie, kłopoty zimą 2023
Ostry wzrost cen surowców energetycznych wskutek otwarcia Chin
Wznowienie cyklu podwyżek stóp procentowych
Utrata/dalsze opóźnienie wypłat środków w ramach KPO
Silna redukcja zapasów przez przedsiębiorstwa
Wzmożenie wyjazdów Ukraińców

Źródło: Opracowanie własne.

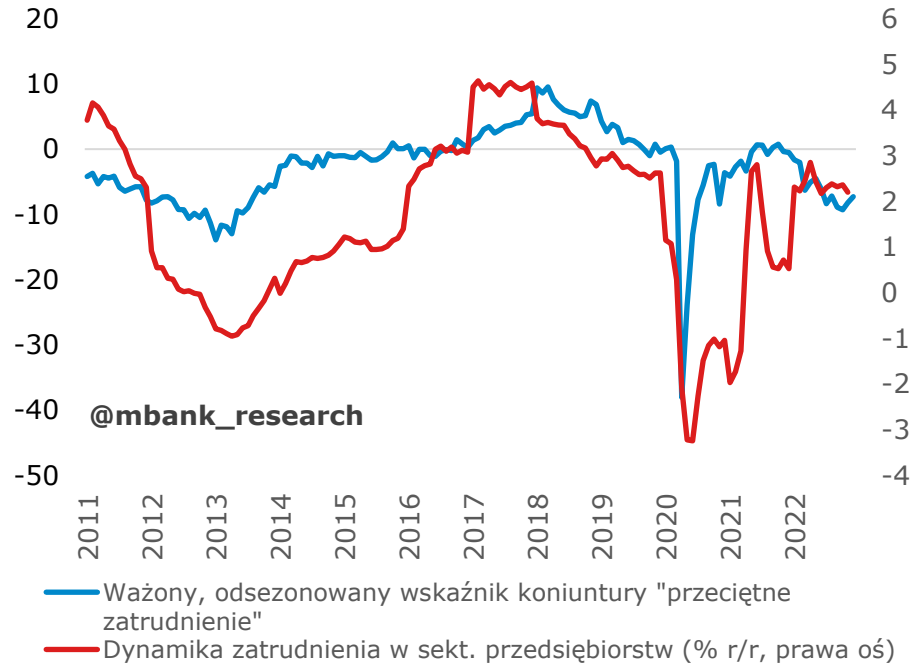
Od mniej więcej wakacji nasza prognoza była najniższa na rynku. Obecnie konsensus znacząco przybliżył się do tych poziomów. Wiemy już, że nie zrealizują się założenia skrajne, które generowały ryzyko w dół dla naszej prognozy (kryzys energetyczny). Tym samym w naszej prognozie zaczynają kształtować się ryzyka w górę. Jeszcze za wcześnie na zmianę liczb, ale stajemy się nieco bardziej pozytywni, także w odniesieniu do roku 2024. Ma to oczywiście swój rewers: gospodarka wejdzie ponownie na terytorium cyklicznego ożywienia z wysoką inflacją. To jeden z powodów, który zniechęca nas do oczekiwania rozluźnienia polityki pieniężnej w tym roku. Warto przywołać jeszcze raz analizę cykliczną z początku rozdziału (patrz [tutaj](#)) i hipotezę: cykliczne ożywienie wcale nie było nadmiernie wybujałe. Być może to, co obserwujemy na przełomie 2022/2023 roku, to tylko przerwa w reakcji na szok cenowy (i zejście innych czynników przejściowych) i zaraz będzie kontynuacja cyklu pełną parą.

# Rynek pracy i inflacja

Dwucyfrowa inflacja będzie zanikać, ale to nie oznacza pewności powrotu do poziomów sprzed lat. Rynek pracy jest mocny. Płace też. Cykliczne odbicie wróci przy wysokim poziomie inflacji bazowej (i inflacji ogółem).

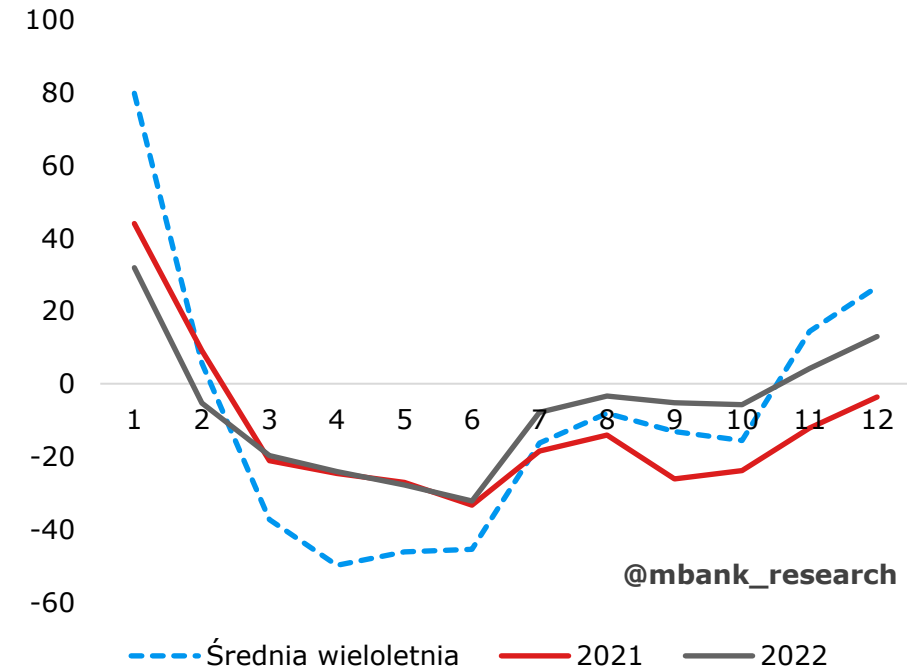
# Rynek pracy powoli zaczyna się subtelnie psuć. Z naciskiem na subtelnie.

Wskaźniki koniunktury wskazują, że hamowanie na rynku pracy powinno się odbywać w tempie 2012-2013 roku. Ale tego nie widać.



Źródło: Bloomberg.

Zmiany liczby zarejestrowanych bezrobotnych po miesiącach są wprawdzie coraz mniej korzystne, ale wygląda to jednak b. subtelnie.



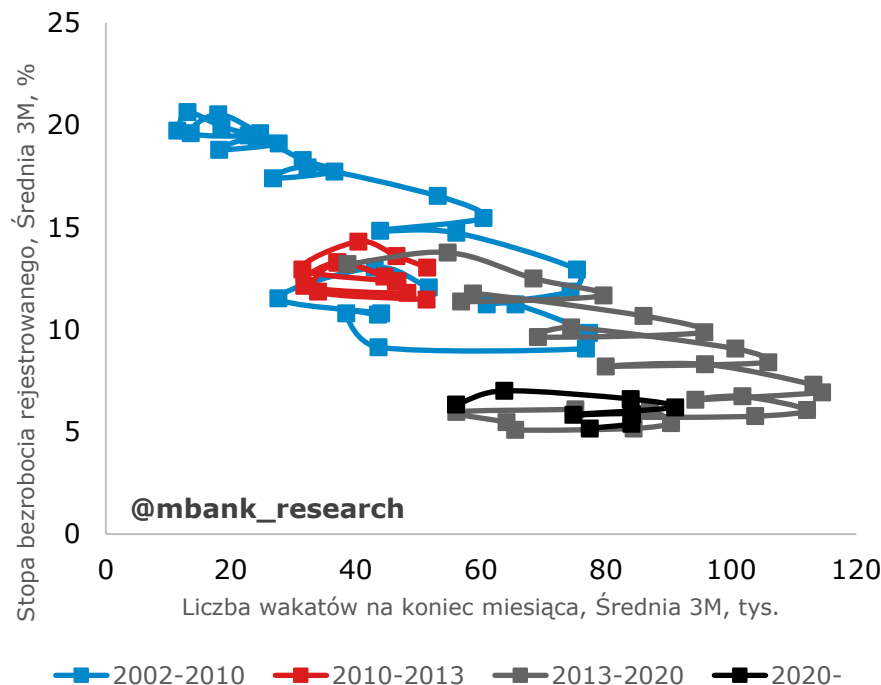
Źródło: GUS, opracowanie własne.

Subtelnie. To jest słowo dobrze opisujące stan rynku pracy w Polsce. PKB sugeruje, że gospodarka jest w fazie spowolnienia już trzeci kwartał z rzędu. Tymczasem jest to w zasadzie niewidoczne w zatrudnieniu.

Widzimy, że nieco pogorszyły się rejestracje nowych bezrobotnych (jest ich nieco więcej). Widać też pogorszenie wskaźników koniunktury, ale są to na tyle miękkie sygnały, że nie przywiązujemy do nich nadmiernej wagi. Rynek pracy wygląda na mocny i jest mocny.

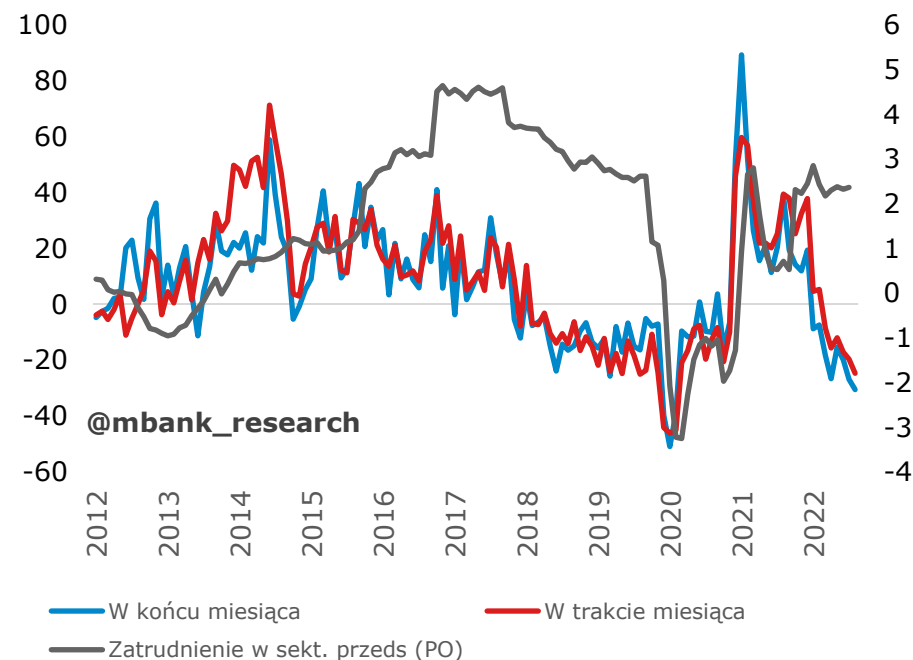
# Znaleźć można dla odmiany dowody na to, że (strukturalnie) rynek pracy jest po prostu mocny.

**Rynek pracy przy ścianie: w obecnym cyklu zależność między bezrobociem, a liczbą ofert pracy zaburzyła się nie tylko w USA.**



**Źródło:** Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

**Oferty pracy sugerują spadki popytu na pracę? Niby wskaźnik atrakcyjny, ale z zatrudnieniem ma niewiele wspólnego.**



**Źródło:** GUS.

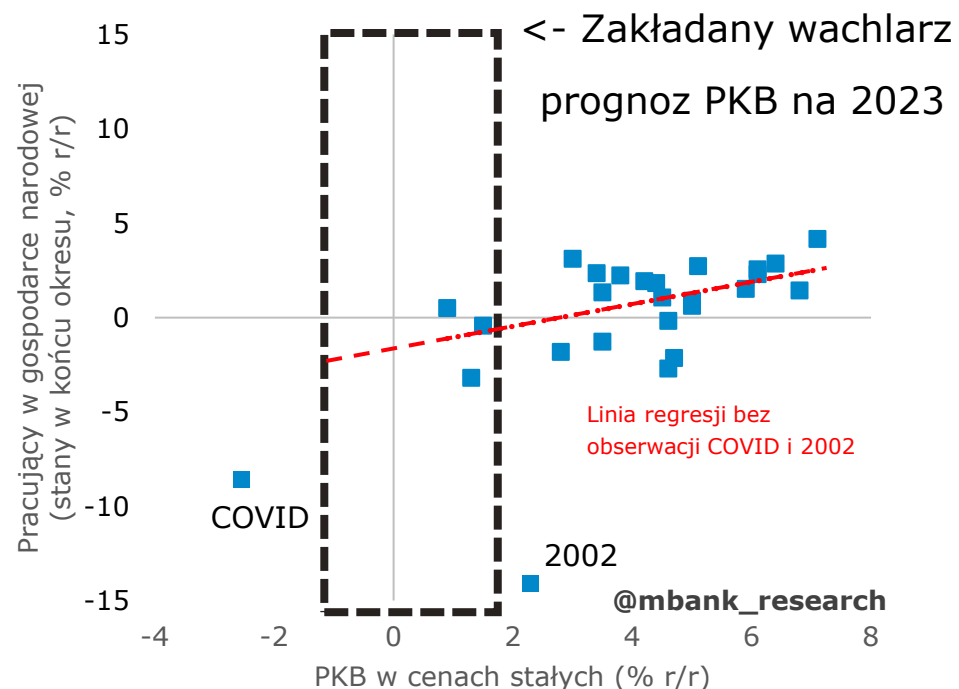
Spadek liczby ofert pracy (wakatów) to kolejny miękki wskaźnik, który nie jest istotny dla zatrudnienia, ale bardzo chętnie cytowany jako sygnał pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Dobrze odzwierciedla zatrudnienie tylko w momentach kryzysowych, gdy wszystkie zmienne poruszają się tak samo. Przydaje się na szczęście do czegoś innego. Używając go można stwierdzić, że zależność pomiędzy wakatami a bezrobociem (krzywa Beveridge'a) jest w ostatnim cyklu płaska. Stopa bezrobocia przestała odpowiadać na liczbę wakatów. Naszym zdaniem świadczy to o strukturalnych problemach podażowych, które będą trwałe. Oferty pracy kierowane są do pracujących. Sugeruje to, że zobaczymy co najwyżej niewielki wzrost stopy bezrobocia. Dostosowania „pójdzie” przez płace, choć to chyba za ostre określenie (o czym za moment).



# Gdzie szukać dynamiki zatrudnienia w 2023 roku?

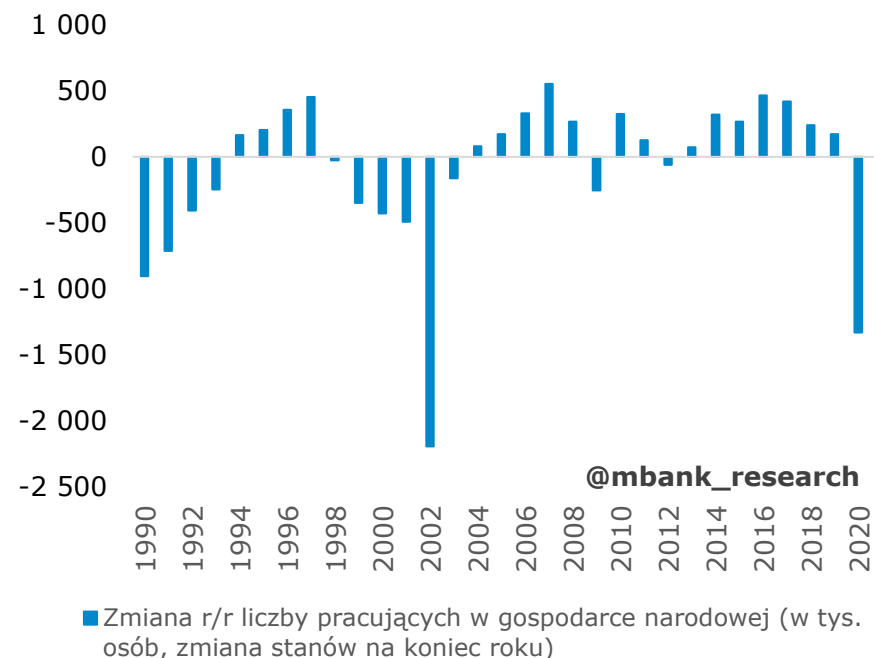
## Obstawiamy co najwyżej lekki minus r/r.

Pracujący w gospodarce narodowej vs PKB



Źródło: Opracowanie własne, źródło danych: GUS, Eurostat.

Okres *prosperity* 2014-2019 nie charakteryzował się super wysokim wzrostem zatrudnienia. Tąpnięcie covidowe otworzyło sporą lukę.



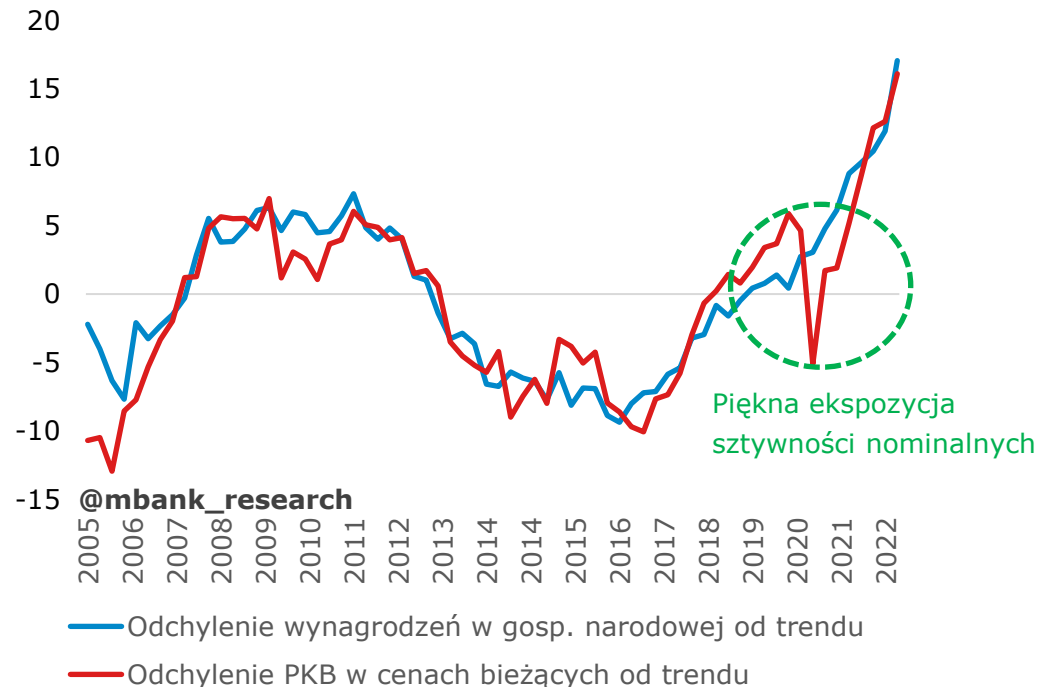
Źródło: Opracowanie własne, źródło danych: GUS, Eurostat.

Historia nie jest dobrym prognostykiem w zakresie zmian zatrudnienia. Po pierwsze dlatego, że uboga jest próba niskich wzrostów PKB (historia spadków PKB jest jednoelementowa). Regresje oparte na takiej próbie sugerują lekki spadek zatrudnienia w okolicach 1-2% (to 150-250 tys. miejsc pracy mniej; stopa bezrobocia 6,1%-7,1%). Po drugie jednak, jest to zapewne szacunek zawyżony w zakresie skali. Gospodarka nie zbudowała znaczącego zatrudnienia w okresie *super-prosperity* (pewnie przez podaż pracy, tu nadal potrzeby są pewnie duże). Pracujący nadal pozostają dobrem rzadkim. Firmy konkurują o pracowników między sobą, nie zbierają ich z „rynku”. Spadki koniunktury spowodują zniknięcie mniejszych firm z rynku. Te osoby mogą znaleźć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Obstawiamy dostosowanie głównie przez płace (uwaga jednak: to nadal implikuje, że płace nominalne w 2023 roku będą rosnąć szybciej niż w 2022).

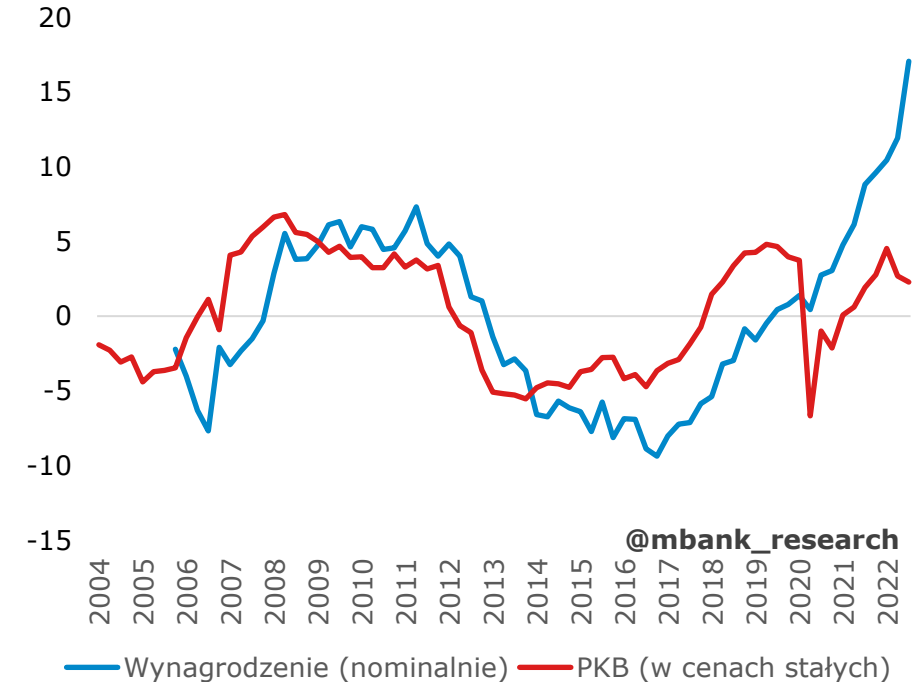
# Płace a fluktuacje aktywności gospodarczej.

## Niepokojąca korelacja.

Cykl PKB w cenach bieżących (opóźniony o 2 kw.) stanowi niezłe przybliżenie cyklu wynagrodzeń nominalnych w gospodarce narodowej.



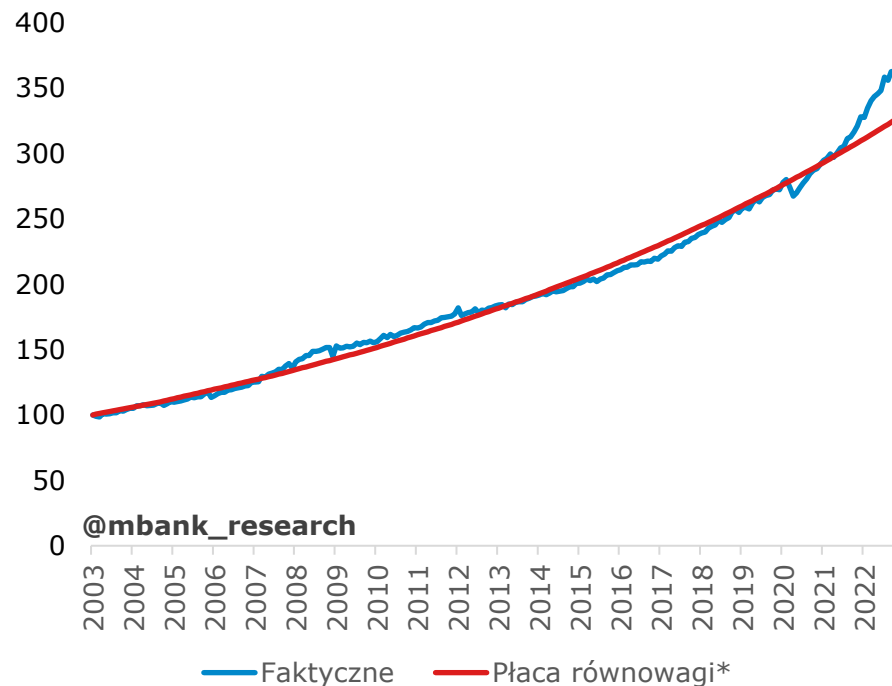
Cykliczny komponent realnego PKB vs cykliczny komponent nominalnych wynagrodzeń.



Złączenie cyklu nominalnego PKB z płacami nominalnymi wygląda bardzo dobrze. Przypomnijmy jednak, że do tej pory nie operowaliśmy przy tak wysokim poziomie inflacji. Ćwiczenie można powtórzyć dla realnej dynamiki PKB oraz płac nominalnych. Korelacja nie jest doskonała, ale widać wyraźnie spore wybiecie płac ponad „model”. Determinantą wysokich płac były zapewne więc nie tylko efekty podaży (niska pula osób bezrobotnych), ale też efekty cenowe. To jest niepokojące. Relacja płac nominalnych z inflacją jest zapewne dwukierunkowa. Oznacza to, że wysokie poziomy inflacji podbijają dynamikę płac (i vice versa). W 2023 roku będzie to samo. Spadki zatrudnienia, których się spodziewamy raczej nie będą w stanie przerwać tego procesu (aż strach pomyśleć, co byłoby z płacami bez reakcji polityki pieniężnej).

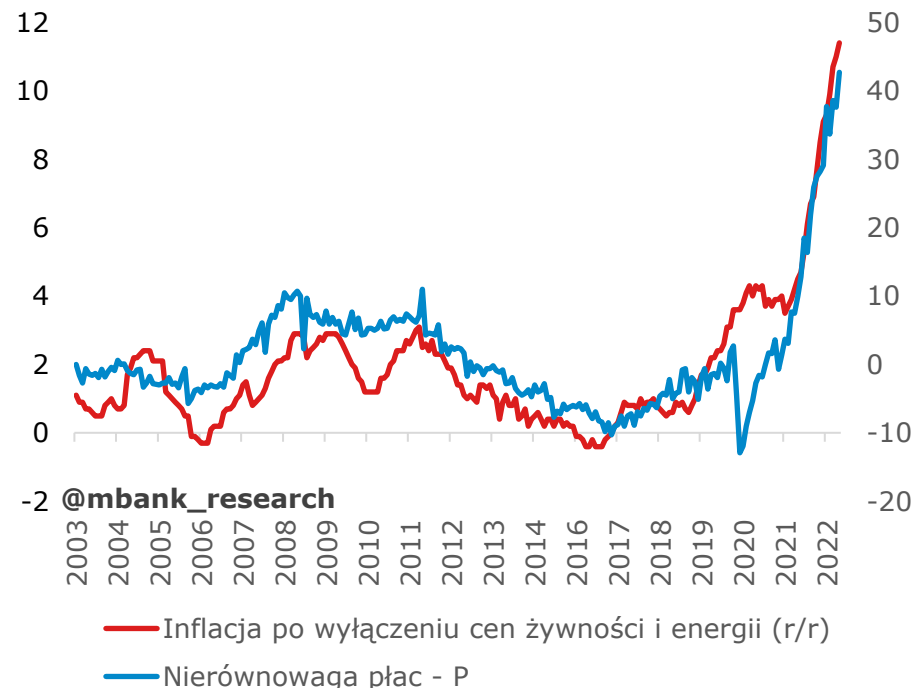
# Gdzie szukać dynamik płacowych? Jak bardzo daleko od „równowagi” jesteśmy.

Poszukiwanie płacy równowagi (sektor przedsiębiorstw) – podejście heurystyczne.



Źródło: Obliczenia i założenia własne.

Nierównowaga płacowa (sektor przedsiębiorstw) w zestawieniu z inflacją bazową (% r/r).

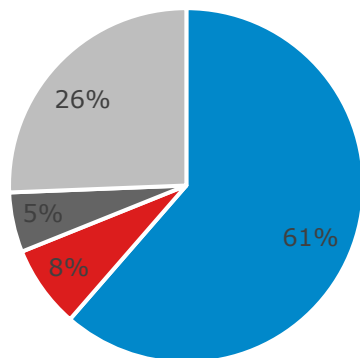


Źródło: Obliczenia własne.

\* Płaca równowagi jest efektem złożenia trzech komponentów: długookresowej produktywności na podstawie danych historycznych (2,7%), celu inflacyjnego NBP (2,5%) oraz komponentu realnego (1%) odzwierciedlającego efekt doganiania krajów bogatszych o wyższych kosztach pracy (poziom). Jak już zaznaczyliśmy, jest to podejście heurystyczne, bardziej kalibrowane niż szacowane. Szacujemy, że dynamika płac nominalnych wyniesie w 2023 roku co najmniej 12,5%. Część dostosowania zatrudnienia odbędzie się przez płace, jednak małe spadki zatrudnienia w połączeniu z wciąż ciasnym rynkiem pracy, wysoką inflacją, pływającą indeksacją płac nominalnych w postaci jednorazowych dodatków i dopłat oraz podwyżką płacy minimalnej (łącznie prawie 20%) zrobią swoje. Poza tym, rozpędzenie płac pozostaje duże (okolicie 1% m/m). Tu baza nie pomoże. Wysokie płace to kotwica dla inflacji bazowej.

# Koszyk inflacyjny: dekompozycja.

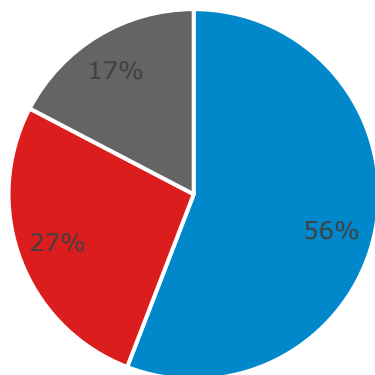
Dekompozycja koszyka inflacyjnego z  
wyeksponowaną częścią towarową



@mbank\_research

■ dobra nietrwałe ■ dobra półtrwałe ■ dobra trwałe ■ usługi

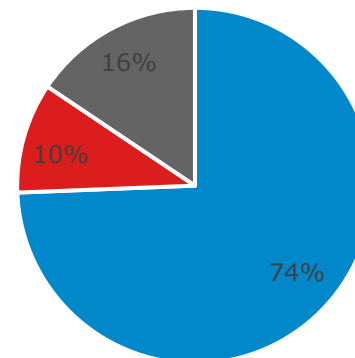
Dekompozycja koszyka inflacyjnego na  
część bazową oraz energię i żywność



@mbank\_research

■ Bazowa ■ Żywność ■ Energia

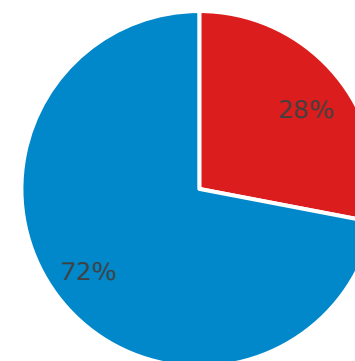
Dekompozycja koszyka inflacyjnego z  
wyeksponowaną częścią usługową



@mbank\_research

■ towary ■ usługi pracochłonne ■ usługi niepracochłonne

Udział inflacji cen administrowanych  
w inflacji bazowej



@mbank\_research

■ Ceny administrowane ■ Reszta

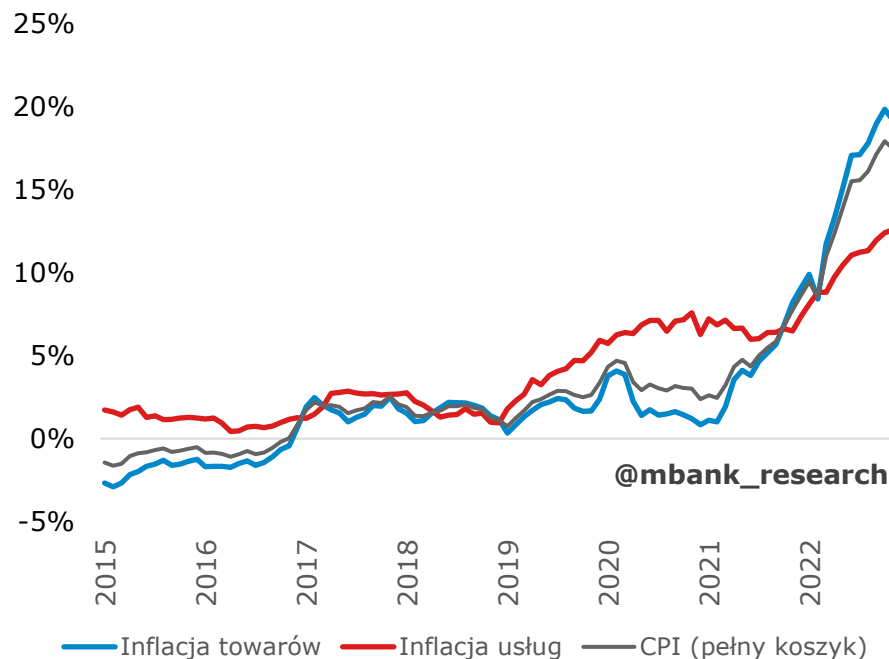
Źródło: GUS.

12.01.2023

Polska: Inflacja

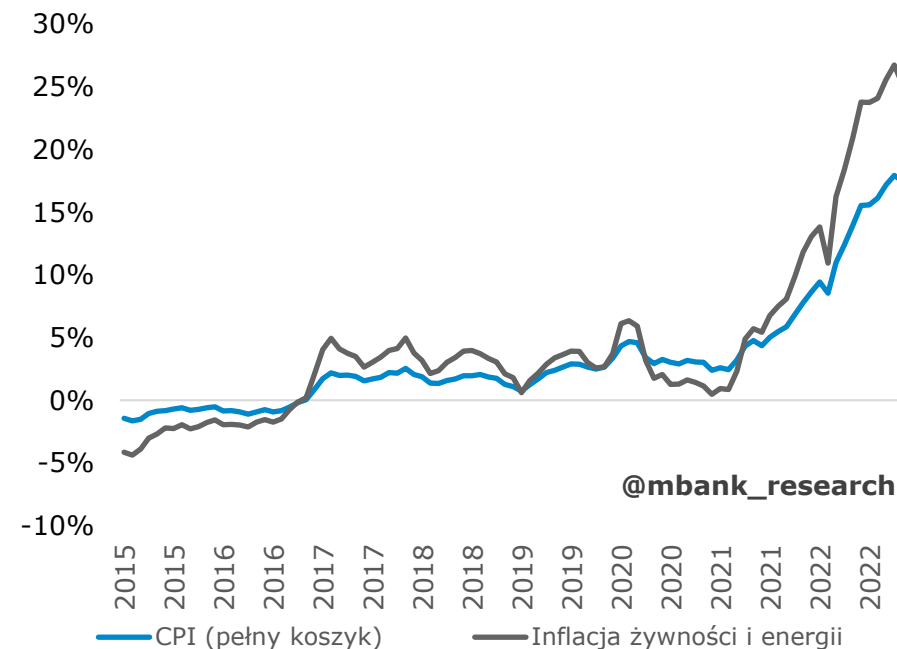
# Suma i skala szoków sprawiła, że wszystkie grupy towarów i usług wzrosły niemal tak samo #1.

Towary i usługi



Źródło: GUS, opracowanie własne.

Inflacja vs inflacja cen żywności i energii

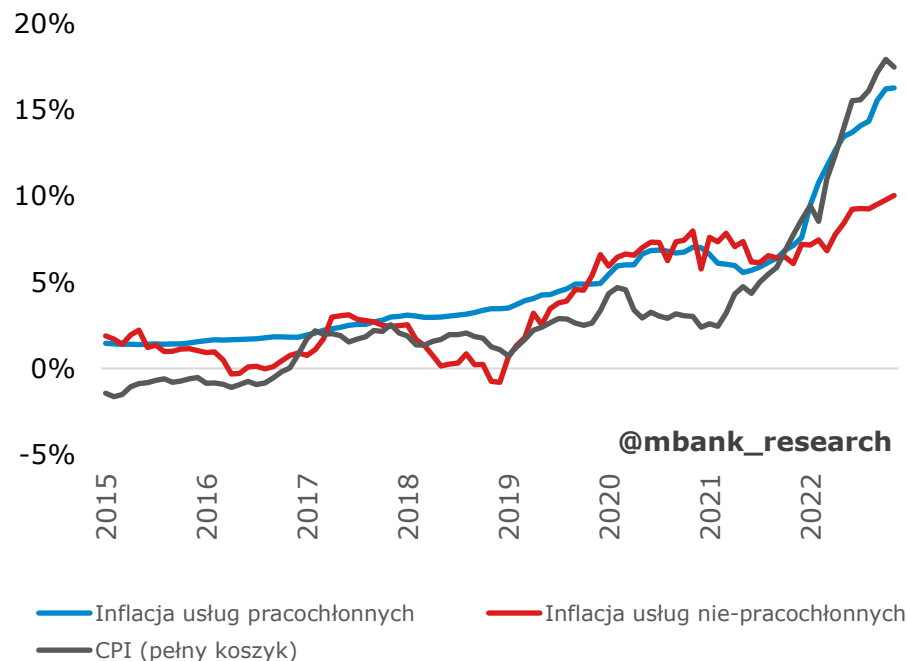


Źródło: GUS, opracowanie własne.

Szoki = szok energetyczny plus szok żywnościowy (napędzany dodatkowo przez szok energetyczny w związku z kosztami produkcji i popytem na żywność wykorzystywaną do produkcji paliw). Procesy niecykliczne o charakterze quasi-szokowym, które występowały, ale się kończą: 1) uwolnienie nadwyżkowego popytu, 2) przerwanie łańcuchów dostaw, 3) tymczasowa zmiana preferencji na towary względem usług i odwrotnie (związane z ograniczeniami epidemicznymi oraz po części z pewnym udziałem rynku nieruchomości napędzającym popyt na dobra trwałego użytku). Naszym zdaniem kluczowy był szok energii, z którego wywodzić można szok żywności, aczkolwiek izolowany szok cen żywności też wystąpił.

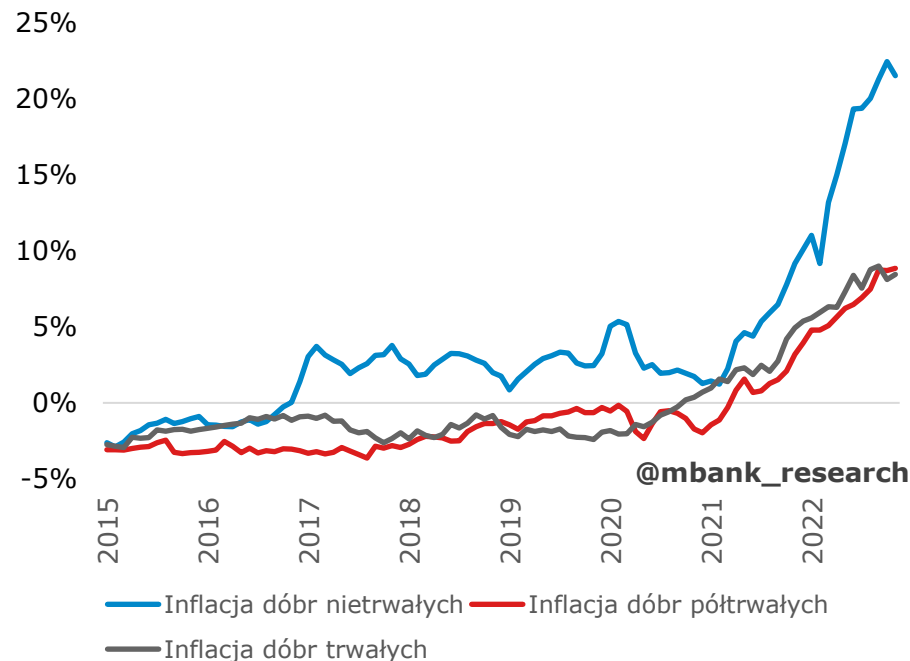
# Suma i skala szoków sprawiła, że wszystkie grupy towarów i usług wzrosły niemal tak samo #2.

## Usługi



Źródło: GUS, opracowanie własne.

## Towary

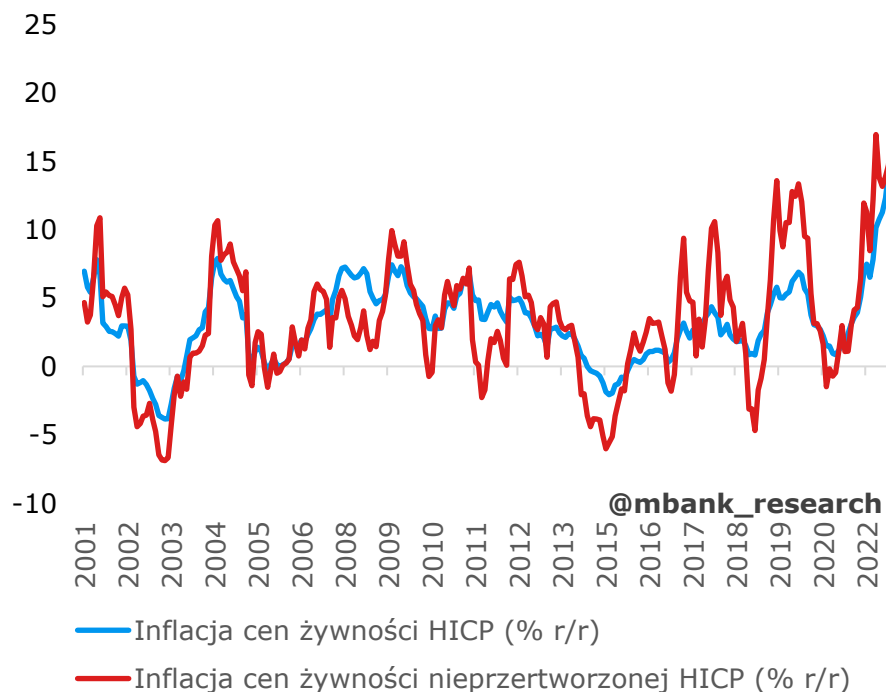


Źródło: GUS, opracowanie własne.

W przypadku przełożenia na inflację mamy serię sprzężeń. Po pierwsze mamy efekty bezpośrednie, gdzie szok wpada w postaci mało „przetworzonej” (paliwa, ogólnie energia). Z drugiej mamy oddziaływania wtórne tych elementów na wszystkie kategorie inflacji. Wreszcie dochodzi do oddziaływań wtórnych między różnymi elementami inflacji. Siła tych zjawisk jest z pewnością zależna od koniunktury (można śmiało zakładać, że lepsza koniunktura zwiększa intensywność transmisji, gorsza – zmniejsza). Skala szoku sprawia jednak (patrz slajdy [ten](#) i [ten](#)), że długości i skali ich transmisji na ceny nie jesteśmy pewni (może być całkiem długa). Intuicja podpowiada, że możemy tych szoków nie doceniać. Bardzo ważnym – niemal strukturalnym – elementem układanki inflacyjnej jest rynek pracy (podaż...).

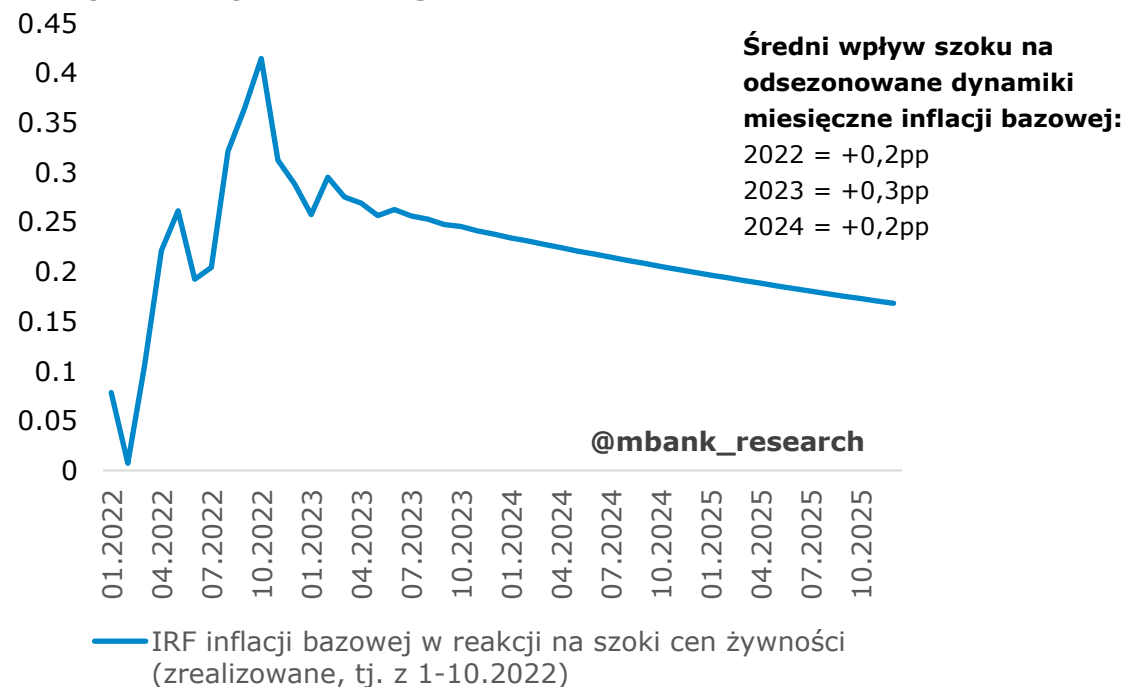
# Efekty szoku cen żywności w inflacji bazowej.

Szoki: żywność przetworzona i nieprzetworzona.



Źródło: Eurostat, GUS.

Zrealizowany szok żywności (łącznie 14,8%) będzie rezonował w inflacji bazowej bardzo długo.

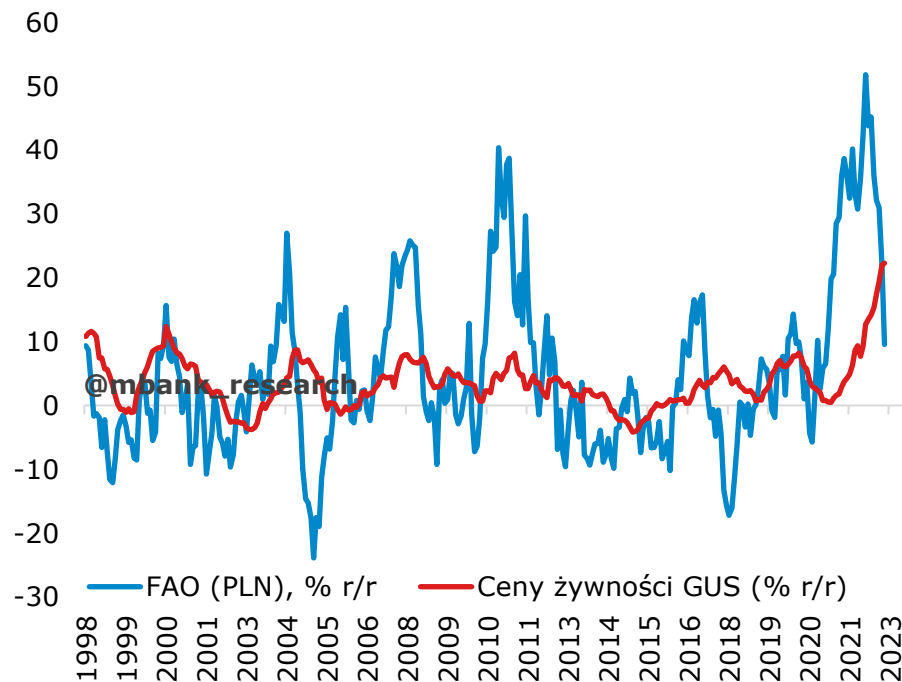


Źródło: Obliczenia własne na podstawie modelu SVAR ([link](#)).

Apogeum oddziaływania szoku pojawiło się w 2022 roku. W kolejnych latach jego siła oddziaływania maleje (co będzie miało ujemny wpływ na roczne zmiany inflacji bazowej i całej inflacji). Ten szacunek jest z pewnością niedoskonały, aczkolwiek został osiągnięty przy użyciu modelu, który można uznać za poprawny w świetle podstawowych narzędzi do jego diagnostyki. Stwierdzenie o istotnym wpływie szoku żywnościowego na inflację bazową jest poprawne. Można polemizować w zakresie skali. Szok cen żywności będzie jeszcze się wzmacniał (tu spadków cen nie będzie tylko miesięczne wzrosty).

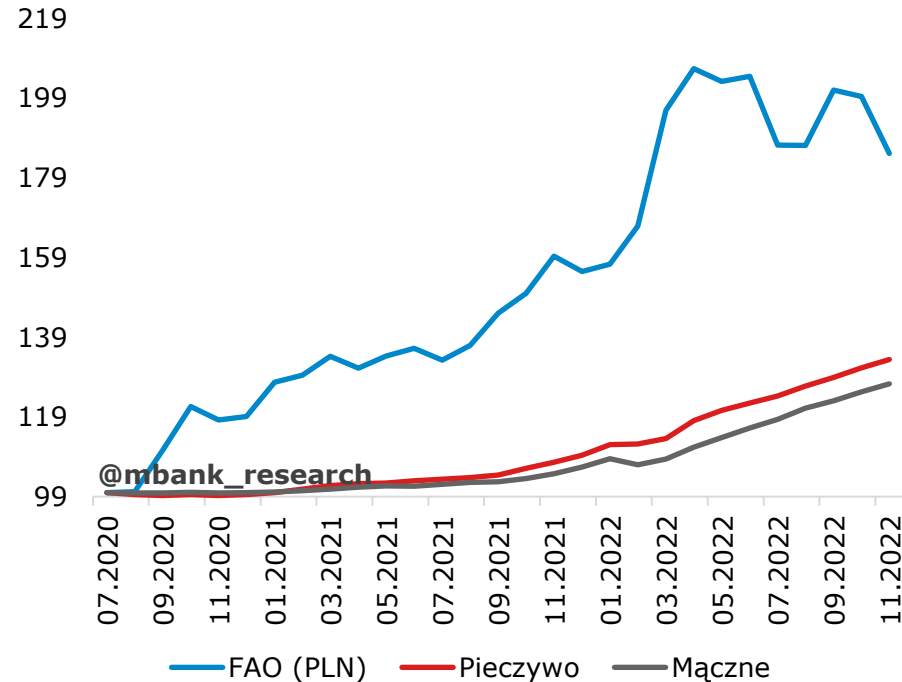
# Żywność: wskaźniki wyprzedzające zawyżają potencjał do spadków dynamik rocznych.

Wskaźniki wyprzedzające w postaci wyrażonego w PLN indeksu FAO sugerują rychle hamowanie cen żywności.



Źródło: GUS, FAO.

Ten szok żywnościowy jest jednak wyjątkowy w zakresie uporczywości i długości trwania.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS i FAO.

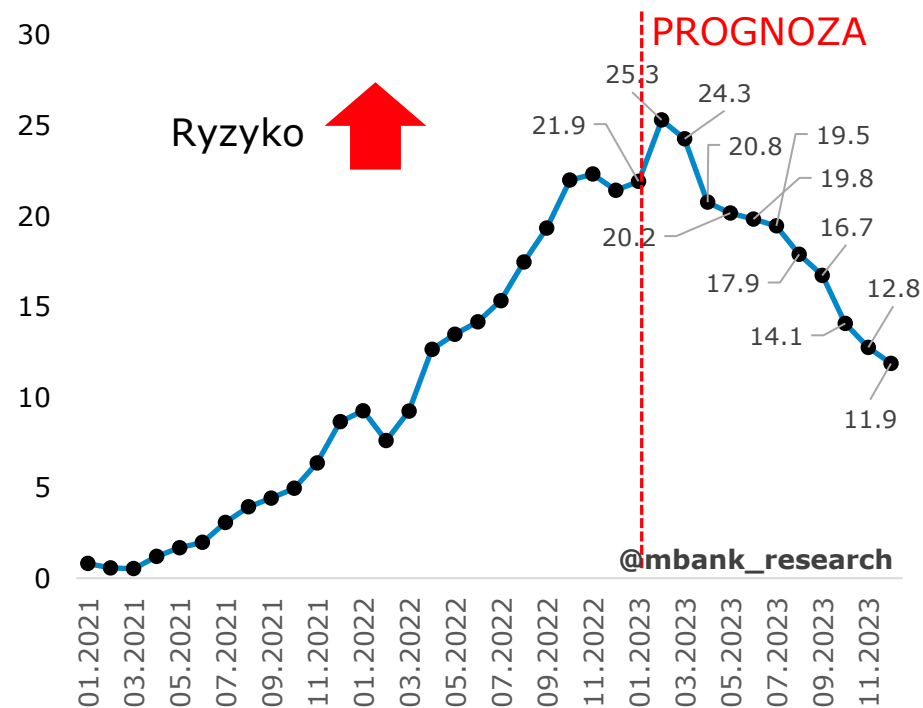
Skala globalnego szoku żywnościowego jest około 20% większa od tego z 2010. Ale reakcja lokalnych cen żywności była mniej więcej 2x większa. Ładnie widać to też na żywności przetworzonej (tu jako przykład pieczywo i wyroby mączne). Szok już się skończył, a mimo tego elementy te ciągle rosną po 1,5-2% m/m.

Ta uporczywość może nie być przypadkowa z uwagi na szok cen energii (i jego potencjalną długotrwałość). Dodatkowo nie mamy pewności, że nie wystąpią szoki wtórne na samych rynkach żywnościowych. W obecnych warunkach jest to wysoce prawdopodobne. Zmiana klimatu zwiększa zmienność warunków pogodowych i nieprzewidywalność cen w sezonie. Historia uczy, że bardziej prawdopodobne są zaskoczenia cenowe in plus, a nie in minus.



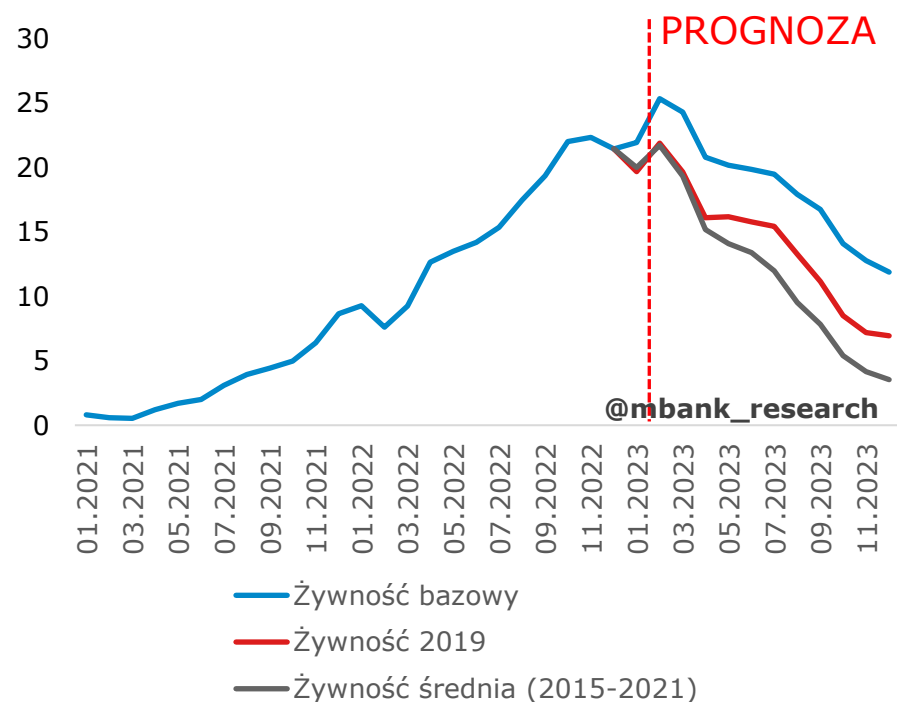
# Żywność. Co wstawiliśmy do prognozy?

Prognoza inflacji cen żywności (% r/r).



Źródło: GUS. Opracowanie własne.

Kilka prognoz „powrotu do średniej” (% r/r).

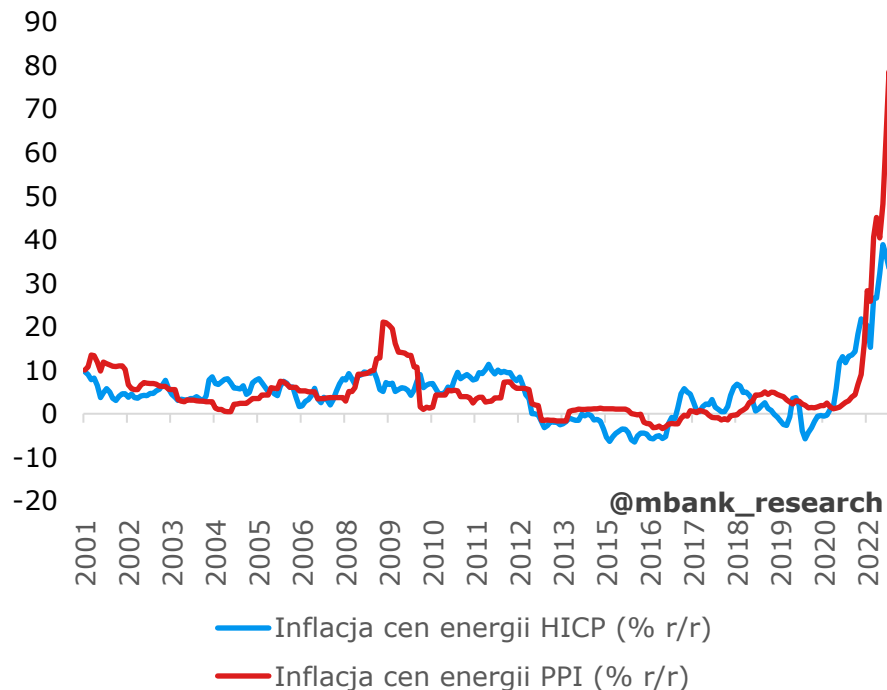


Źródło: GUS. Opracowanie własne.

Dynamika cen żywności znacząco się obniży (baza...). Naszym zdaniem ryzyka przechylone są jednak w górę. Utrzymaniu wyższych cen sprzyjać będzie filtrowanie się szoku energetycznego, wciąż niezła kondycja sfery realnej oraz prawdopodobne stopniowe wycofywanie tarczy żywnościowej (podwyżki VAT). Jeśli będzie to scenariusz powyborczy, to wycofanie przypadnie na lepszą koniunkturę, a więc łatwiej się też utrwali (ryzyka w górę dla inflacji po wyłączeniu efektów pierwszej rundy zmian podatkowych). Prognozy bazujące na powrocie do średnich implikują znacznie niższe ścieżki cen żywności. Gdyby się realizowały, ścieżka inflacji byłaby niższa o 1,5pp (żywność 2019) i 2,5 pp. (żywność średnia 2015-2021).

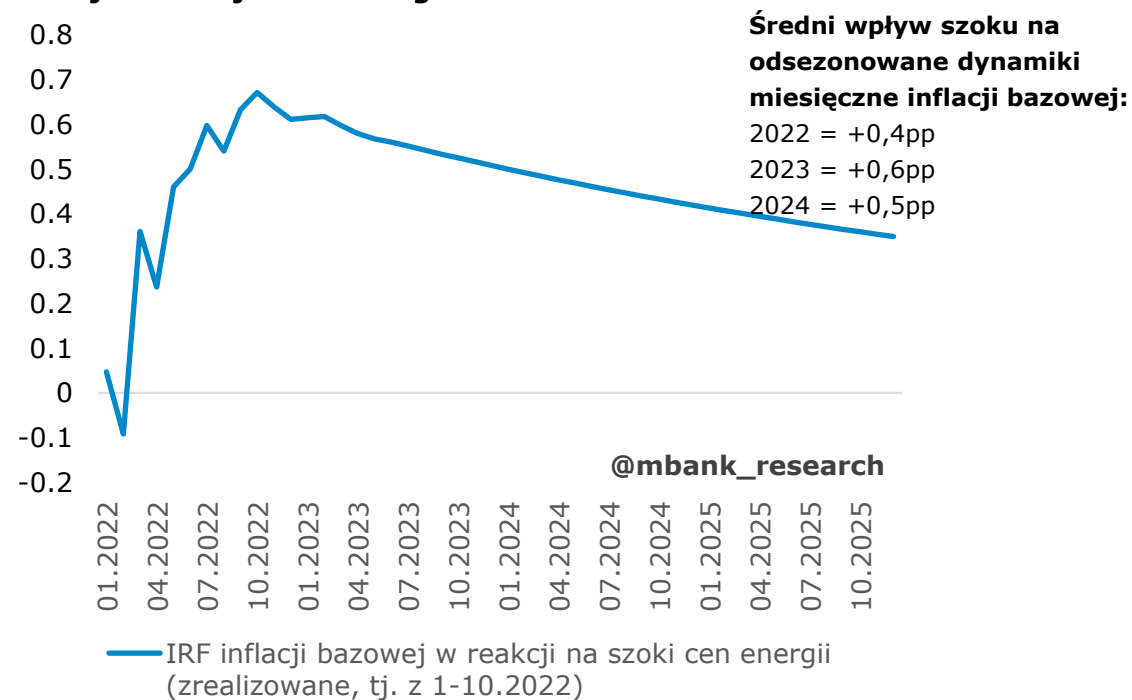
# Efekty szoku cen energii w inflacji bazowej.

**Szoki: komponent energetyczny w HICP (łącznie z opałem i paliwami) oraz komponent energetyczny z PPI.**



Źródło: Eurostat.

**Zrealizowany szok cen energii (łącznie 27,6%) będzie rezonował w inflacji bazowej bardzo długo.**

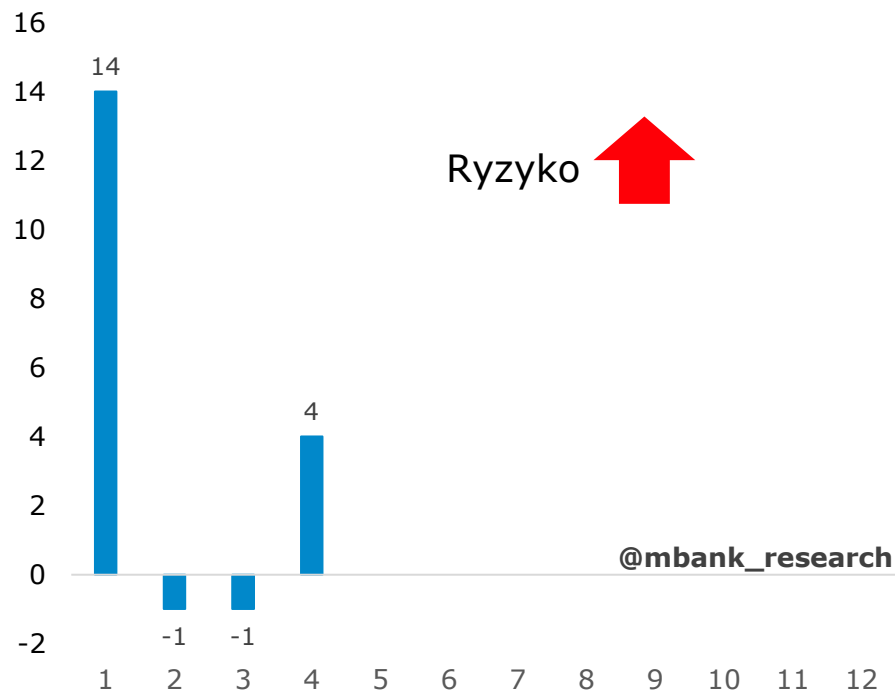


Źródło: Obliczenia własne na podstawie modelu SVAR ([link](#)).

Apogeum oddziaływania szoku pojawiło się w 2022 roku. W kolejnych latach jego siła oddziaływania maleje (co będzie miało ujemny wpływ na roczne zmiany inflacji bazowej i całej inflacji). Ten szacunek jest z pewnością niedoskonały, aczkolwiek został osiągnięty przy użyciu modelu, który można uznać za poprawny w świetle podstawowych narzędzi do jego diagnostyki. Stwierdzenie o istotnym wpływie szoku energetycznego na inflację bazową jest poprawne. Można polemizować w zakresie skali. W modelu stosujemy dla uproszczenia szok w cenach energii dla konsumenta (jest to jakieś *proxy* dla energii dla wszystkich podmiotów, ale oczywiście niedoskonałe). W tym ujęciu szok nie wygasa w 2023 roku, lecz będzie się wzmacniał – dalsze wzrosty cen energii przed nami, choćby w styczniu.

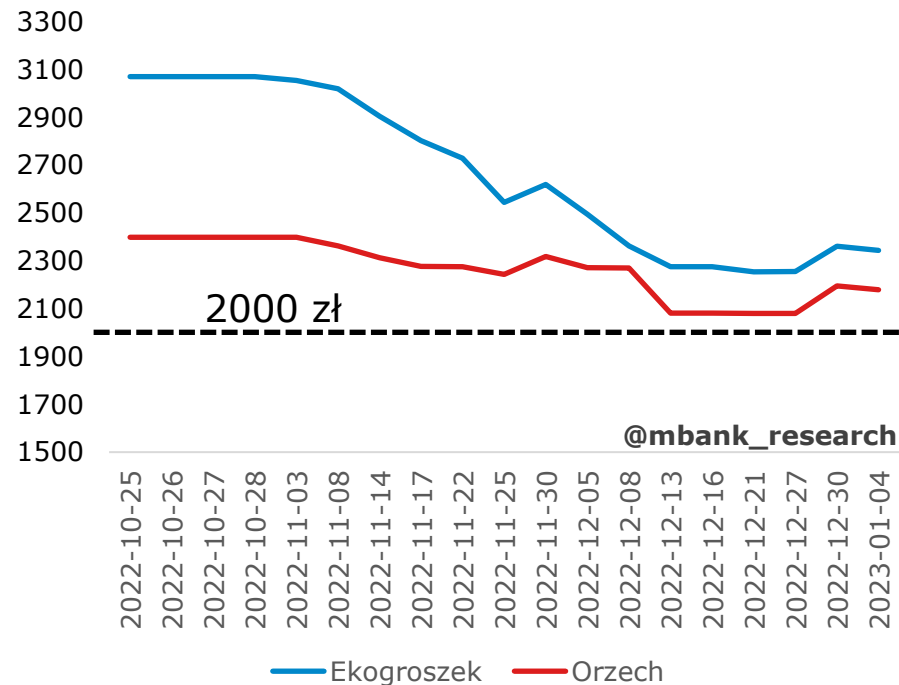
# Energia dla konsumenta. Jak to widzimy?

Oczekiwana ścieżka cen energii z uwagi na efekty regulacyjne oraz dostosowania cen niepodlegających regulacji (% m/m).



Źródło: GUS, opracowanie własne.

Ceny węgla zbliżają się do ceny „rządowej”. Możliwe niewielkie przestrzelenie, ale kończy się przestrzeń do spadków.

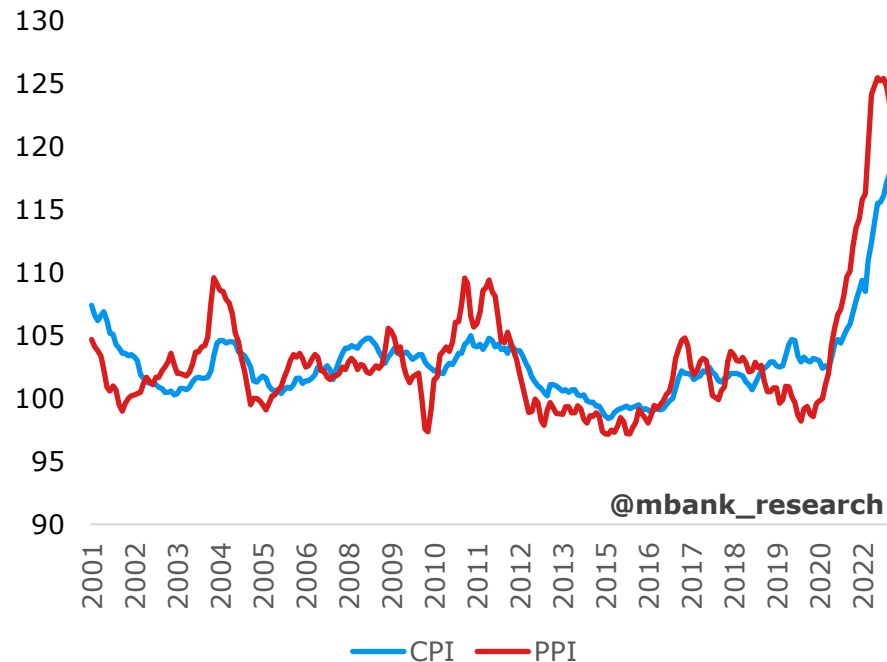


Źródło: Opracowanie własne na podstawie kilku składów węglowych (scraping).

Ceny energii na początku roku wzrosną o około 14% (efekty zmian VAT minus „jakieś” uwzględnienie zniżek w przypadku gazu). Ryzyka naszym zdaniem rozkładają się w górę. Ceny węgla jeszcze w styczniu będą wyraźnie spadały, natomiast w kolejnych miesiącach efekt ten będzie wygasał. Węglowa deflacja zrealizuje się w ciągu kilku miesięcy. Widzimy tu raczej ryzyka w górę.

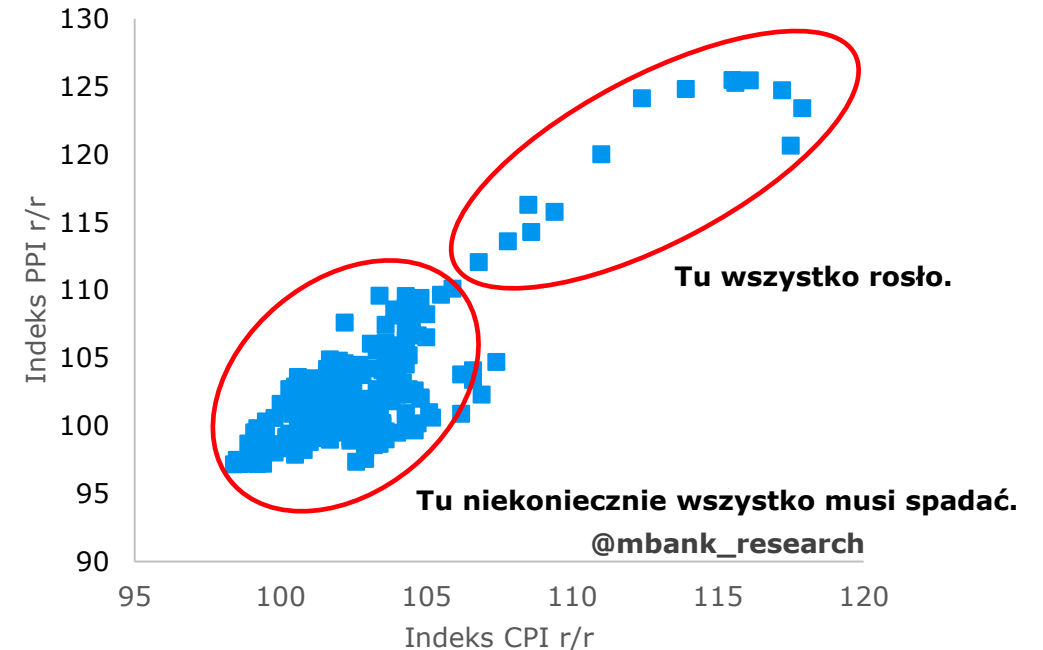
# Wpływ PPI na CPI. Wierzyć, czy ignorować?

Zależności pomiędzy CPI i PPI historycznie (indeks r/r) dobrze i z wyprzedzeniem wyznaczają górki i dołki.



Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

Nie za wiele jednak mówi jak mocno spadnie inflacja. Relacja w dół jest słabo określona.

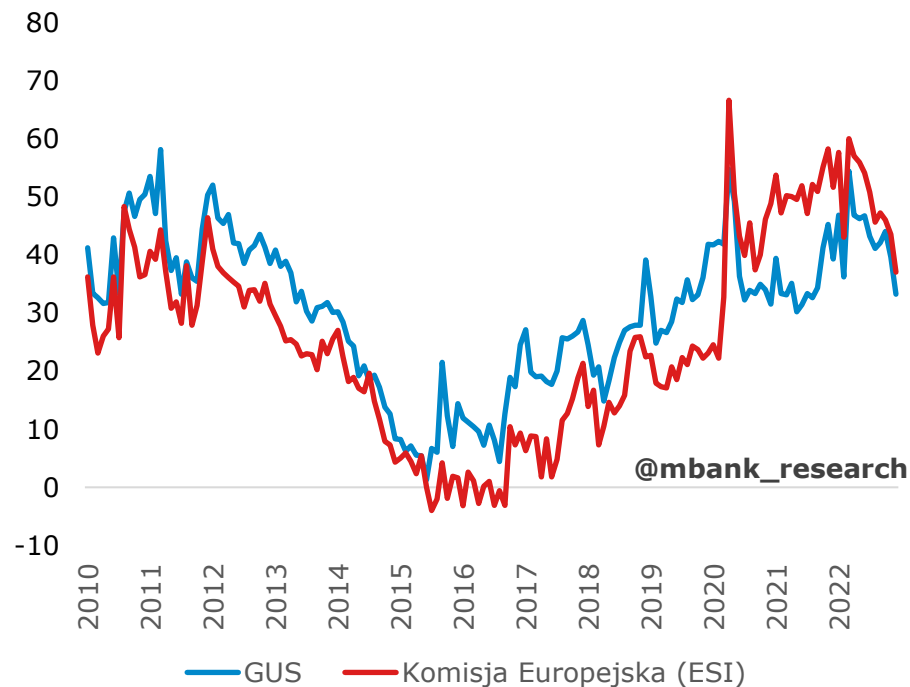


Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

Przebieg dynamik rocznych PPI i CPI wyznacza punkt, od którego można rozpocząć odliczanie do spadku inflacji CPI. To podejście nie jest jednak idealne w przypadku wyznaczania poziomu inflacji. Do punktu zwrotnego już blisko, ale zaburzają go ceny energii. Czy ten wniosek ma dużą wartość? To lepsze niż argumenty oparte na bazie statystycznej, ale wciąż to tylko potwierdzenie, że inflacja niebawem zawróci. Na tej podstawie nie dowiemy się dokąd dojdzie. Sytuacja w 2022 roku była nietypowa, bo mieliśmy dużą presję w górę na wszystkie ceny. Ceny w dół są bardziej sztywne i opadanie będzie bardziej zniuansowane (tym niemniej spadki dynamik cenowych oczywiście wystąpią).

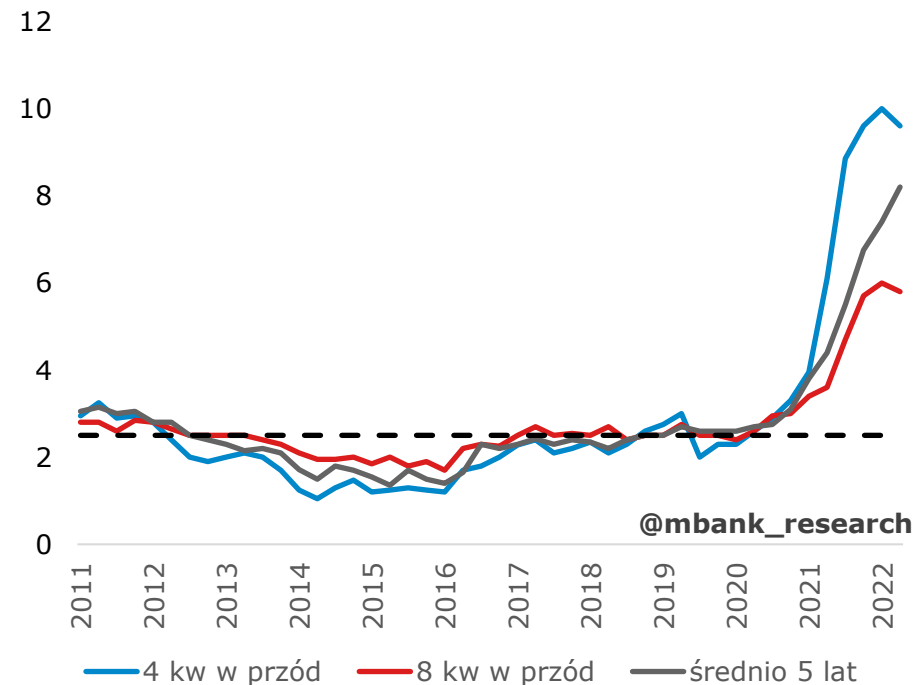
# Oczekiwania inflacyjne spadają, ale są (bardzo) wysoko. Liczby podają tylko ekonomiści.

Zmiana cen konsumpcyjnych w ciągu najbliższych 12 miesięcy (pkt.).



Źródło: GUS, Komisja Europejska.

Oczekiwania inflacyjne ekonomistów mierzone w ankiecie makroekonomicznej NBP (% r/r).

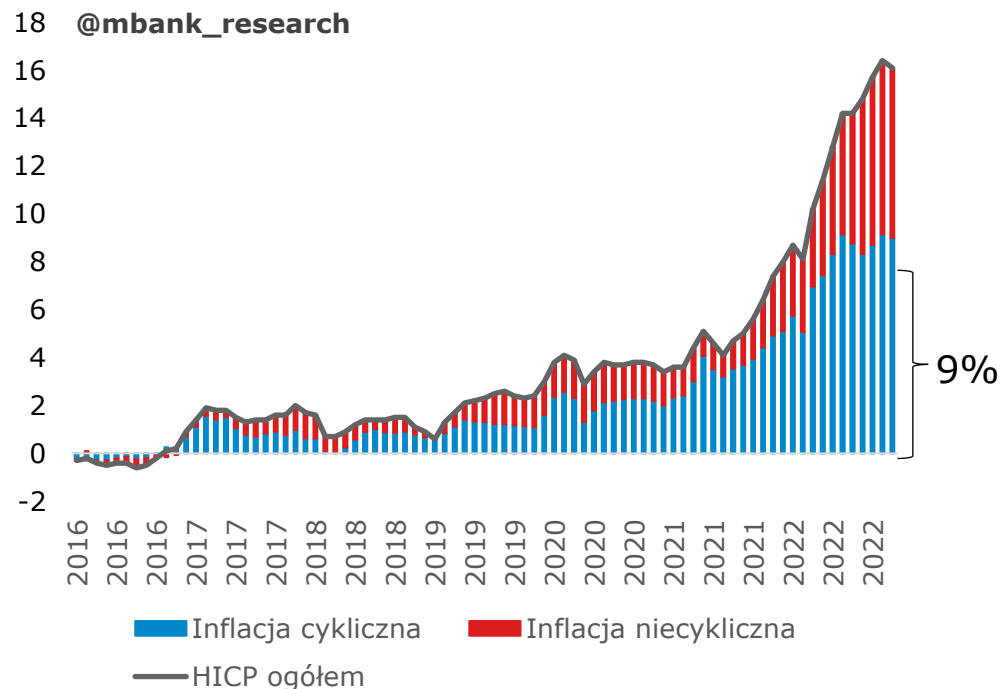


Źródło: Ankieta makroekonomiczna NBP

Oczekiwania inflacyjne spadają (każde), ale poziomy wciąż pozostają wysokie. O ile trudno jednoznacznie wyczytać zakładany poziom inflacji z opinii konsumentów (wiemy czy oczekują oni wzrostu/spadku tempa wzrostu cen, tu możliwe jest wiele pomyłek ankietowanych w rozróżnianiu tempa i poziomu), o tyle trudno o takie problemy podejrzewać profesjonalnych ekonomistów. W ankiecie NBP (jak nigdy w historii) prognozowana inflacja w rocznym i dwuletnim horyzoncie pozostaje daleko ponad celem inflacyjnym. Pierwszy raz w historii prognozy długoterminowe oderwały się tak mocno od celu NBP i tak mocno zareagowały na bieżącą inflację.

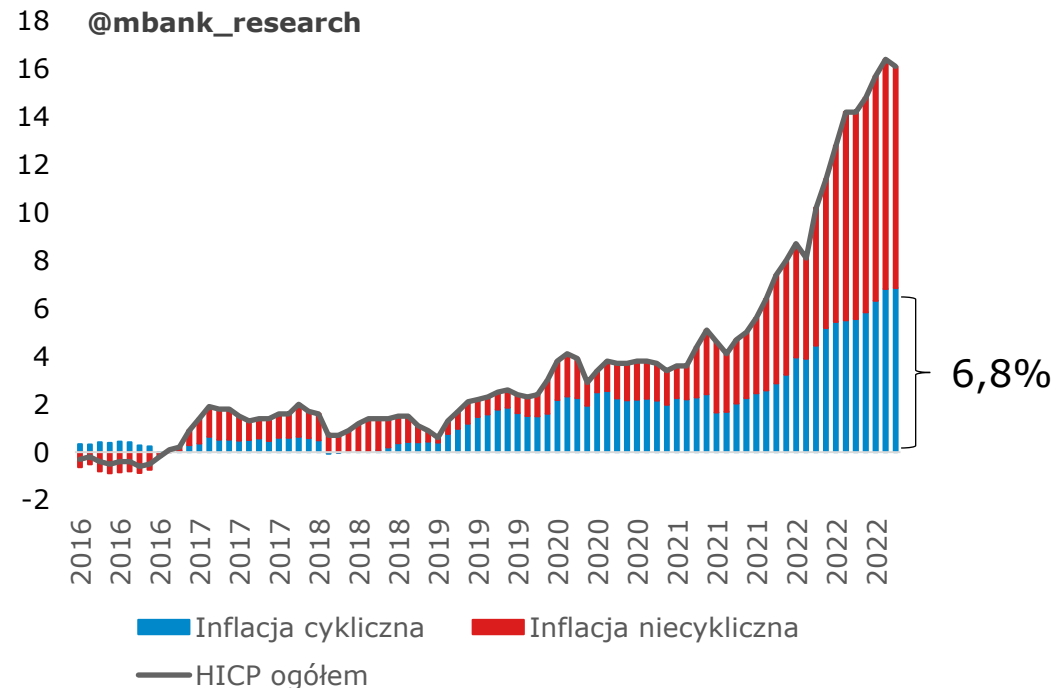
# Inflacja cykliczna i niecykliczna.

Dekompozycja inflacji (dobór kategorii COICOP na podstawie kryterium AIC – mniej konserwatywnie).



Źródło: Opracowanie własne ([link](#)).

Dekompozycja inflacji (dobór kategorii COICOP na podstawie kryterium BIC – bardziej konserwatywnie).

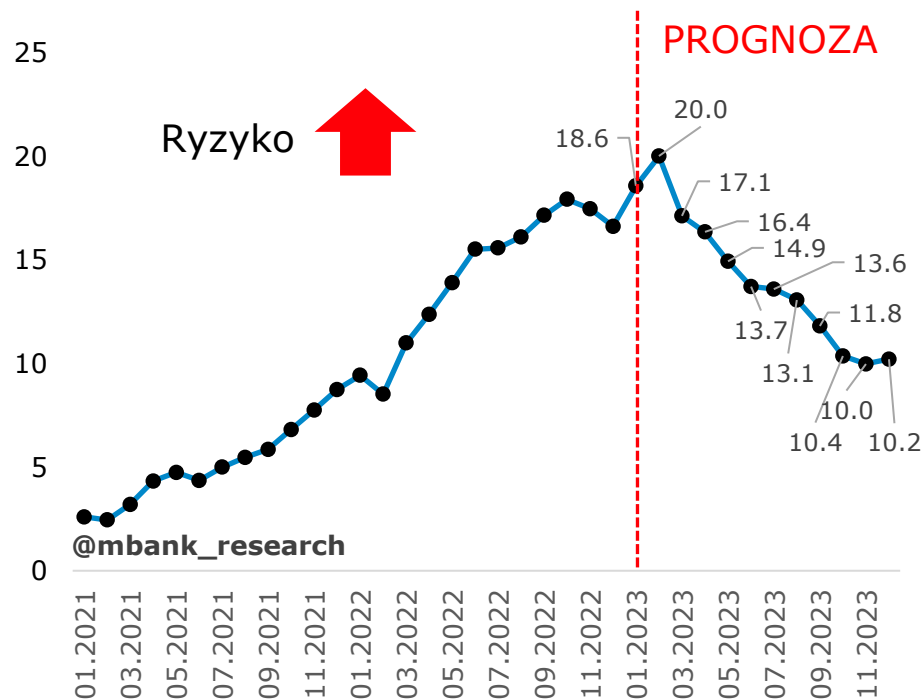


Źródło: Opracowanie własne ([link](#)).

Wyjaśnienie konstrukcji tego podziału inflacji zawarliśmy [tutaj](#). Zaprezentowane wykresy to nie sprzeczność. Raczej należy na to patrzeć tak, że inflacja cykliczna stanowi między 7 a 9% całości inflacji (zachowujemy sceptycyzm poznawczy i nie wybieramy sobie kryterium, aby dekompozycja lepiej pasowała do tezy). Same wzrosty wspomnianej inflacji cyklicznej przedstawiliśmy [tutaj](#). Na podstawie powyższych obliczeń raczej trudno wysnuć tezę, że inflacja cykliczna zaczyna się obniżać. Obserwujemy co najwyżej stabilizację i to tylko dla mniej konserwatywnego kryterium AIC.

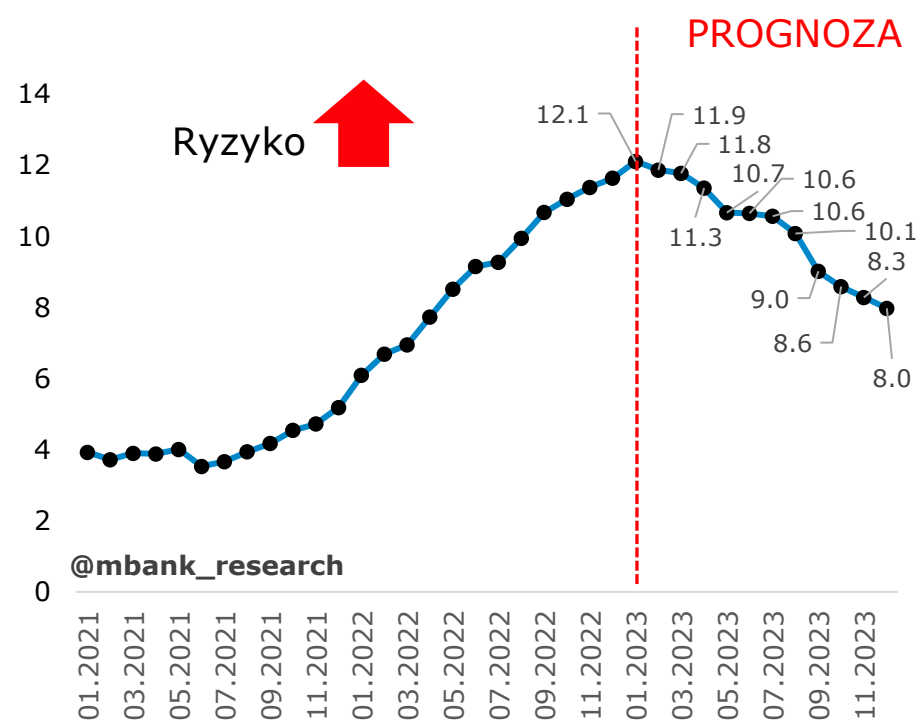
# Prognoza inflacji. Prognoza inflacji bazowej.

Prognoza inflacji (% r/r).



Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

Prognoza inflacji bazowej (% r/r).

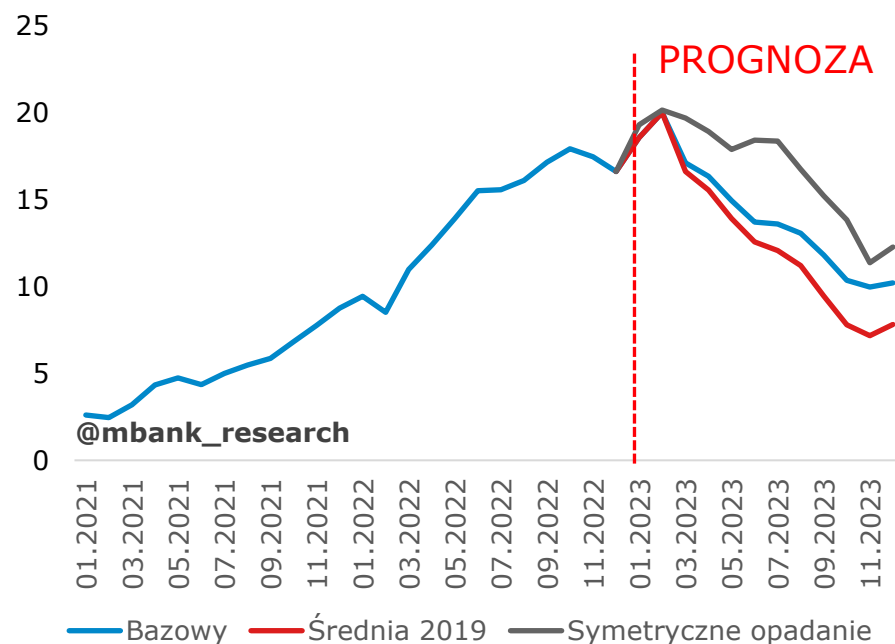


Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

Skoro wszędzie mamy ryzyka w górę, to i tutaj nie może być inaczej. Po pierwsze, należy zachować sceptycyzm odnośnie do perspektywy zakresu spadków „nakładki” żywnościowo-paliwowej. Po drugie, dekompozycja inflacji bazowej wskazuje, że szoki energetyczno-żywnościowe solidnie ją podbiły i będzie tam sporo inercji. Po trzecie, inflacja cykliczna może być wyżej niż myślimy (i nie zawraca). Po czwarte, oczekiwania inflacyjne, pomimo obniżenia się, plasują się daleko od celu. Po piąte, płace niepokojąco dobrze reagują na dynamikę nominalnego PKB, co czyni twierdzenia o znaczeniu oczekiwań inflacyjnych dla płac bliższe rzeczywistości, niż sądziiliśmy. Po szóste, gospodarka odbije (i pewnie wznowi okres przebywania ponad trendem) przy dwucyfrowej inflacji i dwucyfrowej dynamice płac. To ma być dezinflacja?

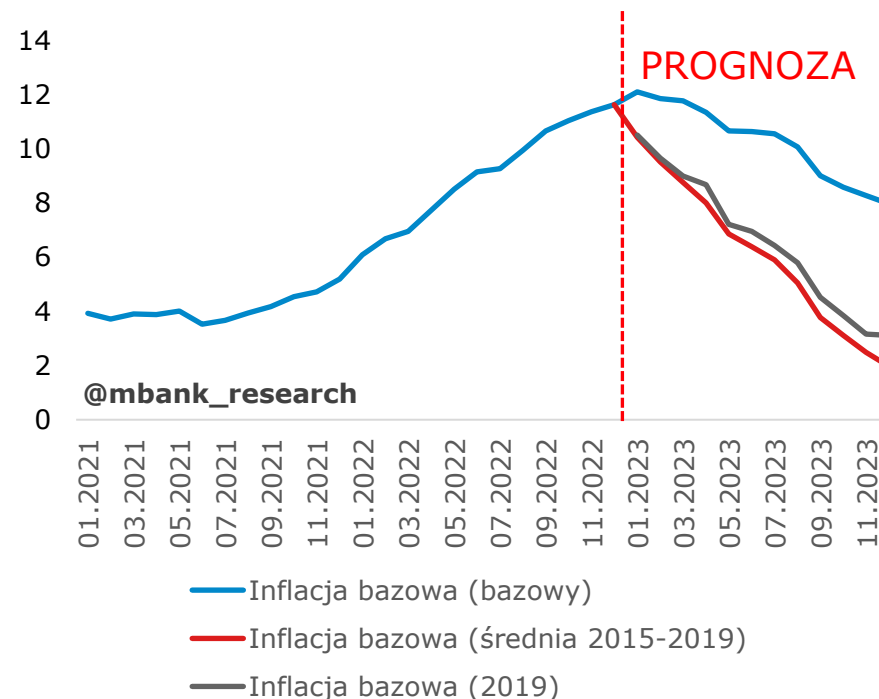
# Inne warianty prognoz inflacji i inflacji bazowej.

Różne warianty prognozy inflacji (% r/r).



Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

Różne warianty prognozy inflacji bazowej (% r/r).



Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

Chcieliśmy się przekonać jak wyglądałyby prognozy inflacji, gdyby mechanicznie przepisać scenariusze historyczne. Rok 2019 wybraliśmy ze względu na moment w cyklu, czyli początku umacniania presji cenowej. Średnia 2015-2019 to wiadomo – okres *goldilocks economy*. PKB bardzo szybko rósł, ale specyfika gospodarki globalnej generowała deflację (przy luźniejszym rynku pracy). Scenariusz symetrycznego opadania bazuje na tezach, że inflacja dużo wolniej opada niż rośnie (tezy te mają naszym zdaniem jeden problem: umocowanie na próbie równej 1 epizod). Chcieliśmy popatrzeć co byłoby, gdyby dynamiki rocznej inflacji opadały tak jak rosły (to czysto mechaniczne ćwiczenie na rocznych zmianach).

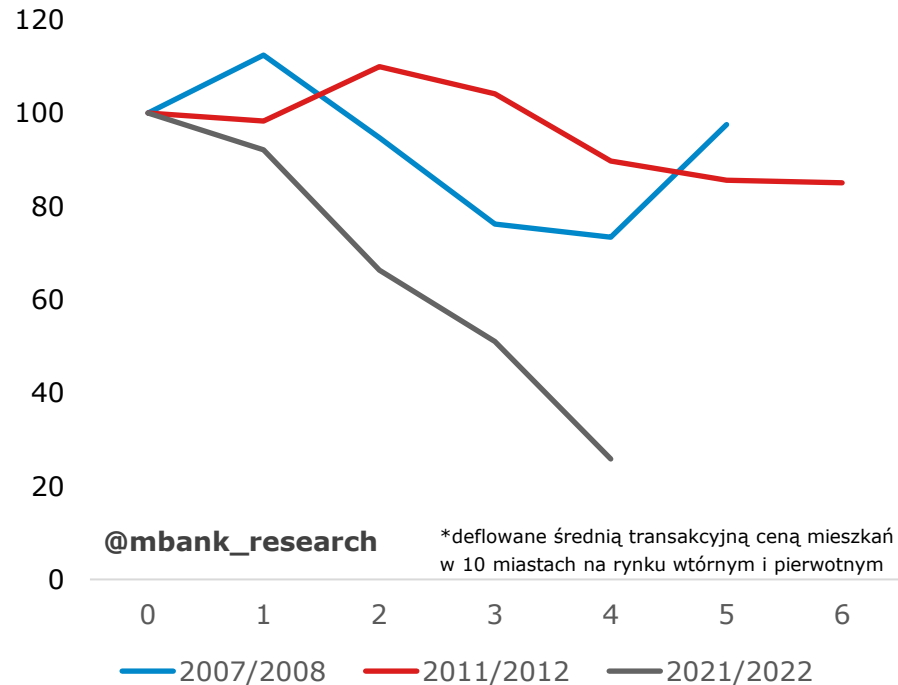


# Stopy procentowe

Brak przestrzeni do obniżek stóp w 2023 roku. Zmiana funkcji reakcji polityki pieniężnej póki co wspiera jednak zakłady rynkowe na cięcia stóp.

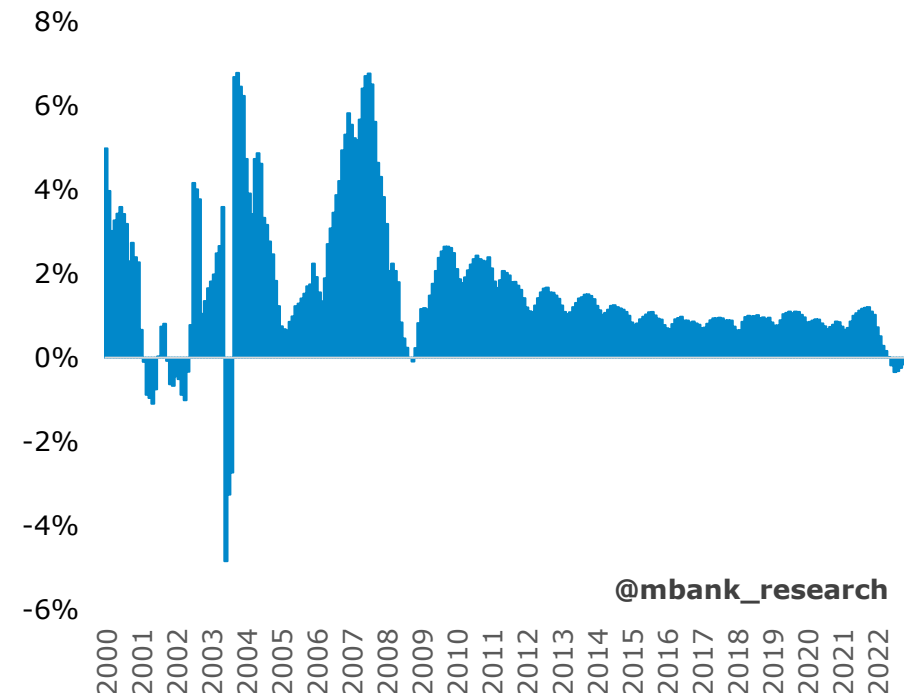
# Podwyżki stóp procentowych działają istotnie na kreację nowego kredytu. Na depozyty też.

Realna\* produkcja nowego kredytu hipotecznego w różnych cyklach zacieśniania monetarnego (oś pozioma – kwartały od startu cyklu).



Źródło: AMRON, NBP.

Wolumen kredytu mieszkaniowego w PLN (% m/m, średnia 3M).

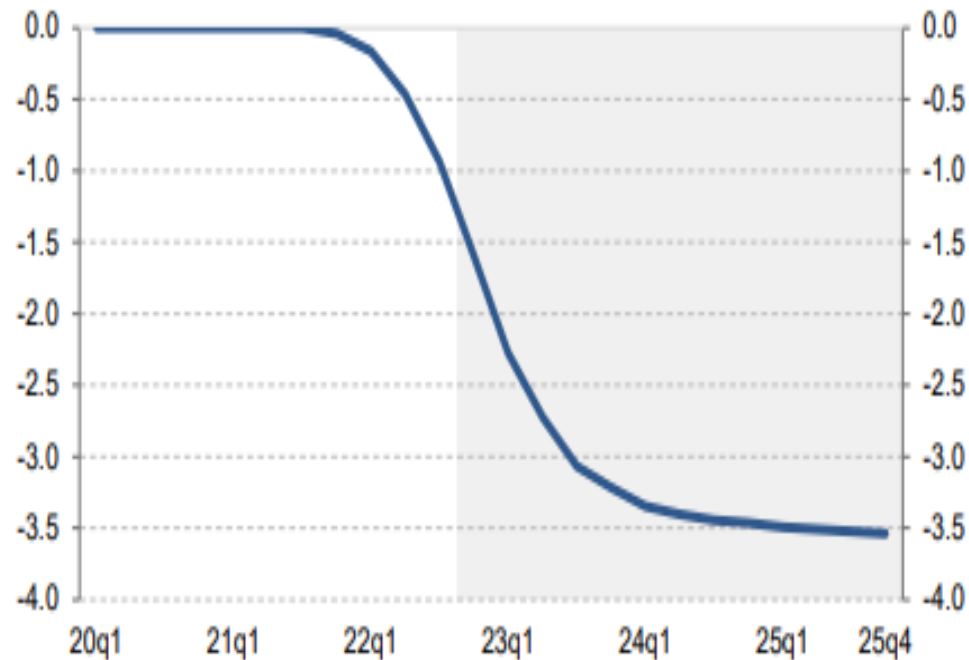


Źródło: NBP.

Choć działania rządu w pewnym stopniu blokowały siłę oddziaływania polityki pieniężnej na realną sferę gospodarki (koszty obsługi kredytów względem dochodu rozporządzalnego wzrosły w mniejszej skali niż w poprzednich cyklach zacieśnienia), to nie odwróciły tego procesu. Uwidocznione jest to przede wszystkim w przypadku kanału stopy procentowej (częściowo także kanału kredytowego, który wzmacni się z biegiem czasu). W efekcie mamy do czynienia z ogromnym hamowaniem akcji kredytowej (hipoteki). Ponadto, nie tylko w ujęciu realnym apetyt na kredyt istotnie kurczy się. Spadki dotyczą również wolumenu kredytu w ujęciu nominalnym (od połowy 2022 odnotowujemy systematyczne miesięczne spadki). Jest to także efektem zwiększonych nadpłat kredytów, czemu pomagają „wakacje kredytowe”. Piętno na całym procesie odcisnęła również rekomendacja „S” KNF, która zbiegła się z podwyżkami stóp i zwiększyła ich oddziaływanie przez obniżenie zdolności kredytowej.

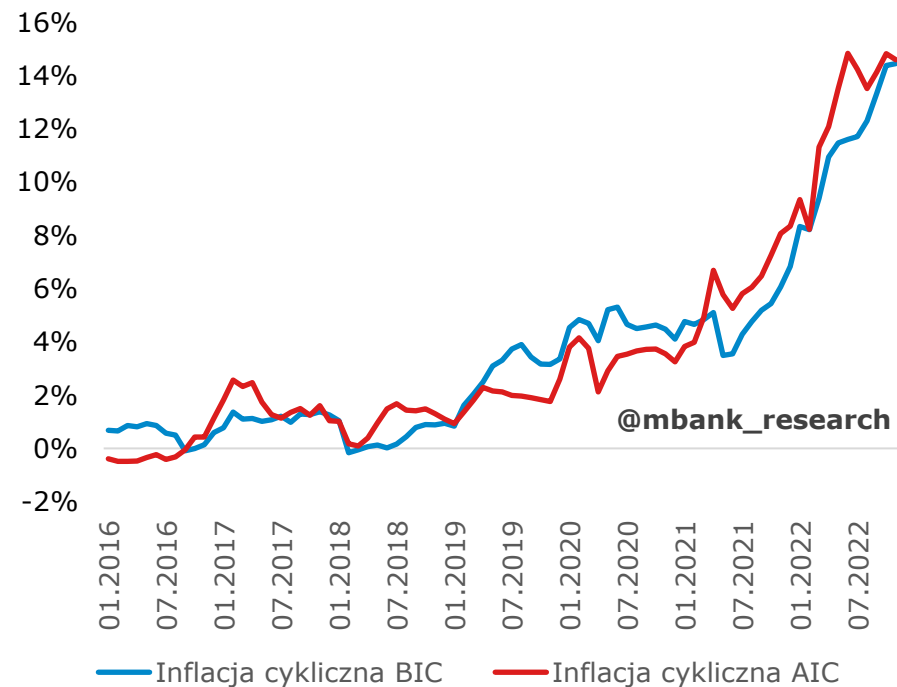
# Maksymalne oddziaływanie podwyżek stóp przypadnie na 2024 rok.

Wyliczenia NBP dla inflacji (NECMOD). Wpływ podwyżek stóp.



Źródło: NBP, projekcja inflacyjna.

2 rodzaje inflacji cyklicznej (HICP % r/r). Szybkie wzrosty.

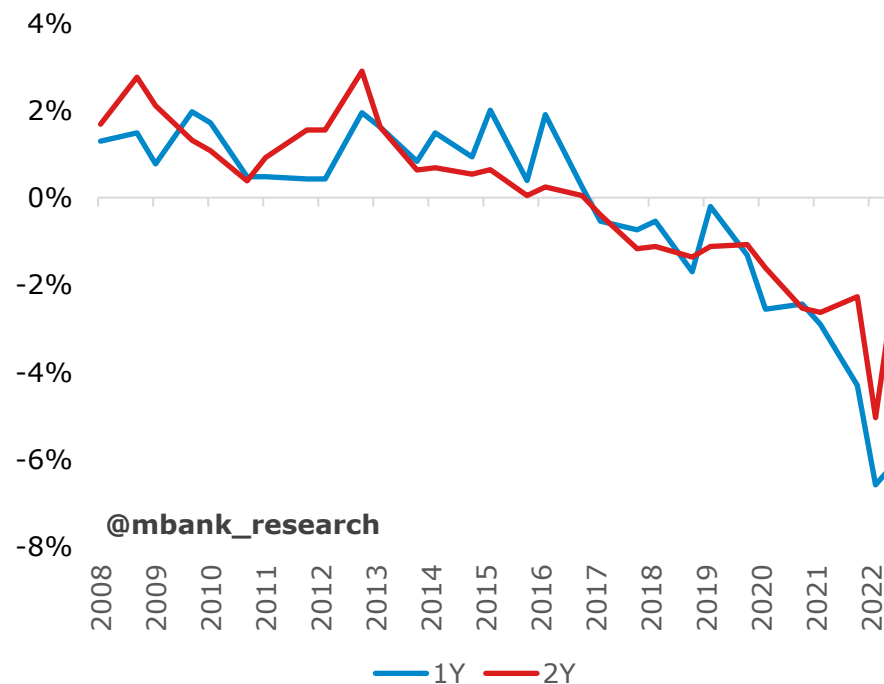


Źródło: Opracowanie własne na danych Eurostat.

Maksymalne działanie podwyżek stóp wystąpi w 2024 roku. To będzie też moment zakończenia wakacji kredytowych oraz zapewne – dalszego ograniczenia programów pomocowych i dalszej ekspansji fiskalnej (przynajmniej planowany, bo w przypadku wszelkich programów pomocowych niezerowe jest ryzyko efektu zapadki i długiej kontynuacji). To będzie dogodny moment na rozważania o obniżkach stóp procentowych. Jeśli stopy NBP zbijają właśnie inflację cykliczną o 3,5pp, to w każdym przypadku nie lądujemy w celu (nawet korygując to wszystko o efekty bazy). Zejście inflacji do celu wymaga więc wielu zbiegów okoliczności w zakresie „nakładki” żywnościowo-paliwowej (patrz np. [tutaj](#)). Innymi słowy – sprowadza się w dużej mierze do szczęścia bądź pecha.

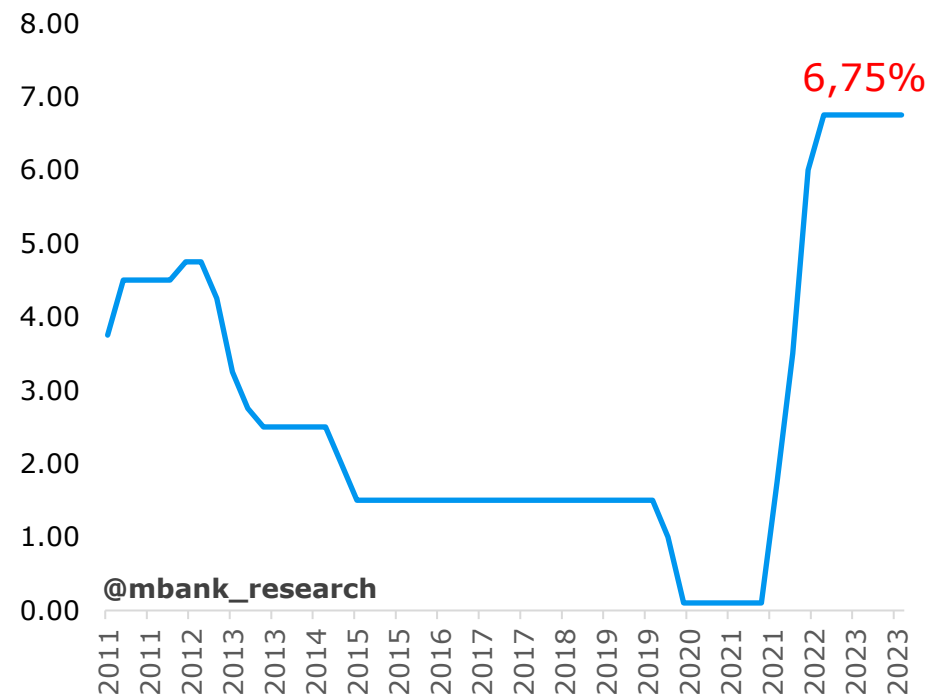
# Funkcja reakcji polityki pieniężnej zmieniła się. Obniżki stóp dopiero jednak w 2024 roku.

Realna stopa procentowa *ex ante* (% , na podstawie prognoz NBP).



Źródło: GUS, NBP, opracowanie własne.

Nasz scenariusz zmian stóp procentowych (%).

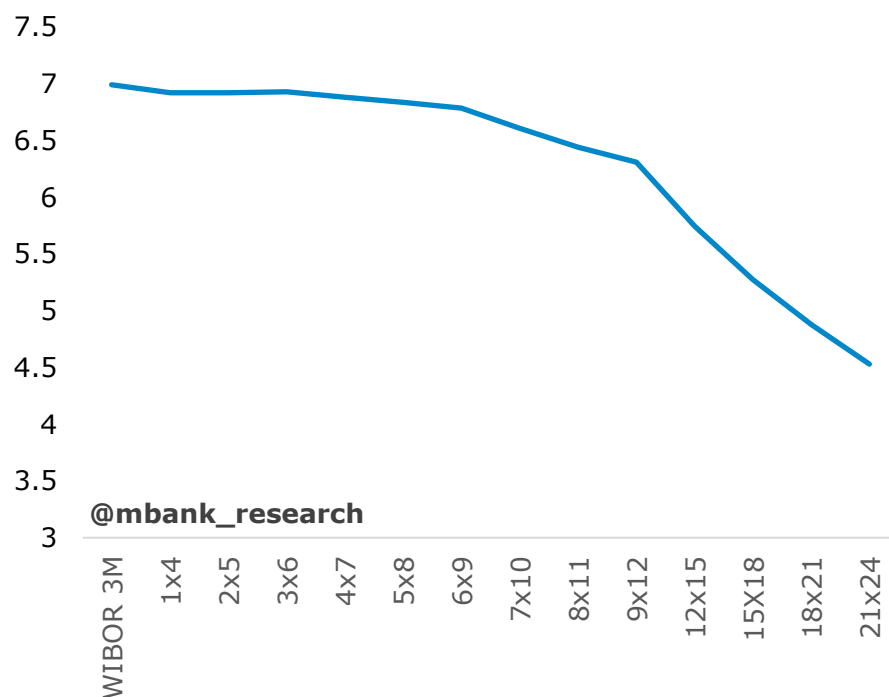


Źródło: GUS, NBP, opracowanie własne.

Począwszy od 2016/2017 roku RPP zaczęła – zamiast dodatnich realnych *ex ante* stóp procentowych (obliczonych na podstawie projekcji inflacji NBP na rok i dwa lata do przodu) – utrzymywać stopy lekko ujemne. Coś w okolicach 1% stało się czymś w okolicach -1%. Obecnie stopa realna *ex ante* 2 lata do przodu jest lekko dodatnia (na poziomach nieco poniżej typowych dla lat przed 2016/2017). Jeśli stopy nominalne nie zmienią się, na koniec przyszłego roku realna stopa 1-rocza będzie w okolicach zera, a dwuletnia na poziomie około 4%. Tyle tylko, że prognozy inflacji NBP są naszym zdaniem niedoszacowane. W konsekwencji stopa realna będzie nadal ujemna w ujęciu rocznym w 2023 roku i lekko dodatnia w ujęciu 2-letnim. Nie wygląda to na nadmierną restrykcyjność polityki pieniężnej w roku, kiedy gospodarka osiągnie punkt zwrotny przy bieżącej, solidnie dwucyfrowej inflacji. Uważamy, że stopy nominalne pozostaną bez zmian w 2023 roku.

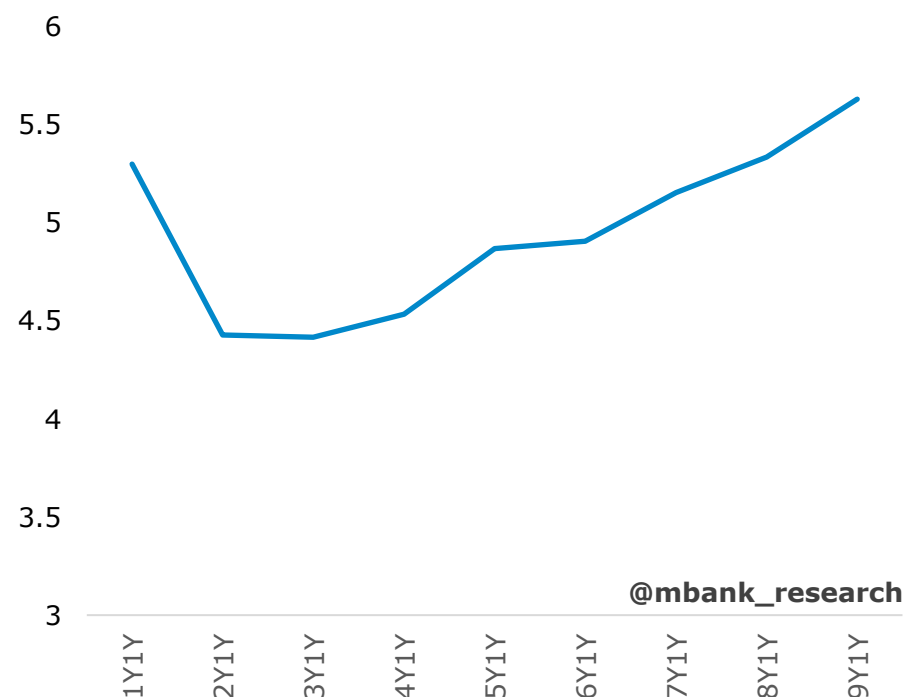
# Co jest wycenione?

Krótką część krzywej i kontrakty FRA.



Źródło: Bloomberg

Krzywa forwardowych stóp 1-letnich (xY1Y).



Źródło: Bloomberg.

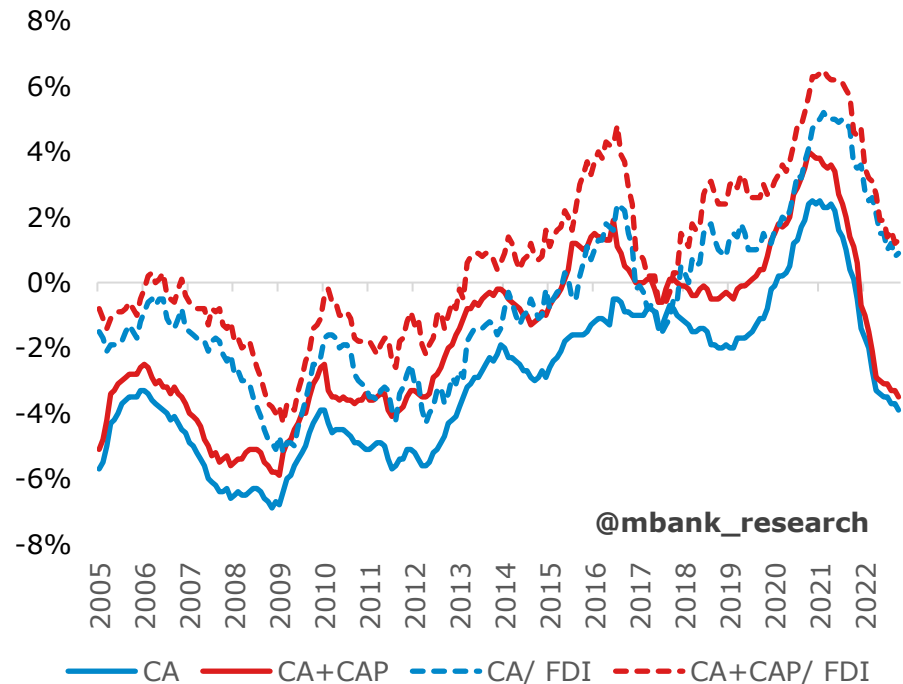
Obecnie wyceniają się znaczne obniżki stóp procentowych. Naszym zdaniem za wcześnie. Jeśli za dobrą monetę wziąć zmianę funkcji reakcji polityki pieniężnej (a więc zejście do ujemnych realnie stóp procentowych *ex ante* i *de facto* celowanie w PKB), implikowane za 2-3 lata stopy procentowe sugerują, że inflacja pozostanie poza celem (okolice 5-6%). Albo jest to element związany z nadmiernym zakotwiczeniem dłuższych stóp na krótszych stopach (cała krzywa jednak jest mocno sprzężona – widzieliśmy jak to działa w praktyce już nie raz) i wszystko przesunie się po rozluźnieniu polityki pieniężnej. Albo krzywa wycenia jednak powrót funkcji reakcji RPP do „normalnego” kształtu (implikowana inflacja jest wtedy w okolicach celu). Drugie podejście jest bardziej spójne, bo pierwszy przypadek implikuje brak realizacji celu i zdolność utrzymania trwale podwyższonej inflacji bez zmian stóp nominalnych. Na razie kontestujemy głównie skalę obniżek na przełomie 2023 i 2024.

# Równowaga zewnątrzna i kurs walutowy

Potencjał do niewielkiego umocnienia  
złotego względem euro

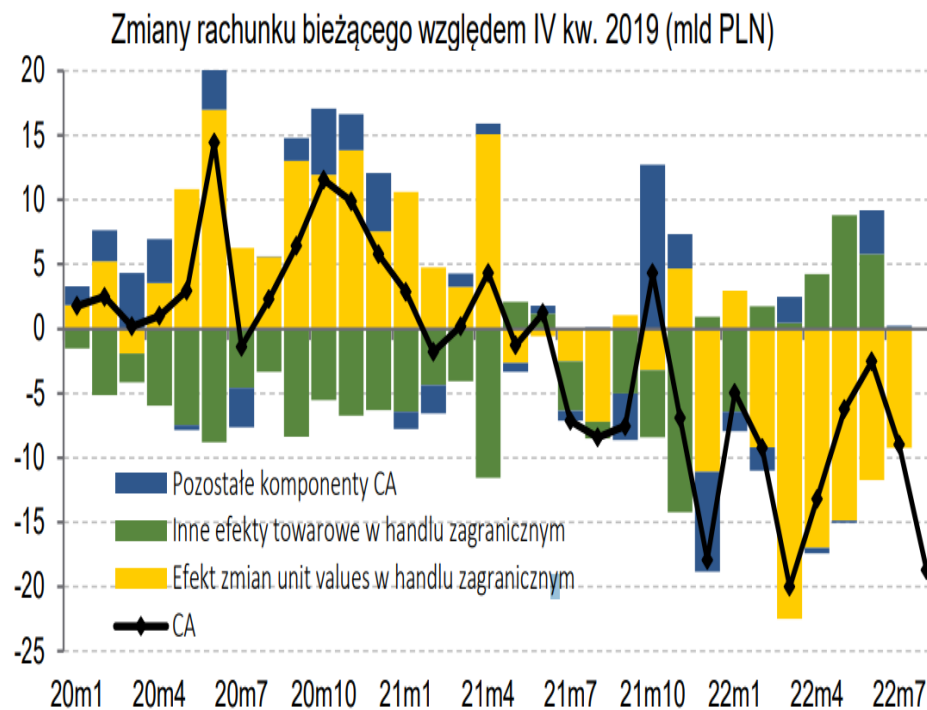
# Stabilna struktura finansowania deficytu rachunku obrotów bieżących.

Saldo bieżące oraz kapitałowe finansowane przez stabilny napływ inwestycji bezpośrednich (FDI).



Źródło: Macrobond.

Dekompozycja zmian salda rachunku obrotów bieżących.

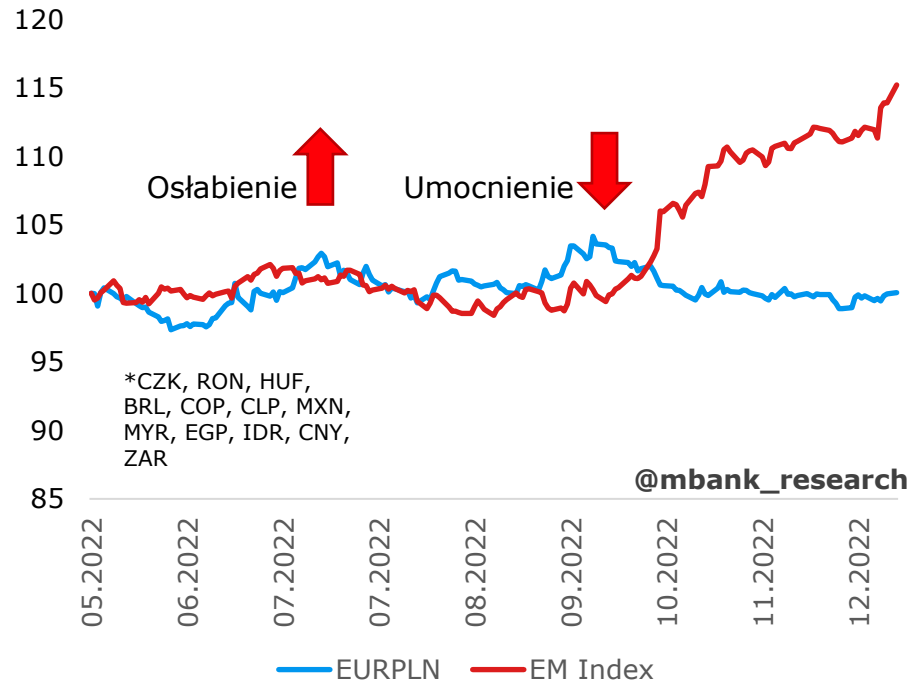


Źródło: NBP.

Polska gospodarka, podobnie jak zresztą wiele innych, doświadczyła w ostatnim czasie znacznego deficytu na rachunku obrotów bieżących (podobne wnioski płyną po rozszerzeniu tegoż o salda kapitałowe). Z drugiej strony należy zaznaczyć, że deficyty te z nawiązką finansowane są przez stabilny napływ FDI (głównie reinwestowane zyski). Ponadto, zgodnie z analizą NBP, przyrost deficytu na rachunku bieżącym wynikał przede wszystkim z efektu cenowego (zmiana *terms of trade*), nie zaś z efektów wolumenowych. To ewidentnie rezultat istotnego wzrostu cen importowych, do którego przyłożyła się także deprecjacja złotego. Czynnikiem mitygującym są tutaj wciąż usługi, których nadwyżka stale rośnie. W kontekście salda handlowego i eksportu, ciekawy (choć nowy) wątek to przenoszenie ukraińskich firm do Polski.

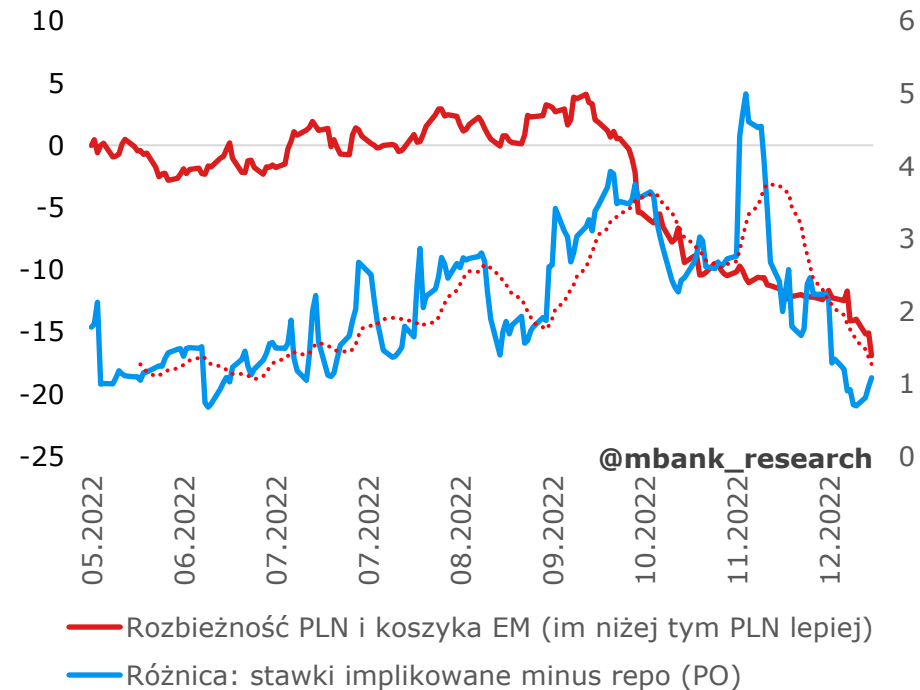
# W ostatnim czasie złoty „odjechał” szerokiemu koszykowi walut EM, czy to koszyk odjechał złotemu?

Złoty vs koszyk\* EM bez PLN (02.05.2022 = 100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Zachowanie złotego na tle EM vs różnica stawek implikowanych z FX swap (średnia 1-3-6m) i stopy repo



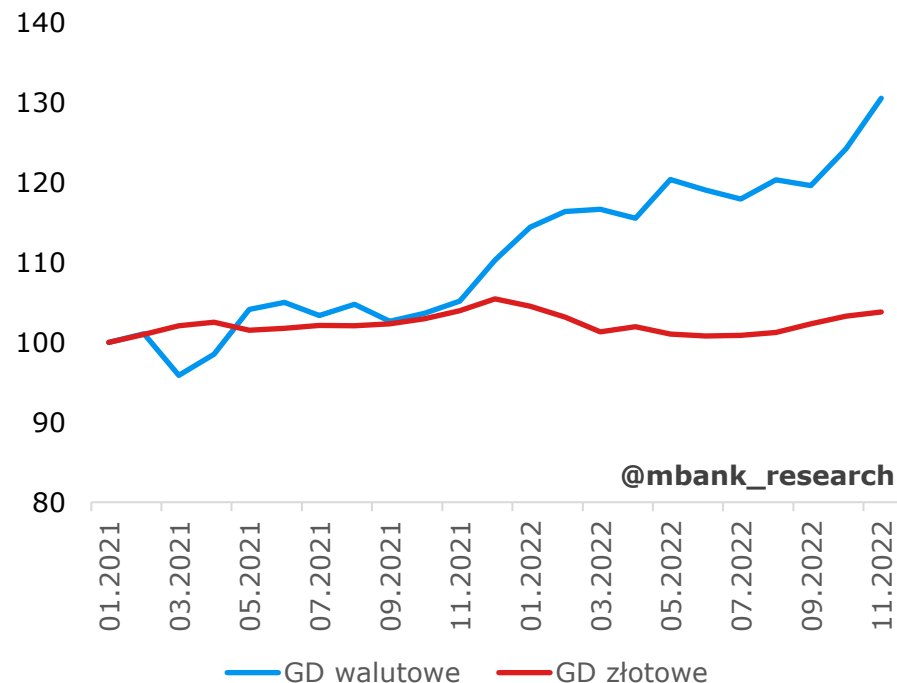
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Złoty ostatnio zachowuje się lepiej niż szeroki koszyk walut wschodzących, ale to głównie pokłosie słabego zachowania niektórych walut, a nie nadmiernej mocy złotego (tu na tle korony czeskiej złoty jest słabszy, do forinta mniej więcej stabilny). Patrząc na relatywną moc złotego (patrz prawy wykres) nie wydaje się ona mieć wiele wspólnego z poziomem stawek implikowanych („rząd pomaga w utrzymaniu mocnego złotego”). Patrząc w sensie absolutnym, sytuacja z finansowaniem wróciła w pobliże „normy”, złoty jest stabilny. Przy narracji *goldilocks economy* taka sytuacja może dziwić (dlaczego złoty się nie umacnia?).



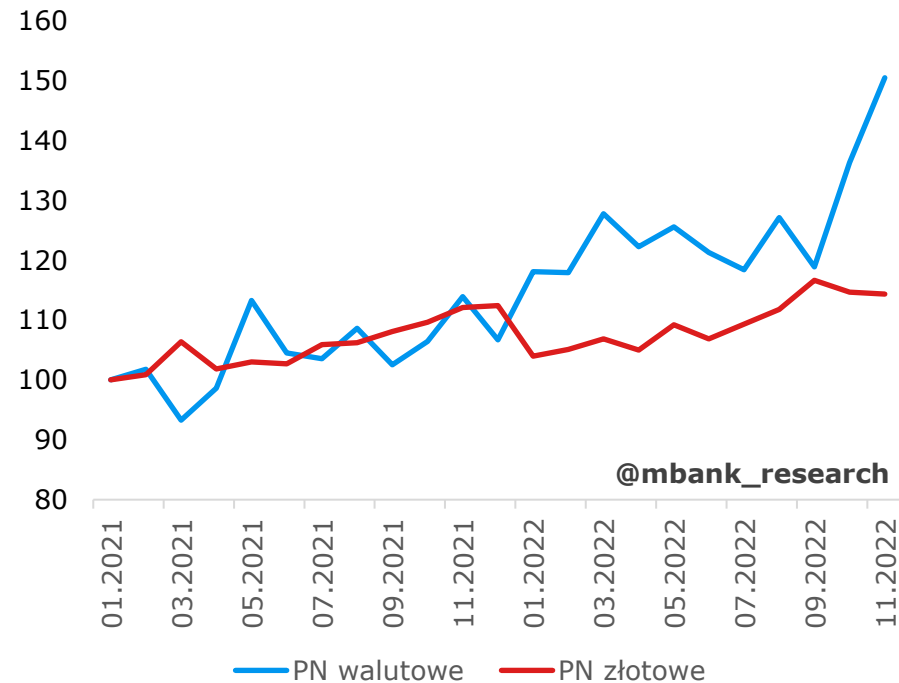
# Presji deprecjacyjnej sprzyjała transformacja depozytów (proces się odwróci gdy PLN okrzepnie?).

Depozyty ogółem gosp. domowych (GD, 01.2021 = 100, stały kurs walutowy).



Źródło: Bloomberg, NBP, opracowanie własne.

Depozyty ogółem przedsiębiorstw niefinansowych (PN, 01.2021 = 100, stały kurs walutowy).

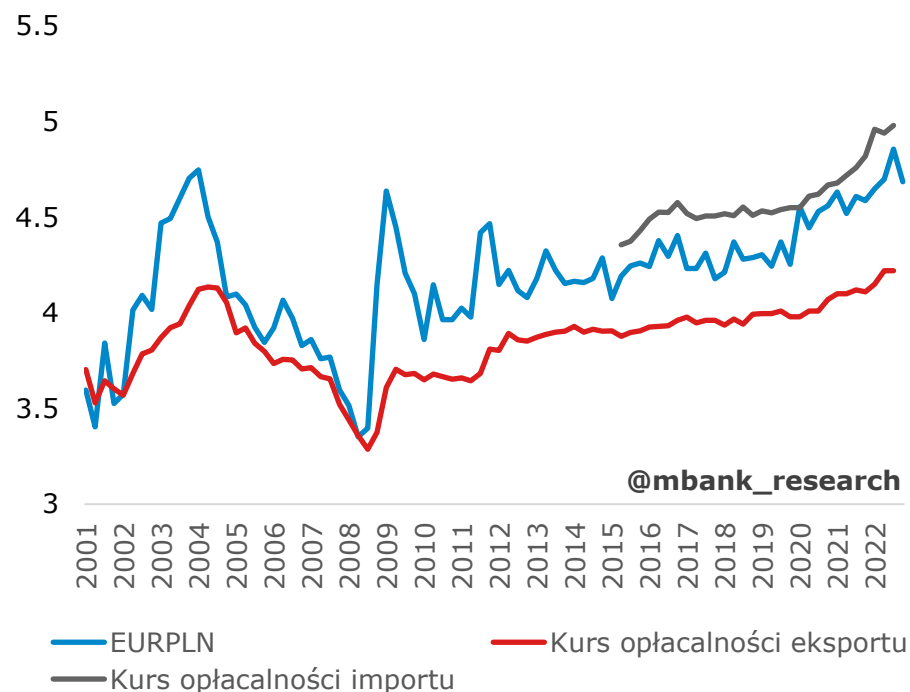


Źródło: Bloomberg, NBP, opracowanie własne.

Od początku 2022 roku – nieprzypadkowo to data informacji o pewnym ataku Rosji na Ukrainę a potem realizacja tego zamiaru – widzieliśmy transformację depozytów złotych w depozyty walutowe (oczekiwania niestabilności waluty w kraju frontowym). Być może procesowi temu sprzyjała dodatkowo wysoka inflacja. Celowo usunęliśmy efekty kursu walutowego, aby nie pomylić efektów przeliczeniowych z faktyczną zmianą wolumenu. Odejście od depozytów złotych na rzecz tych w walutach obcych można szacować na grube miliardy EUR (5-7mld). Być może proces ten zacznie się odwracać, gdy złoty ustabilizuje się. Być może część depozytów (z uwagi choćby na wysokie oprocentowanie) wróci do PLN.

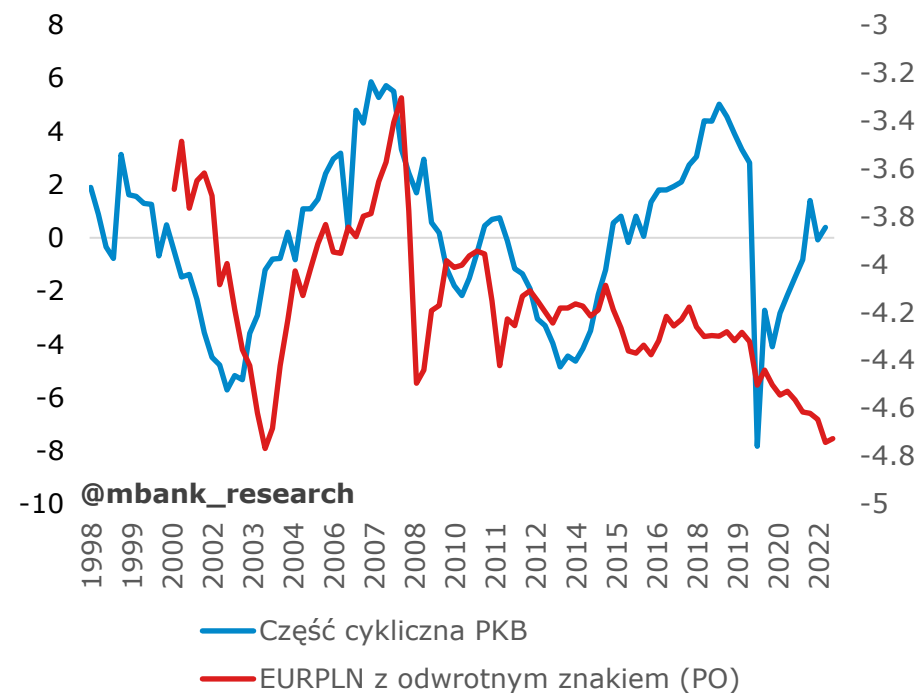
# Prognoza: złoty nieco mocniejszy w horyzoncie końca 2023 roku.

Kurs opłacalności eksportu (wg badań koniunktury NBP)



Źródło: NBP.

Wahania cykliczne PKB vs PLN



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i Bloomberg.

Kurs opłacalności eksportu pnie się w górę. To być może konsekwencja „modelu” rozwoju kraju, albo po prostu silnej konwergencji nominalnej płac, która wymusza słabszy kurs w celu zachowania wysokiej konkurencyjności i zyskowności. Już wielokrotnie stawialiśmy tą tezę, ale powtórzmy ją jeszcze raz: trudno tu oczekiwać odwrócenia tej tendencji bez znacznej poprawy produktywności. To się nie wydarzy błyskawicznie. Dodatkowo, złoty przestał reagować na cykliczne zmiany PKB. Podąża po prostu ścieżką osłabienia. Czy to konsekwencja „modelu” rozwoju, czy też po prostu zmiany funkcji reakcji polityki pieniężnej: nie wiemy. Można jednak na tej kanwie stwierdzić, że oczekiwanie znaczącego umocnienia polskiej waluty to nadmierny optymizm.

# Czarne łabędzie

**Wątpliwości, dywagacje, scenariusze  
niestandardowe/alternatywne**

# Tutaj trochę pogdybamy o wojnie #1

## Koniec wojny, czy eskalacja?

Eksperci wojenni z nas żadni. Tym niemniej nasze podstawowe założenie jest następujące: niestety, **w 2023 r. wojna będzie nadal trwała, a jej eskalacja jest bardziej prawdopodobna niż deeskalacja**. Rosja będzie dążyć do osiągnięcia jakiegokolwiek „korzyści” - wymiernej lub chociaż w wymiarze informacyjnym (wewnętrznym). Póki co, na obu polach idzie jej słabo. W odwodzie pozostaje Białoruś, która może być zmuszona do dołączenia do wojny (czarny łabędź nr 1). Istotne jest oczywiście wsparcie zachodu. W tym momencie wydaje nam się, że jeśli wojna się zakończy to z uwagi na to, że będą tego chciały USA (zakończenie wsparcia dla Ukrainy, bo jest „drogo”, a kongres jest w trakcie batalii o limit zadłużenia) lub Chiny. W każdym razie, **raczej trudno sobie wyobrazić, że powróci status quo sprzed agresji (a więc w ten czy inny sposób stratna będzie Ukraina). Z drugiej strony podpisanie traktatu pokojowego przez Ukrainę, który obejmował będzie straty terytorialne jest również mało prawdopodobne, gdy ofensywa rosyjska nie porusza się do przodu a wojna "stoi"**. Na razie nie ma tu jasnego rozwiązania.

# Tutaj trochę pogdybamy o wojnie #2

## Odbudowa, czy kontynuacja niszczenia majątku? Kto będzie odbudowywał?

Agresja jeszcze potrwa i – jak już pisaliśmy – bardziej prawdopodobna wydaje nam się eskalacja lub trwanie działań wojennych. **W takiej sytuacji odbudowa na dużą skalę po prostu się nie zacznie.** Z jednej strony kraje UE będą obawiać się o firmy i swoich obywateli. Z drugiej, ryzyko powtórnych zniszczeń jest w obecnym momencie zbyt duże (i Rosja pewnie chętnie niszczyłaby wszystko, co zostałoby odbudowane – nadmienimy, że prawdopodobnie będzie mogła nadal to robić nawet gdy zostanie bardziej wypchnięta z terytorium Ukrainy). Jeśli zakończenie wojny będzie wymuszone i zakończone traktatem pokojowym wątpliwe jest, iż w proces odbudowy będą zaangażowane wyłącznie państwa zachodu. **Tak zdefiniowany scenariusz sugeruje, że w najbliższym czasie nie rozpocznie się „wysysanie” zasobów na odbudowę między innymi z Polski.** To stawia też powrót Ukraińców do kraju pod znakiem zapytania. W scenariuszu wygranej Ukrainy lub traktatu pokojowego na warunkach „zachodnich” oczywiście ryzyka rozkładają się w drugą stronę. Tym niemniej trudno to nazwać scenariuszem bazowym na ten moment.

# A tutaj o inflacji

## Niedoszacowanie na początku roku, później szybkie spadki, a na koniec znów niedoszacowanie?

Scenariusz „rynkowy” zakłada, że w zasadzie wszystko już wiadomo. Szczyt jest bez znaczenia, a inflacja spadnie. Z pierwszym stwierdzeniem oczywiście się zgadzamy – szczyt będzie przeźroczysty dla perspektywy polityki pieniężnej w średnim terminie. Biorąc pod uwagę jednak stan rynku i przeszacowanie oczekiwań (także ekonomistów) układanka zrobiła się bardziej skomplikowana. Po pierwsze, liczenie szczytu – biorąc pod uwagę zawiłości metodyczne w zakresie uwzględniania limitów i ulg – jest trudne. **Ostatnie dwie beznadziejne prognozy inflacyjne tzw. „konsensusu” sugerują, że będzie on korygowany w dół. To przestrzeń do zaskoczeń w górę.** Później faktycznie inflacja może dość szybko spadać na fali dostosowania przede wszystkim cen żywności i na efektach bazy. Inflacja bazowa może jej jednak nie towarzyszyć. Na koniec wreszcie, dezinflacja żywnościowa i dezinflacja bazy statystycznej szybko zostanie skonsumowana. **W końcu roku otwierają się naszym zdaniem ryzyka w górę, tym bardziej że gdzieś po drodze może zobaczymy wycofanie tarczy żywnościowej, zmianę konkurencji na rynku i upadki małych sklepów spożywczych** (niskie ceny w dyskontach nie muszą być już wtedy takie niskie i mogą przestać ze sobą walczyć w ramach oligopolu, bo otworzy się pewne pole rynkowe do zagospodarowania). Nie zapominajmy też o tym, że zaskoczenia in minus w inflacji z końca tego roku tworzą nową bazę statystyczną – tym razem działającą w kierunku wyższej inflacji.

# A tutaj o polityce pieniężnej #1

## Obniżki stóp w 2023 roku a w 2024 roku znów podwyżki?

Obniżki stóp w 2023 roku nie są naszym scenariuszem bazowym, ale gra go część zespołów ekonomicznych (i rynki oczywiście). **Jesteśmy sobie w stanie wyobrazić taki scenariusz.** Nowa funkcja reakcji polityki pieniężnej implikuje, że RPP mogłaby chcieć utrzymywać *ex ante* jednak ujemne stopy. Spadki cen surowców energetycznych mogą z powodzeniem przykrywać ewentualne podniesienie ścieżki inflacji bazowej w projekcjach (efekt wyższego punktu startowego wynagrodzeń). Napływ kapitału na EM w wyniku oczekiwań na cięcia stóp procentowych w USA (i być może ograniczenie skali QT) oraz na spadkowej trajektorii inflacji (*goldilocks economy* brzmi tu wprawdzie w przypadku polski dość zabawnie przy kilkunastoprocentowej inflacji, ale pojawia się w obiegu) zmniejszy presję na złotego i otworzy drogę do cięć. Tyle tylko, że wtedy blisko będzie zapewne do powtórzenia scenariusza amerykańskiego z czasów kryzysów naftowych (patrz [tutaj](#)), ale oczywiście na innych poziomach inflacji w dołku. Gospodarka znów rozpędzi się przy wysokim poziomie startowej inflacji i trudno będzie mieć pewność odnośnie do powrotu inflacji do celu. Jakikolwiek szok cenowy spowoduje wtedy powtórkę z 2021 roku, tyle tylko że wystartujemy z dwucyfrowej inflacji. To będzie już po wyborach, więc i przestrzeń do wyrzeczeń w kwestii wzrostu PKB będzie większa.

# A tutaj o polityce pieniężnej #2

## Korygująca podwyżka w marcu? RPP musi nadal podwyższać w 2024 roku?

**Korygująca podwyżka?** A co jeśli RPP skupi się głównie na inflacji bazowej w marcowej projekcji? I co jeśli mimo obecnie minorowych nastrojów w samej RPP perspektywa wzrostu PKB w kolejnych latach ulegnie podniesieniu? Naszym zdaniem – mimo przeszacowania cen surowców energetycznych – może to spowodować pewną konfuzję w kwestii trwałości powrotu inflacji do celu. Jesteśmy sobie wtedy w stanie wyobrazić korygującą podwyżkę o 50pb (?) i ogłoszenie końca cyklu. **Scenariusz nie jest wyceniony.**

**Kontynuacja podwyżek w 2024 roku?** Przypuśćmy, że z uwagi na wysoce ujemne realne stopy, polityka pieniężna jest tylko w niewielkim stopniu restrykcyjna a spowolnienie 2023 nie jest cykliczne, lecz tylko szokowe i mocno przejściowe. W takim ujęciu inflacja spadnie tylko przez efekt bazy, a gdy zniknie to w 2024 zacznie rozkręcać się na nowo. Oznaczać to będzie, że przy bieżących stopach nominalnych powrót do celu nie będzie możliwy. **Scenariusz nie jest wyceniony.**



# Skoro przy wyborach jesteśmy...

	Wygra obóz rządzący	Wygra opozycja
Jaka polityka fiskalna?	<p>Luźna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Rząd przyzwyczajał nas w ostatnich latach do kreatywnego znajdowania nowych źródeł dla publicznych wydatków. Wciąż mogą nas zaskoczyć.</li> <li>b) Wygrana wyborcza może być „okupiona” jakimś kosztem – tym kosztem może być np. waloryzacja dotychczasowych świadczeń (500+) jak i nowe programy (wsparcie w zakupie mieszkań).</li> <li>c) Im gorsze wyniki sondażowe, tym większa pokusa by zagrać <i>va banque</i> (lepiej za wszelką cenę wygrać niż przegrać). Jak to „pospinać” będziemy się przejmować później.</li> </ul> <p>Restrykcyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) O ile problemem nie powinien być poziom długu, to potrzeby pożyczkowe mogą ciążyć.</li> <li>b) Obóz rządzący może mieć naturalną barierę przed obiecaniem wszystkiego (np. obietnica podwyżek w budżetówce może skończyć się żądaniem „dajcie teraz, a nie po wyborach”), co będzie ograniczać też późniejsze wydatki.</li> </ul>	<p>Luźna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Zwycięży podejście „by wygrać, trzeba coś obiecać”. Przykładem mogą być np. zapowiedzi podwyżek w budżetówce. Trudno wygrać wybory na obietnicy zaciskania pasa.</li> <li>b) Tworzący się rząd będzie koalicją wielu partii, o różnych podejściach do możliwej skali wydatków rządowych, polityki socjalnej, długu publicznego. Bez tych bardziej „rozrzutnych” może się nie udać sformułować rządu.</li> </ul> <p>Restrykcyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Powyższy argument jest obosieczny. W koalicji będą też zwolennicy bardziej restrykcyjnego podejścia do rządowych wydatków.</li> <li>b) Potrzeby pożyczkowe nie znikną – będą ciążyć niezależnie od rządu.</li> <li>c) Jeśli główną osią kampanii będzie ograniczenie inflacji, to trudno szybko osiągnąć ten cel bez wyraźniejszego zacieśnienia.</li> </ul>
Jaka polityka monetarna?	<p>Luźniejsza:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) To scenariusz „upolitycznionej” RPP. Przy czym podkreślamy, że nie jest to nasz scenariusz bazowy i tak RPP nie traktujemy. Warto jednak pamiętać, że w jej składzie są np. byli posłowie obozu rządzącego. Nie wykluczamy dyskusji (przynajmniej w mediach) o luzowaniu polityki przed wyborami.</li> </ul> <p>Bez zmian:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Nasz scenariusz bazowy. RPP poważnie traktuje swój mandat i swoją autonomię, a kalendarz wyborczy nie ma wpływu na decyzje w sprawie stóp procentowych.</li> </ul> <p>Bardziej restrykcyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Ten scenariusz raczej można wykluczyć (o ile nie zajdą inne zmiany w otoczeniu gospodarczym, jak np. dalsze utrwalanie się inflacji).</li> </ul>	<p>Luźniejsza:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Ten scenariusz raczej można wykluczyć. „Polityczność” RPP ma jednak dwie strony: testem na niezależność jastrzębich członków Rady może być właśnie wynik wyborów.</li> </ul> <p>Bez zmian:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Nasz scenariusz bazowy. RPP poważnie traktuje swój mandat i swoją autonomię, a kalendarz wyborczy nie ma wpływu na decyzje w sprawie stóp procentowych.</li> </ul> <p>Bardziej restrykcyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) W obliczu przegranej obozu rządzącego i wciąż wysokiej inflacji RPP może „zapomnieć” o dotychczasowych argumentach za pozostawieniem stóp bez zmian i „zgodnie ze sztuką” (stopy realne poniżej 0) zdecydować się na dalsze podwyżki stóp.</li> </ul>

Nie podejmujemy się prognozowania wyników wyborów. Wziąwszy pod uwagę obecne wyniki sondażowe, lepsze zdaje się spojrzenie scenariuszowe. Jednak nawet to pozostawia masę wątpliwości.



# Prognozy



# Prognozy

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>PKB</b>	%	0.9	3.8	4.4	3.0	5.1	5.9	4.5	-2.0	6.8	4.5	0.4	2.6
<b>Popyt krajowy</b>	%	-0.6	5.6	3.9	2.2	5.4	6.3	3.3	-2.7	8.4	5.4	-1.2	2.6
<b>Inwestycje</b>	%	0.3	11.7	6.9	-7.6	1.6	12.6	6.2	-2.3	2.1	3.8	0.7	3.8
<b>Konsumpcja prywatna</b>	%	0.0	3.4	3.8	3.6	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.3	3.6	0.6	3.1
<b>Inflacja CPI (średnia)</b>	%	0.9	0.0	-0.9	-0.6	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	14.2	8.8
<b>Inflacja CPI (na koniec roku)</b>	%	0.7	-1.0	-0.5	0.8	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	10.2	6.0
<b>USD/PLN (koniec roku)</b>	%	3.02	3.54	3.92	4.19	3.48	3.74	3.79	3.73	4.04	4.66	3.96	3.58
<b>USD/PLN (średnia)</b>	%	3.18	3.23	3.82	3.92	3.70	3.65	3.84	3.92	3.94	4.57	4.25	3.69
<b>EUR/PLN (koniec roku)</b>	%	4.15	4.29	4.26	4.40	4.18	4.29	4.25	4.56	4.59	4.80	4.52	4.44
<b>EUR/PLN (średnia)</b>	%	4.22	4.20	4.19	4.33	4.24	4.29	4.29	4.52	4.59	4.75	4.65	4.45
<b>CHF/PLN (koniec roku)</b>	%	3.39	3.57	3.92	4.11	3.57	3.81	3.92	4.22	4.42	4.90	4.46	4.34
<b>CHF/PLN (średnia)</b>	%	3.45	3.47	3.94	3.99	3.79	3.73	3.91	4.22	4.25	4.79	4.66	4.37
<b>SARON 3M (średnia)</b>	%	-0.17	-0.15	-0.72	-0.77	-0.73	-0.72	-0.73	-0.71	-0.72	0.23	1.20	1.20
<b>SARON 6M (średnia)</b>	%	-0.16	-0.18	-0.75	-0.79	-0.74	-0.72	-0.75	-0.72	-0.71	0.39	1.25	1.25
<b>WIBOR 3M (średnia)</b>	%	2.88	2.43	1.71	1.71	1.73	1.71	1.72	0.47	0.80	6.57	7.03	6.70
<b>WIBOR 6M (średnia)</b>	%	2.88	2.43	1.76	1.78	1.81	1.79	1.79	0.50	0.91	6.79	7.11	6.78
<b>EURIBOR 3M (średnia)</b>	%	0.24	0.17	-0.04	-0.29	-0.33	-0.32	-0.36	-0.46	-0.55	0.78	3.25	3.30
<b>EURIBOR 6M (średnia)</b>	%	0.35	0.27	0.03	-0.18	-0.26	-0.26	-0.31	-0.40	-0.52	1.24	3.89	3.94
<b>USD LIBOR 3M (średnia)</b>	%	0.26	0.24	0.37	0.78	1.37	2.46	2.23	0.56	0.17	2.93	4.53	3.23
<b>USD LIBOR 6M (średnia)</b>	%	0.39	0.34	0.56	1.10	1.55	2.61	2.21	0.52	0.22	3.45	5.00	3.70
<b>Stopa repo NBP (koniec roku)</b>	%	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	6.75	6.00
<b>Stopa bezrobocia (koniec roku)</b>	%	13.4	11.4	9.7	8.2	6.6	5.8	5.2	6.3	5.4	5.2	5.8	5.7



# Technikalia, czyli sekcja dla kujonów



# Cykl, trend, wahania przypadkowe. Sekcja o filtracji #1.

## Dlaczego lubimy tylko jeden filtr (Hamiltona)?

W przypadku Polski, obecny cykliczny obraz gospodarki nie jest istotnie zależny od stosowanych filtrów służących do oddzielania części cyklicznej od trendu (w każdym przypadku nieznacznie ponad trendem). Do wcześniejszych analiz zdecydowaliśmy się wykorzystać filtr Hamiltona ze względu na jego lepsze właściwości w porównaniu do filtra Hodricka-Prescotta (np. problemy w końcu próby - opis można znaleźć w artykule J. Hamiltona o wiele mówiącym tytule [Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter](#)). Filtr Baxtera-Kinga nie pozwala na analizę ostatnich okresów, które są w naszym szczególnym zainteresowaniu (odcięcie początku i końca próby), filtr Christiano-Fitzgeralda (przy standardowej parametryzacji) był natomiast zbyt „łagodny” dla trendu (pozostawiało poza nim trochę wahań, które naszym zdaniem można przypisać cyklowi).

Na kolejnym slajdzie przedstawiamy zestaw podstawowych statystyk dla krajowego cyklu koniunkturalnego. Niezależnie od stosowanego filtra wnioski z nich płynące są niezmiennie (stopień skorelowania zmiennych w większości przypadków – wyjątkiem są tu wydatki rządowe, które czasami są antycykliczne, różni się też skala ich odchyłeń standardowych w relacji do odchyłeń PKB).

Prezentujemy też jak użycie poszczególnych filtrów wpływa na szacunki cyklu w USA i strefie euro.

# Cykl, trend, wahania przypadkowe. Sekcja o filtracji #2.

Korelacje składowych cyklu PKB w Polsce

Filtr Hamiltona				
	Y	C	G	I
Y	1,00	0,86	0,36	0,77
C	0,86	1,00	0,29	0,60
G	0,36	0,29	1,00	0,27
I	0,77	0,60	0,27	1,00

Filtr Baxtera-Kinga				
	Y	C	G	I
Y	1,00	0,74	0,04	0,66
C	0,74	1,00	0,08	0,40
G	0,04	0,08	1,00	0,06
I	0,66	0,40	0,06	1,00

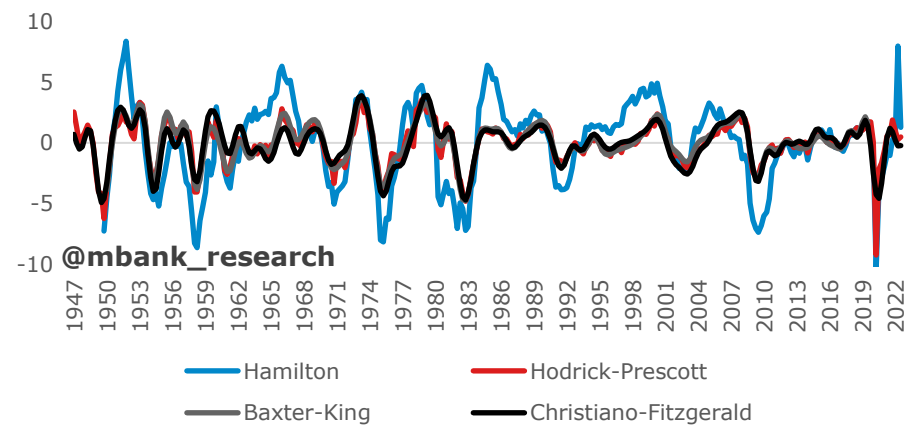
Filtr Hodricka-Prescotta				
	Y	C	G	I
Y	1,00	0,73	-0,06	0,52
C	0,73	1,00	0,01	0,21
G	-0,06	0,01	1,00	0,00
I	0,52	0,21	0,00	1,00

Filtr Christiano-Fitzgeralda				
	Y	C	G	I
Y	1,00	0,76	-0,17	0,51
C	0,76	1,00	-0,08	0,14
G	-0,17	-0,08	1,00	-0,08
I	0,51	0,14	-0,08	1,00

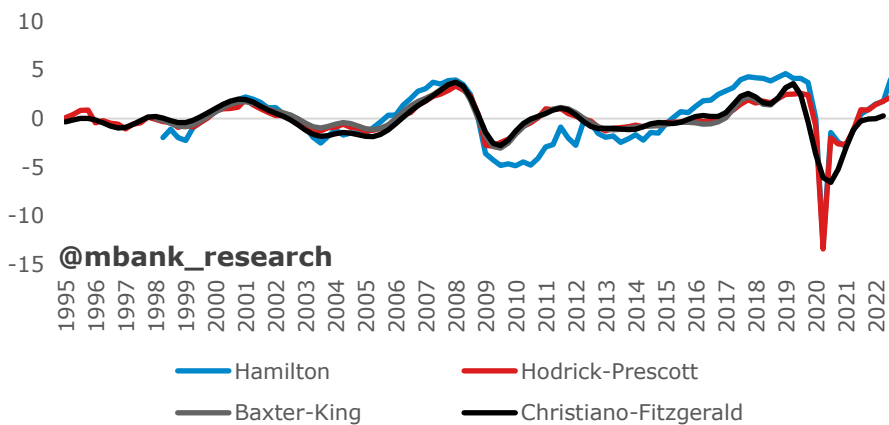
Relatywne odchylenia standardowe składowych cyklicznych PKB (w stosunku do odchylenia st. cyklu PKB)

	C	G	I
Filtr Hamiltona	1,15	1,16	4,54
Filtr Hodricka-Prescotta	1,22	0,76	3,75
Filtr Baxtera-Kinga	1,09	1,04	4,87
Filtr Christiano-Fitzgeralda	1,22	0,76	3,75

Cykl PKB w USA w zależności od stosowanego filtra



Cykl PKB w strefie euro w zależności od stosowanego filtra



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i Macrobond.

# Inflacja cykliczna - jak liczyliśmy #1

## Specyfikacja modeli, kryteria doboru, interpretacja

Główną ideą, którą mieliśmy w głowie przy wyodrębnianiu inflacji cyklicznej było: „czy uwzględnienie cyklu PKB w modelu dla danej kategorii inflacji poprawia model, czy nie”.

Analizę przeprowadziliśmy dla 110 kategorii inflacji wg 4-cyfrowych numerów COICOP. Zdecydowaliśmy się na takie rozdrobnienie inflacji, ponieważ zależało nam na jak najszerszym rozbiću kategorii. Większe rozdrobnienie (296 kategorii, 5-cyfrowe numery COICOP) skutkowałoby znaczącym ograniczeniem próby – dane dostępne byłyby dopiero od 2014 roku. Porównanie dostępności danych dla różnych klas COICOP oraz przykładowe zestawienie klas można znaleźć na kolejnym slajdzie.

Z Eurostatu ściągnęliśmy poziomy cen dla ww. kategorii (dane HICP), które następnie odsezonowaliśmy, zagregowaliśmy do kwartałów, zlogarytmowaliśmy i zróżnicowaliśmy (co pozwoliło nam budować prognozy dla stacjonarnych zmiennych). Interpretacyjnie, prognozę takiej zmiennej można traktować jako prognozę odsezonowanej kategorii inflacji w ujęciu kw/kw.

Dla każdej takiej zmiennej zbudowaliśmy ateoretyczny jednowymiarowy model szeregu czasowego (model arma, parametryzacja modelu dobierana automatycznie). Następnie zbudowaliśmy analogiczny model arma z regresorem w postaci cyklu PKB (cykl wyodrębniony filtrem Hamiltona) oraz modele arma z opóźnieniami cyklu (opóźnienie o 1 do 4 kwartałów).

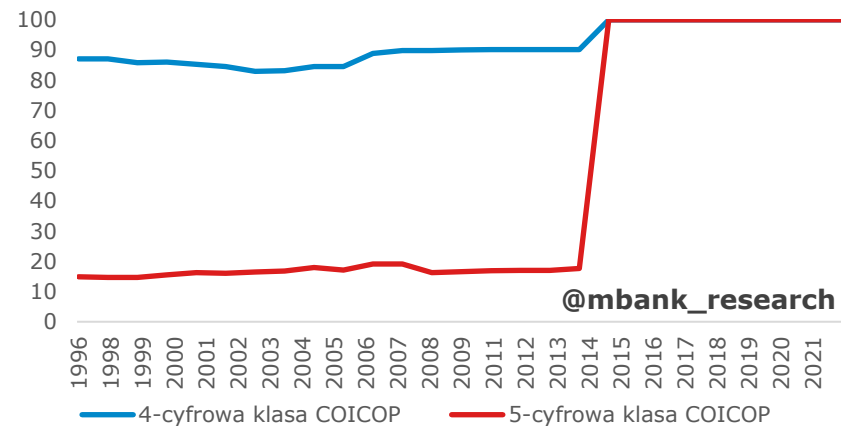
Wybór modelu (czy powinniśmy wybrać model „z” czy „bez cyklu”) następował na podstawie dwóch różnych kryteriów informacyjnych: AIC (Akaike) i BIC (Schwarza). Kryteria te różnią się w zależności od oceny wagi prostoty modelu – kryterium AIC ma tendencję do wybierania modeli o większej liczbie parametrów, BIC bardziej „karze” takie modele. W przypadku dużych prób oba kryteria powinny wskazywać analogiczne modele.

Kategorie inflacji, których modele uwzględniające cykl PKB lub jego opóźnienia, uzyskiwały niższą wartość wg kryteriów AIC lub BIC zostały uznane za elementy cyklicznej inflacji. Nie oznacza to, że wzrost ww. kategorii w ostatnich miesiącach (bądź w którymkolwiek z poprzednich miesięcy) należy przypisywać tylko i wyłącznie cyklowi PKB. To jedynie kategorie, w przypadku prognozowania których, w poprzednich latach, uwzględniania cyklu polepszało jakość modelu.

Dekompozycje rocznej inflacji wg kryteriów AIC i BIC dla Polski przedstawiono na slajdzie [Komponent cykliczny w inflacji](#). Analogiczne ćwiczenie przeprowadziliśmy dla strefy euro – wyniki przedstawiamy na kolejnym slajdzie.

# Inflacja cykliczna - jak liczyliśmy #2

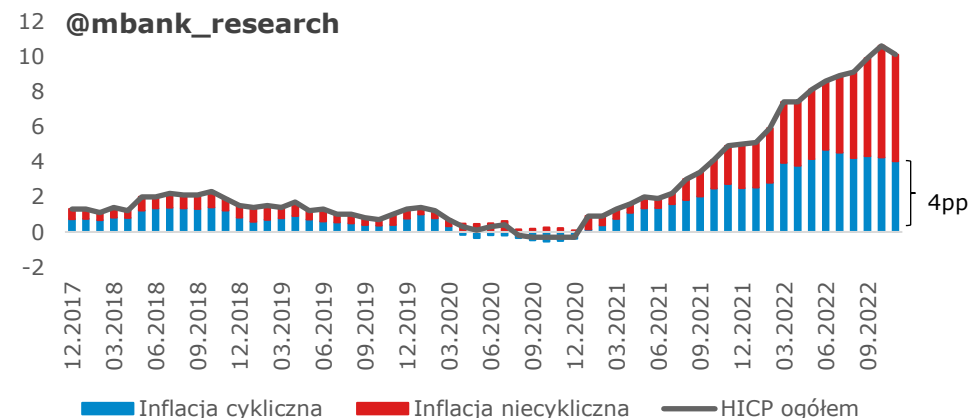
Dostępność danych dla podklas (wg % wagi inflacji ogółem)



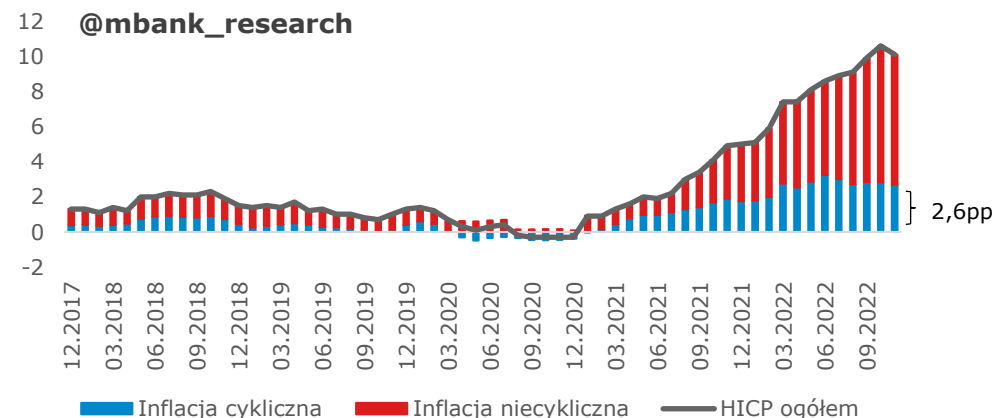
Porównanie 4- i 5-cyfrowych klas COICOP – przykładowe kategorie

4-cyfrowy COICOP	5-cyfrowy COICOP
CP 01.1.4 Mleko, sery i jaja	CP 01.1.4.1 Mleko pełne świeże
	CP 01.1.4.2 Mleko świeże niskotłuszczowe
	CP 01.1.4.3 Mleko zagęszczane i w proszku
	CP 01.1.4.4 Jogurt
	CP 01.1.4.4 Sery i twarogi
	CP 01.1.4.6 Inne produkty mleczne
	CP 01.1.4.7 Jaja
CP 05.1.1 Meble i wyposażenie wnętrza	CP 05.1.1.1 Meble do mieszkania lub domu
	CP 05.1.1.2 Meble ogrodowe
	CP 05.1.1.3 Sprzęt oświetleniowy
	CP 05.1.1.9 Pozostałe meble i artykuły dekoracyjne

Dekompozycja inflacji w strefie euro (dobór kategorii COICOP na podstawie kryterium AIC – mniej konserwatywnie)



Dekompozycja inflacji w strefie euro (dobór kategorii COICOP na podstawie kryterium BIC – mniej konserwatywnie)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.



# Szok energetyczny i żywnościowy

## Specyfikacja modelu SVAR

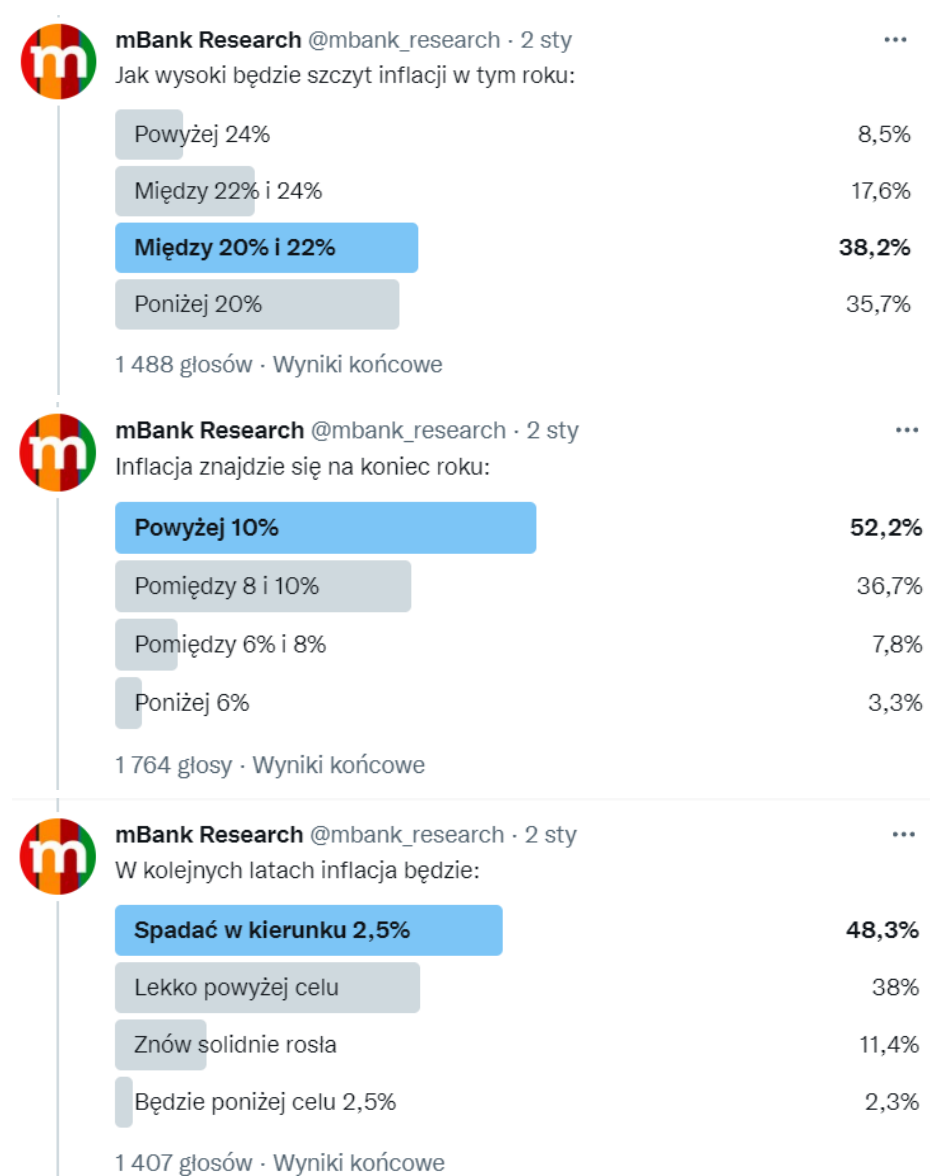
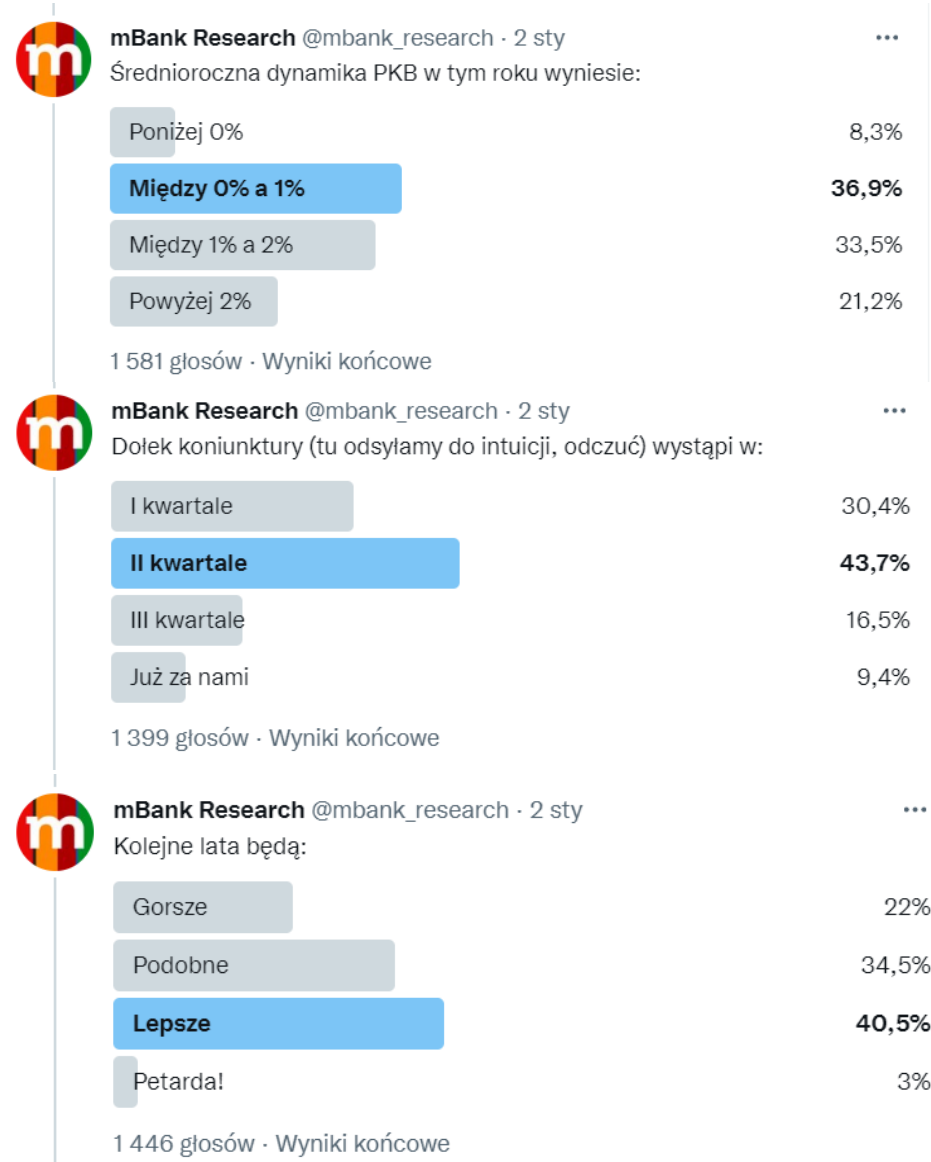
Szoki wprowadzaliśmy do modeli w standardowej procedurze. Bazą dla zmiennych były zmienne o podstawie 2015=100, a więc indeksy cenowe. Gdy Eurostat nie dysponował danym szeregiem w takiej postaci, tworzyliśmy go sami. Dane zostały odsezonowane a następnie zlogarytmowane. Liczyliśmy 2 modele, z odmiennymi specyfikacjami dla cen energii (raz HICP, raz ten sam komponent z PPI) i żywności (całość i żywność nieprzetworzona). W każdym z nich znajdowała się inflacja bazowa jako zmienna, której odpowiedzi na szoki chcieliśmy poznać. W macierzy restrykcji wyłączyliśmy natychmiastowy wpływ inflacji bazowej na ceny żywności i energii. Modele spełniały większość kryteriów diagnostycznych i były zbieżne. Ostatecznie zdecydowaliśmy się przyjąć specyfikację dla cen żywności z HICP oraz cenami energii również z HICP (ten komponent łatwiej nam się prognozuje niż inflację PPI a funkcje odpowiedzi na impuls były zbliżone biorąc pod uwagę skale zrealizowanych szoków).



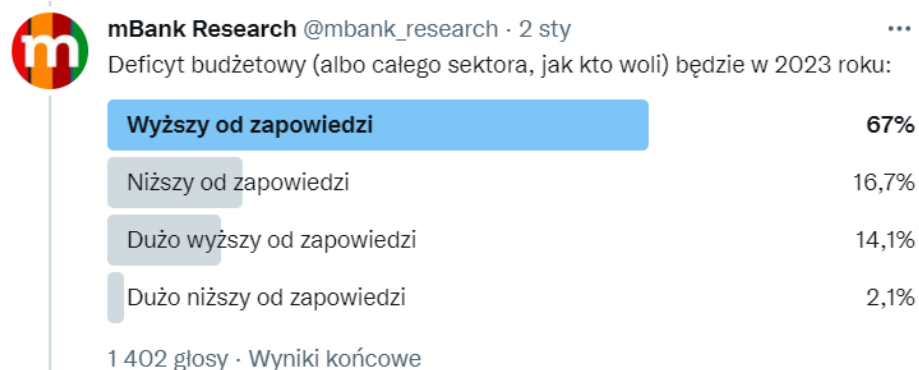
# Post scriptum: ankieta noworoczna (Twitter)



# Wyniki ankiety noworocznej (Twitter) #1



# Wyniki ankiety noworocznej (Twitter) #2



# Relacjonowali dla Państwa:

dr Marcin Mazurek

główny ekonomista banku  
marcin.mazurek@mbank.pl

Arkadiusz Balcerowski, CFA

ekonomista  
arkadiusz.balcerowski@mbank.pl

Maciej Zdrolik

ekonomista  
maciej.zdrolik@mbank.pl

Kuba Zbrzezny

analityk  
jakub.zbrzezny@mbank.pl

Karolina Tomczuk

stażystka  
karolina.tomczuk@mbank.pl

Zapraszamy na stronę internetową z analizami [makroekonomia.mbank.pl](https://makroekonomia.mbank.pl)

Oraz na serwis Twitter: [https://twitter.com/mbank\\_research](https://twitter.com/mbank_research)

# Uwaga!

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

**Dokument stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów, popartej informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny w nim zawarte wyrażają opinie ma dzień ich sformułowania i publikacji. Autorzy mogą je zmienić bez uprzedniego powiadomienia. Dystrybucja lub przedruk części lub całości dokumentu możliwa jest jedynie wraz z podaniem, kto jest ich autorem (ekonomiści mBanku).**