



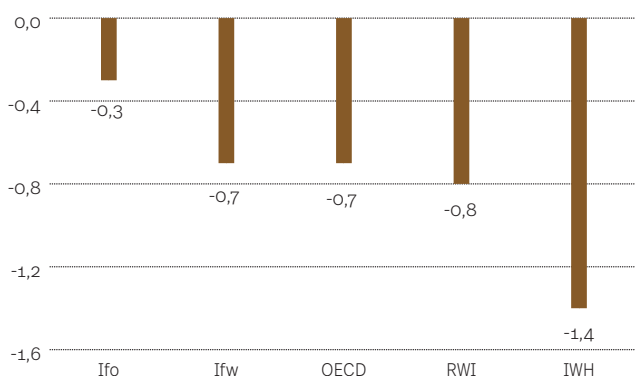
Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

wrzesień 2022 r.

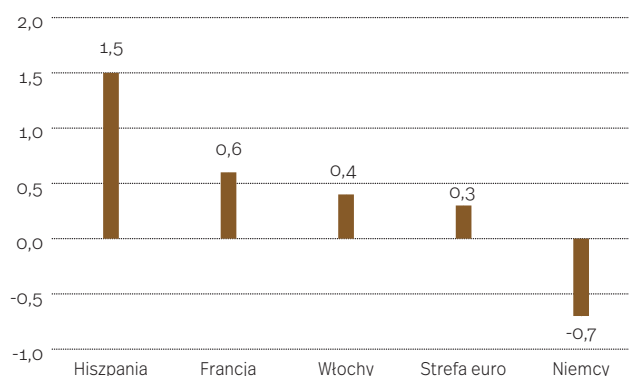
GOSPODARKA NIEMIEC WPADNIE W RECESJĘ W 2023 R.

- Widmo kryzysu energetycznego uderza w gospodarki europejskie. Najnowsze prognozy organizacji międzynarodowych oraz czołowych europejskich think tanków wskazują, że w przyszłym roku wzrost gospodarczy w strefie euro będzie mizerny (wykresy 1 i 2). Najmocniej zagrożone są Niemcy, które jednocześnie są głównym partnerem handlowym Polski. W bieżącym numerze „Miesięcznika Makroekonomicznego PIE” przedstawiamy konsekwencje zapaści w Niemczech dla polskiej gospodarki.
- Niemieckie think tanki jednoznacznie wskazują, że gospodarka naszych zachodnich sąsiadów wpadnie w recesję. Szczególnie niepokojące będą wyniki w I półroczu, w którym spadek PKB może sięgnąć 1 proc. Osłabienie związane będzie z niższymi wydatkami konsumpcyjnymi oraz nietęgą kondycją przemysłu. Prognozy prezentujemy w sekcji *Recesja w niemieckiej gospodarce*.
- Globalne spowolnienie gospodarcze nie ominie Polski. Osłabienie PKB będzie mniejsze niż w Niemczech czy USA. Spodziewamy się, że wzrost w przyszłym roku sięgnie 1,7 proc. Dotek spowolnienia przypadnie na I kw. 2023 r. – wzrost wyniesie około 0,2 proc. Prognozy przedstawiamy w sekcji *Recesja w Niemczech uderzy też w Polskę*.
- Mimo spodziewanej recesji w Niemczech i prawdopodobnej w USA, Europejski Bank Centralny (EBC) i Rezerwa Federalna (Fed) będą nadal podnosić stopy procentowe. Przedstawiciele obu banków zapowiadają determinację w walce z inflacją i kolejne podwyżki w następnych miesiącach. Obecne konsensusy wskazują, że główne stopy banków osiągną kolejno 2,25 proc. oraz 4,5 proc. Perspektywy polityki pieniężnej omawiamy w sekcji *EBC i Fed walczą z inflacją*.
- Zbliżająca się recesja powoduje spadek cen surowców. Ceny ropy spadły poniżej 85 USD za baryłkę – to najniższy wynik od czasu agresji Rosji na Ukrainę. Rynek oczekuje spowolnienia gospodarczego i wzrostu zapasów. Główne tendencje na rynku opisujemy w sekcji *Ceny ropy spadają, ale kryzys trwa*.
- Okres stagflacji to trudny czas dla banków centralnych. W takim momencie instytucje te muszą zachować wiarygodność, a jednocześnie prezentować skuteczność polityki pieniężnej. To także okres, w którym pojawiać się może pokusa związana z ograniczaniem niezależności banku centralnego. Badania poświęcone temu zagadnieniu przedstawiamy w sekcji *Dyskusja – niezależność banków centralnych*.

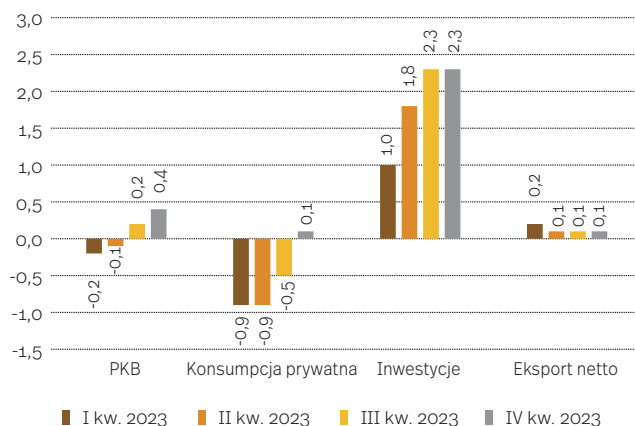
Skala spadku PKB Niemiec w 2023 r. w najnowszych prognozach gospodarczych



Prognozy wzrostu PKB głównych gospodarek europejskich

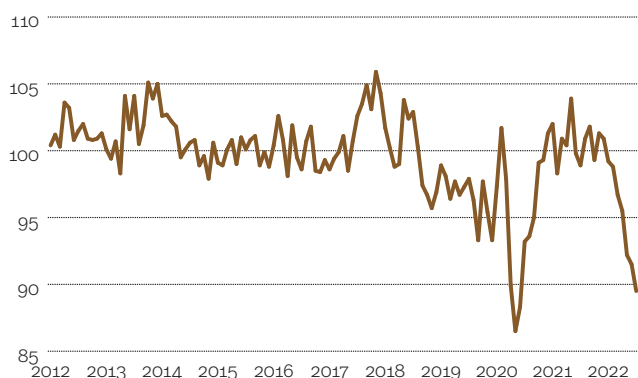


WYKRESY I PROGNOZY

Prognoza IfW: PKB Niemiec w kolejnych kwartałach 2023 r.
(w proc. r/r)

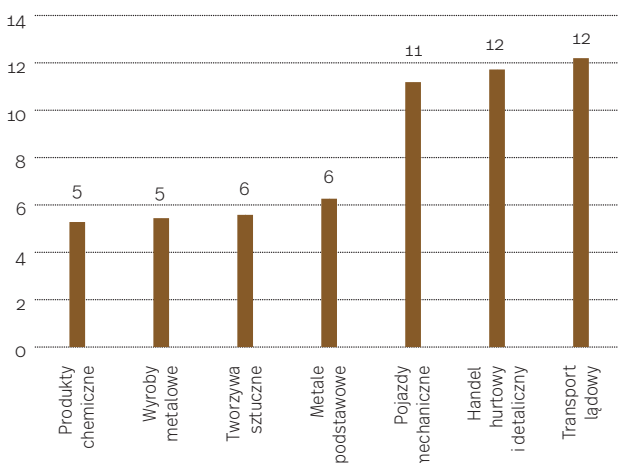
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych IfW Kiel.

Produkcja branży chemicznej w Niemczech (2015 = 100)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Destatis.

Branże w Polsce mające największy wpływ na dostawy dla Niemiec (udział w proc.)



Uwaga: wykres obrazuje udział w eksporcie dóbr pośrednich w poszczególnych branżach.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ICIO OECD.

Gospodarka Niemiec wpadnie w recesję. Niemieckie think tanki zrewidowały prognozy wzrostu na kolejne kwartały. Instytuty IfW, Ifo, RWI oraz IWH jednoznacznie wskazują, że PKB Niemiec obniży się w przyszłym roku – skala spadku wahać się będzie od 0,3 proc. do 1,4 proc. To znacznie gorzej niż wskazywały prognozy sformułowane na początku lata. Wtedy ekonomiści zakładali wzrost zbliżony do 3,3 proc. Odbicie gospodarcze w 2024 r. będzie stopniowe – prognozy oscylują od 1,4 proc. do 2,3 proc.

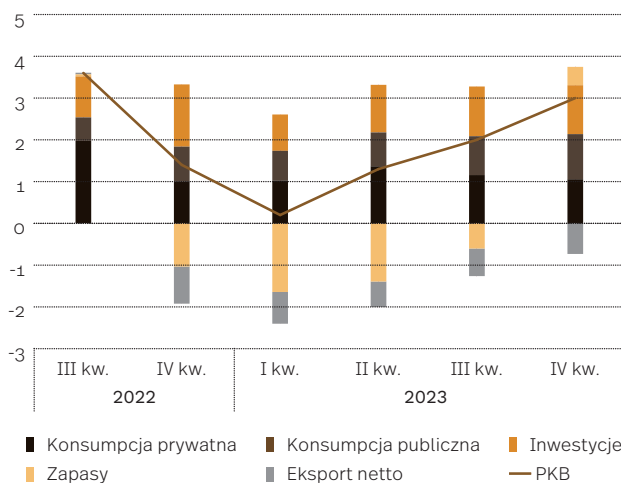
Kryzys energetyczny uderzy w budżety gospodarstw domowych. IfW wskazuje, że niemieccy konsumenci będą ograniczać wydatki przez pierwsze trzy kwartały 2023 r. (wykres 1). To efekt wysokiej inflacji, która w szczycie sięgać będzie nawet 11 proc. Ekonomiści IfW prognozują spadek płac realnych o 4,1 proc. – to najgorszy wynik od lat 90. XX wieku. Wysoka podwyżka płacy minimalnej – o 25 proc. – tylko w niewielkim stopniu ograniczy spadek siły nabywczej większości gospodarstw domowych. Dodatkowo pogorszą się warunki zatrudnienia. Analitycy IWH spodziewają się, że w przyszłym roku część pracowników będzie musiała przymusowo zmniejszać wymiar etatu.

Przerwanie dostaw gazu uderzy w niemiecki przemysł, a zwłaszcza w branżę chemiczną. Gaz stanowi 15 proc. konsumpcji energii w Niemczech. Firmy przemysłowe są jego największym odbiorcą. W najgorszej sytuacji jest branża chemiczna, w której zastąpienie gazu innymi surowcami jest niemożliwe. Dane niemieckiego urzędu statystycznego wskazują, że załamanie jest podobne jak na początku pandemii (wykres 2). Branża chemiczna odpowiada za 10 proc. przemysłu w Niemczech – słabe wyniki będą utrzymywać się przez najbliższy rok. Dlatego też produkcja będzie ograniczona, mimo iż poziom zamówień w przetwórstwie jest wciąż na wysokim poziomie.

Gwałtowne osłabienie widoczne będzie także w sektorze budowlanym. Instytut Ifo wskazuje, że wysoki wzrost cen materiałów budowlanych oraz rosnące koszty finansowania kredytów powodują odroczenie decyzji o zakupie nowych nieruchomości czy dokonywaniu remontów.

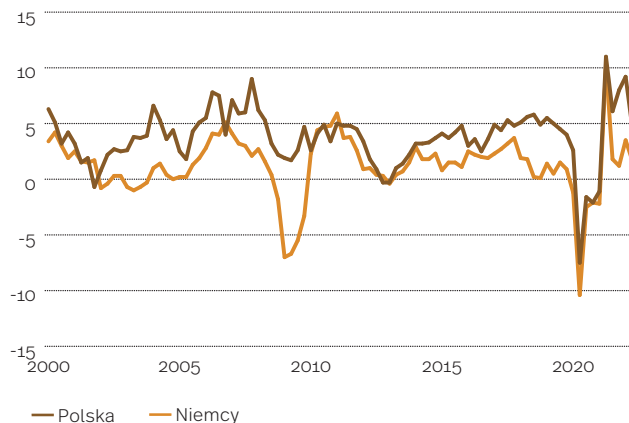
Recesja w Niemczech będzie mieć wpływ na gospodarkę Polski. Niemcy od wielu lat pozostają naszym największym partnerem handlowym. Eksportujemy tam około 29 proc. naszych towarów. Spadek konsumpcji w Niemczech oznacza słabsze wyniki polskich firm. Recesja w Niemczech uderzy w szczególności w firmy zajmujące się transportem oraz obsługą i naprawą różnego typu maszyn. Niemniej jednak osłabienie w Polsce będzie słabsze niż w pozostałych państwach regionu Europy Środkowo-Wschodniej ([link](#)).

Prognoza PKB dla Polski (w proc. r/r)

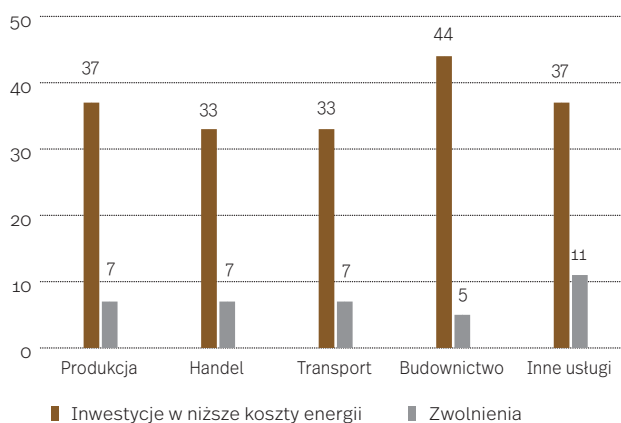


Źródło: opracowanie własne PIE.

Wzrost PKB Polski i Niemiec (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

Firmy decydujące się na inwestycje
w efektywność energetyczną? (w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MIK.

Globalne spowolnienie gospodarcze nie ominie Polski. Spadek PKB będzie płytszy niż w Niemczech czy USA. Z uwagi na słabszą kondycję europejskich gospodarek rewidujemy prognozę PKB na przyszły rok – spodziewamy się, że wzrost w przyszłym roku sięgnie 1,7 proc. Dotek spowolnienia przypadnie na I kw. 2023 r. – wyniesie około 0,2 proc.

Wzrost gospodarczy w II połowie 2022 r. będzie przyzwoity. Spodziewamy się, że PKB w III kw. wyniesie około 3,6 proc. Polską gospodarkę wciąż napędza przemysł. W sierpniu produkcja wzrosła o 10,9 proc. Pozytywnie zaskakuje też budownictwo – wzrost oscyluje wokół 6 proc. Na tym tle słabsze wyniki widoczne są w handlu detalicznym (4,2 proc.) – wydatki pojedynczych gospodarstw domowych maleją z powodu spadku siły nabywczej płac oraz wyższych kosztów obsługi kredytów.

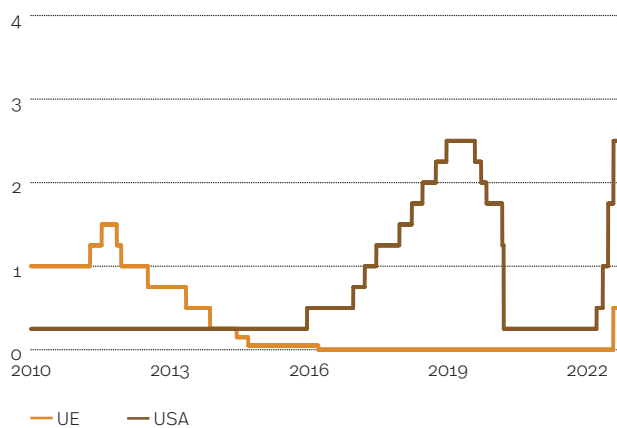
Wraz z zimą pojawi się znaczne spowolnienie wzrostu. Oczekujemy, że PKB w IV kw. wzrośnie o 1,4 proc. Miesięczne wskaźniki ulegną niewielkiemu pogorszeniu, niemniej na wynikach ciążyć będzie spadek zapasów. Najślabszy będzie I kw. 2023 r. – wzrost gospodarczy spowolni do ok. 0,2 proc. Odbicie nastąpi dopiero w II połowie 2023 r. Spodziewamy się, że PKB będzie rostało o około 2-3 proc. Finalna skala spowolnienia będzie jednak zależać od wyników gospodarczych Niemiec i gospodarki światowej. Silniejsze załamanie wyników w strefie euro będzie widoczne także w Polsce.

Wzrost gospodarczy będą napędzać inwestycje. Badania ankietowe PIE i BGK (Miesięczny Indeks Konjunktury – MIK) wskazują, że ok. 37 proc. firm przemysłowych zainwestowało w zmniejszenie kosztów energii. Podobne wyniki raportują również pozostałe branże. Skutkiem powinien być mniejszy wpływ wysokich cen energii na aktywność. Dodatkowo PFR rozpoczął prefinansowanie inwestycji z KPO. Dlatego przewidujemy, że inwestycje w 2023 r. utrzymają wzrost w okolicach 6-7 proc.

Spodziewamy się utrzymania sporej konkurencyjności polskiego przemysłu. Ceny energii w Polsce oscylują wokół 185 EUR/MWh. W Niemczech kontrakty kosztują 331 EUR/MWh, czyli o 78 proc. więcej. Mimo to wzrost cen energii jest znaczący. Konsekwencją niższych cen w Polsce będzie jedynie mniejsza skala spowolnienia.

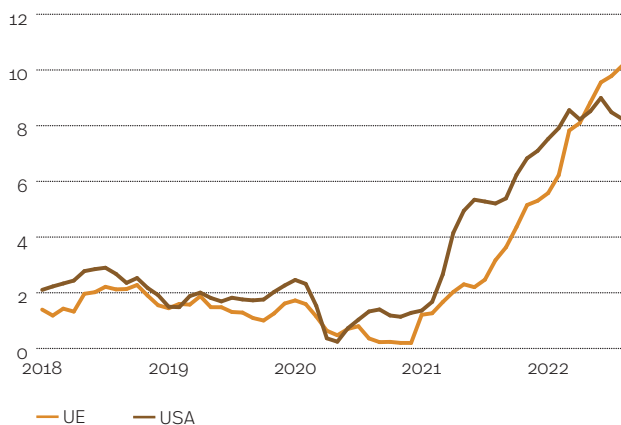
Powrót uchodźców na Ukrainę oznacza niższy wzrost gospodarczy. W poprzednim „Miesięczniku” ([link](#)) szacowaliśmy, że migrantki i migranci z Ukrainy dodadzą ok. 1 pkt. proc. do wzrostu PKB w tym roku. To efekt zwiększonej konsumpcji oraz wejścia ponad 420 tys. nowych pracowników na polski rynek. Fala powrotów na Ukrainę oznacza osłabienie wzrostu w Polsce.

Stopy procentowe w strefie euro i USA (w proc.)



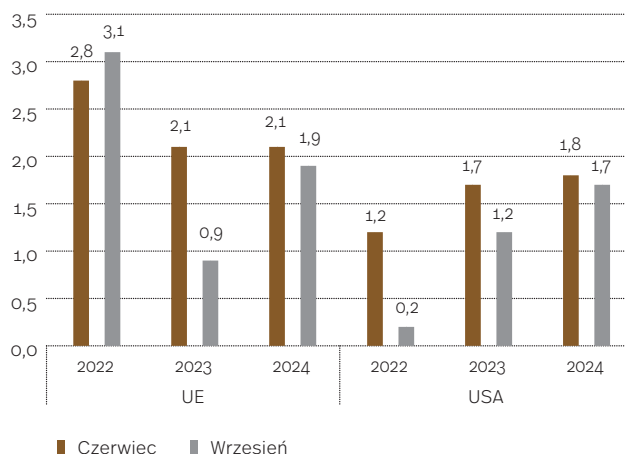
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EBC i Fed.

Inflacja w strefie euro i USA (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EBC i Fed.

Prognozy PKB banków centralnych



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EBC oraz Fed.

Europejski Bank Centralny (EBC) i Rezerwa Federalna USA (Fed) podniosły stopy procentowe we wrześniu o 75 pkt. proc. Główne stopy banków wynoszą kolejno 1,25 proc. oraz 3,00-3,25 proc. Władze monetarne zapowiadają determinację w walce z inflacją i kolejne podwyżki w następnych miesiącach. Bieżące prognozy wskazują, że stopy procentowe EBC osiągną poziom 2,25-2,5 proc., Fed – 4,5 proc.

Analitycy ankietowani przez Reuters wskazują, że EBC podwyższy stopy o 75 pkt. w październiku. Takiego ruchu spodziewają się m.in. zespoły Deutsche Bank i Bank of America Meryll Lynch. Kolejna podwyżka nastąpi w grudniu. Szefowa EBC wskazała, że finalny poziom stóp może przekroczyć 2 proc. Analitycy są obecnie zgodni co do takiego scenariusza.

Decyzje o podwyżkach będą zależeć od inflacji w strefie euro. W sierpniu wzrost cen w państwach strefy euro wyniósł 9,1 proc. EBC oczekuje mniejszej inflacji, na poziomie 5,5 proc., w 2023 r. oraz 2,3 proc. w 2024 r. Takie wyniki są jednak zdecydowanie niższe od prognoz, które formułują analitycy z think tanków i organizacji międzynarodowych. OECD wskazuje, że przyszłoroczne wyniki będą o około 1 pkt. proc. wyższe. Przy takich przewidywaniach EBC będzie musiał działać, aby zapobiec utrwaleniu się inflacji i powstaniu spirali płacowo-cenowej.

Kolejne podwyżki deklarują też władze Fed. Członkowie Komitetu ds. Otwartego Rynku (FOMC) wskazują, że cykl podwyżek może zakończyć się w okolicach 4,5 proc. w 2023 r. Władze monetarne planują obniżyć stopy procentowe w kolejnych latach, jednak ich poziom będzie dużo wyższy niż w ubiegłych latach. W 2025 r. oscylować mają wokół 2,9 proc.

Zagrożenie długotrwałą inflacją w USA jest niższe niż w Europie. W sierpniu inflacja w Stanach Zjednoczonych wyniosła 8,3 proc. Członkowie FOMC przewidują, że w 2023 r. inflację uda się obniżyć do 2,8 proc. Prezes Fed, Jerome Powell wskazał, że obniżenie inflacji będzie priorytetem, nawet kosztem recesji gospodarczej.

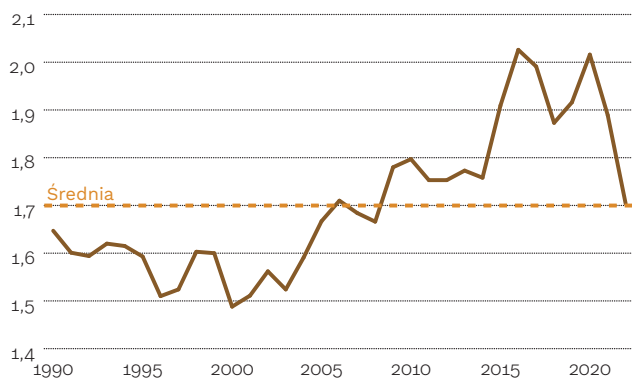
Spowolnienie gospodarcze może zmniejszyć skalę podwyżek w przyszłości. Kryzys energetyczny uderzy przede wszystkim w Europę, co wpłynie głównie na politykę EBC. Bank przewiduje, że wzrost PKB w strefie euro w 2023 r. wyniesie 0,9 proc. To wprawdzie o ponad 1 pkt. proc. mniej niż wskazywały czerwcowe prognozy, jednak taki wynik jest wciąż wysoki na tle oczekiwań innych analityków – prognozy OECD wskazują wynik rządu 0,3 proc. Strefa euro będzie rosła wyraźnie wolniej niż USA – władze Fed prognozują obecnie wynik rządu 1,2 proc. Taki wzrost także jest kontestowany przez OCED.

Cena ropy Brent (w USD/b)

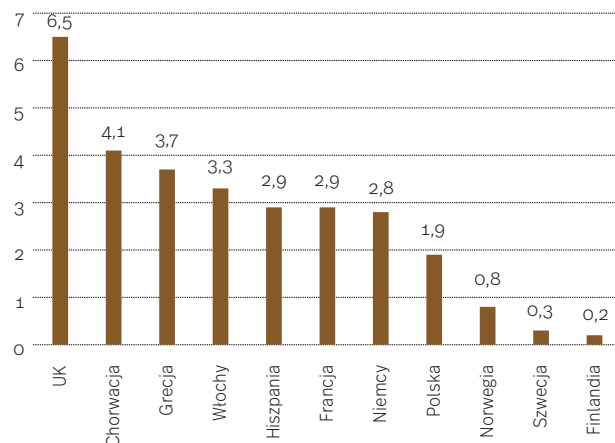


Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Stooq.

Zapasy paliw w USA (w mld baryłek)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EIA.

Impuls fiskalny na ochronę przed kryzysem energetycznym
(w proc. PKB)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie Bruegel.

Cena ropy spadły poniżej 85 USD za baryłkę – to najniższy wynik od lutego. Pomimo spowolnienia, **szanse na większe osłabienie są małe.**

Odbudowa zapasów w USA ograniczy spadek cen.

Średnie zapasy w 2022 r. wyniosły ok. 1,7 mld baryłek – to najniższy wynik od 2008 r. Przejściowym problemem jest niedobór mocy rafineryjnych – w ostatnich 3 latach w USA zamknięto rafinerie, które przetwarzały ok. 10 proc. zużycia. Maleje też wydobywanie ropy w USA – powodem są kurczące się zasoby dostępne do odwiertów w Nowym Meksyku i Teksasie. Odbudowa zapasów zmniejszy globalną podaż.

Międzynarodowa Agencja Energii (MAE) sygnalizuje przechodzenie firm energochłonnych z gazu na ropę. Spadek cen ropy podniesie popyt na ten surowiec. Agencja spodziewa się wzrostu konsumpcji o 700 tys. baryłek dziennie od IV kw. 2022 r. Wzrost zużycia ropy będzie najsilniejszy w Europie i Azji. Wykorzystanie ropy to sposób na obniżanie łącznego kosztu produkcji energii.

Maleją natomiast różnice cen pomiędzy baryłką ropy naftowej a produktami pochodnymi, co będzie sprzyjać tańszemu tankowaniu. W Europie różnica cen między kontraktami terminowymi na benzynę i ropę na dostawę w kwietniu 2023 r. spadła z 40 USD do 30 USD za baryłkę. W przypadku oleju napędowego różnice zmniejszyły się z 26 USD do 12 USD.

Pomimo niedoboru mocy rafineryjnych, ceny paliw spadają. W 2021 r. po raz pierwszy od 30 lat spadła globalna wartość mocy rafineryjnych. MAE prognozuje, że rafinerie w 2022 r. wyprodukują 1 mln baryłek dziennie więcej niż w 2021 r. W 2023 r. moce przetwórstwa powiększą się o 1,6 mln baryłek. Łącznie produkcja towarów pochodnych wzrośnie o 3,5 proc. Przetwórstwo ropy najmocniej zwiększy się w Chinach – odpowiadają one za 70 proc. wzrostu mocy rafineryjnych w latach 2019-2023. Obniży to ceny paliwa w przyszłości.

Wzrost podaży paliw pomoże europejskim przedsiębiorstwom. Niemcy raportują braki oleju napędowego. W sierpniu Europa importowała szlakami morskimi z Azji 365 tys. baryłek paliwa do silników diesla. Jest to ponad 5 proc. zapotrzebowania z całego roku i najwyższa skala importu od marca. Problemy z zaspokojeniem popytu będą zależały od skali recesji w Europie – ewentualne niedobory mogą oznaczać konieczność większego importu z Chin.

Spadek cen ropy nie zmienia podejścia UE. **Państwa europejskie nadal powiększają wydatki na walkę z kryzysem energetycznym.** Bruegel wskazuje, że łączny koszt przekracza 500 mld EUR. Najwięcej przeznaczyła Wielka Brytania – 178,4 mld EUR (6,5 proc. PKB). W czołówce znalazły się również kraje południowe. Najmniej wydaty państwa skandynawskie. Bruegel wskazuje, że Polska przeznaczyła na ten cel 10,6 mld EUR (2 proc. PKB). Statystyki nie uwzględniają kosztów zamrażania cen energii elektrycznej i ograniczania wzrostu cen ciepła.

DYSKUSJA – NIEZALEŻNOŚĆ BANKÓW CENTRALNYCH

Okres stagflacji to trudny czas dla banków centralnych. W takim momencie instytucje te muszą zachować wiarygodność oraz walczyć o skuteczność polityki pieniężnej. To także okres, w którym pojawiać się może pokusa związana z ograniczeniem niezależności. W artykule omawiamy badania poświęcone temu zagadnieniu.

Klasycznie niezależność banku centralnego oparta jest na czterech filarach (Mersh, 2019):

1. **Instytucjonalnym** – oznacza to, że rządowe instytucje nie mogą wymuszać na bankach centralnych decyzji. Bank centralny musi natomiast wypracować ramy kooperacji z innymi jednostkami sektora publicznego.
2. **Funkcjonalnym** – to autonomia banku centralnego w wyborze narzędzi polityki pieniężnej.
3. **Osobistym** – wspierają go długie kadencje oraz brak osobistego wpływu przedstawicieli rządu na wybór władz banków centralnych.
4. **Finansowym** – to posiadanie odpowiednich zasobów finansowych do niezależnego funkcjonowania banku.

Naukowcy próbują mierzyć niezależność banków centralnych. Najbardziej rozpowszechniona jest metodologia zaproponowana przez zespół analityków banku światowego (Cukierman, Webb, Neyapti, 1992) – to krótka ankieta, w której analizuje się metody wyboru władz banku centralnego, zaangażowanie w skup aktywów. Niestety, sposób, którym mierzymy niezależność banku centralnego przedstawia jedynie bieżący obraz. **Tak przygotowane indeksy niewiele mówią natomiast o potencjalnych zagrożeniach w otoczeniu instytucjonalnym.** Najbardziej popularnym zestawem danych, opisującym charakterystyki banków centralnych są informacje zebrane przez Caroline Annę Gariga (2016) i zmiany omówione przez nią obejmujące lata 1970-2012. Jednym z „prymusów” osiągających najwyższe wartości indeksów jest Turcja, w której obecnie niezależność bankowa nie istnieje.

Zagrożeniem, które obserwujemy w gospodarkach rozwiniętych jest tzw. dominacja fiskalna. Część ekonomistów z banków centralnych przestrzega przed dużym udziałem tych instytucji na rynkach długu (Haldane, 2020; Weidmann, 2021). Taka polityka z jednej strony zaczyna mieć konsekwencje w postaci redystrybucji dochodów. Z drugiej strony ogranicza możliwość wpływania na inflację, czyli *de facto* oznacza utratę niezależności.

Dla zachowania niezależności ważna jest transparentność oraz wysoki poziom merytoryczny banków centralnych. Rynki finansowe i szeroka publika korzystają z komunikacji banku centralnego, gdy jest ona przejrzysta (Crowe, Meade, 2008). Dzięki temu władze monetarne mogą wpływać na opinię publiczną i oczekiwania inflacyjne, a skutkiem jest lepsza kontrola inflacji. Adrian i in. (2020) wskazują, że mało transparentny bank będzie mieć większe kłopoty z kontrolą inflacji. **Problemem może być też nadmiar komunikacji.** Lustenberger i Rossi (2020) wskazują, że zbyt wiele zróżnicowanych komentarzy ze strony władz monetarnych utrudnia przewidywanie przyszłych ruchów banku centralnego. Sygnalizują, że efektywną strategią może być komunikowanie się rządziej, ale w spójny i wiarygodny sposób.

Przywoływane badania i raporty:

1. Adrian, T., Shabsigh, G., Khan, A. (2020), *Transparency Makes Central Banks More Effective And Trusted*, IMF Blog, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/07/30/blog-transparency-makes-central-banks-more-effective-trusted> [dostęp: 27.09.2022].
2. Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., Messori, M. (2021), *The implementation and rationale of the ECB's new inflation target*, “The ECB's Revised Inflation Target”, Vol. 5.
3. Crowe, C., Meade, E. (2008), *Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness*, IMF Working Paper, No. 08/119.
4. Cukierman, A., Webb, S., Neyapti, B. (1992), *Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes (English)*, World Bank Group, Washington.
5. Garriga, A. (2016), *Central Bank Independence in the World: A New Dataset*, “International Interactions”, Vol. 42(5).
6. Haldane, A. (2020), *What has Central Bank Independence Ever Done for Us?*, In Discurso pronunciado ante la UCL Economists' Society Economic Conference, Londres, <https://bit.ly/3JdBdTZ> [dostęp: 27.09.2022].
7. Lustenberger, T., Rossi, E. (2020), *Does Central Bank Transparency and Communication Affect Financial and Macroeconomic Forecasts?*, “International Journal of Central Banking”, Vol. 16, No. 2.
8. Mersh, Y. (2019), *International trends in central bank independence: the ECB's perspective*, Speech at Roundtable Discussion on Central Bank Independence, Frankfurt, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191112_1~f304b47e14.en.html [dostęp: 27.09.2022].
9. Weidmann, J. (2021), *Monetary policy and the role of central banks – an outlook*, Deutsche Bundesbank Eurosystem, <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/monetary-policy-and-the-role-of-central-banks-an-outlook-869014> [dostęp: 19.09.2022].

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* ekonomiczny z historią sięgającą 1928 roku. Jego obszary badawcze to przede wszystkim makroekonomia, energetyka i klimat, handel zagraniczny, foresight gospodarczy, gospodarka cyfrowa i ekonomia behawioralna. Instytut przygotowuje raporty, analizy i rekomendacje dotyczące kluczowych obszarów gospodarki oraz życia społecznego w Polsce, z uwzględnieniem sytuacji międzynarodowej.

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.

