

Przegląd Gospodarczy PIE

zima 2021

Cytowanie:

Gniazdowski, M., Klucznik M., Rybacki, J. (2021), *Przegląd gospodarczy PIE: zima 2021*, Sawulski, J., Welfe, A. (współpr.), Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

Poglądy i analizy prezentowane w publikacji są odzwierciedleniem stanowiska autorów.

Warszawa, grudzień 2021 r.

Autorzy: Michał Gniazdowski, Marcin Klucznik, Jakub Rybacki

Współpraca: Jakub Sawulski, Aleksander Welfe

Redakcja: Jakub Nowak, Małgorzata Wieteska

Projekt graficzny: Anna Olczak

Współpraca graficzna: Tomasz Gałązka, Sebastian Grzybowski

Skład i łamanie: Sławomir Jarząbek

Polski Instytut Ekonomiczny

Al. Jerozolimskie 87

02-001 Warszawa

© Copyright by Polski Instytut Ekonomiczny

ISBN 978-83-66698-55-0

Spis treści

Kluczowe liczby	4
Kluczowe wnioski	5
Wstęp	6
Część I. Prognozy dla polskiej gospodarki na lata 2021-2023	7
1. Sytuacja polskiej gospodarki po III kwartale 2021 r.	7
2. Uwarunkowania prognozy na lata 2021-2023	8
2.1. Otoczenie zagraniczne – Unia Europejska	8
2.2. Otoczenie zagraniczne – Stany Zjednoczone	10
2.3. Otoczenie zagraniczne – Chiny	12
3. Prognoza dla polskiej gospodarki na lata 2021-2023	13
3.1. Aktywność gospodarcza – PKB	13
3.2. Inflacja	16
3.3. Rynek pracy	18
Część II. Czy polskiej gospodarce grożą nierównowagi?	21
1. Metodyka	21
2. Główne wnioski	22
3. Analiza poszczególnych obszarów	23
3.1. Ryzyko makroekonomiczne – spirala cenowo-płacowa	23
3.2. Ryzyko niestabilności zadłużenia prywatnego	25
3.3. Ryzyko niestabilności sektora bankowego	27
3.4. Ryzyko bańki na rynku nieruchomości	28
Podsumowanie	30
Bibliografia	31
Aneks 1. Tabela z prognozami	32
Spis wykresów, tabel i ramek	33

Kluczowe liczby

4,3 proc.

wyniesie wzrost gospodarczy w Polsce w 2022 r.

4,5 proc.

wyniesie wzrost gospodarczy w Polsce w 2023 r. Ewentualny brak porozumienia w sprawie Krajowego Planu Odbudowy obniży tempo wzrostu gospodarczego w 2023 r. o około 0,8 pkt. proc.

7,3 proc.

będzie średnio wynosić inflacja CPI w 2022 r. To efekt przede wszystkim wysokiego wzrostu cen energii i żywności oraz presji płacowej.

Ponad połowa

cen rośnie w tempie przekraczającym 3,5 proc., tj. górną granicę pasma wahań dla celu NBP (dane za październik 2021 r.).

O 3,1 pkt. proc.

podwyższy stopę inflacji w 2022 r. zmiana taryf za energię elektryczną i gaz.

O 1,2 pkt. proc.

tarcza antyinflacyjna obniży dynamikę cen w I kwartale 2022 r.

9 proc.

wyniesie najwyższy odczyt inflacji w 2022 r. Według naszej prognozy stanie się to w drugim kwartale.

3,7 proc.

będzie średnio wynosić inflacja CPI w 2023 r. Oznacza to niewielkie szanse na powrót do celu NBP (2,5 proc.) w ciągu najbliższych dwóch lat.

5,0 proc.

wyniesie stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec 2022 r. W horyzoncie prognozy spadnie ona poniżej wartości obserwowanych przed kryzysem pandemicznym.

2. miejsce

Polska jest drugim najbardziej narażonym państwem na wystąpienie spirali cenowo-płacowej (na 19 analizowanych państw UE).

1. miejsce

Polska jest najbezpieczniejszym państwem pod względem stabilności finansów przedsiębiorstw (na 19 analizowanych państw UE).

Kluczowe wnioski

- **Po kryzysie pandemicznym polska gospodarka utrzymuje się na ścieżce dynamicznego wzrostu.** Na koniec 2021 r. PKB będzie większe o ponad 5,4 proc. względem ubiegłego roku. Bieżące prognozy są optymistyczne – przyszły rok przyniesie jedynie umiarkowane spowolnienie do 4,3 proc. Dodatkowo rok 2023 może przynieść ponowne przyśpieszenie tempa wzrostu, wywołane między innymi planowanym uruchomieniem Krajowego Planu Odbudowy.
- **Łączna skala wzrostu PKB będzie słabsza względem naszej prognozy z czerwca.** Łącznie w latach 2021-2023 spodziewamy się wzrostu realnego PKB o 14,8 proc. W czerwcu szacowaliśmy, że będzie to 15,5 proc. Dotychczas opóźnienie wdrożenia KPO miało niewielki wpływ na perspektywy gospodarcze, bowiem gospodarka odbiła szybciej od wcześniejszych przewidywań. Niemniej głównym ryzykiem stała się wysoka inflacja.
- **Kryzys podażowy oraz szybkie odbicie gospodarcze będą skutkowały wysoką inflacją.** Jeśli uwzględnimy rekordowe podwyżki taryf za energię elektryczną i gaz, inflacja w 2022 r. wyniesie 7,3 proc. Wysoki wzrost cen energii będzie miał przełożenie także na ceny żywności oraz towarów przemysłowych. Z kolei presja płacowa będzie prowadzić do wzrostu cen usług. Działania podjęte przez rząd w ramach Tarczy Antyinflacyjnej obniżą CPI o 1,2 pkt. proc. w I kwartale oraz 0,3 pkt. proc. w II kwartale – w całym 2022 r. obniży to inflację o 0,3 pkt. proc. Efektem ubocznym będzie jednak wyższy wzrost inflacji w 2023 r. Spodziewamy się, że CPI wyniesie ok. 3,7 proc. – to wciąż dużo wyżej niż górna granica dopuszczalnych wahań od celu NBP.
- **Ryzyko pojawienia się spirali cenowo-płacowej jest obecnie głównym zagrożeniem dla polskiej gospodarki.** Coraz więcej przedsiębiorstw raportuje konieczność podnoszenia wynagrodzeń, równoległe podnoszą ceny swoich produktów i usług. W efekcie analitycy komercyjni w prognozach wskazują na ryzyko utrwalenia się wysokiego wzrostu cen – w Europie takie zagrożenie występuje też na Węgrzech oraz w państwach bałtyckich. Duża niepewność dotycząca inflacji oraz polityki pieniężnej powoduje niepotrzebne zmiany wartości złotego oraz polskich obligacji.
- **Oprócz ryzyka spirali cenowo-płacowej Polska gospodarka jest stabilna.** Finanse przedsiębiorstw są w dobrej kondycji, a ryzyko bańki cenowej na rynku nieruchomości – niewielkie. Pandemia spowodowała wzrost ryzyka niestabilności sektora bankowego, jednak wciąż pozostaje on stabilny.

Wstęp

Pierwsze półrocze 2021 r. było korzystne pod względem aktywności gospodarczej i rynku pracy. Spadek liczby zakażeń w Europie przyniósł wycofanie większości restrykcji dla działalności gospodarczej. W II kwartale obserwowaliśmy rekordowe stopy wzrostu aktywności, a w drugiej połowie roku stopa bezrobocia ponownie zaczęła maleć.

Sytuacja epidemiczna ma coraz mniejsze znaczenie dla perspektyw gospodarczych. Wprawdzie w bieżącym kwartale ponownie wdrażane są pewne ograniczenia, jednak ich zakres jest dużo niższy niż rok temu. Dodatkowo firmy czy konsumenci zaadaptowali się do życia w pandemii.

Nieoczekiwanym zagrożeniem stał się jednak wzrost inflacji potęgowany przez kryzys energetyczny oraz zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw. Prognozy analityków jednoznacznie wskazują, że **CPI będzie przekraczać dopuszczalne granice dla celu NBP przez najbliższe dwa lata.** Podobne tendencje zaczynamy też obserwować globalnie – J. Powell, prezes Fed, wskazał że inflacja w USA będzie trwała (Powell, 2021). Analogiczne prognozy zaczynają pojawiać się w strefie euro (Politico, 2021; Bloomberg, 2021).

Dynamicznemu wzrostowi gospodarczemu będzie towarzyszyć znacząca presja płacowa. Krajowy

rynek pracy odrobił straty po pandemii – stopa bezrobocia powinna ustabilizować się w kolejnych latach na poziomie niższym niż w 2019 r. Przedsiębiorcy ponownie masowo skarżą się na niedobory pracowników, co będzie napędzać presję płacową oraz kolejne podwyżki cen.

Celem tego raportu jest przedstawienie prognoz dla polskiej gospodarki na lata 2022 i 2023.

Podstawą ich sporządzenia jest opracowany we współpracy z ekspertami zewnętrznymi Makromodel gospodarki narodowej Polskiego Instytutu Ekonomicznego (Welfe, 2020). Nasze prognozy aktualizujemy co pół roku – w zimowych i letnich *Przeeglądach Gospodarczych*.

Raport jest podzielony na dwie części.

W pierwszej prezentujemy prognozy wzrostu gospodarczego, inflacji oraz sytuacji na rynku pracy. Przedstawiamy też ocenę otoczenia zagranicznego oraz wyzwania gospodarcze na najbliższe kwartały. W drugiej części przedstawiamy analizę potencjalnych nierównowag makroekonomicznych w Polsce i Unii Europejskiej. Analizie poddaliśmy ryzyko spirali inflacyjnej, bańki na rynku nieruchomości, niestabilności zadłużenia prywatnego oraz sektora bankowego.



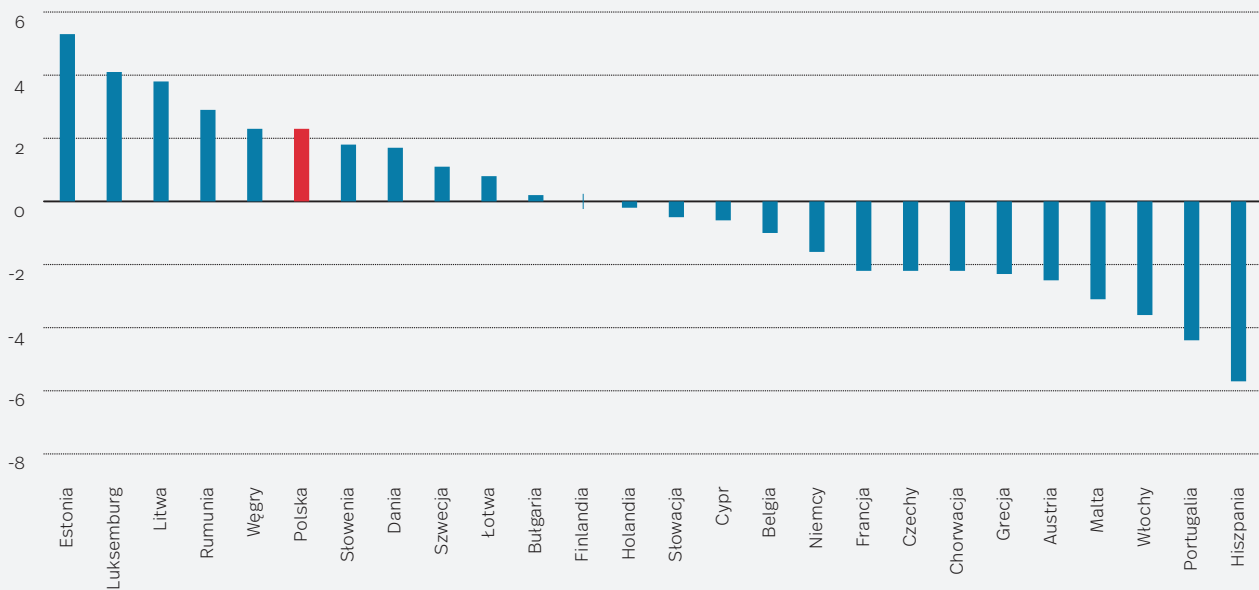
Część I. Prognozy dla polskiej gospodarki na lata 2021-2023

1. Sytuacja polskiej gospodarki po III kwartale 2021 r.

Polska gospodarka relatywnie dobrze poradziła sobie z kryzysem pandemicznym. Wzrost gospodarczy w III kwartale ustabilizował się na poziomie 5,3 proc. Odbicie aktywności jest dynamiczne na tle państw Europy Zachodniej – bieżące tendencje wskazują, że PKB na koniec 2021 r. będzie wyższe o około 2,5 proc. względem

2019 r. Takie osiągnięcia są widoczne jedynie wśród państw grupy wyszehradzkiej oraz krajów bałtyckich. Dla porównania, zarówno Niemcy, Francja, jak i państwa Południa, wciąż jeszcze nie otrząsnęły się z ubiegłorocznego załamania – PKB w głównych gospodarkach UE jest niższe od 2 do 6 proc. względem 2019 r. (wykres 1).

Wykres 1. Skumulowany wzrost PKB w latach 2019-2021 – prognozy MFW



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MFW.

Rynek pracy szybko odbudował się po kryzysie.

Stopa bezrobocia rejestrowanego jest obecnie niewiele wyższa niż przed pandemią (o 0,2-0,3 pkt. proc.), podobnie stopa z badań ankietowych jest czwartą najniższą w UE. W efekcie rośnie presja płacowa – odsetek firm raportujących niedoborów pracowników oraz częste żądania płacowe jest zbliżony do 2019 r. Warto zwrócić uwagę, że liczba rekrutacji jest wciąż znacząca – według danych GUS przedsiębiorstwa w III kwartale dysponowały około 154 tys. wakatami – to o 68 proc.

więcej ofert niż w 2020 r. Równoległe liczbę zatrudnianych osób jest skromna, co obrazuje konsekwencje niedoborów. Należy zauważyć, że sytuacja jest zróżnicowana sektorowo. W niektórych branżach usługowych widoczny jest spadek liczby pracowników na umowach o pracę oraz wzrost liczby osób prowadzących działalność gospodarczą, część pracowników przechodzi też do małych firm. W efekcie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jest wciąż niższe o prawie 100 tys. etatów niż na początku 2020 r., mimo że kwartalne badania

ankietowe wskazują na wzrost liczby pracujących między I kwartałem 2020 r. i III kwartałem 2021 r. o 350 tys. osób.

Głównym wyzwaniem dla polskiej gospodarki jest wysoka inflacja. Prognozy wskazują, że przez kolejne dwa lata będzie przekraczać górną granicę celu

NBP. Dodatkowo prognozy analityków są silnie rozstrzelone – niektóre instytucje przewidują wzrost cen przekraczający 6 proc. w przyszłym roku. W ugruntowaniu się spójnych oczekiwań przeszkadza chaotyczna komunikacja Narodowego Banku Polskiego i związana z nią duża niepewność w zakresie stóp procentowych.

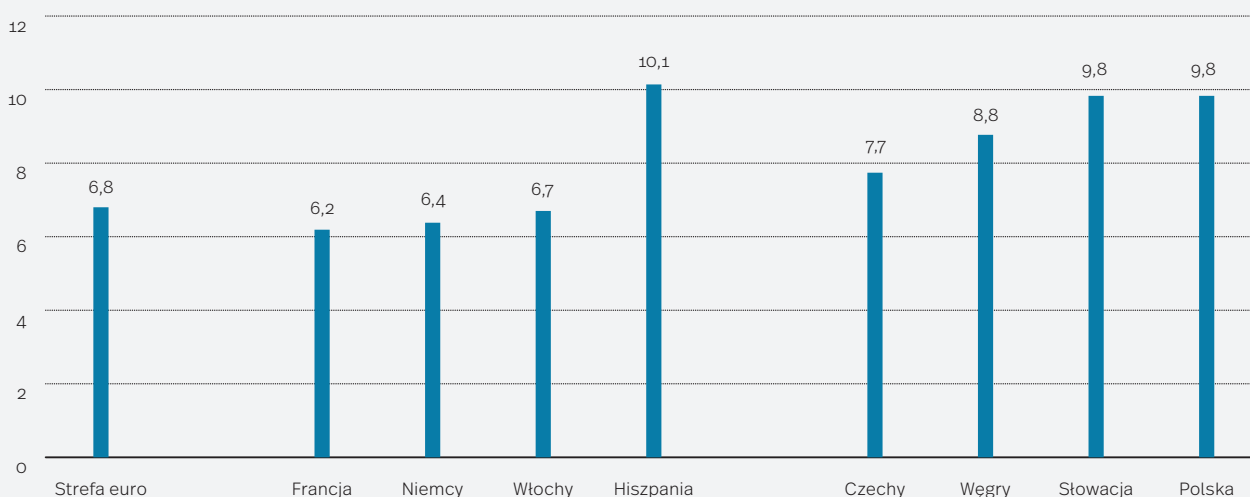
2. Uwarunkowania prognozy na lata 2021-2023

2.1. Otoczenie zagraniczne – Unia Europejska

Prognozy Komisji Europejskiej nadal wskazują na szybki wzrost gospodarczy w strefie euro w latach 2021 i 2022 oraz spowolnienie w 2023 r. Komisja

w listopadzie podniosła lekko prognozę wzrostu dla strefy w 2021 r. z 4,8 do 5,0 proc. PKB, jednak obniżyła szacunek na 2022 r. z 4,5 do 4,3 proc. Niemniej łączny wzrost gospodarczy po 2022 r. w prognozie KE nie zmienił się i wyniesie 9,5 proc. KE oczekuje wyraźnego wyhamowania tempa wzrostu do 2,4 proc. w 2023 r.

Wykres 2. Prognoza łącznego wzrostu PKB w latach 2022-2023 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Szybki wzrost aktywności w 2022 r. będziemy obserwować we wszystkich dużych krajach UE. Komisja spodziewa się szczególnie silnego odbicia w krajach Południa (wykres 2). Analitycy KE utrzymali prognozę wzrostu w 2022 r. dla Włoch oraz Niemiec na poziomach 4,3 proc. i 4,6 proc. Najszybciej w przyszłym roku wzrośnie gospodarka Hiszpanii – eksperci Komisji wskazują 5,5 proc.

Szybki wzrost gospodarczy strefy euro będzie wzmacniać aktywność polskiego przemysłu – polskie firmy są dostawcami dóbr trwałych i komponentów w motoryzacji, elektronice czy przemyśle maszynowym. Spodziewamy się wysokiego popytu na produkty

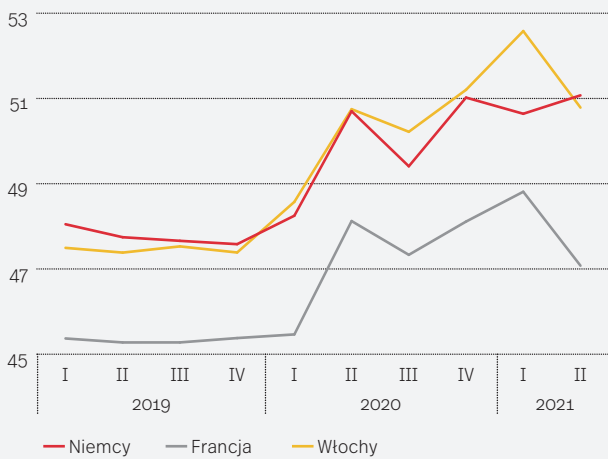
branż eksportowych także w kolejnych latach. Pandemia zwiększyła popyt na konsumpcję dóbr kosztem usług (wykres 3). Taki efekt utrwalił się nawet po zniesieniu ograniczeń epidemicznych – to zasługa m.in. większej popularności pracy zdalnej. W efekcie sektor przemysłowy rośnie szybciej względem trendu z lat 2010-2019 (wykres 4) – taka tendencja powinna być dalej widoczna w Polsce w przyszłym roku.

Przejściowym zagrożeniem dla aktywności gospodarczej są rosnące niedobory materiałów. Badania KE w zakresie koniunktury wskazują, że rekordowy odsetek firm przemysłowych w strefie euro (30 proc.)

raportuje brak komponentów jako barierę dla dalszego rozwoju (wykres 5). Dodatkowym wyzwaniem jest szokowy wzrost cen ropy na rynkach światowych – koszt baryłki typu Brent wzrósł w ciągu roku z 48 do 75 USD (ok. 56 proc.). Konsekwencją niedoborów są szybko

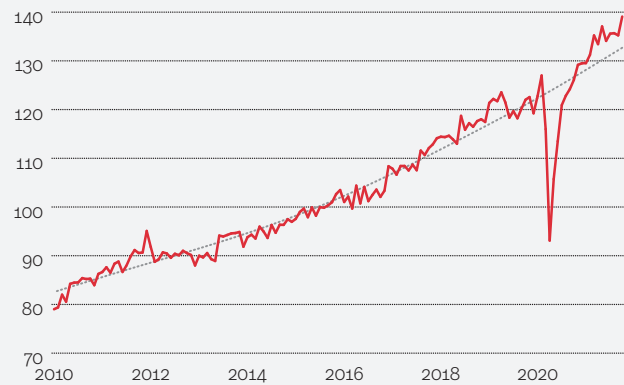
rosnące ceny producentów. Eurostat podaje, że ceny producenta PPI w strefie euro wzrosły we wrześniu o 13,1 proc. r/r. Podobne tendencje są widoczne też w polskiej gospodarce – wzrost cen jest jednak nieco mniejszy (10,3 proc.).

➤ Wykres 3. Udział wydatków na dobra w konsumpcji (proc. łącznej konsumpcji)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostat, Macrobond.

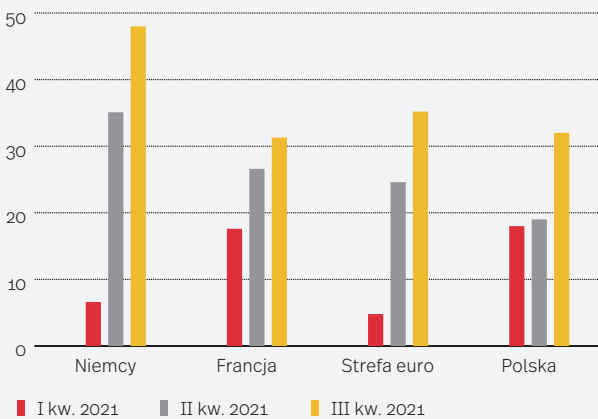
➤ Wykres 4. Produkcja przemysłowa w Polsce (2015 = 100)



Uwaga: wyrównane sezonowo.

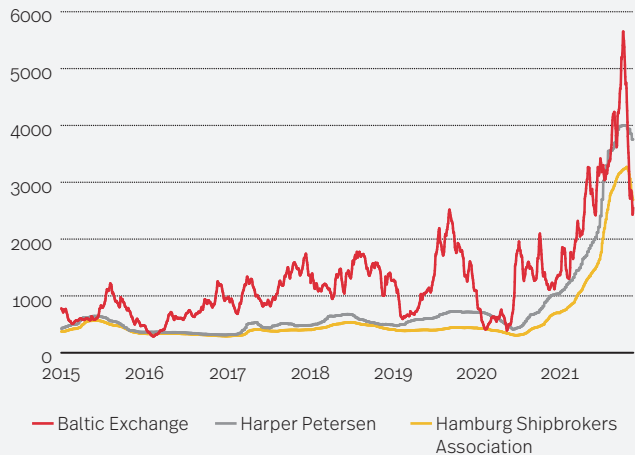
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

➤ Wykres 5. Odsetek firm przemysłowych raportujących niedobory materiałów i sprzętu jako barierę rozwojową



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Komisji Europejskiej i Macrobond.

➤ Wykres 6. Koszt frachtu międzynarodowego (USD)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Spodziewamy się, że niedobory w niewielkim stopniu wpłyną na długotrwałe perspektywy gospodarcze. Od początku października obserwujemy powrót do normalności w handlu międzynarodowym – koszty frachtu międzynarodowego spadły w ciągu miesiąca do poziomów z maja 2021 r. (wykres 6). Także najnowsze prognozy EIA wskazują na powolny spadek cen ropy ok. 70 USD w drugiej połowie przyszłego roku. Zmiany powinny ograniczyć presję inflacyjną.

Długofalowym ryzykiem gospodarczym dla państw Europy Środkowo-Wschodniej są zapóźnienia w transformacji energetycznej. Ceny emisji CO₂ w unijnym systemie EU ETS wzrosły od stycznia 2020 r. z 24 EUR do ok. 85 EUR za tonę CO₂ – o 354 proc. (wykres 7). Zmiana oznacza wzrost kosztów dla sektora przemysłowego, co może być szczególnie dotkliwe dla polskiej gospodarki. Polska energetyka bazuje na

węgla – w 2020 r. odpowiadał on za 70 proc. produkcji energii elektrycznej. Dla porównania odsetek ten w Niemczech wynosi 24 proc., we Francji, bazującej na energetyce atomowej oraz wodnej, mniej niż 1 proc. (ARE, 2020; Fraunhofer Institute for Solar Energy Systems ISE, 2021; RTE France, 2021). Komisja Europejska szacuje, że wzrost cen uprawnień o 30 EUR/tCO₂ przekłada się na wzrost kosztów produkcji energii elektrycznej z węgla o 25 EUR/MWh. W przypadku elektrowni gazowych wzrost kosztów jest zauważalnie niższy – wynosi jedynie 10 EUR/MWh (Komisja Europejska, 2021a). Rosnące koszty emisji CO₂ w niewielkim stopniu można niwelować – ewentualne działania ostonowe dla konsumentów powodują większe wzrosty kosztów dla przedsiębiorstw. Negatywny wpływ na polski przemysł zacznie się ujawniać już w najbliższych latach.

▼ Wykres 7. Ceny emisji w EU ETS (w EUR/tCO₂)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

2.2. Otoczenie zagraniczne – Stany Zjednoczone

Aktywność gospodarcza w USA będzie rosnąć szybciej niż w strefie euro. Analitycy Międzynarodowego Funduszu Walutowego prognozują, że PKB Stanów wzrośnie w 2022 r. o 5,2 proc. W 2023 r. wzrost gospodarczy wyhamuje do 2 proc. rocznie. Według MFW gospodarka USA ma systematycznie rosnać szybciej od strefy euro (wykres 8). Skumulowany wzrost PKB Stanów w latach 2022-2026

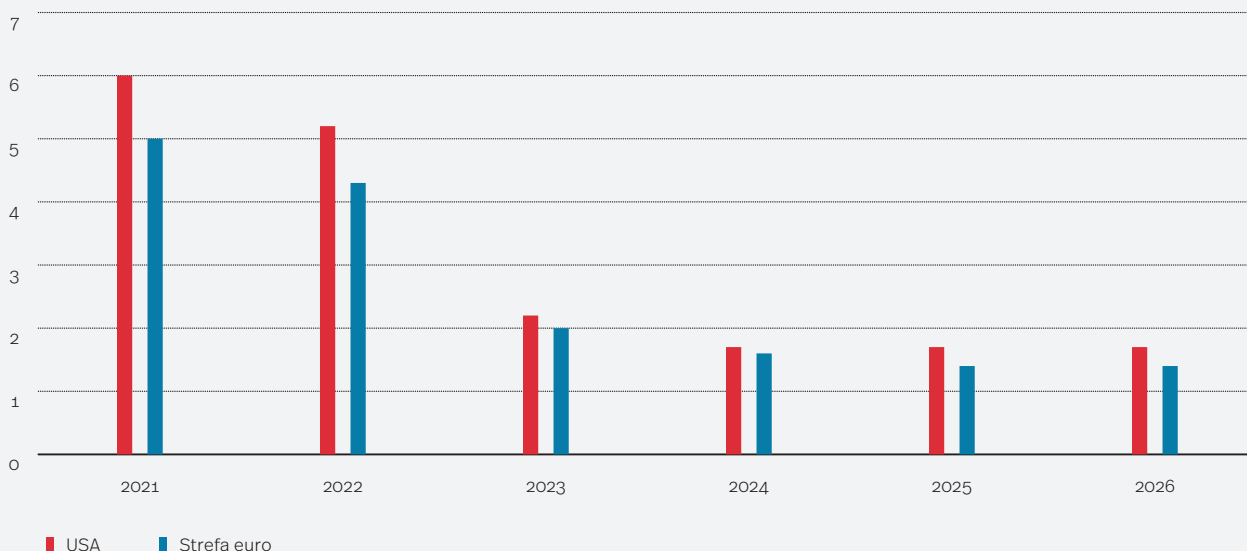
ma wynieść 13,1 proc. – to o 2 pkt. proc. więcej niż w strefie euro.

Rząd USA będzie stymulować inwestycje. Prezydent Biden podpisał plan infrastrukturalny w kwocie 1,2 bln USD (5,7 proc. PKB). Zakłada on znaczący wzrost inwestycji publicznych, co budzi obawy o przegrzanie gospodarki. W listopadzie inflacja w USA wyniosła 6,8 proc. – to najwyższy wynik od prawie 40 lat. Dalsza ekspansja fiskalna może doprowadzić do przedłużonego okresu podwyższonej inflacji. Prognozy MFW

wskazują, że inflacja w Stanach Zjednoczonych będzie wyższa niż w strefie euro (wykres 9). W takich

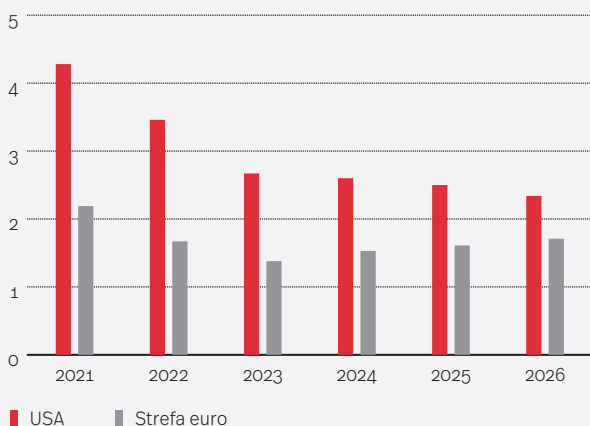
warunkach Rezerwa Federalna (Fed) będzie szybciej podnosić stopy procentowe niż ECB.

▼ Wykres 8. Prognozy wzrostu PKB



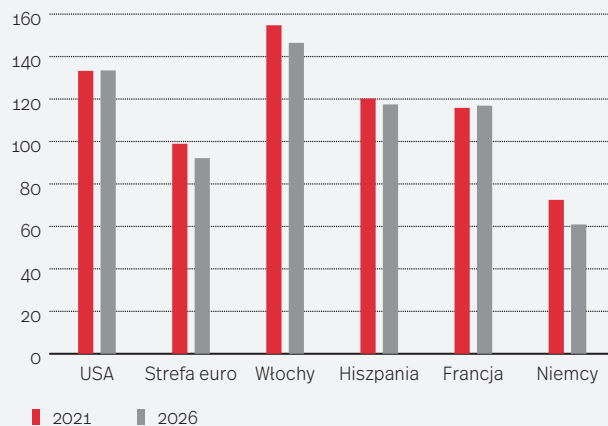
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie: MFW (2021).

▼ Wykres 9. Prognozy inflacji dla strefy euro i USA (proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie: MFW (2021).

▼ Wykres 10. Zadłużenie strefy euro i USA (proc. PKB)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie: MFW (2021).

Obawy wzbudza rosnące zadłużenie USA. MFW wskazuje, że dług publiczny utrzyma się powyżej poziomu 130 proc. PKB do 2026 r. (wykres 10). Dla porównania państwa strefy euro obniżą zadłużenie z 99 proc.

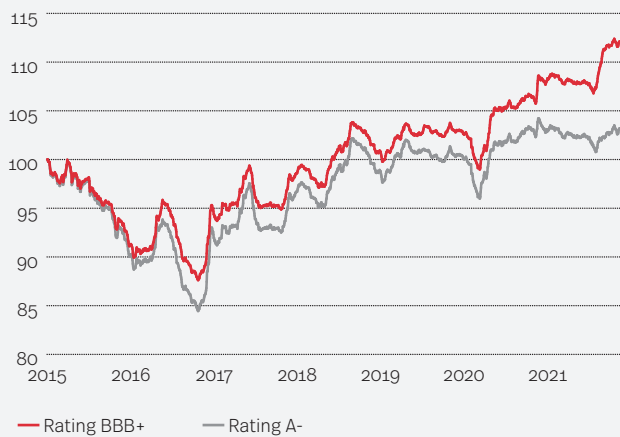
do 92 proc. PKB. Wysokie zadłużenie USA spowoduje utratę statusu bezpiecznej przystani, co prawdopodobnie przełoży się na większą zmienność na rynkach finansowych.

2.3. Otoczenie zagraniczne – Chiny

Gospodarka Chin szybko odrobiła straty pandemiczne, ale kolejne lata będą zdecydowanie słabsze. Wzrost gospodarczy w 2021 r. sięgnie 8 proc., co skompensuje słaby wynik z 2020 r. (2,3 proc.). Prognozy MFW wskazują jednak, że w kolejnych latach dynamika PKB będzie oscylować wokół 5 proc. – to zdecydowanie mniej niż wynosi oficjalny cel Komunistycznej Partii Chin (5,5 proc.).

Gospodarka Chin boryka się z dwoma nierównowagami: wysokim zadłużeniem przedsiębiorstw oraz pustymi mieszkaniami na rynku nieruchomości. Dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych wskazują, że skala pożyczek dla przedsiębiorstw wzrosła w 2020 r. do 220 proc. PKB, z 200 proc. w 2019 r. Wciąż obecne są obawy czy słabsze przedsiębiorstwa będą w stanie na bieżąco regulować swoje zobowiązania. W efekcie obserwujemy silne wzrosty oprocentowania pożyczek czy obligacji dla firm o niższych ratingach (wykres 11).

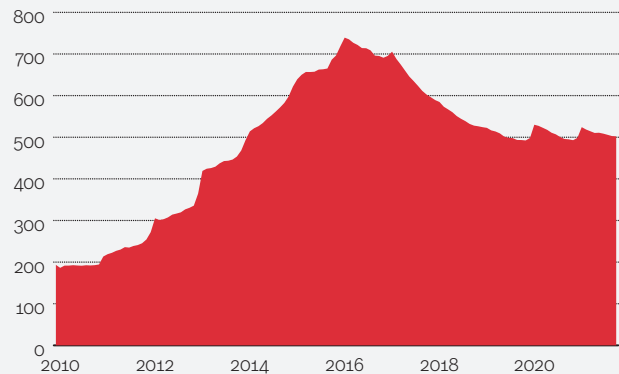
↘ Wykres 11. Rentowności obligacji korporacyjnych w Chinach w zależności od ratingu (2015 = 100)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Nadmierna podaż mieszkań to istotny problem rynku nieruchomości. Liczba pustostanów rosła systematycznie od 2009 r., a apogeum osiągnęła w 2016 r. (wykres 12). O ile jednak w ubiegłych latach chińscy deweloperzy byli w stanie równoważyć swoje finanse nawet mimo niesprzedanych mieszkań, to obecnie – na skutek pandemii – obserwujemy częstsze problemy z płynnością. Agencja Fitch ogłosiła, że duża spółka deweloperska Evergrande prawdopodobnie jest

↘ Wykres 12. Powierzchnia pustych budynków mieszkalnych w Chinach (mln m²)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych NBS.

bankrutem (Fitch, 2021). Z uwagi na liczne powiązania z innymi podmiotami na chińskim rynku jej niewypłacalność może doprowadzić do kolejnych bankructw.

Ewentualne bankructwa chińskich firm mogą przerodzić się w nowy kryzys finansowy. Obligacje przedsiębiorstw z Państwa Środka były kupowane przez amerykańskie oraz europejskie fundusze inwestycyjne. Straty odbiją się na zamożności emerytów oraz klasy średniej w krajach rozwiniętych.

3. Prognoza dla polskiej gospodarki na lata 2021-2023

3.1. Aktywność gospodarcza – PKB

Polska gospodarka zakończy rok 2021 ze wzrostem równym 5,4 proc. To lepsze wyniki niż prognozowaliśmy w czerwcu – zarówno nasze szacunki, jak i bieżący konsensus, sugerowały wtedy wynik poniżej 4,5 proc. Pozytywnie zaskoczyły wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych. Nieco bardziej optymistyczne od naszych prognoz okazały się też wyniki inwestycji. Wycofanie się z restrykcji epidemicznych oraz powrót gospodarki do normalnego funkcjonowania skutkowało jednak znaczącym wzrostem importu. W konsekwencji saldo handlu zagranicznego oddziaływało negatywnie na wzrost gospodarczy.

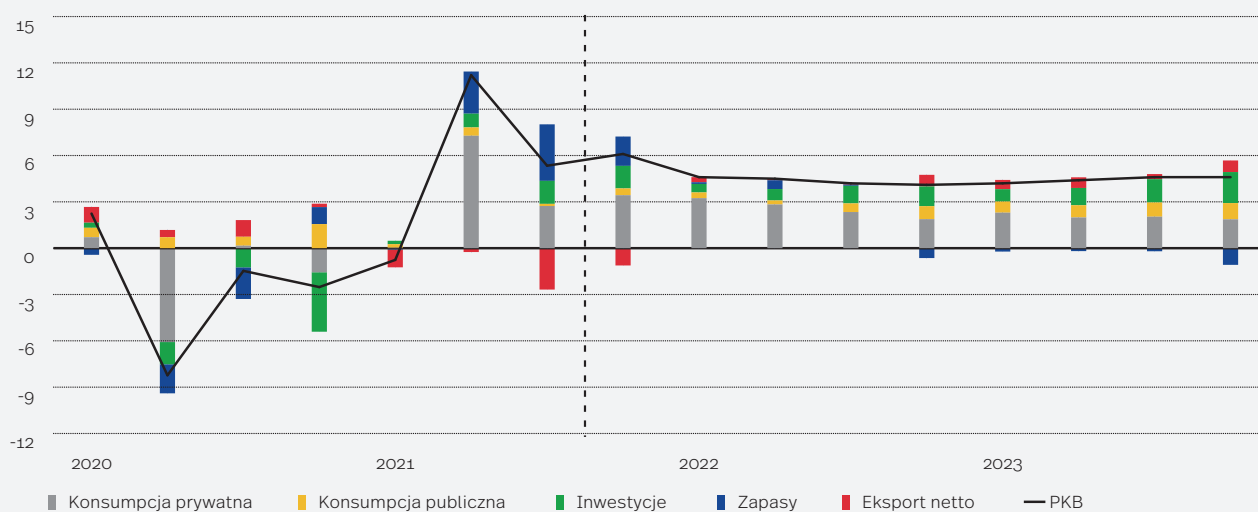
Szybsze tempo wzrostu w bieżącym roku oznacza wyższy punkt odniesienia dla kolejnych lat – co automatycznie przekłada się na rewizje prognoz w dół. **W 2022 r. tempo wzrostu gospodarczego lekko spowolni**

– spodziewamy się wyników zbliżonych do 4,3 proc.

Polska gospodarka będzie dalej mocno napędzana przez wydatki konsumpcyjne. Bieżące wyniki przemysłu sugerują, że pierwsze półrocze wciąż będzie bardzo mocne, a tarcza antyinflacyjna dodatkowo zwiększy konsumpcję. Niemniej tempo wzrostu będzie systematycznie hamować w drugiej połowie roku z uwagi na rosnącą inflację. Równoległe pierwsza połowa roku przyniesie osłabienie inwestycji związane z niedoborami surowców. Strukturę wzrostu oraz zestawienie prognoz pozostałych ośrodków przedstawiamy na wykresach 13 i 14, a odchylenie od trendu sprzed pandemii – na wykresie 15.

Aktywność gospodarcza w 2023 r. będzie mocno uzależniona od inwestycji finansowanych z Krajowego Planu Odbudowy. Spodziewamy się, że jego finalna akceptacja przez Komisję Europejską pozwoli na ponownie przyspieszenie – tempo wzrostu będzie zbliżone do 4,5 proc.

Wykres 13. Struktura wzrostu PKB – prognoza PIE

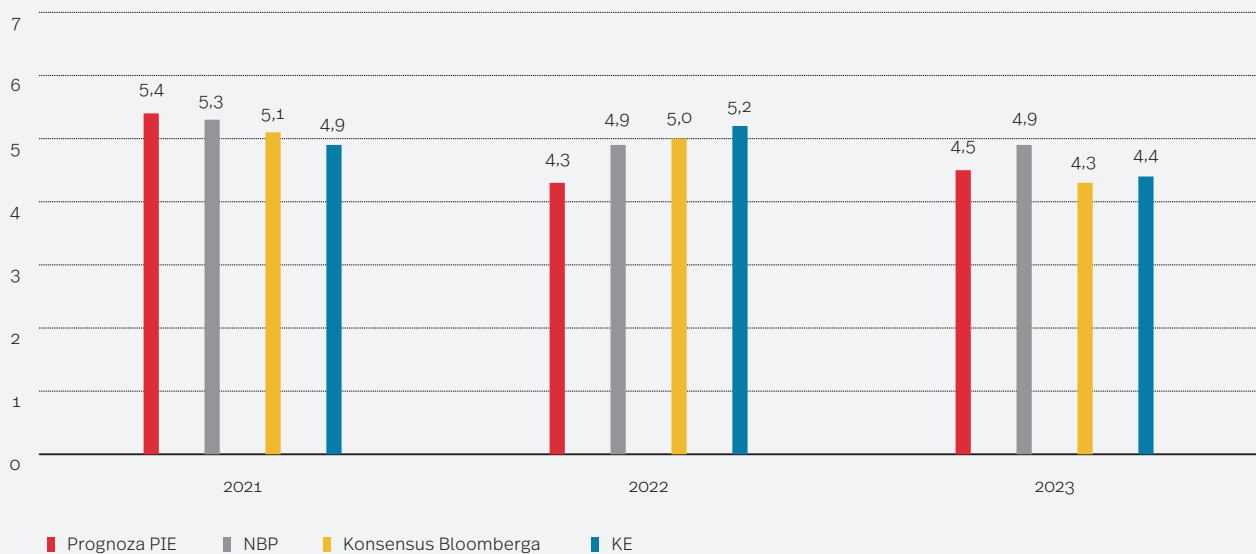


Źródło: opracowanie własne PIE.

Wzrost gospodarczy w 2022 r. będzie dalej oparty na wydatkach konsumpcyjnych – to efekt wysokiego popytu na dobra trwałe. Wzrost konsumpcji gospodarstw domowych powinien systematycznie przekraczać 5 proc. w I połowie 2022 r., mimo wysokiej inflacji. Badania ankietowe prowadzone przez Komisję Europejską wskazują, że odsetek konsumentów deklarujących chęć zwiększenia wydatków w ciągu 12 miesięcy jest rekordowo wysoki, a tendencja ciągle rośnie. Podobne wyniki są widoczne w przypadku planów zakupu

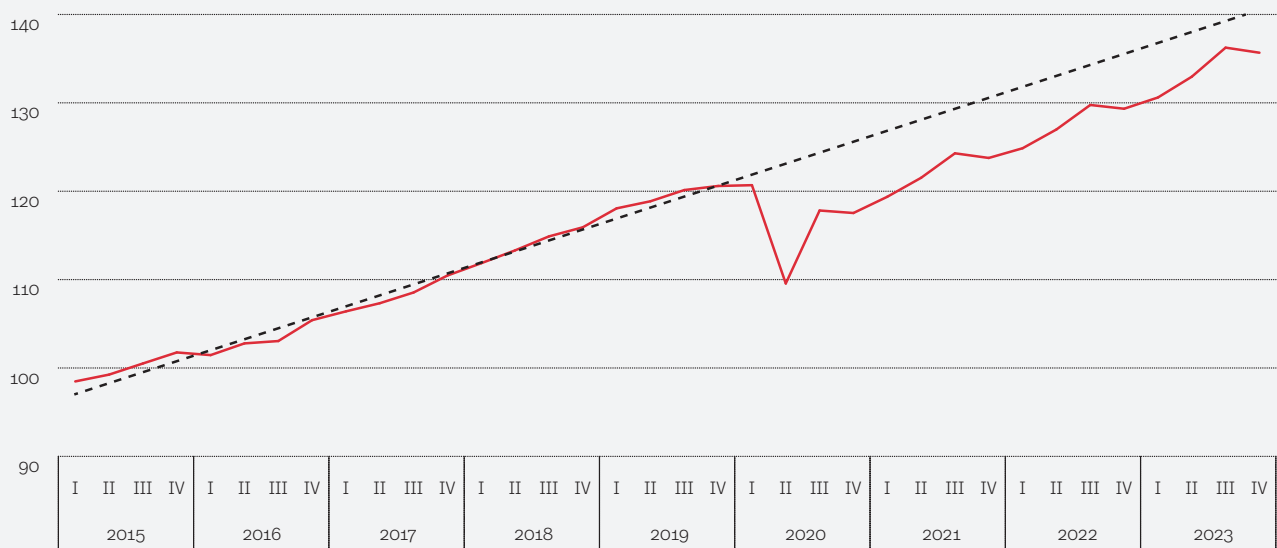
samochodów oraz remontów mieszkań (wykres 16). Z danych wynika, że krótkoterminowo podwyższona inflacja motywuje gospodarstwa do pozbywania się oszczędności. Spodziewamy się również, że podwyżki stóp procentowych w niewielkim stopniu ograniczą konsumpcję – wolumen kredytów konsumenckich przez ostatnie półtora roku notował umiarkowany wzrost (0-4 proc.), znacznie słabszy od inflacji. Niewielki odsetek zakupów w Polsce jest dokonywany przez zaciąganie zobowiązań.

▼ Wykres 14. PKB – prognoza PIE na tle innych ośrodków



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie: Komisja Europejska (2021a), NBP (2021), Bloomberg oraz prognozy PIE.

▼ Wykres 15. PKB – bieżąca wielkość i trend sprzed pandemii (średnia 2015 = 100)

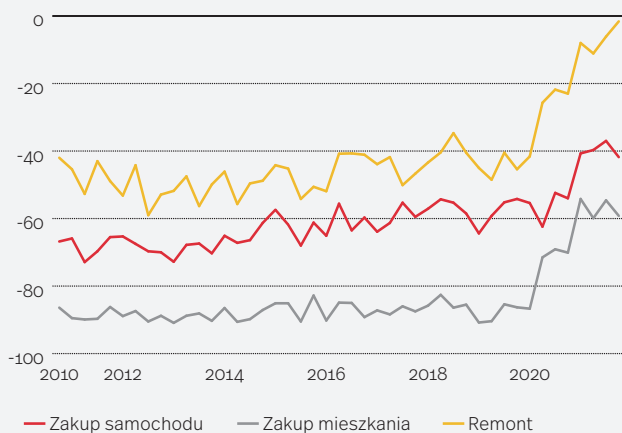


Źródło: opracowanie własne PIE.

Wygaśnięcie odłożonego popytu będzie miało niewielki wpływ na konsumpcję. Prognozy sformułowane przed zniesieniem restrykcji epidemicznych sugerowały, że wydatki na usługi będą głównym źródłem wzrostu konsumpcji. Tymczasem obroty dalej były niższe niż przed pandemią. Indeksy opisujące wydatki realizowane za pośrednictwem kart płatniczych raportowane przez Fundację Polska Bezgotówkowa oraz Politykę Insight

(wykres 17) sugerują, że konsumenci rzadziej korzystają z usług zdrowotnych i kosmetycznych niż w drugiej połowie 2020 r. Jedyne rosnące sektory tworzą hotele, restauracje i kawiarnie (HoReCa) oraz usługi rekreacyjne. Niemniej indeksy skonstruowane są tak aby odzwierciedlać roczną dynamikę zmian, która jest wysoka z uwagi na punkt odniesienia. Sam poziom wydatków jest obecnie porównywalny bądź nawet niższy niż przed pandemią.

➤ **Wykres 16.** Indeks oceny koniunktury – pytanie o intencje dotyczące zakupów w nadchodzącym roku

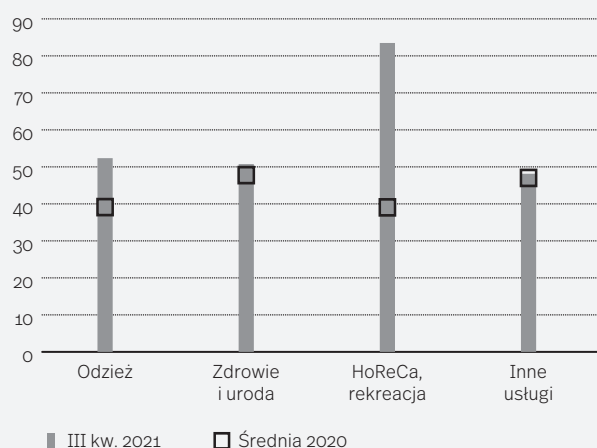


Uwaga: wyższa wartość oznacza chęć poniesienia większych wydatków.
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Wyraźne spowolnienie wydatków konsumpcyjnych nastąpi w naszej ocenie dopiero w 2023 r. Długoterminowym skutkiem szybkiego wzrostu cen będzie spadek tempa wzrostu siły nabywczej konsumentów, co przełoży się na wydatki. Szacujemy, że tempo wzrostu wydatków prywatnych obniży się do 3,7 proc. w tym okresie.

Dynamika inwestycji w 2022 r. będzie podobna do tempa wzrostu PKB – spodziewamy się, że wyniesie około 5-6 proc., podobnie jak w 2021 r. Będzie to przede wszystkim efekt wysokich nakładów firm transportowych – nastąpi finalizowanie inwestycji rozpoczętych w 2020 r. (wykres 18). Stosunkowo dobrze będą się prezentować również inwestycje dużych firm – w 2021 r. osiągnęły one rekordowe przychody. W efekcie większość trwających inwestycji będzie kontynuowana. Głównym źródłem obaw jest aktywność małych i średnich firm (MSP) – efekty badania koniunktury wskazują, że poprawa wyników w tym sektorze była skromniejsza niż w dużych firmach. Dodatkowo, w IV kwartale 2020 r. sektor MSP odpowiadał za 80 proc. spadku inwestycji przedsiębiorstw niefinansowych – sugeruje to częste rezygnacje z projektów długoterminowych. Dlatego silniejsze odbicie w bieżącym roku jest mało prawdopodobne, a zastój może utrzymać się także w 2022 r. Spodziewamy się też stosunkowo wysokich nakładów publicznych na szczeblu centralnym oraz słabych wyników samorządów. Wieloletnia prognoza finansowa sporządzana przez samorządy na potrzeby Ministerstwa Finansów wskazuje, że łączne wydatki lokalnych Jednostek samorządowych mogą być nawet o 40 proc. niższe niż w 2021 r. Prognozy jednostek samorządowych nie uwzględniają efektów finansowego

➤ **Wykres 17.** Dynamiczny Indeks Konsumpcji – komponenty (pkt.)



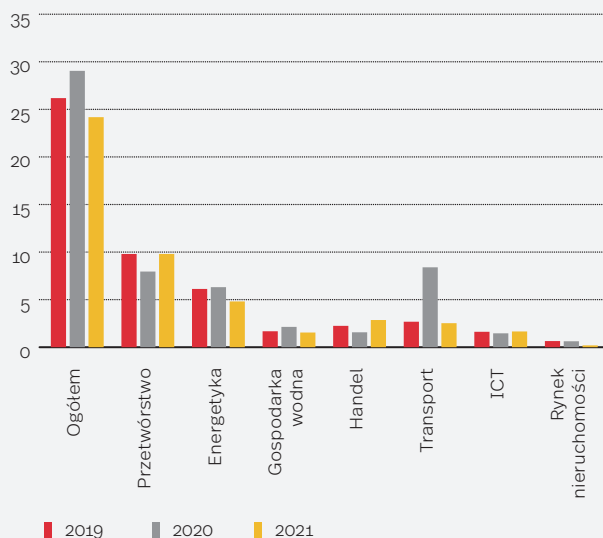
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fundacji Polska Bezgotówkowa i Polityki Insight.

wsparcia z Polskiego Ładu, dlatego skala ich osłabienia będzie mniejsza. Niemniej słabe nakłady sektora powinny ciężić na finalnym wzroście inwestycji.

2023 może być rokiem istotnego wzrostu inwestycji publicznych. Będzie to związane z Krajowym Planem Odbudowy (KPO) – nakłady zostaną skierowane przede wszystkim na transformację energetyczną oraz cyfryzację gospodarki. Szacujemy, że nawet mimo opóźnień, KPO przyspieszy wzrost PKB o około 0,8 pkt proc. w 2023 r. 66 proc. nakładów z funduszy zostanie przeznaczonych bezpośrednio na inwestycje. Perspektywy dla nakładów prywatnych są słabsze. Wartość kosztorysowa projektów rozpoczynanych przez średnie i duże przedsiębiorstwa w pierwszej połowie tego roku jest stosunkowo niska na tle lat 2019 i 2020 (wykres 18). To efekt m.in. mniejszej liczby projektów wśród firm energetycznych, budowlanych oraz komunalnych zajmujących się gospodarką wodną bądź gospodarką odpadami. Wolno odbijają także nakłady przemysłu – przedsiębiorstwa wskazują w badaniach ankietowych, że wciąż posiadają wolne moce wytwórcze i nie zamierzają ich rozszerzać.

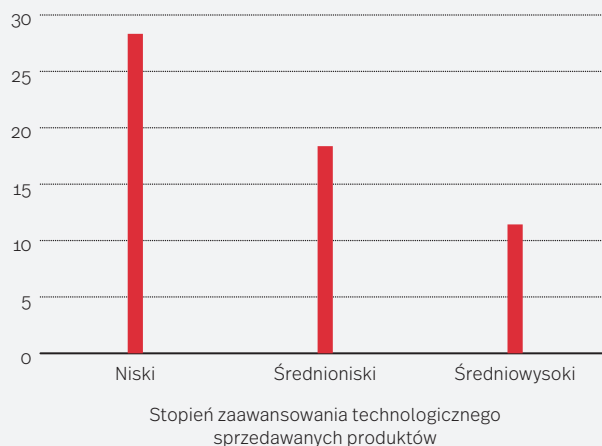
Wysoka aktywność przemysłu nie przełoży się na dodatni wpływ eksportu netto. Ujemne saldo handlu zagranicznego będzie miało kilka przyczyn. Wzrost inwestycji oraz silniejsza konsumpcja dóbr trwałych zwiększą wolumen importowanych dóbr pośrednich i kapitałowych. Dodatkowo w ostatnich latach zapotrzebowanie polskiej gospodarki na surowce energetyczne zauważalnie wzrosło – jednocześnie dynamicznie wzrosła ich cena. Utrzymujące się przestoje w sektorze motoryzacyjnym dodatkowo osłabią wyniki eksportu w pierwszej połowie 2022 r.

➤ **Wykres 18.** Wartość kosztorysowa nowych inwestycji średnich i dużych przedsiębiorstw w II połowie poszczególnych lat (mld PLN)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

➤ **Wykres 19.** Odsetek firm eksportujących wskazujących na znaczący wpływ kursu walutowego na sprzedaż (proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE.

Oslabienie złotego ma raczej niewielki i krótkotrwały wpływ na wyniki eksporterów. Szacujemy, że efekty deprecjacji PLN w czasie pandemii wygasną na początku przyszłego roku. Również ankiety eksporterów sugerują umiarkowany wpływ osłabienia kursu walutowego na wolumen sprzedawanych dóbr i końcowe wyniki finansowe. Badanie wskazuje, że na osłabieniu korzystają głównie producenci nisko przetworzonych dóbr o małej wartości dodanej dla gospodarki (wykres 19). W przypadku produktów wysokiej technologii wrażliwość produkcji na kurs walutowy jest niewielka.

Mocno rośnie ryzyko dla importerów – poważnym zagrożeniem jest spadek opłacalności importu. Obecne poziomy kursu USD/PLN (około 4,09) są zbliżone do progów rentowności raportowanych przez NBP. Słabość kursu może prowadzić do ograniczenia inwestycji – duża część polskiego importu to dobra kapitałowe i pośrednie wykorzystywane do powiększania możliwości produkcyjnych.

3.2. Inflacja

Wysoka inflacja w Polsce będzie utrzymywała się przez co najmniej dwa lata. CPI w 2022 r. wyniesie średnio 7,3 proc. Szczyt inflacji prawdopodobnie przypadnie na II kwartał – będzie to 9 proc. W 2023 r. wzrost cen wyniesie 3,7 proc. Inflacja ustabilizuje się w granicach celu NBP prawdopodobnie dopiero w 2024 r.

Pełną strukturę oraz prognozy pozostałych instytucji przedstawiamy na wykresach 20 i 21.

Wysoka inflacja wynika zarówno z globalnego wzrostu cen surowców energetycznych, jak i krajowej presji płacowej. Skokowy wzrost cen gazu ziemnego oraz uprawnień do emisji CO₂ (wykres 22) skutkują rekordowymi podwyżkami taryf za energię elektryczną i ogrzewanie. Przez ostatnie 12 miesięcy systematycznie rosły również ceny ropy naftowej – baryłka typu Brent podrożała z 50 do 75 USD, co znalazło odzwierciedlenie w 30-proc. wzroście cen na stacjach paliw. Dodatkowo zdecydowana większość przedsiębiorstw odczuwa rosnące koszty pracy – w efekcie ceny usług wzrosły o 6 proc.

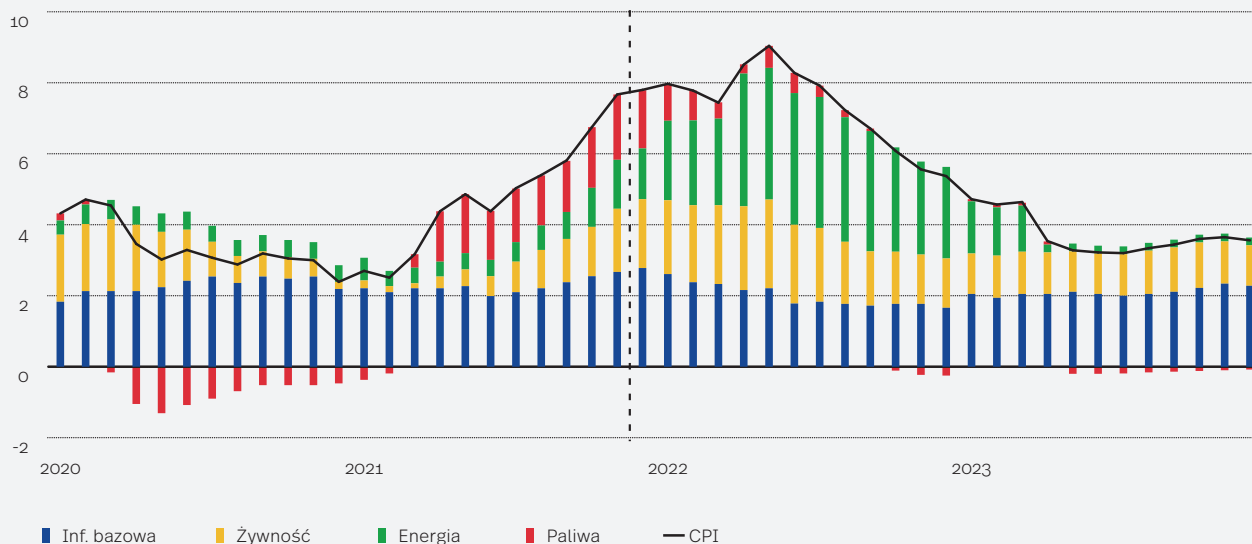
W I kwartale 2022 r. wzrost cen surowców energetycznych będzie ograniczany przez tzw. tarczę antyinflacyjną. W jej ramach rząd czasowo obniżył stawki VAT dla elektryczności i gazu oraz zredukował obciążenia podatkowe na paliwo. To jednak tylko zmniejszy skalę problemu. Tarcza antyinflacyjna obniży inflację o 1,2 pkt. w I kwartale oraz 0,3 pkt. w II kwartale 2022 r.

W całym 2022 r. szok surowcowy doprowadzi do podwyżek cen nośników energii średnio o prawie 30 proc. Już obecnie branża ciepłownicza podniosła ceny w takiej skali. Najbliższe miesiące prawdopodobnie przyniosą stabilizację cen ogrzewania, jednak wysoka dynamika utrzyma się do końca 2022 r. **Urząd Regulacji Energetyki (URE) zatwierdził nowe taryfy dla cen energii elektrycznej oraz gazu.** Decyzją URE rachunki

za energię elektryczną w przyszłym roku będą wyższe o 24 proc., a opłaty za gaz o 54 proc. To spore zaskoczenie

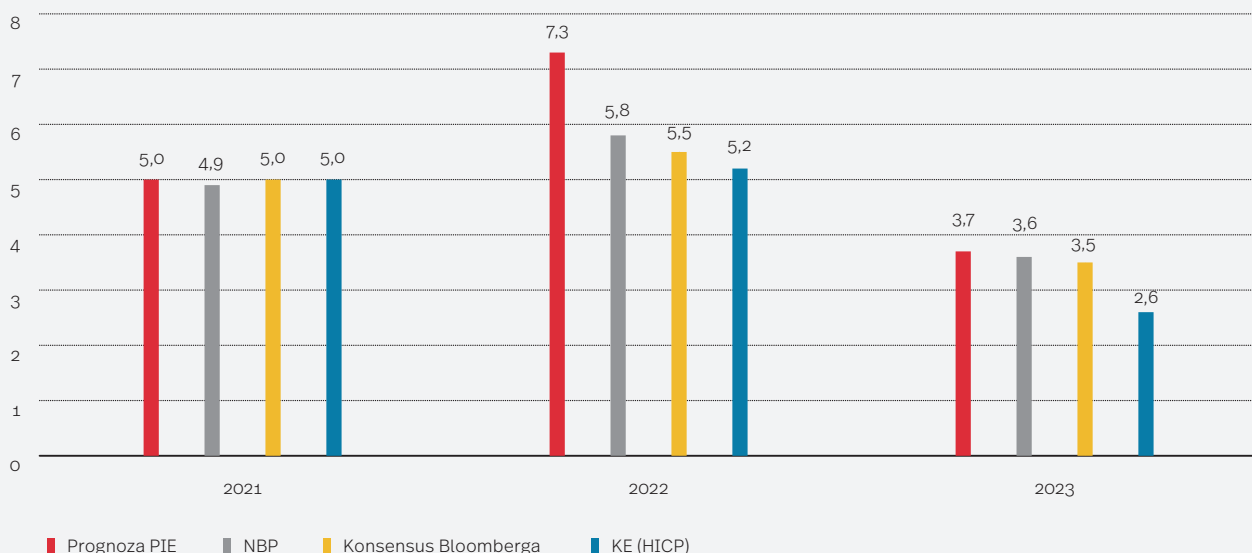
dla analityków – dotychczasowe prognozy sugerowały raczej stopniowe podwyżki opłat (PIE, 2021b).

▼ Wykres 20. Struktura inflacji CPI – prognoza PIE



Źródło: opracowanie własne PIE.

▼ Wykres 21. Inflacja CPI – prognoza PIE na tle innych ośrodków



Uwaga: prognozy innych ośrodków nie uwzględniają decyzji taryfowych URE. Różnica dobrze odzwierciedla skalę zaskoczenia.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie: NBP (2021), Komisja Europejska (2021a), Bloomberg oraz prognoza PIE.

Efektym ubocznym drożących surowców energetycznych będzie także szybszy wzrost cen żywności. Wydatki na gaz ziemny stanowią główny koszt produkcji nawozów – wzrost cen błękitnego

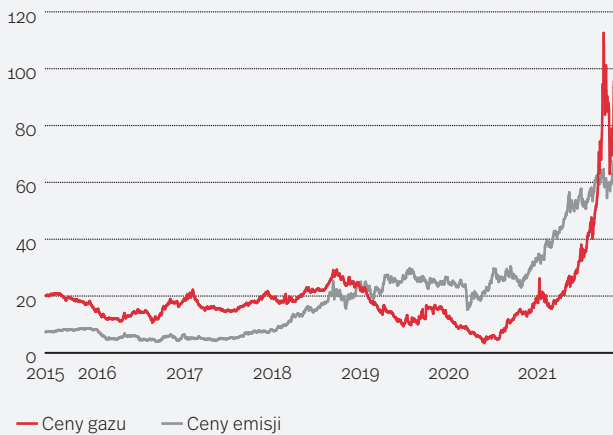
paliwa uderzy w opłacalność produkcji rolnej. W efekcie spodziewamy się wyższych cen m.in. warzyw i owoców – łącznie dynamika cen żywności wyniesie około 8-9 proc. w II kwartale 2022 r.,

następnie powinna stabilizować się w okolicach 5 proc. rocznie.

Wysoki popyt oraz szybki wzrost dochodów będą stymulować inflację bazową. W 2022 r. wyniesie około 4 proc., a w 2023 r. spadnie lekko poniżej 3,5 proc. Odsetek cen rosnących w tempie przekraczającym cel NBP (2,5 proc.) jest obecnie zbliżony do 70 proc. (wykres 23). Spodziewamy się niewielkich zmian w kolejnych kwartałach. Wciąż najszybciej będą rosły ceny usług. Dynamika wzrostu wynagrodzeń

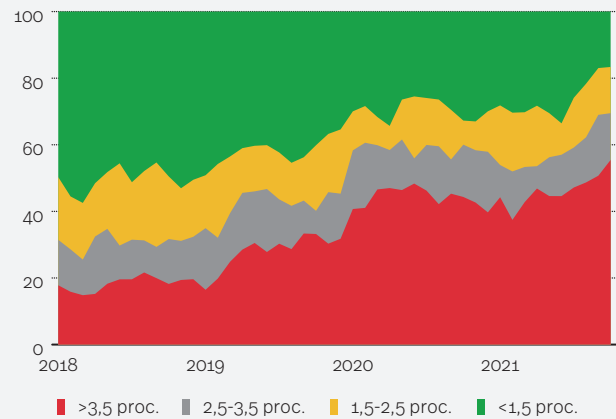
w najbliższych latach pozostanie zbliżona do 8 proc., a przedsiębiorcy będą przenosić rosnące koszty pracy na konsumentów. Badanie Szybki Monitoring NBP wskazuje, że presja płacowa jest obecnie podobnie wysoka jak w 2019 r., a rosnący niedobór wykwalifikowanych pracowników dodatkowo ją pogłębi. Wzrost cen towarów przemysłowych prawdopodobnie będzie wyraźnie niższy niż usług – popyt w tym segmencie ulegnie schłodzeniu z uwagi na podwyżki stóp procentowych i import niskiej inflacji ze strefy euro.

↘ Wykres 22. Wzrost cen gazu i uprawnień CO₂ (EUR)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

↘ Wykres 23. Udział w koszyku inflacyjnym produktów, których ceny rosły w tempie: (proc.)



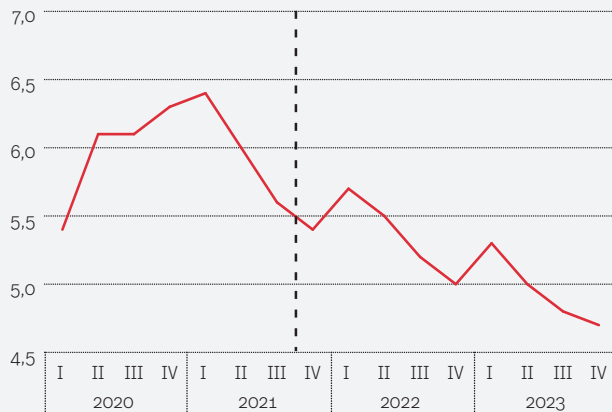
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

3.3. Rynek pracy

Spodziewamy się dalszego wzrostu zatrudnienia w kolejnych latach. Stopa bezrobocia rejestrowanego w 2022 r. powinna spaść do poziomu 5 proc. To wyraźnie niższy poziom niż obserwowaliśmy bezpośrednio przed pandemią (wykres 24). Dalsze spadki nastąpią w 2023 r., chociaż ich skala będzie umiarkowana. Silniejszym spadkiem bezrobocia sprzyja przechodzenie na emeryturę większej liczby starszych pracowników – część bezrobotnych zastąpi pracowników osiągniętych wiek emerytalny, a część przejdzie do bierności zawodowej. Prognozujemy też dalszy wzrost liczby pracujących – w gospodarce pojawi się około 80 tys. nowych etatów głównie w sektorze usług – oznacza to wzrost o ok. 0,6 proc. względem III kw. 2021 r. (wykres 25). Ewentualne silniejsze wahania dynamiki wzrostu będą wynikać z efektów statystycznych.

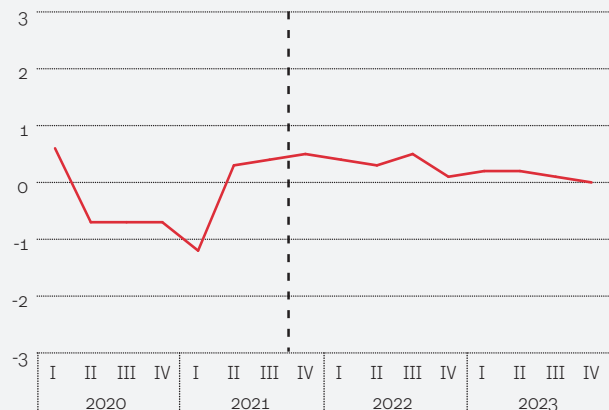
Niedobór pracowników ponownie staje się wyzwaniem dla rynku pracy. Dane GUS wskazują, że odsetek osób długotrwale niepracujących w relacji do bezrobotnych jest najwyższy od początku 2018 r. i ciągle rośnie (wykres 26). Oznacza to, że coraz bardziej kurczy się pula łatwo dostępnych pracowników. W efekcie polskie przedsiębiorstwa będą zmuszone aktywizować osoby w wieku 50 lat i starsze. Przedsiębiorcy coraz częściej sygnalizują, że niedobór siły roboczej jest istotną barierą dla rozwoju działalności (wykres 27). Rosnące niedobory obserwujemy zwłaszcza w usługach kulturalnych czy profesjonalnych (prawniczych, architektonicznych, informatycznych). Na brak rąk do pracy coraz mocniej skarży się także sektor gastronomiczny, mimo że jest to branża najmocniej narażona na restrykcje pandemiczne i ryzyko zwolnienia.

➤ **Wykres 24.** Stopa bezrobocia rejestrowanego – prognoza PIE (proc.)



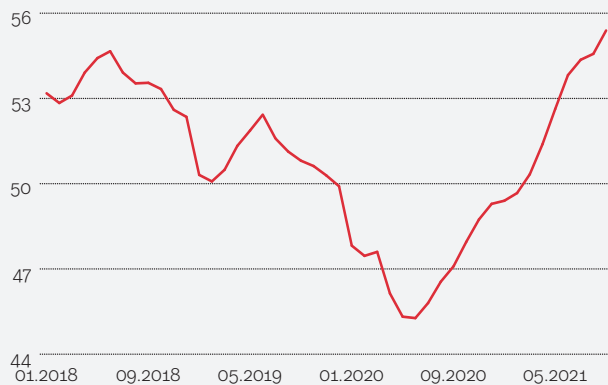
Źródło: opracowanie własne PIE.

➤ **Wykres 25.** Zatrudnienie w gospodarce narodowej – prognoza PIE (proc., r/r)



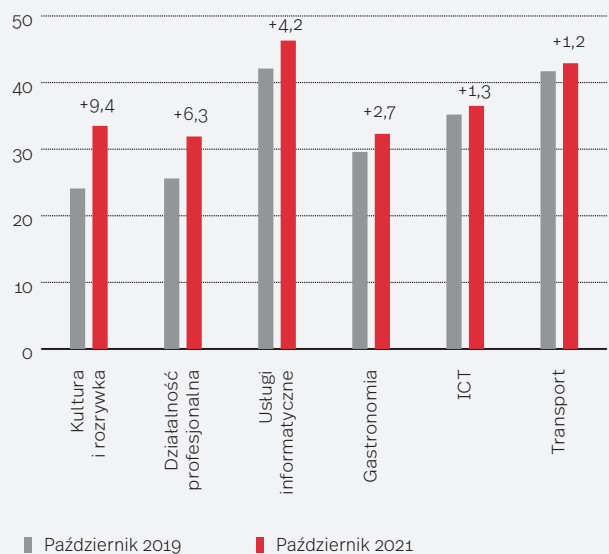
Źródło: opracowanie własne PIE.

➤ **Wykres 26.** Odsetek długotrwale niepracujących w grupie bezrobotnych (proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

➤ **Wykres 27.** Odsetek firm raportujących niedobór pracowników jako barierę działalności (proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

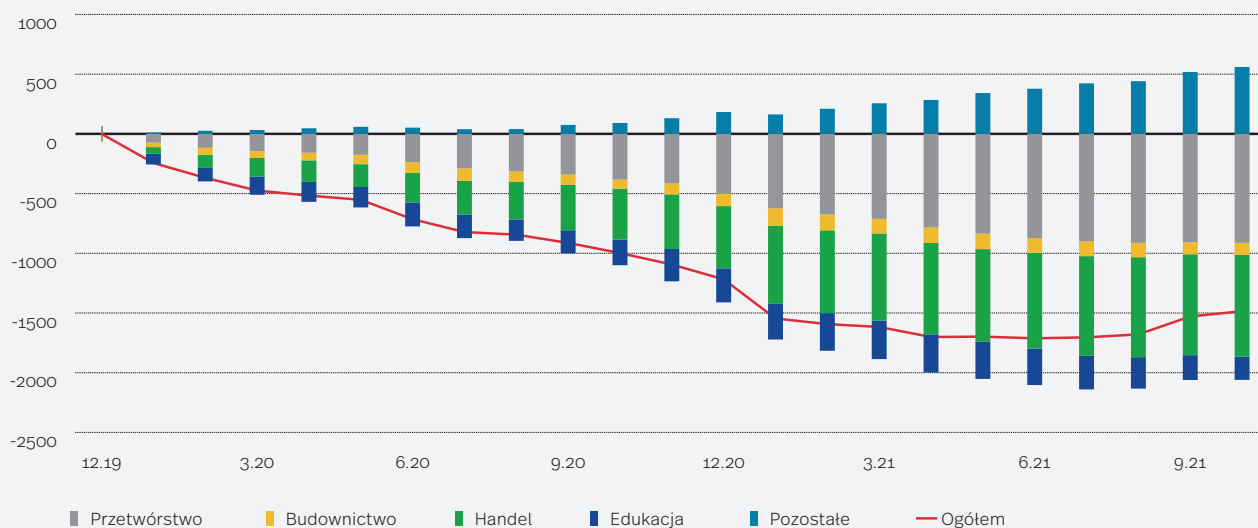
Jednocześnie następuje zmiana struktury zatrudnienia. Stopa bezrobocia powróciła na poziomy sprzed pandemii, jednak zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jest niższe o prawie 100 tys. etatów. W tym samym czasie kwartalne badania ankietowe rynku pracy wskazują, że liczba osób pracujących wzrosła, a od grudnia 2019 r. regularnie spada liczba małych firm (10-49 pracowników) – w październiku było ich o prawie

1,5 tys. mniej niż przed pandemią (wykres 28). Najwięcej firm zanika w sektorach o dużym udziale w PKB, tj. przetwórstwie przemysłowym i handlu. Różnice mogą być związane z typem umów – Główny Urząd Statystyczny zbiera jedynie informacje dotyczące umów o pracę, nie pyta natomiast o umowy cywilnoprawne czy kontrakty B2B. Opracowanie Ministerstwa Finansów (Klejdzisz, 2021) sugeruje, że zmian nie powinno się wiązać

z fikcyjnym przechodzeniem na działalność gospodarczą. Według analityczki MF liczba osób rejestrujących działalność jest porównywalna do lat ubiegłych, wyraźnie spada natomiast liczba zamkniętych. Możliwym

wyjaśnieniem tej rozbieżności jest przechodzenie pracowników do mikrofirm – miesięczna statystyka GUS dotyczy jedynie firm zatrudniających 10 bądź więcej pracowników na podstawie umowy o pracę.

▼ **Wykres 28.** Zmiana liczby małych firm (10-49 osób) w poszczególnych sektorach w stosunku do grudnia 2019 r. (tys.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Część II. Czy polskiej gospodarce grożą nierównowagi?

1. Metodyka

W tej części raportu zajmujemy się analizą ryzyka wystąpienia wybranych nierównowag w polskiej gospodarce. Ocenie poddaliśmy ryzyka gospodarcze, na które znaczący wpływ mogła mieć pandemia COVID-19 – spirali cenowo-płacowej, bańki na rynku nieruchomości, niestabilności zadłużenia przedsiębiorstw i sektora bankowego. Nasza analiza pokazuje, na jakie ryzyko narażona jest Polska oraz przedstawia relatywną skalę problemu w stosunku do innych państw UE.

Analiza ryzyka oparta jest na 15 współczynnikach, które przedstawiamy w tabeli 1. Dane zostały zebrane dla Polski oraz 18 innych państw Unii Europejskiej¹. Szeregi czasowe w każdej z grup zostały przekształcone przy pomocy analizy głównych składowych (*principal component analysis*). Algorytm ten kształtuje

tzew. komponenty – powstają one jako średnia ważona z oryginalnych danych. Wagi są tak dobierane, aby pierwszy komponent objaśniał jak najwięcej zmienności między współczynnikami, drugi jak najwięcej pozostałej zmienności itd. Każdy z komponentów zawiera znormalizowane wartości – tj. skoncentrowane na zerze oraz opisujące liczbę odchyłeń standardowych od średniej.

Wspomniane zmienne zostały tak przeskalowane, aby ich średnia wynosiła 2,5. Następnie ograniczyliśmy minimalne i maksymalne wartości, jakie może przyjąć zmienna, do 0 i 5 oraz obróciliśmy skalę, aby najbardziej bezpieczne gospodarki otrzymywały najwyższe oceny. W dalszej części raportu wskazujemy na słabe i mocne strony Polski na tle innych państw UE.

▼ Tabela 1. Opis danych wykorzystanych w analizie

Obszar	Wskaźniki	Źródło danych
Ryzyko spirali cenowo-płacowej	<ul style="list-style-type: none"> prognozowane odchylenie inflacji od celu, bieżące oraz w latach 2022 i 2023, realna stopa procentowa (<i>ex-post</i>), realne wynagrodzenie, raportowane niedobory pracowników w przemyśle i w budownictwie. 	Macrobond MFW Komisja Europejska
Ryzyko niestabilności zadłużenia prywatnego	<ul style="list-style-type: none"> kredyty przedsiębiorstw (proc. PKB) – poziom i zmiana od IV kwartału 2019 r., kredyty gospodarstw domowych (proc. PKB) – poziom i zmiana od IV kwartału 2019 r., luka kredytowa. 	BIS
Ryzyko niestabilności sektora bankowego	<ul style="list-style-type: none"> współczynniki kapitałowe CET1 i TCR, współczynnik płynnościowy LCR, odsetek niespłaconego zadłużenia w relacji do kredytów, poziom dźwigni finansowej, zwrot na aktywach (<i>return on assets</i>). 	EBA
Ryzyko bańki na rynku nieruchomości	<ul style="list-style-type: none"> wzrost cen nieruchomości – dynamika roczna i trzyletnia, relacja ceny nieruchomości / dochody osobiste, relacja ceny nieruchomości / czystsze. 	Eurostat OECD

Źródło: opracowanie własne PIE.

¹ Nazwy krajów znajdują się w tabeli 2. Dobór państw jest związany z dostępnością danych – przedstawione zostały te kraje, dla których możliwe było podanie wskaźnika dla przynajmniej 4 z 5 obszarów.

2. Główne wnioski

Największym ryzykiem dla Polski jest pojawienie się spirali cenowo-płacowej (tabela 2). Skutkiem ubocznym dynamicznego odbicia aktywności jest rosnący niedobór pracowników oraz podwyższona inflacja. Obecnie największym wyzwaniem dla polityki gospodarczej jest zatem konieczność wyhamowania inflacji. Średnioroczne prognozy analityków wskazują, że inflacja przekroczy dopuszczalne granice dla celu NBP w latach 2022 i 2023, a ponadto część prognoz na przyszły rok jeszcze przed decyzjami URE zbliżyła się do 6 proc. Takie oczekiwania są związane z rozpowszechnioną presją płacową. Badanie MIK wskazuje, że co 3 firma planuje podwyższyć wynagrodzenia w najbliższych 3-miesiącach – to trzykrotny wzrost względem stanu sprzed kilku miesięcy (PIE, 2021a).

Znaczącym obszarem ryzyka jest również sektor bankowy. Pandemia przyczyniła się do spadku

rentowności banków komercyjnych oraz wzrostu nieregularnie sptacanego zadłużenia. Ewidentnym problemem dla sektora bankowego jest też niepewność dotycząca przyszłego kształtu stóp procentowych. Rozrzut prognoz stóp procentowych oraz inflacji w IV kwartale 2021 r. był jednym z najwyższych w historii.

Aktualnie **najbezpieczniejszymi obszarami są stabilności zadłużenia prywatnego i rynku nieruchomości.** Łączne wyniki w tych obszarach plasują się wśród najlepszych 20 proc. państw UE. Eurostat wskazał, że wzrost cen nieruchomości jest jednym z wyższych w UE, jednak towarzyszy mu porównywalny wzrost dochodów gospodarstw domowych – czego nie można powiedzieć o innych państwach wspólnoty. Skala zadłużenia przedsiębiorstw jest natomiast najmniejsza wśród państw UE.

▼ Tabela 2. Tabela zagrożeń nierównowag gospodarczych w Unii Europejskiej

Kraj	Ryzyko:			
	spirali inflacyjnej	zadłużenia prywatnego	sektor bankowy	rynek nieruchomości
Polska	0,4	5,0	2,1	3,2
Austria	2,5	2,6	1,4	1,8
Belgia	2,2	1,2	2,3	3,9
Czechy	2,7	4,3	3,5	0,4
Dania	3,5	3,7	2,3	2,1
Finlandia	3,6	3,0	2,4	5,0
Francja	4,3	0,1	1,3	3,9
Niemcy	3,1	2,6	1,3	1,4
Grecja	5,0	3,5	0,0	5,0
Węgry	1,2	3,7	2,1	0,5
Irlandia	1,5	brak danych	2,9	4,4
Włochy	5,0	3,2	1,3	5,0
Litwa	0,0	brak danych	3,6	2,7
Luksemburg	2,3	brak danych	3,0	0,0
Holandia	3,0	3,9	2,2	0,7
Portugalia	5,0	3,6	0,9	1,6
Słowacja	1,7	brak danych	2,2	2,5
Hiszpania	3,8	2,8	0,6	3,7
Szwecja	4,1	0,2	2,8	2,1

Uwaga: wyższa wartość oznacza większe bezpieczeństwo, mniejsza – większe ryzyko.

Źródło: opracowanie własne PIE.

3. Analiza poszczególnych obszarów

W tym rozdziale szczegółowo opisujemy każdy analizowany obszar i wskazujemy czynniki, jakie najbardziej wpłynęły na jego zmiany. W szczególności zaznaczamy, gdzie leżą przewagi lub słabości Polski w stosunku do innych krajów, z czego wynika obecna pozycja oraz na co powinniśmy uważać, aby sytuacja się nie pogorszyła.

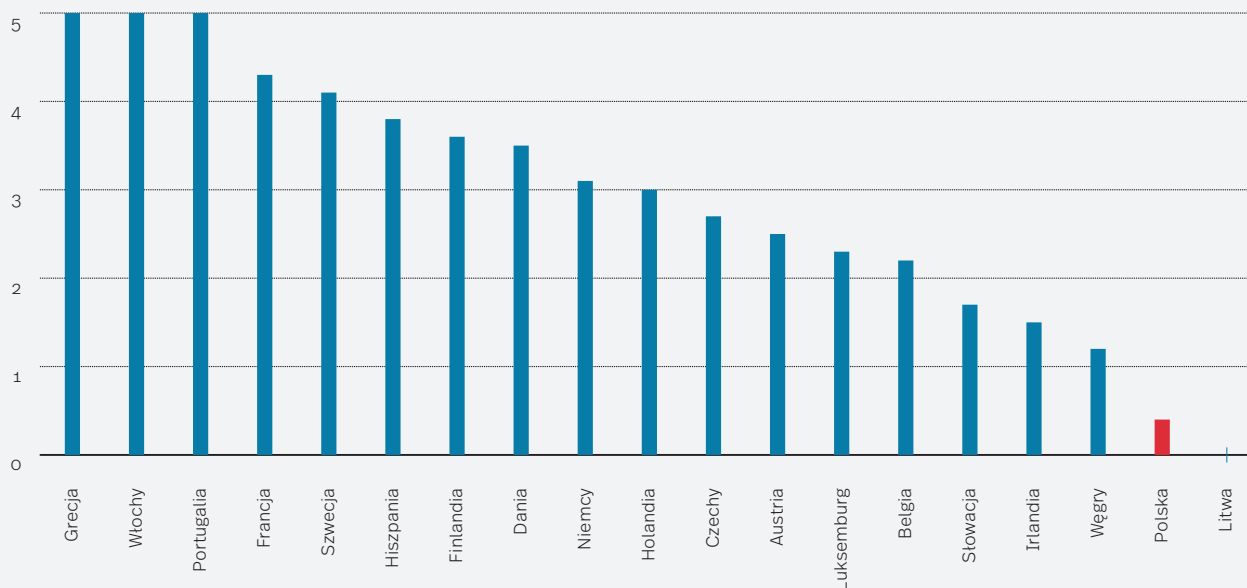
3.1. Ryzyko makroekonomiczne – spirala cenowo-płacowa

Polskiej gospodarce grozi ryzyko powstania spirali cenowo-płacowej (wykres 29). Wysoka inflacja napędza oczekiwania na wzrost płac, a to przekłada się na rosnące ceny wytwarzanych dóbr i usług. Taka pętla to składowa dwóch czynników. Pierwszym jest niedobór pracowników, który skutkuje wzrostem kosztów pracy i podwyżkami cen. Drugim jest presja na podwyżki wynikająca z oczekiwania wysokiej inflacji.

Pracownicy oczekują utrzymania się wysokiej inflacji i w konsekwencji żądają wyższych zarobków, aby wartość ich dochodów pozostała stabilna. Sytuację pogarsza rosnący niedobór pracowników. Problem ma obecnie podobną skalę jak w 2019 r. Dane GUS wskazują, że łączna liczba wolnych miejsc pracy przekracza 153 tys. – to porównywalny poziom do okresu sprzed pandemii. Ankietowani przedsiębiorcy coraz częściej traktują to jako barierę rozwojową, co rodzi ryzyko utraty konkurencyjności. Problem występuje we wszystkich głównych gałęziach gospodarki. Coraz większa liczba sektorów wykazuje dodatnią korelację między problemami z pozyskaniem siły roboczej a perspektywą podnoszenia cen w najbliższym czasie.

Wzrost cen w Polsce ma bardzo szeroki charakter. Oprócz towarów mocno drożeją też usługi, co odzwierciedla m.in. inflacja bazowa. Ponad połowa koszyka konsumenckiego w Polsce rośnie szybciej niż górna granica celu inflacyjnego NBP (3,5 proc.). Dodatkowo mniej niż 20 proc. cen notuje dynamikę niższą niż 1,5 proc.

▼ Wykres 29. Ryzyko pojawienia się spirali cenowo-płacowej



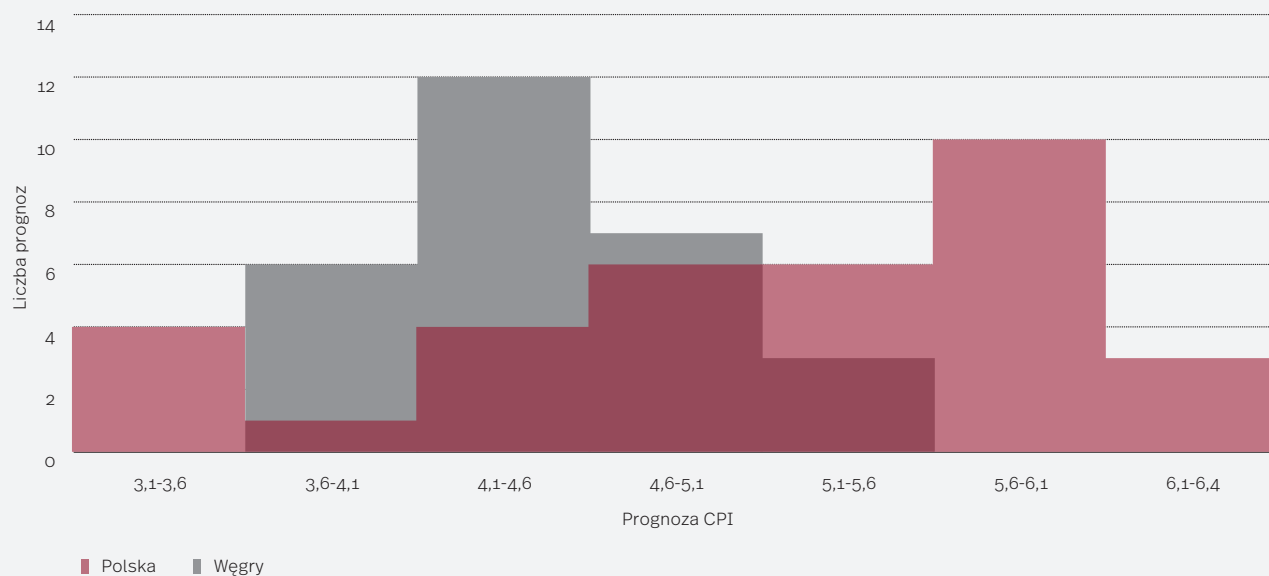
Uwaga: wyższa ocena oznacza niższe ryzyko.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond i Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wysoka niepewność dotycząca przyszłej inflacji dodatkowo podnosi ryzyko powstania spirali. Analitycy rynkowi ankietowani przez Focus Economics prognozowali na początku grudnia, że inflacja w 2022 r. w Polsce będzie

wynosić od 3,1 do 6,4 proc. (wykres 30), co daje rozrzut rzędu 3,3 pkt. (przy 2,9 pkt. w listopadzie). Podobne tendencje widzimy także w innych państwach regionu – dla Czech wynosi 3 pkt. (3,4 pkt. w listopadzie), a dla Słowacji 3,2 pkt.

▼ Wykres 30. Rozkład prognoz inflacji analityków ankietowanych przez Focus Economics



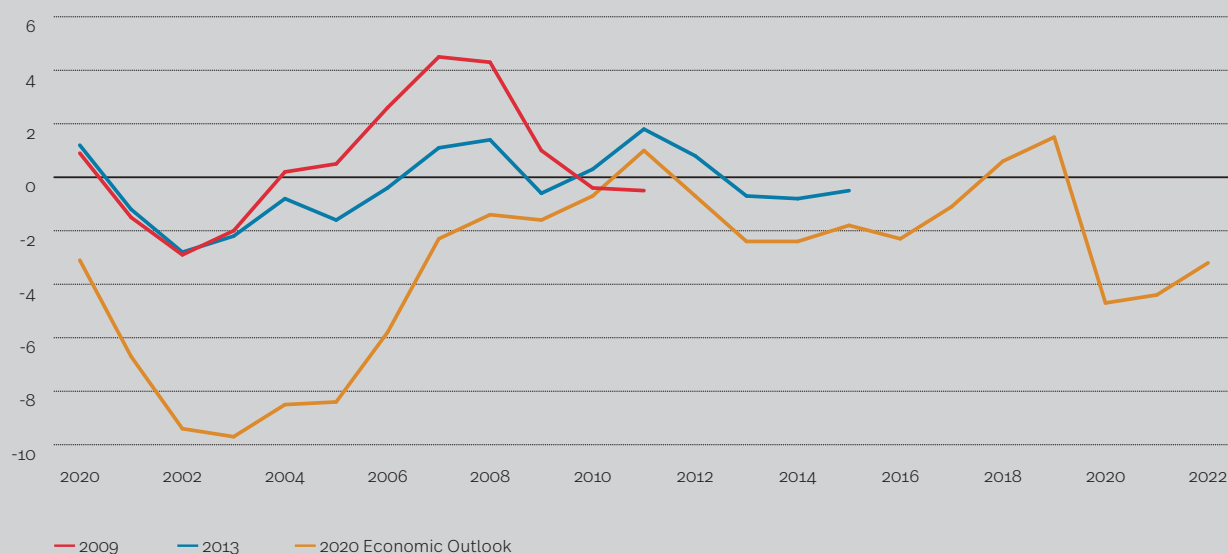
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie ankiety Focus Economics, grudzień 2021 r.

▼ Ramka 1. Dlaczego nie szacujemy luki popytowej?

Najbardziej rozpowszechnioną metodą analizowania ryzyka makroekonomicznego jest szacowanie tzw. luki popytowej. Polega ona na porównaniu procentowego odchylenia bieżącego tempa wzrostu PKB od długookresowego trendu. Szacunki te są bardzo zawodne.

Poniżej przedstawiamy oszacowania OECD stworzone podczas 3 kolejnych kryzysów – finansowego w latach 2008-2009, zadłużenia strefy euro (2012) oraz pandemicznego (2020). Warto zwrócić uwagę na przeszacowania potencjału gospodarczego z lat 2004, 2007. W ich następstwie dostajemy 3 różne konkluzje na temat stanu gospodarki (tj. przegrzanie, wzrost bliski trendowi, brak wykorzystania potencjału).

▼ Wykres 31. Szacunki luki popytowej (proc. PKB) w Polsce na podstawie kolejnych publikacji OECD



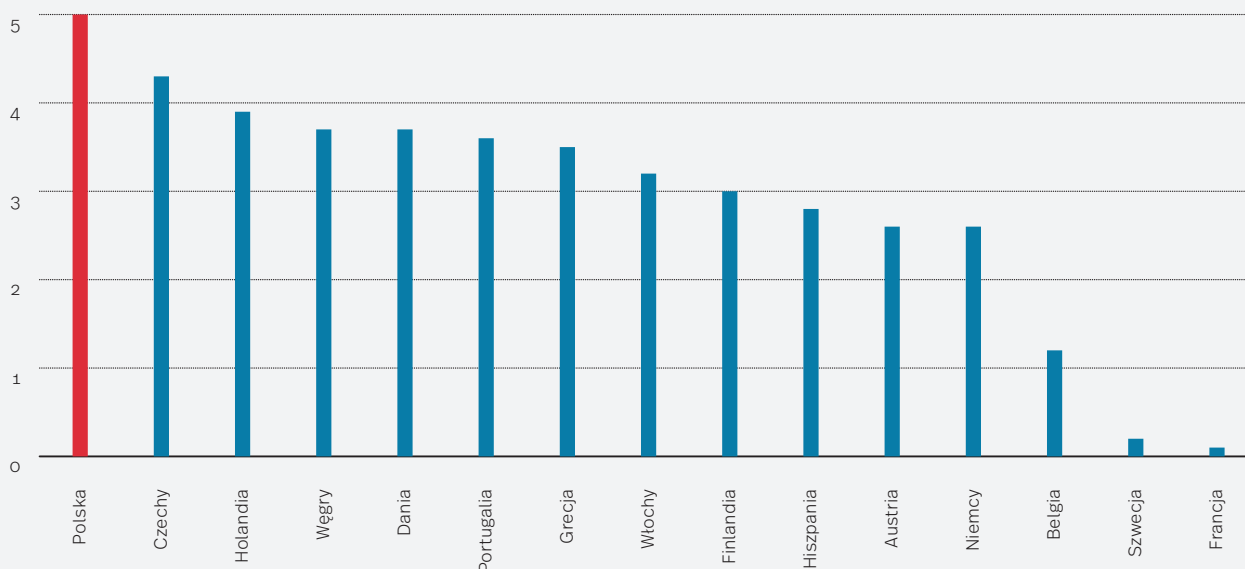
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych OECD.

Wysoka inflacja występuje również w państwach bałtyckich – Estonii, Litwie oraz Łotwie. Warto zwrócić uwagę, że prognozy w tych krajach sugerują trwałość inflacji – rozrzut prognoz w Estonii i Litwie wynosi odpowiednio 2,4 pkt. i 3,1 pkt., tj. mniej niż w Polsce. Należy zauważyć, że w ich przypadku problem może pogłębiać polityka Europejskiego Banku Centralnego – szansa na wzrost stóp procentowych w strefie Euro jest niewielka.

3.2. Ryzyko niestabilności zadłużenia prywatnego

Sytuacja, w której szybki wzrost kredytów łączy się z nierównowagą ekonomiczną, może prowadzić do kryzysów kredytowych (*credit crunch*). Ranking krajów wrażliwych na tego typu ryzyko przedstawiamy na wykresie 32.

▾ Wykres 32. Ryzyko niestabilności zadłużenia prywatnego



Uwaga: wyższa ocena oznacza niższe ryzyko.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych BIS.

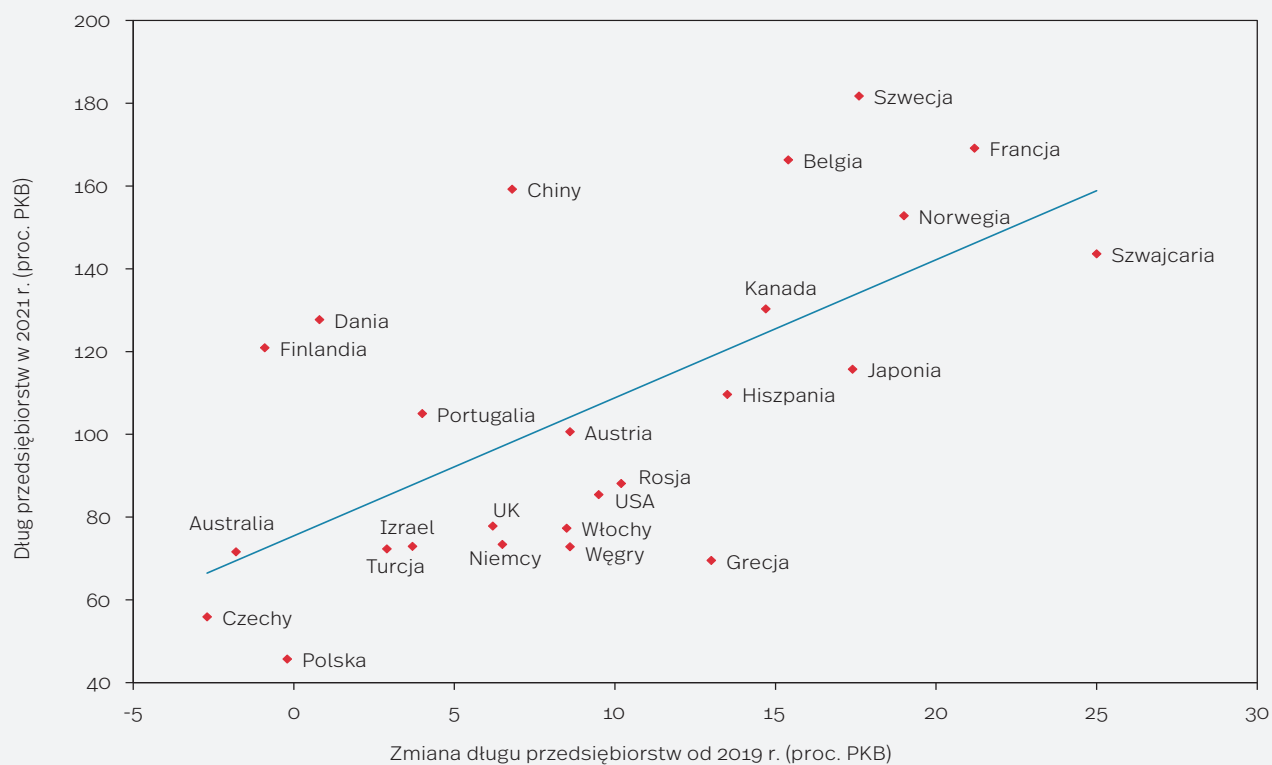
Polska gospodarka należy do najbezpieczniejszych w Europie pod względem stabilności finansów prywatnych podmiotów wśród analizowanych krajów UE. Sytuacji tej nie zmienił kryzys pandemiczny. Dzięki wprowadzeniu tarcz finansowych załamanie aktywności nie skutkowało wzrostem zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych – dane BIS wskazują, że dług w relacji do PKB jest na podobnym poziomie co w 2019 r. Podobne tendencje obserwujemy też w większości gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej.

Największe zagrożenie dla stabilności finansowej UE stwarza obecnie zadłużenie firm w państwach skandynawskich oraz Francji i Belgii. Kryzys związany z COVID-19 spowodował, że w wymienionych państwach wartość kredytów przedsiębiorstw w relacji do PKB wzrosła o 15-20 pkt. proc., do wielkości przekraczających 150 proc. PKB. Przed pandemią

taka wysokość była widoczna jedynie w Chinach. W tym okresie m.in. Międzynarodowy Fundusz Walutowy sugerował konieczność zmniejszania zadłużenia nawet kosztem spowolnienia bieżącego wzrostu gospodarczego. Konsekwencją wysokiego zadłużenia we Francji czy państwach skandynawskich może być efekt domina prowadzący do zastoju we wszystkich państwach UE.

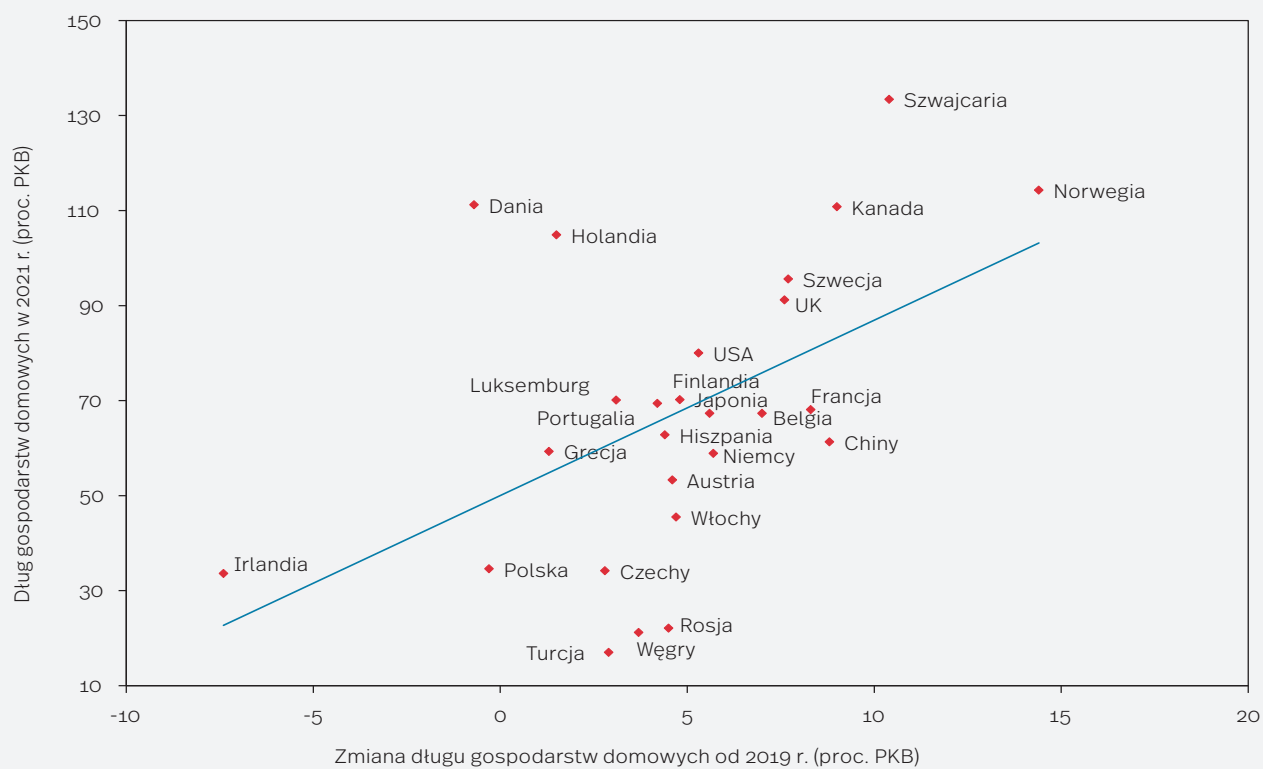
Rosnącemu zadłużeniu przedsiębiorstw w państwach skandynawskich towarzyszył też wyraźny wzrost zadłużenia gospodarstw domowych. W Danii, Norwegii, Szwecji, Holandii i Wielkiej Brytanii poziom kredytu gospodarstw domowych przekracza 90 proc. PKB – skala wzrostu na skutek pandemii sięgnęła 10-15 proc. W przypadku większości państw UE, wartości oscylują wokół 50-70 proc. PKB, a zmiana w ostatnich dwóch latach była zbliżona do 5 pkt. proc. (wykresy 33 i 34).

▼ Wykres 33. Zmiana zadłużenia sektora przedsiębiorstw między 2019 a 2021 r.



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych BIS.

▼ Wykres 34. Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do PKB



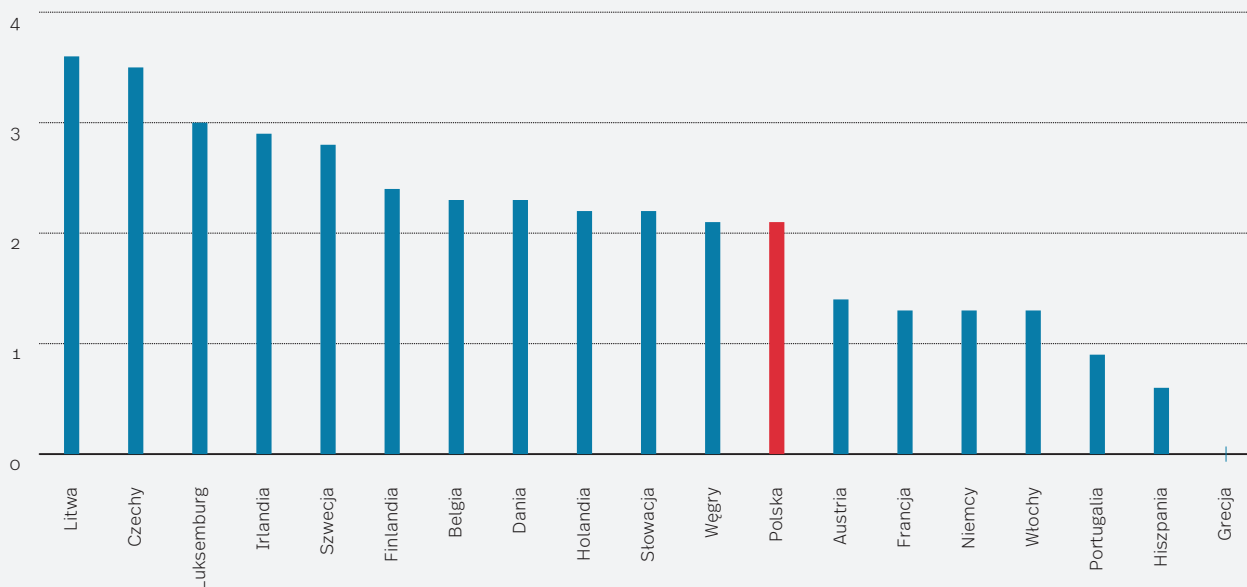
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych BIS.

3.3. Ryzyko niestabilności sektora bankowego

Ryzyko niestabilności polskiego sektora bankowego wzrosło na skutek pandemii – obecnie jest większe niż w większości państw UE (wykres 35).

Sektor bankowy osiąga mniejszą rentowność w porównaniu do okresu sprzed pandemii – według danych Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA) zwrot na aktywach spadł z 1,1 w 2019 r. do 0,4 proc. w 2020 r. – to efekt m.in. spadku stóp procentowych oraz pogorszenia się jakości portfela kredytowego.

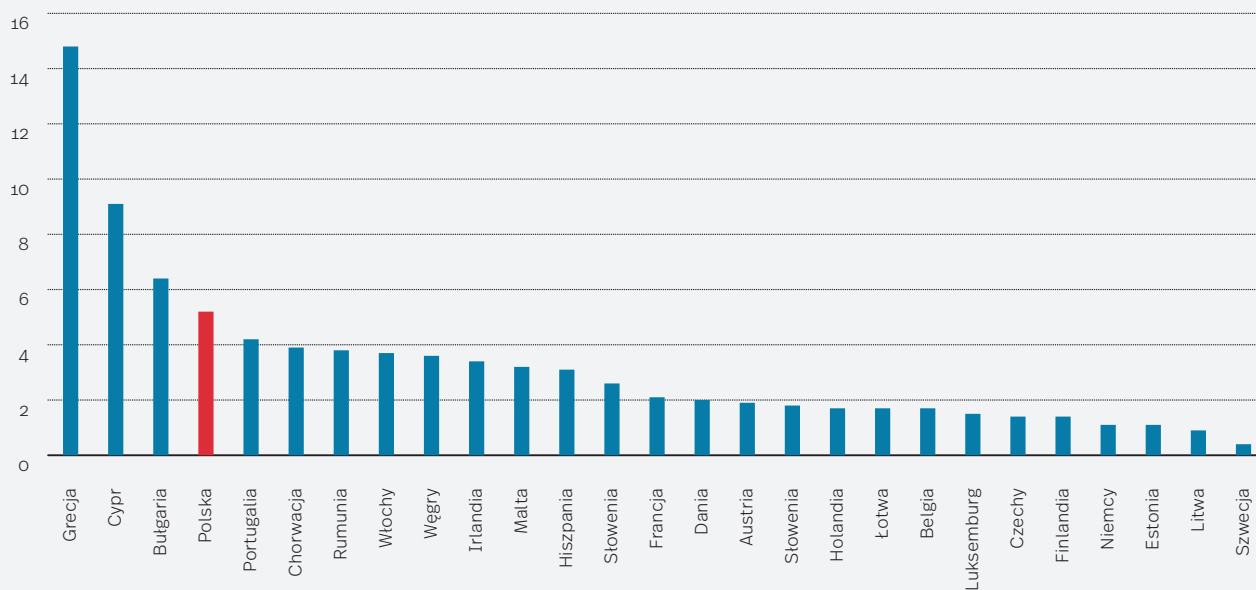
▾ Wykres 35. Ryzyko niestabilności sektora bankowego



Uwaga: wyższa ocena oznacza niższe ryzyko.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EBA.

▾ Wykres 36. Współczynnik niespłaconego zadłużenia (proc. portfela kredytów)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EBA.

Odsetek niespłaconego zadłużenia w Polsce jest obecnie 4. najwyższym w UE (wykres 36). Polskę pozytywnie wyróżnia jedynie wysokość kapitałów własnych banków. Jest ona nieco wyższa niż w państwach Europy Zachodniej, jednak niższa niż w pozostałych państwach regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Najbardziej narażone na kryzys bankowy są Grecja i Cypr. Ryzyko wynika przede wszystkim z wysokiego odsetka niespłaconego zadłużenia oraz niskiej rentowności banków. Skala ryzyka jest mniejsza we Włoszech, Portugalii i Hiszpanii – wyzwaniem dla sektora bankowego w tych krajach jest jednak niski odsetek kapitałów własnych. Oznacza to większą podatność na ewentualne spowolnienie gospodarcze.

3.4. Ryzyko bańki na rynku nieruchomości

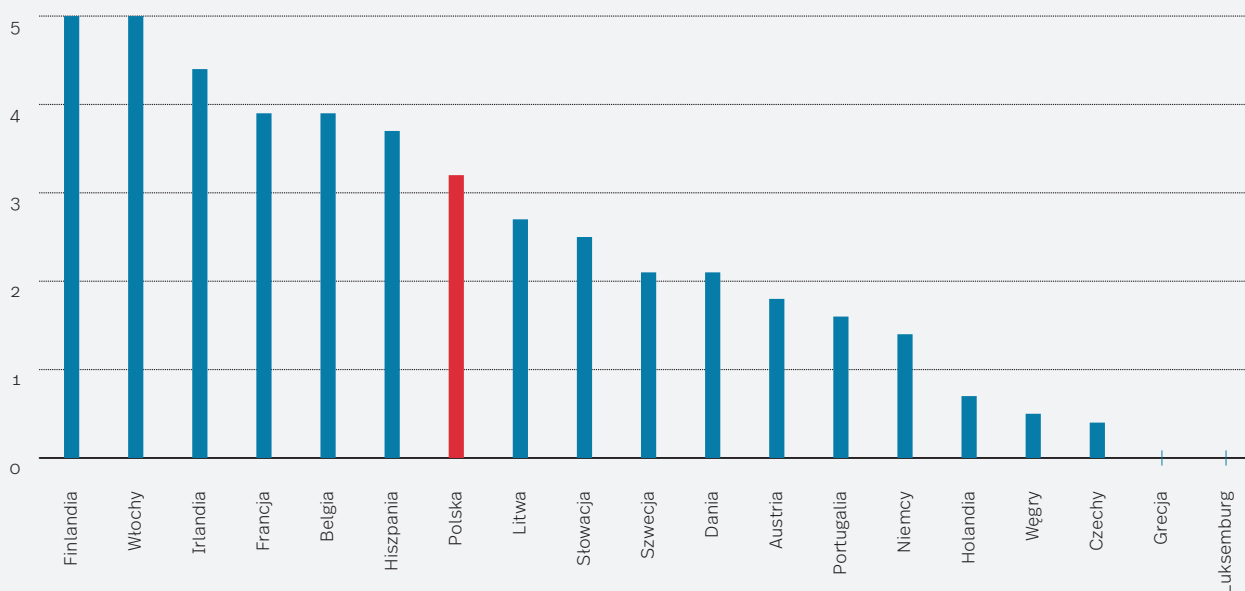
Gwałtowny wzrost wskaźników dot. cen nieruchomości, stwarza ryzyko wystąpienia bańki spekulacyjnej. Pęknięcie bańki może prowadzić do problemów sektora bankowego podobnych do amerykańskiego kryzysu

subprime, który w latach 2008-2009 przerodził się w globalny kryzys finansowy. Ranking ryzyka przedstawiamy na wykresie 37.

Ryzyko wystąpienia bańki na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce jest niewielkie. Dzieje się tak mimo stosunkowo dynamicznego wzrostu cen nieruchomości. Skumulowany wzrost cen w ostatnich 3 latach był 4. najszybszym spośród państw Unii Europejskiej (wykres 38). Równoległe towarzyszyły im dynamicznie rosnące wynagrodzenia – w efekcie czas pracy konieczny do zakupu mieszkania wzrósł od 2015 r. o niecałe 5 proc. W przypadku większości gospodarek rozwiniętych wartość przekracza 20 proc.

Najbardziej rozgrzanimi rynkami nieruchomości w Europie są Luksemburg, Czechy, Węgry i Holandia. Wzrost cen nieruchomości w każdym z wymienionych państw jest obecnie dwucyfrowy – taka sytuacja występuje od kilku lat. Znacząco przekracza również wzrost dochodów osobistych ludności – według danych OECD w wymienionych krajach oraz państwach niemieckojęzycznych na mieszkanie trzeba obecnie pracować 30 proc. dłużej niż w 2015 r. (wykres 39).

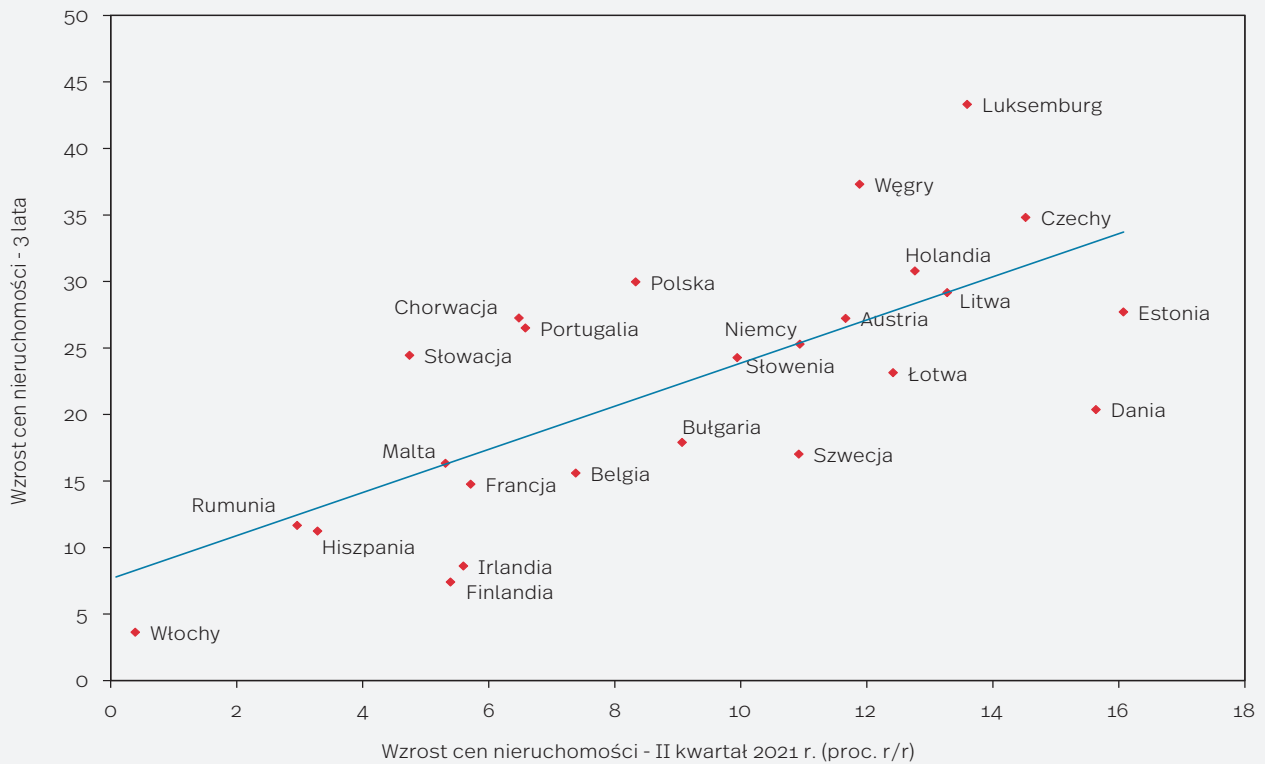
▾ Wykres 37. Ryzyko bańki na rynku nieruchomości



Uwaga: wyższa ocena oznacza niższe ryzyko.

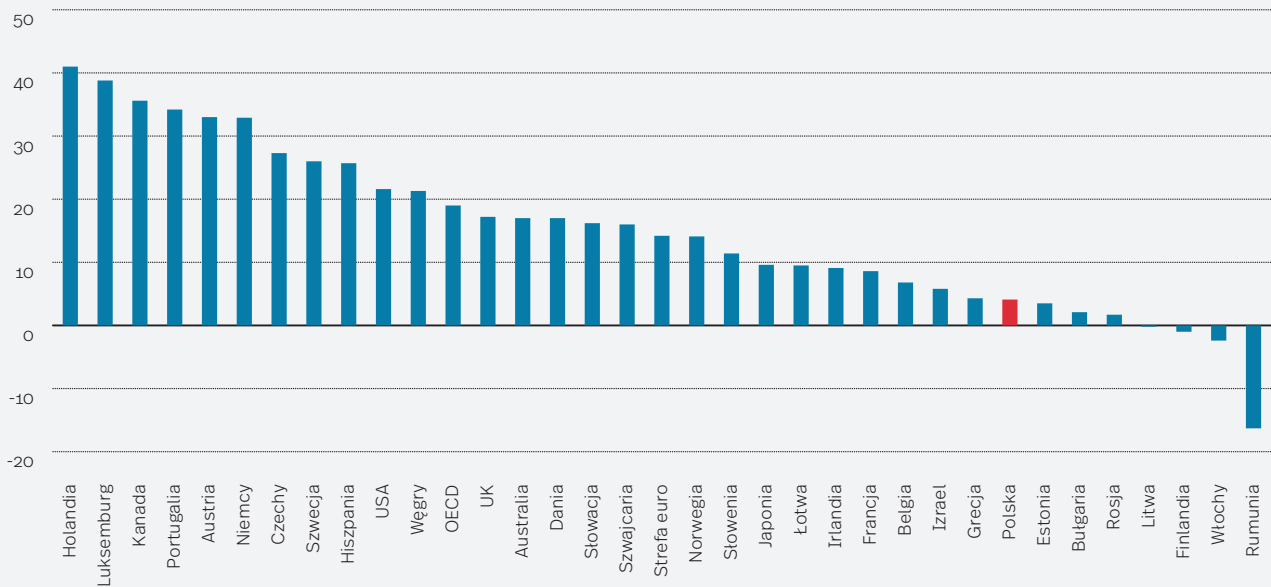
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych OECD i Eurostatu.

▼ Wykres 38. Wzrost cen nieruchomości – wskaźnik HPI (proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

▼ Wykres 39. Relacja cen nieruchomości do dochodów osobistych – zmiana od 2015 r. do II kw. 2021 r. (proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych OECD.

Podsumowanie

Polska gospodarka nadal dynamicznie rośnie – PKB na koniec 2023 r. powinien być wyższy o prawie 10 proc. niż w 2021 r. Taki wynik imponuje na tle strefy euro – bieżące prognozy Komisji Europejskiej sugerują, że większość gospodarek strefy euro zakończy 2023 r. o 6-7 proc. większa niż obecnie. Polska radzi sobie też stosunkowo dobrze na tle Grupy Wyszehradzkiej – łączny wzrost gospodarczy w tych państwach przez najbliższe dwa lata będzie sięgać 7-8 proc.

Kryzys pandemiczny zwiększył jednak ryzyko występujące w gospodarce. Głównym zagrożeniem jest obecnie spirala cenowo-płacowa. Bieżące prognozy wskazują, że inflacja wyraźnie przekroczy górną granicę celu NBP zarówno w 2022 r., jak i 2023 r. Co więcej oczekiwania inflacyjne są w tym momencie bardzo mocno rozstrzelone – duża niepewność towarzyszy nawet szacunkom analityków.

Niepewność dotycząca przyszłej inflacji czyni polskie aktywa podatkowymi na szoki na rynkach finansowych. Jak dotąd konsekwencje tego problemu były jednak umiarkowane – finanse przedsiębiorstw są

jednymi z najbezpieczniejszych w Europie, a ryzyko sektora bankowego nie jest znaczące.

Silna deprecjacja kursu walutowego jest głównym zagrożeniem dla naszych prognoz. Już obecnie import funkcjonuje w granicach opłacalności. Dalsze osłabienie złotego może wymusić zawieszenie najbardziej produktywnych (wysokotechnologicznych) inwestycji. Wbrew intuicji może też prowadzić do zawieszenia eksportu, jeżeli producenci będą zmuszeni zrezygnować z zakupu podzespołów. **Wyzwaniem dla Polski staje się również transformacja energetyczna** – rosnące ceny uprawnień emisji do CO₂ stanowią ryzyko dla konkurencyjności przemysłu i napędzają inflację towarów i usług.

Szanse na rewizje naszych prognoz w górę są niewielkie. Pozytywnym impulsem może być wznowienie migracji z Białorusi, Ukrainy czy innych wschodnich sąsiadów. Dotychczas zatrudnianie migrantów pozwalało łagodzić niedobory pracowników. Szanse, jakie stwarza wzrost migracji dla polskiej gospodarki, są jednak mniejsze od ryzyka związanego z inflacją czy osłabieniem waluty.

Bibliografia

- ARE (2020), *Informacja Statystyczna o Energii Elektrycznej, grudzień*, Biuletyn miesięczny, <https://www.are.waw.pl/component/phocadownload/category/4-informacja-statystyczna-o-energii-elektrycznej?download=56:informacja-statystyczna-o-energii-elektrycznej-nr-12-324-grudzien-2020> [dostęp: 03.12.2021].
- Bloomberg (2021), *Weidmann Says Inflation May Stay Above Target in Medium Term*, <https://www.bnnbloomberg.ca/weidmann-says-inflation-may-stay-above-target-in-medium-term-1.1684455> [dostęp: 10.12.2021].
- Fitch (2021), *Fitch Downgrades Evergrande and Subsidiaries, Hengda and Tianji, to Restricted Default*, <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-downgrades-evergrande-subsidiaries-hengda-tianji-to-restricted-default-09-12-2021> [dostęp: 10.12.2021].
- Fraunhofer Institute for Solar Energy Systems ISE (2021), *Public Net Electricity Generation in Germany 2020: Share from Renewables Exceeds 50 percent*, <https://www.ise.fraunhofer.de/en/press-media/news/2020/public-net-electricity-generation-in-germany-2020-share-from-renewables-exceeds-50-percent.html> [dostęp: 03.12.2021].
- Klejdzysz, J. (2021), *Dlaczego liczba osób prowadzących działalność gospodarczą wzrosła w czasie pandemii?*, <https://www.gov.pl/web/finanse/no-5-2021-j-klejdzysz> [dostęp: 08.12.2021].
- Komisja Europejska (2021a), *Autumn 2021 Economic Forecast: From recovery to expansion, amid headwinds*, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/autumn-2021-economic-forecast_pl [dostęp: 03.12.2021].
- Komisja Europejska (2021b), *Questions and Answers: Commission Communication on Energy Prices*, European Commission Communication on Energy Prices, Questions and Answers, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_5202 [dostęp: 03.12.2021].
- MFW (2021), *World Economic Outlook – Recovery During a Pandemic*, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021> [dostęp: 03.12.2021].
- NBP (2021), *Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD*, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/raport_o_inflacji/necmod_listopad_2021.pdf [dostęp: 03.12.2021].
- Politico (2021), *ECB chief declines to say if inflation will hit target next year*, <https://www.politico.eu/article/ecb-chief-declines-to-say-if-inflation-will-hit-target-next-year/> [dostęp: 10.12.2021].
- PIE (2021a), *Miesięczny Indeks Koniunktury – grudzień 2021*, https://pie.net.pl/wp-content/uploads/2021/12/MIK_12-2021.pdf [dostęp: 10.12.2021].
- PIE (2021b), *Miesięcznik Makroekonomiczny – październik 2021*, https://pie.net.pl/wp-content/uploads/2021/11/Miesiecznik-Makro_10-21.pdf [dostęp: 20.12.2021].
- Powell, J.H. (2021), *Opening remarks – Coronavirus and CARES Act, Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, US Senate, Washington DC, <https://www.bis.org/review/r211202i.pdf> [dostęp: 10.12.2021].
- RTE France (2021), *Steep drop in electricity generation to a 20-year low*, <https://bilan-electrique-2020.rte-france.com/total-generation/?lang=en> [dostęp: 03.12.2021].
- Welfe, A. (2020), *Makromodel gospodarki narodowej Polskiego Instytutu Ekonomicznego*, Working Paper, nr 3, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

Aneks 1. Tabela z prognozami

Wyszczególnienie	2022				2023			
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Aktywność gospodarcza (proc., r/r)								
PKB	4,6	4,5	4,2	4,1	4,2	4,4	4,6	4,6
Spożycie gospodarstw domowych	5,4	5,0	4,0	3,8	3,8	3,5	3,5	3,8
Spożycie publiczne	2,0	1,4	3,0	4,0	4,0	4,3	5,0	5,0
Nakłady na środki trwałe	4,3	5,0	7,0	6,0	6,3	7,5	9,0	9,3
Eksport	9,6	9,9	10,1	11,1	10,0	9,4	8,5	7,9
Import	10,1	10,8	10,4	11,6	10,8	10,0	9,0	8,6
Inflacja (proc., r/r)								
CPI	7,7	8,6	7,3	5,7	4,6	3,3	3,3	3,6
Inflacja bazowa	4,1	3,8	3,9	3,4	3,3	3,3	3,4	3,7
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,7	5,5	5,2	5,0	5,3	5,0	4,8	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej (proc., r/r)	0,4	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0

Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023
Aktywność gospodarcza (proc., r/r)				
PKB	-2,5	5,4	4,3	4,5
Spożycie gospodarstw domowych	-3,0	5,9	4,5	3,7
Spożycie publiczne	4,9	1,7	2,7	4,6
Nakłady na środki trwałe	-9,0	6,2	5,7	8,3
Eksport	0,1	11,5	10,2	8,9
Import	-1,2	15,8	10,8	9,6
Inflacja (proc., r/r)				
CPI	3,4	5,0	7,3	3,7
Inflacja bazowa	3,9	4,1	3,9	3,4
Rynek pracy				
Stopa bezrobocia rejestrowanego (koniec roku)	6,3	5,5	5,0	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej (proc., r/r)	-0,4	0,0	0,3	0,1

Źródło: opracowanie własne PIE.

Spis wykresów, tabel i ramek

SPIS WYKRESÓW

↘ Wykres 1. Skumulowany wzrost PKB w latach 2019-2021 – prognozy MFW	7
↘ Wykres 2. Prognoza łącznego wzrostu PKB w latach 2022-2023 (w proc.).....	8
↘ Wykres 3. Udział wydatków na dobra w konsumpcji (proc. łącznej konsumpcji).....	9
↘ Wykres 4. Produkcja przemysłowa w Polsce (2015 = 100)	9
↘ Wykres 5. Odsetek firm przemysłowych raportujących niedobory materiałów i sprzętu jako barierę rozwojową	9
↘ Wykres 6. Koszt frachtu międzynarodowego (USD)	9
↘ Wykres 7. Ceny emisji w EU ETS (w EUR/tCO ₂).....	10
↘ Wykres 8. Prognozy wzrostu PKB.....	11
↘ Wykres 9. Prognozy inflacji dla strefy euro i USA (proc.)	11
↘ Wykres 10. Zadłużenie strefy euro i USA (proc. PKB)	11
↘ Wykres 11. Rentowności obligacji korporacyjnych w Chinach w zależności od ratingu (2015 = 100)	12
↘ Wykres 12. Powierzchnia pustych budynków mieszkalnych w Chinach (mln m ²)	12
↘ Wykres 13. Struktura wzrostu PKB – prognoza PIE.....	13
↘ Wykres 14. PKB – prognoza PIE na tle innych ośrodków	14
↘ Wykres 15. PKB – bieżąca wielkość i trend sprzed pandemii (średnia 2015 = 100).....	14
↘ Wykres 16. Indeks oceny koniunktury – pytanie o intencje dotyczące zakupów w nadchodzącym roku	15
↘ Wykres 17. Dynamiczny Indeks Konsumpcji – komponenty (pkt.)	15
↘ Wykres 18. Wartość kosztorysowa nowych inwestycji średnich i dużych przedsiębiorstw w II połowie poszczególnych lat (mld PLN)	16
↘ Wykres 19. Odsetek firm eksportujących wskazujących na znaczący wpływ kursu walutowego na sprzedaż (proc.).....	16
↘ Wykres 20. Struktura inflacji CPI – prognoza PIE.....	17
↘ Wykres 21. Inflacja CPI – prognoza PIE na tle innych ośrodków	17
↘ Wykres 22. Wzrost cen gazu i uprawnień CO ₂ (EUR)	18
↘ Wykres 23. Udział w koszyku inflacyjnym produktów, których ceny rosną w tempie: (proc.).....	18
↘ Wykres 24. Stopa bezrobocia rejestrowanego – prognoza PIE (proc.)	19
↘ Wykres 25. Zatrudnienie w gospodarce narodowej – prognoza PIE (proc., r/r).....	19
↘ Wykres 26. Odsetek długotrwale niepracujących w grupie bezrobotnych (proc.)	19
↘ Wykres 27. Odsetek firm raportujących niedobór pracowników jako barierę działalności (proc.).....	19
↘ Wykres 28. Zmiana liczby małych firm (10-49 osób) w poszczególnych sektorach w stosunku do grudnia 2019 r. (tys.).....	20
↘ Wykres 29. Ryzyko pojawienia się spirali cenowo-płacowej	23
↘ Wykres 30. Rozkład prognoz inflacji analityków ankietowanych przez Focus Economics	24
↘ Wykres 31. Szacunki luki popytowej (proc. PKB) w Polsce na podstawie kolejnych publikacji OECD.....	24
↘ Wykres 32. Ryzyko niestabilności zadłużenia prywatnego	25
↘ Wykres 33. Zmiana zadłużenia sektora przedsiębiorstw między 2019 a 2021 r.	26
↘ Wykres 34. Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do PKB.....	26

‣ Wykres 35. Ryzyko niestabilności sektora bankowego	27
‣ Wykres 36. Współczynnik niespłaconego zadłużenia (proc. portfela kredytów).....	27
‣ Wykres 37. Ryzyko bańki na rynku nieruchomości.....	28
‣ Wykres 38. Wzrost cen nieruchomości – wskaźnik HPI (proc.).....	29
‣ Wykres 39. Relacja cen nieruchomości do dochodów osobistych – zmiana od 2015 r. do II kw. 2021 r. (proc.).....	29

SPIS TABEL

‣ Tabela 1. Opis danych wykorzystanych w analizie.....	21
‣ Tabela 2. Tabela zagrożeń nierównowag gospodarczych w Unii Europejskiej	22

SPIS RAMEK

‣ Ramka 1. Dlaczego nie szacujemy luki popytowej?.....	24
--	----

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* gospodarczy, którego historia sięga 1928 roku. Obszary badawcze Polskiego Instytutu Ekonomicznego to przede wszystkim handel zagraniczny, makroekonomia, energetyka i gospodarka cyfrowa oraz analizy strategiczne dotyczące kluczowych obszarów życia społecznego i publicznego Polski. Instytut zajmuje się dostarczaniem analiz i ekspertyz do realizacji Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, a także popularyzacją polskich badań naukowych z zakresu nauk ekonomicznych i społecznych w kraju oraz za granicą.