Polski Instytut Ekonomiczny

11/2022

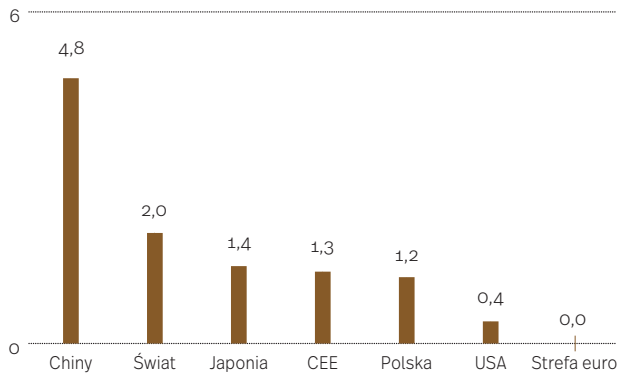
Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

listopad 2022 r.

SŁABSZE WYNIKI GOSPODARKI GLOBALNEJ W 2023 R.

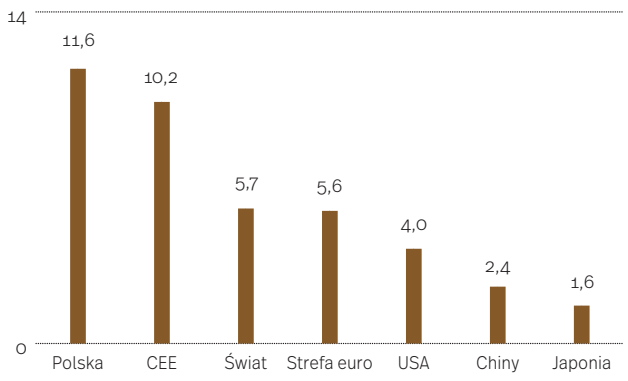
- Główne Instytucje międzynarodowe, tj. Komisja Europejska (KE), Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) zrewidowały swoje prognozy makroekonomiczne. Kryzys energetyczny powoduje problemy gospodarek rozwiniętych, które nadal borykają się z wysoką inflacją. W bieżącym wydaniu „Miesięcznika" przedstawiamy perspektywy ekonomiczne największych gospodarek świata.
- KE obniżyła prognozy wzrostu strefy euro w przyszłym roku i podwyższyła szacunki inflacji. W 2023 r. PKB zwiększy się tylko o 0,3 proc., co oznacza rewizję o 1,1 pkt. proc. wobec lipcowych szacunków. Mimo spowolnienia gospodarczego, prognozy uległy niewielkim zmianom, a sytuacja na rynku pracy pozostanie stabilna. Prognozy KE szczegółowo omawiamy w sekcji *Scenariusz stagflacyjny dla strefy euro*.
- USA, podobnie jak Europa, zmierzą się z problemem recesji przy wysokiej inflacji. Problemy będą jednak mniej dotkliwe. Trudna sytuacja w amerykańskiej gospodarce jest efektem podwyższonej inflacji i zaciskania polityki fiskalnej oraz pieniężnej. OECD prognozuje, że wzrost gospodarczy w 2023 r. spowolni z 1,5 proc. do zaledwie 0,5 proc. Perspektywy amerykańskiej gospodarki opisujemy w sekcji *Stany Zjednoczone szybciej poradzą sobie ze stagflacją*.
- Wyniki gospodarcze Chin pozostaną słabe. Skutkiem jest niski wzrost PKB i inflacji. To efekt polityki zero-COVID. Pekin sygnalizuje chęć zmiany strategii walki z pandemią. Wzrost eksportu z Chin pomoże obniżyć inflację w Europie. Perspektywy Państwa Środka omawiamy w sekcji *Słabe perspektywy gospodarcze Państwa Środka*.
- Globalne spowolnienie oznacza mniejszy koszt surowców energetycznych, co obniży inflację. Problemem są natomiast rosnące ceny żywności. Perspektywy zmian cen surowców prezentujemy w sekcji *Ceny ropy spadły, ale to nie koniec kryzysu*.
- Kryzys energetyczny oraz związana z nim inflacja to także wyzwania dla polityki klimatycznej. W lutym ceny kontraktów ETS osiągnęły historyczne maximum (96 EUR). Badania wskazują, że wzrost cen uprawnień do emisji oraz inne podatki węglowe mają umiarkowany wpływ na inflację. Przegląd literatury przedstawiamy w sekcji *Dyskusja – Wpływ ETS na inflację*.

Prognozy wzrostu PKB w 2023 r. w Polsce i głównych gospodarkach światowych



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Focus Economics.

Prognozy inflacji w 2023 r. w Polsce i głównych gospodarkach światowych

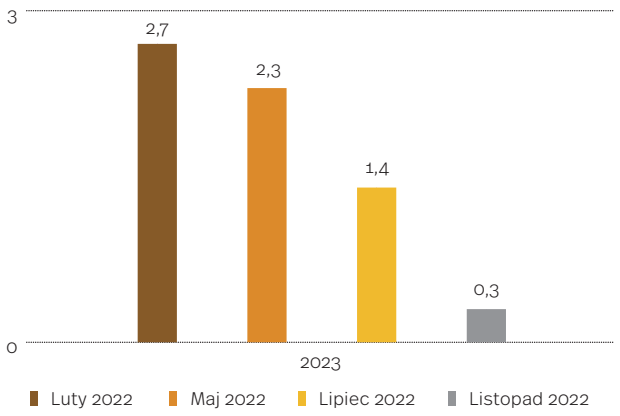


Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Focus Economics.

WYKRESY I PROGNOZY

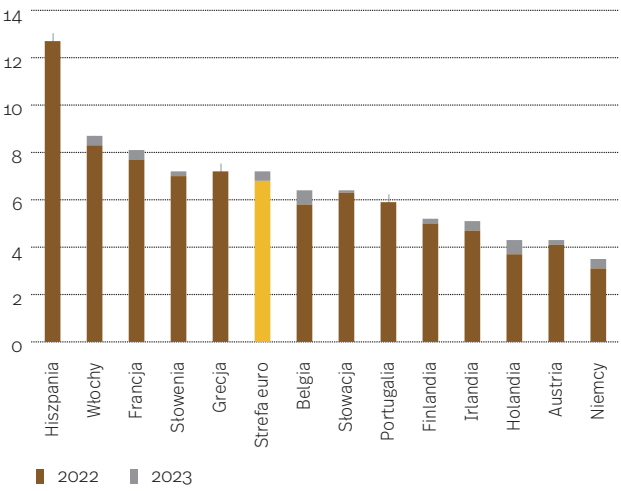
SCENARIUSZ STAGFLACYJNY DLA STREFY EURO

Zmiana prognoz PKB dla strefy euro w 2023 r. (dane roczne)



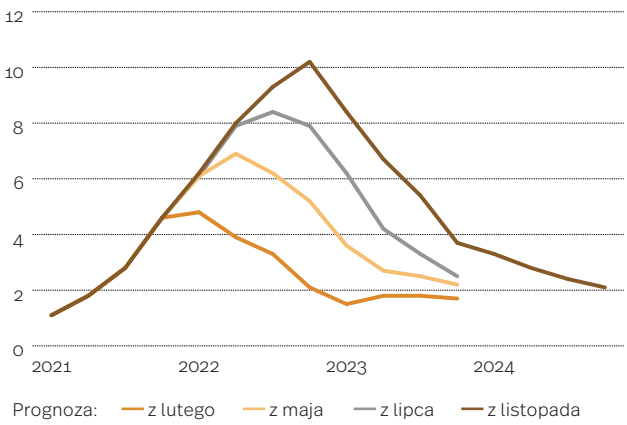
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych KE.

Prognozowana stopa bezrobocia w 2023 r. w krajach strefy euro



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych KE.

Zmiana prognoz HICP dla strefy euro (dane kwartalne)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych KE.

KE zwiększyła prognozę wzrostu PKB dla strefy euro w tym roku oraz obniżyła ją w 2023 r. Tegoroczny wzrost gospodarczy wyniesie 3,2 proc., czyli o 0,6 pkt. proc. więcej niż prognozowała w lipcu. W 2023 r. PKB zwiększy się tylko o 0,3 proc. Oznacza to rewizję o 1,1 pkt. proc. wobec szacunków z lipca i o 2 pkt. proc. w stosunku do maja (wykres 1). W 2024 r. gospodarki państw strefy euro wzrosną średnio o 1,5 proc.

Recesja wystąpi w Niemczech i Łotwie. KE prognozuje, że PKB spadnie odpowiednio o 0,6 proc. i 0,3 proc. W Niemczech będzie to efekt zapaści przemysłu, związanej z rosnącymi ceny energii. Pogarsza się również nastawienie konsumentów oraz spada liczba nowych zamówień. Spowoduje to spadek inwestycji oraz zmniejszy konsumpcję prywatną.

Wzrost PKB będzie mizerny w pozostałych państwach strefy euro. KE sugeruje, że nastąpi spowolnienie, lecz bez recesji. PKB w 2023 r. we Francji wzrośnie o 0,4 proc., we Włoszech o 0,3 proc., a w Hiszpanii o 1 proc.

Mimo spowolnienia gospodarczego, sytuacja na rynku pracy pozostanie stabilna. Wynika to ze strukturalnych braków pracowników. W rezultacie zmniejszy się tylko ich niedobór, co nie przełoży się w znaczącym stopniu na wzrost bezrobocia. KE prognozuje, że stopa bezrobocia wyniesie 6,8 proc. w tym roku, 7,2 proc. w przyszłym oraz 7 proc. w 2024 r. W większości krajów strefy euro wzrost stopy bezrobocia w 2023 r. nie przekroczy 0,4 pkt. proc. (wykres 2). Są to wyniki zbliżone do poprzednich prognoz.

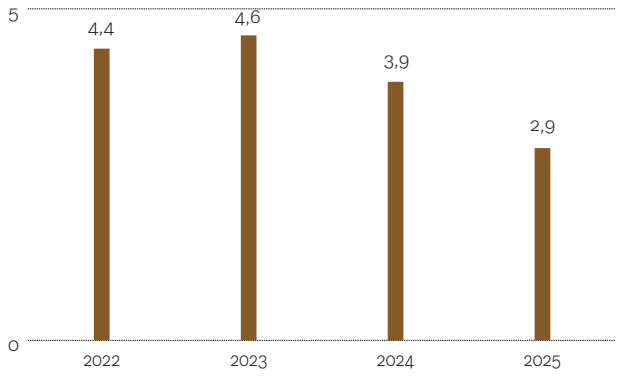
KE podniosła prognozy inflacji dla strefy euro. W tym roku ceny konsumentów wzrosną o 8,5 proc. To o 0,9 pkt. proc. więcej niż szacowano w lipcu (wykres 3). W 2023 r. będzie to 6,1 proc., czyli o 2,1 pkt. proc. więcej niż analitycy KE wskazywali w lipcu. W 2024 r. w całej strefie euro ceny wzrosną średnio o 2,6 proc. Słabszy wzrost cen wynika z mniejszych podwyżek rachunków za energię. Dodatkowo spowolnienie gospodarcze ograniczy popyt i żądania płacowe, co wpłynie na ceny usług.

W przyszłym roku inflacja będzie najwyższa na Słowacji (13,9 proc). Kraj ten doświadczy gwałtownego wzrostu cen energii z powodu wygasających długoterminowych kontraktów na ich dostawy. W 2023 r. szybko rosnąć będą też ogólne koszty produkcji, a wśród krajów UE najszybciej na Węgrzech. W Polsce będzie to 13,8 proc.

W 2023 r. żaden z krajów strefy euro nie osiągnie 2-proc. celu inflacyjnego Europejskiego Banku. W 2024 r. uda się to tylko Finlandii (1,9 proc.) i Łotwie (1,3 proc.). Wzrost cen w pozostałych krajach zdecydowanie zmniejszy się w porównaniu z 2023 r. W Niemczech ma być to 2,9 proc., a we Francji, Włoszech i Hiszpanii po około 2,3 proc.

STANY ZJEDNOCZONE SZYBCIEJ PORADZĄ SOBIE ZE STAGFLACJĄ

Mediana prognoz stóp procentowych członków FOMC (w proc.)

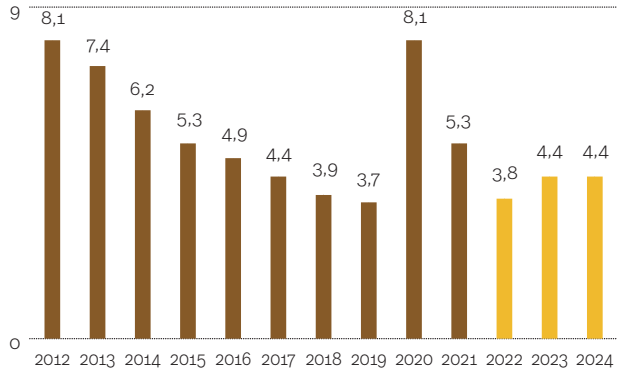


Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych FOMC z września.

Sprzedaż mieszkań na rynku wtórnym w USA (w proc. r/r)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych National Association of Realtors.

Stopa bezrobocia (w proc.)



Uwaga: od 2022 r. prognozy Fed.

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

USA, podobnie jak Europa, zmierzą się z problemem recesji przy wysokiej inflacji. Problemy będą jednak mniej dotkliwe. Trudna sytuacja w amerykańskiej gospodarce jest efektem podwyższonej inflacji i zaciskania polityki fiskalnej oraz monetarnej. OECD prognozuje, że wzrost gospodarczy w 2023 r. spowolni z 1,5 proc. do zaledwie 0,5 proc. Podobne szacunki przedstawia też MFW.

Wzrost gospodarczy pozostaje słaby. W pierwszych dwóch kwartałach 2022 r. amerykańska gospodarka znalazła się w technicznej recesji – PKB spadł o 0,4 proc. w I kwartale oraz niecałe 0,2 proc. w II (kw/kw, wyrównane sezonowo). Mimo odbicia aktywności w III kwartale, perspektywy pozostają mizerne. Głównym problemem jest zastój na rynku budowlanym – amerykańskie oprocentowanie kredytu hipotecznego kształtuje się w okolicach 5-6 proc., co wystarczyło, aby zamrozić popyt na sprzedaż domów oraz znacząco obniżyć ceny. Wolumen obrotu na rynku nieruchomości jest słabszy niż w latach 2018-2019. Dodatkowo gorsze perspektywy raportują same przedsiębiorstwa – w kolejnych kwartałach poziom inwestycji będzie niski, a wzrost wydatków konsumpcyjnych prawdopodobnie umiarkowany.

Spowolnienie gospodarcze związane jest z zacieśnianiem polityki pieniężnej. Rezerwa Federalna USA (Fed) dokonała mocnych podwyżek poziomu stóp procentowych – podczas ostatnich czterech posiedzeń stopy rosły o 75 pb. Obecnie główna stopa Fed ma oscylować w przedziale 3,75-4,0 proc. Słabe dane gospodarcze oraz zwalniająca inflacja powinny zmniejszyć skale podwyżek w kolejnych miesiącach. We wrześniowej projekcji członkowie Komitetu ds. Otwartego Rynku (FOMC) wskazywali, że cykl podwyżek może zakończyć się w okolicach 4,5 proc. Obecne komunikaty wskazują jednak na więcej podwyżek – stopa Fed może dojść do 5,0-5,25 proc.

Mimo spowolnienia, rynek pracy jest bezpieczny. Stopa bezrobocia wyniosła w październiku 3,7 proc. Amerykańskie firmy raportują niedobory pracowników, co stanowi bufor w trakcie słabszej koniunktury. Projekcja Fed wskazuje, że w perspektywie najbliższych dwóch lat bezrobocie nie przekroczy 4,5 proc.

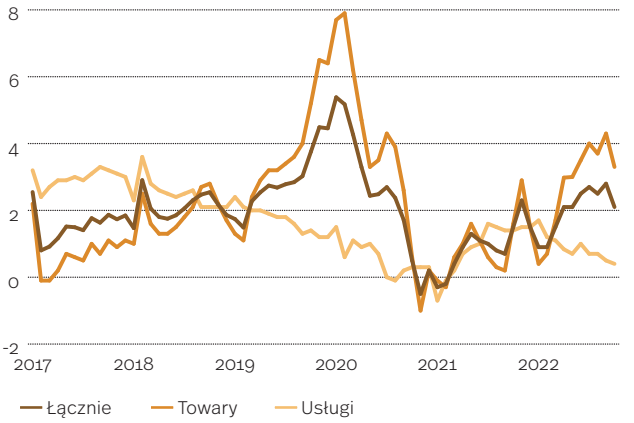
Głównym problemem pozostaje inflacja. W październiku inflacja CPI spadła z 8,3 proc. do 7,7 proc. Wzrost cen jest obecnie wolniejszy o 0,8 pkt. proc. wobec lipca, kiedy to wystąpił szczyt inflacji. Obecne poziomy są nadal rekordowe w ponad 40-letniej historii, co będzie wyzwaniem dla gospodarki. Znacznie rosną ceny żywności oraz paliw, co przekłada się na zamożność gospodarstw domowych. W nadchodzących latach inflacja powinna spadać – ekonomiści ankietowani przez FocusEconomics wskazują, że w 2023 r. inflacja wyniesie średnio 3,8 proc. Tym samym USA szybciej rozwiążą problem wzrostu cen niż Europa.

SŁABE PERSPEKTYWY GOSPODARCZE PAŃSTWA ŚRODKA

Wzrost PKB Chin (w proc. r/r)

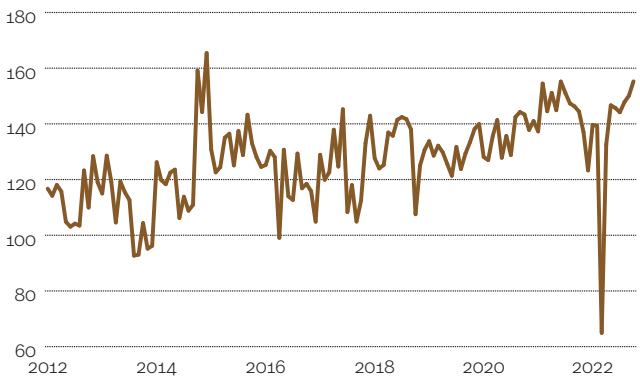
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MFW WEO (ceny stałe).

Inflacja CPI w Chinach (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Eksport z Chin (w mln ton miesięcznie)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond (wyrównane sezonowo).

Wyniki gospodarcze Chin pozostaną słabe. Skutkiem jest niski wzrost PKB i inflacji. To efekt polityki zero-COVID. Pekin sygnalizuje chęć zmiany strategii walki z pandemią. Wzrost eksportu z Chin pomoże obniżyć inflację w Europie.

Prognozy wskazują tylko na częściowe odbicie wzrostu w Chinach. MFW spodziewa się odbicia wzrostu PKB w Chinach w przyszłym roku z 3,2 proc. do 4,2 proc. Taki wynik będzie jednak rozczarowujący – to mniej niż oficjalny cel Komunistycznej Partii Chin (5,5 proc.). Tempo wzrostu aktywności w Chinach pozostanie wyraźne słabsze niż jeszcze 10 lat temu.

Rozczarowujące wyniki to skutek polityki zero-COVID. Władze Chin stały się zakładnikami walki z pandemią. W ostatnich tygodniach ogłosiły częściowe korekty w krajowej strategii. Należą do nich m.in. odejście od izolacji całych osiedli na rzecz pojedynczych budynków oraz ułatwienia dla przyjezdnych. Władze podkreślają też konieczność utrzymania stabilnej produkcji i eksportu. OSW wskazuje, że zmiany zostały wymuszone przez trudności gospodarcze oraz chęć zwiększenia współpracy gospodarczej przez Niemcy [link]. Odchodzenie od polityki zero-COVID będzie trudne, ponieważ wzrost zachorowań w Shijiazhuang spowodował powrót silnych obostrzeń [link].

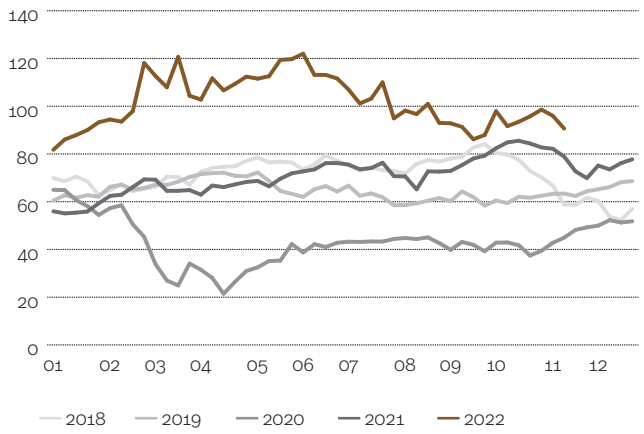
Skutkiem słabej koniunktury jest niska inflacja. Inflacja CPI zwolniła w październiku z 2,8 proc. do 2,1 proc – to o 0,9 pkt. poniżej celu inflacyjnego. Spadek to głównie efekt wyhamowania podwyżek cen towarów i surowców. Wraz z nią spadają także ceny konsumentów. Koszty produkcji PPI są w deflacji – w ciągu roku spadły o 1,3 proc. **Większym wyzwaniem jest jednak sektor usług** – popyt wewnętrzny w chińskiej gospodarce pozostaje strukturalnie słaby. Skutkiem jest anemiczny wzrost cen – w ciągu roku usługi podrożały zaledwie o 0,4 proc.

Chiński eksport zaczyna wzrastać. Najsłabszy wynik Chiny odnotowały w marcu tego roku – rozszerzanie się pandemii COVID-19 doprowadziło do wprowadzenia obostrzeń na rejonach wytwarzających ponad połowę chińskiego PKB. W październiku eksport towarów wzrósł do 155 mln ton – to o 7,5 proc. więcej niż rok wcześniej. Instytut IfW Kiel szacuje, że chiński eksport jest obecnie o ok. 37 proc. większy niż średnio w 2019 r. **Poprawa handlu z Chinami ułatwi wyhamowanie inflacji w Europie** – będzie to efekt wyhamowania podwyżek cen towarów przemysłowych.

Znaczenie Chin dla światowych cen ropy jest przeceniane. Otwarcie gospodarcze oraz powolne odchodzenie od polityki zero-COVID oznaczają większy popyt na paliwa. Skala wpływu jest jednak przeceniana – Bloomberg wskazuje, że dużo większe znaczenie będą mieć Indie [link].

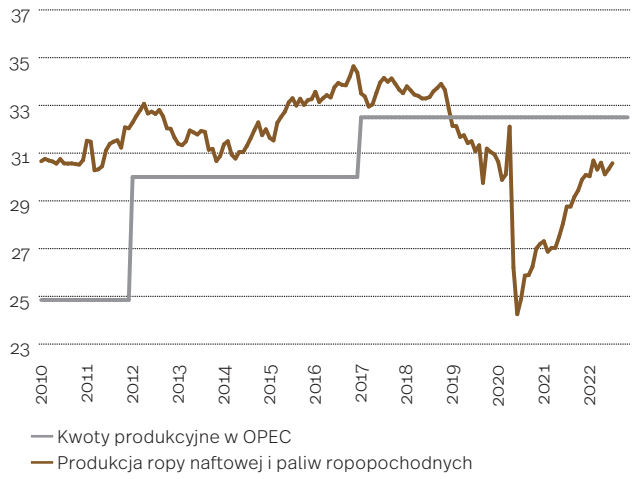
CENY ROPY SPADŁY, ALE TO NIE KONIEC KRYZYSU

Ceny ropy Brent na rynku terminowym w kolejnych miesiącach w latach 2019-2022 (USD za baryłkę)



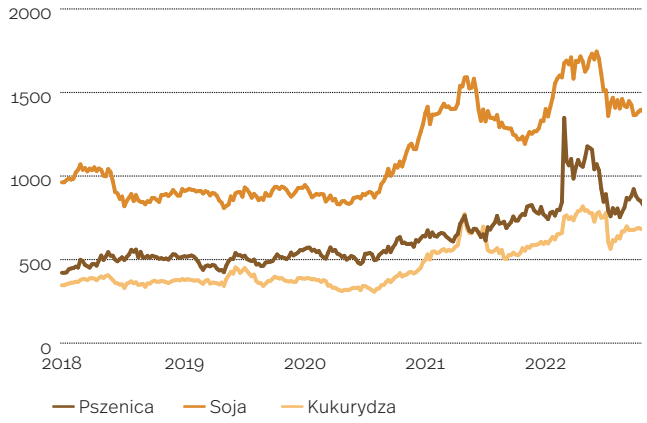
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ICE.

Produkcja ropy naftowej oraz kwoty OPEC (w mln baryłek / dzień)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Ceny zbóż na kontraktach terminowych (USD za buszel)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Globalne spowolnienie oznacza tańszy koszt surowców energetycznych, co obniży inflację. Problemem są natomiast rosnące ceny żywności.

Ceny ropy Brent ustabilizowały się w okolicach 90 USD, ale dalsze spadki są niepewne. Kontrakty terminowe oraz prognozy analityków wskazują na spadek cen w przyszłym roku. Mediana prognoz oscyluje wokół 83 USD. Perspektywy są jednak obarczone sporym ryzykiem.

Międzynarodowe instytucje sugerują problemy z podażą na rynku ropy. Zdaniem Międzynarodowej Agencji Energetycznej (MAE), światowe wydobycie ropy naftowej wzrosło w październiku o 410 tys. baryłek dziennie. Obecnie to poziom 101,7 mln baryłek. Agencja przewiduje jednak, że do końca roku dzienna produkcja spadnie o 1 mln baryłek, ponieważ wejdą w życie cięcia OPEC+ i unijne embargo na rosyjską ropę.

Spadającej podaży towarzyszy ograniczenie popytu związane ze spowolnieniem gospodarczym. MAE szacuje, że popyt zwiększy się o 1,6 mln baryłek dziennie w 2023 r. To mniej niż obecne tempo – w 2022 r. konsumujemy o 2,1 mln baryłek dziennie więcej niż w 2021 r. Aktywność w Chinach rośnie umiarkowanie po zniesieniu ograniczeń pandemicznych, a malejące ceny gazu w Europie zniechęcają przedsiębiorstwa do zwiększenia zużycia ropy. Możliwe, że rynek nie wierzy również w ograniczenie eksportu rosyjskiej ropy po wprowadzeniu embarga.

Spadają globalne zapasy ropy. We wrześniu były one mniejsze o 14,2 mln baryłek niż rok temu. Dodatkowo duża część zapasów zablokowana jest na morzu. Spadek dostępnych zapasów w państwach OECD sięga 45 mln baryłek. Ubytki przemysłu wynoszą 8 mln baryłek, podczas gdy zapasy rządowe spadły o 37,4 mln baryłek. Bieżące wyniki są najsłabsze od 2004 r. – łączne zapasy spadły poniżej 4 mld baryłek. Również EIA pokazuje rekordowo niskie zapasy ropy i produktów ropopochodnych w USA.

Problemy będą widoczne też na rynkach surowców rolnych, co będzie napędzać wzrost cen żywności. GrainCorp, jeden z największych australijskich eksporterów pszenicy, wskazuje, że w najbliższych latach globalna podaż nie zaspokoi popytu. Oznacza to, że państwa będą redukować zapasy, co wpłynie na ceny. Pomóc może eksport zboża z Ukrainy. Umowa na eksport ukraińskich zbóż została przedłużona o kolejne 120 dni, jednak faktyczną wymianę mogą utrudniać rosyjskie prowokacje. Początkowe porozumienie osiągnięte w lipcu pomogło powstrzymać globalny kryzys żywnościowy i umożliwiło eksport żywności i nawozów z ukraińskich portów na Morzu Czarnym. Ryzyko utrzymania wysokich cen żywności w dłuższym horyzoncie jest jednak duże.

DYSKUSJA – WPŁYW ETS NA INFLACJĘ

System handlu emisjami (ETS) w UE powstał w 2005 r. w celu racjonalnego ograniczania emisji gazów cieplarnianych. Jest to główny instrument polityki klimatycznej UE, który funkcjonuje na krajowym oraz regionalnym poziomie. System ETS bezpośrednio wpływa na gospodarkę – jednym ze skutków jest wzrost cen podyktowany rosnącymi kosztami emisji gazów cieplarnianych przez kraje członkowskie.

Znaczenie badań na temat wpływów systemu handlu emisjami na inflację wzrosło w 2022 r. z powodu historycznie wysokich ceny uprawnień do emisji. W lutym cena kontraktu EUA ETS osiągnęła historyczne maximum, tj. 96 EUR za tonę CO_2. Obecnie ceny kontraktów na rynku spot kształtują się na poziomie około 70-80 EUR. To ponad dwukrotnie więcej niż w 2021 r., w którym cena za uprawnienie oscylowała średnio w granicach 30 EUR. Ceny kontraktów mają systematycznie rosnąć – krzywa terminowa wskazuje, że do 2028 r. wzrost cen przekroczy 100 EUR. Jest on związany bezpośrednio z polityką klimatyczną. Do 2023 r. UE planuje zredukować emisję o 55 proc. względem 1990 r., a ceny na ETS mogą rosnąć powodując szereg komplikacji gospodarczych.

Badania wskazują, że wzrost cen uprawnień do emisji oraz inne podatki węglowe mają umiarkowany wpływ na inflację. Moessner (2022) przeanalizował wpływ efektywnych stawek podatków środowiskowych w 35 krajach OECD w okresie od 1995 r. do 2020 r. Badanie obejmuje wpływ cen ETS na inflację oraz wpływ podatku węglowego, a prowadzone jest na podstawie modelu neokeynesowskiej krzywej Phillipsa. Autor wskazuje, że wzrost cen uprawnień ETS rzędu 10 USD za tonę CO_2 prowadzi do zwiększenia cen energii o 0,8 pkt. proc. Ceny energii stanowią około 10 proc. wydatków konsumenckich, co przekłada się na wzrost inflacji o 0,1 pkt. proc. Równocześnie badanie wskazuje na brak efektów drugiej rundy – wzrost cen uprawnień statystycznie nie ma wpływu na ceny żywności oraz inflację bazową. Badacze wskazują, że wpływ podatku węglowego na ceny będzie rosnąć z czasem. Wynika to z rozszerzania systemu na kolejne branże działalności gospodarczej.

Inflacja wywołana przez system ETS najmocniej uderza w mniej zamożne gospodarstwa (Känzig, 2021). Autor, na podstawie modelu VAR, opisuje podobne wyniki dotyczące skutków inflacyjnych zmian cen podatków węglowych. Wskazuje także na wysoką zależność pomiędzy wzrostem cen na uprawnienia ETS a zmniejszeniem poziomu emisji CO_2. Jednocześnie zwraca uwagę na negatywny wpływ zwiększenia cen uprawnień do emisji na poziom konsumpcji i wzrost gospodarczy. Badanie pokazuje, że rosnące ceny energii powodują ograniczenie konsumpcji głównie najmniej zamożnych gospodarstw domowych i dotyczy to zwłaszcza towarów codziennego użytku. W przypadku bardziej zamożnych gospodarstw zmiany są znikome.

Analitycy Banku Hiszpanii wskazują, że wyższe ceny uprawnień ETS prowadzą do większej zmienności inflacji (Santabárbara, Suárez-Varela, 2022). Podobnie jak poprzednicy, pokazują, że wpływ cen ETS jest ograniczony do wzrostu cen energii oraz nie przekłada się bezpośrednio na zmiany inflacji bazowej – według modelu panelowego zmiany tej grupy cen są większe o 0,6 pkt. proc. Podkreślają, że większa zmienność inflacji wywołana jest jedynie przez zmiany w systemie uprawnień do emisji ETS, a pozostałe formy podatku węglowego nie mają istotnego wpływu z uwagi na stabilne stawki. Wzrost cen na uprawnienia oraz rozszerzenie zakresu danego systemu prowadzi do większej zmienności inflacji.

Przywoływane badania:

1. Känzig, D.R. (2021), *The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing*, https://dkaenzig.github.io/diegokaenzig.com/Papers/kaenzig_jmp_unequal_consequences_carbon_pricing.pdf [dostęp 21.11.2022].
2. Santabárbara, D., Suárez-Varela, M. (2022), *Carbon Pricing and Inflation Volatility*, "Banco de España Documentos de Trabajo", No. 2231.
3. Moessner, R. (2022), *Effects of Carbon Pricing on Inflation*, "CESifo Working Paper", No. 9563.

Autorzy: Sergiej Druchyn, Marcin Klucznik, Maciej Miniszewski, Jakub Rybacki, Sebastian Sajnóg, Dawid Sułkowski

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.

Polski Instytut Ekonomiczny

Kontakt

Jakub Rybacki
Kierownik Zespołu Makroekonomii
jakub.rybacki@pie.net.pl
tel. 48 512 275 365