



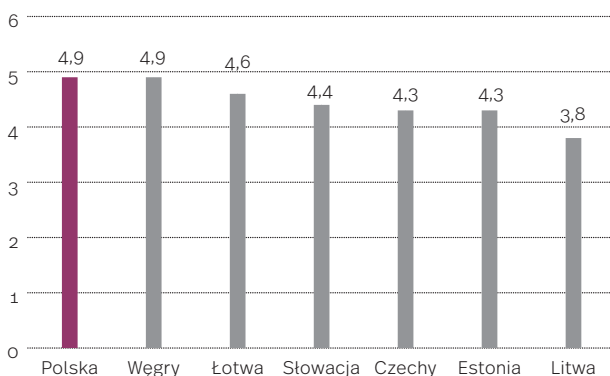
# Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

grudzień 2021 r.

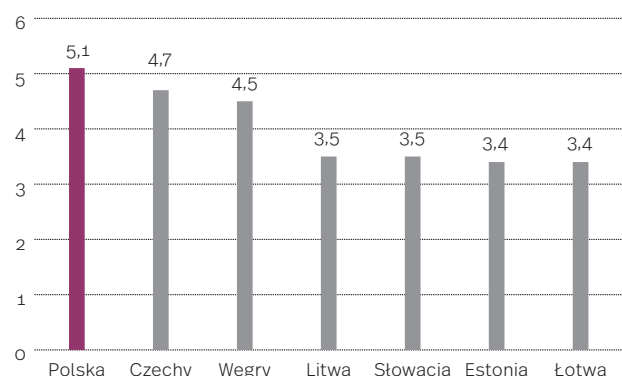
## ROK 2022 PEŁEN WYZWAŃ DLA POLITYKI GOSPODARCZEJ

- Zarówno Unia Europejska, jak i Polska wchodzi w trudny rok – aktywność gospodarcza prawdopodobnie lekko spowolni. Znaczącym zagrożeniem jest wysoka inflacja, a w polskiej gospodarce także systematyczne niedobory pracowników na rynku pracy. Takie warunki zdecydowanie zwiększają ryzyko wystąpienia silnych efektów drugiej rundy i sprzyjają powstaniu spirali cenowo-płacowej. Szerzej o tych zagrożeniach pisaliśmy w „[Przeglądzie Gospodarczym – zima 2021](#)”. Bieżące wydanie „Miesięcznika Makroekonomicznego” poświęcamy działaniom w sferze polityki gospodarczej, które mają ograniczyć uciążliwość inflacji.
- Polski rząd w ramach tarczy antyinflacyjnej dokonał czasowych obniżek VAT na gaz i energię oraz akcyzy dla paliw. Wkrótce obniżony zostanie również podatek na podstawowe towary żywnościowe. Według obecnej ustawy budżetowej, działania te mają skutkować deficytem finansów publicznych ok. 2,9 proc. PKB. W bieżących warunkach nie można jednak wykluczyć wydłużenia obniżek VAT, bądź wprowadzenia nowych programów stabilizujących budżety mniej zamożnych gospodarstw domowych. Mogą one spowodować niższą realizację dochodów. **Uważamy, że deficyt będzie zatem oscylował raczej około 3,5 proc.** Polska ma jednak stosunkowo dużą przestrzeń dla działania – kondycję finansów publicznych na tle innych państw UE zaprezentujemy w sekcji *Umiarkowany deficyt finansów publicznych*.
- Dla państw Europy Środkowo-Wschodniej 2022 r. oznacza kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej. Spodziewamy się, że **Rada Polityki Pieniężnej podwyższy główną stopę do 3,5 proc. Stopy NBP będą jednak nadal niższe niż w pozostałych państwach regionu.** O potencjalnych działaniach banków centralnych oraz ich konsekwencjach dla rynków obligacji i walut piszemy w sekcji *Podwyżki stóp w państwach Europy Środkowo-Wschodniej*.
- Wysoka inflacja to także duże wyzwanie dla pozostałych państw Unii Europejskiej, a w szczególności strefy euro. Obok wzrostu cen, gospodarki te zmagają się także z powolną odbudową rynku pracy. Główne trendy dotyczące aktywności gospodarczej oraz potencjalne zmiany w Niemczech, Francji i Włoszech przedstawiamy w sekcji *Rok 2022 w strefie euro*.
- Prognozowanie zawsze obarczone jest błędem – łatwo szacuje się wartość wskaźników stabilnych ekonomicznie. Paradoksalnie prognozy zazwyczaj są potrzebne w okresach niepewności, w których obarczone są największymi błędami. Ekonomiści nazywają takie wydarzenia „Czarnymi Łabędziami”. O specyfice tego typu prognoz oraz ich znaczeniu opowiemy w sekcji *Czarne łabędzie – dyskusja*.

Prognozy wzrostu PKB w 2022 r. w państwach Europy Środkowo-Wschodniej



Prognozy inflacji w 2022 r. w państwach Europy Środkowo-Wschodniej



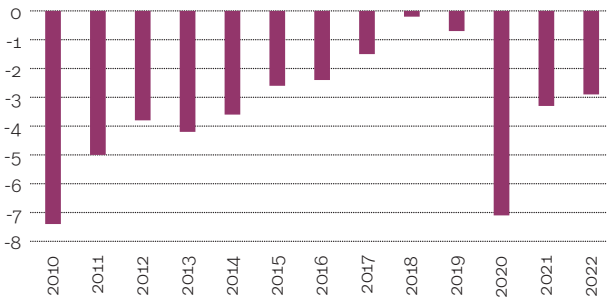
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Focus Economics (December 2021).

Uwaga: dane w Polsce sprzed decyzji URE.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Focus Economics (December 2021).

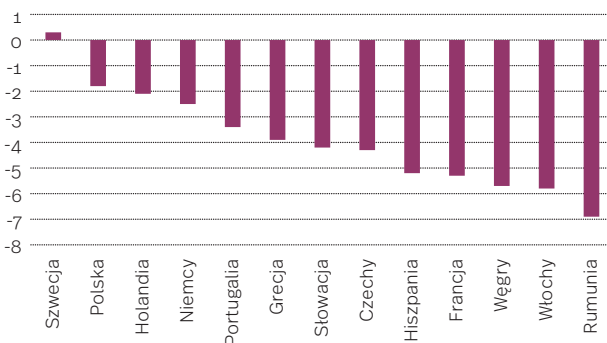
## WYKRESY I PROGNOZY

Deficyt finansów publicznych (proc. PKB)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS, oraz prognoz KE (2021 r.) i MF (2022 r.).

Niski deficyt finansów publicznych na tle państw UE

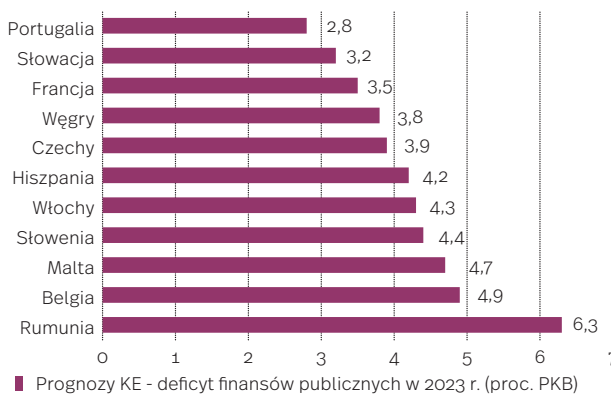


■ Prognozy KE - saldo finansów publicznych w 2022 roku (proc. PKB)

Uwaga: prognozy nie uwzględniają działań ograniczających skutki wzrostu cen energii.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie prognoz Komisji Europejskiej.

11 państw UE z wysokim deficytem finansów publicznych w 2023 r.



■ Prognozy KE - deficyt finansów publicznych w 2023 r. (proc. PKB)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie prognoz Komisji Europejskiej.

Sejm przyjął projekt budżetu na 2022 r., który zakłada, że deficyt liczony według metodologii unijnej wyniesie 2,9 proc. PKB. Uważamy, że w obliczu wysokiej inflacji, prawdopodobne jest wprowadzenie kolejnych działań pomocowych, a w efekcie spodziewamy się niższej realizacji dochodów. Nie można wykluczyć też potrzeby nowelizacji budżetowej. **Szacujemy, że finalny deficyt będzie raczej bliższy 3,5 proc. PKB.**

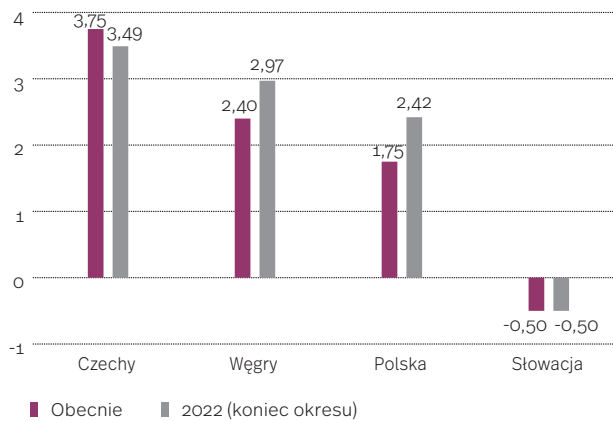
W ramach tarczy antyinflacyjnej w I kwartale rząd obniżył stawkę podatku VAT na energię elektryczną i gaz do 5 proc. Zredukował też akcyzę na paliwo oraz zrezygnował z poboru podatku od sprzedaży detalicznej do maja. **Szacujemy, że tarcza antyinflacyjna obniży CPI w I kwartale o 1,2 pkt. proc. oraz w II kwartale o 0,3 pkt. proc., co będzie kosztować 10 mld PLN.** Uważamy, że prawdopodobne jest przedłużenie obniżek stawek VAT na II kwartał. Bez zmian w obecnych regulacjach, szczyt inflacji osiągnie 9 proc. w maju.

Drugim prawdopodobnym rozwiązaniem jest rezygnacja z poboru podatku VAT od podstawowych produktów żywnościowych, wcześniej objętych stawką 5 proc. Takie działanie zapowiedział minister finansów T. Kościński. **Szacujemy, że zerowy VAT obniży dynamikę wzrostu cen żywności o około 3,6 pkt. proc., co przełoży się na spadek CPI o 0,8 pkt. proc.** Publiczne dane nie pozwalają precyzyjnie określić kosztów projektu, wciąż też nie wiemy przez jaki okres obowiązywać ma zerowa stawka.

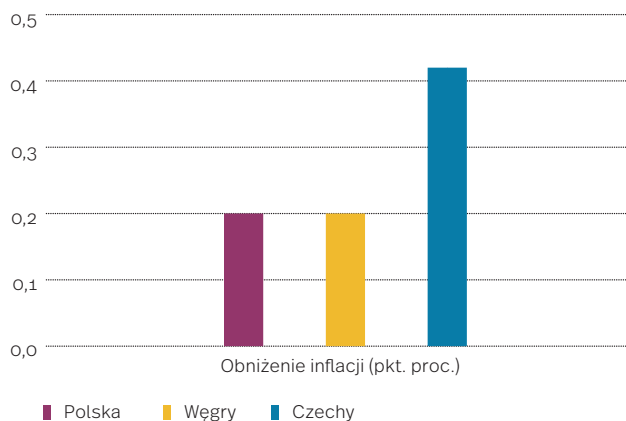
Mimo dodatkowych kosztów związanych z walką z inflacją, **deficyt finansów publicznych będzie w Polsce mały na tle zachodnich państw Unii Europejskiej** (wykres 2). Nawet po uwzględnieniu kosztów tarcz pomocowych, będzie on niższy niż prognozowany przez Komisję Europejską (KE) średni wynik dla państw członkowskich (3,6 proc.) czy strefy euro (3,9 proc.). Prognozy KE sformułowane były w listopadzie i nie uwzględniają działań pomocowych podejmowanych w celu ograniczenia inflacji – te podniosą deficyty w większości gospodarek. Dla przykładu: gabinet francuski zaproponował m.in. wypłatę voucherów energetycznych dla 38 mln gospodarstw domowych oraz cenę maksymalną na gaz do końca 2022 r.

Konieczność ograniczania społecznych kosztów inflacji prawdopodobnie spowoduje zamrożenie dyskusji o potencjalnej konsolidacji w państwach UE. To neutralna wiadomość – **Polska w 2023 r. będzie spełniać kryteria paktu stabilności i wzrostu. Deficyt w relacji do PKB spadnie wyraźnie poniżej 3 proc. PKB.** Bieżące prognozy KE wskazują, że podobne wyniki osiągną Niemcy, kraje skandynawskie oraz region Europy Środkowo-Wschodniej. **Problem z redukcją deficytu będzie miało 11 państw wspólnoty** (wykres 3). Będą to jednak największe i jednocześnie najmocniej zadłużone kraje UE, np. Włochy, Francja, Hiszpania czy Portugalia.

Stopy procentowe w regionie i prognozy na 2022 r.

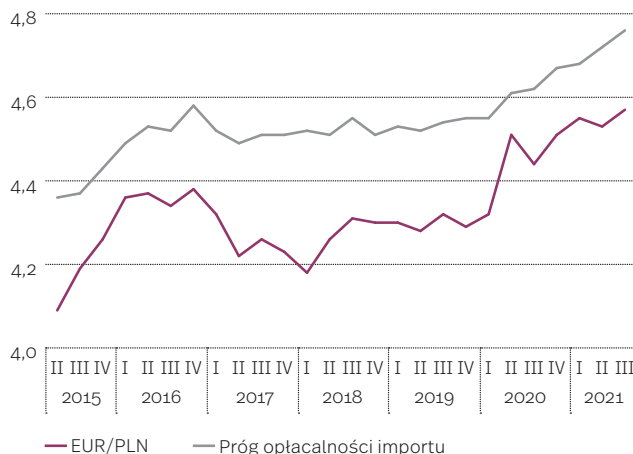


Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Focus Economics (December 2021).

Podniesienie stóp procentowych o 1 pkt. proc.  
– wpływ na inflację

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych banków centralnych Polski, Czech i Węgier.

Kurs EUR/PLN a kurs opłacalności importu



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych NBP.

Spodziewamy się, że decyzja URE wpłynie na docelowy poziom stóp procentowych w Polsce. **Prognozujemy, że Rada Polityki Pieniężnej podniesie stopę referencyjną do poziomu 3,5 proc. w lipcu 2022 r.** Przed decyzją dotyczącą cen energii analitycy ankietowani przez Focus Economics prognozowali, że główna stopa referencyjna NBP osiągnie 2,5 proc. na koniec 2022 r. Obecnie to prawdopodobnie zbyt optymistyczne założenia. Choć teoretycznie banki centralne nie powinny reagować podwyżkami stóp na szoki surowcowe, to jednak w obecnych warunkach istotnym argumentem będą rosnące oczekiwania inflacyjne.

### Stopy procentowe w Polsce pozostaną niższe niż w regionie.

Banki centralne Czech i Węgry rozpoczęły cykl podwyżek już w czerwcu 2021 r., a obecnie podniosły główne stopy procentowe odpowiednio do 3,75 proc. oraz 2,4 proc. W przypadku Węgry realna skala zacieśnienia polityki pieniężnej jest większa – miesięczna stopa na węgierskim rynku międzybankowym wynosi 3,8 proc. Bieżące prognozy wskazują, że Bank Węgry będzie nadal podnosił stopy do 3 proc., natomiast już obecne decyzje Banku Czech przekroczyły oczekiwania rynków (wykres 1). Dla porównania, NBP dokonał pierwszej podwyżki w październiku. Tempo jest jednak szybsze na tle regionu – główna stopa NBP wzrosła podczas 3 miesięcy z 0,1 proc. do 1,75 proc.

### Stopy w Polsce będą niższe także po korekcie oprocentowania o inflację.

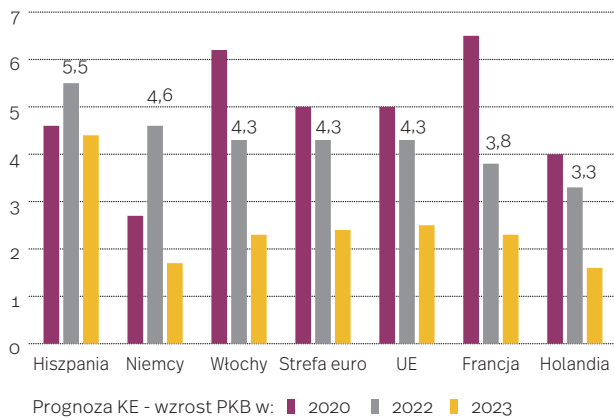
Eurostat wskazuje, że wskaźniki HICP wzrosły w listopadzie do 7,5 proc. r/r na Węgrzech oraz 7,4 proc. r/r w Polsce. W Czechach i na Słowacji ceny rosną w tempie 4,8 proc. rocznie, czyli minimalnie wolniej niż w strefie euro (4,9 proc.).

### Podwyżki stóp pozwolą ograniczyć inflację w regionie.

W gorszej sytuacji są Słowacja i kraje bałtyckie. Ze względu na przyjęcie euro, kraje te są zależne od decyzji monetarnych Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Jego władze wykluczają podwyżkę stóp w strefie euro. **Ekonomiści banków centralnych regionu szacują, że podniesienie stóp procentowych o 1 pkt. proc., obniży inflację o ok. 0,2-0,4 pkt. proc. w ciągu dwóch lat.** Dlatego inflacja bazowa powinna obniżyć się z 4,7 proc. do 3,4 proc. w 2023 r. Dyskusyjny jest natomiast wpływ podwyżki stóp na aktywność gospodarczą – modele NBP wskazują niewielki efekt, z kolei czeski bank centralny oczekuje silnego osłabienia aktywności w przemyśle.

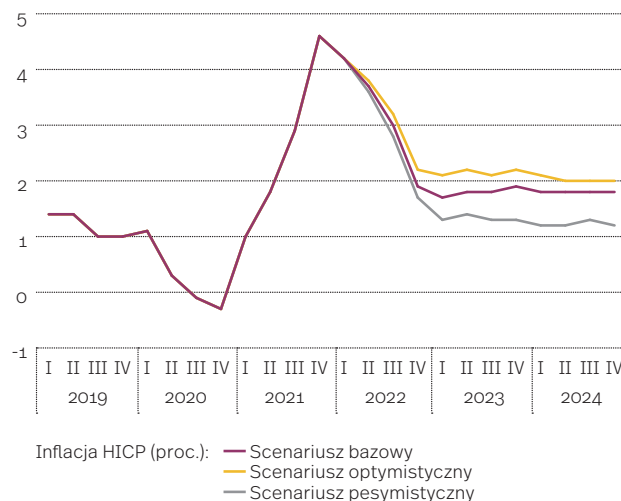
### Wyzwaniem dla polskiej polityki monetarnej w 2022 r. będzie ustabilizowanie kursu walutowego. Osłabienie złotego może doprowadzić do ograniczenia inwestycji

– znaczna część importu to dobra kapitałowe, wykorzystywane do powiększenia zdolności produkcyjnych. Dane NBP wskazują, że kurs walutowy jest obecnie blisko historycznej granicy opłacalności (wykres 3).

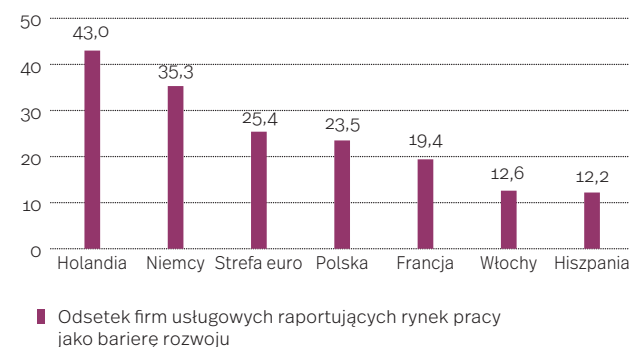
Wzrost gospodarczy zachodnich państw UE  
lekko spowolni w 2022 r.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie prognoz Komisji Europejskiej.

## Inflacja w 2022 r. przekroczy cel EBC



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie prognoz Europejskiego Banku Centralnego.

Firmy usługowe zaczynają wskazywać problem  
niedoboru pracowników (w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Komisji Europejskiej.

**Nachodzący rok przyniesie lekkie spowolnienie aktywności w większości państw strefy euro**

Komisja Europejska (KE) prognozuje, że tempo wzrostu PKB obniży się z 5 proc. do 4,3 proc. (wykres 1). To wciąż pozytywna wiadomość, zważywszy na silnie negatywne efekty statystyczne. Wysoki wzrost PKB gwarantować będą inwestycje realizowane w ramach pakietu Next Generation EU. KE szacuje, że łącznie podniosą one PKB o 1,2 pkt. proc., a większość tego efektu zrealizuje się w przyszłym roku. Prognozy wskazują również na odbudowywanie się rynku pracy w Hiszpanii i we Włoszech – stopa bezrobocia w tych państwach ma spaść w 2022 r. odpowiednio z 14,3 proc. do 13,9 proc. oraz z 9,8 proc. do 9,3 proc. W efekcie obserwować będziemy wyższy popyt konsumpcyjny.

**Spowolnieniu oprą się Niemcy** – KE szacuje, że w 2022 r. wzrost PKB przyśpieszy z 2,7 proc. do 4,6 proc. Dotychczasowe tempo odbicia naszego zachodniego sąsiada rozczarowywało – było dwukrotnie słabsze niż w innych państwach strefy euro. Aktywność w Niemczech mocno ograniczało załamanie produkcji w przemyśle motoryzacyjnym związane z niedoborem mikrochipów. Problemy branży będą odczuwalne także w I połowie 2022 r., jednak ich wpływ na PKB powinien maleć. Równoległe inwestycje publiczne niemieckiego rządu, rozpoczęte bezpośrednio po wybuchu pandemii, przyśpieszą wzrost gospodarczy. Szansą rozwojową jest także pakiet inwestycyjny zadeklarowany w umowie programowej nowej koalicji rządzącej, chociaż jego realizacja nastąpi prawdopodobnie dopiero w 2023 r. Niemniej jednak, nawet w obecnym kształcie popyt inwestycyjny w Niemczech będzie ważnym impulsem dla polskiego przemysłu – tempo wzrostu polskiej produkcji w 2022 r. powinno oscylować w okolicy 8-9 proc.

**Zachodnie państwa UE zmagać się będą również z wysoką inflacją i rosnącą presją płacową,**

jednak skala tych zjawisk będzie zdecydowanie słabsza niż w naszym regionie. Europejski Bank Centralny prognozuje, że inflacja HICP w 2022 r. wyniesie 3,2 proc., a dopiero w 2023 r. obniży się do 1,8 proc. (wykres 2). Ceny, po wyłączeniu żywności i energii, mają systematycznie rosnać w tempie zbliżonym do 2 proc. (celu banku). Dużym ryzykiem dla prognoz EBC jest jednak rosnący odsetek firm usługowych raportujących problem ze znalezieniem pracownika w Holandii i Niemczech – takie zjawiska na zachodzie Europy obserwowaliśmy dotychczas w niewielkim stopniu. Bundesbank sugeruje, że konsekwencją będzie systematyczny wzrost płac w Niemczech rządu 3,5-4 proc., a więc wyraźnie większy niż przed 2020 r. W takich warunkach inflacja może być znacznie bardziej długotrwała.

## CZARNE ŁABĘDZIE – Dyskusja

Początek roku to okres większego zainteresowania predykcjami – nie tylko ekonomicznymi. To także czas, w którym podsumowuje się wcześniejsze prognozy, a te, niestety, często okazują się nietrafne. Niniejszy artykuł traktuje o pułapkach oraz błędach prognozowania w warunkach dużej niepewności.

Wszystkie prognozy budowane są na podstawie historycznych informacji, a te są z reguły niekompletne. Dlatego konieczne jest przyjmowanie dodatkowych założeń, często bazujących na słabych podstawach. W literaturze ekonomicznej popularne jest przemówienie sekretarza obrony USA D. Rumsfelda, wygłoszone przed inwazją na Irak (Pawson, Wong, Owen, 2011; Ramasesh, Browning, 2014). W trakcie debaty bronił on decyzji o inwazji. Wskazał, że mimo iż administracja nie ma bezpośrednich dowodów na posiadanie broni masowego rażenia przez rząd Saddama Husajna, to przy podejmowaniu decyzji musi uwzględniać przesłanki, których nie umie opisać językiem faktów, tzw. nieznanymi niewiadomymi (*unknown unknowns*). Dziś wiemy, jak fałszywe były te założenia. Podobnie fałszywe założenia często przyjmujemy także podczas obliczania wzrostu PKB czy inflacji. Prognozy ekstrapolują relacje ekonomiczne, które obserwujemy na co dzień. Te jednak zmieniają się w krytycznych momentach. Problem ten w 2007 r. przedstawił Nassim Nicholas Taleb w książce pt. *Czarny Łabędź* (Taleb, 2007). Autor zobrazował twierdzenie przykładem przyrostu masy indyka w trakcie hodowli – bazując tylko na informacjach o jego masie w kolejnych dniach można spodziewać się liniowego wzrostu. Ten jednak niespodziewanie kończy egzekucja indyka. Chociaż przykład jest przerysowany, to można znaleźć podobne epizody na rynkach finansowych, na przykład nagłe usunięcie bariery minimalnego poziomu dla kursu EUR/CHF z 2015 r. nastąpiło, gdy wyceny rynkowe wskazywały 95-proc. prawdopodobieństwo jej utrzymania (Jermann, 2017). Nagłe wydarzenia mogą całkowicie zmienić też obserwowane korelacje – taki problem pojawił się np. podczas kryzysu finansowego z 2008 r. (Guidolin, Hansen, Pedio, 2019).

Jak radzić sobie z nieprzewidywalnością modeli? Nie ma dobrej metody. Nassim Nicholas Taleb rekomenduje analizowanie scenariuszy skrajnych i koncepcja ta znalazła odzwierciedlenie w sektorze bankowym w formie tzw. testów warunków skrajnych. To ćwiczenie rekomendowane przez regulatorów dla wskazania, jak bank zachowa się podczas spowolnienia gospodarczego. Badania (Borio, Drehmann, Tsatsaronis, 2014; Quagliariello, 2020) wskazują jednak, że tego typu ćwiczenia nie były w stanie zidentyfikować poprawnie głównych źródeł ryzyka. Co więcej, powodują one optymalizację portfela, aby konkurować wynikiem z pozostałymi uczestnikami sektora. Ostatecznie to kosztowna metoda próby analizowania otaczającej nas rzeczywistości.

### Przywoływane badania i raporty:

1. Borio, C., Drehmann, M., Tsatsaronis, K. (2014), *Stress-testing macro stress testing: does it live up to expectations?*, "Journal of Financial Stability", No. 12.
2. Jermann, U.J. (2017), *Financial Markets' Views about the Euro-Swiss Franc Floor*, "Journal of Money, Credit and Banking", No. 49(2-3).
3. Guidolin, M., Hansen, E., Pedio, M. (2019), *Cross-asset contagion in the financial crisis: A Bayesian time-varying parameter approach*, "Journal of Financial Markets", No. 45.
4. Pawson R., Wong, G., Owen, L. (2011), *Known knowns, known unknowns, unknown unknowns: the predicament of evidence-based policy*, "American Journal of Evaluation", No. 32(4).
5. Ramasesh, R.V., Browning, T.R. (2014), *A conceptual framework for tackling knowable unknown unknowns in project management*, "Journal of Operations Management", No. 32(4).
6. Quagliariello, M. (2020), *Are stress tests beauty contests?(and what we can do about it)*, "Journal of Risk Management in Financial Institutions", No. 13(2).
7. Taleb, N.N. (2007), *The black swan: the impact of the highly improbable*, Random House, New York.

# Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* gospodarczy, którego historia sięga 1928 r. 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.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi porad inwestycyjnych i/lub doradztwa. Podjęto starania dla zapewnienia jak największej dokładności przedstawionych prognoz, jednak informacje zawarte w publikacji nie są wiążące, a Instytut i autorzy publikacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na ich podstawie.

