

10 stycznia 2022 r.

Gospodarka w 2022 roku: 10 głównych wyzwań

Arkadiusz Krześniak

+ 48 22 607687967,

arkadiusz.krzesniak@db.com

Spis treści

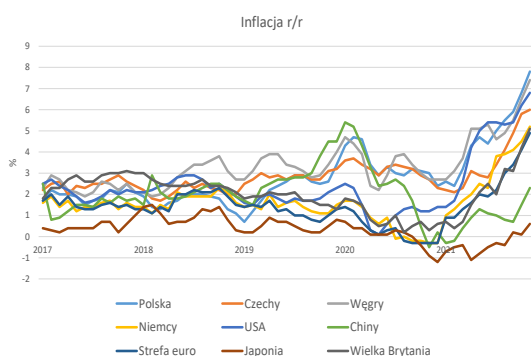
Ryzyko przegrzania się gospodarki.....	2
Optymizm dotyczący rozwoju sytuacji ekonomicznej.....	3
Rosnąca inflacja.....	4
Koniec taniego pieniądza.....	5
Niedostateczna podaż pracowników	6
Nacisk na bardziej efektywne wykorzystanie aktywów	7
Dywergencja koniunktury - znak nowej normalności?	8
Wzrost stanu zapasów, wysokie ceny energii	9
Obligacje ESG szybko zyskują na popularności.....	10
Nowe technologie	11

Ryzyko przegrzania się gospodarki

Inflacja jest obecnie zjawiskiem występującym powszechnie i dotyczy większości gospodarek wychodzących z szoku Covid-19 (rys. 1). Szok spowodowany Covid-19 nie miał typowego charakteru. Impuls go wyzwalający (czyli patogen SARS-CoV-2) pochodził spoza systemu gospodarczego, a reakcja miała charakter szoku podażowo-popytowego. Szok podażowy (lock-downy i restrykcje w zakresie kontaktów społecznych i aktywności gospodarczej) miał charakter administracyjny, natomiast szok popytowy wynikał ze zmian zachowania konsumentów w reakcji na pojawiające się informacje, rekomendacje i nakazy dotyczące nowego zagrożenia.

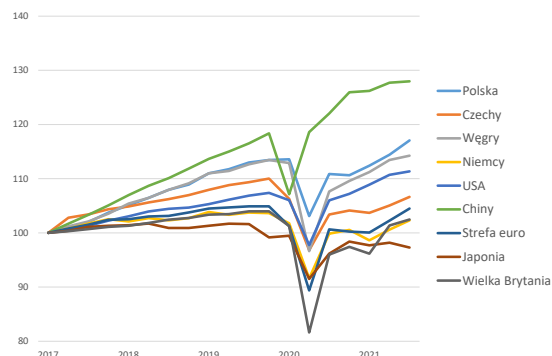
Pierwsza faza, przypadająca na pierwszą połowę 2020 roku, charakteryzowała się głęboką recesją z powodu szoku podażowego oraz przymusową akumulacją oszczędności ze względu na szok popytowy (wzmocnioną przez rządowe programy osłonowe finansowane przez banki centralne), który prowadził do spadku inflacji. Faza druga, obejmująca drugą połowę 2020 roku to szybkie wyjście z recesji, podczas gdy lock-downy kończyły się lub przybierały łagodniejszą formę. Faza trzecia, która rozpoczęła się na początku 2021 roku, to ożywienie gospodarcze, skorelowane z kampaniami szczepień, otwieraniem gospodarek i łagodzeniem restrykcji. Do III kwartału 2021 roku większość głównych gospodarek nadrobiła straty z powodu lock-downów (rys. 2), a wzrastający popyt na środki produkcji ze strony przemysłu spotkał się z odblokowanym odłożonym popytem ze strony konsumentów, który został wzmocniony przez zakumulowane zagregowane oszczędności. Trudności z realizacją zwiększonego popytu wyzwolonego przez zsynchronizowane otwarcie gospodarek, zostały pogłębione zarówno przez już istniejące, jak i nowe wąskie gardła w transporcie międzynarodowym oraz przez ograniczone możliwości szybkiego zwiększenia podaży przez kluczowe branże. Na to nałożył się kolejny szok podażowy wynikający ze wzrostu cen energii i surowców energetycznych. O ile pierwotny impuls inflacyjny po otwarciu gospodarek miał charakter podażowy, zwiększona podaż pieniądza przez banki centralne w połączeniu z zakumulowanymi oszczędnościami gospodarstw domowych powoduje, że w kolejnych miesiącach inflacja może nabrać charakteru monetarnego. Może do tego dojść, o ile dodatkowy impuls pieniężny z 2020 roku nie zostanie szybko wycofany, między innymi przez podwyżki stóp procentowych. W przeciwnym wypadku, wzrośnie zarówno ryzyko przegrzania gospodarki, jak i ryzyko pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy, czyli spirali cenowo-płacowej. Ze względu na elastyczność sektora przemysłowego w Polsce, wynikającą, między innymi, z dywersyfikacji przemysłu, pozwalającej wykorzystać i akomodować zmiany popytu zagranicznego, ryzyko stagflacji, przy braku dodatkowych zewnętrznych szoków dla gospodarki jest obecnie niskie. Przy dobrej sytuacji na rynku pracy i szybkim wzroście PKB obserwowanym obecnie, wolniejsze wycofywanie stymulacji monetarnej przez NBP będzie prawdopodobnie bardziej wpływać na zwiększenie wzrostu gospodarczego, niż na inflację.

Rys. 1. Inflacja w wybranych krajach



Źródło: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Rys. 2. PKB w wybranych krajach (I kw. 2017 = 100)



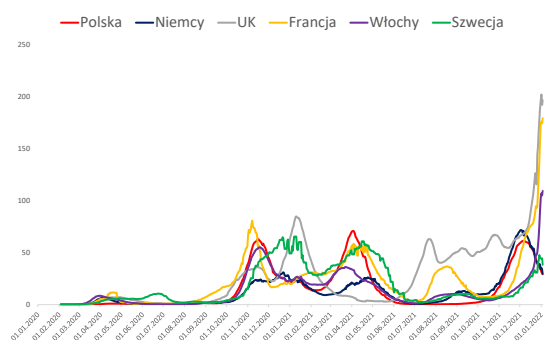
Źródło: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Optymizm dotyczący rozwoju sytuacji ekonomicznej

Pomimo pojawiania się nowych wariantów koronawirusa, takich jak wariant Omikron, i wywołanych nim ponownych lockdownów w niektórych państwach europejskich i wprowadzaniu dodatkowych ograniczeń (m. in. w podróżowaniu), nadal są powody do optymizmu. Wynika on przede wszystkim ze zwiększonej dostępności szczepionek oraz wprowadzenia bardziej efektywnych metod leczenia. Mimo wysokiej i zwiększającej się w niektórych krajach liczby nowych zakażeń związanych z wariantem Omikron (rys. 3), śmiertelność pozostaje na relatywnie niskim poziomie. Zwraca uwagę odmienny przebieg pandemii w poszczególnych krajach, zwłaszcza jeśli chodzi o rozkład poszczególnych fal i liczbę infekcji w szczycie fali. Niemniej jednak, w analizowanych krajach, dotychczas występujące fale (z wyłączeniem wariantu Omikron), miały podobną amplitudę – w szczytowej fazie średnia 14-dniowa infekcji na 100 tys. mieszkańców wynosiła ok. 60-80. Wart odnotowania jest również fakt synchronizacji IV fali infekcji w Polsce i w Niemczech, podczas gdy III fala w Polsce była zsynchronizowana z III falą we Francji i Szwecji, a II fala infekcji w Polsce była zsynchronizowana z II falą we Włoszech oraz Francji. Pierwsza fala Covid-19, która miała miejsce w II kw. 2020 roku, a która spowodowała najsilniejszą reakcję w postaci twardego lockdownu, jest prawie niewidoczna na wykresach 3 i 4. Fale II i III, które wystąpiły odpowiednio w IV kw. 2020 roku oraz na przełomie I i II kw. 2021 roku są połączone, co wynika z nałożenia się II fali z wariantem brytyjskim, który spowodował III, najsilniejszą falę Covid-19 w Polsce. Szczytowa liczba stwierdzonych infekcji w III fali (biorąc pod uwagę średnie 14-dniowe) była o 13-15% wyższa niż w II fali, a szczytowa liczba infekcji w IV fali była niższa o 17-19% niż w III fali, a zarazem niższa o 5-9% niż w II fali. IV fala Covid-19 jesienią 2021 roku pojawiła się o ok. 3-4 tygodnie później niż II fala na jesieni 2020 roku, co prawdopodobnie wynikało z kampanii szczepień przeprowadzonej w 2021 roku. Odmienne warunki pogodowe oraz inne czynniki mogły również mieć wpływ na przebieg IV fali. W Polsce, czwarta fala Covid-19 stopniowo przygasa, po osiągnięciu szczytu stwierdzonych infekcji w pierwszym tygodniu grudnia (ze względu na przebieg choroby, szczyt zgonów został przesunięty o ok. 2-3 tygodnie i wystąpił prawdopodobnie pod koniec grudnia 2021 roku i na początku stycznia 2022 roku), ale prognozy oparte na sprawdzonym w poprzednich falach Covid-19 modelu przestrzennym ICM UW napawają optymizmem (rys. 4).

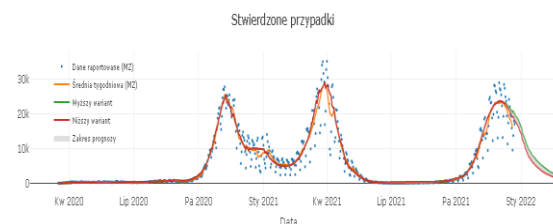
Czynnikiem zmieniającym diametralnie sytuację w 2022 roku będzie pojawienie się leków antywirusowych na Covid-19, których próby kliniczne są obecnie w zaawansowanym stadium. Pozwoli to na reagowanie we wczesnych stadiach choroby, zmniejszy obciążenie szpitali i zmniejszy ryzyko ciężkich przypadków w grupach najbardziej narażonych. W skali globalnej, społeczność międzynarodowa nauczyła się, jak zarządzać tego typu zagrożeniami. Rozwój medycyny pozwala mieć nadzieję na opanowanie Covid-19 w nadchodzącym roku, zwłaszcza, że kolejne warianty, zgodnie z zasadami biologii ewolucyjnej, wydają się lepiej przystosowane do środowiska, czyli są bardziej zaraźliwe, ale mniej śmiertelne. Połączenie odporności poszczepiennej oraz odporności nabytej wskutek przechorowania, z odpornością naturalną wynikającą z uwarunkowań genetycznych i środowiskowych wraz z bardziej efektywnymi metodami leczenia (włączając w to nowe leki przeciwwirusowe) pozwala mieć nadzieję, że pandemia Covid-19 w Polsce zostanie opanowana w nadchodzącym roku.

Rys. 3. Nowe przypadki Covid-19
(średnia 14-dniowa na 100 tys. mieszkańców)



Źródło: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Rys. 4. Model ICM UW przebiegu Covid-19 dla Polski

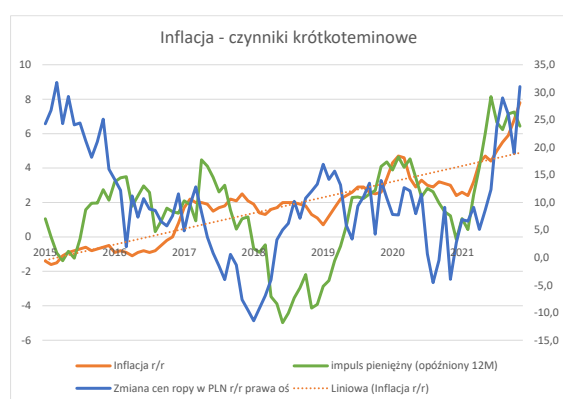


Źródło: ICM UW

Rosnąca inflacja

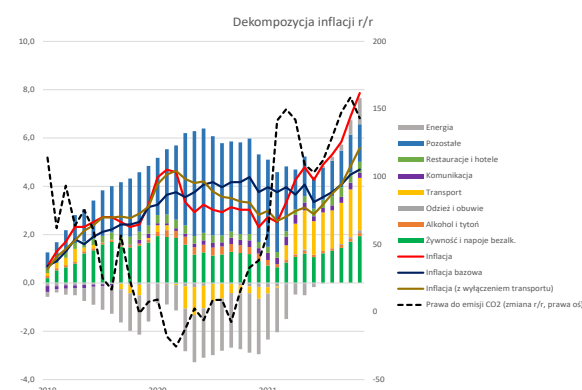
Rosnąca inflacja ma nadal charakter podażowy i wywołana jest przede wszystkim wzrostem cen producenta wynikającym (1) ze zwiększonego popytu na surowce i komponenty w fazie ożywienia po otwarciu gospodarek w II kw. 2021 roku oraz (2) problemów logistycznych wynikających z wąskich gardeł w transporcie międzynarodowym i restrykcyjnej polityki antycovidowej w Chinach. Drugim czynnikiem powodującym wzrost inflacji jest wzrost cen energii. Trzeci czynnik – monetarny – wynikający z pośredniego finansowania rządowych programów pomocowych za pomocą skupu obligacji, stał się widoczny dopiero w III kw. 2021 roku podnosząc inflację bazową i w konsekwencji inflację konsumenta (rys. 5). Program skupu obligacji przez NBP wygasł samoistnie, wraz z wygasaniem rządowych programów pomocowych w czasie pandemii. Kolejne podwyżki stóp zneutralizują impuls monetarny, jaki NBP zaaplikował gospodarce. Wzrost inflacji w 2021 roku wynikał głównie ze wzrostu cen paliw, rosnących cen transportu oraz wzrostu cen żywności. O ile w krótkim terminie (najbliższe kilka miesięcy) głównymi czynnikami podnoszącymi inflację będzie wzrost cen transportu oraz wzrost cen żywności wynikające ze wzrostu cen paliw (częściowo łagodzonego przez Tarczę Antyinflacyjną), o tyle w średnim terminie (kilka najbliższych lat), głównym czynnikiem generującym inflację będą podwyżki cen energii (rys. 6). W latach 2019 i 2020 ceny energii zmniejszały inflację (m. in. ze względu na spadek cen uprawnień do emisji CO₂ w tym okresie), natomiast gwałtowny wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ na początku 2021 roku oraz ponownie w IV kw. 2021 roku spowodował, że ceny energii zaczęły wpływać na wzrost inflacji (w listopadzie wzrost cen energii zwiększył inflację o 1,1 pkt. proc.). W I kw. 2022 roku inflacja będzie ograniczana przez Tarczę Antyinflacyjną, lecz wciąż będzie utrzymywać się na poziomie 8% lub powyżej. Ceny energii będą głównym czynnikiem generującym inflację w 2022 roku. W drugiej połowie 2022 roku zmniejszeniu powinna ulec presja na wzrost cen producenta, z powodu oczekiwanej stopniowej normalizacji funkcjonowania łańcuchów dostaw. Kolejne podwyżki stóp procentowych przez NBP, stopniowa aprecjacja złotego, słaby dolar oraz efekt wysokiej bazy statystycznej, będą dodatkowo działać w kierunku zmniejszenia inflacji do ok. 6,3% na koniec 2022 roku. Ze względu na fakt, że wzrost cen konsumenta występuje w kategoriach dóbr, na które popyt jest mało elastyczny (energia, paliwa/transport, żywność), inflacja w najbliższych kilku kwartałach będzie ograniczać dochód do dyspozycji gospodarstw domowych, co z kolei powinno stabilizować inflację bazową.

Rys. 5. Inflacja – czynniki krótkoterminowe



Źródło: GUS, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Rys. 6. Dekompozycja inflacji w Polsce

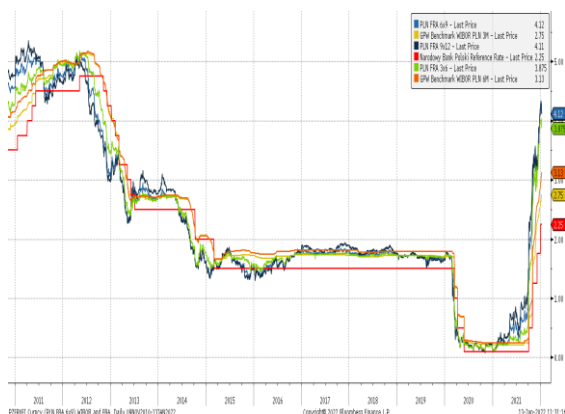


Źródło: GUS, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Koniec taniego pieniądza

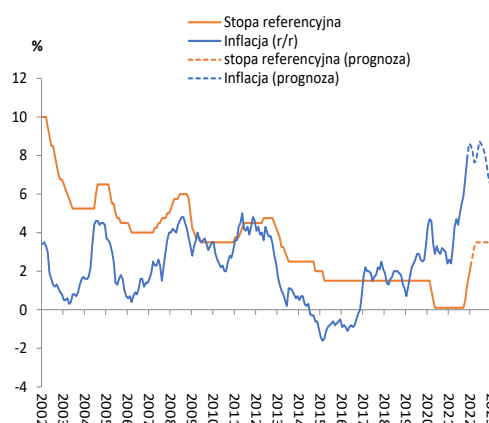
W odpowiedzi na rosnącą inflację NBP dołączył do banków centralnych regionu podnosząc stopę referencyjną o 215 punktów bazowych z 0,10% we wrześniu, do 2,25% w styczniu 2022 roku (rys. 7). Z względu na fakt, że szybko rosnąca inflacja stwarza niebezpieczeństwo utrwalenia się wysokich oczekiwań inflacyjnych i kontrastuje z wciąż niskim poziomem stóp procentowych banku centralnego, w naszej ocenie NBP będzie zmuszony skoncentrować podwyżki stóp procentowych na początku obecnego cyklu podwyżek, który prawdopodobnie będzie relatywnie krótki – powinien zakończyć się w pierwszej połowie 2022 roku. Spodziewamy się, że w lutym i marcu br. NBP podniesie stopy po 50 punktów bazowych, a następnie, w kwietniu o kolejne 25 punktów bazowych, co podniesie stopę referencyjną do poziomu 3,5%. Taka reakcja RPP byłaby spójna z funkcją reakcji NBP estymowaną na podstawie reguły Taylora, przy uwzględnieniu obecnie realizującego się scenariusza wysokiej inflacji i wciąż silnego wzrostu PKB w Polsce. Zakładając, że ceny producenta będą stabilizować się w 2 połowie 2022 roku oraz przy założeniu, że nie wystąpią kolejne szoki popytowe, inflacja konsumenta (również ze względu na efekt bazy), powinna stopniowo spadać. Spadek ten będzie jednak powolny, ze względu na wysokie ceny energii. Ten typ szoku podażowego nie będzie mógł być akomodowany polityką pieniężną, bez istotnego ograniczenia aktywności gospodarczej. Będzie to powodować, że bank centralny będzie prawdopodobnie ostrożnie podnosił stopy, a to, czy NBP będzie mógł utrzymać stopę referencyjną na poziomie 3,5% do końca 2022 roku, będzie zależeć od ścieżki inflacji (rys. 8). Jeśli wysoka inflacja ulegnie utrwaleniu, cykl podwyżek może zakończyć się w okolicy 4%. Kolejne decyzje RPP będą zależeć od tego, jak szybko inflacja ulegnie normalizacji oraz jak szybko główne banki centralne (Fed i EBC) będą normalizować politykę pieniężną. W naszej ocenie, normalizacja polityki przez EBC, będzie odbywać się bardzo powoli. Natomiast Fed może rozpocząć cykl podwyżek stóp już w marcu br. Poziom stóp procentowych w głównych gospodarkach będzie wciąż relatywnie niski. Ze względu na przesunięcie nacisku z działań antyinflacyjnych z relatywnie krótkim horyzontem (1 rok) na politykę stabilizacji inflacji w średnim terminie (2-3 lata), przy jednoczesnym wspieraniu wzrostu gospodarczego, jest prawdopodobne, że nowa RPP będzie nadal skłonna akceptować inflację powyżej górnej granicy celu inflacyjnego, jeśli tylko prognozy będą pokazywać powrót inflacji do celu (2,5% +/-1%) w średnim terminie. Oznaczać to będzie utrzymanie wyższej inflacji, nadal silnego wzrostu gospodarczego, wciąż relatywnie niskich nominalnych stóp procentowych oraz ujemnych realnych stóp procentowych. Jednakże, wraz z przyspieszeniem inflacji w głównych gospodarkach i rozpoczęciem globalnego cyklu podwyżek stóp, era taniego pieniądza niewątpliwie ulega zakończeniu.

Rys. 7. Stopa referencyjna, stawki WIBOR i kontrakty FRA



Źródło: Bloomberg Finance LP

Rys. 8. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej

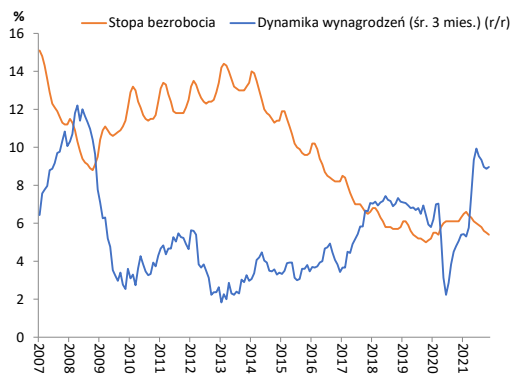


Źródło: GUS, NBP, Deutsche Bank Polska S.A.

Niedostateczna podaż pracowników

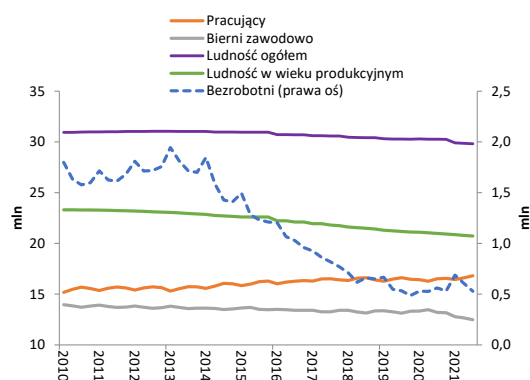
Lock-downy i ograniczenia związane z Covid-19 przerwały, choć nie zakończyły trwającego od 2014 roku silnego trendu spadkowego stopy bezrobocia w Polsce. Spadek stopy bezrobocia poniżej 7% spowodował, że począwszy od 2018 roku wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyśpieszył do poziomu 6-7%, z poziomu 3-4% w latach poprzednich (rys. 9). Na rynku pracy pojawiły się niedobory wyspecjalizowanych pracowników, spadł również ogólny zasób osób, które mogły podjąć pracę. Główną przyczyną spadku stopy bezrobocia i wynikającego z tego wzrostu dynamiki wynagrodzeń jest zmniejszanie się zasobu ludności w wieku produkcyjnym (rys. 10). Udział ludności w wieku produkcyjnym w ludności ogółem zmalał z 75% w 2010 roku do 69,5% w 2021 roku, a w liczbach bezwzględnych zmniejszył się z 23,3 mln osób w 2010 roku, do 20,7 mln osób (ubytek o 2,7 mln osób w ciągu 11 lat). Mimo spadku liczby osób w wieku produkcyjnym, liczba pracujących w Polsce wzrasta – zwiększyła się ona z 15,2 mln osób w I kw. 2010r roku do 16,8 mln osób w III kw. 2021 roku (wzrost o 1,6 mln osób w ciągu 11 lat), w tym okresie liczba osób biernych zawodowo spadła o 1,5 mln. Obecnie gospodarka Polski funkcjonuje się w stanie praktycznie pełnego zatrudnienia (w III kw. 2021 roku stopa bezrobocia wg badania rynku pracy wyniosła 3,0%) i pomimo nadal istniejących pewnych rezerw, możliwości zwiększania liczby osób pracujących są ograniczone. Przemysł, będący obecnie w fazie ożywienia, nadal zgłasza silny popyt na pracowników. Z kolei podaż pracy, stymulowana wzrostem wynagrodzeń, jest przejściowo ograniczana przez kwarantannę (obecnie 200 tys. osób wobec 780 tys. osób w szczycie IV fali Covid-19, na początku grudnia 2021 roku). Pandemia Covid-19 zmniejszyła liczbę osób biernych zawodowo, a po otwarciu gospodarki zwiększyła się liczba pracujących. Rynek pracy nadal pozostanie rynkiem pracownika, a wysoki, przekraczający 8% wzrost wynagrodzeń, powinien być utrzymany również w 2022 roku (przy założeniu, że nie pojawią się kolejne szoki dla realnej sfery gospodarki).

Rys. 9. Stopa bezrobocia i dynamika wynagrodzeń w Polsce



Źródło: GUS

Rys. 10. Główne trendy na rynku pracy w Polsce



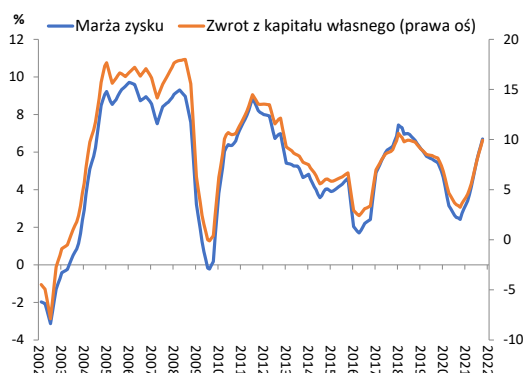
Źródło: GUS

Nacisk na bardziej efektywne wykorzystanie aktywów

W 2022 roku przedsiębiorstwa powinny zwracać większą uwagę na efektywność wykorzystania aktywów, bowiem dwa główne źródła zwrotu z kapitału własnego – marża zysku oraz dźwignia finansowa znajdują się pod większą presją. Marże zysku, po gwałtownym spadku w 2020 roku spowodowanym lock-downami, wzrosły w 2021 roku, ze względu na niskie koszty finansowe, powoli odbudowującą się dynamikę płać po ich zamrożeniu w 2020 roku oraz ze względu na dodatni wpływ osłabiającego się złotego. Trend wzrostowy marż zysku może być kontynuowany w najbliższych miesiącach, ale wzrost wynagrodzeń, stopniowe umocnienie złotego oraz wzrost stóp procentowych będą powodować presję na zmniejszenie marż. Na to nałoży się długookresowy trend spadkowy marż zysku wynikający ze zwiększającej się konkurencji.

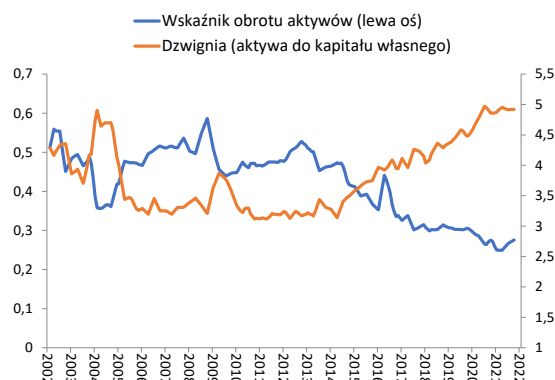
Przedsiębiorstwa notowane na GPW w Warszawie w okresie utrzymywania przez NBP relatywnie wysokich nominalnych stóp procentowych utrzymywały wskaźnik dźwigni na dość stabilnym poziomie wynoszącym nieco ponad 3 (rys. 11). Efektywność wykorzystania aktywów była relatywnie dobra (choć o połowę niższa niż np. dla spółek wchodzących w skład indeksu SP500) – każdy 1 zł aktywów generował ok. 0,5-0,6 zł przychodów ze sprzedaży. Począwszy od 2015 roku, wraz ze spadkiem stóp procentowych, przedsiębiorstwa zaczęły zwiększać dźwignię finansową z nieco ponad 3, do nieco poniżej 5 w 2021 roku (wzrost o ok. 2/3), co wpłynęło także na zmniejszenie efektywności wykorzystania aktywów – w 2021 roku 1 zł aktywów generował tylko 0,3 zł przychodów ze sprzedaży. W 2021 roku przedsiębiorstwa nie zwiększały już dźwigni finansowej, antycypując wzrost kosztów finansowania krótko- i długookresowego, który nastąpił w IV kw. 2021 roku. Kolejne podwyżki stóp procentowych przez NBP spodziewane w I kw. 2022 roku oraz możliwy dalszy wzrost długoterminowych stóp procentowych zwiększą koszt finansowania i prawdopodobnie skłonią przedsiębiorstwa do delewarowania, który to proces rozpoczęły już korporacje w USA. W drugiej połowie 2021 roku przedsiębiorstwa zaczęły dostrzegać problem, bowiem wskaźnik obrotu aktywów zaczął wzrastać. Z punktu widzenia inwestora, w przypadku, gdy przedsiębiorstwo nie zdecyduje się na zmniejszenie bilansu, będzie musiało sprawić, aby jego aktywa były bardziej efektywnie wykorzystywane. Nacisk na zwiększenie efektywności spowoduje, że w 2022 roku będą trzy grupy przedsiębiorstw: (1) te, które efektywnie wykorzystują aktywa, (2) te, które ignorują problem oraz (3) te, które wykorzystują aktywa nieefektywnie, ale starają się rozwiązać problem. To w grupie (3) pojawiają się prawdopodobnie interesujące okazje inwestycyjne.

Rys. 11. Marża zysku i zwrot z kapitału własnego (WIG)



Źródło: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Rys. 12. Wskaźnik obrotu aktywów i dźwignia (WIG)

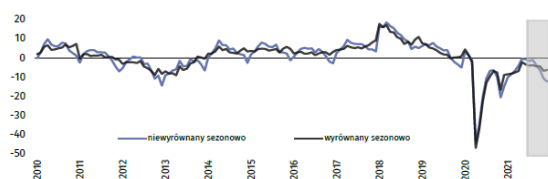


Źródło: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Dywergencja koniunktury - znak nowej normalności?

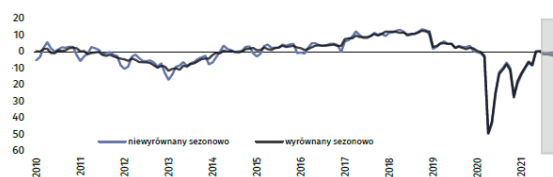
Reakcja na Covid-19 w każdym prawie aspekcie działania społeczeństwa daje obraz silnej, szokowej i nieciągłej zmiany, której skutki są rozłożone w dłuższym czasie. Nasuwa się pytanie, czy gospodarka wraca do modelu funkcjonowania sprzed ery pandemii, czy też zaszła istotna zmiana i zmierzamy w kierunku nowej rzeczywistości. Dane o PKB, zatrudnieniu, czy też produkcji przemysłowej pokazują ożywienie. Jednocześnie koniunktura w poszczególnych sektorach gospodarki pokazuje istotne różnicowanie się kondycji przedsiębiorstw. Sytuacja, w jakiej znajdują się przedsiębiorstwa różnicuje się także wewnątrz sektorów, gdzie ze względu na większą zdolność do akomodowania szoków, w lepszej kondycji znajdują się przedsiębiorstwa duże. Koniunktura w przemyśle (rys. 13) oraz w handlu detalicznym (rys. 14) podlega podobnym trendom, zależnym odpowiednio od zagregowanego popytu oraz popytu ze strony gospodarstw domowych. Koniunktura w przemyśle i handlu detalicznym sygnalizuje, że istnieje nadal nieuruchomiony popyt odłożony, zarówno na poziomie całej gospodarki, jak też w sektorze gospodarstw domowych. Koniunktura w transporcie i gospodarce magazynowej (rys. 15) zależna jest od ogólnego poziomu aktywności gospodarczej. W ostatnich miesiącach była ona wyższa niż przed Covid-19, ze względu na fakt, że poszczególne branże wraz z najsilniejszymi przedsiębiorstwami korzystały z kolejnych faz ożywienia po otwarciu gospodarek oraz że otwarcie było zsynchronizowane na poziomie gospodarek narodowych i pomiędzy krajami. Aktywności w tym sektorze sprzyjała też odbudowa i zwiększanie stanu zapasów. Najlepsza koniunktura występuje w informacji i komunikacji (rys. 16) i co więcej, odbudowała się najszybciej, co pokazuje zarówno wpływ zdalnej pracy i zdalnego nauczania, ale też wskazuje na realizację inwestycji informatycznych wstrzymanych w 2020 roku, a zarazem sygnalizuje rosnący popyt na przetwarzanie i wykorzystanie informacji. Proces produkcji stanowi multiplikator pracy ludzkiej, handel i dystrybucja optymalizują alokację zasobów, natomiast przetwarzanie informacji stanowi multiplikator obu ww. procesów. Pomiedzy tymi trzema procesami (produkcją, dystrybucją i przetwarzaniem informacji) występuje umiarkowana substytucyjność i silna komplementarność. W nadchodzącej gospodarce informacyjnej przedsiębiorstwa będą zdobywać przewagę konkurencyjną nie tylko wykorzystując bardziej efektywne metody produkcji i wydajniejsze systemy dystrybucji, ale przede wszystkim wykorzystując ekonomiczną wartość dodaną zawartą w informacji, którą dysponują i wytwarzają w trakcie swej działalności lub którą mogą pozyskać z rynku. Doprowadzi to do dalszego różnicowania przedsiębiorstw i branż, nie tylko według kryterium efektywności produkcji i zarządzania, ale także pod kątem efektywności wykorzystania informacji.

Rys. 13. Koniunktura w przemyśle przetwórczym



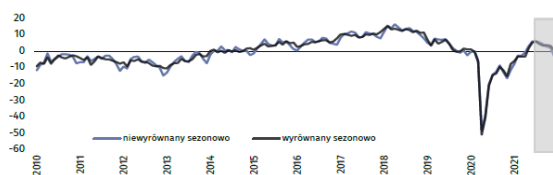
Źródło: GUS

Rys. 14. Koniunktura w handlu detalicznym



Źródło: GUS

Rys. 15. Koniunktura w transporcie i gospodarce magazynowej



Źródło: GUS

Rys. 16. Koniunktura w informacji i komunikacji



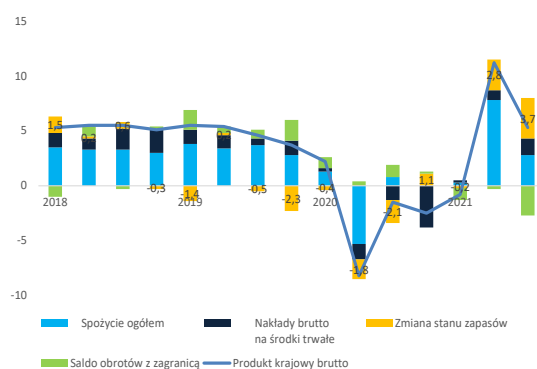
Źródło: GUS

Wzrost stanu zapasów, wysokie ceny energii

Zmiana stanu zapasów była drugim pod względem kontrybucji do wzrostu PKB (po spożyciu ogółem) składnikiem PKB w II i III kwartale 2021 roku (rys. 17). Biorąc pod uwagę słabnący udział spożycia ogółem we wzroście PKB, ze względu na obniżający się poziom zaufania konsumentów w IV kw. 2021 roku (rys. 18), spowodowany przede wszystkim IV falą Covid-19 oraz szybko rosnącą inflacją, a także umiarkowany udział inwestycji w środki trwałe, rola inwestycji w zapasy w generowaniu wzrostu PKB będzie prawdopodobnie nadal bardzo istotna w nadchodzących kwartałach. Naturalną odpowiedzią przedsiębiorstw na zakłócenia łańcuchów dostaw jest zwiększanie stanu zapasów, co generuje dodatkowy popyt na surowce, półprodukty i komponenty, zwiększając obciążenie sieci logistycznych i wywierając dodatkową presję na łańcuchy dostaw. Po uzupełnieniu stanu zapasów do pożądanego poziomu, przedsiębiorstwa, będą okresowo zmniejszać zapotrzebowanie na dostawy, co będzie powodować dodatkowe wahania popytu i podaży w łańcuchach dostaw, aż do ustalenia się nowego poziomu równowagi. Wzrost stanu zapasów jest również sposobem na zmniejszanie wpływu inflacji cen producenta na marżę zysku, także wtedy, gdy wzrost cen producenta wynika z wyższych cen energii. Ze względu na powolną odbudowę popytu konsumpcyjnego spowodowaną (1) ograniczeniem dochodów do dyspozycji (z powodu wzrostu cen energii i cen żywności) oraz (2) wzrostem niepewności gospodarstw domowych odnośnie do sytuacji w przyszłości (z powodu obaw dotyczących ogólnej sytuacji gospodarczej – patrz rys. 18), normalizacja stanu zapasów potrwa zapewne dłużej, niż wynikałoby to z rosnącego PKB.

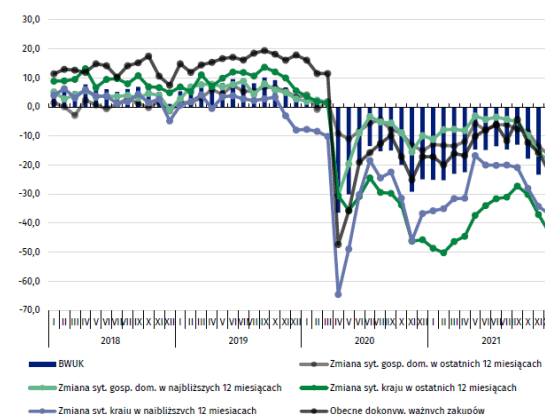
Wzrost cen energii będzie dodatkowo zakłócał sygnały cenowe informujące o relatywnej dostępności dóbr i w zależności od energochłonności procesu produkcji, może prowadzić do alokacji zasobów, odzwierciedlającej częściowo sygnały rynkowe, a częściowo preferencje regulatora rynku energii. Wzrost cen energii będzie w krótkim okresie prowadził do zmniejszenia marż, zaś w średnim będzie prowadził do optymalizacji źródeł dostaw i schematów konsumpcji, a w długim okresie będzie wymuszać zmianę technologii na mniej energochłonne. Wzrost kosztów energii zwiększy opłacalność inwestycji w odnawialne źródła energii i wymusi przesunięcie technologiczne gospodarki w kierunku niższej emisyjności. Z punktu widzenia producenta, w krótkim i średnim terminie, wysokie ceny energii będą zwiększać koszty produkcji i w rezultacie ceny (zwłaszcza dóbr energochłonnych), przesuwając popyt konsumpcyjny w kierunku konsumpcji dóbr o niższym indeksie węglowym i niższej energochłonności.

Rys. 17. Dynamika PKB (r/r) i udział składników popytu w jej tworzeniu.



Źródło: GUS, Deutsche Bank Polska S.A.

Rys. 18. Bieżący wskaźnik ufności konsumentów (BWUK) i jego składowe.



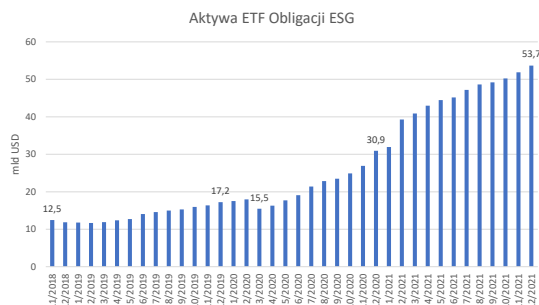
Źródło: GUS

Obligacje ESG szybko zyskują na popularności

Covid-19 przyspieszył wiele procesów, które miały początek na długo przed jego pojawieniem się. Jednym z bardziej spektakularnych zjawisk jest wzrost emisji obligacji ESG. W 2022 roku emisje obligacji ESG będą coraz powszechniejszym sposobem finansowania przedsiębiorstw, a same obligacje ESG nabiorą statusu typowego instrumentu inwestycyjnego. Inwestorzy już dostrzegli ten trend – aktywa funduszy notowanych na giełdzie (ETF) inwestujących w obligacje ESG wzrosły trzy i półkrotnie od pojawienia się Covid-19 globalnie w marcu 2020 roku, po kilku latach niewielkiego wzrostu (rys. 19). Również korporacje stwierdzają, że zagadnienia ESG wpływają na ich działalność oraz ryzyko inwestycyjne i widzą w emisjach obligacji ESG sposób na odniesienie się do problemów środowiskowych, które wpływają na ich wycenę oraz ryzyko inwestycyjne. Według ostatniego badania Deutsche Bank Research¹, 19% korporacji, które emitowały dług w ostatnich 12 miesiącach, stwierdziło, że kwestie związane z ochroną środowiska miały wpływ na ich rating. Mniejsza, choć nadal istotna część badanych korporacji stwierdziła, że zagadnienia odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego miały wpływ na wycenę ich ryzyka inwestycyjnego.

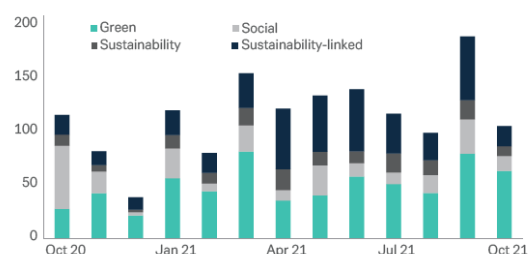
W 2022 roku najsilniej rozwijającym segmentem rynku obligacji ESG będą obligacje powiązane z kryteriami zrównoważonego rozwoju (*sustainability-linked bonds*). Obligacje te oferują korporacjom możliwość obniżenia oprocentowania, jeśli emitent spełni określone cele ESG. Ten segment w ciągu dwóch lat wzrósł niemal od zera do połowy wszystkich emisji obligacji ESG w drugiej połowie 2021 roku (rys. 20). Czynnikiem wspierającym wzrost tego segmentu rynku jest fakt, że 1/3 korporacji emitujących obligacje w okresie od 2020 roku opublikowała kwantyfikowalne cele ESG, a kolejne 21% planuje zrobić to w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Rys. 19. Aktywa ETF obligacji ESG



Źródło: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Polska S.A.

Rys. 20. Emisje obligacji ESG według miesięcy (mld dolarów)



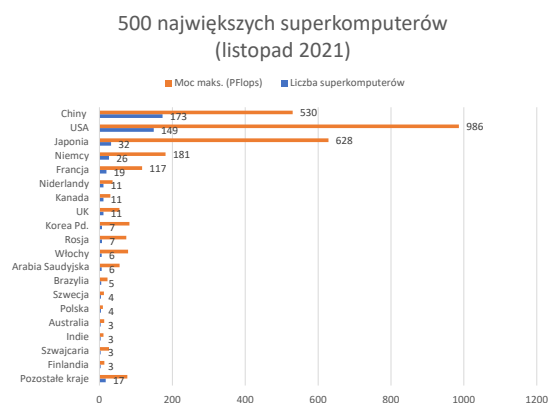
Źródło: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

¹ Patrz publikacja Deutsche Bank Research *Top-10 themes for 2022*

Nowe technologie

Pandemia Covid-19, poprzez nacisk na pracę i naukę zdalną oraz zmniejszenie intensywności kontaktów bezpośrednich, zwiększyła uzależnienie społeczeństw od rozwiązań technologicznych. Do mass mediów, jako tradycyjnego źródła informacji o świecie, dołączył Internet, którego znaczenie jako źródła informacji oraz środka komunikacji istotnie wzrosło w czasie pandemii. Przyspieszyła ona również obieg informacji w sieci, kanalizując kontakty społeczne. Wzrosło znaczenie komunikatorów, cyfrowych certyfikatów, cyfrowego potwierdzania tożsamości itp. Do sfery online przeniosła się też spora część kontaktów międzyludzkich, prywatnych i biznesowych. Telefony komórkowe poprzez nowe aplikacje coraz bardziej integrują się z siecią, stając się częścią kształtującej się cyfrowej tożsamości współczesnego człowieka, który w coraz większym stopniu, czerpie informacje o otaczającym świecie z mediów komunikacji masowej oraz z sieci, które stają się częścią nowego środowiska technologicznego. W tym środowisku następuje przyspieszenie obiegu informacji, która staje się kluczowym zasobem, o znaczeniu w niektórych aspektach przekraczającym tradycyjne zasoby. Obecna technologia daje możliwości wykorzystania informacji, która jest wytwarzana przez współczesną cywilizację w czasie niemal rzeczywistym, co powoduje, że staje się ona zasobem gospodarczym. W tym kontekście nabierają znaczenia takie nowe technologie jak cyfrowe waluty banków centralnych (CBDC) – liderem we wprowadzaniu tej technologii są Chiny, które w kwietniu 2021 roku uruchomiły pilotażowy program w 10 miastach i planują uruchomienie transakcji w e-yuanie dla gości zagranicznych w trakcie zimowych igrzysk olimpijskich w Pekinie w lutym 2022 roku. Zarówno EBC, jak i Fed, wkrótce uruchomią pilotażowe projekty własnych walut cyfrowych, które, jeśli zakończą się sukcesem, umożliwią wprowadzenie cyfrowych walut w strefie euro i USA w latach 2025-26. Również NBP ogłosił, że intensyfikuje prace nad CBDC i stwierdził, że dokonywana cyklicznie analiza skutków wprowadzenia CBDC może w 2022 roku wykazać konieczność dalszych prac w tej dziedzinie. W krajach rozwiniętych głównymi barierami dla wprowadzenia walut cyfrowych są względy kulturowe i kwestie zachowania prywatności, niskie stopy procentowe, starzejące się społeczeństwa oraz powszechne użycie kart kredytowych. W nadchodzącej dekadzie kolejnym przełomowym krokiem technologicznym będzie szerokie stosowanie zintegrowanych systemów sztucznej inteligencji w działalności biznesowej i życiu codziennym. O możliwości wykorzystania informacji decyduje moc obliczeniowa komputerów lub sieci komputerowych oraz efektywne algorytmy przetwarzania danych. Na rys. 19 przedstawiono rozkład geograficzny 500 największych superkomputerów (liczbę superkomputerów w danym kraju oraz ich moc obliczeniową) pokazujący, które kraje będą miały największy udział w nadchodzącym przełomie technologicznym. Liderem jeśli chodzi o liczbę superkomputerów są Chiny, ale to USA, będąc na drugim miejscu oraz Japonia, zajmująca trzecie miejsce, dysponują największą mocą obliczeniową. Zwracają uwagę wysokie 4 i 5 miejsca Niemiec i Francji. Polska zajmuje 15 miejsce, zaraz za Szwecją, która przy tej samej liczbie superkomputerów (4) wyprzedza Polskę pod względem mocy obliczeniowej. Rys. 20 pokazuje moc obliczeniową przypadającą na milion mieszkańców. Pod względem nasycenia mocą obliczeniową przoduje Japonia, następnie Szwajcaria, USA, Finlandia i Niemcy. Zwraca uwagę niemal liniowy spadek tego wskaźnika w środku tabeli i niskie miejsce Chin – zaraz przed Polską. Wykres ten pokazuje, że w Polsce istnieje szeroka luka technologiczna, zamknięcie której powinno być jednak łatwiejsze niż w Chinach, ze względu na wysoki poziom wykształcenia technicznego społeczeństwa oraz o wiele mniejszą skalę wymaganych nakładów inwestycyjnych.

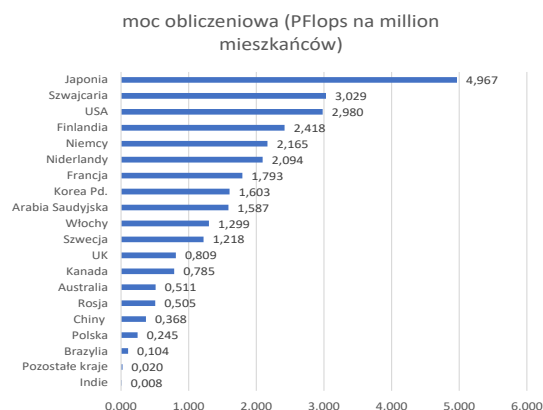
Rys. 21. 500 największych superkomputerów



Źródło: <https://www.top500.org/statistics/list/>,

Deutsche Bank Polska S.A.

Rys. 22. Moc obliczeniowa per capita



Źródło: <https://www.top500.org/statistics/list/>, Worldometer,

Deutsche Bank Polska S.A.