

Kurier ekonomiczny ING

Polska i świat

Dekada niskiej inflacji i stóp za nami. Gospodarka USA przeszła inflacyjny szczyt, policy mix w Polsce nie pomaga szybkiej normalizacji.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

Maj 2022

thinkforward



W skrócie – rynki i świat

- Rosyjska inwazja na Ukrainę oznacza kolejny, potężny negatywny szok podaży dla gospodarki światowej, która nierówno wychodziła z covidowej recesji, a zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw dopiero miały się normalizować. Wojna spowodowała wzrost cen na 3 rynkach: energii, metali i żywności, co w szybki i silny sposób wpływa na ceny producenta i konsumenta. Jednak są też pozytywne informacje, największe gospodarki (USA, Euroland, UK) notują skrócenie czasów dostaw w 1kw22, co wynika z niższego popytu (firmy zbudowały potężne zapasy, spadają także zamówienia bo gospodarki hamują) i podaży (wzrost liczby kontenerów wypływających z Azji).
- Negatywne skutki wojny na Ukrainie dotyczą głównie strefy euro i szerzej EU27, co wynika z silnego uzależnienia niektórych gospodarek UE od dostaw energii z Rosji i większego znaczenia handlu ze Wschodem. Do efektów cenowych dokładają się również obawy o dostępność paliw w Europie, w szczególności gazu ziemnego. Scenariusz nagłego odcięcia dostaw gazu z Rosji wywołałby płytką recesję w UE. Jednak cena tego surowca spada, a kraje UE zaakceptowały żądanie Rosji i płacą rachunki w rublach, więc dostawy gazu do Europy Zachodniej pozostają niezakłócone. UE wciąż nie osiągnęła konsensusu ws embarga na rosyjską ropę. Jest przygotowana na zatrzymanie dostaw tego surowca, ale kosztem wyższych cen.
- Rynki finansowe wierzą, że gospodarka USA minęła 40 letni szczyt inflacji, to zasługa dużej determinacji z jaką Fed walczy z CPI i zacieśnienia fiskalnego. W efekcie zacieśnienie tzw. warunków finansowych jest większe niż sugerują dokonane podwyżki stóp (o 100pb). Pojawiły się też sygnały spowolnienia gospodarczego i spadków na rynkach, które dużo wносиły do inflacji (np. popytu na mieszkania, co sugeruje spadki czynszów, albo cen używanych samochodów). Fed podniesie stopy o kolejne 100pb, ale najwięksi jastrzębie przekonują, aby we wrześniu zrobić pauzę na ocenę sytuacji. Fed chce spadku inflacji, ale nie recesji. Naszym zdaniem stopy wzrosną ponad 3% w tym cyklu. Powrót do tak niskiej inflacji jak przed pandemią jest mało realny ze względu na zmiany strukturalne, które wymagają kosztownych dostosowań, np. regionalizację (to bardziej kosztowna forma globalizacji) czy dekarbonizację (początkowo skok popytu na surowce zanim rozwinięte źródła odnawialne pozwolą na spadek cen energii).
- Dylematy ECB są inne, gdyż rekordowej inflacji towarzyszy krucha koniunktura, szczególnie w Niemczech. Póki co barometry koniunktury (PMI) wskazują na stopniowe niż szybkie hamowanie, bo przemysł korzysta z wcześniejszych zamówień, a usługi z odbicia po ostatniej fali pandemii. W sytuacji wojny na wyniszczenie tuż u granic UE mogło być gorzej. Ostatnie wypowiedzi władz ECB sugerują, że dojrzeła konsensus na pierwszą podwyżkę o 25pb w lipcu i kolejną o tej samej skali jesienią.
- Oczekujemy, że okres spadku €/US\$ dobiega końca. W 3kw22 para powinna utrzymać się blisko 1,05-07. Szczyt inflacji w USA jest za nami, więc oczekiwania na podwyżki stóp FOMC nie powinny już rosnąć. Jednocześnie cykl podwyżek stóp wkrótce rozpocznie EBC. Dlatego ew. dalszy spadek €/US\$ będzie raczej wynikać z pogorszenia nastrojów na rynkach (np. związanego z wojną), co na ogół nie trwa długo. Osłabienia dolara do euro spodziewamy się na przełomie roku. Wówczas Fed powinien być pod koniec swojego cyklu podwyżek, a korzystne dla US\$ napięcia na rynkach wywołane wojną wygasać.

W skrócie – Polska

- Po raz kolejny okazuje się, że najnowszy szok jest odmienny od poprzedniego. O ile pandemia niemal z dnia na dzień zahamowała aktywność gospodarczą z uwagi na obostrzenia epidemiczne i spadek mobilności, to wybuch wojny na Ukrainie w krótkim terminie ma ograniczony wpływ na wyniki polskiej gospodarki. Przy wysokim poziomie zaległości produkcyjnych wzrost produkcji pozostaje wysoki pomimo spadku nowych zamówień. Wysoki poziom aktywności na przełomie 2021/22 powoduje, że wzrost PKB 2022 najprawdopodobniej uśredni się w okolicach 4,7%. Wsparciem konsumpcji jest rzesza blisko 2 mln uchodźców z Ukrainy. Po udanej pierwszej połowie 2022 czeka nas trudniejsza druga część roku z powodu negatywnego wpływu wojny na polski eksport na Wschód i Zachód, wolniejszą odbudowę zapasów, słabsze inwestycje ograniczane przez ceny surowców i dostępność dostaw, a także pogorszenia koniunktury w budownictwie wskutek podwyżek stóp procentowych.
- Inflacja wyrosła na problem nr 1 polskiej gospodarki. Ma ona popytowo-podażowy charakter. Debata publiczna koncentruje się na wysokich cenach surowców, ale jednocześnie ceny są ciągnięte przez wysoki popyt, napędzany przez szybko rosnące dochody gospodarstw domowych z pracy. Dodatkowo ich budżety są zasilane ekspansywną polityką fiskalną. W efekcie gospodarka rozpoczęła rok ze znaczącą dodatnią luką produktową. Ceny są pchane przez wzrost cen energii, materiałów oraz transportu, co jednak generuje coraz silniejsze efekty wtórne, gdyż przy mocnym popycie firmy z łatwością przerzucają wyższe koszty na ceny swoich wyrobów. Szok surowcowy był tak silny i rozległy, że inflacja pozostanie podwyższona nawet w przypadku powrotu PKB w okolice potencjału. Przed nami więc wydłużony okres podwyższonej inflacji. Średnioroczny wzrost cen w 2022 prognozujemy na ponad 13%, ze szczytem 15-20%/r w 4kw22.
- Doprowadzenie inflacji do celu, szczególnie wobec ekspansywnej polityki fiskalnej i trudnej sytuacji na rynkach surowcowych, będzie wymagać zdecydowanych działań ze strony NBP. Realizuje się czarny scenariusz bankiera centralnego, tj. występują efekty drugiej rundy, które wzbierają na sile bo są wspierane mocną kondycją rynku pracy. Pokazuje to inflacja bazowa, rosnąca po 1%/m kilka miesięcy z rzędu. Co więcej pełne przełożenie wysokiego PPI (23%/r) na ceny konsumenckie zajmie jeszcze 2-3 kwartały. Stąd retoryka NBP pozostaje bardzo jastrzębia. Dlatego uważamy, że RPP będzie kontynuować podwyżki stóp, doprowadzając stopę referencyjną do docelowego poziomu 8,5% na przełomie 2022/23.
- Zacieśnienie polityki NBP będzie jednocześnie zdecydowanie większe niż Fed albo EBC. Naszym zdaniem uzasadnia to dalsze umocnienie złotego, szczególnie, że napięcia na rynkach związane z wojną wyraźnie słabną. Co więcej komentarze z KE wskazują na bliskie uruchomienie Funduszu Odbudowy. To dodatkowe wsparcie dla złotego, gdyż środki z UE będą wymieniane na rynku. Oczekujemy, że do końca roku kurs €/PLN dotrze do 4,50 lub lekko poniżej. W 2023 aprecjacja złotego powinna postępować dalej, nawet poniżej 4,40 w 4kw23. Pomoże w tym oczekiwane osłabienie dolara, zwykle korzystne dla walut CEE.
- Uważamy również, że złotowe stawki IRS wyceniają zbyt niską ścieżkę stóp NBP. W szczególności rynki spodziewają się obniżek stóp już w przyszłym roku, co wydaje się mało prawdopodobne biorąc ekspansywną politykę fiskalną. To naszym zdaniem daje pole do wzrostu złotych IRS od 30pb na długim końcu do 70pb w przypadku 2letnich stawek swap.

Prognozy makroekonomiczne – Polska i świat.

	2020	2021	1kw22	2kw22	3kw22	4kw22	2022	1kw23	2kw23	3kw23	4kw23	2023
Polska												
PKB r/r	-2,2	5,9	8,5	5,5	3,5	1,9	4,7	0,8	4,5	4,5	4,7	3,8
Konsumpcja r/r	-3,0	6,1	7,2	7,5	5,5	4,5	6,1	3,5	4,3	4,3	4,5	4,2
Inwestycje r/r	-4,9	3,8	13,5	5,0	4,0	2,5	5,3	5,5	7,0	6,0	5,0	5,8
Deficyt fin. publ. %PKB	-6,9	-1,8					-4,5					-4,3
Dług publ. %PKB (kon. okr.)	51,7	53,8					51,5					50,6
Bezrobocie (kon. okr.)	6,2	5,4	5,4	5,1	5,1	5,2	5,2	5,6	4,4	4,2	4,8	4,8
CPI r/r (średnio)	3,4	5,1	9,6	13,7	15,1	15,3	13,4	14,4	10,0	8,1	10,7	10,8
Stopa referencyjna	0.10	1.75	3.50	6.00	7.00	7.50	7.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50
Bilans obrotów bieżących CA, %PKB												
	2,9	-0,6					-4,0					-3,5
Wynagrodzenia – sektor przedsiębiorstw (%r/r)												
	4,8	8,6	11,2	14,0	12,6	13,11	12,7	12,9	10,9	10,9	8,7	10,5
Strefa euro												
PKB kw/kw SAAR	-7,2	5,0	0,8	-0,7	1,1	2,0	2,2	2,1	2,5	2,3	1,9	1,9
HICP r/r (średnio)	0,2	2,6	6,0	7,7	6,5	5,2	6,4					2,3
Stopa refinansowa, k.okr.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,50	0,5	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
USA												
PKB kw/kw SAAR	-3,6	5,7	-1,4	2,6	2,8	2,4	2,5	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8
CPI r/r (średnio)	1,2	4,7	8,0	8,1	7,4	6,0	7,4					2,7
Stopa funduszy Fed, k.okr.	0,25	0,25	0,50	1,50	2,50	3,00	3,00	3,25	3,25	3,25	2,75	2,75
Rynki finansowe												
Wibor 3M (kon. okr.)	0.21	2.54	4.77	6.47	7.47	7.98	7.98	8.66	8.67	8.67	8.50	8.50
Stawka 3M EUR (kon. okr.)	-0.55	-0.57	-0.46	-0.35	0.10	0.15	0.15	0.35	0.40	0.40	0.50	0.50
Stawka 3M USD (kon. okr.)	0.13	0.21	0.99	1.45	2.45	2.95	2.95	3.15	3.10	2.80	1.90	1.90
US\$/PLN (kon. okr.)	3.76	4.06	4.18	4.20	4.18	4.08	4.08	4.02	3.96	3.89	3.81	3.81
US\$/PLN (średnio)	3.90	3.88	4.16	4.20	4.19	4.11	4.16	4.08	3.97	3.91	3.85	3.95
€/PLN (kon. okr.)	4.61	4.60	4.65	4.54	4.51	4.49	4.49	4.46	4.43	4.40	4.38	4.38
€/PLN (średnio)	4.47	4.58	4.65	4.58	4.52	4.50	4.56	4.52	4.44	4.41	4.39	4.44

Polska

Silny wzrost PKB na przełomie 2021/22 znacząco podbija średnią na 2022 (wysoki punkt startowy). W dalszej części roku oczekiwane wyhamowanie z uwagi na negatywny wpływ wojny. Wystarczy to zaledwie do sprowadzenia PKB do potencjału i domknięcia wysokiej pozytywnej luki produktowej z 1kw22. Inflacja pozostanie podwyższona w 2022-23 roku, biorąc pod uwagę istotny komponent kosztowy (energia, transport, materiały, surowce), ale także silne efekty drugiej rundy.

Strefa euro

Gospodarka europejska jest bardziej niż USA narażona na negatywne skutki wojny z uwagi na swoją wrażliwość na ceny energii z Rosji, zakłócenia jej dostaw, inne powiązania handlowe. Odejście od rosyjskiej energii pogarsza perspektywy inflacyjne. EBC rozpocznie zacieśnianie w lipcu, ale w mniejszej skali niż Fed.

USA

Słabszy początek 2022, jednak perspektywy na 2kw22 wyglądają korzystnie, a ryzyko recesji wciąż jest ograniczone. Pojawiają się pierwsze oznaki spowolnienia gospodarczego, w reakcji na mocne zacieśnienie warunków finansowych, co jednak nie powstrzyma Fed przed dalszymi podwyżkami. Rynek wierzy, że Fed odnosi pierwsze sukcesy w walce z inflacją.

Rynki finansowe

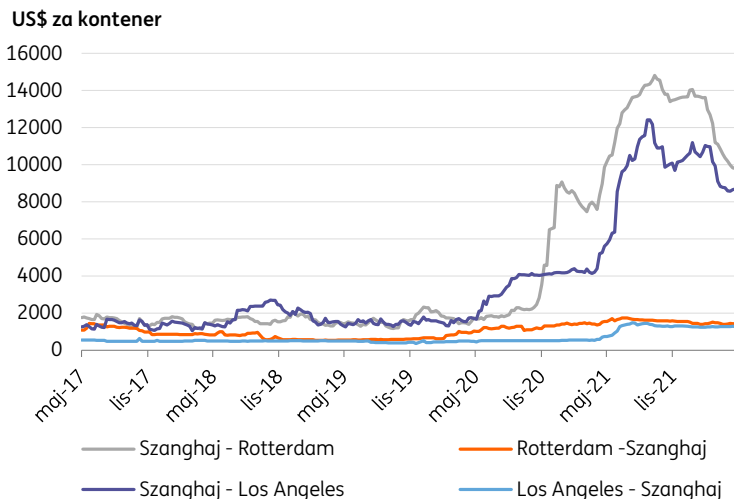
Od 2poł22 odbicie €/US\$, Fed będzie zbliży się do końca podwyżek a ECB rozpocznie, korzystny dla dolara niepokój wojenny powinien wygasać. Podwyżki NBP, uruchomienie KPO sugerują dalsze umocnienie PLN. Krótkoterminowo ryzyka dla złotego to desperacka walka Chin z Covid (ale waluty EM już odbijają) i wojna.

Aktualizacje prognoza na: <https://think.ing.com/forecasts/>

Zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw ciąg dalszy

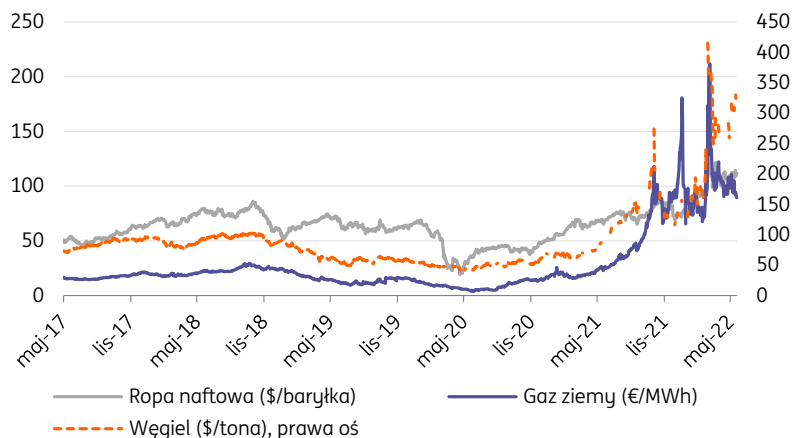
... z powodu polityki Zero Covid w Chinach i rosyjskiej inwazji na Ukrainę.

Stawki frachtu za kontener 40 stóp w latach 2017-22



Źródło: World Container Index.

Ceny paliw kopalnych w Europie w latach 2017-22

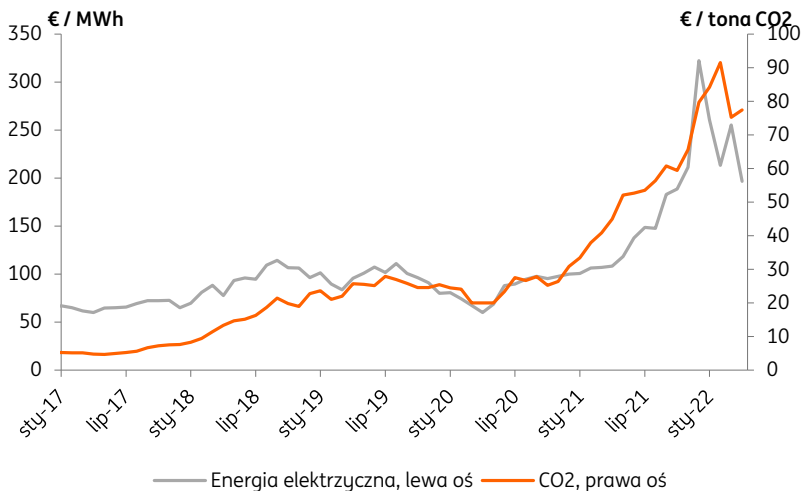


Źródło: ING na podstawie danych Bloomberg.

- Zamiast długo wyczekiwanej normalizacji, rosyjska inwazja na Ukrainę przyniosła kolejną falę zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw w 2022. Wynika to z załamania handlu z Ukrainą z powodu działań wojennych oraz z Rosją i Białorusią z powodu sankcji. Wojna podbija ceny i zmienność notowań surowców energetycznych – ropy naftowej, gazu i węgla.
- W ostatnich miesiącach zaczęły się normalizować stawki frachtu z Chin do Europy i USA, jednakże trudno oczekiwać powrotu do poziomów z połowy 2020 roku. Ceny frachtu dyktują przewoźnicy chińscy, którzy borykają się wciąż z ograniczeniami wynikającymi z polityki Zero Covid w Chinach. W ostatnich tygodniach obowiązywał m.in. lockdown w Szanghaju, co wywołało obawy o terminowość dostaw z Chin.
- Nasze badanie we współpracy z EEC i [raport Polska w globalnych łańcuchach dostaw w czasie pandemii i wojny](#) pokazuje szereg rozwiązań wprowadzonych przez polskie firmy w odpowiedzi na przerwane łańcuchy dostaw. W szczególności, polskie firmy produkcyjne: (a) polegały na sprawdzonych dostawcach, ale poszukiwały nowych (dywersyfikacja dostawców i firm logistycznych), (b) przeorganizowały zamówienia i składały je z wyprzedzeniem, (c) zwiększyły stan zapasów, (d) usprawniły wewnętrzne procesy. Dane mikro i makro pokazują, że polskie firmy zdały wielki test na odporność na potężne negatywne szoki.
- Gromadzenie wyższych zapasów było jednym z kluczowych działań firm w reakcji na zaburzenia w dostawach. W ostatnich kwartałach motywację just in case' wzmocniły rosnące ceny producenta. Wzrost zapasów powinien mieć pozytywny wpływ na tempo wzrostu PKB w 1pół22. Jednakże efekt ten powinien ustąpić w 2pół22, a w 1pół23 zatrzymanie przyrostu zapasów czy nawet ich redukcja będą mieć negatywny wpływ na wzrost PKB. Taki cykl zapasów był widoczny przy innych kryzysach.

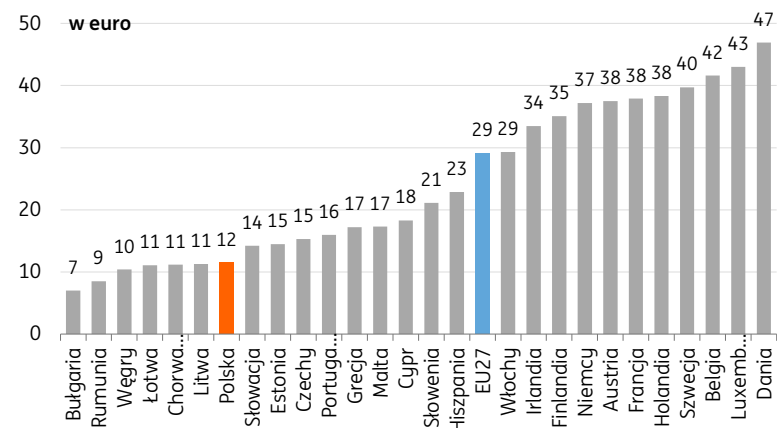
Covid-19: Nearshoring zwiększy bezpieczeństwo, ale... ... nie obejmie wszystkich sektorów przemysłowych i będzie drożej.

Ceny energii elektrycznej w Polsce i ceny CO2 w EU ETS



Źródło: ING na podstawie danych Bloomberg.

Wynagrodzenia godzinowe w krajach UE, średnia w 2021



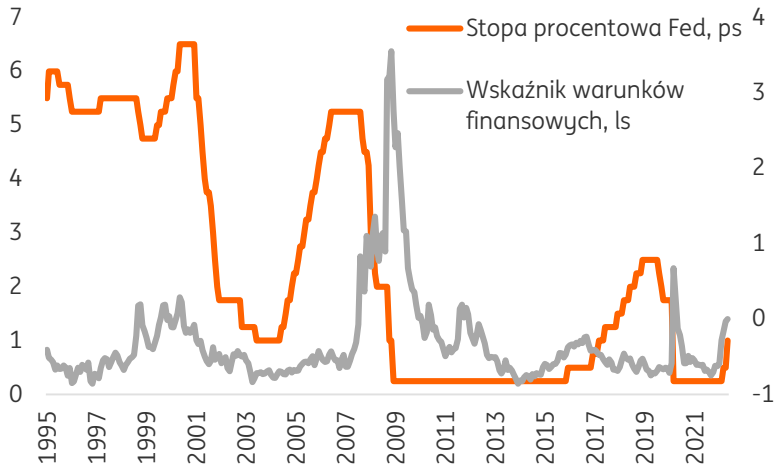
Źródło: Eurostat.

- Nowa fala Covid w Chinach i wojna na Ukrainie pokazały, jak ryzykowne jest zaopatrywanie w dalekim kraju. Po uwzględnieniu wyższych kosztów frachtu z Azji, postępującej automatyzacji, rosnącej roli czynników ESG okazuje się, że procesy przeciwne do offshoringu będą efektywne kosztowo. Polska może skorzystać. Obok czynników ekonomicznych, za nearshoringiem czy regionalizacją przemawiają też korekty w liberalnej polityce handlowej UE i USA np. w farmacji.
- Nasze badanie wskazuje jednak, że niektóre branże mają ograniczony potencjał do przenoszenia produkcji z Azji do Europy Środkowej. Dotyczy to przemysłu lekkiego (np. branży odzieżowej czy obuwniczej), w których producenci chińscy zbudowali olbrzymie przewagi komparatywne, zarówno jeśli chodzi cenę, jak i specjalizację / jakość oferowanych towarów.
- Istotną barierą dla branż energochłonnych np. chemii są wysokie ceny energii elektrycznej, co jest częściowo związane z ambitną polityką klimatyczną UE i wysokimi cenami uprawnień do emisji CO2. Na czynnik ten jako istotną barierę wskazuje branża IT, która utrzymuje centra danych. Pewnym wyrównaniem warunków konkurencji może być wprowadzenie cła węglowego w EU (CBAM) od 2023.
- Ze względu na silne uzależnienie od rosyjskich paliw, UE27 ma trudność w osiągnięciu jednomyślności odnośnie embargo na rosyjską ropę i gaz. KE zaproponowała mobilizację €300mld na obniżenie uzależnienia energetycznego od Rosji. Ale nie są to nowe środki, lecz przesunięcia z innych funduszy.
- Plan KE zakłada dywersyfikację importu paliw; przyśpieszenie przejścia na energię odnawialną, inwestycje w efektywność energetyczną, utworzenie platformy dla wspólnego zakupu gazu ziemnego, LNG i wodoru. Zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw mogą być barierą dla tego przyśpieszenia.

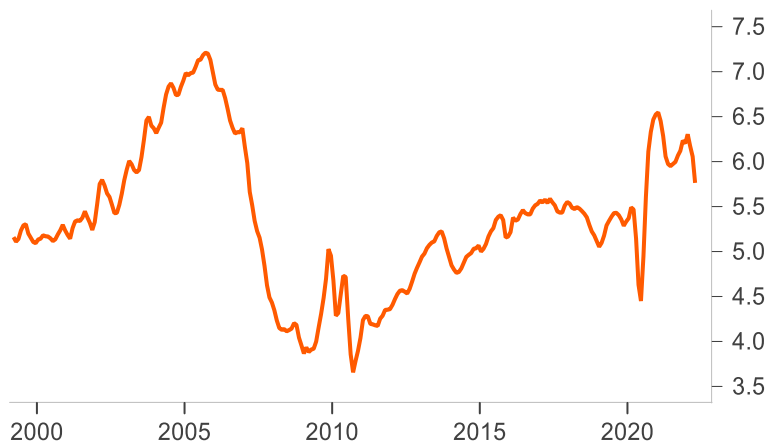
USA: Rynki wierzą w skuteczność walki z inflacją w USA

Zacieśnienia wg FCI większe niż wg stóp, spadek długoterminowych oczekiwań inflacyjnych.

Zacieśnienie warunków finansowych większe niż sam poziom stóp Fed, od 2012 mocniejsze tylko w czasie covid



Sprzedż istniejących nieruchomości mieszkalnych (mln) – kondycja rynku nieruchomości wyraźnie się pogarsza



- Rynki finansowe przeszły od obaw o inflację i dużą skalę podwyżek stóp Fed, do obaw o nadmierne zacieśnienie Fed które może nawet spowodować recesję, widzimy parę powodów tej zmiany:

1. skala zacieśnienia polityki pieniężnej Fed, mierzona szerokim indeksem warunków finansowych (tzw. FCI) jest większa niż wskazuje dotychczasowy wzrost stóp Fed (FCI uwzględnia dodatkowo mocnego dolara i inne skutki oczekiwanych podwyżek stóp, tj. wzrost rentowności obligacji rządowych i komercyjnych oraz duży spadek giełd)
2. wzrost płac (m/m) spowalnia od paru miesięcy - łatwiej będzie zapanować nad efektami drugiej rundy i inflacją bazową
3. dane alternatywne sugerują spadki ważnych komponentów CPI (tj. używanych aut, które dokładały aż 1,5pp do CPI)
4. od niedawna widać spadki na rynku nieruchomości, wysokie stopy podkopały popyt na domy, zasób domów na sprzedaż odpowiada już 9-miesięcznej sprzedaży, najwięcej od 2010
5. ale twarde dane z USA nie są słabe, np. produkcja i sprzedaż detaliczna pokazują dobrą kondycję firm i rodzin, oraz odbicie PKB kw/kw w 2kw22, po jego zaskakującym spadku w 1kw22

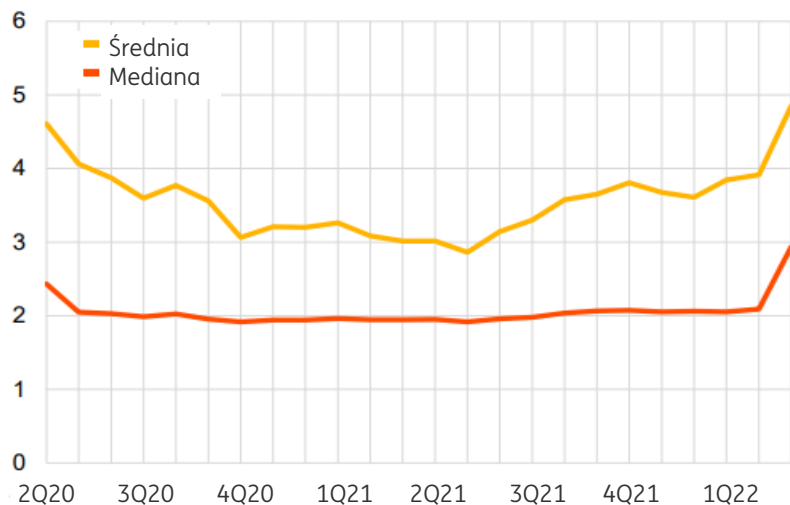
- W Fed widać zmianę nastawienia, prezes Powell podtrzymuje zapowiedź dwóch podwyżek w czerwcu i lipcu, ale niektórzy członkowie FOMC, którzy prezentowali bardzo jastrzębie nastawienie (Rafael Bostic) diametralnie zmienili podejście i wskazują, aby po kolejnych podwyżkach zrobić przerwę na analizę bieżących danych.

- Ryzyka inflacyjne w USA pozostają istotne (np. różnica między popytem a podażą pracy jest największa od dziesięcioleci), widzimy podwyżki Fed do 3% w 2022 i 3,25% w 2023, oraz początek obniżek w 4kw2023 roku.

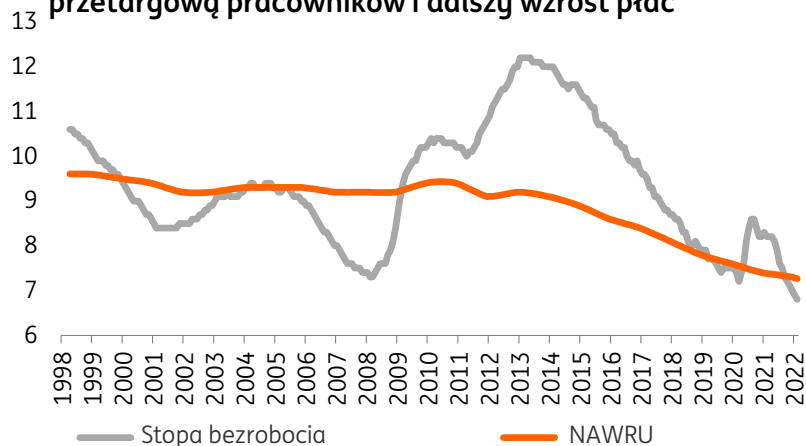
EUR: ECB chce rozpocząć podwyżki pomimo spowolnienia

Słabe euro, skok oczekiwań inflacyjnych i efekty drugiej rundy to główne ryzyka dla CPI

Oczekiwania inflacyjne konsumentów na 3 lata (badanie ankietowe EBC) - silny wzrost obaw przed wzrostem cen



Stopa bezrobocia i NAWRU wskazują na dużą siłę przetargową pracowników i dalszy wzrost płac

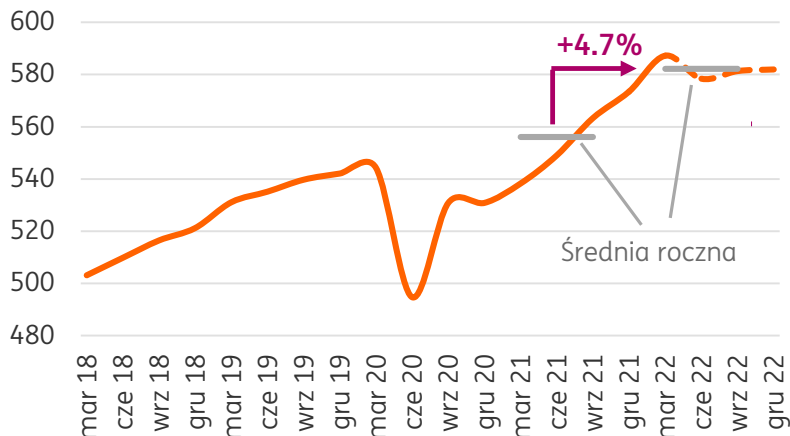


- Gospodarka Eurolandu i ECB mają trudniejsze zadanie, niejednorodna gospodarka utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej. Ale przedstawiciele ECB komunikują gotowość szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej: koniec QE w czerwcu, pierwsza podwyżka „krótco po” (lipiec), pomimo sygnałów zbliżającego się spowolnienia gospodarki.
- W odróżnieniu od Fed, ECB nie rozpoczął jeszcze podwyżek (stopa Fed wynosi już 1%), ale wg ECB ryzyko utrwalenia wysokiej inflacji na tyle wzrosło, iż przestania oczekiwane spowolnienie gospodarcze.
- Argumenty ECB za rozpoczęciem podwyżek to (1) słabe euro, (2) mocny skok oczekiwań inflacyjnych (3-letnich) do 3% z 2%, na jakim były w ostatniej dekadzie, (3) silny rynek pracy i oczekiwany wzrost płac (głównie Niemcy), (3) ryzyko efektów drugiej rundy i utrwalenia inflacji ponad celem w 2023-24.
- Najważniejsze argumenty za spowolnieniem PKB to:
 1. przerwy dostaw gazu-to czynnik o dużej sile „rażenia”, ale niskim ryzyku (co pokazuje duży spadek cen gazu - część dużych krajów UE zaakceptowała płatności w rublach, Rosja dostarcza dużo surowca a magazyny zapełniają się)
 2. rekordowo niskie nastroje konsumentów, gorsze niż biznesu, na razie są niespójne z mocnym rynkiem pracy i wysokimi wydatkami, ale spadek realnych dochodów może jeszcze zaszkodzić konsumpcji w 2poł22
 3. dalsze zakłócenia dostaw, głównie z Azji.
- Spodziewamy się 2-3 podwyżek po 25pb w 2022 i docelowego poziomu stóp 0,75-1% w 2023, ale sygnalizujemy szanse większych podwyżek, bo ryzyko recesji w Eurolandzie jest ograniczone, a ryzyko podwyższonej inflacji intensyfikuje się ze wzrostem oczekiwań inflacyjnych i efektów drugiej rundy.

PKB: Wyhamowanie wzrostu PKB w drugiej połowie roku.

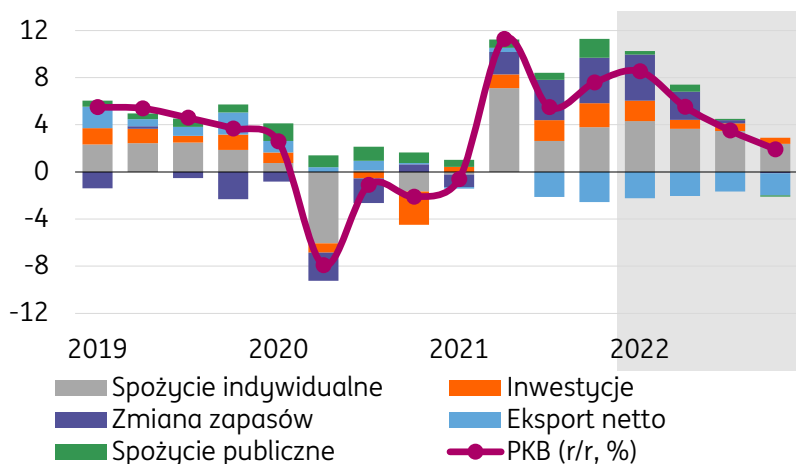
Wysoka aktywność w 4kw21 i 1kw22 generuje wysoki punkt startowy na 2022.

PKB w cenach stałych 2015, mld PLN (SA)



Źródło: GUS, ING.

Struktura wzrostu PKB (%r/r)



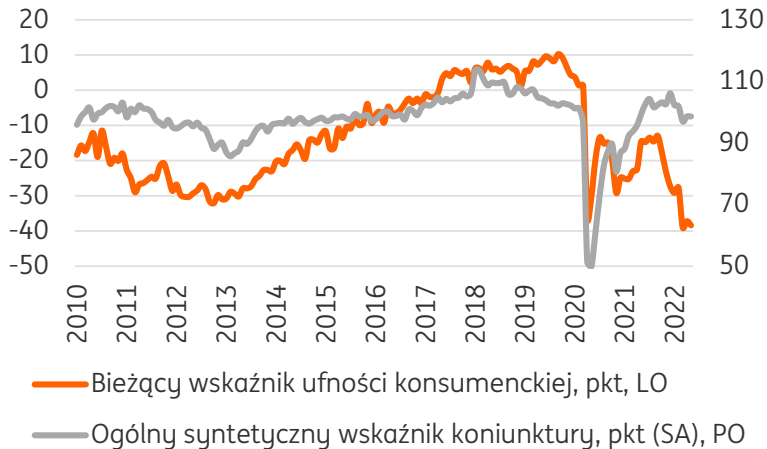
Źródło: GUS, prognoza ING

- Rosyjska inwazja na Ukrainę skłoniła nas do rewizji prognoz wzrostu gospodarczego na 2022 z 4,5% do 3,2% w związku ze spodziewanym negatywnym wpływem tego szoku na handel zagraniczny oraz nastroje konsumentów i firm. Pomimo pogorszenia wskaźników nastrojów konsumenckich po wybuchu wojny skłonność do konsumpcji w marcu i kwietniu pozostała wysoka. Tak jak oczekiwaliśmy dodatkowym wsparciem były wydatki uchodźców. Jednocześnie w pierwszej fazie szoku wojennego firmy dalej intensywnie podnosiły zapasy. Jak dotychczas **wpływ wojny jest głównie widoczny w inflacji, a jeszcze nie dotknął sfery realnej.**
- Wstępny szacunek PKB za 1kw22 wskazuje na dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 2,4% kw/kw (SA) z 1,8% kw/kw (SA). Wysoki efekt przeniesienia (carryover) z 2021 i dynamiczny wzrost z 1kw22 spowodowały, że aktywność gospodarcza w pierwszym kwartale tego roku była o ok. 5,6% wyższa niż średnio w 2021. W efekcie **punkt wyjścia na cały rok jest bardzo wysoki.** Spodziewamy się, **wzrost PKB uśredni się w okolicach naszej wyjściowej prognozy na ten rok, czyli ok. 4,7%.** Imponujący wynik roczny nieco przesłania perspektywy. Kolejne kwartały będą wyraźnie gorsze, a poziom aktywności w 4kw22 może być niższy niż w 1kw22. W ujęciu rocznym wzrost PKB w 4kw22 może spowolnić do około 2%.
- W strukturze wzrostu gospodarczego w tym roku **kluczową rolę w dalszym ciągu będzie odgrywała konsumpcja,** napędzana rosnącymi dochodami z pracy oraz stymulacją fiskalną (cięcia podatków, rosnące wydatki). Początek roku stał pod znakiem odbudowy zapasów środków do produkcji, jednak pozytywny wpływ tego czynnika wygaśnie w kolejnych kwartałach. **Struktura wzrostu pozostanie proinflacyjna, a rosnącym ryzykiem są ponowne zaburzenia podażowe.**

PKB: Wyjątkowo wysoka niepewność co do perspektyw.

Sytuacja geopolityczna i COVID-19 w Chinach głównymi zagrożeniami.

Nastroje konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: GUS.

Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)



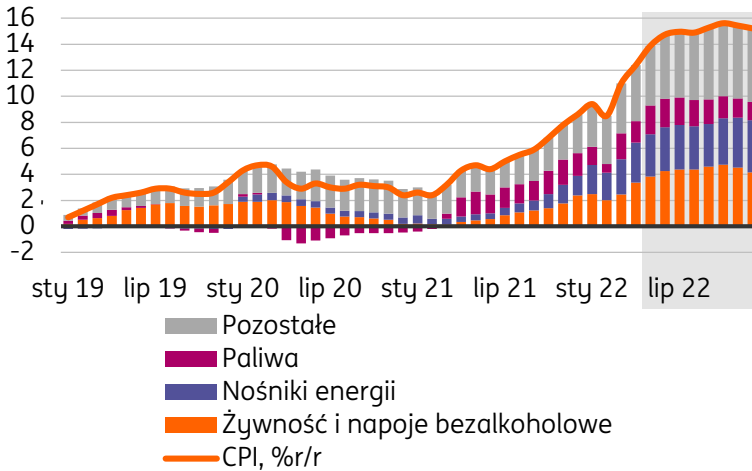
Ryzyka i zagrożenia:

- Wciąż widzimy ryzyko **pogorszenia polskiego** eksportu na Wschód i Zachód. Rosja jeszcze nie odpowiedziała na sankcje Zachodu, ryzyko kolejnych sankcji na polską żywność jak w 2014 jest wysokie. Z kolei konsumpcja w Eurolandzie jest mocna, ale może tylko odbicie po Omikronie, spadek realnych dochodów jeszcze nie ujawnił wpływu na konsumpcję.
- Utrzymują się **niekorzystne nastroje konsumentów i przedsiębiorstw w Polsce**. Na chwilę obecną nie ogranicza to istotnie wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, ale zwraca uwagę niski wzrost inwestycji dużych przedsiębiorstw w 1kw22 (1,3%/r/r) oraz sygnały wyraźnego hamowania aktywności w budownictwie (-5,1%/m/m sa w IV).
- Spowolnienie w Chinach może być większe niż w 1Q20, władze chcą stymulować koniunkturę, jednocześnie utrzymują politykę Zero-COVID, możliwa są nowe **zaburzenia dostaw**.
- Szanse i wyzwania:
- **Firmy mają znaczący nawis niezrealizowanych zamówień**, to podtrzymuje wzrost produkcji pomimo spadku nowych zleceń.
- **Napływ uchodźców z Ukrainy** to dodatkowe **wsparcie popytu konsumpcyjnego** ze strony blisko 2 mln nabywców. Aktywizacja imigrantów **może także ograniczyć skalę niedoborów podaży pracy**.
- Destabilizacja dostaw z Azji i wycofywanie się koncernów z Rosji sprzyjają zjawisku **nearshoringu**. Polska, jako członek NATO i UE, jest dobrze spozycjonowana, aby stać się docelowym miejscem lokowania produkcji. To czynnik, który może być dużym pozytywnym zaskoczeniem w 2022-23.

Dwucyfrowy wzrost cen konsumpcyjnych w 2022 i 2023.

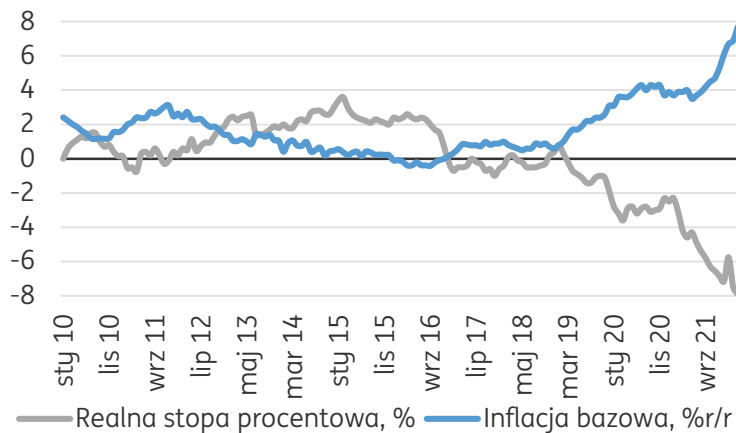
Efekty drugiej rundy nakręcają wzrost inflacji bazowej.

Ceny konsumpcyjne i źródła wzrostu, %, pkt. proc.



Źródło: GUS.

Inflacja bazowa i realna stopa procentowa



Źródło: GUS, szacunki ING.

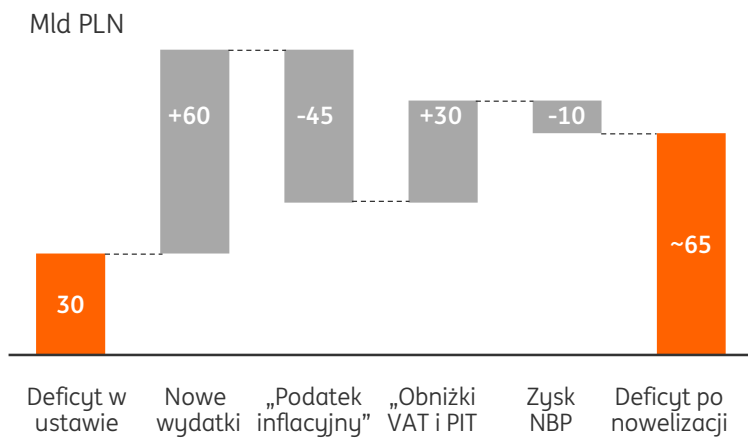
- **Inflacja w Polsce ma popytowo-kosztowy charakter.** Z jednej strony ceny są pchane przez rosnące koszty, głównie energii, a z drugiej ciągnięte przez dynamiczny popyt, zasilany m.in. ekspansją fiskalną i mocnym rynkiem pracy.
- Inflacja w Polsce przekraczała cel NBP jeszcze przed pandemią COVID-19 i przed wybuchem wojny na Ukrainie. Następnie **nastąpił szereg szoków zewnętrznych:** (1) pandemia, (2) wzrost cen energii, (3) rosnące koszty transportu, (4) zaburzenia dostaw i wąskie gardła po stronie podaży.
- Naszym zdaniem za wzrostem cen stoją nie tylko czynniki globalne, ale **istotną rolę odgrywają także procesy krajowe.**
- Ostatnie miesiące wskazują na **nasilające się efekty wtórne.** Wcześniejszy wzrost kosztów z tytułu drożejącej energii, materiałów, transportu oraz pracy przekłada się na ceny detaliczne i inflację bazową. **Wysoka jest presja płacowa.** W warunkach silnego popytu firmy nie mają problemów z przeliczaniem wyższych kosztów na ceny. Proces ten będzie kontynuowany, a sprzyja mu ekspansywna polityka fiskalna.
- Relatywnie **nowym źródłem presji inflacyjnej są coraz szybciej rosnące ceny żywności.** Wojna na Ukrainie i obawy o podaż ważnych surowców paszowych oraz wcześniejsze wzrosty cen nawozów powodują, że kolejne miesiące przyniosą kontynuację wzrostowego trendu cen żywności.
- Nasz scenariusz bazowy wskazuje na wzrost inflacji w okolicach 15-20%/r w 4kw22. **Średnioroczny wzrost cen w 2022 szacujemy na ponad 13%, a w 2023 na ponad 10%.** Obecnie łączne zacieśnienie polityki mix ma ograniczoną skalę, co przełoży się na **wydłużony epizod podwyższonej inflacji.**

Ekspansja fiskalna zwiększy deficyt budżetu w 2022.

Cięcia podatków i wzrost wydatków w skali ok. 3,3% PKB nie ujęte w budżecie na 2022.

	%PKB w 2022
Cięcia VAT i akcyzy	0,8
Tzw. 14ta emerytura i wyższa waloryzacja	0,6
Wyższe koszty obsługi długu publicznego	0,5
Obniżka PIT (pierwsza stawka do 12% z 17%)	0,5
Pomoc uchodźcom z Ukrainy	0,4
Dodatek osłonowy i wsparcie rolników	0,3
Wyższa płaca minimalna w służbie zdrowia	0,2
ŁĄCZNIE	~3,3

Powody nowelizacji budżetu centralnego na 2022



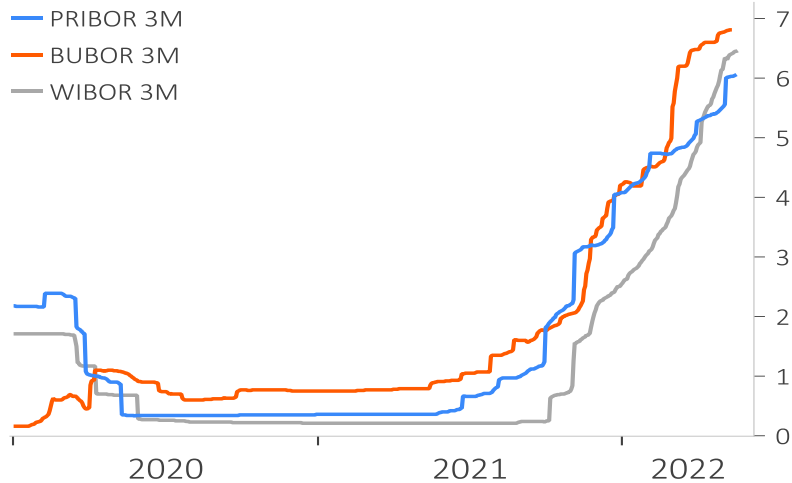
- Szacujemy, że **deficyt sektora general government w 2022 wzrośnie do 4,5% PKB.**
- W budżecie na 2022 deficyt budżetu centralnego założono na PLN29,9mld, a potrzeby pożyczkowe budżetu państwa netto na PLN59,3mld.
- Od czasu uchwalenia budżetu państwa na ten rok rząd zapowiedział i częściowo wdrożył szereg nowych działań. W efekcie obecny plan budżetowy już się zdezaktualizował, a **budżet państwa będzie musiał zostać znowelizowany.**
- Główne nowe działania po stronie dochodowej:
 - ❑ **Cięcia podatków pośrednich** (VAT, akcyza) na paliwa, gaz, energię elektryczną, ogrzewanie i żywność.
 - ❑ **Dodatkowa obniżka podatków bezpośrednich** (pierwsza stawka PIT w dół do 12% z 17%) od lipca.
- Najważniejsze nowe działania po stronie wydatkowej:
 - ❑ **Wyższa indeksacja i 14ta emerytura.**
 - ❑ **Rekompensaty za wzrost cen energii i nawozów** oraz inne elementy wydatkowe tarcz antyinflacyjnych i tarczy antyputinowskiej.
 - ❑ **Pomoc dla uchodźców z Ukrainy.**
- Od czasu uchwalenia ustawy budżetowej na 2022 rząd zapowiedział **dodatkowe wydatki na kwotę ok. PLN60mld** (14ta emerytura, wyższa waloryzacja, rekompensaty, pomoc uchodźcom, wyższe koszty obsługi długu).
- Szacujemy, że **z tytułu wyższej** niż założono w budżecie **inflacji dochody wzrosną o ok. PLN45mld**, z czego rząd "odda podatnikom ok. PLN30mld w niższych stawkach VAT i PIT. Dochody z zysku NBP będą o ok. PLN10mld wyższe niż założono w budżecie.
- Po nowelizacji **limit deficytu budżetu centralnego może zostać podniesiony do ok. PLN 65mld.** Biorąc pod uwagę skalę prefinansowania i poduszkę płynnościową potrzeby pożyczkowe netto wzrosną o ok. PLN20-25mld.

Źródło: ING

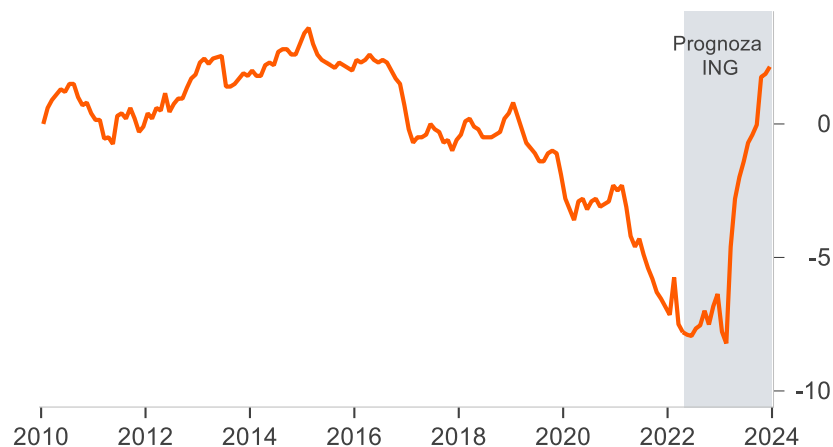
RPP: do końca podwyżek daleko, policy mix wciąż łagodny

Stopa referencyjna dotrze do 8,5% na przełomie 2022/23, obniżki najwcześniej w 2024.

Stopy procentowe w CEE – NBP rozpoczął podwyżki stóp późno, ale szybko nadgania inne banki centralne w regionie



Stopa referencyjna NBP skorygowana o inflację
Dodanie realne stopy procentowe dopiero w 2pół23



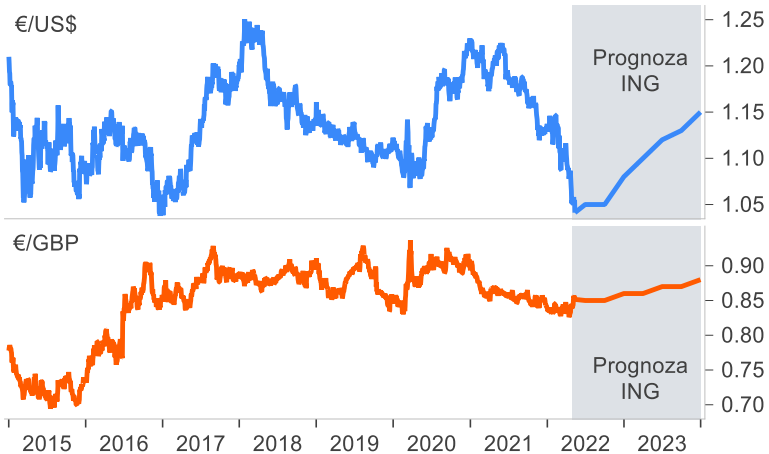
- Oczekujemy, że **NBP będzie kontynuować podwyżki stóp, doprowadzając stopę referencyjną do docelowego poziomu 8,5% na przełomie 2022/23**. Realizuje się czarny scenariusz bankiera centralnego, tj. nowy szok surowcowy powoduje silne efekty drugiej rundy. Pokazuje to inflacja bazowa, rosnąca po 1%/m 4 miesiąc z rzędu. Co więcej pełne przełożenie wysokiego PPI (23%/r) na ceny konsumenckie zajmie jeszcze 2-3 kwartały.
- Co więcej **mierząc łączną skalę ekspansji fiskalnej i zacieśnienia monetarnego wpływem na PKB szacujemy, że netto policy mix dopiero niedawno weszło w obszar zacieśnienia**. Aby zapanować nad inflacją potrzeba dalszych istotnych podwyżek stóp, szczególnie gdyby okres wysokiej inflacji się wydłużał. To tym bardziej prawdopodobny scenariusz, że część z działań rządu (np. wakacje kredytowe) ogranicza skuteczność polityki NBP.
- **Stąd retoryka NBP pozostaje bardzo jastrzębia, wskazując, że w RPP zaszła ewolucja poglądów**. Pokazuje to m.in. ostatnia konferencja prezesa NBP, gdzie A.Głapiński podkreślił, że podwyżki będą kontynuowane dopóki RPP nie będzie pewna, że CPI się obniży. Obecnie Rada będzie wciąż koncentrować się na walce z inflacją, a wsparcie wzrostu gospodarczego pozostawi dla polityki fiskalnej rządu.
- **Nasza analiza funkcji reakcji RPP pokazuje, że jeżeli nastawienie Rady wróci do poziomu tego z lat 2010-16** (tamtejsza RPP była bardziej restrykcyjna niż obecna, ale historycznie wciąż umiarkowana), to przy naszych prognozach PKB i **inflacji docelowa stopa w Polsce wyniesie 8-9%, w 2022-23**. Utrzymanie ekspansywnej polityki fiskalnej wskazuje jednocześnie, że do obniżek stóp nie dojdzie przed 2024.

FX: Umocnienie US\$ się kończy, podwyżki Fed w cenach.

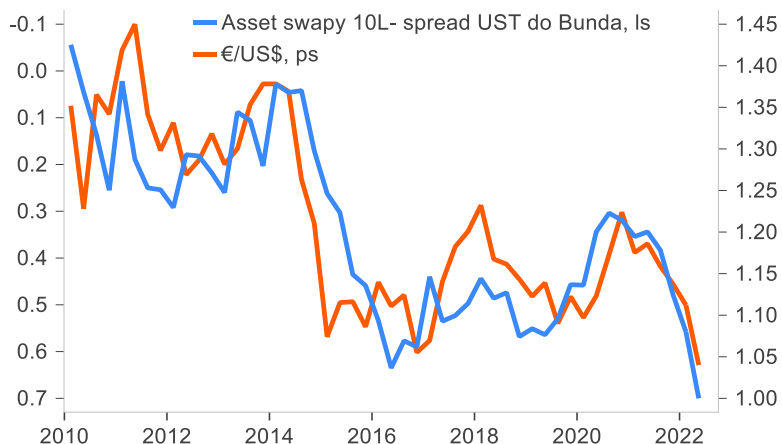
Umocnienie euro będzie jednak stopniowe, gdyż EBC będzie wolne podnosić stopy.

€/US\$ i €/GBP – prognozy ING

Podwyżki Fed i BoE już w cenach. Nadchodzi umocnienie euro.



€/US\$ i asset swapy – polityka Fed i EBC kluczowa dla zachowania dolara.

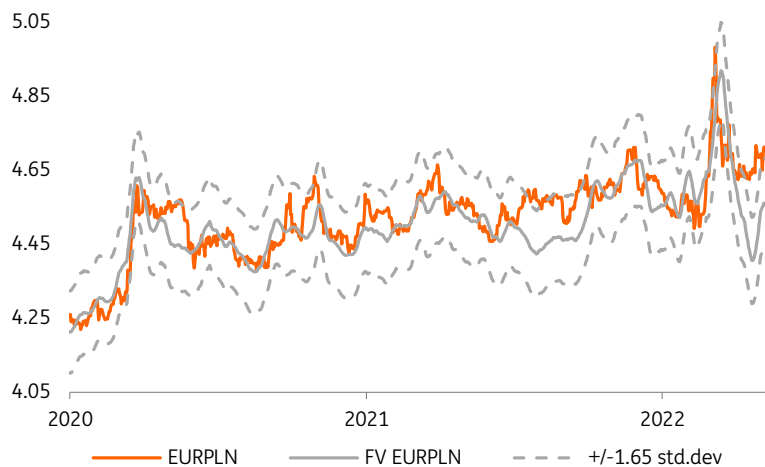


- W naszej ocenie obecne poziomy €/US\$ są zbyt niskie względem fundamentów gospodarczych i wynikają m.in. z obaw o kondycję chińskiej gospodarki i słabości juana. **Oczekujemy jednak, że para €/US\$ wróci ponad 1,10 najwcześniej w 2023.**
- **Wspieraniem dla dolara są przede wszystkim podwyżki stóp Fed, w kontraście do EBC.** Skutkiem tego były wyraźnie wyższe wzrosty rentowności obligacji amerykańskich wobec niemieckich. Ten czynnik od lat dobrze tłumaczy średnioterminowe zmiany €/US\$ (por. dolny wykres).
- **Szczyt inflacji w USA jest już jednak za nami, co sugeruje, że oczekiwania na podwyżki stóp FOMC nie powinny już rosnąć.** Dlatego ew. dalszy spadek €/US\$ będzie raczej wynikać z pogorszenia nastrojów na rynkach (np. związanej z wojną, globalnym spowolnieniem).
- **Stopniowego osłabienia dolara wobec euro spodziewamy się na przełomie roku.** Wówczas Fed powinien być już pod koniec swojego cyklu podwyżek stóp, podczas gdy ostatnio szybko rosną szanse na podwyżki EBC nawet w lipcu. Nawet wówczas dolar będzie jednak dość długo powracał do poziomów odpowiadających historycznej średniej. Cykl podwyżek stóp EBC będzie bowiem relatywnie powolny względem Fed.
- Podobnej sytuacji spodziewamy się w przypadku brytyjskiego funta. Bank Anglii już rozpoczął cykl podwyżek stóp i jest relatywnie blisko jego końca (oczekujemy, że będzie to 3kw22). Jednocześnie brytyjską walutę wobec euro w ostatnim czasie wspierał konflikt na Ukrainie. UK ma małe powiązania handlowe ze Wschodem i jest bardziej samowystarczalna energetycznie.

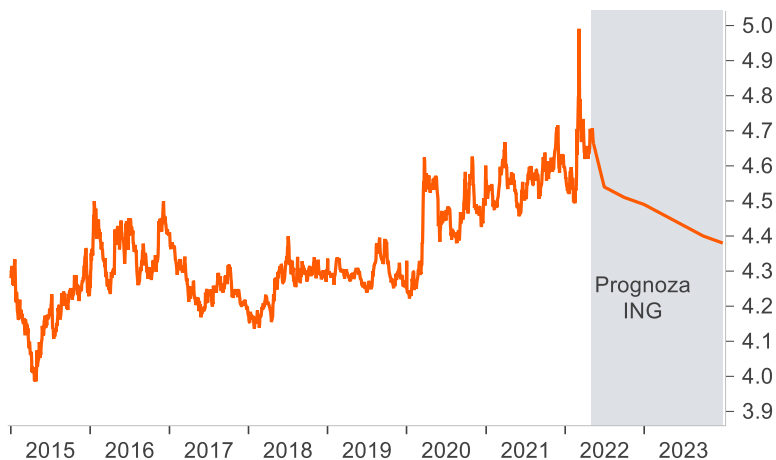
€/PLN: Podwyżki NBP wsparciem dla złotego.

Spadek €/PLN przyspieszy gdy €/US\$ się ustabilizuje.

Kurs €/PLN według modelu ING – oczekiwania na podwyżki stóp NBP sugerują dalsze umocnienie złotego.



Kurs €/PLN – prognoza ING przy scenariuszu podwyżek stóp NBP do 8,5%

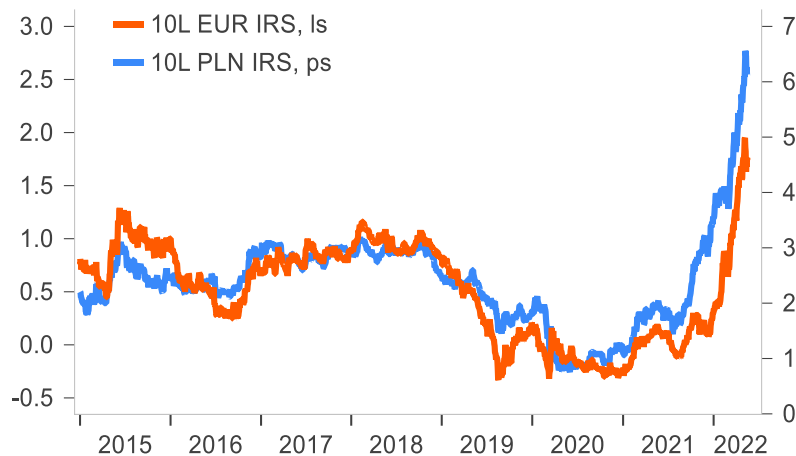


- **Oczekujemy, że do końca roku kurs €/PLN dotrze do 4,50 lub lekko poniżej.** W 2023 aprecjacja złotego powinna postępować dalej, nawet poniżej 4,40 w 4kw23. Pomoże w tym m.in. Oczekiwane osłabienie dolara, zwykle korzystne dla walut CEE.
- Od szczytowego momentu paniki wywołanej rosyjską agresją złoty zyskał około 7% wobec euro, chociaż równoległe doszło do silnego umocnienia dolara, na ogół niekorzystnego dla walut CEE. **To efekt m.in. zmiany polityki NBP, bank centralny zdecydował się walczyć z inflacją dużymi podwyżkami stóp.** Jednocześnie Europejski Bank Centralny utrzymuje swoje stopy procentowe bez zmian i na pierwszą podwyżkę zdecyduje się prawdopodobnie dopiero pod koniec roku. W efekcie korzystny dla złotego dysparytet stóp wobec euro będzie w kolejnych miesiącach narastać.
- **Nakłada się na to zmiana polityki Ministerstwa Finansów.** Obecnie środki pochodzące z zagranicy będą wymieniane na rynku. To zwiększy popyt na złotego gdy odblokowany zostanie KPO. W poprzednich latach MF wymieniało środki zagraniczne w NBP, a nie na rynku.
- Pokazują to również wyniki naszego modelu określającego poziom równowagi dla €/PLN na podstawie innych zmiennych rynkowych (np. swapów). Obecnie wskazania sugerują około 4,50, por. górny wykres.
- W perspektywie najbliższych miesięcy aprecjację złotego mogą hamować napięcia polityczne, w tym szczególnie związane z wojną na Ukrainie. Ponadto dane ankietowe pokazują, że krajowi producenci dokonują zakupów na zapas, co może być jednym z powodów pogorszenia bilansu handlowego Polski.

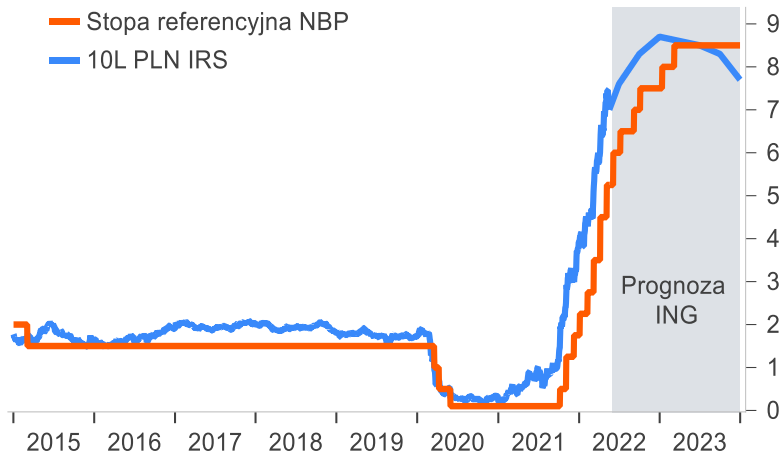
IRS: Wzrosty długich stawek w PLN blisko końca.

Krótkie IRS mają ciągle istotną przestrzeń do wzrostu.

Rentowności na rynkach bazowych blisko szczytów w tym cyklu. To wyhamuje wzrost długich złotych IRS.



Do końca podwyżek stóp NBP jeszcze daleko.
Krótkie stawki IRS w PLN będą jeszcze rosnąć.



- Uważamy, że z stawki IRS nie w pełni wyceniły oczekiwaną przez nas ścieżkę stóp NBP. W szczególności rynki spodziewają się obniżek stóp już w przyszłym roku. **To naszym zdaniem daje pole do wzrostu złotych IRS od 30pb na długim końcu do 70pb w przypadku 2letnich stawek swap.**
- Długie złote stawki IRS silnie korelują z instrumentami np. w euro (por. górny wykres). Rynki zakładają, że w długim okresie stopy procentowe w Polsce będą musiały zbliżyć się do tych w strefie euro. **W naszej ocenie pole do wzrostu długich swapów eurowych jest już niewielkie. Na rynkach panuje coraz mocniejsze przekonanie, że inflacja w głównych gospodarkach (np. USA) jest już na szczycie lub nawet po nim.** To z kolei wskazuje, że bardzo trudno będzie o dalszy wzrost oczekiwań na podwyżki stóp Fed, czy EBC. Pojawiają się wręcz komentarze, że już obecnie wyceniana ścieżka stóp np. Fed może być zbyt wysoka, gdyż w połączeniu np. ze spadkami na tynkach akcji doszło do silnego zacieśnienia warunków finansowych. To będzie naszym zdaniem hamować wzrosty długich stawek swap w złotym, choć do końca cyklu podwyżek stóp NBP jest jeszcze daleko.
- Inaczej wygląda jednak sytuacja z krótkimi stawkami swap w PLN. Kierują nimi głównie oczekiwania co do przebiegu ścieżki stóp NBP, a zdecydowanie mniej sytuacja na rynkach bazowych (por. dolny wykres). Dlatego też na przełomie roku obserwowaliśmy większy wzrost krótkich stawek IRS niż długich. Tu też kluczowe znaczenie mają oczekiwania na moment rozpoczęcia przez NBP obniżek stóp. **Naszym zdaniem sytuacja w kraju (np. ekspansywna polityka fiskalna i bardziej trwałe powody wysokiej inflacji) oznaczają obniżki stóp później niż np. w USA, nie wcześniej niż w 2024.** Z kolei rynek nastawia się na kalkę sytuacji w USA i zbyt szybkie obniżki stóp NBP.

Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.