

z ekonomistami Banku Ochrony Środowiska, trzykrotnymi zwycięzcami konkursu krótkoterminowych prognoz makroekonomicznych i rynkowych „Parkietu”, rozmawia Grzegorz Siemionczyk

Poprawa koniunktury na świecie nie uratuje Polski przed spowolnieniem

W 2019 r. trzeci raz z rzędu zwyciężyli państwo w konkursie krótkoterminowych prognoz „Parkietu”, przed tą passą byli państwo na drugiej pozycji. Zadnemu zespołowi wcześniej nie udało się wygrać nawet dwa razy z rzędu. Jaki jest klucz do tak dużej skuteczności?

Łukasz Tarnawa: W przypadku krótkoterminowych prognoz kluczowe jest dobre zrozumienie tego, jak konstruowane są prognozowane wskaźniki. Trzeba stworzyć odpowiednie narzędzia: modele oraz bazy danych, które pozwolą na sprawne generowanie prognoz. Dla niektórych prognoz, np. inflacji, ważne są bardziej szczegółowe bazy danych o większej częstotliwości, np. cotygodniowych hurtowych cen produktów rolnych. Bardzo ważne jest także monitorowanie wszelkich zmian regulacyjnych, których modele nie obejmują, a które mogą mieć wpływ np. na zmiany płać w sektorze przedsiębiorstw albo dynamikę produkcji przemysłowej.

Przez te cztery lata cały czas polegają państwo na tych samych modelach?

Aleksandra Świątkowska: W przypadku części wskaźników tak. Niektóre jednak mogą być modyfikowane nawet co kilka miesięcy, np. gdy przestają się sprawdzać, możemy uwzględnić nowe dane i informacje albo powstaje nowy pomysł na ich wykorzystanie.

Pomijając wskaźniki rynkowe, tzn. kursy walut i notowania obligacji, uczestnicy konkursu „Parkietu” w zasadzie nie sporządzają prognoz, tylko szacują, co pokażą dane dotyczące minionego już okresu. Często jestem pytany, czemu to właściwie ma służyć. Odpowiadam, że taki „nowcasting” ma znaczenie dla uczestników rynku finansowego, którzy chcą wiedzieć, jakich odczytów się spodziewać. A co z tych prognoz i szacunków mają ekonomści? Jaką mają państwo motywację do udziału w konkursie?

Ł.T.: Analizujemy i prognozujemy dane miesięczne, gdyż ich publikację ujawniają, czy gospodarka pozostaje na oczekiwanej ścieżce scenariusza gospodarczego, czy też może zaczyna się w niej coś dziać, co nakazuje zastanowić się nad zmianą scenariusza.

A.Ś.: To zajęcie pełni bardzo ważną funkcję edukacyjną. Comiesięczne, systematyczne przeanalizowanie „pakietu” wskaźników z polskiej gospodarki pomaga w jej zrozumieniu, także na potrzeby prognoz średnio- i długoterminowych.

Ł.T.: Oczywiście przez kilkanaście ostatnich lat wzrosła rola informacji płynących z gospodarki globalnej. Zmalało z kolei rynkowe znaczenie niektórych danych miesięcznych z polskiej gospodarki. Wynika to z tego, że nasza gospodarka stała się bardziej stabilna i przewidywalna. Kiedyś, gdy Polska miała duży deficyt na rachunku obrotów bieżących, statystyka bilansu płatniczego potrafiła mocno ruszyć kurs złota. Dzisiaj takie dane budzą mało emocji. Ale odczyty inflacji, a także niektórych wskaźników ze sfery realnej, mają wciąż znaczenie dla rynku obligacji. Formułując te prognozy, dajemy wsparcie dla obszaru skarbu.

O tym, że miesięczne dane wciąż potrafią być emocjonujące, świadczy grudniowy odczyt inflacji, która skoczyła do najwyższego od

**3,5
proc.**
takiego wzrostu
PKB Polski w 2020 r.
spodziewają się
ekonomści BOS.

**2012 r. poziomu
3,4 proc. rocznie,
z 2,6 proc. w
listopadzie. Co
dalej?**

A.Ś.: W najbliższych miesiącach dalszy wzrost inflacji jest w zasadzie przesądzony. Trudno sobie wyobrazić, co mogłoby zapobiec jej wyższemu wybiegowi 4 proc. w I kwartale 2020 r.

Ł.T.: Zmiany cen administrowanych, np. energii i odbioru śmieci, wzrost akcyzy na alkohol i tytoń podniosą inflację w pierwszych miesiącach 2020 r. Będziemy też mieli ciągłony efekt ostatnich wyższych cen mięsa i efekt niskiej bazy odniesienia w przypadku paliw, które przed rokiem taniały.

Prognozy co do tego, jak bardzo wzrośnie inflacja na początku 2020 r., są zróżnicowane. Wszyscy ekonomści są jednak zgodni co do tego, że w dalszej części roku inflacja zacznie hamować ze względu na spowolnienie gospodarcze oraz wysoką bazę odniesienia dla cen żywności. Naprawdę nie ma ryzyka, że inflacja zacznie się utrzymywać, np. z powodu wzrostu oczekiwań inflacyjnych?

A.Ś.: Efekt wysokiej bazy odniesienia z II połowy 2019 r. będzie naprawdę bardzo silny. W przypadku cen żywności mieliśmy do czynienia z rzadko spotykanymi szokami, szczególnie na rynku mięsa wieprzowego oraz warzyw, co pomimo stabilnych notowań

wielu surowców żywnościowych wywindowało inflację w kategorii żywność do ponad 6 proc. rocznie. W 2020 r. musiałoby dojść do równie silnego szoku podaźowego na rynku wieprzowiny co w 2019 r. w związku z ASF, aby ta dynamika utrzymała się na tak wysokim poziomie.

Ł.T.: Nasz bazowy scenariusz zakłada, że dynamika cen żywności będzie zbiegała z 6 do 1 proc. Oczywiście opiera się on na założeniu standardowego urodzaju w przypadku warzyw i owoców. I pewnie można by sobie zadać pytanie, co dziś znaczy „standardowy”.

Można argumentować, że z powodu zmian klimatu anomalie pogodowe stały się normą. Także inne szoki podaźowe, niezwiązane z pogodą, zdają się występować coraz częściej. Po ubiegłorocznym wstrząsie na rynku wieprzowiny w tym roku zanoszą się na wstrząs na rynku drobiu.

Ł.T.: Zgadza się. Notabene wpływ zmian klimatycznych na gospodarkę staje się coraz istotniejszym aspektem analiz zespołów analitycznych w instytucjach finansowych. Będzie on miał coraz większy wpływ na gospodarkę i jej poszczególne sektory. A wracając do inflacji, jeżeli wzrost temperatury i ograniczone opady będą się powtarzać, to trzeba się liczyć z tym, że w najbliższych latach wysoka zmienność cen owoców i warzyw stanie się normą. Natomiast w dłużym okresie zapewne producenci do tej sytuacji będą się dostosowywać, np. poprzez inwestycje w systemy nawadniające uprawy.

Poskutkuje to trwałym, wyższym średnim poziomem cen, ale skala zmienności cen będzie mniejsza. Ten proces zresztą już postępuje.

A.Ś.: To nie jest zupełnie nierealistyczny scenariusz, wysokie obciążenia kosztowe będą się wciąż przekładać na wyższe ryzyko wzrostu cen detalicznych. Nie przypisywałabym jednak takiemu scenariuszowi dużego prawdopodobieństwa. Widać sporo czynników, które mogą ograniczać firmom przestrzeń do podnoszenia cen. Po pierwsze, koniunktura słabnie, konsumpcja nie będzie rosła już tak

PARKIET

NIE MA MOCNYCH NA DUET Z BOS

Ekonomści z BOS w 2019 r. trzeci raz z rzędu zwyciężyli w konkursie prognoz „Parkietu”, wyprzedzając zespoły banków Santander i Pekao.

„Kogo słuchać, żeby nie dać się zaskoczyć danym”
13 stycznia 2020 r.

www.parkiet.com/gospodarka

dynamicznie jak w ostatnich latach. Po drugie, wydaje się, że okres największych obaw przed nasilaniem się presji płacowej jest już za nami. Po trzecie, w przeszłości epizody wysokiej inflacji zawsze miały związek ze wzrostem cen ropy naftowej i innych surowców. Teraz, z powodu zachodzących na rynku ropy zmian strukturalnych, ceny tego surowca od lat nie przebiły trwale poziomu 75 USD za baryłkę i



nie oczekujemy tego w kolejnych kwartałach. Poza wszystkim może się wydawać, że inflacja bazowa – szczególnie jeśli dodatkowo wyłączymy się z niej ceny administrowane – zaczęła rosnąć dopiero w 2019 r. i ten proces dopiero będzie nabierał tempa. Tak nie jest, w wielu kategoriach towarów i usług, których ceny są wrażliwe na wpływ cyklu, inflacja rosła już w 2018 r., a wzrost inflacji bazowej ogółem hamowały silne redukcje cen w kilku kategoriach, np. w łączności i ubezpieczeniach. Wzrost cen w tych kategoriach w 2019 r. skutkował właśnie silnym przyspieszeniem inflacji bazowej. Teraz jednak w wielu kategoriach towarów i usług możemy raczej oczekiwać utrzymania się wysokiego wzrostu cen niż jego dalszego przyspieszania.

L.T.: Nie zapominajmy też, że na świecie inflacja pozostaje bardzo umiarkowana, a my tę niską inflację „importujemy”. To oraz bardzo silna konkurencja na rynku towarów, także z powodu czynników strukturalnych, takich jak rozwój handlu internetowego, sprawia, że w

pracowników, który trzymał wzrost płac w ryżach, słabnie?

A.S.: Takie sygnały płyną z przedsiębiorstw. Wynika to z już widocznego i oczekiwanego pogorszenia koniunktury. Być może też część firm nie jest już w stanie płacić więcej, muszą raczej ograniczać dalszy wzrost zatrudnienia, co w dalszej perspektywie będzie ograniczało presję płacową.

L.T.: Zauważmy, że w przeszłości przy wzroście PKB w tempie 3–3,5 proc. nominalna dynamika płac kształtowała się na poziomie 3–4 proc. Mimo oczekiwanego spowolnienia gospodarki prognozujemy, że wzrost płac utrzyma się w okolicy 6–7 proc. To pokazuje, że ograniczenia podażowe, tzn. słabszy z powodów demograficznych napływ nowych pracowników na rynek pracy, wraz z dużą podwyżką płacy minimalnej będą nadal stymulowały wzrost kosztów pracy. Ale ryzyko przyspieszenia wzrostu płac do dwucyfrowych poziomów, czego obawiano się jeszcze przed rokiem, wyraźnie spadło.

mocno w koniunkturę nad Wisłą. Większość prognoz na 2020 r. zakłada, że sytuacja na świecie nieco się poprawi. To również nie będzie miało dużego wpływu na polską gospodarkę?

A.S.: To, że polska gospodarka nie wyhamowała tak mocno, jak sugerowałyby osłabienie koniunktury w Europie Zachodniej, nie oznacza, że jesteśmy całkowicie odseparowani od wpływu koniunktury globalnej. W minionych latach polskiej gospodarce przebiegała kumulacja czynników podbijających przebiegiem popyt krajowy. Z jednej strony były to transfery społeczne, z drugiej inwestycje publiczne współfinansowane z funduszy UE. Te czynniki po prostu złagodziły wpływ sytuacji zewnętrznej na polską gospodarkę. Ich znaczenie będzie jednak małe, stąd ożywienie na świecie jest nam potrzebne.

L.T.: Póki co spowolnienie w światowej gospodarce jest też nietypowe. Silnej recesji w przemyśle

będziemy co kwartał zadawali sobie pytania, czy Niemcom uda się uniknąć recesji, i że nie dojdzie do dalszej dezintegracji światowego ładu handlowego. Zawarta właśnie pierwsza umowa handlowa między USA a Chinami to dobra wiadomość, ale koniunktura w światowym handlu będzie nadal źródłem niepewności. Ostatecznie zakładamy, że ten impuls zewnętrzny może polskiej gospodarce nieco pomóc w II połowie 2020 r., ale nie na tyle, żeby przywrócić wzrost PKB powyżej 4 proc. rocznie.

Większość ekonomistów zakłada, że tym, co w największym stopniu przyczyni się do spowolnienia polskiej gospodarki, będzie wyhamowanie wzrostu – a nawet spadek – wartości inwestycji. Czy nie jest tak, że poprawa koniunktury na świecie powinna raczej sprzyjać inwestycjom w Polsce?

A.S.: W 2020 r. to inwestycje publiczne będą głównym czynnikiem determinującym skalę osłabienia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Jeżeli faktycznie inwestycje publiczne na poziomie centralnym zrekomensują wyrażne spadki wydatków samorządów, dynamika inwestycji ogółem utrzyma się na dodatnim poziomie. Jeśli zaś chodzi o przedsiębiorstwa, to generalne osłabienie popytu obniży dynamikę ich inwestycji, choć faktycznie lepsze informacje z zagranicy mogą to nieco ograniczyć – szczególnie w przypadku firm prywatnych z kapitałem zagranicznym. Co więcej, wciąż, pomimo solidnego wzrostu nakładów inwestycyjnych w latach 2017–2019, widzimy spore potrzeby i potencjał dla wzrostu inwestycji w sektorze spółek publicznych.

L.T.: Biorąc pod uwagę założenie ograniczonej skali spowolnienia, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w firmach, a także niedobór pracowników, nie ma zbyt wielu przesłanek, żeby się spodziewać załamania inwestycji przedsiębiorstw prywatnych, szczególnie jeśli sytuacja w gospodarce globalnej będzie się stabilizowała. Wewnętrzny czynnik ryzyka, który trzeba śledzić, są rosnące w ostatnich kwartałach koszty działalności firm, w tym np. pracy i energii elektrycznej. To będzie ujemnie wpływało na rentowność przedsiębiorstw w czasie, gdy słabł będzie także popyt. Duże i średnie firmy mają spore bufor, które powinny im pozwolić na inwestycje, choćby w celu zastępowania pracy kapitałem. Małym firmom będzie jednak trudniej.

Jakie znaczenie dla dynamiki inwestycji będzie miała sytuacja na rynku kredytowym? Były prezes NBP Marek Belka powiedział niedawno, że obawia się scenariusza, w którym wzrost inflacji i związany z tym spadek realnych stóp procentowych doprowadzi do odpływu depozytów z banków, ograniczając ich możliwości finansowania firm.

L.T.: Nawet przy założeniu, że doszłoby do wyhamowania wzrostu wartości depozytów, nie sądzę, aby pojawiły się ograniczenia kredytowe dla inwestycji. Banki nie mają problemu z podażą kredytu. Jeśli już, to wyzwaniem jest zapotrzebowanie na kredyt, bo polskie firmy preferują inwestowanie ze środków własnych, oraz wiarygodność kredytowa potencjalnych kredytobiorców. Wiarygodne firmy nie powinny mieć problemu z pozyskaniem kredytu. ©©

CV

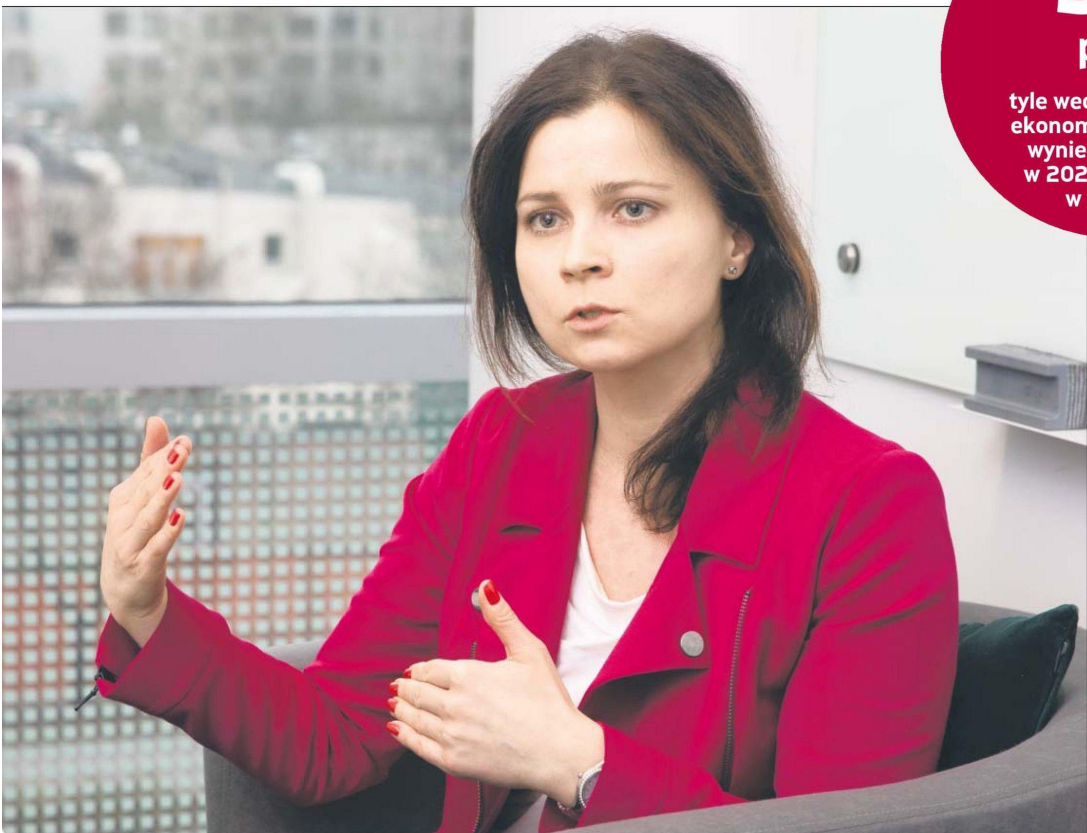
ŁUKASZ TARNAWA

Od 2011 r. główny ekonomista i dyrektor biura analiz makroekonomicznych Banku Ochrony Środowiska. Wcześniej, od 2004 r., pełnił tę samą funkcję w PKO BP. Jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej, Uniwersytetu w Derby i Uniwersytetu Staffordshire.

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA

Od 2011 r. ekonomista w Banku Ochrony Środowiska. Wcześniej pracowała w PKO BP, gdzie była kierownikiem zespołu analiz makroekonomicznych. Absolwentka Szkoły Głównej Handlowej.

Ekonomiści BOŚ w latach 2017–2019 wygrali w konkursie krótkoterminowych prognoz makroekonomicznych i rynkowych „Parkietu”. W 2016 r. zajęli drugie miejsce. W 2013 r. zwyciężyli w konkursie prognoz średnioterminowych „Parkietu” i „Rzeczpospolitej”. ©©



FOT. R. GARDZIŃSKI (2)

warunkach osłabienia koniunktury firmy będą się raczej godziły na erozję wyników finansowych, niż próbowali w pełni przerzucić wyższe koszty na odbiorców.

Z państwa wypowiedzi wynika, że żyjemy w świecie trwale niskiej inflacji i niskich stóp procentowych. Naprawdę najgorsze, co może nas spotkać, to inflacja na poziomie 4 proc. przez kilka miesięcy?

A.S.: Mam pewien opór przed formułowaniem kategoriycznych wniosków, że wpływ zmian strukturalnych jest na tyle silny, iż inflacja nie może już zaskoczyć silnym wzrostem. Z drugiej strony jaka byłaby prognoza inflacji np. dziesięć lat temu, gdyby doszło do tak silnej kumulacji podwyżek cen? Mówilibyśmy pewnie o inflacji w szczycie znacznie powyżej 4,5 proc. Tak więc coś się jednak zmieniło.

L.T.: Ale nawet jeśli tak jest, nie powinniśmy zakładać, że stopy procentowe już się nie zmienią. Od czasu kryzysu z lat 2007–2008 z punktu widzenia polityki pieniężnej bardzo ważne stało się to, co będzie się działo na rynku nieruchomości, oszczędności itp. Jednym z wniosków z tamtego kryzysu jest bowiem to, że ze względu na niską inflację banki centralne nie dostrzegły w porę nierównowag na rynkach aktywów.

Dlaczego sądzą państwo, że apogeum presji płacowej jest za nami, skoro w tym roku doszło do jednej z największych w historii podwyżek płacy minimalnej, a napływ

Stabilizacja wzrostu nominalnych płac wraz z wyhamowaniem wzrostu zatrudnienia i wyższą inflacją stłumi wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. Jak to się przełoży na wydatki konsumpcyjne?

A.S.: Wzrost konsumpcji zwolni. Nie zapominajmy jednak, że dynamika funduszu płac będzie spadała z bardzo wysokiego poziomu. Przez dużą część 2020 r. na dynamikę dochodów gospodarstw domowych pozytywnie będą wpływały jeszcze transfery społeczne. Te dochody wciąż będą więc rosły w wysokim tempie w tym okresie, gdy inflacja będzie najwyższa. Dlatego jeśli w II połowie roku inflacja zwolni poniżej 3 proc., jak zakładamy, to wzrost konsumpcji nie zahamuje gwałtownie, pozostanie powyżej 3 proc. rocznie.

Historycznie w Polsce stopa oszczędności rosła w okresach spowolnienia. A teraz dodatkowo spowolnieniu będzie towarzyszyła wyższa inflacja, która będzie też wyraźnie odczuwalna, bo najszybciej drożeją często kupowane towary i usługi. Czy w takich warunkach konsumenci nie zaczną bardziej zaskasać pasą?

L.T.: Na decyzję wydatkowe konsumentów największy wpływ ma bezpieczeństwo zatrudnienia. Dzisiaj dynamika zatrudnienia wyhamowuje, ale ryzyko utraty pracy jest bardzo niskie.

Spowolnienie w globalnej gospodarce, trwające od połowy 2018 r., nie uderzyło

towarzyszy nieźła koniunktura w sektorze usług i solidny popyt konsumpcyjny. W polskim eksporcie zaś dobra konsumpcyjne mają wysoki udział, a eksport usług rośnie.

A.S.: Ta sytuacja zewnętrzna świetnie wpisala się także w zmiany strukturalne w polskim handlu zagranicznym. Według danych Eurostatu na temat rachunków narodowych realna dynamika eksportu towarów już w 2018 r. obniżyła się w kierunku 5 proc. rocznie z ponad 9 proc. w światowym dla światowej gospodarki 2017 r. Jednocześnie dynamika eksportu usług nawet lekko wzrosła. W ciągu ostatniej dekady saldo obrotów towarami waha się od 25 mld zł deficytu do 25 mld zł nadwyżki, natomiast saldo handlu usługami stało się poprawiało, łącznie o ok. 70 mld zł.

L.T.: Czyli zależność polskiej gospodarki od koniunktury globalnej nie maleje, co najwyżej zmienia się jej charakter. Ponadto nie powinniśmy nam umykać fakt, że zmienność dynamiki PKB na świecie zmalała, co można pomylić z większą odpornością polskiej gospodarki na koniunkturę na świecie.

A czy jest możliwe, że poprawa koniunktury na świecie okaże się na tyle wyraźna, żeby neutralizować skutki hamowania konsumpcji i inwestycji w Polsce?

L.T.: Nie nastawiamy się na silne ożywienie. Nie wracamy do koniunktury z lat 2016–2017, które były bardzo udane dla światowej gospodarki. Nadzieje są raczej na to, że skończy się recesja w przemyśle strefy euro, że nie