

Rosnąca cena ożywienia

Polska gospodarka i rynki finansowe

Departament Analiz Ekonomicznych
Santander Bank Polska S.A.
ekonomia@santander.pl

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Prognozy 2021 – co się zmieniło	s. 5
■ Perspektywy krajowego wzrostu	s. 7
■ Covid-19	s. 9
■ Otoczenie zewnętrzne	s. 10
■ Handel zagraniczny	s. 11
■ Inwestycje	s. 12
■ Konsumpcja	s. 14
■ Rynek pracy	s. 16
■ Inflacja	s. 18
■ Polityka pieniężna	s. 25
■ Kredyty	s. 27
■ Rynek długu	s. 29
■ Rynek walutowy	s. 34
■ Prognozy	s. 36
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 39



Podsumowanie (makro)

To jest kolejny rok huśtawki prognoz: W ciągu zaledwie kilku miesięcy przeszliśmy od obniżek prognoz gospodarczych spowodowanych obawami o 3cią falę pandemii do znoszenia restrykcji, fali optymizmu i podwyżek szacunków PKB; od wyjątkowo zimnego kwietnia i maja do bardzo gorącego czerwca; od sygnałów nt. obniżek stóp procentowych na początku roku do rosnących oczekiwań na podwyżki. Jednym obszarem, w którym kierunek zmiany prognoz istotnie się nie zmienił, jest inflacja: wzrost CPI niemal się podwoił od grudnia do maja, a oczekiwania analityków na 2021 i 2022 r. systematycznie pną się w górę.

Naszym zdaniem perspektywy dla polskiej gospodarki są optymistyczne, a wzrost PKB w 2021 i 2022 r. wyniesie ok. 5%. Nasz kraj będzie jednym z pierwszych w Europie powracających do przed-pandemicznego poziomu PKB, w czym wydatnie pomoże ożywienie globalnego handlu i boom w przemyśle. Ożywienie popytu krajowego rozpoczęło się znacznie wcześniej niż się spodziewaliśmy i powinno być kontynuowane, wspierane zdrowymi bilansami firm i gospodarstw domowych. Unijny Program Odbudowy powinien wkrótce zacząć dodatkowo wspierać ożywienie inwestycji. Sympatyzujemy z pomysłem, że najbliższe parę lat może w pewnym sensie przypominać „Ryczące lata 20-te” (Roaring 20s) z poprzedniego wieku, kiedy gospodarka i społeczeństwo będą próbowały nadrobić zaległości z okresu pandemii.

To powiedziawszy, pamiętamy, że pandemia jeszcze się nie skończyła, a najnowsze informacje sugerują, że należy się przygotować na 4tą falę Covid-19 jesienią lub nawet późnym latem, szczególnie że tempo szczepień w Polsce przygasa i może być trudno osiągnąć poziom zbiorowej odporności do końca roku. Ten czynnik na razie hamuje nasz zapał do przesunięcia prognozy tegorocznego PKB wyraźnie powyżej 5%, ale lekcje z niedawnej przeszłości wskazują, że gospodarcze skutki każdej kolejnej fali pandemii są coraz mniejsze. Jeśli nawet niektóre branże mogą jeszcze odczuć negatywne skutki ewentualnych kolejnych restrykcji, to wpływ dla całej gospodarkę powinien być naszym zdaniem znikomy... o ile nowe mutacje wirusa nie zmienią całkowicie dynamiki wydarzeń.

Najważniejszą zmianą w naszych prognozach od poprzedniego [raportu kwartalnego](#) nie jest jednak przesunięcie w górę ścieżki PKB, ale ocena sytuacji na rynku pracy i perspektyw inflacji. Najnowsze dane wskazują, że firmy zaczęły ponownie zatrudniać, a płace zaczęły przyspieszać już na wczesnym etapie ożywienia gospodarki. Liczba wakatów ponownie szybko rośnie, a kontynuacja ekspansji ekonomicznej będzie dalej zwiększać popyt na pracowników, generując coraz większą presję na koszty pracy i zwiększając ryzyko zapętlenia między płacami a inflacją. Firmy wydają się dobrze przygotowane do podwyżek dzięki rekordowym wynikom finansowym.

Inflacja CPI osiągnęła w maju lokalny szczyt 4,7% r/r, ale naszym zdaniem nie obniży się znacząco przez dłuższy czas. Widzimy rosnące ryzyko, że presja inflacyjna okaże się bardziej trwała i uporczywa niż przyznaje bank centralny. Nasza obecna prognoza zakłada średnią inflację blisko 4% w 2021 i 2022 r. W środowisku silnego ożywienia popytu, któremu towarzyszy zacieśniający się rynek pracy i wąskie gardła podażowe, inflacja raczej nie umrze „ze starości”. Jej wygaszenie będzie wymagało zacieśnienia polityki gospodarczej. Cykliczna redukcja deficytu fiskalnego (saldo sektora publicznego GG może wg naszych szacunków poprawić się do ok. -4% PKB w tym roku z -7% w 2020) zapewne ułatwi sytuację, ale raczej nie wykona całej pracy za RPP i uzasadnione będą podwyżki stóp procentowych.

Naszym zdaniem bank centralny zaczął już przygotowywać grunt pod możliwe zacieśnienie polityki pieniężnej. Warto zauważyć, że wydźwięk wypowiedzi prezesa NBP wyraźnie się zmienił: wcześniejsze deklaracje nt. stabilizacji stóp „na długo” czy „do końca kadencji RPP”, nt. utrzymania programu QE „na zawsze”, czy stwierdzenia o tym, że rozważania nt. zacieśnienia polityki są „absurdalne” zostały zastąpione przez nowe komunikaty: NBP nie zawaha się rozpocząć podwyższania stóp kiedy to będzie konieczne, podwyżki będą poprzedzone wygaszeniem QE, a to musi być rozłożone w czasie; warunkami dla zacieśnienia polityki są prognozy pokazujące trwale wysoki wzrost gospodarczy, trwale wysoką inflację – to musi być odzwierciedlone w projekcjach NBP (projekcja listopadowa będzie szczególnie ważna). Ten statek zaczął już zmieniać kurs, ale jest to proces powolny. Naszym zdaniem cykl podwyżek stóp może się rozpocząć w listopadzie, o ile wpływ nowej fali pandemii na scenariusz ekonomiczny faktycznie okaże się niewielki.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Oczekujemy na koniec roku kursu EURPLN na poziomie 4,51. Fundamenty makroekonomiczne są pozytywne: solidny wzrost gospodarczy, duża nadwyżka na rachunku obrotów bieżących (ok 3% PKB), NBP, który z dużym prawdopodobieństwem rozpocznie w tym roku cykl podwyżek. Nasza prognoza EURPLN na koniec III kw. znajduje się na poziomie 4,58, gdyż uważamy, że proces normalizacji polityki pieniężnej w USA jest jednym z największych wyzwań dla walut rynków wschodzących w ogóle, a złotego w szczególności. Sierpniowa konferencja w Jackson Hole to wydarzenie, wokół którego nastroje w stosunku do aktywów rynków wschodzących mogą ulec pogorszeniu. Santander prognozuje w III kw. EURUSD na poziomie 1,18. Pozostałe ryzyka dla złotego to: brak zmian w polityce pieniężnej NBP, wzrost przypadków Covid-19 na jesieni, co historycznie rzecz biorąc osłabiało złotego, a także osłabienie forinta w przypadku gdyby poważnie wzrosło ryzyko wstrzymania przez Brukselę wypłat środków UE dla Węgier ze względu na łamanie praworządności.

Rynek stopy procentowej

Globalne otoczenie gospodarcze (w czerwcu zarówno EBC jak i Fed podniosły prognozy PKB oraz inflacji) jest sprzyjające wzrostowi rentowności na rynkach bazowych. Santander prognozuje na koniec b.r. rentowność Bundu na poziomie 0,0% oraz UST na poziomie 2,0%. W regionie CEE3 zarówno MNB jak i CNB rozpoczęły już w czerwcu cykl podwyżek, a oczekiwania rynkowe co do dalszych podwyżek są skoncentrowane w okresie najbliższych 12 miesięcy. NBP nie rozpoczął jeszcze cyklu podwyżek a rynki oczekują większości podwyżek w tym cyklu w roku kończącym się 24 miesiące od dzisiaj.

Na koniec roku prognozujemy rentowność 2L na poziomie 0,35%. Płynność w sektorze bankowym jeszcze bardziej wzrosła, cotygodniowe aukcje bonów pieniężnych NBP przyciągają obecnie ponad 200 mld zł. Jednak krótkoterminowe obligacje zależne są w największym stopniu od stopy procentowej NBP. Oczekujemy podwyżki stóp procentowych NBP o 15pb do poziomu 0,25%.

Oczekujemy na koniec roku rentowności 10L obligacji na poziomie 2,00%, na co w największym stopniu będą mieć wpływ wzrastające rentowności na rynkach bazowych. Ryzykiem do naszej prognozy (w górę) byłby poszerzający się *spread* PL-DE, co obecnie nie jest naszym scenariuszem bazowym.

W lipcu na rynek wraca ok 19mld zł, w części w formie kuponów od obligacji (3,5mld zł) a w części na skutek zapadalności obligacji PS0721. W krótkim horyzoncie czasowym fakt ten powinien wspierać ASW, szczególnie na krótkim końcu krzywej oraz w jej środku. Następnie ASW powinien zacząć się ponownie rozszerzać (normalizacja). Emisje obligacji przez Ministerstwo Finansów w III kw. zapowiedziano na poziomie 4-13mld zł, z czego 4-8mld zł na aukcji sprzedaży 23 lipca.



Prognozy 2021 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy pod koniec marca 2021	Nasze prognozy pod koniec czerwca 2021
PKB	Prognozy na II-III kw. nieco słabsze z powodu trzeciej fali Covid-19. Silne ożywienie gospodarcze nadal możliwe przed końcem roku, ale raczej później niż do tej pory zakładaliśmy. Wzrost PKB w 2021 niższy (4,2%), ale w 2022 wyższy (5,1%).	Nasze obawy o 3. falę pandemii okazały się niepotrzebne: gospodarka zaczęła ożywać szybciej i mocniej niż zakładaliśmy, już w I kw. Teraz możliwa jest 4. fala Covid-19, ale naszym zdaniem nie będzie miała dużego wpływu na PKB. Prognoza PKB obecnie na poziomie 5% na 2021 i 2022.
Struktura PKB	Wszystkie założenia [nt ożywienia konsumpcji i inwestycji] aktualne, chociaż odbicie w górę konsumpcji i inwestycji będzie musiało poczekać nieco dłużej, aż ryzyko związane z pandemią ustąpi, a szczepienia osiągną wystarczającą masę krytyczną.	Zamiast opóźnionego ożywienia zobaczyliśmy szybsze odbicie wszystkich składowych popytu, najbardziej inwestycji. Naszym zdaniem pozytywne tendencje we wszystkich obszarach się utrzymają, napędzając wzrost PKB.
Rynek pracy	Rynek pracy ogólnie pozostaje dość odporny, ale przedłużające się restrykcje mogą w końcu doprowadzić do większych zwolnień. Na razie redukcje etatów w jednych sektorach są równoważone przez wzrost zatrudnienia w innych, ale też spadek aktywności zawodowej i samozatrudnienie. Zaskakująco mocny wzrost płac.	Firmy zaczęły zatrudniać już na początku roku, w związku z czym zastój na rynku pracy zaczął ustępować dużo wcześniej niż oczekiwaliśmy. Wzrost płac niezmiennie zaskakuje na plus.
Inflacja	Inflacja powyżej naszych prognoz, głównie za sprawą wyższych cen paliw. CPI może wzrosnąć do 4% w maju, ale przed końcem roku spadnie do ok. 3%. Inflacja bazowa powinna się obniżyć przy przedłużającej się stagnacji popytu krajowego, ale widzimy rosnące ryzyka w górę na 2022.	CPI i inflacja bazowa wzrosły bardziej niż oczekiwaliśmy w I półroczu 2021 i naszym zdaniem pozostaną wyraźnie powyżej celu w II półroczu i w 2022 r. Niektóre składowe obecnej inflacji są przejściowe, ale zostaną zastąpione przez inne, generowane przez rosnący popyt i zacieśnienie na rynku pracy.
Polityka pieniężna	Nadal wierzymy, że stopy NBP nie zmienią się do połowy 2022, kiedy kończy się kadencja prezesa NBP. Bank centralny wciąż preferuje słabszego złotego i zapowiedział większą aktywność na polu QE. Obniżki znikają z dyskusji.	Naszym zdaniem polityka RPP będzie zdeterminowana przez coraz bardziej optymistyczny scenariusz makro i podwyżki stóp procentowych mogą rozpocząć się w listopadzie. Kluczowe będą nowe projekcje NBP.
Polityka fiskalna	Bardzo niska widoczność (za sprawą wypchnięcia dużej części wydatków poza budżet centralny) utrudnia śledzenie sytuacji fiskalnej na bieżąco. Podtrzymujemy prognozę deficytu sektora publicznego ok. 6% PKB.	Zaskakująco mocny scenariusz makro (nominalny wzrost PKB ok. 10%) sprzyja dochodom fiskalnym, co umożliwi szybszą konsolidację: szacujemy, że deficyt GG może wynieść ok. 4% PKB, wobec ok. 7% w 2020 r.
Rynek stopy procentowej	Deklaracja NBP o stabilizacji stóp procentowych do końca kadencji i wysoka nadpłynność sektora bankowego przytrzymają krótki koniec krzywej blisko zera. Długie stawki IRS będą podążać za normalizacją rentowności na rynkach bazowych, utrzymując asset swap spread poniżej zera. Rentowność 10L obligacji wzrośnie do ok. 1,9% na koniec roku; wzrost będzie ograniczony większą skalą QE i dużymi wykupami w II kwartale.	Rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej prawdopodobnie zaczną wzrastać na skutek podwyżek stóp NBP i to pomimo wciąż znacznej płynności w sektorze bankowym. Rentowności obligacji na długim końcu krzywej będą podążać za rynkami bazowymi przy stabilnym <i>spreadzie</i> , jednak z ryzykiem do jego poszerzenia. Lipcowa zapadalność obligacji oraz kupony powinny wspierać wąski ASW przez około miesiąc po czym ASW powinien ponownie zacząć się rozszerzać (normalizacja)
Rynek walutowy	Krótkoterminowe perspektywy dla złotego niekorzystne za sprawą pandemii, większej aktywności NBP QE, niepewności dot. kredytów walutowych. Możliwe odrobienie części strat przed końcem roku, ale powrót do poziomów sprzed pandemii zajmie więcej czasu.	Mocne fundamenty makroekonomiczne są wspierające dla złotego. Główne ryzyka dotyczą normalizacji polityki pieniężnej przez Fed oraz wzrostu zakażeń Covid-19 na jesieni. Wyrok SN w sprawie kredytów walutowych pozostaje niewiadomą, zarówno jeśli chodzi o to kiedy się pojawi oraz jaki będzie.

Gospodarka

1



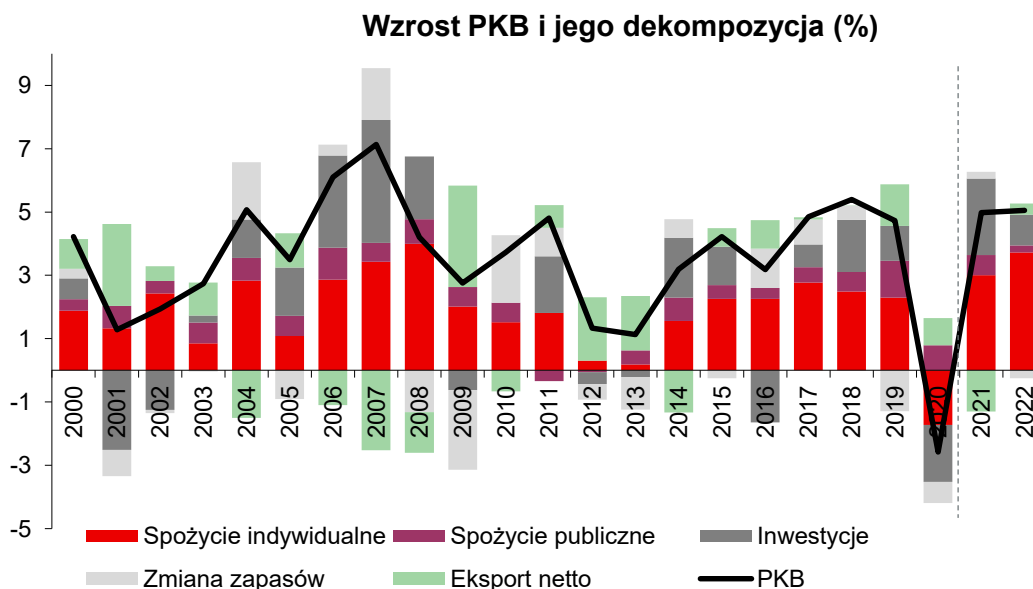
PKB: Polska nadal w czołówce

Kwartał temu obniżyliśmy prognozę PKB na 2021 r. do 4,2% za sprawą obaw o 3. falę Covid-19, co szybko okazało się błędną decyzją, ponieważ ożywienie popytu krajowego zaczęło się zaskakująco szybko pomimo pandemicznej niepewności. Teraz wstrzymujemy się z podwyższaniem prognozy PKB (5,0% dla 2021 i 2022 r., zgodnie z konsensusem rynkowym), widząc na horyzoncie 4. falę pandemii. Ale ryzyka są ewidentnie skrzywione w górę - doświadczenie z wiosny mówi, że kolejne fale Covid-19 mają mniej dotkliwe implikacje ekonomiczne.

Polska będzie należała do krajów UE, które najszybciej odbudują poziom PKB sprzed pandemii (już w połowie 2021). Powrót do trendu sprzed pandemii zajmie jednak nieco więcej czasu. Szacujemy, że między 2019 a 2022 polski PKB zwiększy się realnie o ok. 7% (wobec ok. 10% w prognozach przed pandemią), co oznacza stratę mniej więcej rocznego PKB.

Najbardziej uderzającą niespodzianką w danych o PKB za I kw. 2021 było gwałtowne odbicie inwestycji (+18,2% kw/kw s.a.), w efekcie którego ich poziom powrócił do tego sprzed pandemii. Odbudowa konsumpcji, choć wolniejsza, też się zaczęła i będzie kontynuowana dzięki rosnącym dochodom i poprawie nastrojów. W handlu zagranicznym trwa boom, spójny z sytuacją w międzynarodowym eksporcie i przemyśle.

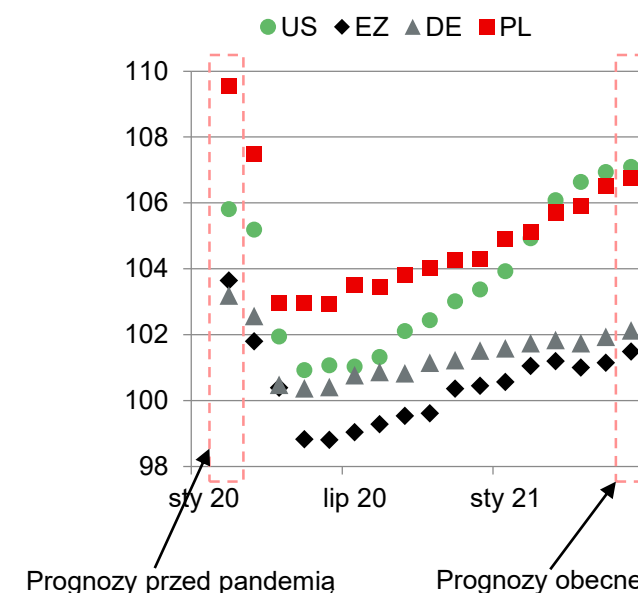
Wszystkie motory wzrostu już pracują o powinny wspierać PKB w okresie 2021-2022. Na kolejnych stronach bliżej przyglądamy się poszczególnym obszarom gospodarki.



Prognozy wzrostu PKB wg kwartalnej ankiety Rzeczpospolitej

	Mar/Kwi 2021		Cze/Lip 2021	
	2021	2022	2021	2022
Mediana	4.1	4.7	5.0	5.0
Średnia	4.0	4.7	4.9	4.9
Max	5.0	5.9	5.9	5.7
Min	1.8	3.4	3.8	3.5
SAN	4.2	5.3	5.0	5.0

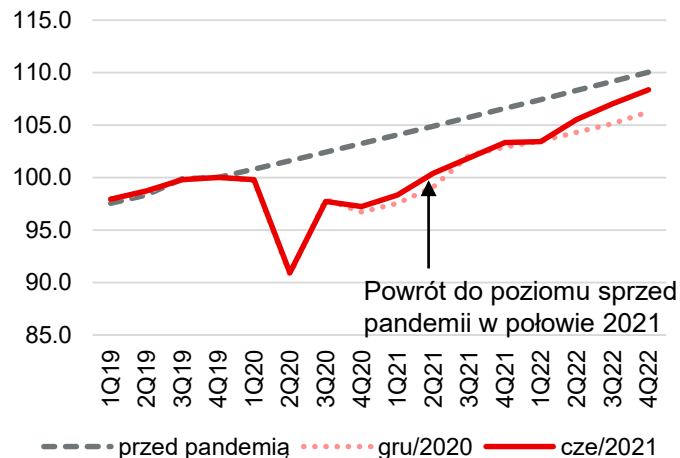
Poziom PKB oczekiwany w 2022 w porównaniu do tego przed pandemią (2019=100), implikowany na podstawie konsensusu Bloomberg



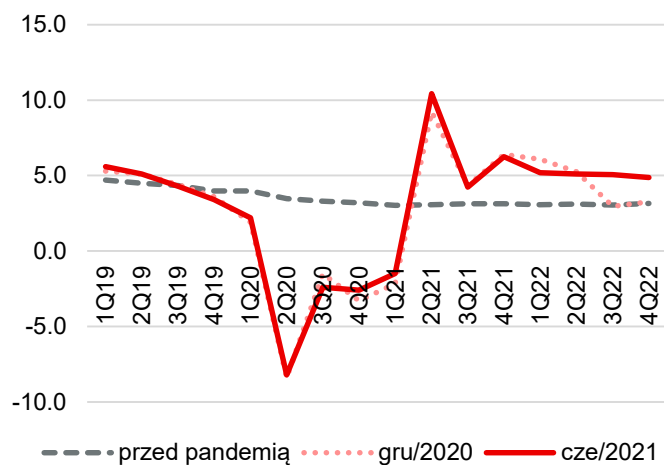


PKB: różne ścieżki ożywienia w różnych sektorach

Prognoza PKB (4Q19=100, s.a.)

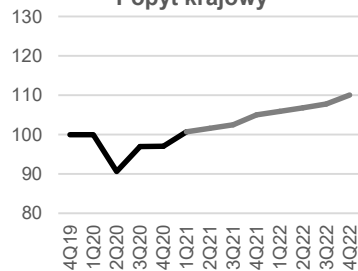


Prognoza wzrostu PKB (% y/y)

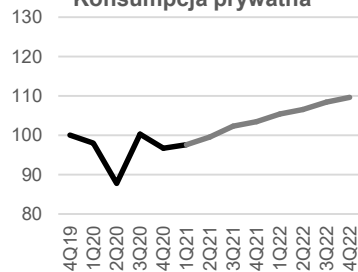


Główne składowe popytu (4Q19=100, s.a.)

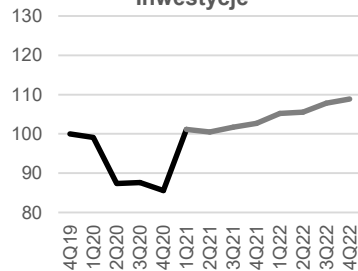
Popyt krajowy



Konsumpcja prywatna



Inwestycje

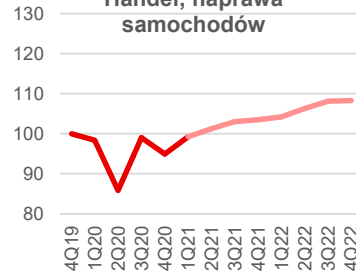


Wartość dodana brutto w głównych sektorach (4Q19=100, s.a.)

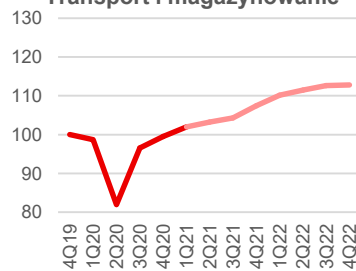
Przemysł



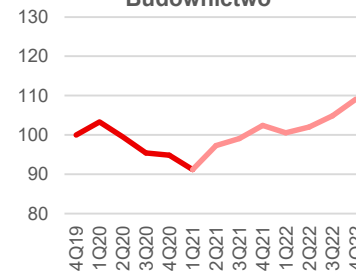
Handel; naprawa samochodów



Transport i magazynowanie



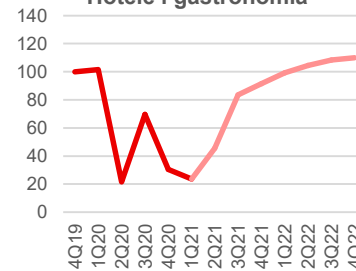
Budownictwo



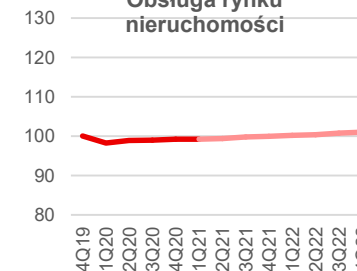
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa



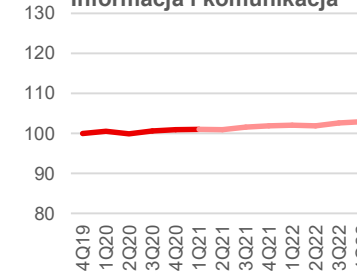
Hotele i gastronomia



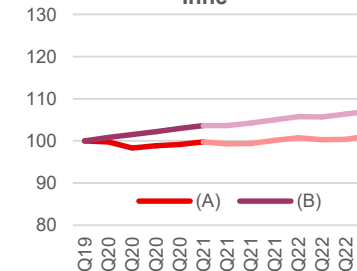
Obsługa rynku nieruchomości



Informacja i komunikacja



Inne





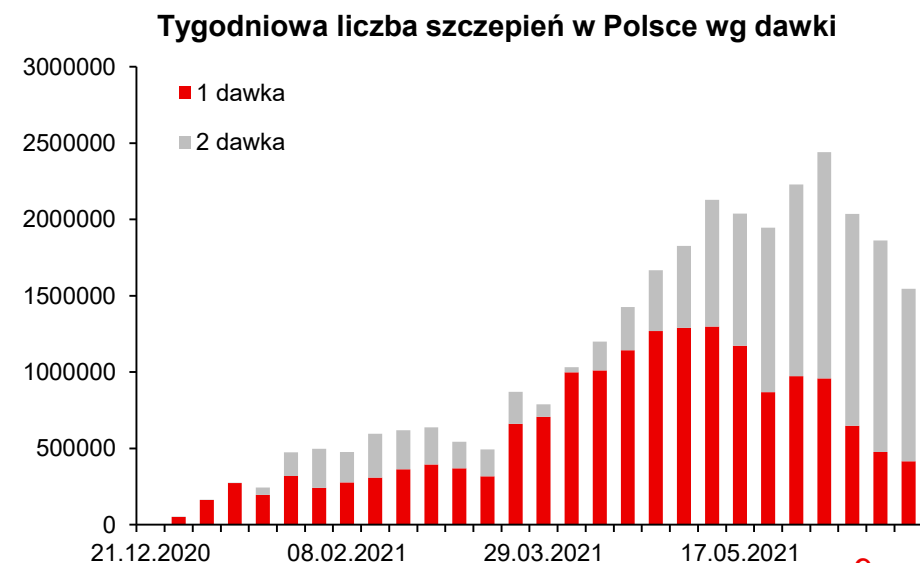
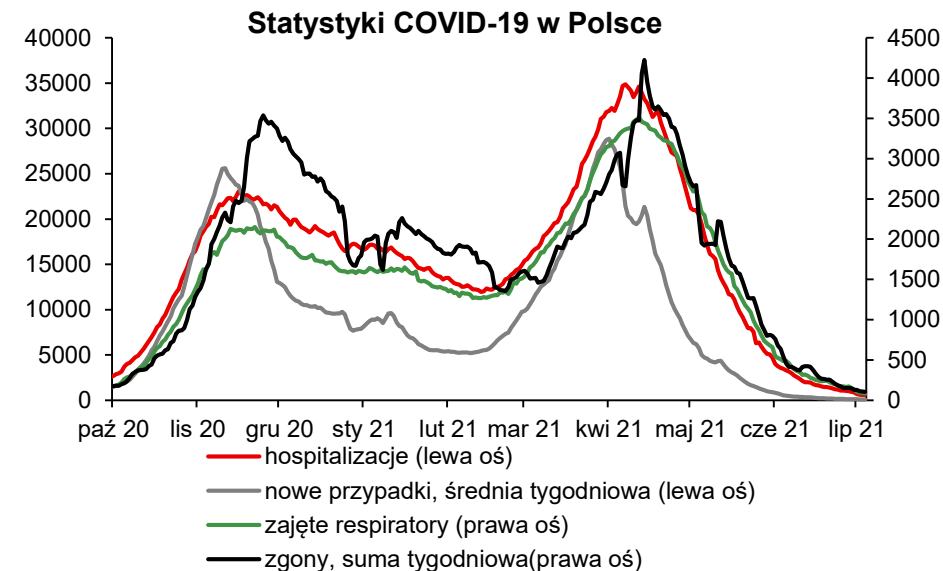
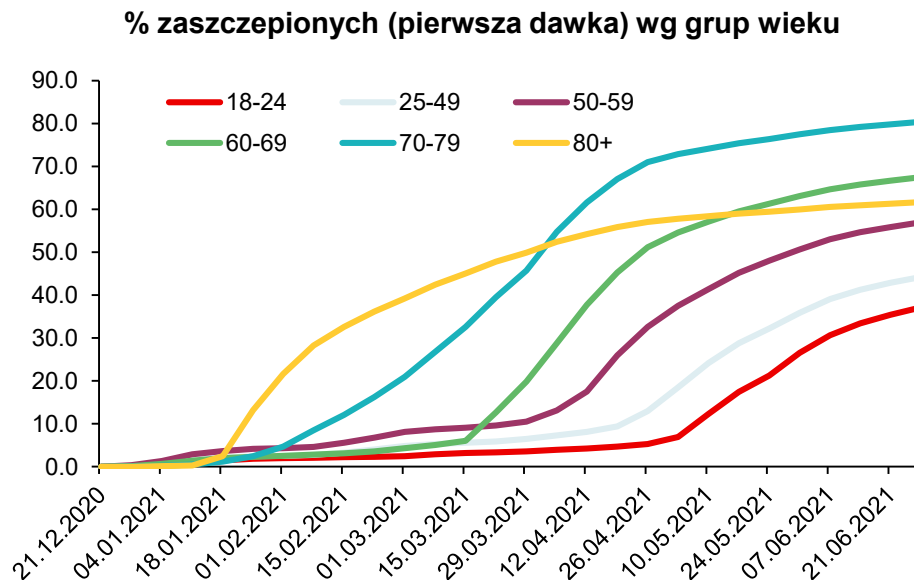
Covid: kolejna fala możliwa

Epidemia Covid-19 ostatnio straciła siłę, a liczba nowych przypadków w Polsce była trzecia od końca w całej EU (po Rumunii i Malcie). Jednak pojawianie się nowych wysokozakaźnych szczepów oznacza, że nie można wykluczyć kolejnej fali.

Jak dotąd ok. 45% populacji dostało co najmniej jedną dawkę szczepienia, a 37% zostało już w pełni zaszczepionych. Te liczby są wciąż wyraźnie poniżej progu odporności zbiorowej, szacowanej na 60-70% (a nawet 90% dla nowych mutacji), więc mocny wzrost zakażeń i wprowadzenie nowych restrykcji w przyszłości są wciąż bardzo możliwe.

Ponadto, o ile łączna liczba szczepień wydaje się pozostawać wysoka (ok. 2 mln dawek tygodniowo), to dane wskazują jednak na mocny spadek liczby 1szych szczepień. Dynamika obniża się we wszystkich grupach wiekowych. Jeśli ten spadek wynika z niechęci pozostałej części populacji to szczepień, to osiągnięcie zbiorowej odporności może być w ogóle niemożliwe. Przy założeniu braku dalszego spadku tempa szczepień, ekstrapolacja danych z 26. tygodnia roku sugeruje, że próg 70% zaszczepionych jedną dawką osiągniemy najwcześniej w listopadzie.

Minister zdrowia już ostrzegł, że na podstawie szybkości rozprzestrzeniania się wariantu Delta w Wielkiej Brytanii można spodziewać się kolejnej fali w Polsce przed końcem wakacji, a rząd zareaguje restrykcjami, jeśli będzie to konieczne.



Źródło: ECDC, Michał Rogalski, Santander

Otoczenie zewnętrzne: rosnący optymizm



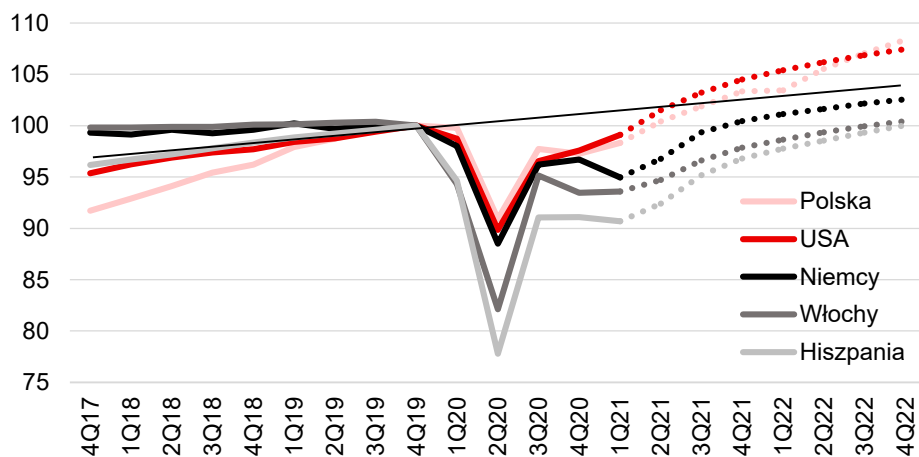
W porównaniu ze stanem sprzed kwartału mamy teraz więcej dowodów w „miękkich” wskaźnikach na odbicie w sektorach usług głównych światowych gospodarek, a nie tylko w przemyśle. Wskaźniki PMI dla przemysłu przetwórczego oraz dla usług są już na rekordowych poziomach albo się do nich zbliżają w związku z otwarciem gospodarek i uwolnieniem popytu.

Ożywienie w handlu zagranicznym przebiega nawet szybciej niż odbicie gospodarek – dane wróciły już do przed-pandemicznego trendu. Udało się to osiągnąć pomimo szeroko występujących zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw i transporcie. To ożywienie podważa hipotezę o tym, że po pandemii wystąpi deglobalizacja.

Obecne prognozy globalnego wzrostu sugerują, że PKB w USA przekroczy linię przed-pandemicznego trendu już w 2021 r. a PKB strefy euro dotrze do poziomu sprzed pandemii na przełomie 2021/2022 r. (przed-covidowy trend był dość płaski więc przekroczenie go nie zajmie dużo więcej czasu). Oczywiście kolejna fala pandemii może oddalić te ważne momenty.

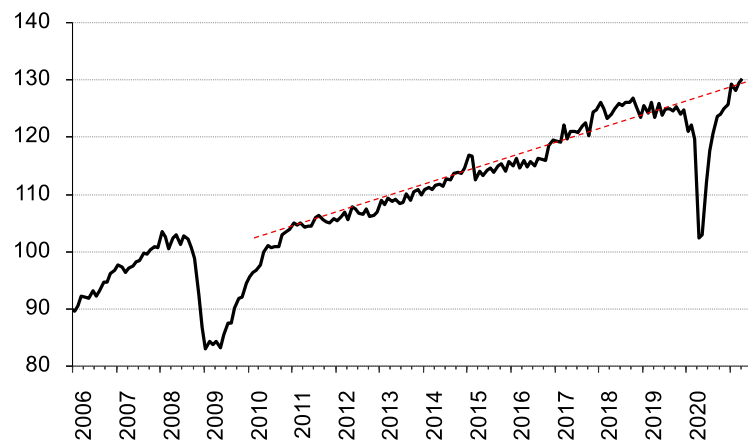
Globalny krajobraz wzrostowy wygląda na całkiem korzystny dla dalszego odbicia gospodarczego w Polsce.

Trend wzrostu PKB (4Q19 = 100) i konsensus prognoz wg Bloomberg'a oraz prognoza Santander dla Polski



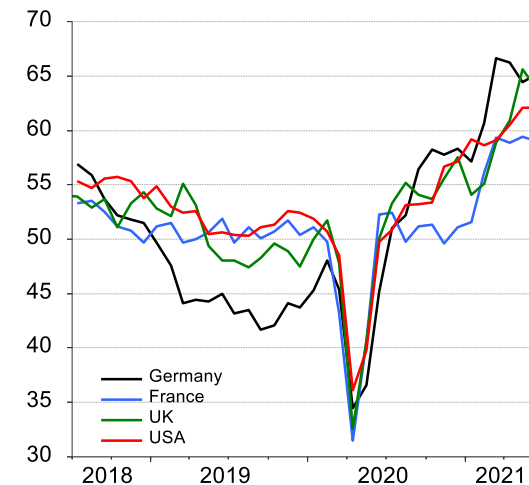
Źródło: Eurostat, Bloomberg, Santander

Indeks CPB wolumenu światowego eksportu, 2010=100



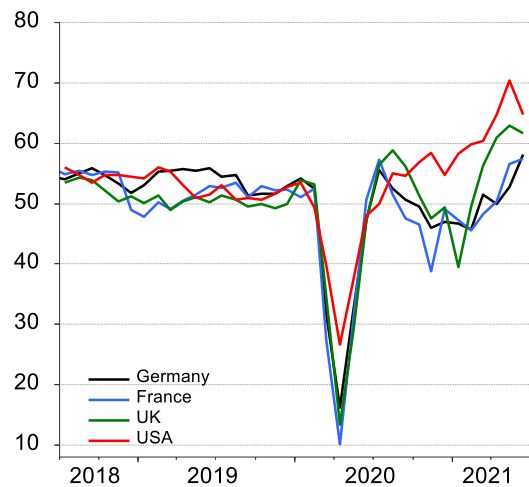
Source: Refinitiv Datastream, Santander

PMI – przemysł przetwórczy



Source: Refinitiv Datastream, Santander

PMI – usługi



Source: Refinitiv Datastream, Santander

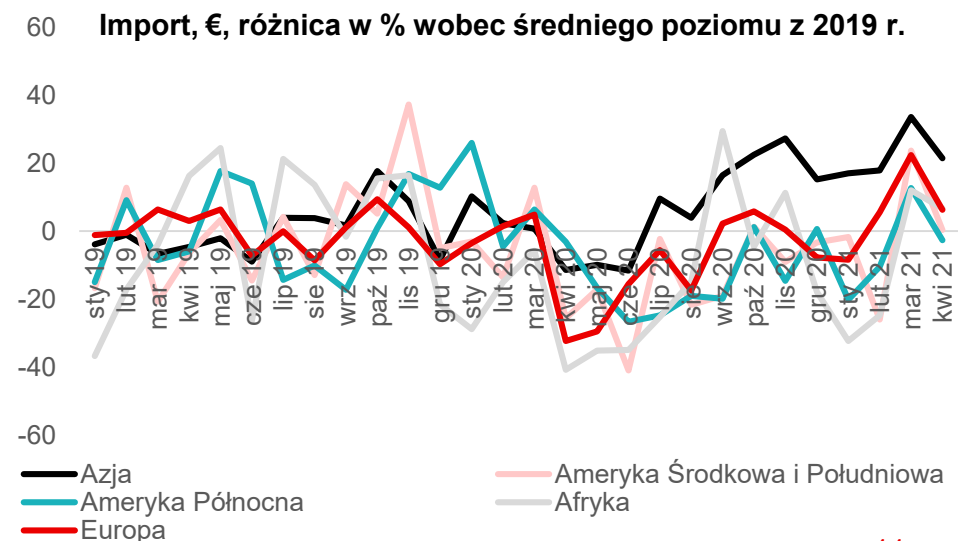
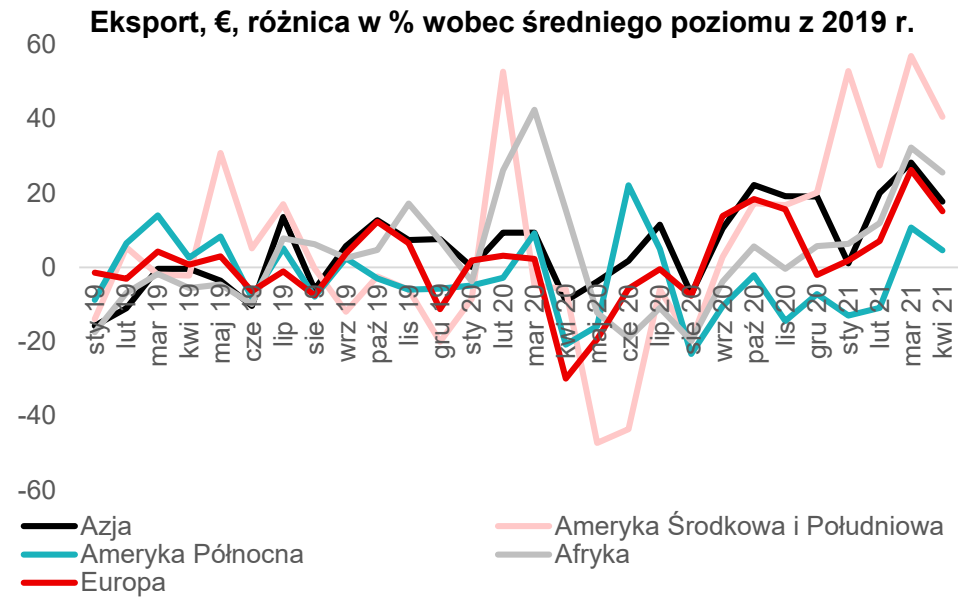
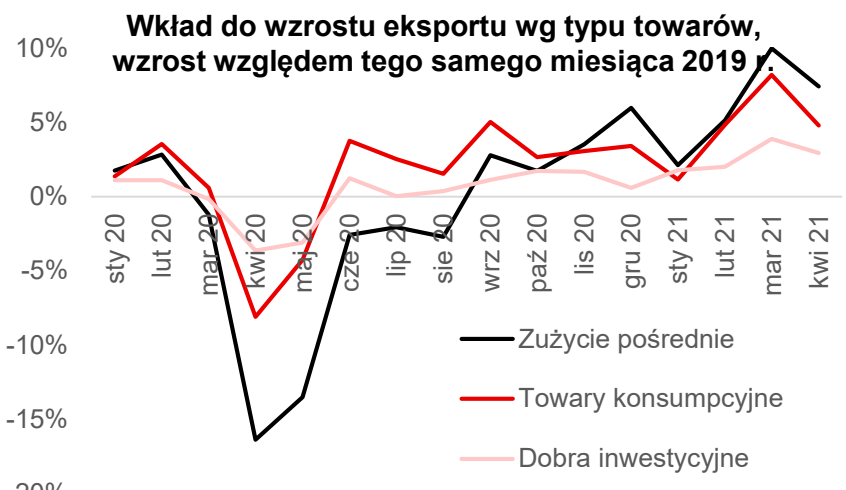


Handel zagraniczny: coraz szersze ożywienie

Eksport Polski do Europy (odbierającej 90% strumienia krajowych towarów) jest już 20% powyżej średniego poziomu z 2019 r. Słaby początek roku był efektem kumulacji popytu w IV kw. 2020 r. Otwieranie się gospodarek głównych partnerów handlowych powinno podtrzymywać eksport wyraźnie powyżej przed-pandemicznego poziomu oraz wzmacniać znaczenie dóbr pośrednich we wzroście eksportu ogółem (na wcześniejszym etapie lokomotywą wzrostu były konsumpcyjne dobra trwałe a ich wkład pozostał silnie dodatni).

Wyraźne pobudzenie eksportu do Ameryki Łacińskiej to w bardzo dużym stopniu zasługa baterii (w tym roku dodały średnio 35pp do wzrostu eksportu w tym kierunku). Ten jeden towar odpowiada za ok. 2pp wzrostu eksportu Polski ogółem a jego udział w eksporcie osiągnął już niemal 3% wobec 1,2% w 2019 r. Ostatnio statystyki polskiego eksportu są też mocno podbijane reeksportem (widać to np. w ok. 40% wzroście wysyłki sprzętu telekomunikacyjnego przy jednoczesnym silnym wkładzie smartfonów do wzrostu importu).

Po stronie importu wciąż zaskakuje siła strumienia towarów z Chin i Korei Płd. Co może mieć związek z wysokimi cenami frachtu i „wąskimi gardłami” w transporcie morskim. Całkiem możliwe, że znaczna część tego importu jest przekazywana dalej do Europy a nie konsumowana w Polsce.



Źródło: GUS, NBP, Eurostat Santander



Inwestycje: firmy na czele odbicia...

W I kw. 2021 r. inwestycje wzrosły o 1,3% r/r w ujęciu realnym, co było dla nas zaskoczeniem, gdyż spodziewaliśmy się, że pozostaną głęboko poniżej zera. W związku z tymi danymi zrewidowaliśmy nasze prognozy wzrostu inwestycji do 14,3% r/r w 2021 r.

Nie dysponujemy jeszcze szczegółowymi rozbiem inwestycji w I kw. 2021 r., ale wygląda na to, że dynamiczne odbicie od -15,4% w IV kw. 2020 było głównie zasługą firm. Taki wniosek wciągnęliśmy na podstawie następujących przesłanek:

1) W I kw. 2021 doszło do mocnego odbicia w inwestycjach dużych firm (zatrudnienie 50+): do +4,6% r/r z -5,6% r/r.

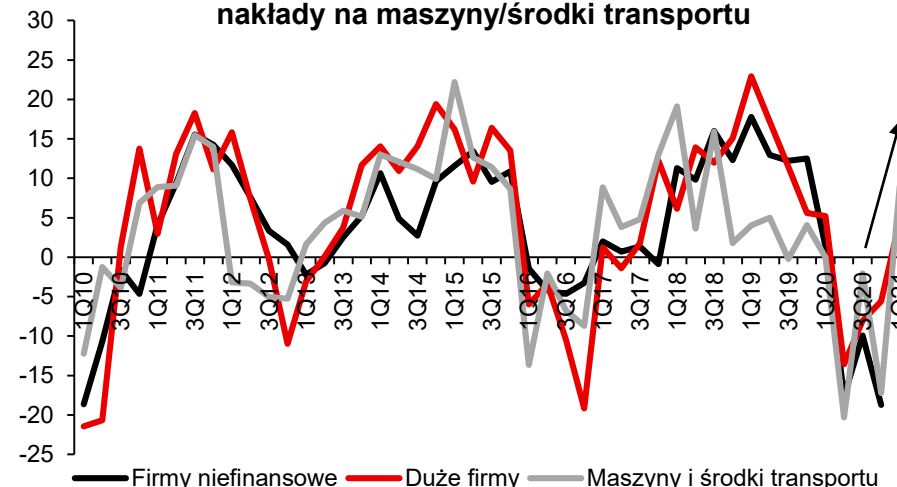
2) Inwestycje samorządów spadły o 19,3% r/r w I kw. 2021 r.

3) Rozbicie inwestycji wg typu aktywów pokazało wzrost nakładów na środki transportu i maszyny (+3,2% r/r w I kw. 2021 r. z -7,4% r/r w IV kw. 2020), a ten typ nakładów jest mocniej skorelowany z inwestycjami firm niż z innymi sektorami.

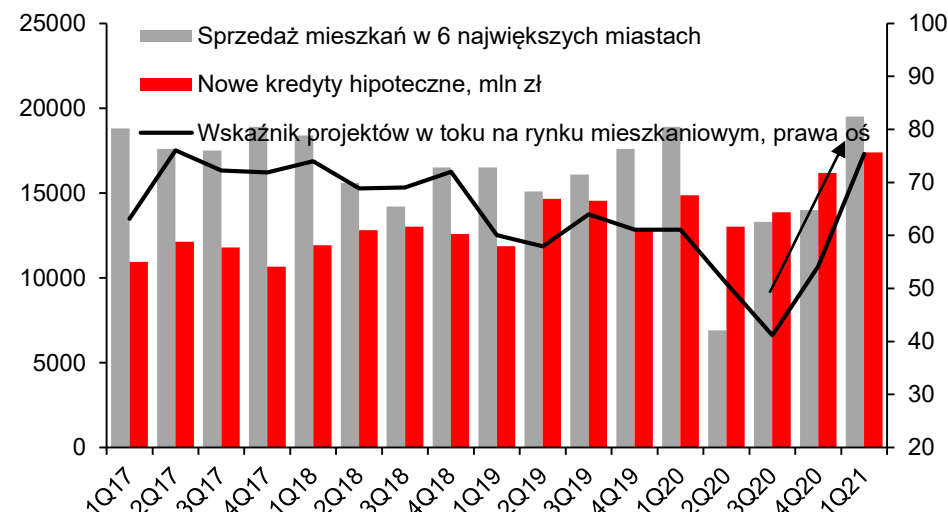
Już wcześniej uważaliśmy, że dobra sytuacja finansowa firm oznacza, że będą one mogły szybko wejść w tryb wysokiej aktywności inwestycyjnej. O ile ta teza okazała się trafiona, to nie przewidzieliśmy, że dojdzie do jej realizacji aż tak szybko, w I kw. 2021 r., kiedy gospodarka wciąż była pod mocnym wpływem pandemii. Wygląda na to, że akcja szczepień pozwoliła firmom uwierzyć w nadchodzące odbicie i zaczęły się na nie przygotowywać. Dobre dane z rynku leasingu za kwiecień i maj sugerują, że jest to już trwałe odbicie, spodziewamy się zatem, że inwestycje firm będą mocne przez cały 2021 r. Jest to główne źródło naszej rewizji prognoz na 2021 r.

Inwestycje gospodarstw domowych (czyli głównie nieruchomości) również zdrowo rosną, czego potwierdzeniem jest wysoka sprzedaż mieszkań i kredytów mieszkaniowych. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami aktywność deweloperów jest wysoka, a dobra sytuacja rynku pracy, niskie realne stopy procentowe niskie, i silniejszy napływ imigrantów będą korzystne dla rynku nieruchomości w najbliższych kwartałach.

Inwestycje w firmach niefinansowych a inwestycje w dużych firmach i nakłady na maszyny/środki transportu



Wskaźniki rynku mieszkaniowego



Źródło: GUS, Eurostat, NBP, JLL, Santander

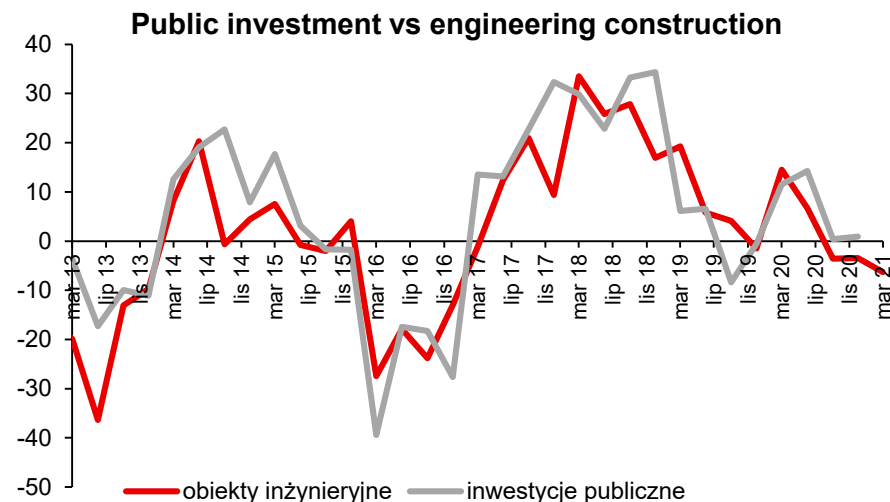


... a infrastruktura może wkrótce nadgonić

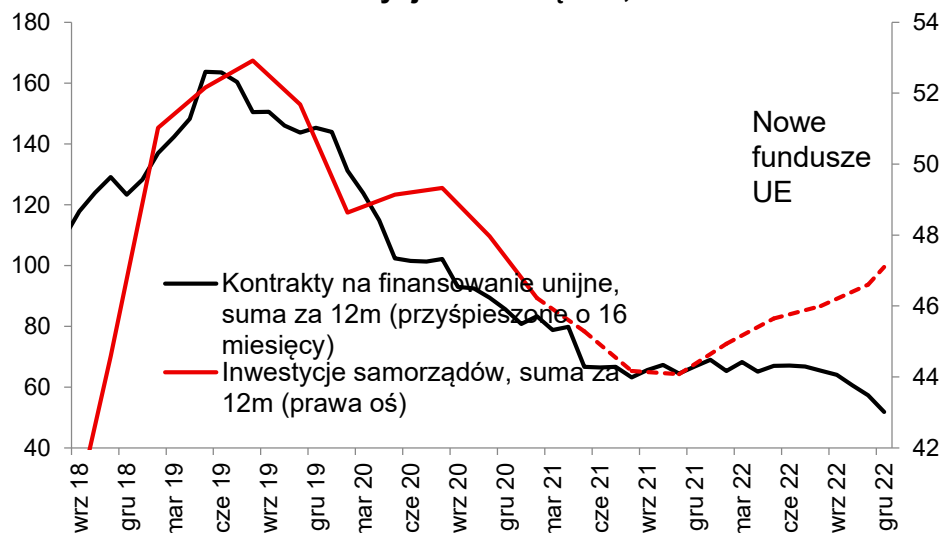
O ile nakłady na maszyny i środki transportu już mocno prą w górę, to nakłady na obiekty inżynieryjne (mocno skorelowane z inwestycjami publicznymi) pozostały z tyłu. Nie jest to oczywiście zaskoczenie, bo projekty infrastrukturalne są zwykle bardziej złożone, kosztowne i czasochłonne.

Uważamy jednak, że i w tym sektorze nadchodzi odbicie. Aktywność inwestycyjna samorządów może jednak pozostać przygaszona, gdyż jest ona mocno powiązana z środkami unijnymi, a okres przejściowy między dwoma perspektywami unijnymi zwykle im nie służy. Również przetargi na budowę kolei są zaplanowane [dopiero na koniec roku](#). Jednak z drugiej strony książki zamówień sektora budowlanego szybko się zapełniają, a aktywność GDDKiA rośnie (do początku czerwca podpisano umowy warte [7,5 mld zł](#))

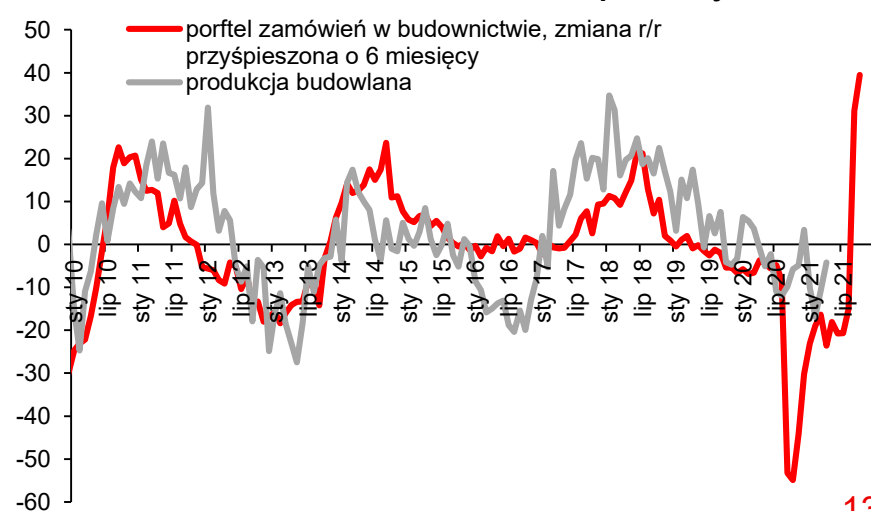
Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że ożywienie w tym sektorze nabierze tempa pod koniec 2021 r. i w 2022 r.



Podpisane umowy na finansowanie unijne (perspektywa 2014-2020) a inwestycje samorządów, mld zł



Budownictwo – zamówienia i produkcja



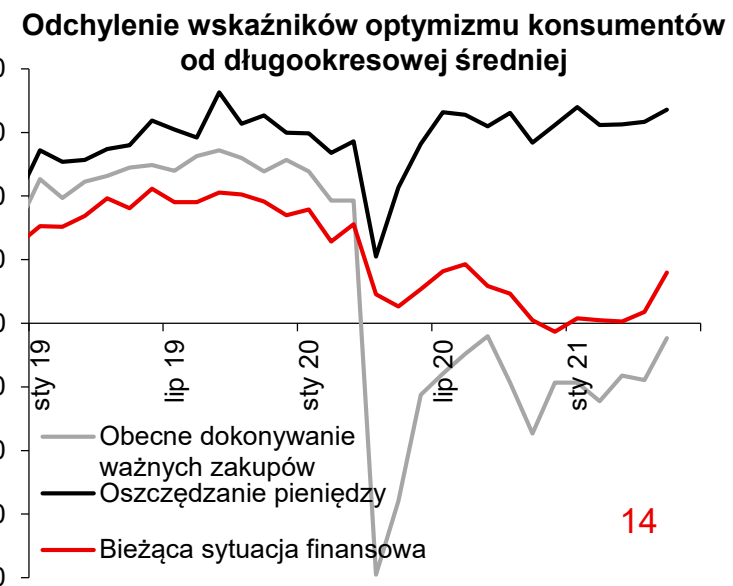
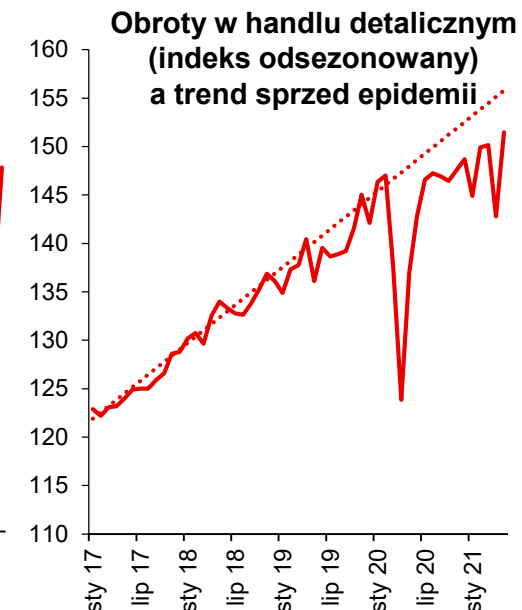
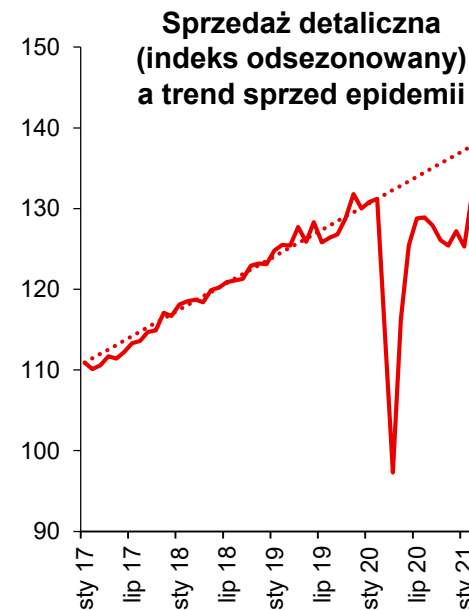


Konsumpcja wciąż z miejscem na wzrost

Uważamy, że konsumpcja niedługo może wyraźnie przyspieszyć: obecnie wciąż jest przytłumiona, ale jej normalizacja w stosunku do poziomu dochodów powinna wkrótce nastąpić.

Niektóre wskaźniki, jak np. produkcja przemysłowa, bardzo szybko wróciły do trendu sprzed epidemii. Jednak konsumpcja prywatna pozostała nieco przygaszona, a dane miesięczne, które pomagają w jej szacowaniu (sprzedaż detaliczna, obroty w handlu detalicznym) pozostały wyraźnie poniżej trendu (dwa górne wykresy). To odchylenie staje się szczególnie widoczne, jeśli wziąć pod uwagę wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, który miał miejsce w ostatnich kwartałach: konsumpcja jako % dochodów do dyspozycji spadła do bezprecedensowych poziomów (innymi słowy, doszło do mocnego wzrostu stopy oszczędności).

Nie widzimy przyczyn, dla których stopa oszczędności miałaby pozostać podwyższona przez dłuższy czas i spodziewamy się, że wróci ona do średniego poziomu. To oznacza duży potencjał dla wzrostu konsumpcji w najbliższych kwartałach, bo rynek pracy wciąż jest w formie, a konsumenci coraz lepiej oceniają swoją sytuację finansową i optymizm co do dokonywania ważnych zakupów. O ile natychmiastowa normalizacja w II kw. 2021 r. oznaczałaby wzrost konsumpcji nawet o 25%, to jednak naszym zdaniem będzie to proces stopniowy i potrwa co najmniej do I połowy 2022 r.



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



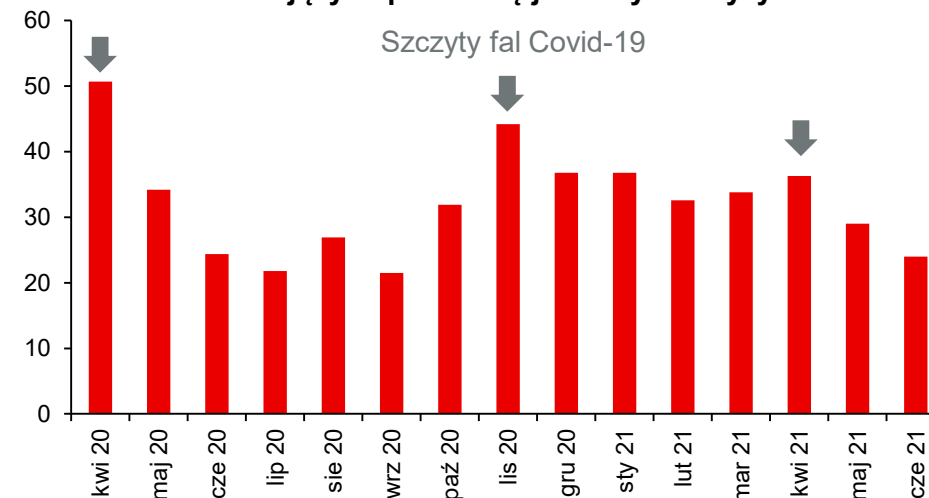
Konsumenci oswajają się z pandemią

Jak napisaliśmy na poprzedniej stronie, spodziewamy się normalizacji konsumpcji w najbliższych kwartałach. O ile ryzyko kolejnej fali pandemii może opóźnić ten proces, to naszym zdaniem **wpływ restrykcji na konsumpcję jest z czasem coraz mniejszy.**

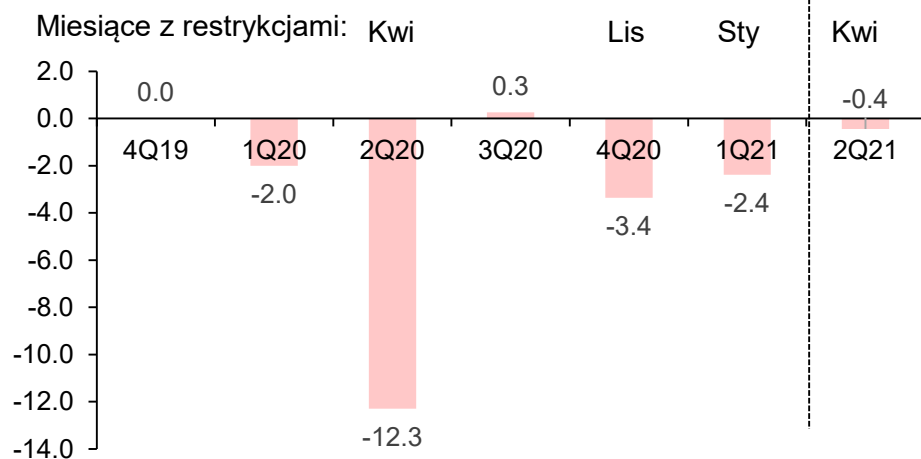
Każda kolejna fala Covid-19 w Polsce była mocniejsza jeśli chodzi o liczbę nowych przypadków, śmierci i hospitalizacji. Mimo to konsumenci rzadziej wyrażali obawy o swoje zdrowie w ankietach optymizmu. Zakładamy, że osobom najbardziej obawiającym się epidemii zależało, żeby się szybko zaszczepić, więc poziom zagrożenia oceniany przez konsumentów może obniżyć się jeszcze szybciej.

Niższe obawy mają przełożenie na faktyczne dane dotyczące mobilności i konsumpcji prywatnej. To oznacza, że wpływ restrykcji na konsumpcję obniża się, jako że ludność coraz bardziej jest przyzwyczajona do środowiska epidemicznego.

% konsumentów oceniających pandemię jako czynnik ryzyka dla ich zdrowia



Konsumpcja prywatna: odchylenie od IV kw. 2019 (odsezonowane)



Mobilność w Warszawie a nowe przypadki Covid-19





Rynek pracy: firmy znów zatrudniają

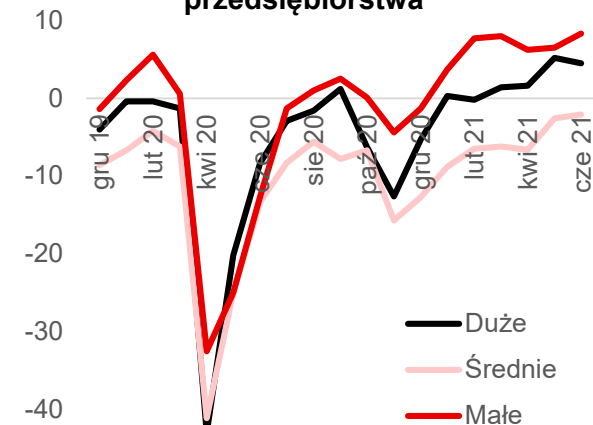
Badania koniunktury gospodarczej pokazują, że firmy znów zaczęły zatrudniać i planują dalsze zwiększanie zatrudnienia oczekując dalszego ożywienia w gospodarce – widać to we wszystkich klasach wielkości firm. Liczba wakatów znów zaczęła rosnąć a niedobory wykwalifikowanych pracowników mogą powrócić jako poważna przeszkoda dla rozwoju firm szybciej niż się można tego było spodziewać.

Te okoliczności mogą prowadzić do wzrostu presji płacowej. NBP zasygnalizował wzrost tej presji już w kwietniowym raporcie „Szybki Monitoring”. Jednocześnie solidna sytuacja finansowa firm sugeruje relatywnie mały opór z ich strony wobec żądań płacowych. Koszty pracy wciąż są zdecydowanie rzadziej wskazywane w ankietach jako bariera rozwoju firmy niż w 2019 r.

ESI, Polska: syntetyczny indeks oczekiwanego zatrudnienia (EEI), spadek i odbicie podczas poprzednich spowolnień gospodarki, w miesiącach od początku wyraźnego spadku



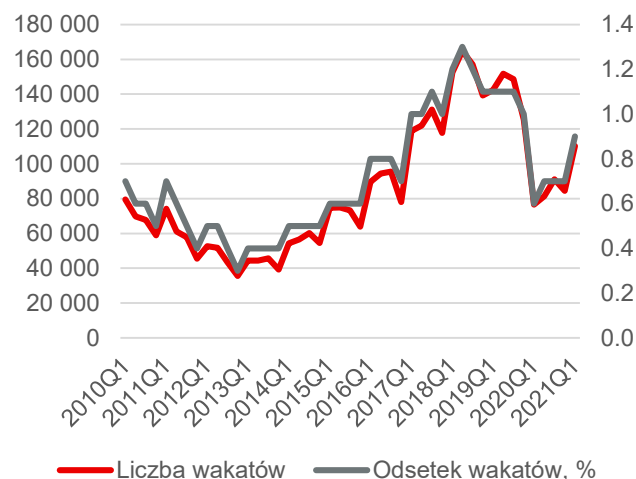
Badanie GUS: przemysł, wskaźnik oczekiwanego zatrudnienia wg rozmiaru przedsiębiorstwa



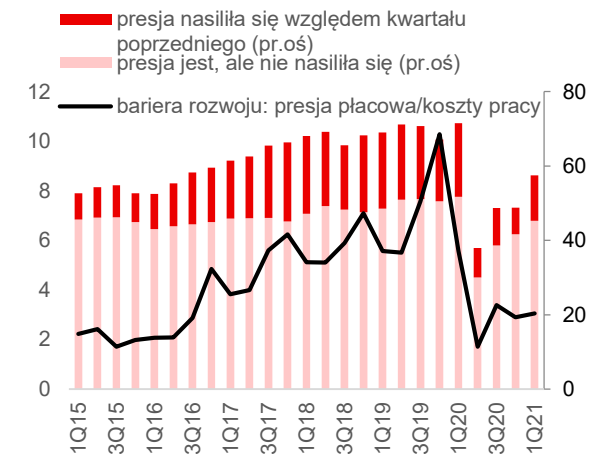
Badanie GUS: Czy niedobory siły roboczej są barierą w zwiększaniu działalności? %



Nowoutworzone miejsca pracy w kwartale



Zmiana presji płacowej wobec poprzedniego kwartału





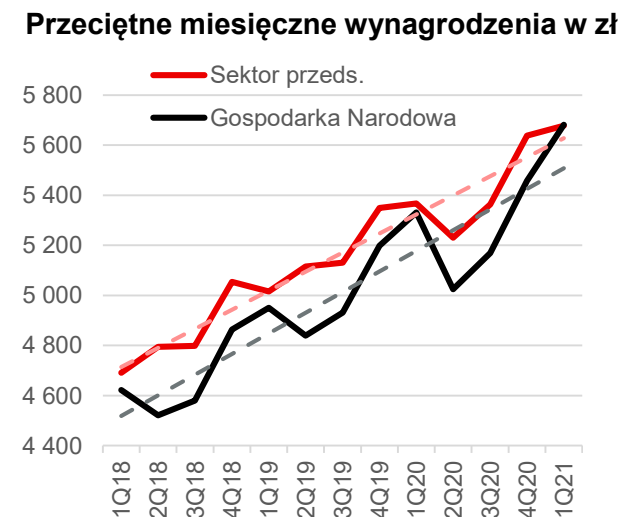
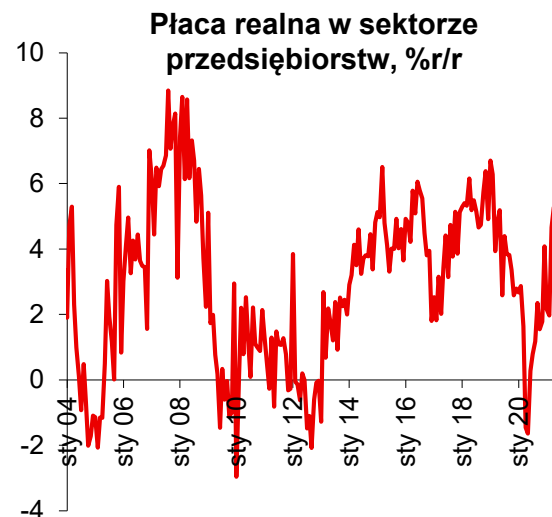
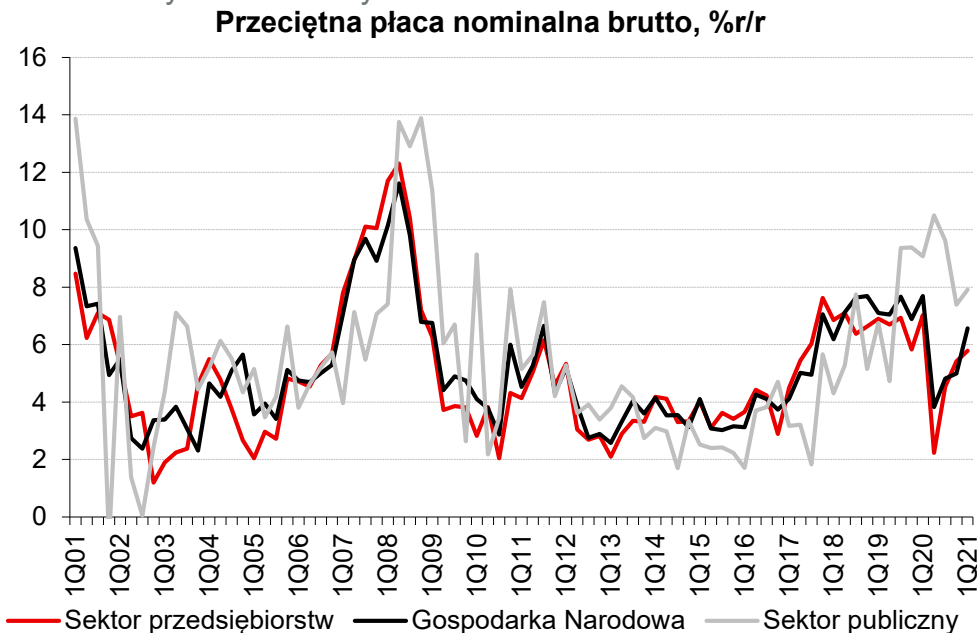
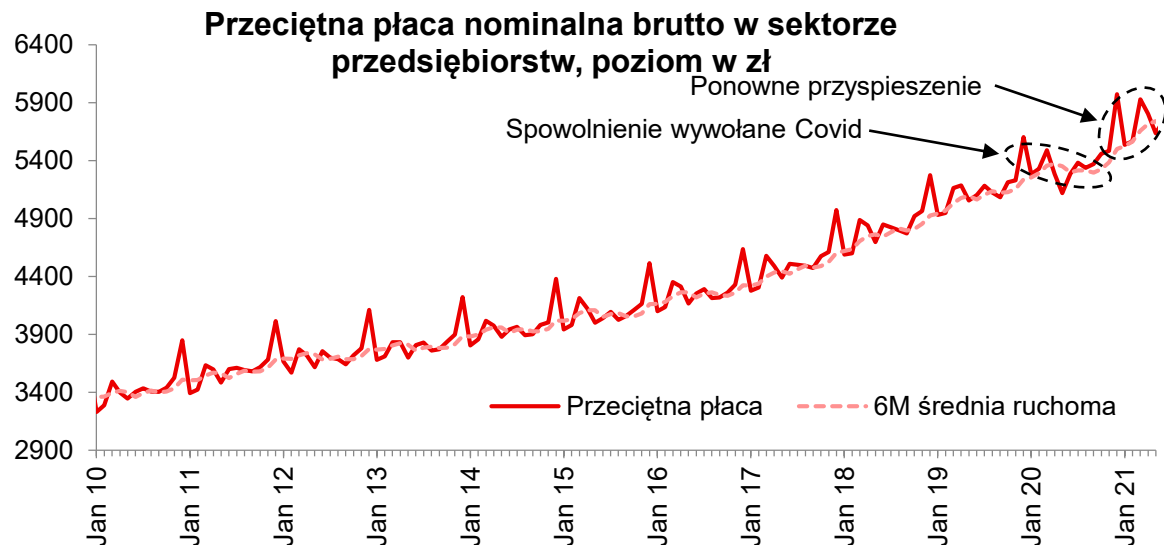
Rynek pracy: przebudzenie mocy

Wzrostowy trend w pensjach zatrzymał się tylko na chwilę w 2020 r. Teraz poziomy płac na nowo zaczęły poruszać się zgodnie z tendencją sprzed pandemii.

Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (publikowane kwartalnie) odbijają nawet szybciej niż ich dostępne na bazie miesięcznej przybliżenie w postaci przeciętnej płacy w sektorze przedsiębiorstw.

Realny wzrost płac również odbija i w ciągu roku od wybuchu pandemii dotarł w okolice 4% r/r. Podczas spowolnienia 2012-2013 to samo zajęło 4 lata, a po globalnym kryzysie finansowym wcale się to nie udało przed kolejnym dołkiem koniunkturalnym.

W związku z tym wymaga podkreślenia, że odbicie dynamiki płac w I poł. 2021 r. to nie tylko efekt bazy.





Inflacja: czy jest czym się martwić?

Inflacja dotychczas zaskakiwała w górę w 2021 r., co przesunęło konsensus na ten i przyszły rok wyraźnie w górę. Jak dotąd polski bank centralny przyglądał się temu trendowi ze spokojem i argumentował, że wzrost inflacji jest przejściowy i nie wymaga reakcji polityki pieniężnej. W argumentacji nt tego dlaczego nie należy martwić się podwyższoną inflacją pojawiają się trzy główne tezy:

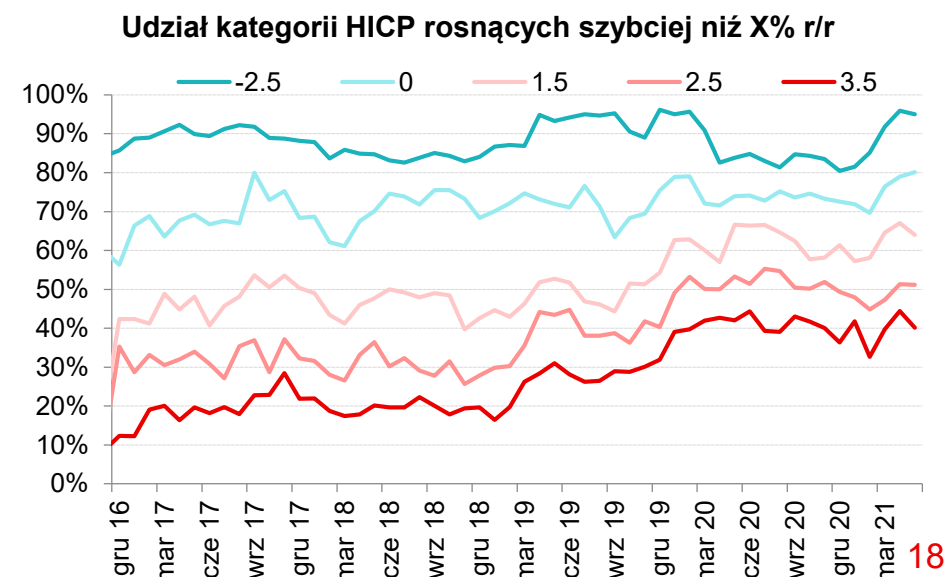
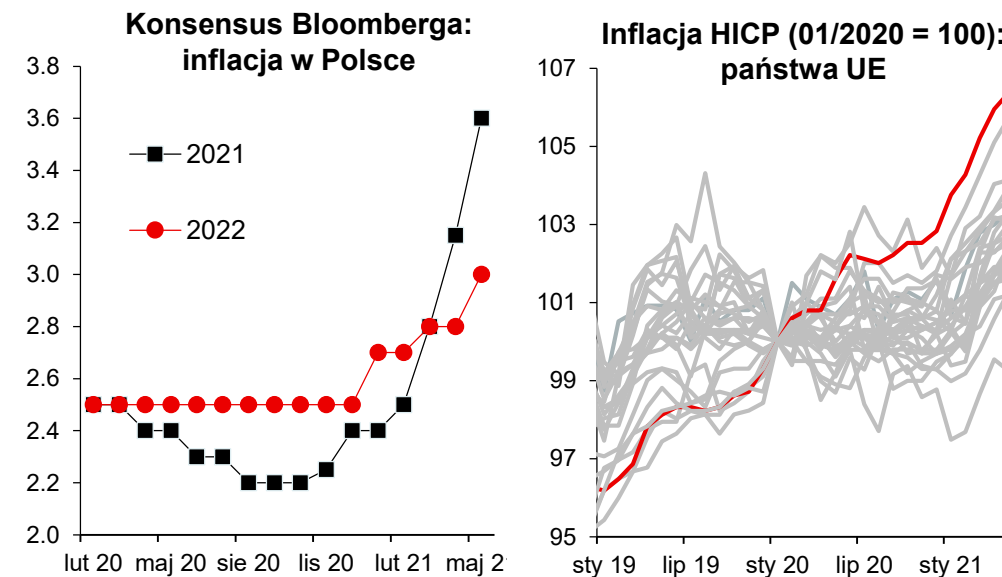
1. Inflacja jest wyższa przez niską bazę.
2. Nawet jeśli ceny rosną, to jest to przejściowe (wyższe koszty podczas pandemii, większa akceptacja dla podwyżek podczas otwierania gospodarki) i ten wzrost zniknie po normalizacji sytuacji.
3. Nawet jeśli wzrost cen jest bardziej trwały, to objawia się on w kategoriach cenowych, na które polityka pieniężna nie ma istotnego wpływu.

Naszym zdaniem taka argumentacja jest dyskusyjna, a wzrostowe tendencje cen okażą się obecne w większej liczbie kategorii i będą mocniejsze, niż obecnie uważa bank centralny.

Efekt bazy to zdecydowanie ekonomiczne słówko roku 2021 r. Ale w przypadku inflacji nie ma szczególnego zastosowania, gdyż w 2020 r. ceny w Polsce raczej nie spadały (w przeciwieństwie do wielu innych krajów), poza kilkoma wyjątkami, z których można wymienić chociażby paliwa. Jednak wykres poziomu cen jasno wskazuje na mocny impuls wzrostowy w 2021 r. (wykres na górze po prawej).

Niektóre wzrosty cen są **faktycznie przejściowe** i powinny z czasem wygasnąć (paliwa, surowce), ale inne niekoniecznie (żywność, energia, nieprędko znikną też niedobory surowców w przemyśle), plus inne kategorie mogą zacząć notować szybszy wzrost wraz z nasileniem odbicia gospodarczego i zacieśnieniem na rynku pracy. Lista dóbr i usług, których ceny rosną szybciej niż 2,5% r/r wciąż wydłuża się (wykres na dole).

W rzeczywistości nie jest takie oczywiste, które **ceny nie zależą od polityki pieniężnej**, gdyż różne dobra i usługi są ze sobą powiązane, zależą też od popytu w gospodarce i kursu walutowego, a na te czynniki Rada już wpływ ma (patrz następna strona).



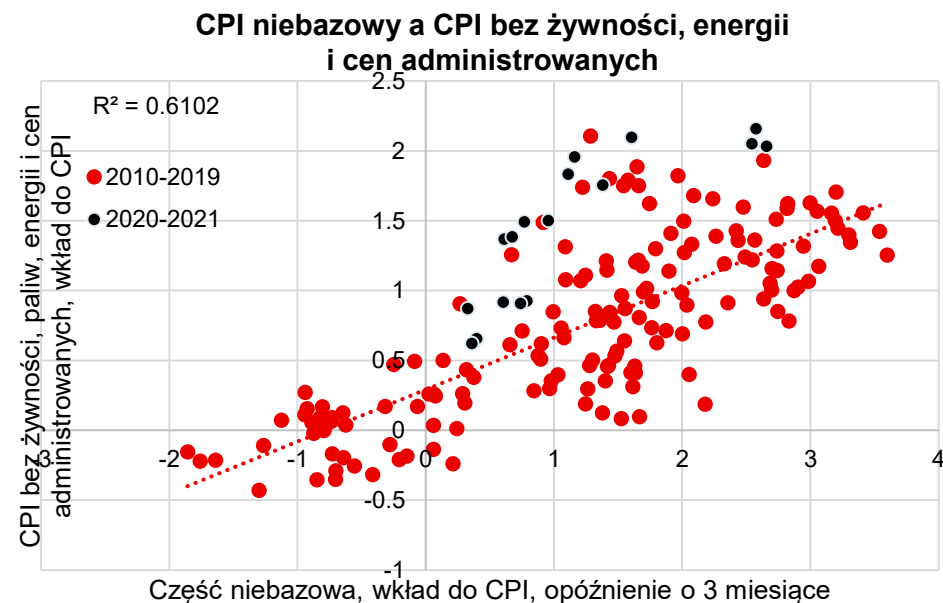
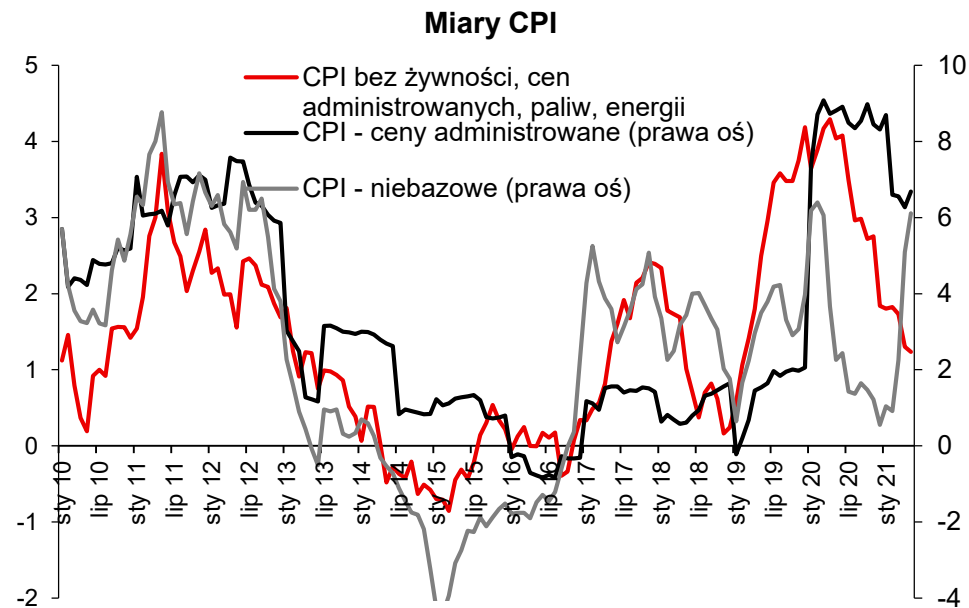


Inflacja: poza kontrolą RPP?

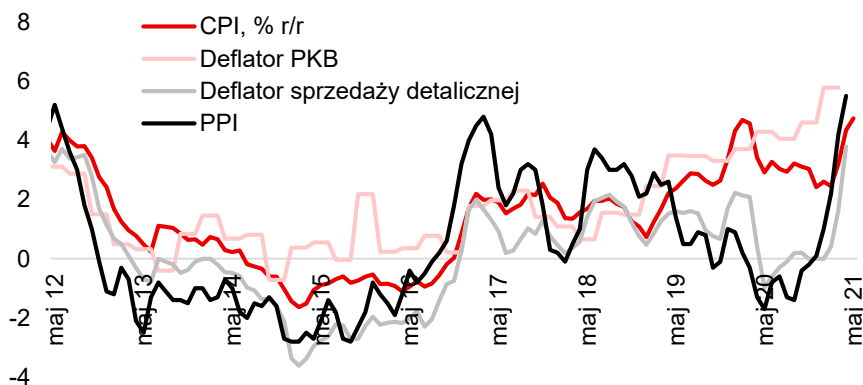
Jednym z argumentów RPP jest to, że wzrost CPI wynikał w znacznej mierze z czynników poza zasięgiem oddziaływania polityki pieniężnej. Rozumiemy, że dotyczy to przede wszystkim cen administrowanych, żywności i energii. Nie zgodzimy się jednak, że RPP na te kategorie nie ma zupełnie wpływu, bo zależą one wszakże również od popytu zagregowanego, kursu walutowego i kosztów pracy, na które polityka pieniężna wpływ już ma.

Nasz szacunek CPI bez żywności, paliwa, energii i cen administrowanych faktycznie wskazuje na mocny spadek dynamiki ze szczytów zarejestrowanych z 2020 r. Jednak, żeby uzyskać taką miarę, trzeba z koszyka CPI wyłączyć ponad 50% kategorii, a to już naszym zdaniem bardziej przypomina dobieranie danych pod tezę niż malowanie wiarygodnego obrazu procesów inflacyjnych. Zwłaszcza, że w zasadzie wszystkie szerokie indeksy cenowe prą w górę. W dodatku wątpimy, czy RPP faktycznie śledzi taką miarę, bo czemu w takim razie nic nie zrobiła po jej mocnym wzroście w 2019 r.?

W każdym razie, uważamy, że i ta miara powinna wkrótce odbić, gdyż ponowne otwarcie gospodarki i normalizacja popytu, zwłaszcza w rekreacji/kulturze, gastronomii i hotelarstwie będą pozytywne dla wzrostu cen. Ponadto, CPI bez żywności, cen energii i administrowanych są mocno skorelowane z (opóźnioną) niebazową częścią koszyka inflacyjnego, zatem ostatnie wzrosty w tej części CPI będą przenosić się na inne części koszyka, CPI może zatem utrzymywać się powyżej celu dłużej niż sądzi RPP.



Różne miary zmian cen w gospodarce, % r/r



Źródło GUS, NBP, Eurostat, Santander



Inflacja: 4% zostanie na dłużej

Uważamy, że stopa inflacji pozostanie wysoka w 2021 i 2022 r. Post-pandemiczne odbicie gospodarcze jest głównym argumentem za taką prognozą.

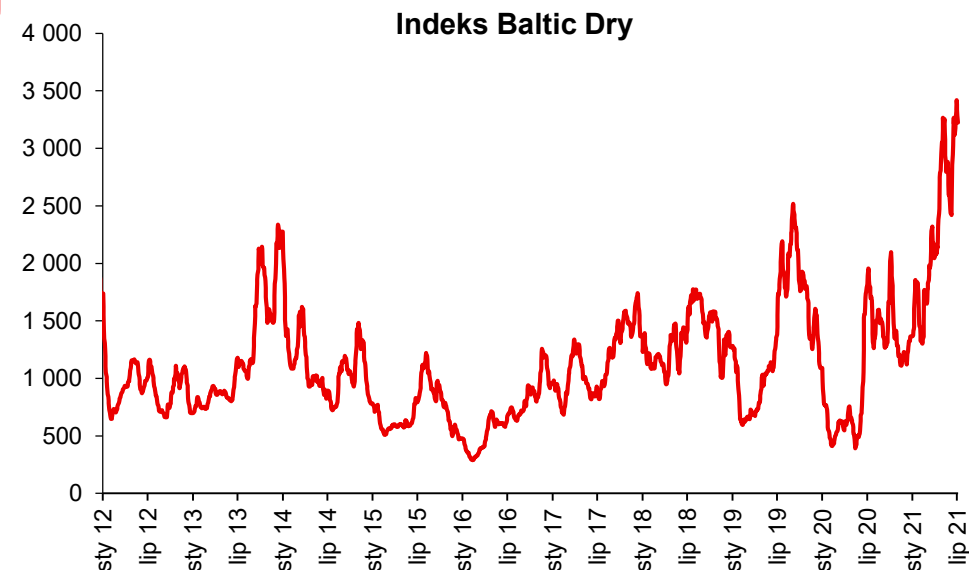
Rosnąca dynamika gospodarcza zaczęła już podbijać ceny na całym świecie, w tym cen surowców, części i transportu. Zakłócenia w łańcuchach dostaw dodatkowo podsycają ten trend. Nowe pakiety fiskalne (np. w UE i USA), które dopiero się rozkręcają, jeszcze dołożą do globalnego wzrostu popytu, wydłużając i wzmacniając presję cenową

W Polsce paliwem dla inflacji będzie dodatkowo dobra forma rynku pracy, konsumentów i firm oraz nowy program fiskalny („Polski Ład”), głęboko ujemne realna stopy procentowe i możliwa większa akceptacja konsumentów na podwyżki cen po miesiącach przytłumionej konsumpcji.

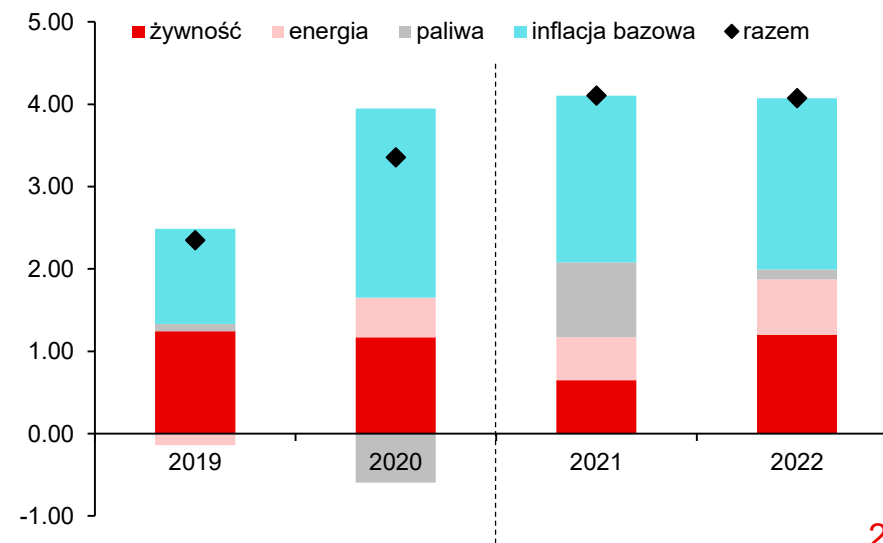
Dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw może być czynnikiem łagodzącym wzrost cen, pozwalając firmom zaabsorbować przynajmniej część wzrostu kosztów zmniejszając marże. Jednak ostatnie doświadczenia wskazują, że w środowisku mocnego ożywienia popytu tak się nie dzieje: firmy mają wystarczającą moc cenotwórczą, aby przenosić rosnące koszty na odbiorców końcowych.

Naszym zdaniem niebazowa część koszyka będzie odpowiedzialna za ok. połowę inflacji w 2021 i 2022, przy czym dojdzie do pewnej zmiany jej struktury: w przyszłym roku wzrośnie wkład żywności i energii, a spadnie wkład paliw. Jeśli zaś chodzi o inflację bazową, to naszym zdaniem ceny administrowane będą w 2022 r. grały mniejszą rolę, ale silny popyt i wciąż ograniczona podaż będą wpływały na wzrost cen rynkowych.

Spodziewamy się, że w dalszych miesiącach 2021 r. ceny będą rosły w tempie ok. 4,5%, a średnio w całym roku inflacja wyniesie 4,1%. W 2022 r. inflacja będzie stopniowo opadać poniżej 4% na koniec roku ze średnią w okolicy 4%.



Dekompozycja naszych prognoz CPI



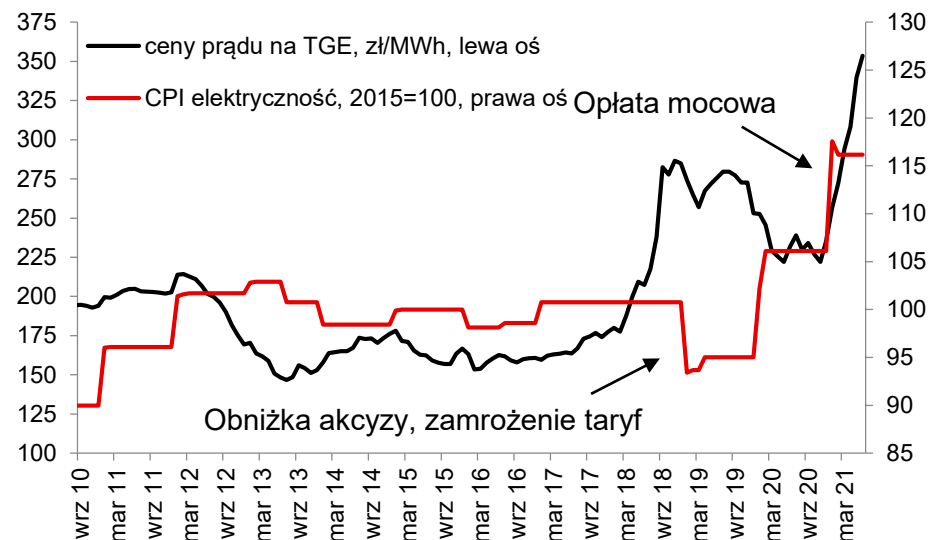


Ceny energii w trendzie wzrostowym

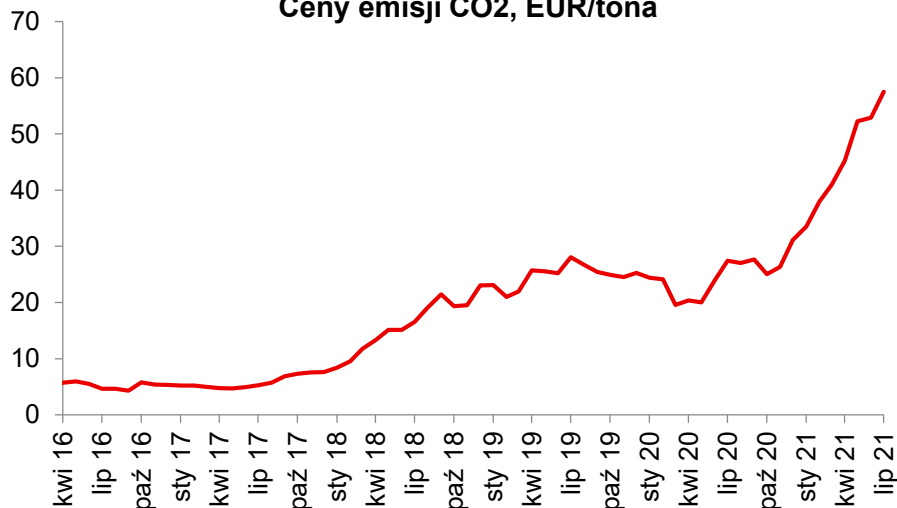
Rynkowe ceny energii rosy dynamicznie w ostatnich miesiącach i naszym zdaniem jest to trwały trend, zwłaszcza w przypadku elektryczności, wobec zależności polskiej energetyki od węgla i rosnących cen emisji dwutlenku węgla.

Ceny elektryczności i gazu dla gospodarstw domowych zależą jednak nie tylko od ich cen rynkowych, ale też od decyzji URE. To utrudnia prognozowanie cen detalicznych, niemniej presja w górę jest oczywista, a korekta taryf dla gospodarstw domowych o 10-15% jest uzasadniona. Warto też zauważyć, że ceny elektryczności dla gospodarstw domowych wzrosły jedynie nieznacznie od 2017-2018 (jeśli wyłączyć zmiany w taryfach niezwiązane z cenami rynkowymi), kiedy rynkowe ceny prądu były niższe niż 200 zł/MWh, podczas gdy dzisiaj są blisko 350zł/MWh. Mając to na uwadze należy jednak pamiętać, że URE może po prostu zignorować presję rynkową (przynajmniej przez jakiś czas) i ugiać się pod presją polityczną, jak miało to miejsce w przypadku cen elektryczności w 2019 r. i gazu w 2018 r.

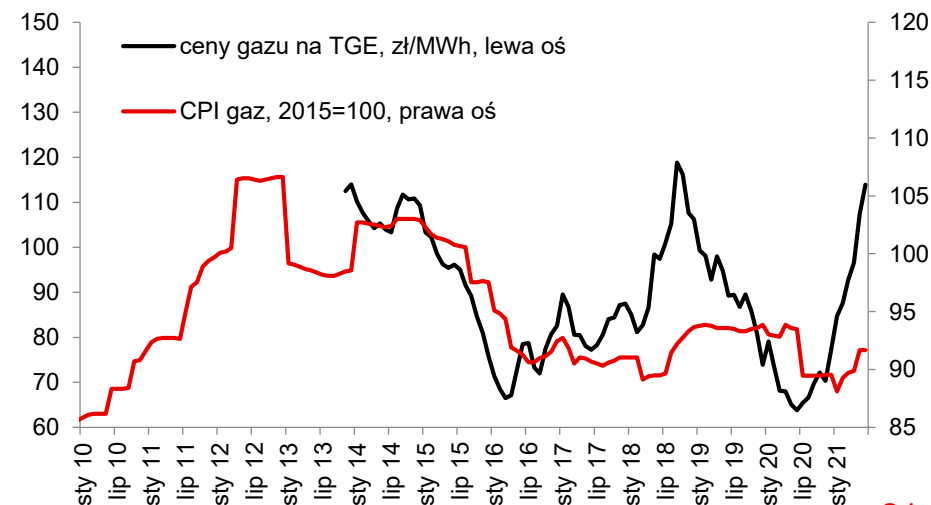
Ceny elektryczności



Ceny emisji CO2, EUR/tona



Ceny gazu



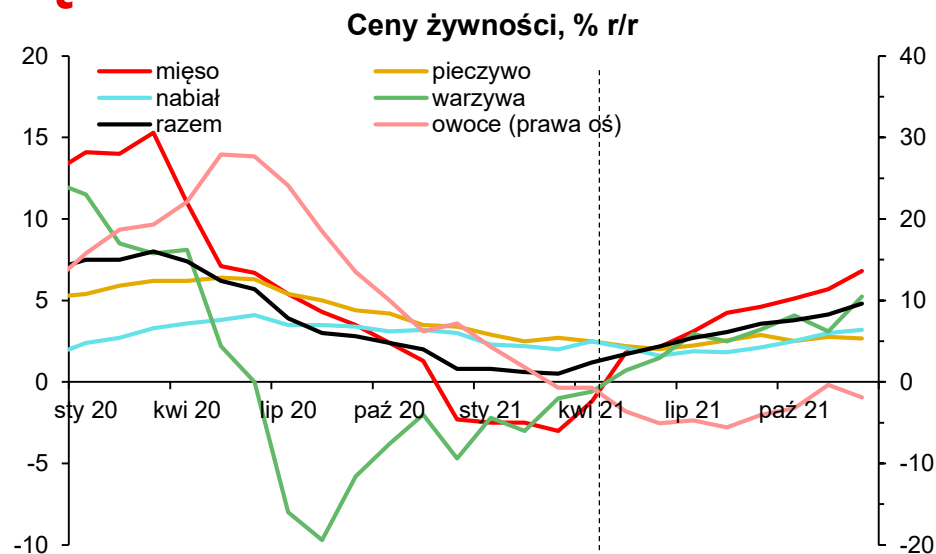


Ceny żywności wyżej przez mięso

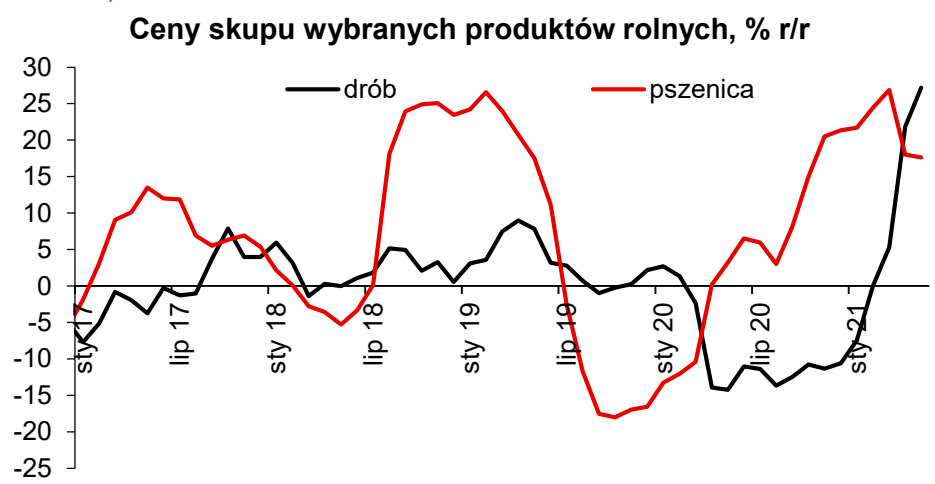
W naszym raporcie o perspektywach na 2021 r. prognozowaliśmy wzrost cen żywności w 2021 r. na 1,7%. Obecnie nasza prognoza to 2,3%.

Rewizja w grę to głównie pokłosie zmian na rynku mięsa. Wyższe ceny paszy, silniejszy popyt zagraniczny i ograniczenia podażowe (np. ptasia grypa) spowodowały, że ceny na tym rynku odbiły szybciej i mocniej niż się spodziewaliśmy.

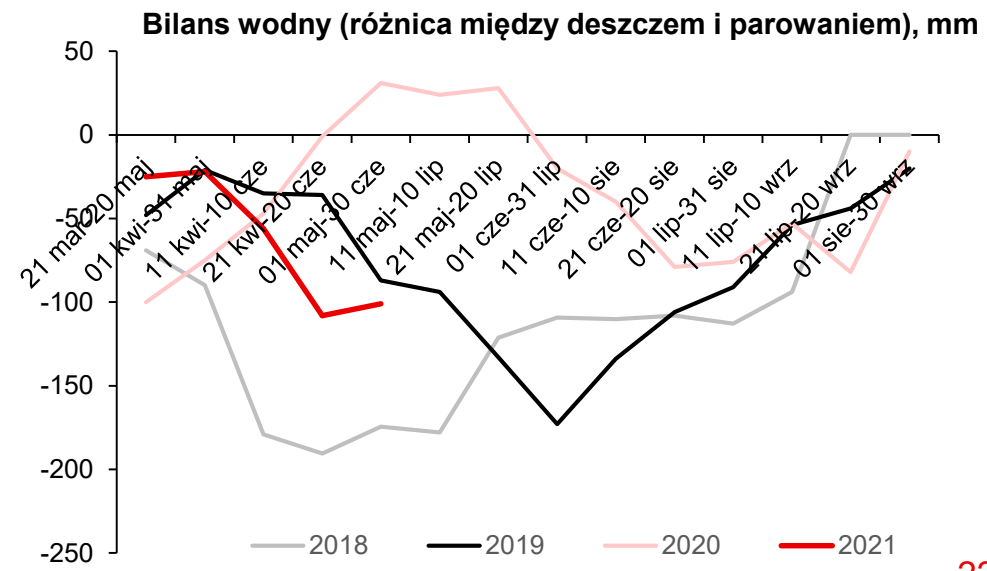
Ceny innych kategorii żywnościowych zmieniają się zgodnie z naszymi oczekiwaniami: zboża i przetwory mleczne systematycznie pną się w górę dzięki mocniejszemu popytowi i słabszej podaży. Ceny warzyw i owoców pozostają pod kontrolą dzięki wysokim zbiorom z 2020 r. Produkty rolne nie zanotowały mocnych strat zimowych, więc nawet zimna i deszczowa wiosna (skrócenie wegetacji i utrudnione opryski) nie miały mocnego wpływu na ceny. Warto jednak odnotować, że pojawiają się pierwsze informacje o suszach rolniczych, co oznacza ryzyko w górę dla cen warzyw i owoców w II połowie 2021 r. (choć na razie nie zmieniamy prognoz tych produktów).



Źródło: GUS, Santander



Źródło: GUS, Santander



Źródło: IUNG-PIB, Santander





Oczekiwania inflacyjne konsumentów - spokój?

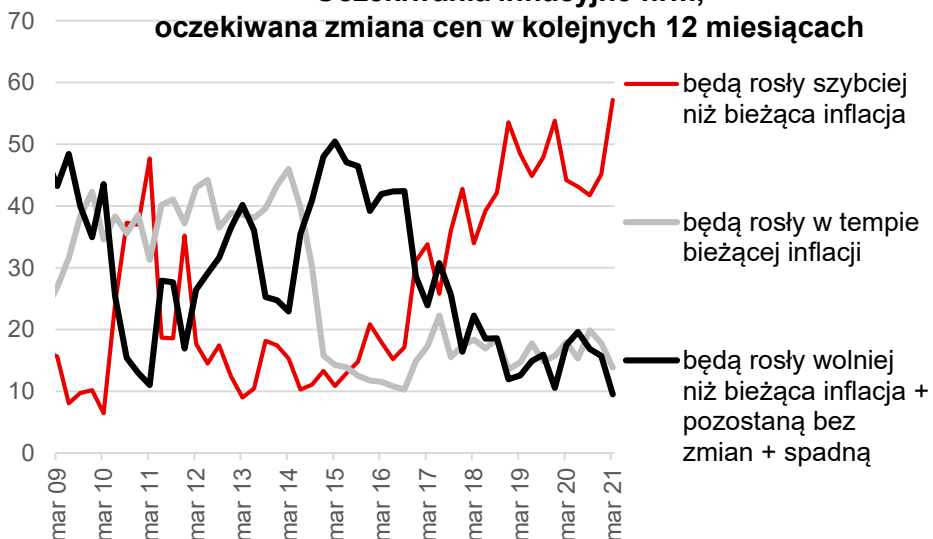
Firmy widzą mnóstwo nadciągającej inflacji, tylko 1 na 10 uważa, że ceny mogą rosnać wolniej w kolejnych 12 mies. Podejście konsumentów trudniej określić, bo jedna miara pokazuje, że zachowali spokój wobec szybkiego ostatnio wzrostu inflacji, a druga sygnalizuje niepokój. Teoretycznie wysokie oczekiwania inflacyjne konsumentów to jeden z warunków wstępnych do uruchomienia efektów drugiej rundy, podtrzymujących inflację wysoko.

Wskaźnik GUS oczekiwań inflacyjnych konsumentów jak dotąd nie zareagował na nasilenie inflacji w br. tak jakby konsumenci uznawali je za przejściowe. Jednakże taki stan nie może się długo utrzymywać przy inflacji stojącej powyżej 4% - historycznie zawsze dochodziło do zbiegania oczekiwań w stronę bieżących odczytów CPI (choć zdarzało się też, że oczekiwania odbijały z wyprzedzeniem zanim nasiliła się inflacja).

Eugeniusz Gatnar z RPP inaczej odczytał miarę GUS: nie uspokajające, że coraz więcej osób zakłada stabilizację wzrostu CPI na obecnym poziomie, bo ten jest dużo powyżej progu tolerancji RPP. Powoduje to jednak techniczny spadek tej miary oczekiwań (bo jest to indeks dyspersji). Powiedział też, że niepublikowana ilościowa miara oczekiwań inflacyjnych konsumentów wskazuje na 13% (nie mamy danych by ustalić jak precyzyjna jest to miara).

Alternatywny wskaźnik, ESI, pokazał bardziej niepokojący obraz. Tylko niecałe 18% konsumentów uważa, że w następnych 12 miesiącach inflacja spadnie. Zachowanie indeksów ESI w kwietniu i maju wydawało się niegroźne bo wzrostowi postrzeganej bieżącej inflacji towarzyszył niższy odczyt oczekiwanej inflacji, jednak w czerwcu obie miary poszły już w górę.

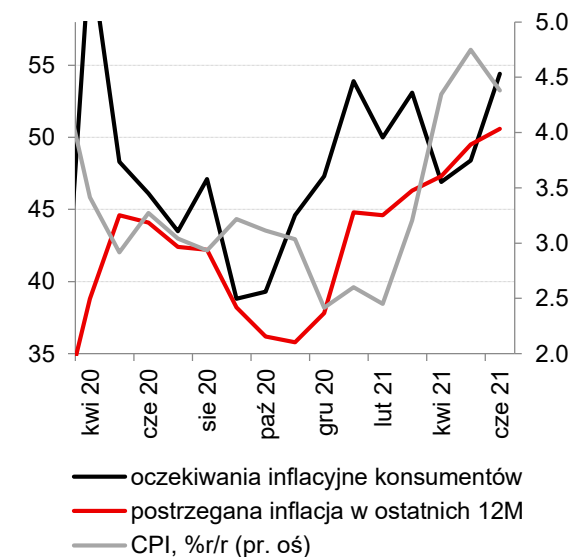
Oczekiwania inflacyjne firm, oczekiwana zmiana cen w kolejnych 12 miesiącach



Oczekiwania inflacyjne konsumentów wg GUS



Oczekiwania inflacyjne konsumentów wg ESI





Ryzyko efektów drugiej rundy

Zwykle silny negatywny szok podaży wywołuje inflację ale jednocześnie szkodzi realnej gospodarce, więc podbitej dynamice CPI trudno jest zamienić się w spiralę cenowo-płacową. Tym razem szok podaży przychodzi w trakcie silnie odradzającego się popytu. Kryzys Covid-19 różni się tym, że nie było w nim fazy taniej siły roboczej, okresu wysokiego bezrobocia, który wywołałby obniżenie oczekiwań płacowych.

Efekty drugiej rundy – które potrafią zamienić przejściową inflację w bardziej trwałą – mogą działać silniej w krajach z ciasnym rynkiem pracy (mało niezagospodarowanej siły roboczej) i tam gdzie inflacja uderzyła naprawdę mocno, pozostawiając odczucie ubytku siły nabywczej.

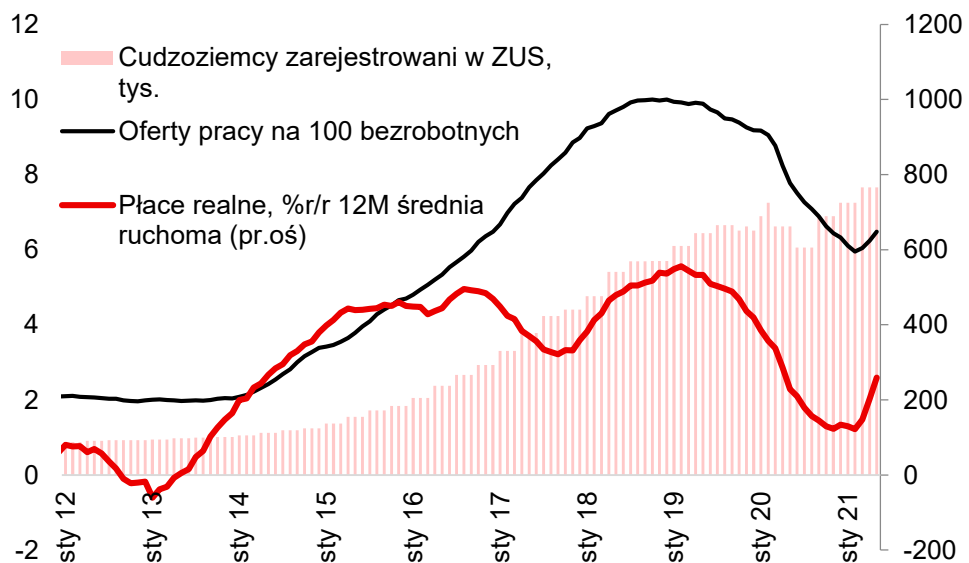
A zatem, patrząc relatywnie, Polska wygląda na narażoną jako kraj o jednej z najwyższych inflacji i jednej z najniższych stopie bezrobocia w UE. Nie przesądza to jednak, że efekty drugiej rundy rzeczywiście tu wystąpią.

Czynnikiem łagodzącym to ryzyko mogłaby być dostępność tańszej zagranicznej siły roboczej (napływ obcokrajowców do Polski rośnie). Wg nas to właśnie napływ migrantów zapobiegł w 2018-2019 r. pełnemu przełożeniu ciasnego rynku pracy na dynamikę realnych płac.

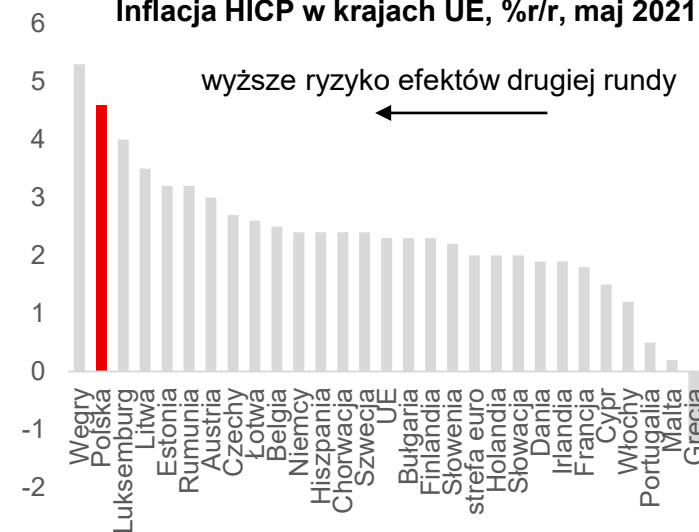
Trzeba też brać pod uwagę, że przed pandemią problemem świata było jak podbić uporczywie niską inflację do ustalonych celów. Ekonomisci tłumaczyli to zjawisko długofalowymi trendami jak np. starzenie się społeczeństw.

Napływ migrantów już powrócił, ale jednocześnie firmy oferujące niskopłatne prace (gdzie zwykle obcokrajowcy byli nadreprezentowani) jak sprzątanie, ochrona obiektów, sygnalizują jedne z najwyższych niedoborów siły roboczej wśród badanych przez GUS branż.

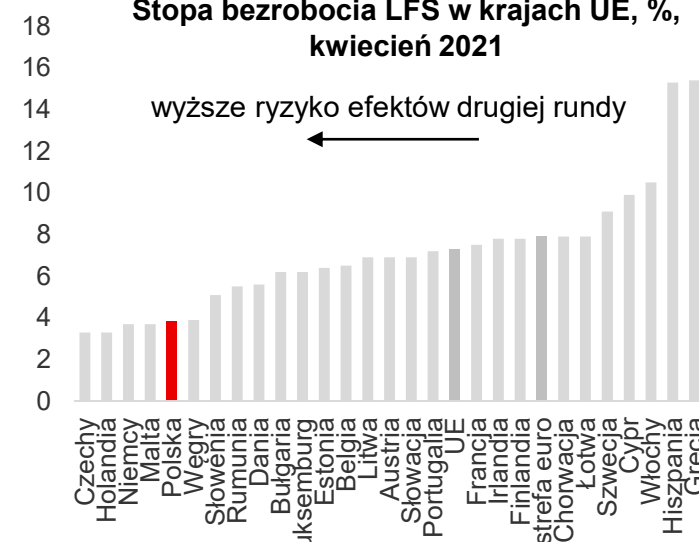
Oznacza to, że napływ może być zbyt mały by zapobiec napięciom na rynku pracy albo, że urosły oczekiwania płacowe obcokrajowców. W rezultacie ochrona przed efektami drugiej rundy ze strony tego czynnika może być słabsza niż w 2018-2019.



Inflacja HICP w krajach UE, %/r, maj 2021



Stopa bezrobocia LFS w krajach UE, %, kwiecień 2021



Polityka pieniężna: nie tak łagodna jak się wydaje?

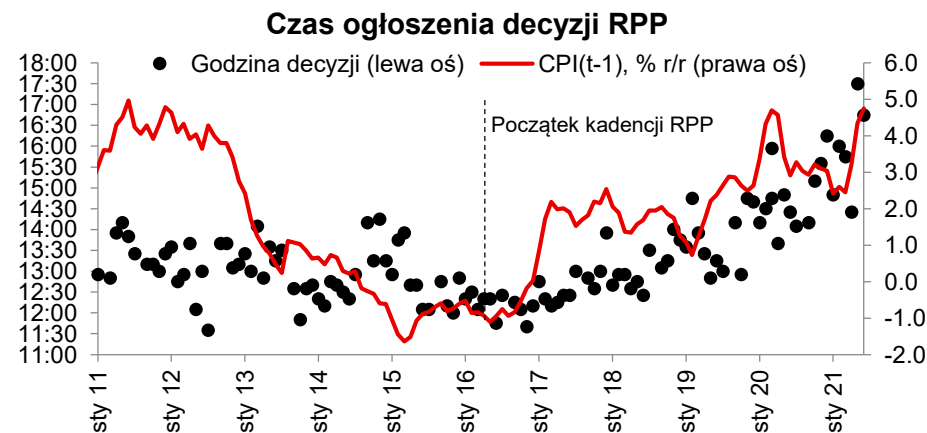
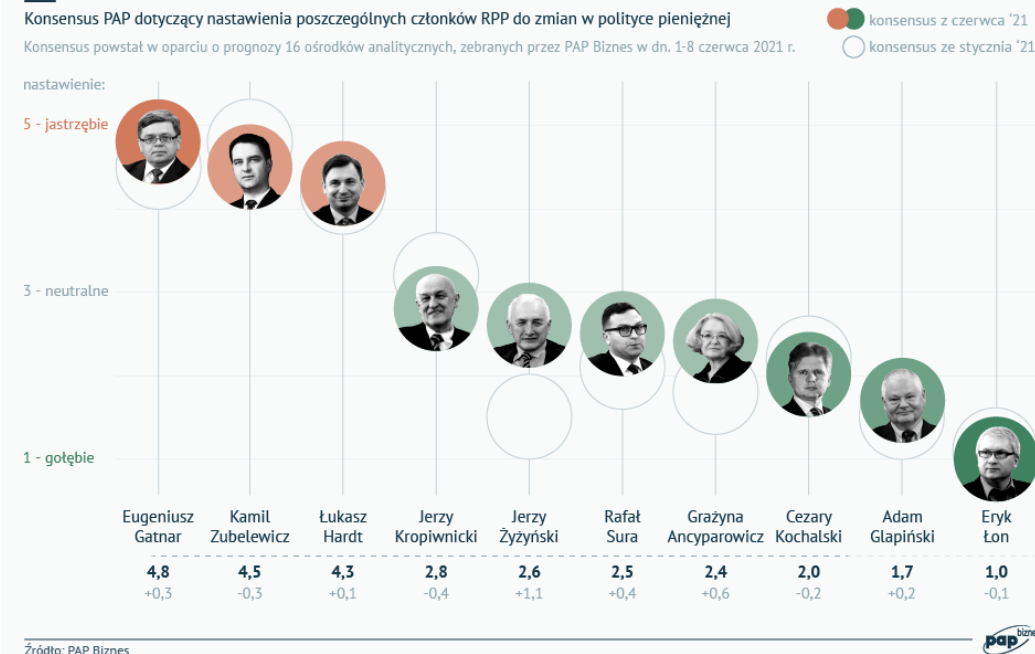
Oficjalna komunikacja polskiego banku centralnego pozostaje gołębia, przynajmniej w warstwie oficjalnej. W czerwcu [komunikat RPP](#) i prezes NBP [na konferencji](#) podkreślali, że podwyższona inflacja wynika z czynników niezależnych od polityki pieniężnej i będzie przejściowa, więc za wcześnie aby myśleć o zacieśnianiu polityki pieniężnej.

Jednocześnie zauważamy zmianę w języku, jakiego używa Adam Glapiński, co można traktować jako tworzenie gruntu pod ewentualną normalizację polityki. Warto zauważyć, że wcześniejsze deklaracje nt. stabilizacji stóp „na długo” czy „do końca kadencji RPP”, nt. utrzymania programu QE „na zawsze”, czy stwierdzenia o tym, że rozważania nt. zacieśnienia polityki są „absurdalne” zostały zastąpione przez nowe komunikaty: NBP nie zawaha się rozpocząć podwyższać stopy kiedy to będzie konieczne, podwyżki będą poprzedzone wygaszeniem QE, a to musi być rozłożone w czasie; warunkami dla zacieśnienia polityki są prognozy pokazujące trwale wysoki wzrost gospodarczy i inflację – to musi być odzwierciedlone w projekcjach NBP (projekcja listopadowa będzie szczególnie ważna). W [artykule dla FT](#) Glapiński po raz pierwszy otwarcie przyznał, że cykl podwyżek może się rozpocząć jeszcze przed końcem tego roku.

Odczytujemy tę zmianę retoryki jako wskazówkę, że polityka pieniężna będzie zależna od danych i faktycznego scenariusza makro. W tym momencie bank centralny nie widzi powodów do reakcji, a najnowsze dane o spadku inflacji w czerwcu zapewne jeszcze utwierdzą RPP w przekonaniu, że podejście „wait-and-see” jest właściwe. Ale jeśli silne ożywienie będzie kontynuowane, a inflacja pozostanie wysoka (co jest naszym scenariuszem bazowym), konsensus w Radzie będzie się stopniowo zmieniał. Na podstawie godzin ogłaszania decyzji RPP sądzimy, że dyskusje na posiedzeniach są coraz bardziej intensywne.

Naszym zdaniem pierwsza podwyżka stóp procentowych może nastąpić w listopadzie, o ile nowa fala Covid-19 nie okaże się na tyle dotkliwa, żeby istotnie zmienić scenariusz makroekonomiczny.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP





Polityka pieniężna: oczekiwanie na nowe projekcje

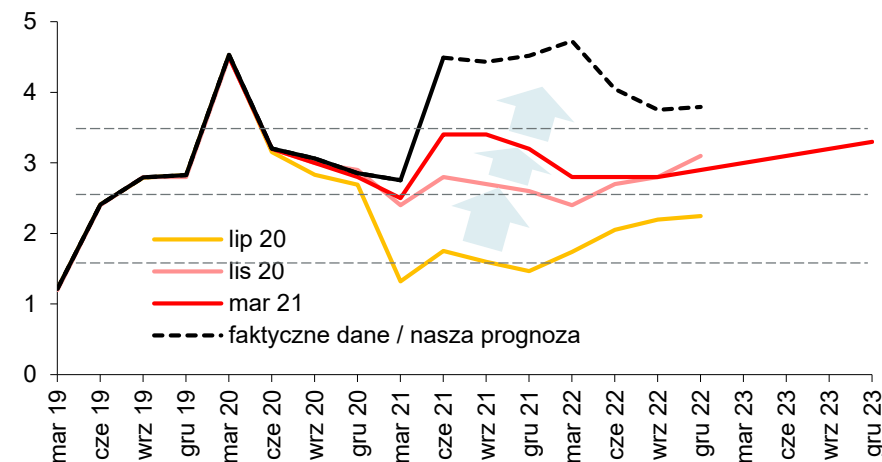
Prezes NBP i kilkoro członków RPP podkreślało niedawno, że następne projekcje NBP będą kluczowe dla decyzji w polityce pieniężnej. Z jednej strony takie deklaracje traktujemy z pewną ostrożnością, ponieważ doświadczenie wskazuje, że dla RPP zwykle to ta „następna” projekcja ma wyjaśnić kluczowe niepewności, ale kiedy już się pojawia to okazuje się, że jednak kolejna będzie ważniejsza. Tym razem już teraz pojawiły się deklaracje, że najbliższa aktualizacja prognoz (w lipcu) nie będzie aż tak istotna jak listopadowa. To w pewnym stopniu zrozumiałe, ponieważ dopiero późną jesienią będzie można lepiej ocenić ewentualne znaczenie 4. fali koronawirusa.

Z drugiej strony, jest dość prawdopodobne, że nowe wersje prognoz będą dostarczać coraz więcej argumentów za normalizacją polityki pieniężnej. Projekcje NBP w zakresie inflacji (podobnie zresztą jak nasze prognozy) przesunęły się już mocno w górę na przestrzeni ostatniego roku i wydaje się oczywiste, że kolejne aktualizacje będą jeszcze wyżej: punkt startowy jest dużo wyżej, a scenariusz makroekonomiczny bardziej optymistyczny (szybszy wzrost PKB, mocniejszy rynek pracy).

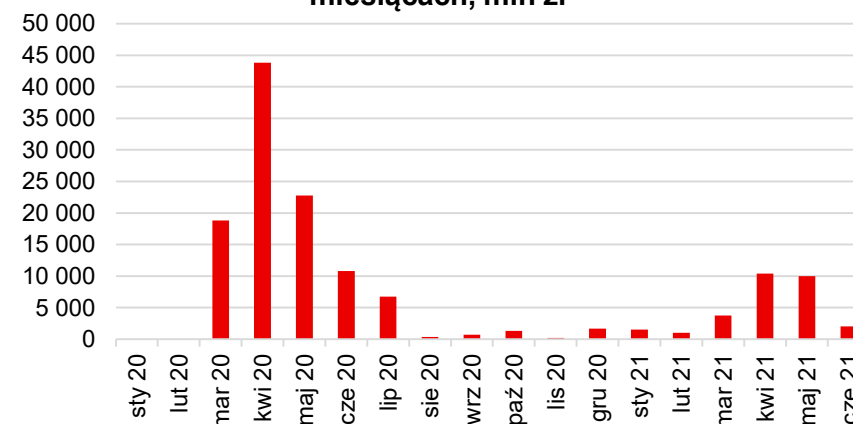
Już poprzednia projekcja NBP z marca niekoniecznie potwierdzała tezę o przejściowym charakterze inflacji, pokazując lekko wzrostową ścieżkę CPI i inflacji bazowej, do ok. 3,5% na koniec 2023. Jednak wg prezesa NBP podejmowanie decyzji na jej podstawie było nieuzasadnione, ze względu na dużą niepewność w tak odległym horyzoncie.

Naszym zdaniem lipcowa projekcja NBP nie spowoduje gwałtownego zwrotu w polityce pieniężnej, ale pod wpływem jej wskazań bank centralny może kontynuować powolne uchylanie drzwi dla ewentualnej podwyżki stóp procentowych. Adam Glapiński w niedawno opublikowanym [artykule](#) wskazywał, że wyjście z programu QE, które będzie poprzedzać podwyżkę stóp, powinno być rozłożone w czasie. Jeżeli więc w miesiącach letnich zobaczymy dalszą redukcję skali odkupu aktywów przez NBP, będzie to sygnał zbliżających się podwyżek stóp.

CPI wg kolejnych projekcji NBP + nasza prognoza



Wartość skupu aktywów przez NBP w poszczególnych miesiącach, mln zł





Rynek kredytowy: budzi się ze snu

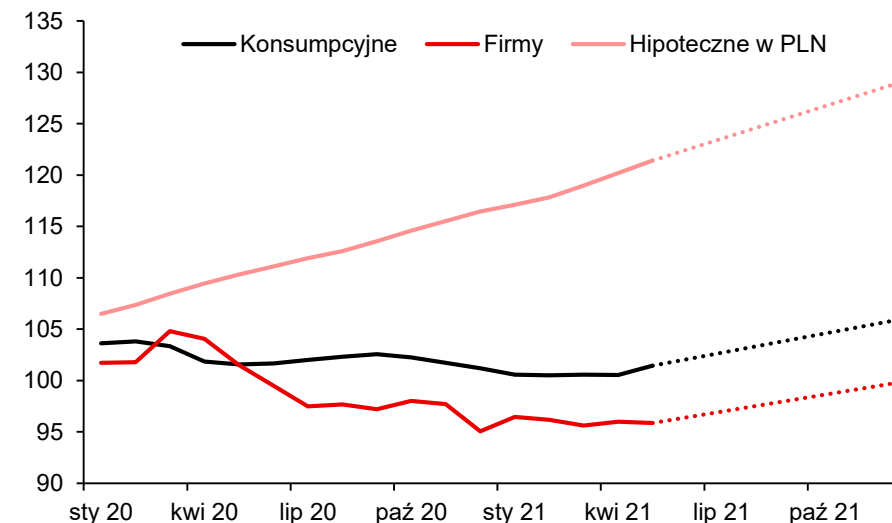
Rynek mieszkaniowy jest w fazie wzrostowej i generuje wysoki popyt na kredyty hipoteczne. Naszym zdaniem ten trend się utrzyma dzięki niskim stopom procentowym, mocnemu rynkowi pracy i napływowi imigrantów.

W maju doszło do pewnego ożywienia w kredytach konsumenckich, wraz z poluzowaniem restrykcji i mocniejszą konsumpcją i naszym zdaniem ten miesiąc może wyznaczać początek trendu wzrostowego.

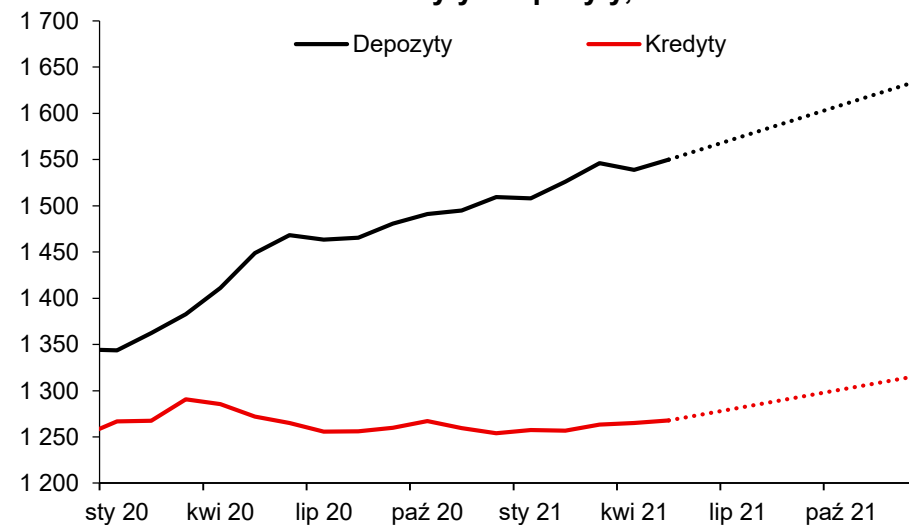
Jak dotąd dane z sektora bankowego nie wskazują na odbicie w kredytach firm. Ale ankieta przeprowadzona wśród oficerów kredytowych w II kw. 2021 r. wskazała, że banki już odczuwają rosnący popyt firm na finansowanie inwestycji i przejęć. Jednakże, kredyty dla firm nie odbiły pomimo wyraźnego skoku inwestycji firm w I kw. 2021 r. Naszym zdaniem stało się tak dlatego, że firmy korzystały z alternatywnych źródeł finansowania – funduszy własnych i leasingów. Dlatego wpływ ożywienia inwestycyjnego na wolumen kredytów dla firm w 2021 r. może być słabszy niż zazwyczaj, więc nie korygujemy naszych prognoz kredytów w ślad za zmianą prognoz dla inwestycji. W każdym razie, ożywienia gospodarcze i spłaty kredytów PFR powinny, naszym zdaniem, przełożyć się na wzrost popytu na finansowanie bankowe.

Od startu epidemii depozyty rosły wyraźnie szybciej niż kredyty, głównie ze względu na kreację pieniądza poprzez sektor rządowy. Jako że rządowe programy pomocowe wygasają, naszym zdaniem wzrost depozytów będzie zwalniał, choć wciąż będzie nieco szybszy niż w przypadku kredytów.

Wolumeny kredytów, 2019 = 100



Kredyty i depozyty, mln zł



Źródło: NBP, Santander

Rynek finansowy

A close-up photograph of a document with various financial charts, including line graphs and bar charts. A silver pen is resting on the document. The background is blurred, showing more of the document and a person's hand.

2



Warunki sprzyjające dla wyższych rentowności

W czerwcu zarówno EBC jak i Fed opublikowały świeże prognozy ekonomiczne.

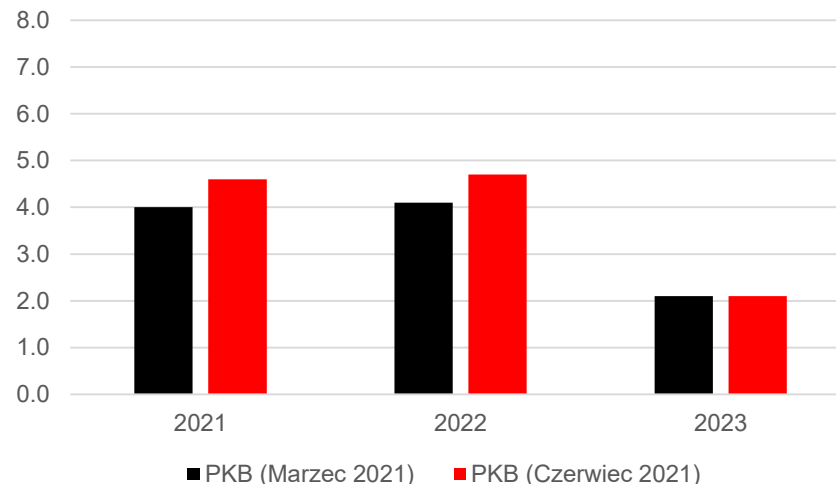
Prognozy wzrostu PKB w strefie euro zostały podniesiono 0,6pp zarówno w 2021 i 2022. W USA podniesiono jedynie prognozy na 2021 (o 0,5pp), 2022 bez zmian.

Prognozy inflacji w strefie euro podniesiono o 0,4pp w 2021 oraz 0,3pp w 2022. W USA Fed oczekuje inflacji pełny 1,0pp powyżej prognozy z marca, nieznacznie wyższej w 2022.

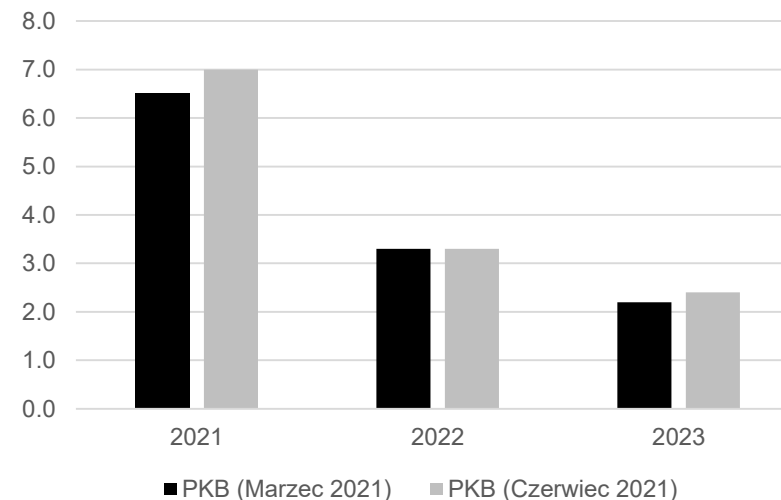
Odbijający wzrost oraz inflacja w strefie euro oraz USA wspierają wzrosty rentowności na rynkach bazowych i pośrednio polskich obligacji.

Na koniec 2021 Santander oczekuje rentowności Bunda po 0,0% a UST po 2,0%.

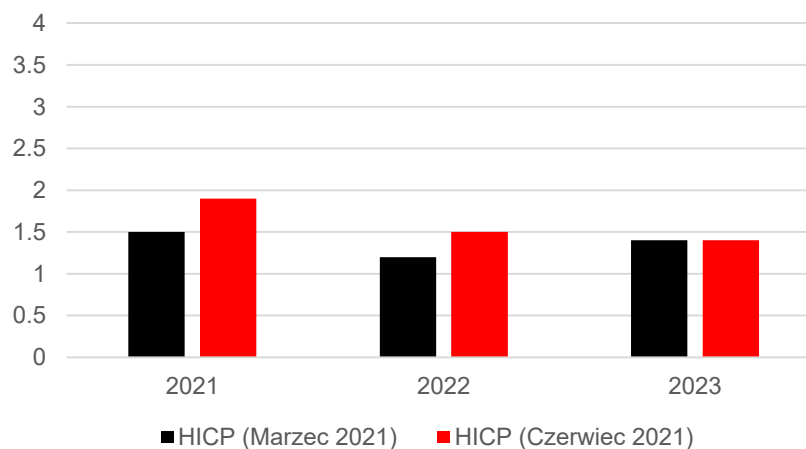
Prognozy ECB dot. PKB



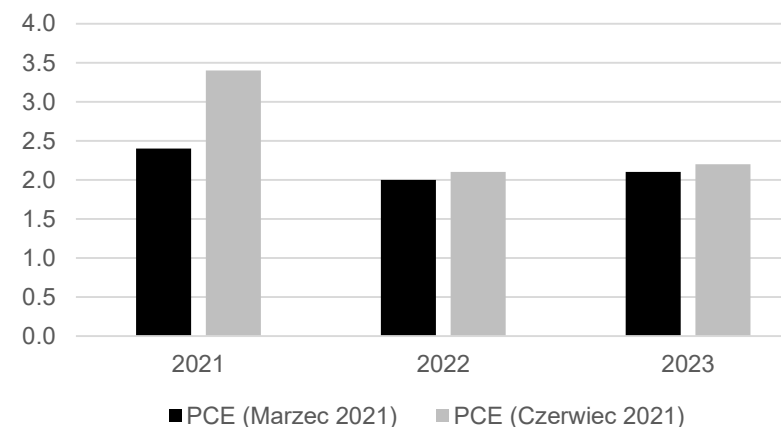
Prognozy Fed dot. PKB



Prognozy ECB dot. inflacji



Prognozy Fed dot. inflacji





Kontekst regionu CEE3

Wnosząc ze stopnia przestrzenia środków celów inflacyjnych przez inflację, można by wnioskować, że to MNB oraz NBP powinny jako pierwsze rozpocząć cykl podwyżek.

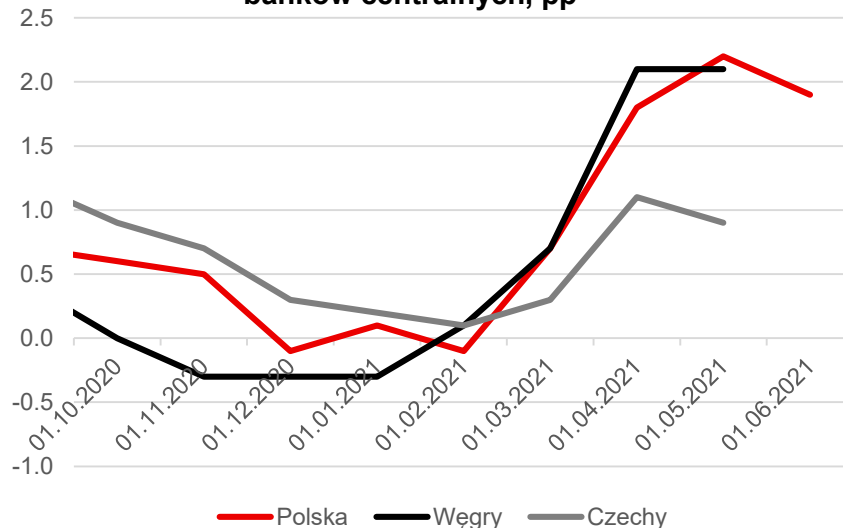
Jednak NBP nie rozpoczął jeszcze podwyżek stóp, podczas gdy zarówno MNB jak i CNB już tak (MNB o 0,30pp do 0,90% a CNB o 0,25pp do 0,50%).

Od początku roku zarówno HUF jak i CZK zyskały względem euro ok. 3%, PLN jest jedynie o 1% mocniejszy. Gdyby NBP rozpoczął cykl podwyżek w lipcu to PLN by prawdopodobnie nadrobił różnicę.

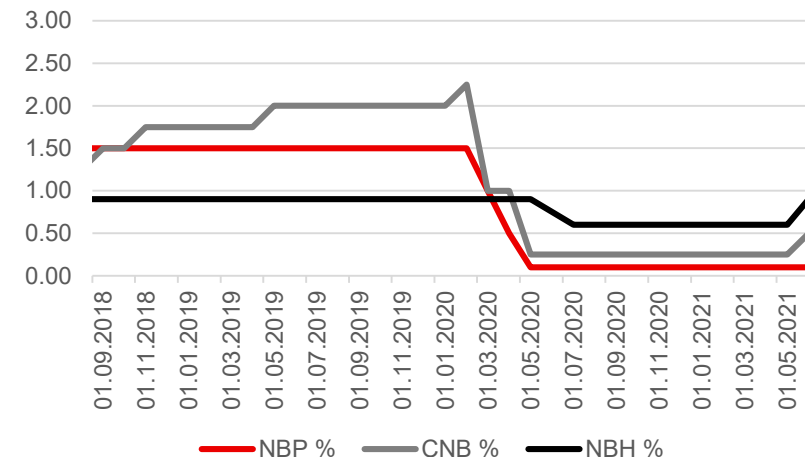
Rynki derywatów oczekują największej części podwyżek w najbliższych 12 miesiącach na Węgrzech i w Czechach. W kontraście do tego, najwięcej podwyżek oczekiwane jest w Polsce dopiero kolejnych 12 miesiącach.

Cykl podwyżek w Polsce wprowadzie się rozpocznie, ale z ok. rocznym opóźnieniem względem sąsiadów, zakłada rynek.

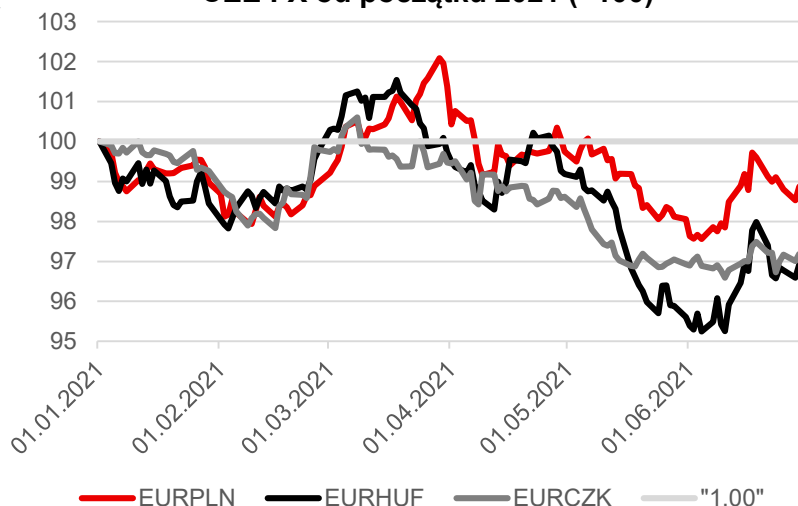
Różnice pomiędzy inflacją a środkiem celu inflacyjnego banków centralnych, pp



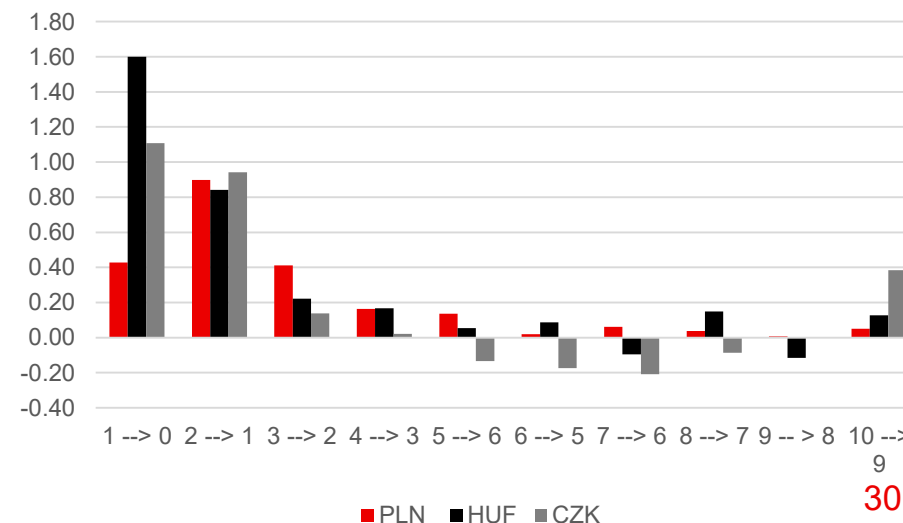
Główne stopy procentowe banków centralnych, %



CEE FX od początku 2021 (=100)



Różnice pomiędzy przyległymi 1R Forward IRS, pp





Prognoza rentowności na krótkim końcu krzywej

Największy wpływ na wysokość rentowności na krótkim końcu krzywej ma stopa procentowa NBP.

W ostatnich latach, rentowności obligacji 2L znajdowały się przeważnie nieznacznie powyżej tej stopy. W ujęciu tygodniowym, spread znajdował się na lub powyżej zera 76% czasu. Mediana spreadu wynosi +7pb.

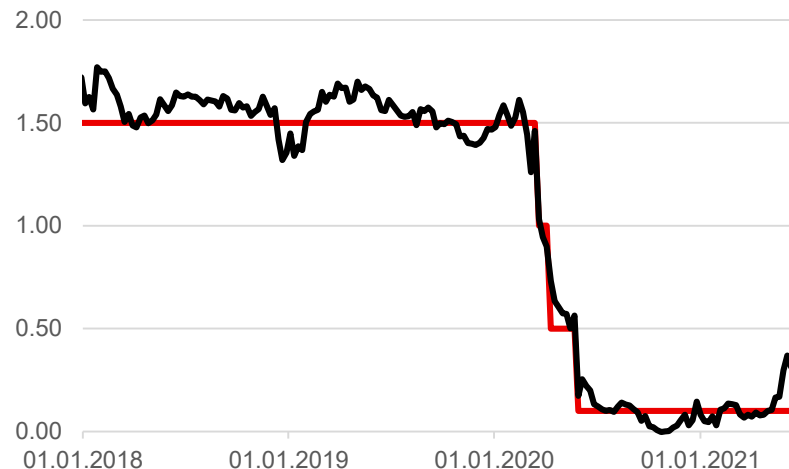
Do końca 2022 oczekujemy, że NBP poniesie stopy w sumie o 90pb do poziomu 1,00%.

Dobłą okazją do dostarczania podwyżek są miesiące publikacji kolejnych projekcji inflacyjnych NBP czyli: listopad 2021, marzec 2022, lipiec 2022, listopad 2022. Obecna wycena rynkowa przez rynek FRA znajduje się na wykresie.

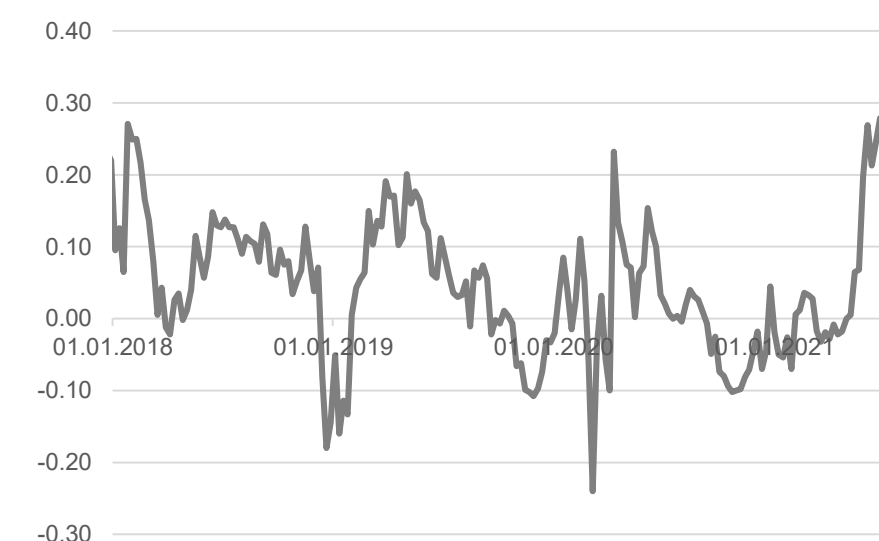
Drugim istotnym czynnikiem wpływającym na rentowności jest płynność w sektorze bankowym, która mimo wysokiego poziomu wciąż wzrasta.

Oczekujemy rentowności 2L na poziomie 0,20% na koniec III kw., 0,35% na koniec IV kw. oraz 1,10% na koniec 2022.

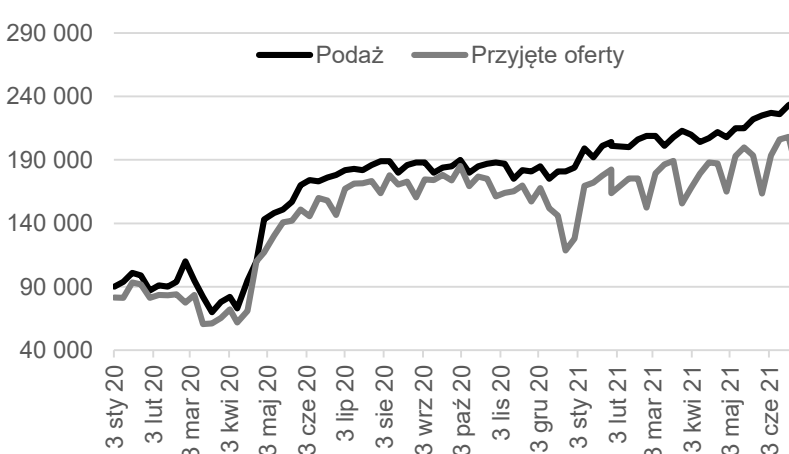
Stopa procentowa NBP vs 2L rentowność obligacji, %



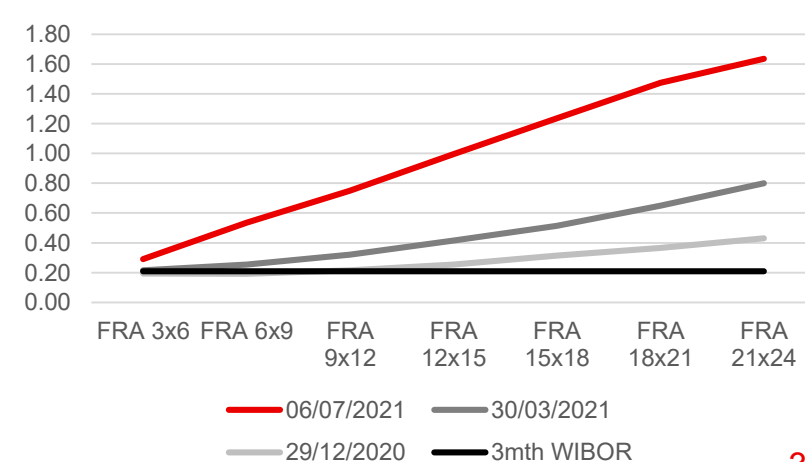
Spread: 2L rentowność obligacji – stopa procentowa NBP, bp



Wielkość cotygodniowych aukcji bonów NBP, mln zł



Oczekiwania co do 3mies. WIBOR (z rynku FRA), %



Źródło: Bloomberg, Santander



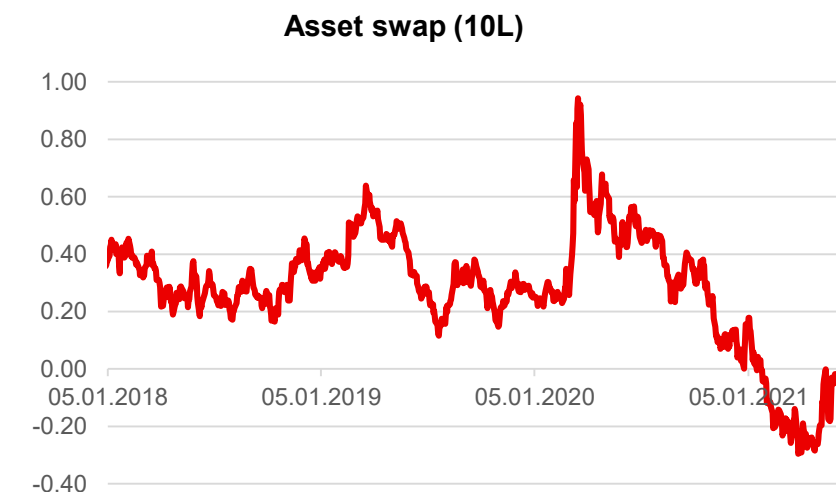
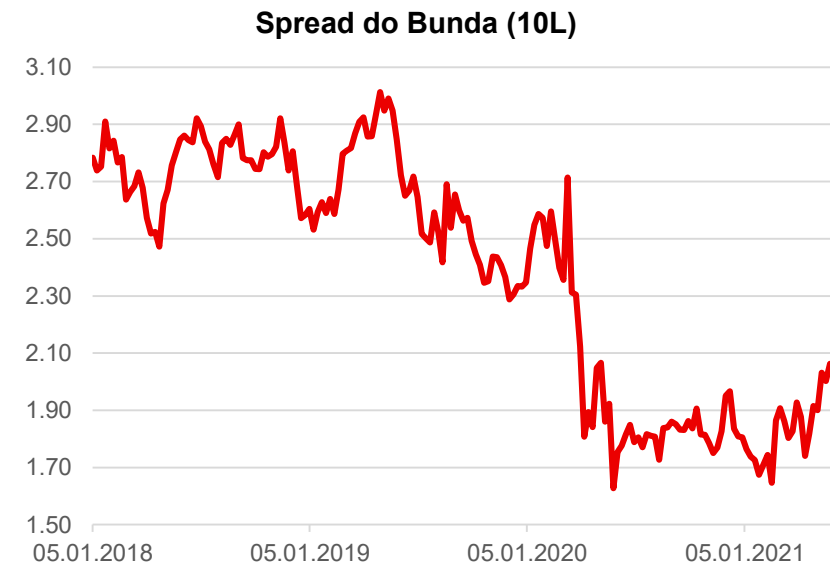
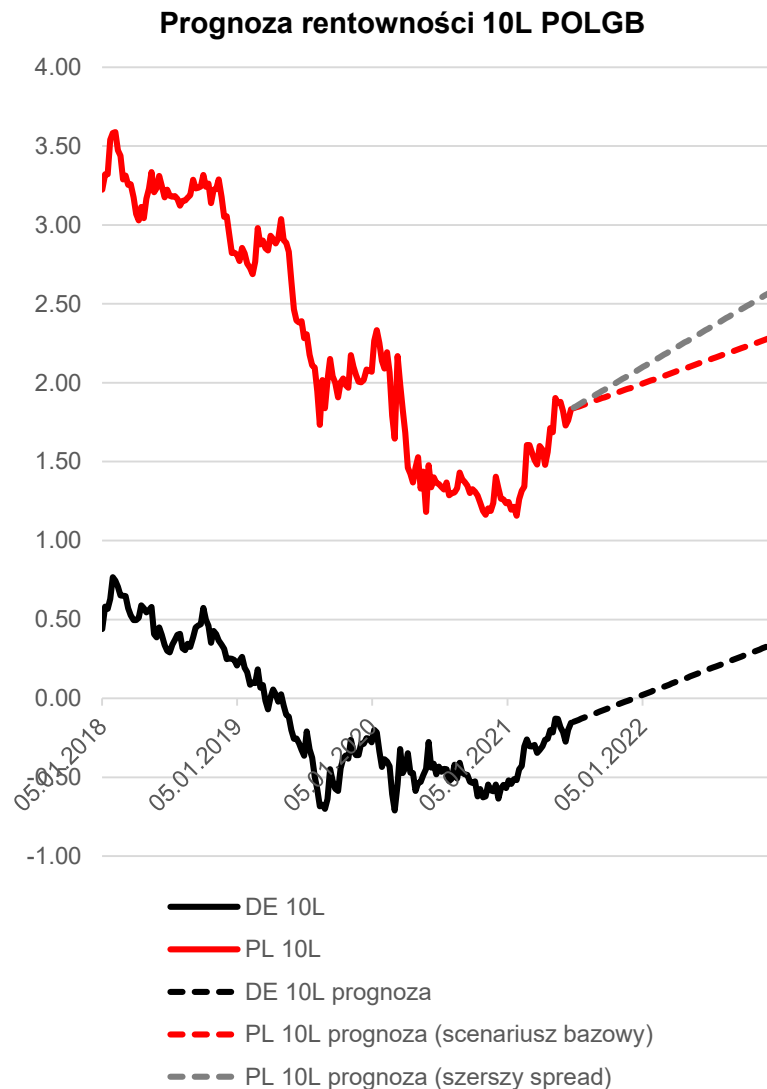
Prognoza rentowności na długim końcu krzywej

W scenariuszu bazowym oczekujemy 10L rentowności obligacji na poziomie 1,90% na koniec III kw., 2,00% na koniec IV kw., oraz 2,30% na koniec 2022.

Podwyżki stóp NBP będą skutkować wywłaszczeniem krzywej dochodowości – z największym wpływem (wzrostem rentowności) na krótkim końcu krzywej. Długi koniec będzie raczej podążał za rentownościami na rynkach bazowych, w szczególności niemieckiego Bunda.

A te z czasem będą wzrastać w miarę jak gospodarka oraz polityka pieniężna ulegają normalizacji.

Warto odnotować ze strony ryzyk, że spread do Bunda wciąż pozostaje niższy niż przed pandemią. Gdyby miał zacząć się ponownie poszerzać to rentowności polskich obligacji będą podążać w kierunku wyższych rentowności niż zakładane w bazowym scenariuszu.





Zapadalności, kupony, inwestorzy zagraniczni

W lipcu na rynek wraca ok 19,0 mld zł, z czego część w formie kuponów (ok 3,5mld zł) a część to zapadalność obligacji PS0721 25 lipca (ok 15,4mld zł).

Fakt ten powinien w lipcu wspierać ceny obligacji (w szczególności te na krótkim końcu i w środku krzywej) w spreadzie ASW. Po czym spread ASW powróci wg. nas do ponownego poszerzania się na skutek normalizacji polityki pieniężnej.

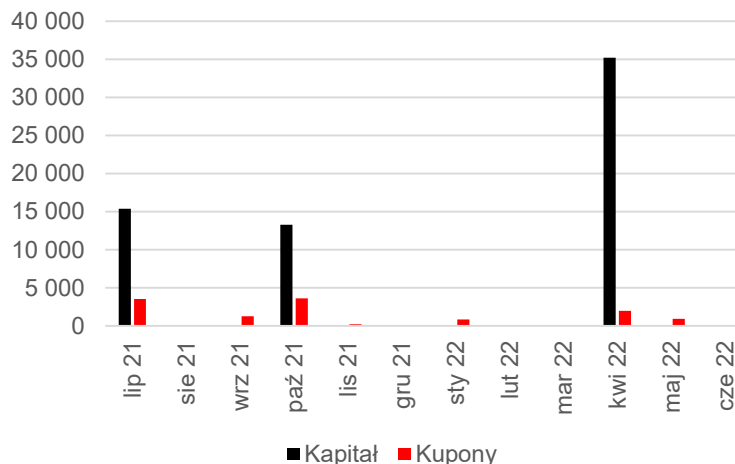
W III kw. nie ma istotnych zapadalności obligacji wyrażonych w walutach obcych.

Ministerstwo Finansów oznajmiło, że w III kw. wyemituje na aukcjach sprzedaży pomiędzy 4,0 a 13,0mld zł obligacji, z czego na lipiec (aukcja 23 lipca) przypada 4,0-8,0mld zł. Ponadto na 9 lipca planowana jest aukcja zamiany. Ministerstwo Finansów sfinansowało już ponad 70% potrzeb pożyczkowych na rok bieżący.

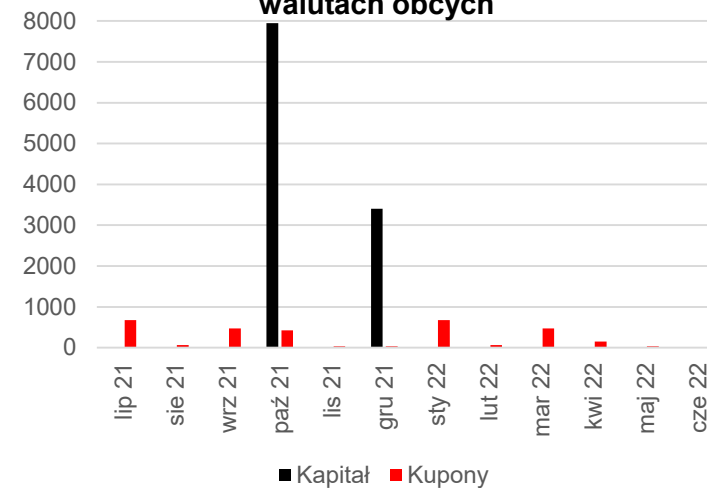
Aukcja skupu NBP została zaplanowana na 16 lipca. **BGK** zwiększył maksymalną podaż obligacji możliwą do wyemitowania w 2021 do 39,7 mld zł z 33,2 mld zł, z czego od początku roku wyemitowaniu już 24,8mld zł. Ostatnio popyt na obligacje BGK był słabszy co wskazuje, że uplasowanie pozostałych na ten rok kwot może się wiązać z trudnościami.

Spadkowy trend w % zaangażowaniu się zagranicznych inwestorów w polskim rynku długu trwa nadal. W maju % udział inwestorów zagranicznych spadł do 14,9% z 16,3% miesiąc wcześniej oraz 17,4% w grudniu 2020.

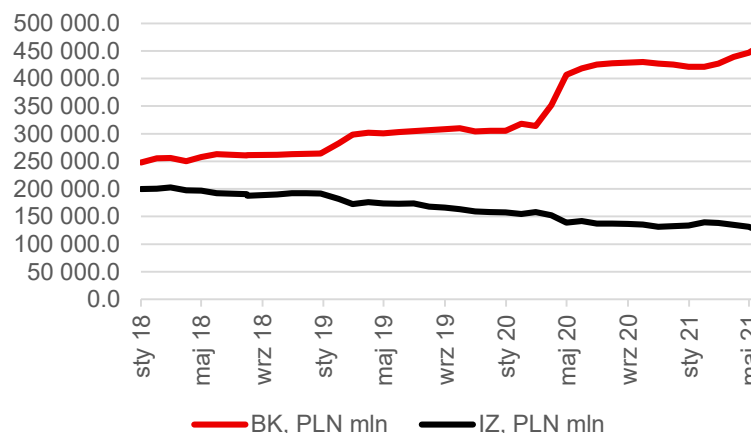
Zapadalności oraz kupony z POLGB



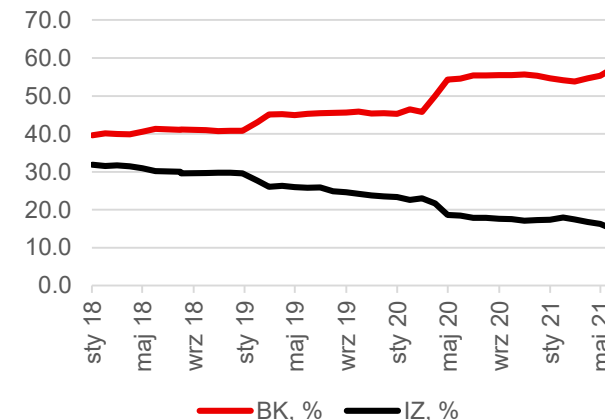
Zapadalności oraz kupony z obligacji w walutach obcych



Posiadanie POLGB przez banki komercyjne (BK) oraz inwestorów zagranicznych (IZ), mln zł



Posiadanie POLGB przez banki komercyjne (BK) oraz inwestorów zagranicznych (IZ), %



FX prognoza i ryzyka

Wg nas EURPLN znajdzie się na 4,58 na koniec III kw. i na 4,51 na koniec IV kw. 2021 r.

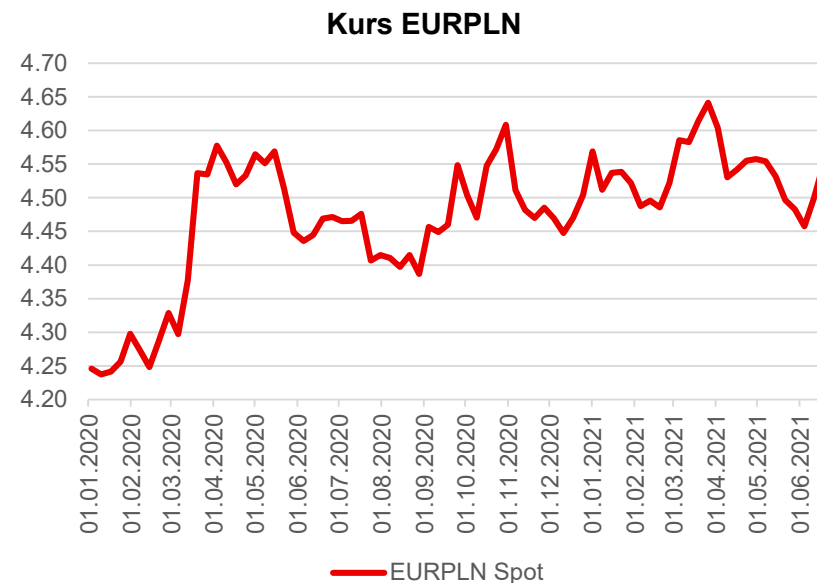
Czynniki fundamentalne stojące za złotym są zdecydowanie pozytywne: ożywienie gospodarcze jest solidne, utrzymuje się wysoka nadwyżka na rachunku obrotów bieżących (ok. 3% PKB), NBP prawdopodobnie rozpocznie cykl podwyżek stóp jeszcze w tym roku (choć gdyby zaczął ten cykl w czerwcu jak banki centralne Węgier i Czech to PLN by był jeszcze silniejszy).

Nasza prognoza EURPLN na III kw. wynosi 4,58, czyli powyżej obecnego poziomu, ze względu na to, iż normalizacja polityki pieniężnej w USA stanowi kluczowe wyzwanie dla aktywów rynków wschodzących ogólnie a złotego w szczególności. Sierpniowa konferencja w Jackson Hole to wydarzenie, w okolicy którego inwestorzy mogą mniej przychylnym okiem spoglądać w kierunku walut rynków wschodzących. Santander prognozuje kurs EURUSD w III kw. na poziomie 1,18.

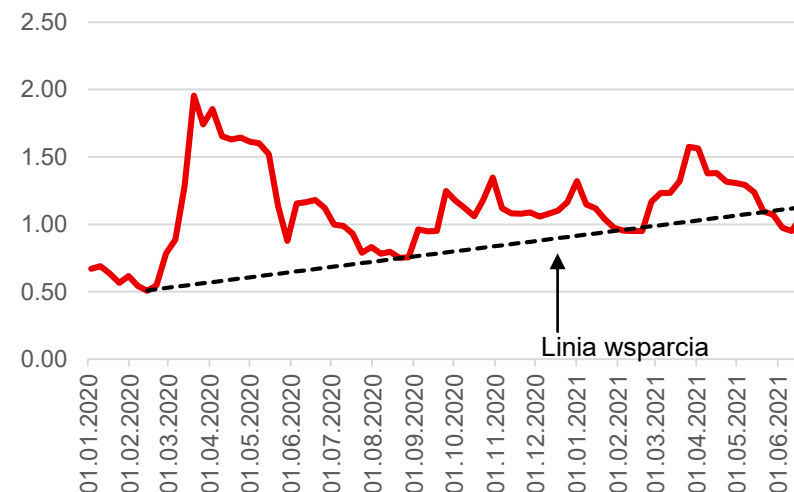
Izba Cywilna Sądu Najwyższego odroczyła rozpatrywanie sprawy kredytów walutowych na bliżej nieokreślony termin, prosząc kilka instytucji o wyrażenie opinii w tej sprawie. Według I Prezesa Sądu Najwyższego, najbliższe posiedzenie odbędzie się we wrześniu. Rozstrzygnięcie sprawy kredytów walutowych pozostaje jednak niewiadomą – nie ma pewności ani jaki będzie werdykt SN ani kiedy się pojawi.

Główne ryzyka dla złotego to:

- **Brak zmiany polityki NBP.** Może się okazać, że, wbrew naszym oczekiwaniom, NBP ani nie zakończy programu QE ani nie rozpocznie cyklu podwyżek, a ponadto może powtórzyć interwencje na rynku walutowym pod koniec roku (tak jak pod koniec 2020 r.), poprawiające wynik finansowy NBP.
- **Zwiększona liczba przypadków Covid-19 na jesieni.** Historycznie rzecz biorąc, im większa liczba przypadków Covid-19 tym słabszy złoty.
- **Oslabienie walut regionu.** Jeśli Bruksela wstrzyma (lub przynajmniej poważnie zagrozi wstrzymaniem) wypłat środków UE dla Węgier ze względu na łamanie praworządności.



Premia za ryzyko na rynkach opcji obniża się



Prognozy

3



Prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PKB	mld PLN	2,287.7	2,323.9	2,582.8	2,790.2	585.2	625.0	641.7	730.9	640.6	673.7	691.5	784.4
PKB	% r/r	4.7	-2.7	5.0	5.0	-0.9	10.4	4.2	6.3	5.2	5.1	5.1	4.9
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-3.7	6.7	5.0	1.0	12.1	5.8	8.2	5.2	5.2	5.1	4.8
Spożycie indywidualne	% r/r	4.0	-3.0	5.4	6.7	0.2	13.5	2.0	7.0	8.0	7.0	6.0	6.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-9.7	14.5	5.5	1.3	15.0	16.0	20.0	4.0	5.0	6.0	6.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.2	-1.1	12.5	9.2	7.8	30.1	9.2	6.6	6.5	7.5	11.2	11.2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3.6	-3.5	5.3	6.1	-12.5	2.7	12.7	11.9	12.3	3.4	5.0	6.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.1	-3.0	7.2	4.3	1.2	13.7	4.0	9.7	9.0	5.9	2.0	1.2
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.3	8.3	7.1	6.6	9.3	8.6	8.6	8.0	7.2	6.5	6.8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.2	-1.0	0.4	2.4	-1.4	1.5	0.9	0.7	2.4	2.6	2.4	2.4
Stopa bezrobocia*	%	5.2	6.2	6.1	5.9	6.4	6.0	5.9	6.1	6.2	5.7	5.7	5.9
Rachunek bieżący	mln EUR	2,611	18,105	13,980	7,703	2,948	5,704	2,582	2,745	665	4,322	1,469	1,247
Rachunek bieżący	% PKB	0.5	3.5	2.5	2.2	3.1	3.0	2.8	2.5	2.0	1.7	1.5	1.2
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.7	-7.0	-4.0	-3.5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	2.3	3.4	4.0	4.1	2.8	4.5	4.4	4.5	4.7	4.0	3.8	3.8
CPI *	% r/r	3.4	2.4	4.6	3.8	3.2	4.4	4.3	4.6	4.5	4.0	3.7	3.8
Inflacja bazowa	% r/r	2.0	3.9	3.6	3.7	3.8	3.8	3.4	3.3	3.6	3.4	3.7	3.9

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie
Zacienowane komórki tabeli zawierają prognozy Santander

Źródło: GUS, NBP, Santander



Prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Stopa referencyjna NBP *	%	1.50	0.10	0.25	1.00	0.10	0.10	0.10	0.25	0.50	0.75	1.00	1.00
WIBOR 3M	%	1.72	0.67	0.26	0.93	0.21	0.21	0.24	0.39	0.61	0.83	1.09	1.19
Rentowność obligacji 2L	%	1.56	0.50	0.20	0.76	0.08	0.20	0.26	0.28	0.44	0.58	0.97	1.06
Rentowność obligacji 5L	%	1.99	0.96	1.12	1.55	0.65	1.10	1.33	1.40	1.45	1.52	1.60	1.65
Rentowność obligacji 10L	%	2.41	1.52	1.69	2.15	1.35	1.73	1.76	1.93	2.08	2.13	2.17	2.22
IRS 2L	%	1.74	0.62	0.67	1.05	0.37	0.71	0.80	0.80	0.83	0.98	1.13	1.25
IRS 5L	%	1.85	0.85	1.34	1.61	0.91	1.42	1.49	1.54	1.59	1.60	1.60	1.65
IRS 10L	%	2.05	1.15	1.82	2.19	1.45	1.87	1.94	2.00	2.17	2.20	2.20	2.20
EUR/PLN	PLN	4.30	4.44	4.54	4.49	4.54	4.53	4.55	4.55	4.51	4.50	4.49	4.47
USD/PLN	PLN	3.84	3.89	3.80	3.68	3.77	3.76	3.85	3.84	3.75	3.70	3.66	3.60
CHF/PLN	PLN	3.86	4.15	4.14	3.85	4.17	4.13	4.14	4.11	3.92	3.88	3.83	3.79
GBP/PLN	PLN	4.90	4.99	5.24	4.95	5.20	5.25	5.30	5.22	5.06	4.99	4.93	4.81

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie
Zacienowane komórki tabeli zawierają prognozy Santander

Źródło: GUS, NBP, Santander

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **5.07.2021** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

serwis ekonomiczny w Internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

Maciej Reluga,
Główny ekonomista, CFO

22 534 18 88

Piotr Bielski, dyrektor

691 393 119

Marcin Luziński

510 027 662

Grzegorz Ogonek

609 224 857

Wojciech Mazurkiewicz

604 443 750



#3 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#2 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



Suplement Sektorowy

Departament Sektorów Strategicznych

Santander Bank Polska S.A.
sektory@santander.pl



Wzrost e-commerce zwolni – pytanie o ile?

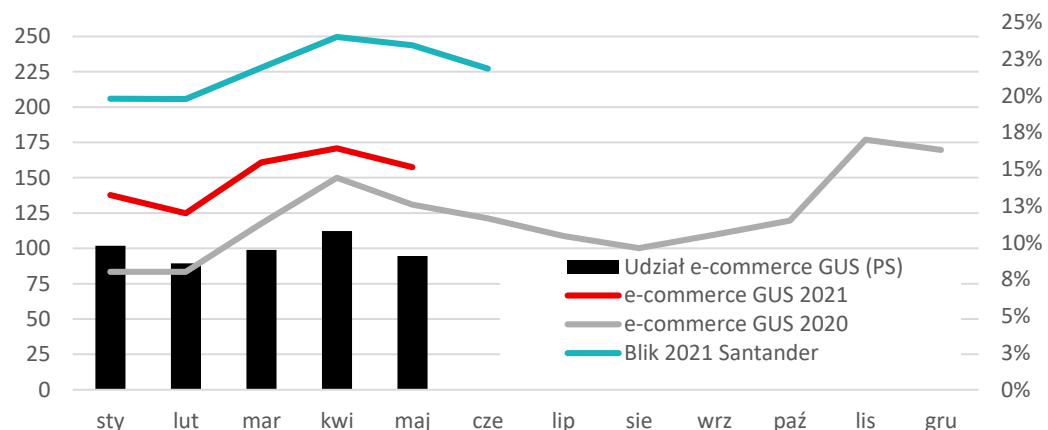
Od maja br. z życia publicznego zniknęła zdecydowana większość ograniczeń nałożonych ze względu na pandemię, które zaburzyły wcześniejsze wzorce konsumpcji. Sprzedaż internetowa odczuje ten powrót do normalności jako spowolnienie wzrostu, ale nie jego zatrzymanie. Po wzroście w ub. r. o blisko 42% spodziewamy się, że br. może zakończyć się wzrostem o ok. 24-28%, tj. o ok. 17-20 mld PLN. W naszej prognozie założyliśmy że duża część tego wzrostu zrealizuje się jeszcze w 1 kw. 21 ze względu na utrzymujące się restrykcje oraz w 4 kw. 21 z uwagi na sezonowość i zakupy świąteczne.

Wg naszych szacunków wzrost obrotów B2C e-commerce wyniósł w okresie I-V 21 blisko 33% r/r. Szczyt sprzedaży, podobnie jak w ub. r., został zanotowany w kwietniu, co skutkowało osiągnięciem udziału e-commerce w sprzedaży detalicznej na poziomie niemal dwukrotnie wyższym niż przed pandemią. Wg danych GUS obroty w maju były już nieznacznie niższe, natomiast dane kartowe Santander Bank Polska wskazują, że sprzedaż w czerwcu kontynuowała trend spadkowy ze względu na początek okresu wakacyjnego. Kolejne miesiące prawdopodobnie nie przyniosą istotnych zmian, zaś kluczowy będzie 4 kw. 21 – spodziewamy się, że powrót do normalności nie spowoduje odrotu od e-zakupów i padnie wtedy kolejny rekord sprzedaży, nawet jeśli w listopadzie i grudniu nie będą wprowadzone nowe restrykcje wobec obecnego stanu.

Analizując kategorie które składają się na prezentowane obroty internetowe widzimy, że wciąż utrzymuje się „pandemiczny” wzorec, tj. największą kategorią pozostaje wyposażenie domu (meble, RTV, AGD), wyprzedzając nieznacznie e-sprzedaż odzieży i obuwia, jednak różnica ta stopniowo maleje. Jest to oczywiście związane z ograniczaniem pracy zdalnej, większą częstotliwością bezpośrednich kontaktów społecznych i przygotowaniem do wakacji.

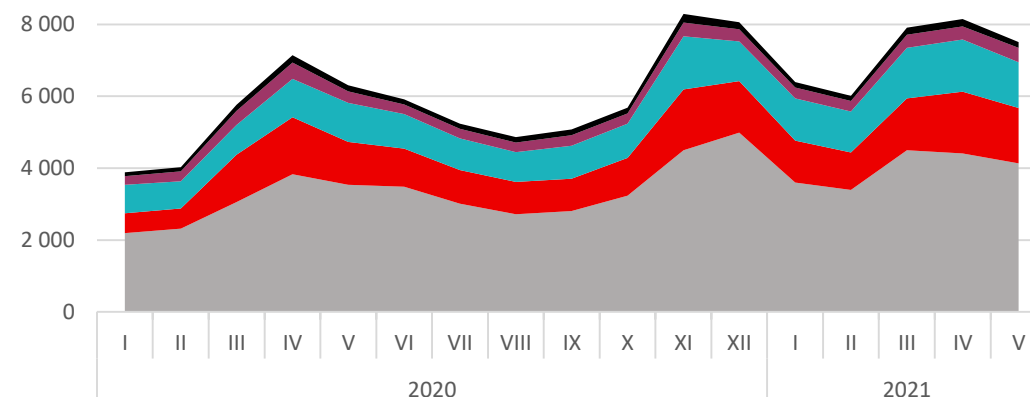
W przypadku e-handlu między firmami, e-commerce B2B, spodziewamy się odwrotnego trendu i dynamiki w br. na poziomie nawet 40% r/r. Więcej na ten temat piszemy w raporcie poświęcony temu tematowi dostępnym [tutaj](#).

Indeks wartości sprzedaży internetowej (12.2019 = 100)



Źródło: GUS, Santander

Obroty detaliczne e-commerce wg kategorii (mln PLN)



Źródło: GUS, Santander



Branża opakowań rośnie najszybciej od lat

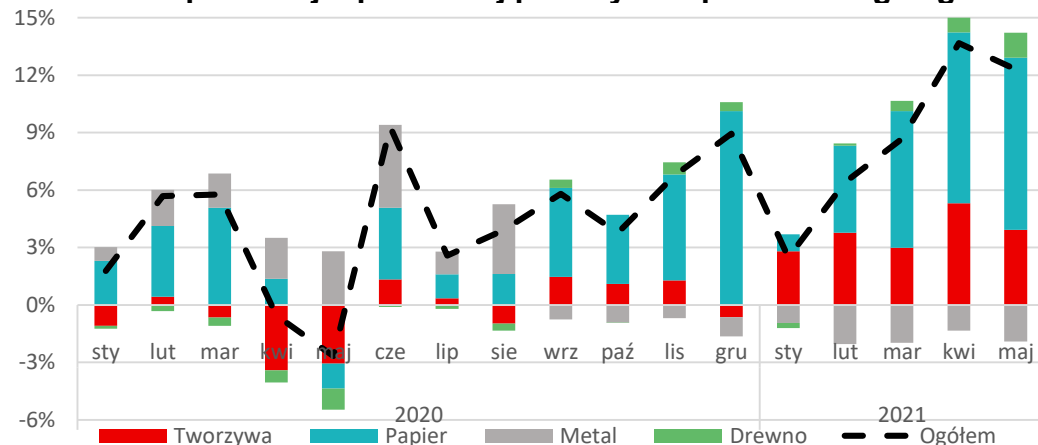
Wg naszych szacunków producenci opakowań notują w ostatnich miesiącach nawet dwucyfrową dynamikę produkcji sprzedanej, co oznaczałoby wzrost w okresie I-V 2021 o ok. 8-9% r/r. W kolejnych miesiącach spodziewamy się nieznacznego obniżenia tempa wzrostu ze względu na sezon wakacyjny, jednak ostatni kwartał może ponownie przynieść dwucyfrowe dynamiki wzrostu. Przy założeniu wzrostu o ok. 8% w całym br. wartość produkcji sprzedanej mogłaby wynieść blisko 51 mld PLN.

Istotnym czynnikiem odróżniającym br. od ubiegłego jest widoczny wzrost roli opakowań z tworzyw sztucznych, napędzany nie tylko wzrostem popytu, ale również gwałtownym wzrostem cen, powodowanym wzrostem kosztów. Trend ten jest widoczny w całej branży opakowań, jednak w przypadku opakowań z tworzyw ma on największy wpływ na całą branżę, ze względu na wysoki (ok. 35%) udział w produkcji sprzedanej całej branży opakowań oraz dynamikę wzrostu. Od listopada ub. r. indeks reprezentujący w przybliżeniu średnią cenę tworzyw sztucznych wykorzystywanych w przemyśle opakowań wzrósł do czerwca br. o ok. 107%, zaś w ujęciu r/r ceny były w czerwcu wyższe o ok. 126%.

Rosną również ceny papieru wykorzystywanego w drugiej największej gałęzi przemysłu opakowań. Na poziomie indeksów cen celulozy (PIX) widzimy w 1 kw. wzrost o „zaledwie” około 20% r/r, jednak bardzo duże jest zapotrzebowanie na opakowania z papieru i tektury ze strony e-commerce. W połączeniu z niewystarczającą podażą papieru z makulatury powoduje to, że również w tym segmencie obserwujemy kilkudziesięcioprocentowy wzrost kosztów, który w ograniczonym stopniu przekłada się na wzrost cen producentów opakowań. W przypadku opakowań z metalu już w lipcu/sierpniu ub. r. notowania zarówno aluminium jak i blach stalowych przekroczyły poziom z początku ub. r., od tego czasu notowania tych surowców wzrosły o ponad 40%.

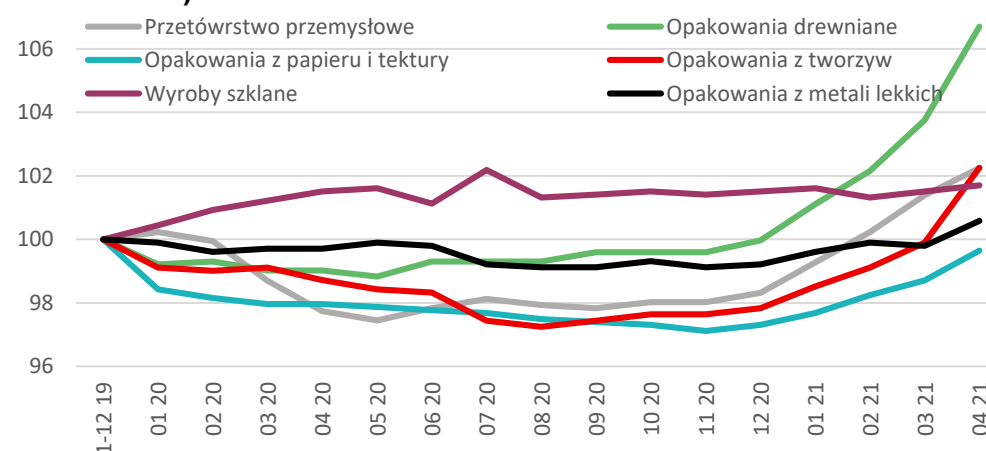
Spodziewamy się dalszego wzrostu cen opakowań w każdym segmencie branży, co wspiera naszą prognozę wzrostu produkcji sprzedanej o 7-8%.

Zmiana r/r produkcji sprzedanej przemysłu opakowań wg segmentów



Źródło: GUS, szacunki Santander

Ceny producentów opakowań na rynku unijnym vs przemysł (średnia 2019 = 100)



Źródło: GUS, Santander



W Europie brakuje płyt meblowych

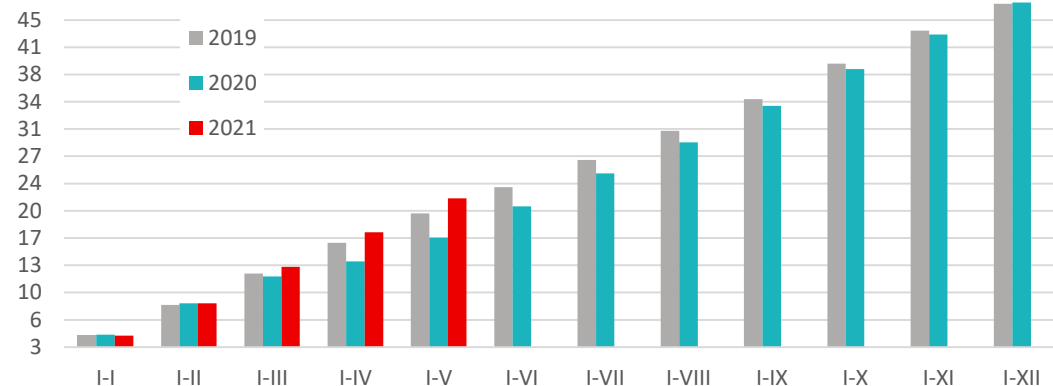
Pierwsze 5 miesięcy br. oceniamy jako udane dla branży meblarskiej. W pierwszych miesiącach, zanim weszliśmy w okres niskiej bazy z ub. r., produkcja sprzedana była wyższa r/r o ok. 5,6% (po oczyszczeniu z efektu różnicy dni roboczych), natomiast wyniki w kwietniu i maju kontynuują trend wzrostowy, co jest spójne z naszą prognozą wzrostu w br. o 4-6% r/r, tj. do ok. 48,6-49,6 mld PLN na koniec roku.

Solidne odczyty w kwietniu i maju oceniamy tym bardziej pozytywnie, że był to okres w którym poziom pandemicznych restrykcji na najważniejszym rynku eksportowym, Niemiec, pozostawał powyżej poziomów obserwowanych na większości europejskich rynków, zaś w samym maju poziom restrykcji był najwyższy spośród TOP20 rynków eksportowych. Mimo tych trudności branża zachowuje wzrostową ścieżkę wartości produkcji sprzedanej, co nastroja nas pozytywnie.

Obecnie największą barierą dla utrzymania 5-6% tempa wzrostu jest dla branży dostępność surowca – mimo że niska dostępność płyt meblowych zdaje się być bardziej widoczna na pozostałych rynkach unijnych, jednak wciąż jest to duże wyzwanie również na rynku krajowym. Jest to potęgowane przez niską dostępność drewna – zapotrzebowanie z rynków zagranicznych, w tym z rynków poza UE, jest tak duże, że ogranicza dostępność surowca do krajowego przerobu.

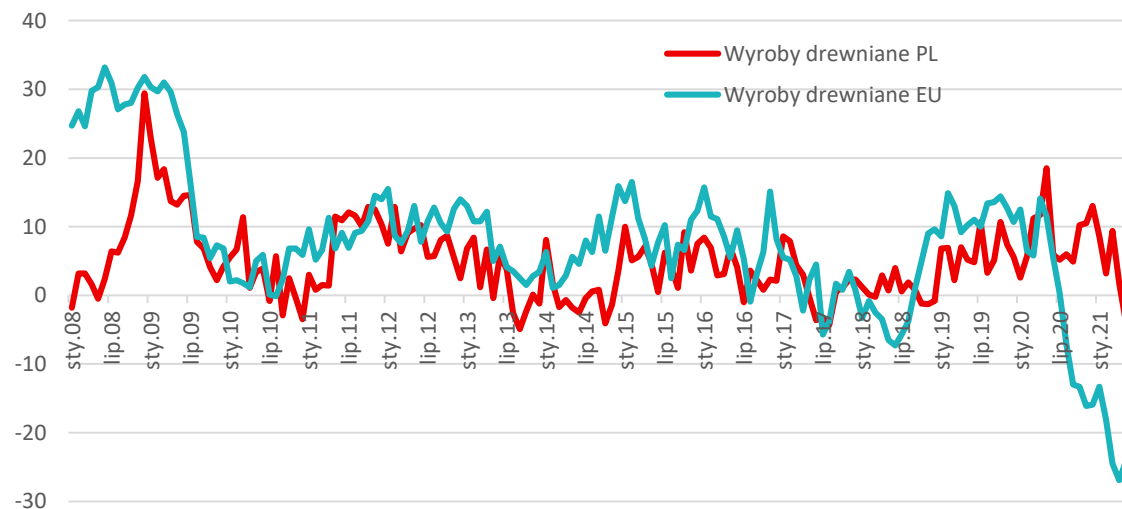
Niska dostępność płyt w połączeniu z niższą dostępnością surowca przekłada się na silny impuls kosztowy, który powinien znaleźć przełożenie na ceny producentów mebli. Stanowi to pewne wyzwanie, ponieważ konkurencyjność cenowa jest jedną z istotnych przewag krajowego przemysłu meblarskiego, oceniamy jednak że impuls kosztowy jest przynajmniej równie silny, jeśli nie silniejszy, na rynkach zagranicznych, co powinno ułatwić wprowadzenie koniecznych podwyżek.

Produkcja sprzedana przemysłu meblarskiego (mld PLN)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Ocena poziomu zapasów wyrobów gotowych PKD 16 (bilans odpowiedzi)



Źródło: Eurostat



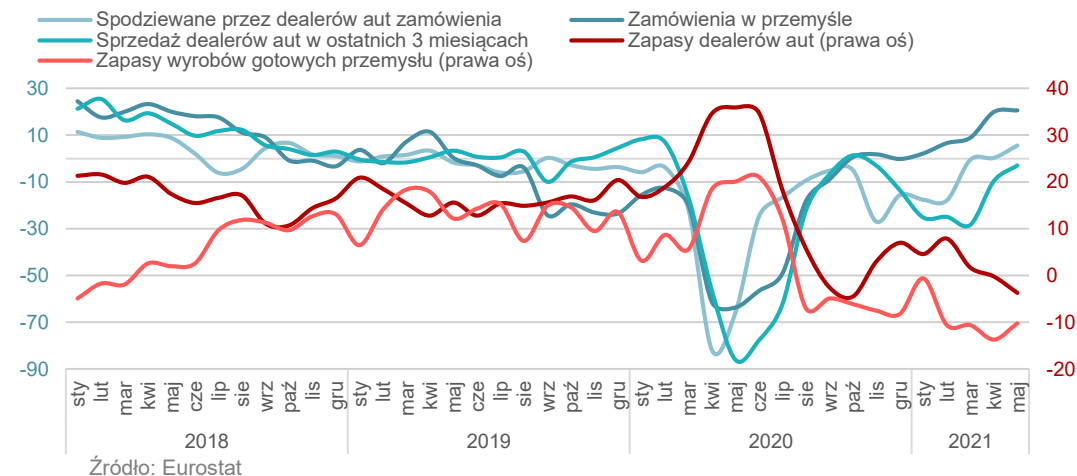
Motoryzacja: niska podaż aut wzmacnia substytucję

Przedłużające się problemy z dostawami półprzewodników nadal powodują ograniczenia w produkcji samochodów. Zakłócenia dostaw opóźniły produkcję około 0,5 mln aut na świecie. A popyt na auta w UE jest większy niż obecna podaż – zapasy aut na placach producentów i dystrybutorów są na niskich poziomach, dealerzy spodziewają się rosnących zamówień, rosną ceny aut, a na zamawiane w produkcji samochody czeka się wiele miesięcy. Przewiduje się, że dostawy chipów zaspokoją popyt ze strony motoryzacji dopiero w 2022 r.

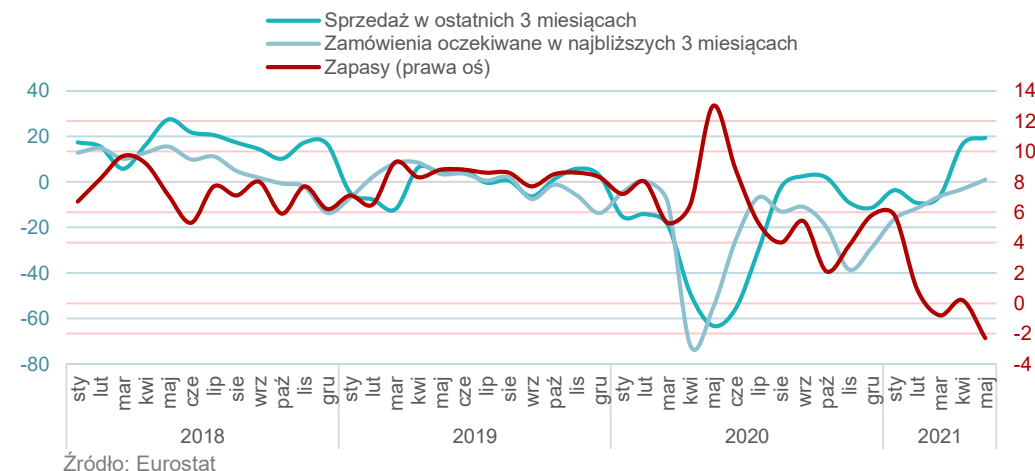
Wielkość produkcji aut osobowych w okresie styczeń-maj 2021 r. w krajach będących głównymi odbiorcami produkowanych w Polsce części były wyższe niż rok wcześniej, ale nadal wyraźnie poniżej poziomów z 2019 r. Dynamika w tym czasie w Niemczech wyniosła 25% r/r, jednocześnie o 30% mniej wobec 2019 r. Na tym tle dobrze radziła sobie produkcja przemysłu motoryzacyjnego w Polsce, która była o ponad połowę wyższa r/r oraz o 3% wobec porównywalnego okresu 2019 r. VDA na początku maja skorygowało prognozę wielkości produkcji aut osobowych w Niemczech z 4,2 do 4,0 mln sztuk, co by dało wzrost o 14% w porównaniu do 2020 r., ale też mniej o 14% w stosunku do roku 2019. LMC Automotive przewiduje, że rejestracje aut osobowych w Europie Zachodniej wzrosną w 2021 r. o 10%, tj. mniej o 17% wobec 2019 r.

Na niskiej sprzedaży nowych samochodów korzystają dystrybutorzy części motoryzacyjnych. Odkładane w czasie zakupy nowych aut wiążą się często z koniecznością naprawy bądź wymiany części w posiadanym starszym aucie. A potencjał krajowego rynku jest wysoki z uwagi na duży park aut (24 mln) przy ich wysokim średnim wieku (14,1 lat), który nadal rośnie przez wysoki import aut używanych, przeważnie powyżej 10 lat. Również inne rynki w regionie CEE dysponują łącznie dużym potencjałem, na czym korzystają m.in. dystrybutorzy notowani na GPW – Inter Cars i Auto Partner, zwiększając w minionym i obecnym roku udział tych rynków w sprzedaży. Przychody dystrybutorów części w Polsce wzrosły o 5% w 2020 r., a 82%* z nich spodziewa się dodatniej dynamiki również w 2021 r. Poprawie uległa też rentowność dystrybutorów, do czego przyczynił się wysoki popyt przy ograniczonej - m.in. w wyniku niższej dostępności niektórych surowców czy problemów z dostawami z Azji - podaży.

Sytuacja przemysłu motoryzacyjnego i dystrybutorów samochodów w UE (wyniki ankiet - bilans wskazań wzrost/spadek)



Sytuacja dystrybutorów części samochodowych w Polsce (wyniki ankiet - bilans wskazań wzrost/spadek)





Transport drogowy: rosną wolumeny i stawki

Z danych GUS o masie towarów przewiezionych przez polskich przewoźników drogowych (>9 zatr.) wynika, że po spadku wolumenów w 2020 r. o 8%, w okresie styczeń-maj 2021 r. nastąpił wzrost o 4% r/r, co jednak wciąż było masą o 3% mniejszą w relacji do porównywalnego okresu 2019 r. O ile początek roku był nieco słabszy, to w okresie marzec-maj nastąpiła stabilizacja wolumenów m/m.

Sytuacja wydaje się być lepsza pod względem wykonanej pracy przewozowej, na co wskazują dane o kilometrach naliczonych polskim przewoźnikom do myta w Niemczech. Zarejestrowani w Polsce przewoźnicy zdecydowanie dobrze radzili sobie na niemieckich drogach – od stycznia do maja br. liczba przejechanych przez nich płatnych kilometrów wzrosła o 13,5% r/r, co było rezultatem również lepszym od uzyskanego w tym samym czasie w 2019 r. (+6,5%). Wynik ten był też lepszy niż wszystkich przewoźników korzystających z niemieckich dróg (+5,6%), w tym konkurentów z Europy Środkowo-Wschodniej – podmiotów z Litwy (+10,3%) czy Rumunii (+11,1%). W efekcie przewoźnicy z regionu zwiększyli udział w przejazdach po niemieckich płatnych drogach, kosztem podmiotów niemieckich, które wzrosły o 1,7% r/r od początku roku.

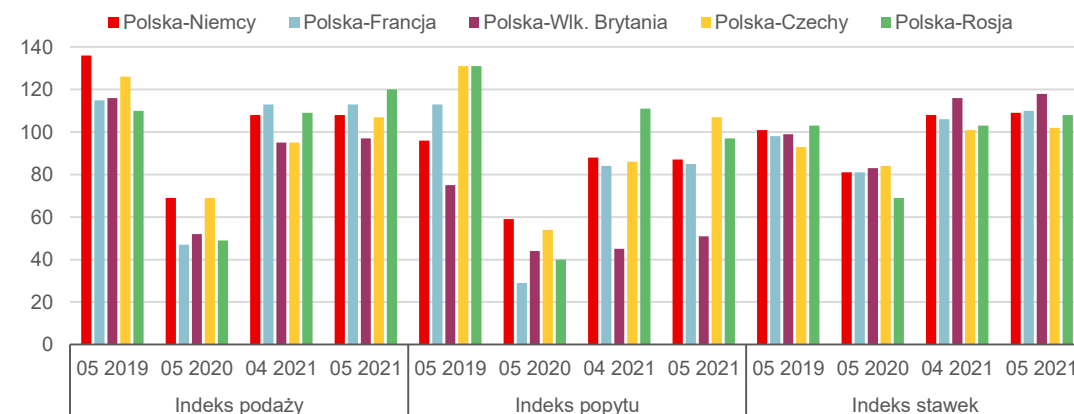
Popyt na transport drogowy rośnie w wyniku dobrej sytuacji gospodarczej w Europie, otwierania się gospodarek oraz problemów z dostawą towarów z Azji, które po części są zastępowane odpowiednikami z Europy. Rosną również stawki za fracht - z powodu m.in. ograniczonej podaży taboru i możliwości nabywania nowych ciągników drogowych, niedoboru kierowców, rosnących kosztów paliwa. Wydaje się również, że coraz większego znaczenia nabiera konkurowanie z transportem morskim na linii Azja Wschodnia-Europa, który na skutek problemów z dostępnością kontenerów i zatorami (blokada Kanału Sueskiego, zatory i zastoje w portach) stał się nie tylko mniej dostępny i stabilny, ale też znacznie droższy. Globalny indeks cen kontenerów w transporcie morskim FBX wzrósł od początku lipca 2020 r. do końca czerwca 2021 r. o 240%, z kolei indeks cen na trasie z Chin/Azji Wschodniej do Europy Północnej FBX11 w tym samym czasie poszybował o 550%.

Przewozy drogowie towarów – Polska oraz myto w Niemczech r/r



Źródło: GUS, BAG

Indeksy rynku spotowego dla transportu z Polski dla pojazdów o DMC>16t (pkt., 100=wartość z 01.2020)



Źródło: metrix.trans.info



„Odmrożenie” gospodarki wspiera popyt na żywność

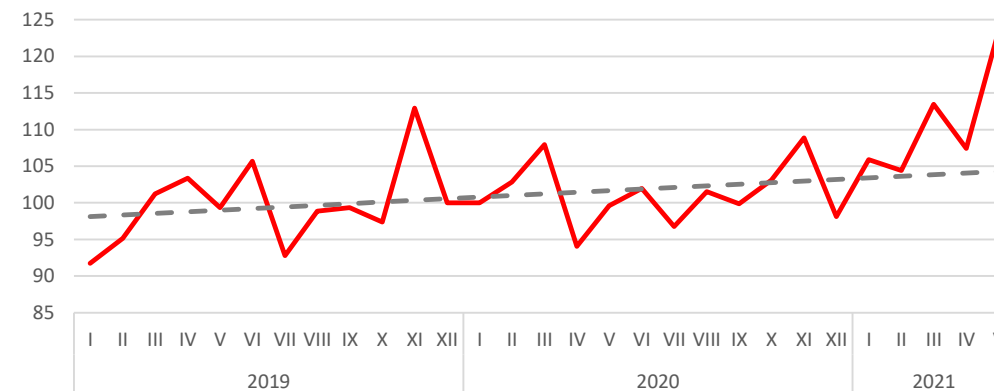
Z poprawy sytuacji epidemicznej korzysta przemysł spożywczy. Stopniowe zdejmowanie ograniczeń z sektora gastronomiczno-hotelarskiego, które rozpoczęło się w maju, oraz poprawa pogody i rozpoczęcie sezonu „grillowego” sprzyjały popytowi na żywność i napoje. Co warto podkreślić, popyt z branży HoReCa jest ważny dla sektora spożywczego nie tylko w kontekście zamawianych wolumenów artykułów spożywczych, ale też pod względem uzyskiwanych marż. W dodatku „odmrożenie” gospodarki nie dotyczy tylko Polski, ale praktycznie całej Europy. W maju 2021 r. wartość produkcji sprzedanej przemysłu spożywczego (żywność, napoje, tytoń) była wyższa o 4% w porównaniu do kwietnia. Natomiast po uwzględnieniu różnicy w liczbie dni roboczych, dynamika miesięczna produkcji sprzedanej wyniosła aż 15%. Z kolei w porównaniu do poziomu ze stycznia 2020, a więc sprzed pandemii, produkcja sprzedana w maju br. była wyższa o 23%. Maj był piątym miesiącem z rzędu, w którym ta dynamika była dodatnia.

Oczekujemy, że w czerwcu oraz w miesiącach wakacyjnych warunki do rozwoju sprzedaży produktów przemysłu spożywczego będą jeszcze lepsze. Po pierwsze w czerwcu nastąpiło zdjęcie większości restrykcji społecznych w krajach UE. Po drugie państwa członkowskie znacznie ułatwiły ruch turystyczny w ramach Unii. To wszystko sprzyja zarówno podróżom po Polsce, jak i wyjazdom zagranicznym. Dla przemysłu spożywczego powinno to oznaczać wzrost popytu z unijnego sektora HoReCa.

Na optymizm wskazują też miękkie wskaźniki. Badanie koniunktury, zrealizowane przez GUS w czerwcu, pokazało dużą przewagę firm spożywczych, które spodziewały się wzrostu zamówień w kolejnych miesiącach. Podobnie, według badania sektora HoReCa, realizowanego w krajach UE, istotnie poprawiły się oceny dot. bieżącej sytuacji oraz najbliższej przyszłości. Co ciekawe, badanie pokazało, że zarówno gastronomia, jak i hotelarstwo spodziewały się wzrostu cen swoich usług.

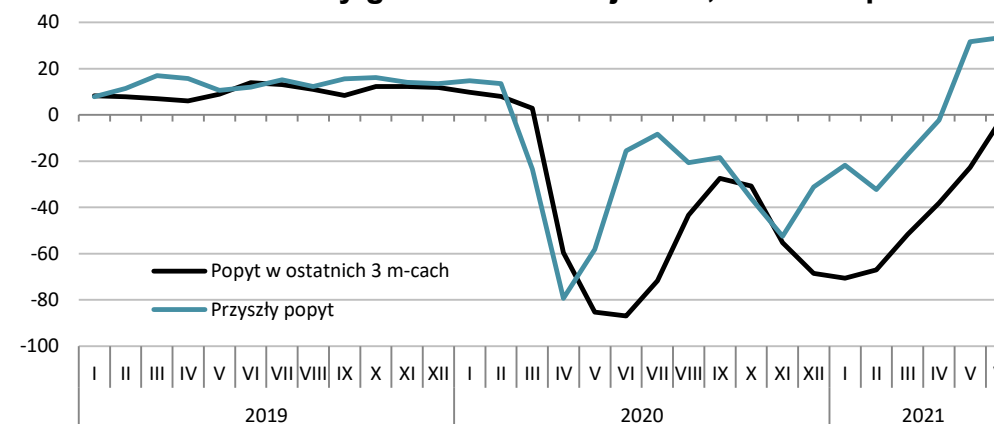
Zagrożeniem dla opisanego scenariusza jest ryzyko wzrostu zakażeń, związane z kolejnymi wariantami COVID-19.

Indeks produkcji sprzedanej przemysłu spożywczego (sty 2020=100), kalend. odsez.



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Koniunktura w branży gastronomicznej w UE, bilans odpowiedzi



Źródło: Eurostat

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **01.07.2021** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT SEKTORÓW STRATEGICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: sektory@santander.pl

Rozwiązania sektorowe w Internecie: www.santander.pl/korporacje/rozwiazania-sektorowe

Analizy sektorowe:

Grzegorz Rykaczewski	sektor rolno-spożywczy	+48 512 765 647
Maciej Nałęcz	przetwórstwo przemysłowe, usługi	+48 665 615 384
Radosław Pelc	motoryzacja, transport, logistyka	+48 887 845 708

Kontakt biznesowy:

Bartosz Toczony	dyrektor departamentu	+48 693 220 698
Martyna Dziubak	motoryzacja, transport, logistyka	+48 727 570 319
Renata Dutkiewicz	przemysł spożywczy, kosmetyki	+48 607 083 699
Małgorzata Nesterowicz	usługi i firmy rodzinne	+48 695 201 053
Kamil Mikołajczyk	przetwórstwo przemysłowe	+48 661 381 827

ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon +48 691 393 119, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl

Thank You.

Our purpose is to help people
and business prosper.

Our culture is based on believing
that everything we do should be:

Simple Personal Fair



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

