Miesięczny przegląd ekonomiczny Pracodawców RP: czerwiec 2022

Otoczenie globalne i perspektywa

Tezy stawiane miesiąc temu zyskują na znaczeniu:

1. ***Polityka FED, EBC i BOJ ulegnie w najbliższych kwartałach gwałtownemu zacieśnieniu.***

   a/ Pryskają nadzieje na rychłą przerwę w cyklu podwyżek stóp w USA – FED będzie podnosił stopy o 50 punktów bazowych (bps) co posiedzenie.

   b/ Za miesiąc EBC zakończy skup obligacji krajów strefy euro oraz zacznie podnosić stopy, a podwyżka o łącznie 50 bps nastąpi do września, prawdopodobnie w 2 krokach po 25 bps.

   c/ Bank Centralny Japonii swoją polityką kupowania „każdej ilości obligacji" po administracyjnie ustalonej cenie wywołał obawy o wartość jena na tyle poważne, że mimo wojny, w wyniku której najczęściej pieniądze napływały do „bezpiecznych przystani", japońska waluta osłabiła się od początku marca o 16%. Ten eksperyment może w najbliższych miesiącach ulec gwałtownemu przerwaniu, co może być źródłem szoku, podobnie jak kiedyś gwałtowna zmiana polityki Narodowego Banku Szwajcarii. Warto dodać, że inflacja nie trawi Japonii w podobnym stopniu co kraje europejskie czy amerykańskie, jednak taką polityką Japonia to zmienia, czyli importuje inflację i … eksportuje deflację. Skoro trudno zauważyć poza Chinami i Australią, co by było z inflacją w USA i Europie, gdyby trzecia największa gospodarka świata nie prowadziła polityki obniżania cen swojego eksportu i ograniczania swojego importu?



2. ***Nastąpi stopniowe znoszenie ograniczeń epidemicznych przez Chiny, co ujawni korzystny obraz gospodarki globalnej.*** *To bardzo ważny czynnik dla Polski i szerzej Europy, bowiem solidna koniunktura za oceanem stanowi rodzaj ratunku, element powstrzymujący gwałtowne hamowanie gospodarki europejskiej, w tym polskiej.*

3. ***Rośnie ryzyko kryzysu zadłużenia dla krajów, firm i gospodarstw domowych, które jest obecnie większe niż w latach 90-tych, dekadzie kryzysów rosyjskiego i azjatyckich.*** *Mimo sprzyjającej dla Turcji geopolityki narasta tam kryzys gospodarczy i finansowy, z ryzykiem „zarażania" innych gospodarek wschodzących. Biedne kraje, głównie afrykańskie, czeka kryzys żywnościowy. Część przedsiębiorstw napotkało na tyle znaczące spadki popytu i wysoką presję na koszty, że notuje zerowe lub ujemne marże i stoi przed trudną decyzją ograniczenia działalności. Presję na finanse domowe każdy odczuwa w portfelu.*

Koniunktura w Polsce

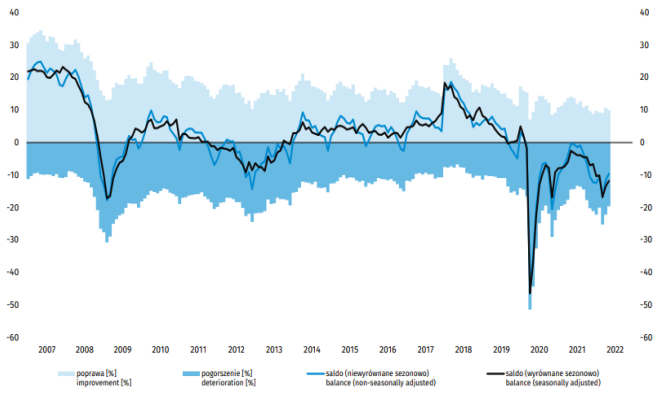
Wzrost realnego PKB według GUS osiągnął 8,5% w 1 kwartale 2022, po wzroście 7,4% w 4 kwartale 2021 i 5,7% w całym 2021 roku. Wkład wzrostu zapasów do wzrostu PKB wyniósł 7,7%. Oznacza to, że **zapasy** odpowiadają za 90% wzrostu gospodarczego. Jak wyjaśnić wzrost zapasów przedsiębiorstw?

1. Firmy dążą do zapewnienia ciągłości produkcji. W złożonych produktach wystarczy brak dostawy kilku mało znaczących komponentów, by cała produkcja stanęła. Dlatego pandemia i wojna, wraz z lękiem o skutki ostatnich lock-downów w Chinach, wywołały wzrost zapasów.
2. Tam, gdzie produkcja jednak stanęła, rosną tzw. zapasy produkcji w toku.
3. Koszt finansowania firm znajduje się na poziomie 8-9% (oprocentowanie kredytu obrotowego WIBOR + marża) podczas gdy ceny wyrobów gotowych rosną ponad 12% (CPI), a składników produkcji 23% (PPI). Przetrzymanie kupionych materiałów, w mniejszym stopniu wyrobów gotowych, może być sposobem podniesienia rentowności np.: składów budowlanych.
4. Rosną ceny przy stałym rozmiarze fizycznym zapasów, np.: tonach stali. To powinno mieć zerowy wkład do realnego PKB, bo słowo „realny" oznacza tyle co „pozbawiony efektu cen." Niestety, w danych GUS widać trudności w ujęciu zmiany cen (GUS nie ma dobrych źródeł cen w obrocie gospodarczym). Dla przykładu, dwucyfrowy wzrost produkcji energii elektrycznej wg danych GUS nie koresponduje ani ze wzrostem wykorzystania mocy, ani z opartą o energię elektryczną produkcją. Stawiam tezę, że wzrost PKB za 1 kwartał 2022 roku jest przeszacowany i spodziewam się rewizji w dół zarówno wkładu zapasów, jak i całej dynamiki realnego PKB.

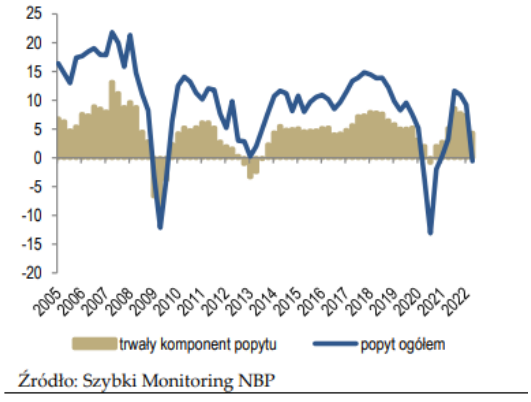
Udział **inwestycji** w PKB spadł do ok. 16%. W 2017 roku w „Strategii na rzecz odpowiedzialnego rozwoju" rząd słusznie podnosił potrzebę wzrostu stopy inwestycji z 20% do 25%. Celem wzrostu inwestycji jest wzrost produktywności, wzrost wartości dodanej i skok technologiczny, koniec taniej montowni Europy. Wysoka stopa inwestycji jest ważna nie tylko z powodów strukturalnych, ale też cyklicznych: może złagodzić presję inflacyjną od strony produkcji, ograniczając konieczne ale bolesne zmniejszenie konsumpcji. Jak wyjaśnić słabość popytu inwestycyjnego? Niepewnością, brakiem przewidywalności nie tylko z powodów obiektywnych, takich jak pandemia czy wojna, ale też z powodów wywołanych polityką rządu czy banku centralnego.

Wskaźniki koniunktury sugerują gwałtowne pogarszanie się sytuacji gospodarczej. Wskaźnik PMI spadł poniżej neutralnego poziomu 50 po raz pierwszy od pandemii, mimo, że pozytywnie reaguje na brak dostaw https://twitter.com/Pekao_Analizy/status/1531896955839840257 W tym miesiącu NBP nie publikował nowych wskaźników, załączony wykres za kwiecień pokazuje oczekiwany spadek popytu. Wskaźnik GUS drugi miesiąc z rzędu wskazuje na słaby, ale nie pogarszający się mocniej sentyment.

Wykres 3. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sekcji przetwórstwo przemysłowe
Chart 3. General business climate indicator in manufacturing section



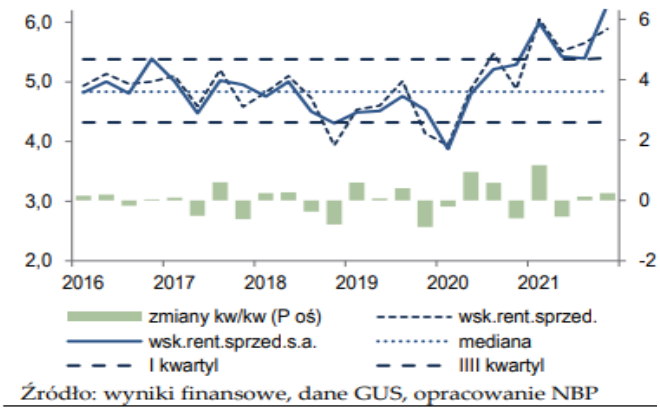
Wykres 23 Wskaźnik kwartalnych prognoz popytu (s.a.) [w pp.]



Źródło: Szybki Monitoring NBP

Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Wykres 35 Wskaźnik rentowności sprzedaży (dane kwartalne)



Źródło: wyniki finansowe, dane GUS, opracowanie NBP

Kondycja finansowa firm jest zbyt optymistycznie oceniana przez pryzmat rentowności sprzedaży.

Według stanu przed wojną, w dobrych czasach, tj. na 4 kwartał 2021, rentowność wyniosła 6,2% wobec mediany z ostatnich lat 4,9%, jest zatem 1,3 punktu wyższa.

Inflacja CPI za 4 kwartał 2021 wyniosła 7,8% wobec mediany z lat 2016-2021 wynoszącej 2,2%, czyli był o 5,6 punktu wyższy.

Rentowność sprzedaży realizowana wielokrotnie w ciągu roku nie powinna rosnąć w tempie inflacji, ale też nie jest od inflacji niezależna.

Firmy kupują 23,3% drożej niż przed rokiem (tyle rosną ceny producenta, PPI) a sprzedają 12,4% drożej (tyle rosną ceny konsumenta, CPI, obie dane z kwietnia br. dla zapewnienia porównywalności). Firmy nie są w stanie przenieść całego wzrostu kosztów na konsumentów, czyli spadają ich marże. Dlaczego zatem raportowane marże urosły?

Wyroby gotowe sprzedawane są drożej niż dawniej, a składniki do ich produkcji przynajmniej częściowo kupiono jeszcze po „starych", czyli dużo niższych cenach. Firmy pokazują duży historyczny zysk, ale ten zysk jest nie do powtórzenia, bo kolejny raz po „starych" cenach już nie kupią. Ten historyczny zysk w całości trafia na zakup kolejnej porcji materiałów do produkcji. Strumień wolnej gotówki nie tylko się nie powiększa, ale wręcz maleje, bo od zysków firmy płacą podatek. Sposobem na wydobycie raportowanej rentowności z firmy byłoby zakończenie wytwarzania, nie odtwarzanie koniecznych zapasów. W warunkach zwalniającej koniunktury powstaje ryzyko, że część firm zdecyduje się z takiej możliwości skorzystać lub przynajmniej ograniczyć skalę działalności. W ten sposób może spaść aktywność gospodarcza, a pozytywny wpływ tworzenia zapasów na dynamikę PKB może ulec odwróceniu, jeszcze mocniej pociągając za sobą w dół inwestycje.

Ceny, stopy procentowe i polityka pieniężna

Poziomy inflacji są rekordowe od ponad 20 lat. Inflacja CPI wg szybkiego szacunku GUS wyniosła w maju 2022 13,9% (względem maja 2021). Za analogiczny okres najmniej rosnąca miara inflacji bazowej, czyli inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, wzrosła do ok. 9% (szacunek własny).

Na moment zamykania tego wydania dowiedzieliśmy się, że stopa referencyjna NBP w czerwcu została podniesiona do 6%.

Spodziewam się kontynuacji zbyt wolnego cyklu podwyżek stóp procentowych, presji na osłabienie złotego oraz docelowego poziomu stopy referencyjnej NBP w bieżącym cyklu 7%, poniżej poziomu „powinno być". Od korzystnego splotu czynników globalnych i polskiej polityki fiskalnej i gospodarczej rządu zależy, czy kolejny cykl będzie spadkowy i rozpocznie się w okolicy wyborów pod koniec 2023 roku, czy wzrostowy już w końcówce 2022 lub na początku 2023 roku.

Handel zagraniczny, bilans płatniczy

Saldo na rachunku obrotów bieżących jest ujemne, skala deficytu według ostatnich danych NBP (marzec 2022) osiąga już 2,2% PKB w ciągu ostatnich 12 miesięcy. To daleko od poziomów alarmowych (6%), ale następuje szybkie i ciągłe pogorszenie, szczególnie bilansu eksportu i importu towarów – ograniczenia produkcyjne napotykają na wzmożony popyt wewnętrzny, który zaspokajany jest z importu, import surowców jest coraz droższy. To najgorszy wynik od początku 2015 r, miesiąc wcześniej wynik wynosił 1,7%, *w najbliższych miesiącach zbliżymy się do 4%.*

Wskutek deficytu na rachunku obrotów bieżących Polska musi importować kapitał zagraniczny i utrzymać już istniejące inwestycje w niepewnym otoczeniu globalnym, przy ryzyku gwałtownych przepływów międzynarodowego kapitału w związku z inflacją, wojną i polityką gospodarczą.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących i deficyt dochodów i wydatków sektora finansów publicznych tworzą problem tzw. podwójnego deficytu (ang. twin deficyt), podnosząc ryzyko kraju i koszty finansowania firmom, konsumentom i rządowi.

Polityka fiskalna

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych 2021: 1,8% PKB (2020 6,9%, 2019 0,7%), w 2022 roku rząd prognozuje wzrost deficytu do 4,3% PKB.

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych 2021: 53,8% PKB (2020 57,1%, 2019 45,6%).

Do końca kadencji z perspektywy długu i deficytu rząd ma przestrzeń do prowadzenia bardzo luźnej polityki fiskalnej. *Po 2022 roku do limitu 60% pozostanie 14-15% PKB, w tym:*

- 5-6% PKB różnicy między 60% a 54%, bo tyle wyniesie orientacyjnie dług na koniec 2022 roku,

- ponad 8% długu nie wliczanego do Państwowego Długu Publicznego (PDP), który wynosi 258 mld zł, w tym długi Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (133 mld zł), PFR (74 mld zł) oraz Krajowego Funduszu Drogowego (53 mld zł).

Wąskim gardłem będzie finansowanie długu*: wobec inflacji trudno oczekiwać zaangażowania NBP w zakup obligacji analogicznie jak w pandemii (148 mld zł), zaś finansowanie potrzeb w skali ok. biliona złotych w ciągu 3 lat nie ma precedensu i będzie się wiązało ze:*

- zmianą struktury zadłużenia (więcej długu w walutach obcych, w PLN więcej emisji do 2 lat,więcej obligacji detalicznych),

- wzrostem kosztu długu (wyższe stopy procentowe i wyższe marże kredytowe),

- wzrostem ryzyka finansowania nie tylko bieżących deficytów, ale też spłaty starych długów.

Rynek pracy i płace

Wzrost przeciętnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu: 14,1% vs 04.2021

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw: wzrost o 2,4% w marcu 2022 vs 03.2021

Dane o aktywności zawodowej: https://twitter.com/PracodawcyRP/status/1530076195185999879

Uchodźcy: saldo napływu netto 2,1 mln osób, liczba wydanych numerów PESEL 1,15 mln. Według Ministerstwa Pracy zatrudniono 180 tys. osób. Struktura geograficzna: https://twitter.com/PKO_Research/status/1532338875531677696

Polityka gospodarcza

Uruchomienie Krajowego Planu Odbudowy to początek drogi do wypłaty środków, która będzie:

- następować w transzach, w tym roku rzędu maksymalnie ok. 20 mld zł, docelowo łącznie ok. 35 mld EUR (po bieżącym kursie ok. 160 mld zł),

- finansować zarówno wydatki już poniesione, jak i te, które dopiero zostaną poniesione,

- zależeć od realizacji tzw. kamieni milowych i wskaźników, czyli warunków, od których Komisja Europejska uzależni wypłatę, a które obejmują szereg sfer funkcjonowania państwa i gospodarki i będą wymagały szczegółowych konsultacji z KE.

Wpływ KPO na gospodarkę w krótkim okresie będzie proinflacyjny, ale w dłuższym okresie może wspierać rozwój potencjału produkcyjnego i osłabiać presję na ceny, o ile faktycznie za pieniądze z KPO będą realizowane produktywne, potrzebne inwestycje.

Jakość wydatków powinna być mierzona ich faktycznym wpływem na przyszły potencjał gospodarki.

W najbliższych miesiącach spodziewam się uruchamiania kolejnych rządowych programów wsparcia, z których przedsiębiorcy będą mogli finansować szczególnie projekty inwestycyjne.

Wybrane artykuły i komentarze

Płaca minimalna

https://pracodawcyrp.pl/upload/files/2022/05/place-emerytury-renty-a-inflacja.pdf

https://twitter.com/KamSobolewski/status/1534152126158471168

Złe dane o kredytach dla firm

https://twitter.com/KamSobolewski/status/1527336879208943618

Jak walczyć z inflacją i uniknąć recesji?

https://pracodawcyrp.pl/aktualnosci/obraz-gospodarki-targanej-dwucyfrowa-inflacja-i-ryzykiem-twardego-ladowania-to-nie-jest-obraz-pesymistyczny-czy-smutny-tylko-zobowiazujacy

https://www.money.pl/gospodarka/jest-sposob-na-bezrecesyjne-poradzenie-sobie-z-inflacja-potrzeba-700-mld-zl-6777296043653792a.html

Miesięczny Przegląd Ekonomiczny Pracodawców RP

1. Autorski wybór informacji z zakresu gospodarki i polityki gospodarczej z komentarzem.
2. Miesięcznik dla członków i ekspertów Pracodawców RP ukazuje się ok. 5 dnia roboczego miesiąca, po kilku dniach udostępniany szerokiej publiczności.
3. *Opinie oznaczono kursywą*.
4. Informacja, nie stanowi rekomendacji, może zawierać uproszczenia lub pomyłki.
5. Autor: Kamil Sobolewski, główny ekonomista Pracodawców RP, k.sobolewski@pracodawcyrp.pl Twitter: @KamSobolewski