

Ekonomiczne zmiany klimatu

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
■ Covid-19	s. 7
■ Otoczenie zewnętrzne	s. 9
■ Napięcia w łańcuchach dostaw	s. 10
■ Perspektywy krajowego wzrostu	s. 12
■ Inwestycje	s. 15
■ Handel zagraniczny	s. 17
■ Rynek pracy	s. 18
■ Inflacja	s. 22
■ Polityka pieniężna	s. 27
■ Kredyty	s. 30
■ Polityka fiskalna	s. 31
■ Rynek długu	s. 33
■ Rynek walutowy	s. 38
■ Prognozy	s. 40
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 44



Podsumowanie (makro)

Klimat w gospodarce światowej uległ ostatnio pogorszeniu, a globalne ożywienie straciło impet ze względu na nowe szczepy Covid-19, zakłócenia w łańcuchach dostaw, wzrastające koszty energii. Wciąż uważamy, że perspektywy globalnej gospodarki są pozytywne. Trzeci kwartał ewidentnie był słabszy, a problemy potencjalnie mogą się przeciągnąć na IV kw. br., szczególnie w scenariuszu eskalacji kryzysu energetycznego. Jednak postrzegamy to raczej jako przejściowe zakłócenie niż zmianę ogólnie pozytywnego trendu. ([str.9](#))

Polska gospodarka pozostaje w dobrej kondycji, stając się – jak oczekiwaliśmy – jednym z liderów postpandemicznego odbicia. Po dynamicznym wzroście w II kw. 2021 (kiedy to odsezonowany PKB wzrósł powyżej poziomu sprzed pandemii), wydaje się, że w III kw. nastąpiło lekkie przyhamowanie, ale perspektywy pozostają optymistyczne. Wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany głównie przez konsumpcję stabilnie wracającą do trendów sprzed pandemii, odbudowę wyczerpanych zapasów oraz odbudowę inwestycji, której sprzyja potrzeba zwiększenia mocy wytwórczych przez firmy oraz (później) napływ dużych środków finansowych z europejskiego Funduszu Odbudowy. Wpływ eksportu netto na wzrost PKB pozostanie neutralny lub nawet lekko negatywny: pomimo trwającej ekspansji w eksporcie i wysokiej konkurencyjności krajowego przemysłu (wspieranej przez słabość złotego), bilans handlowy pogarsza się ze względu na szybki wzrost importu w reakcji na ożywienie popytu wewnętrznego. **Utrzymujemy nasze prognozy wzrostu PKB na poziomie 5% zarówno w 2021 jak i 2022** (str.[12-13](#))

Dwa główne zagrożenia dla perspektyw gospodarczych to wpływ kolejnej fali pandemii oraz potencjalne zamrożenie transferów z UE. Tempo szczepień w Polsce zatrzymało się dużo poniżej poziomu, który gwarantowałby odporność zbiorową, a czwarta fala pandemii właśnie się rozwija (choć wciąż jest na wczesnym etapie rozwoju) ([str.7](#)). Opóźnienie w napływie środków z UE mogłoby nastąpić jako pokłosie pogarszającego się klimatu w relacjach polskiego rządu z Komisją Europejską. Także problemy z łańcuchami dostaw, transportem, a także braki kadrowe oraz braki części są wciąż szeroko zgłaszane przez przedsiębiorców i prowadzą do wzrostu presji inflacyjnej (str.[10-11](#))

Na rynku pracy wyraźne ocieplenie. Zatrudnienie odrobiło pandemiczne straty już w połowie br. i popyt na pracę dalej wzrasta, co wspiera wysoką dynamikę płac. Jednostkowe koszty pracy wzrosły mocno w 2020 r. i wydaje się, że będą działać pro-inflacyjnie w najbliższych kwartałach (str.[18-21](#)).

Inflacja wciąż zaskakuje w górę, we wrześniu wspięła się do 5,8% r/r, najwyższego poziomu od 20 lat. Wysokie globalne ceny surowców oraz podwyżki regulowanych cen są za ten stan rzeczy częściowo odpowiedzialne, ale biorąc pod uwagę silne odbicie w popycie wewnętrznym i sytuację na rynku pracy, który już teraz cierpi na niedobory pracowników, jest mało prawdopodobne aby inflacja zaczęła się przybliżać do celu NBP w najbliższych kwartałach. Wygląda na to, że dalsze podwyżki cen energii i innych towarów i usług mogą pchnąć CPI do blisko 7% na początku 2022 r., a średnia inflacja w 2022 r. będzie powyżej 5%. (str.[22-25](#)).

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe bez zmian. Większość członków Rady jest przekonana, że wysoka inflacja jest spowodowana całkowicie zewnętrznymi i przejściowymi czynnikami, i że obecnie prowadzona polityka pieniężna zdoła ustabilizować inflację w okolicy celu inflacyjnego w średnim okresie. Tymczasem, klimat w bankowości centralnej na świecie się zmienia i banki centralne stopniowo zaczynają się przesuwac w stronę mniej akomodacyjnej polityki pieniężnej. We wrześniu większość członków RPP zgodziła się, że dostosowanie polityki pieniężnej może być rozważone jeśli niepewność związana z pandemią zmniejszy się a prognozy potwierdzą optymistyczne perspektywy PKB, a także długotrwałe utrzymywanie się inflacji nad celem inflacyjnym. Uważamy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych NBP nie jest wykluczona w listopadzie, choć nie jesteśmy pewni czy 4. fala pandemii będzie już do tego czasu zanikać. Jeśli nie w listopadzie to rozpoczęcie cyklu nastąpi zapewne w grudniu lub styczniu, w ostatnich miesiącach kiedy RPP będzie wciąż obradować w obecnym składzie (zanim niektórzy członkowie zostaną zastąpieni przez nowych). Nie uważamy, by wymiana członków RPP w lutym i marcu mocno zmieniła układ sił i wpłynęła na politykę pieniężną, jako, że większość RPP wciąż prawdopodobnie będzie podzielać poglądy prezentowane przez prezesa NBP Adama Glapińskiego ([str.27-29](#)).

Rząd planował budżet na 2022 r. z deficytem finansów publicznych (GG) na poziomie 2,8%, a tegoroczny deficyt będzie znacznie poniżej pierwotnych szacunków, możliwe, że blisko 3,5% PKB. ([str.31](#)).



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

W miesiącach letnich złoty pozostawał relatywnie słaby względem innych walut regionu CEE, a kurs EURPLN utrzymywał się przeważnie w przedziale 4,56-4,60. Jednym z ważnych powodów relatywnej słabości naszej waluty jest wysoka tolerancja NBP dla wysokiej inflacji. Czesi, Węgrzy i Rosjanie już rozpoczęli cykle podwyżek stóp procentowych by kontrolować podwyższoną inflację. W tle działają inne czynniki negatywnie wpływające na złotego: utrzymujący się konflikt z UE o praworządność, którego efektem może być opóźnienie środków z Funduszu Odbudowy oraz nałożenie kar finansowych za łamanie prawa UE, pogarszający się szybko rachunek obrotów bieżących, prawdopodobna kolejna fala Covid-19 w warunkach niskiego stopnia zaszczepienia polskiego społeczeństwa. Uważamy, że krótkoterminowe perspektywy dla złotego są niekorzystne i oczekujemy dalszego wzrostu EURPLN w nadchodzących tygodniach nawet do 4,70 i powyżej, zanim złoty odzyska trochę siły w kolejnych miesiącach i kwartałach. ([str 38-39](#))

Rynek stopy procentowej

Rentowności polskich obligacji oraz IRS wzrosły w 2021 naśladując trendy na rynkach bazowych (na koniec br. oczekujemy rentowności 10L UST 1,75%, Bunda -0,15%), ale także w reakcji na wzrost politycznej premii za ryzyko (rozłam w koalicji rządzącej, pogarszające się relacje z UE skutkowały poszerzeniem się *spreadu* do Bunda) oraz silnych odczytów danych makroekonomicznych, które wspierały oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych (pomimo tego, że prezes NBP starał się chłodzić obawy o zacieśnienie polityki pieniężnej).

Niedawno, rynek zaczął wyceniać bardziej agresywny scenariusz podwyżek stóp procentowych.

Uważamy, że w krótkim terminie jest miejsce na spadki rentowności, po tym jak (w naszej ocenie) październikowe posiedzenie RPP zakończy się brakiem decyzji o podniesieniu stóp procentowych, a retoryka banku centralnego nie ulegnie zmianie. Na obligacje o krótkich tenorach wciąż utrzymuje się popyt ze względu na strukturalną nadpłynność sektora bankowego i podatek bankowy, co zwiększa popyt banków na obligacje skarbowe. Jednakże, jak tylko bank centralny rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych (najpewniej w listopadzie lub grudniu) rentowności mogą dalej wzrastać. Na koniec roku oczekujemy rentowności obligacji 2L na poziomie 0,80% a pod koniec I kw. 1,00%. Długi koniec krzywej dochodowości powinien podążać za trendami na rynkach bazowych. Uważamy, że wciąż jest potencjał do wzrostu rentowności jeśli główne banki centralne (Fed, ECB) będą kontynuowały dryft w kierunku usunięcia akomodacyjnej polityki pieniężnej. Na koniec roku oczekujemy rentowności 10L obligacji na poziomie 2,20% a na koniec I kw. 2,25%. Ograniczone podaż obligacji rządowych w IV kw. b.r. wskazuje na to, że potencjał do rozszerzenia się *spreadu* ASW jest znikomy. ([str. 33-37](#))



Prognozy 2021 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy pod koniec czerwca 2021	Nasze prognozy pod koniec września 2021
PKB	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.	Perspektywy dla polskiej gospodarki są nadal optymistyczne, nadal prognozujemy 5% wzrost PKB w 2021 i 2022. Sezonowo wyrównany PKB już w II kw. był powyżej poziomu sprzed pandemii, co czyni Polskę jednym z krajów najszybciej odrabiających straty po recesji z 2020 r.
Struktura PKB	Zamiast opóźnionego ożywienia zobaczyliśmy szybsze odbicie wszystkich składowych popytu, najbardziej inwestycji. Naszym zdaniem pozytywne tendencje we wszystkich obszarach się utrzymają, napędzając wzrost PKB.	Inwestycje rozczarowały w II kw., korygując większą część wcześniejszego odbicia, ale naszym zdaniem odbudowa inwestycji będzie kontynuowana, głównie dzięki wydatkom sektora prywatnego. Konsumpcja pozostaje głównym motorem wzrostu. Saldo eksportu netto będzie się pogarszać za sprawą rosnącego importu.
Rynek pracy	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.	Popyt na pracowników odbudowuje się, niedobór siły roboczej ponownie kluczowym problemem dla firm, co napędza wzrost płac. Gospodarka znowu staje się mocno uzależniona od napływu migrantów zarobkowych.
Inflacja	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.	Inflacja zapewne przekroczy 6% w październiku, a w I kw. 2022 zbliży się do 7%. Wysokie ceny surowców i podwyżki cen regulowanych są tylko częściowo za to odpowiedzialne, a waga komponentów generowanych popytowo rośnie. Dynamika CPI raczej nie wróci do celu inflacyjnego przed 2023 r.
Polityka pieniężna	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.	Podwyżka stóp w listopadzie nie jest wykluczona, choć nie jest pewne czy do tego czasu wystarczająco zmniejszy się niepewność dot. pandemii. Jeśli nie w listopadzie, to cykl podwyżek rozpocznie się w grudniu lub styczniu.
Polityka fiskalna	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.	Deficyt sektora GG w 2021 r. szacujemy na ok 3,5% PKB, dzięki pozytywnemu scenariuszowi makro. Projekt budżetu zakłada deficyt 20,8% PKB w 2022, ale naszym zdaniem może być trochę mniej, ok. 2.5%.
Rynek stopy procentowej	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)	Rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej powinny się ustabilizować przed końcem roku; wzrosty w 2022 r. powinny być zdeterminowane przez tempo podwyżek stóp procentowych NBP. Rentowności na długim końcu krzywej podążają znowu za rynkami bazowymi. Mała podaż POLGB w IV kw. oznacza, że prawdopodobieństwo poszerzenia ASW jest niewielkie.
Rynek walutowy	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.	Krótkoterminowa perspektywa dla złotego jest niekorzystna. Bardzo akomodacyjny NBP, napięcia na linii Polska – UE, nadchodzący sezon zimowy (więcej przypadków Covid-19) a także pogarszający się rachunek obrotów bieżących wszystkie wskazują jednym kierunkiem – słabszego złotego.

Gospodarka

1



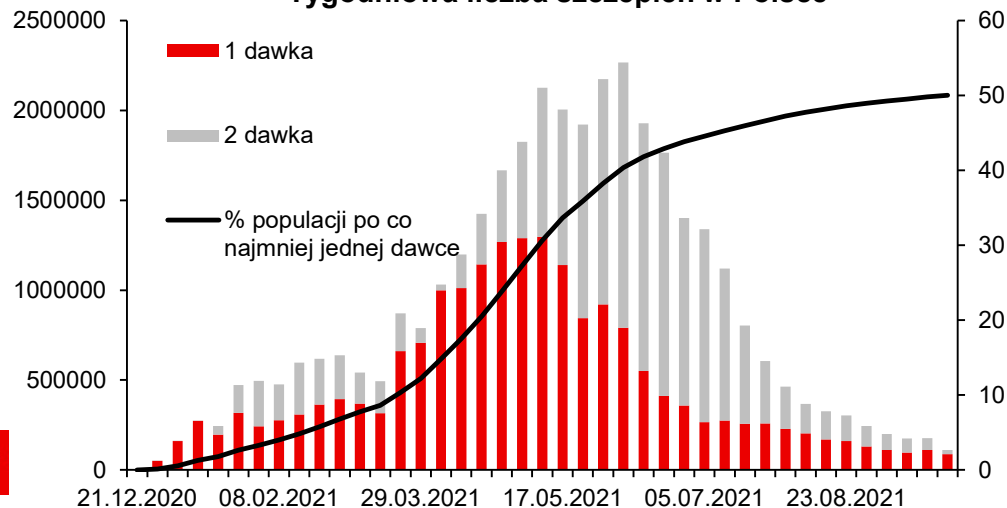
Covid: proces szczepień wyhamował

Lato było w Polsce bardzo spokojne jeśli chodzi o dynamikę epidemii COVID-19. Od początku sierpnia liczba nowych zakażeń pnie się w górę, ale wciąż jest wyraźnie poniżej liczb z jesieni 2020 albo wiosny 2021 r. Z związku z tym w kraju nie ma w zasadzie istotniejszych ograniczeń epidemiologicznych. Wygląda jednak na to, że dynamika jest podobna jak rok wcześniej a [prognozy](#) sugerują kontynuację wzrostu liczby zakażeń.

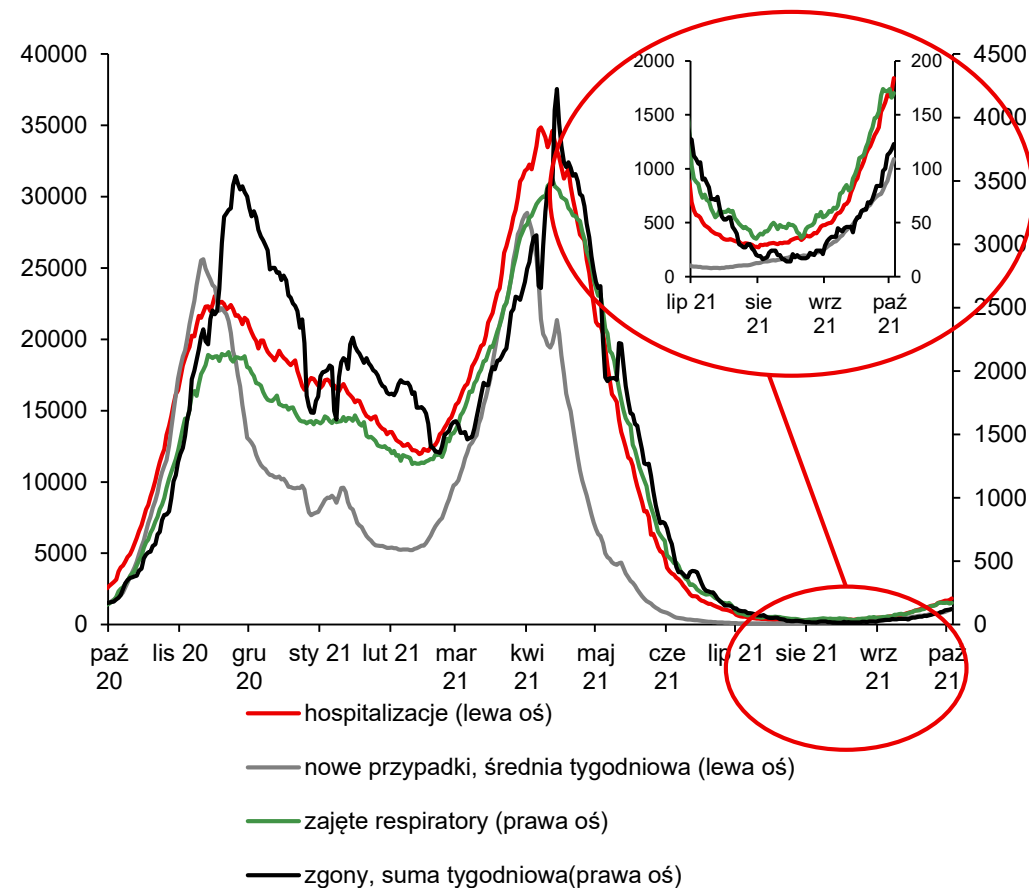
Jak dotąd ok. 50% populacji otrzymało przynajmniej jedną dawkę szczepienia i podobna liczba została już w pełni zaszczepiona. **Proces szczepień zatrzymał się wyraźnie poniżej prognozy odporności zbiorowej** szacowanej na 60-70% (a nawet 90%+ w przypadku nowych mutacji), zatem mocne wzrosty liczby nowych zakażeń i zaostrzenie restrykcji pozostają możliwymi scenariuszami. Obecnie Polska pozostaje wyraźnie w tyle za innymi krajami UE jeśli chodzi o poziom wyszczepienia.

Nasze szacunki oparte o liczbę zakażeń w Polsce sugerują, że szczepienia zapobiegały zakażeniom w ok. 85% (dwa tygodnie po pełnej dawce) i ta efektywność spadła do ok. 65% w ostatnich tygodniach (prawdopodobnie ze względu na nowe mutacje). Zatem efektywny poziom wyszczepienia populacji można szacować na 30-35%.

Tygodniowa liczba szczepień w Polsce



COVID-19 w Polsce

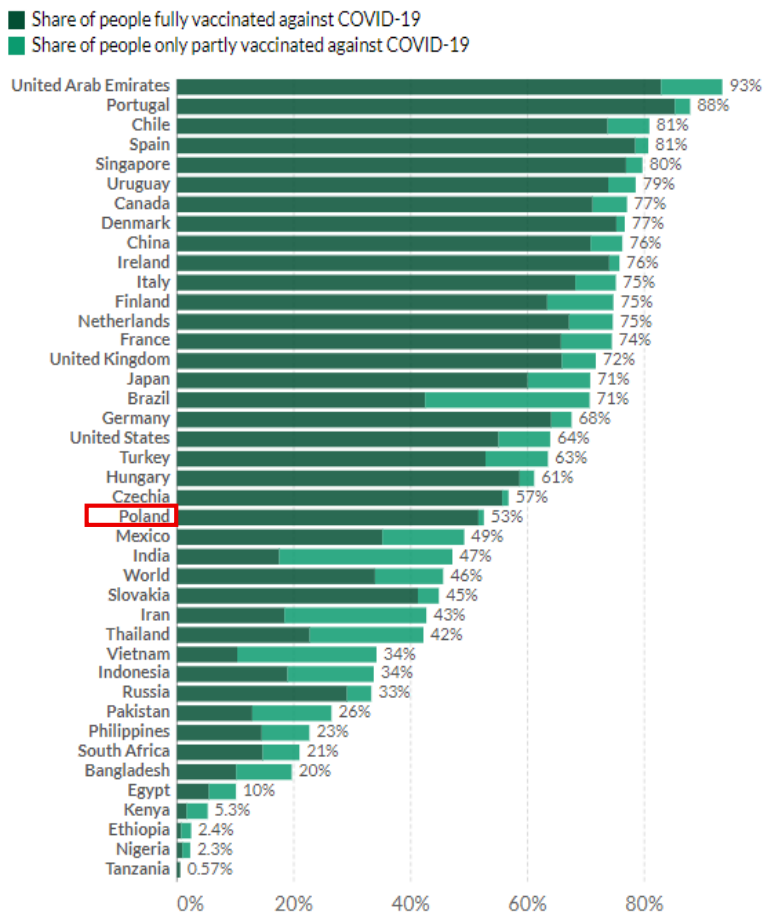


Źródło: ECDC, Michał Rogalski, Santander

Covid: kontekst międzynarodowy

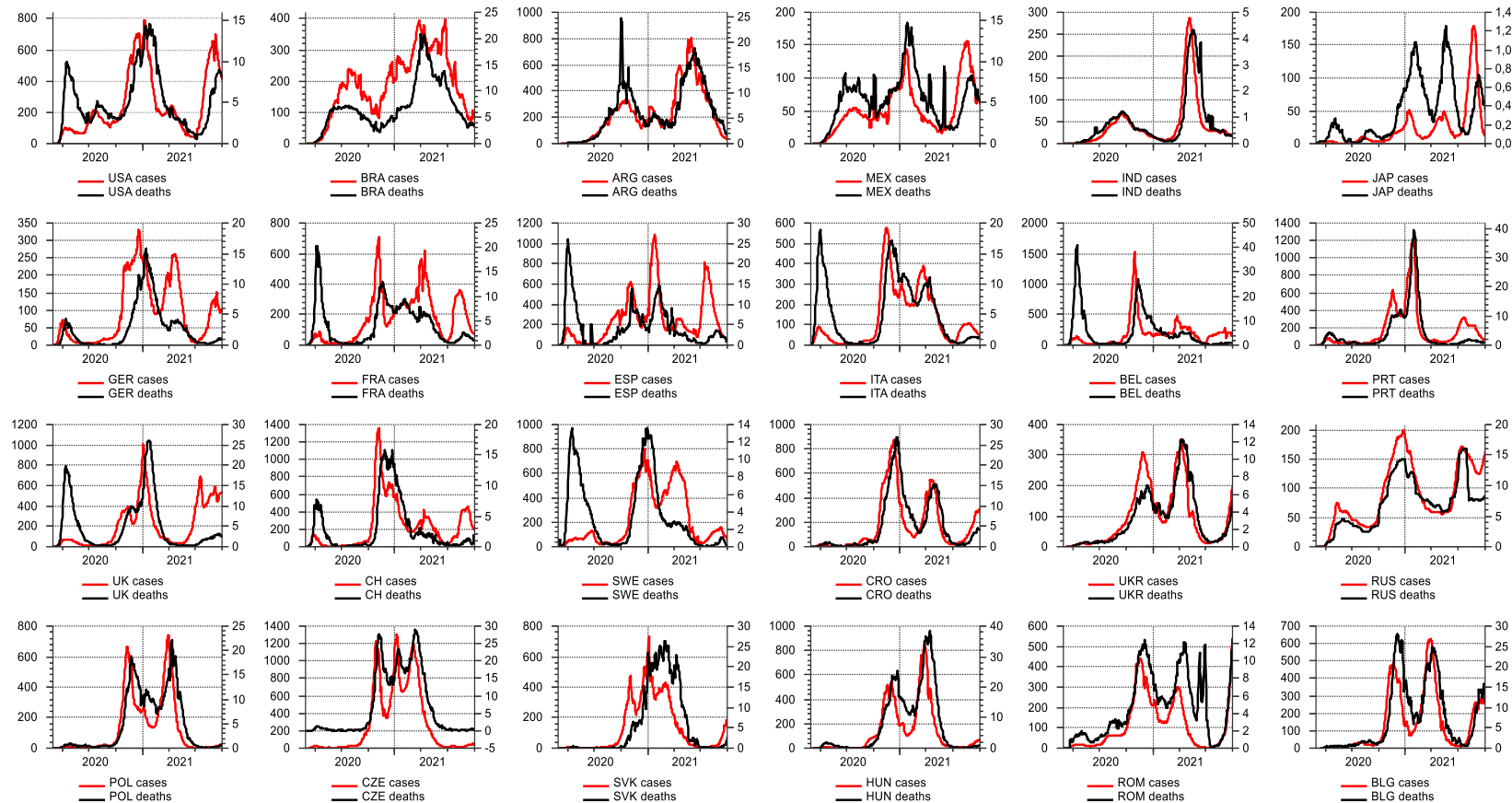


Udział osób zaszczepionych na Covid-19, 2 października 2021



Źródło: Ourworldindata.org

Covid-19: nowe przypadki (lewa oś) i śmierci (prawa oś) na 1 milion, 7-dniowa średnia ruchoma



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

Source: Refinitiv Datastream, Santander



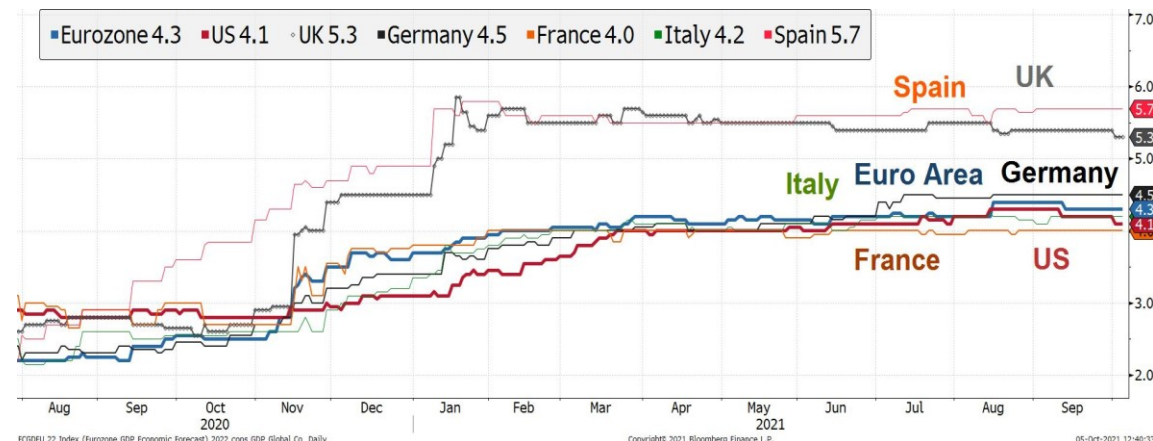
Globalne ożywienie traci siłę... oby chwilowo

Globalne odbicie gospodarcze straciło nieco na sile w ostatnich miesiącach wraz z nowymi falami Covid-19 (nowe restrykcje były szczególnie dotkliwe w Azji), napięciami po stronie podażowej (w łańcuchach dostaw, rosnące ceny energii), co odbiło się na licznych sektorach. Coraz więcej pojawia się też sygnałów, że rosnąca inflacja ujemnie wpływa na wskaźniki optymizmu konsumentów.

Uważamy jednak, że **perspektywy dla globalnej gospodarki pozostają dość optymistyczne**, a ostatnie pogorszenie nastrojów to raczej krótkotrwała korekta w ogólnie pozytywnym trendzie. Solidny wzrost gospodarczy w rozwiniętych gospodarkach powinien być wspierany m. in. przez dodatkowe wsparcie fiskalne w USA i rozkręcenie funduszu odbudowy w Europie.

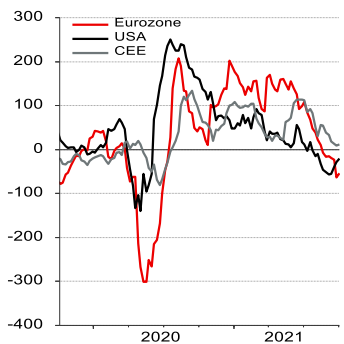
Podobny pogląd zdaje się dominować wśród ekonomistów i inwestorów, na co wskazuje zachowanie giełd oraz stabilność prognoz PKB dla głównych gospodarek, nie tylko rynkowych, ale też prezentowanych przez banki centralne i międzynarodowe instytucje (które pozostają optymistyczne co do perspektyw wzrostu).

Wzrost PKB w 2022 – konsensus Bloomberga dla głównych gospodarek

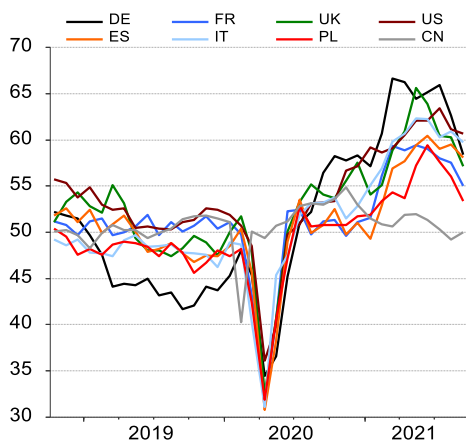


Źródło: Bloomberg, Santander

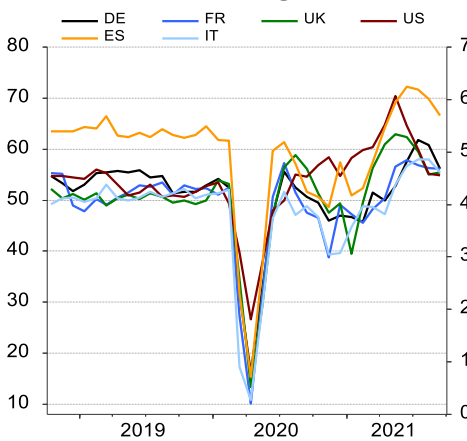
Indeks zaskoczeń ekonomicznych Citigroup



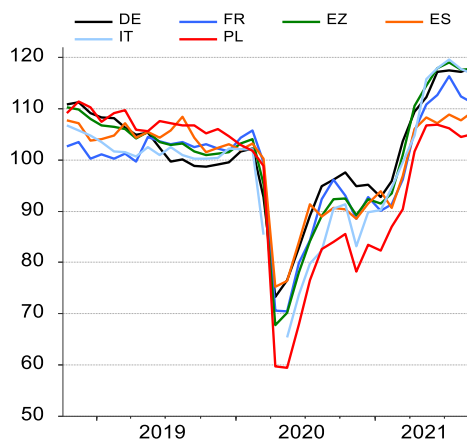
PMI w przetwórstwie



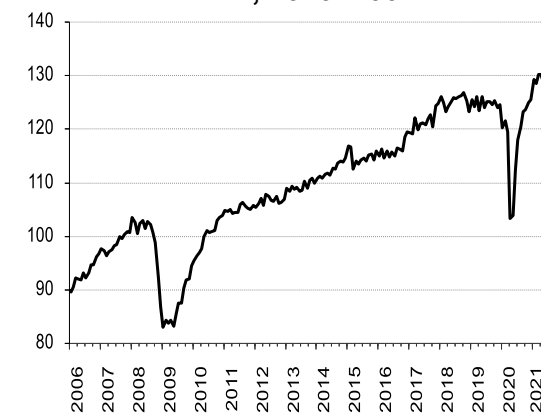
PMI w usługach



Wskaźniki ESI



Wolumen światowego eksportu CPB, 2010=100



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander



Napięcia w globalnych łańcuchach dostaw

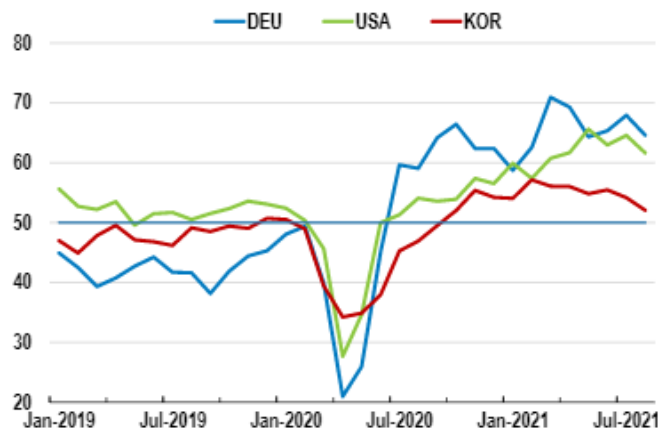
Skutki rosnących ograniczeń podaży można zauważyć w zachowaniu wskaźników koniunktury dla przemysłu na całym świecie. Większość firm wskazuje na wzrost zamówień (składniki indeksów nastrojów opisujące zamówienia utrzymują się wyraźnie powyżej neutralnych poziomów). Z drugiej strony wskaźniki zapasów pozostają w trendzie spadkowym po przekroczeniu neutralnych poziomów albo konsekwentnie utrzymują się poniżej tych poziomów. Oznacza to, że pomimo możliwości rozwoju biznesu jakie stwarza rosnący popyt firmy nie tylko nie są w stanie odbudować poziomu zapasów ale nawet widzą dalszy spadek stanów magazynowych.

Jednocześnie z uwagi na niepewność dostaw firmy zapewne są skłonne nie tylko uzupełniać zapasy surowców, materiałów i komponentów do zwykłych poziomów, ale budować większe niż zwykle bufory.

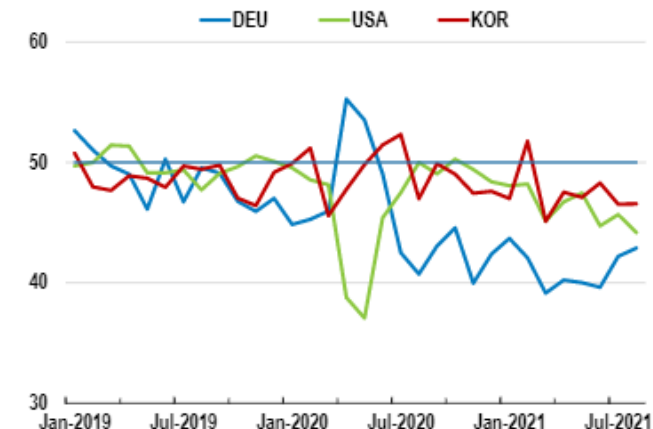
Powoduje to silną presję na „wąskie gardła” podaży i w rezultacie obserwujemy teraz silne wzrosty cen surowców oraz kosztów transportu, jak również materiałów do produkcji (wysoka dynamika PPI na całym świecie).

Wrześniowy raport PMI dla niemieckiego przemysłu wskazuje na podaży „wąskie gardła” jako obecnie najdotkliwszą przeszkodę w działalności. Wskaźnik PMI spadł do najniższego poziomu od 15 miesięcy. Opisano tam też efekt spadku zamówień na wszystkie komponenty do produkcji aut z uwagi na niedobór samych półprzewodników. **Niedobory odbijają się również na wskaźnikach oczekiwań co do przyszłej skali aktywności biznesowej.**

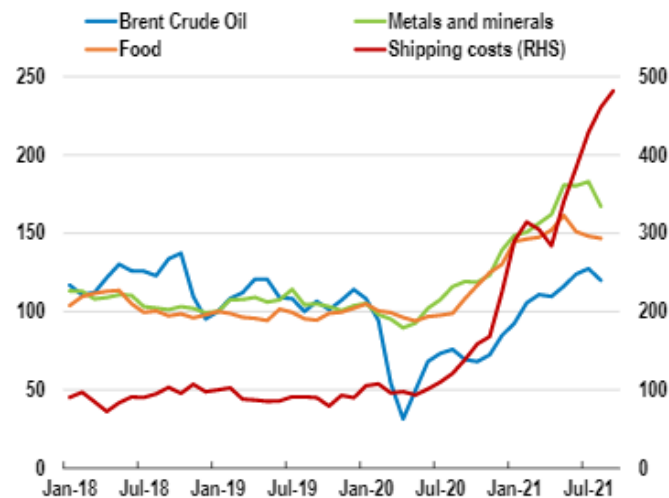
Zamówienia rosną
subindeksy PMI dla przemysłu przetwórczego
odczyty >50pkt oznaczają wzrost



Zapasy spadają
subindeksy PMI dla przemysłu przetwórczego
odczyty <50pkt oznaczają spadek



Wzrosły ceny surowców i transportu
styczeń 2019 = 100



Źródło: OECD Economic Outlook, Interim Report September 2021



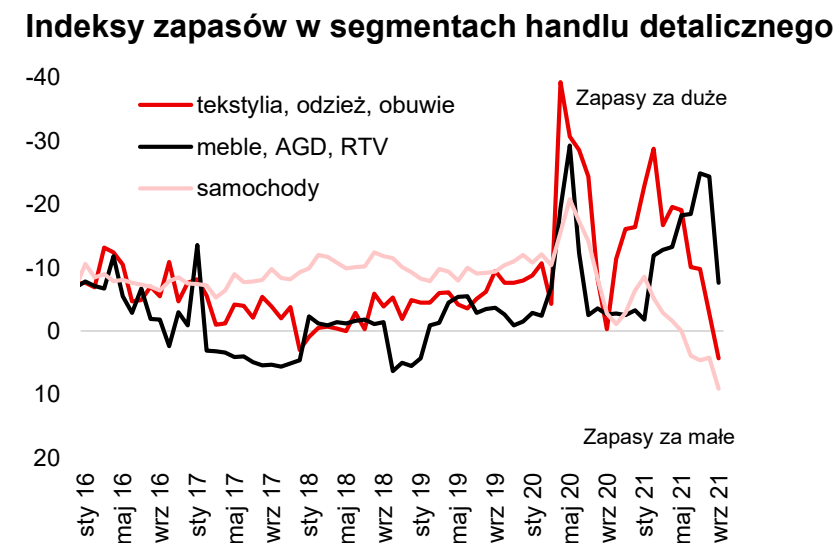
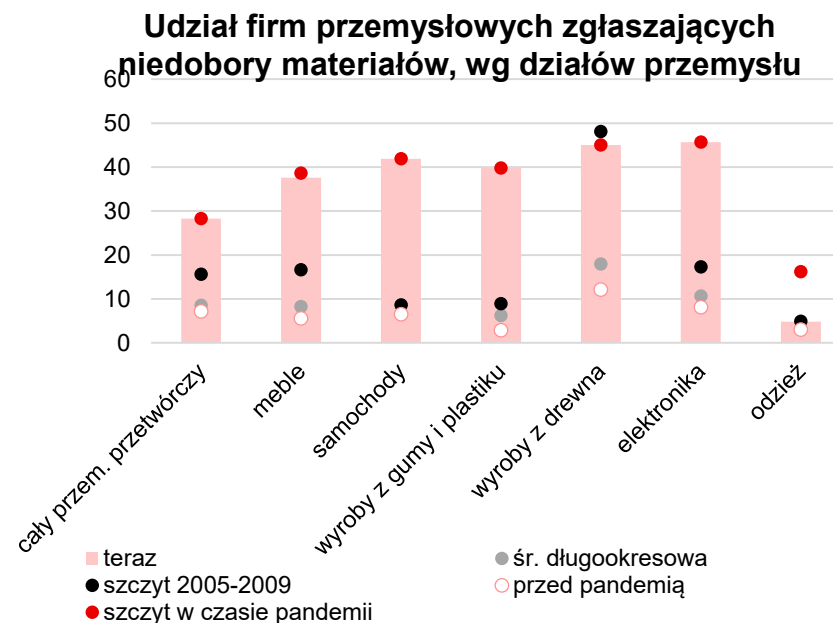
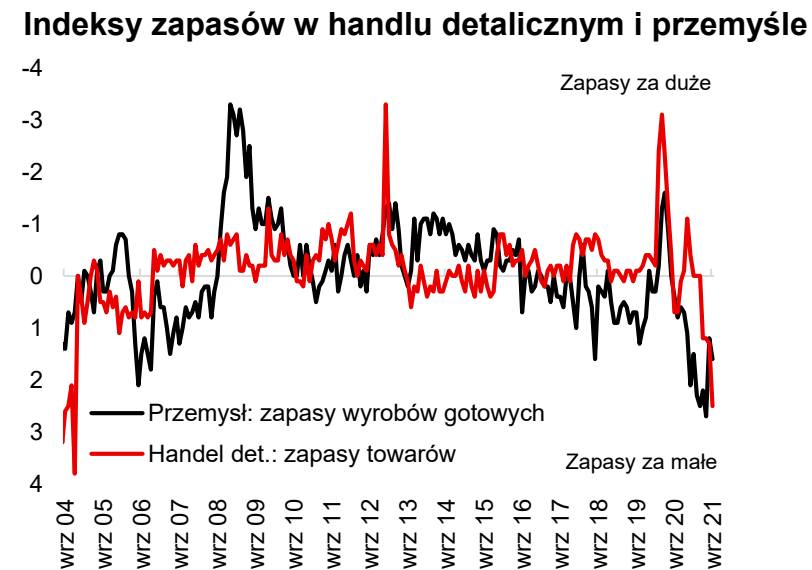
Napięcia w łańcuchach dostaw: wymiar lokalny

Badania ankietowe ukazują jak niezwykle jest obecny okres pod względem problemów z łańcuchami dostaw w polskiej gospodarce. **W większości działów przemysłu to pierwszy raz w historii, gdy niedobory materiałów odczuwane są aż w takim stopniu.**

Sektor handlu detalicznego również zgłasza historycznie niskie poziomy zapasów towarów, co prawdopodobnie ma związek z ich dostępnością i opóźnieniami w dostawach.

Konsekwencje widać w tempie nasilania się inflacji PPI (po serii zaskoczeń w górę dotarła w sierpniu do 9,5% r/r), ale też w zachowaniu niektórych składników CPI, jak ceny samochodów czy butów (wzrosty, choć dotychczas charakterystyczne dla nich były długotrwałe spadki).

Skutki występują też w realnej gospodarce, bo prawdopodobnie to właśnie niedoborom materiałów należy przypisać sierpniowy spadek produkcji aut o ok. 50% r/r.



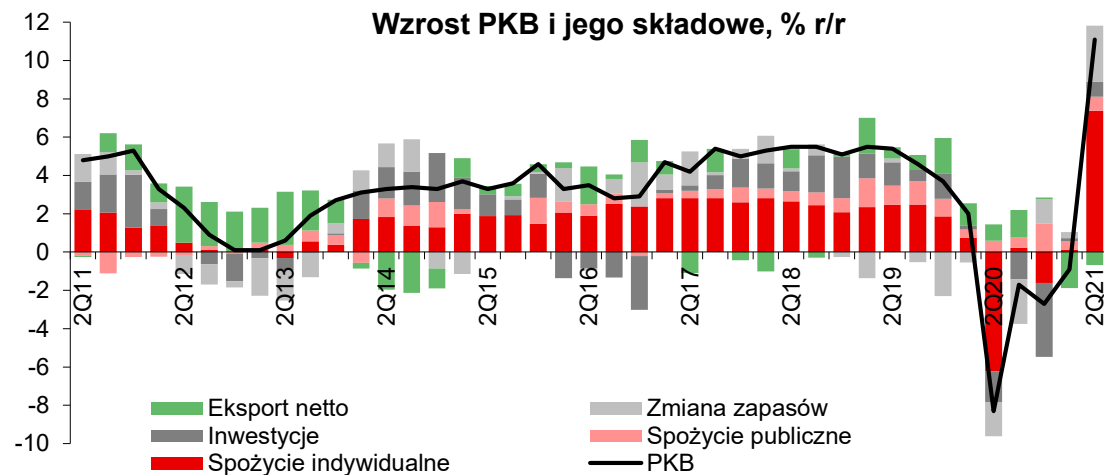
PKB wyżej niż przed pandemią, ale poniżej trendu



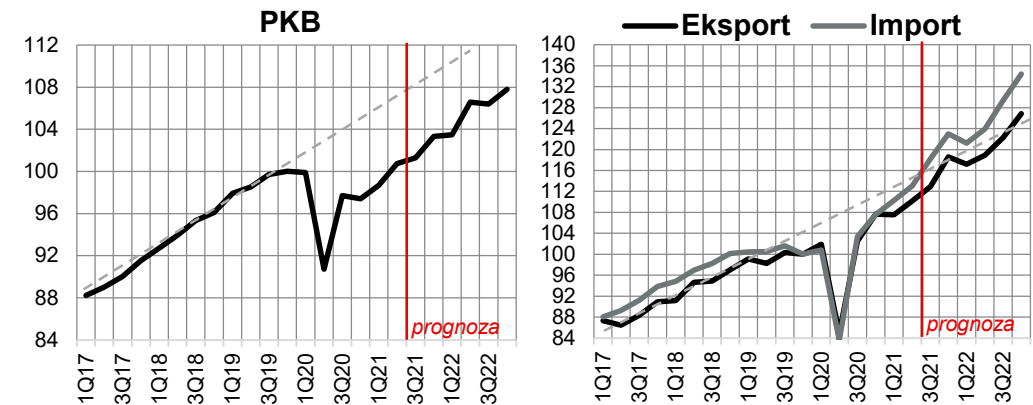
Wzrost PKB przyspieszył w II kw. 2021 r. do 11,1% r/r, najwyższego poziomu w historii, co potwierdziło siłę odbicia gospodarczego po zniesieniu restrykcji. Odsezonowany PKB już w II kw. był wyżej niż przed pandemią, co oznacza – zgodnie z naszymi oczekiwaniami – że Polska jest jedną z najszybciej zdrowiejących gospodarek w UE.

Konsumpcja prywatna urosła o 13,3% r/r i była głównym silnikiem ożywienia. Odbudowa zapasów również przyczyniła się do wzrostu gospodarczego. Wkładu eksportu netto był ujemny, gdyż import rósł jeszcze szybciej niż eksport, dzięki mocnemu wsparciu rosnącego popytu krajowego.

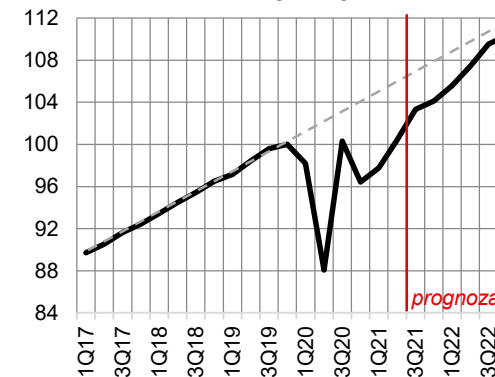
Rozczarowaniem w danych za II kw. okazały się inwestycje, które wzrosły o 5% r/r. W ujęciu odsezonowanym oznaczało to spadek o 10,8% kw/kw i odwrócenie prawie całego mocnego odbicia zarejestrowanego w I kw. 2021 r. Prawdopodobnie odzwierciedla to słabość aktywności publicznej (np. w samorządach), podczas gdy aktywność sektora prywatnego wciąż się zwiększała.



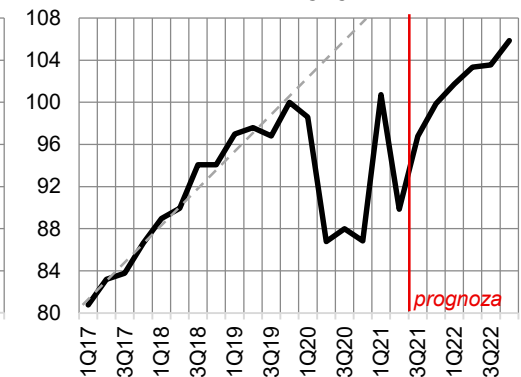
PKB i główne składowe popytu (odsezonowane), 2019Q4=100



Konsumpcja prywatna



Inwestycje



Źródło: GUS, Santander



Perspektywy PKB: przed nami solidny wzrost

Podtrzymujemy nasze prognozy wzrostu PKB o 5% zarówno w 2021 jak i 2022 roku. Gospodarka będzie wspierana głównie przez konsumpcję stabilnie wracającą do trendów sprzed pandemii, odbudowę wyczerpanych zapasów oraz odbudowę inwestycji, której sprzyja potrzeba zwiększenia mocy wytwórczych przez firmy oraz (później) napływ dużych środków finansowych z europejskiego Funduszu Odbudowy, który wesprze inwestycje infrastrukturalne.

Wpływ eksportu netto na wzrost PKB pozostanie neutralny lub nawet lekko negatywny: pomimo trwającego odbicia w eksporcie i wysokiej konkurencyjności krajowego przetwórstwa (wspieranej przez słabość złotego), bilans handlowy pogarsza się ze względu na szybki wzrost importu w reakcji na ożywienie popytu wewnętrznego.

W III kw. 2021 tempo wzrostu jednak nieco przyhamowało, na skutek chwilowego pogorszenia nastrojów na rynkach krajowych i zagranicznych. Jednak uważamy, że ożywienie odzyska wigor już pod koniec br. i będzie kontynuowane w 2022 r.

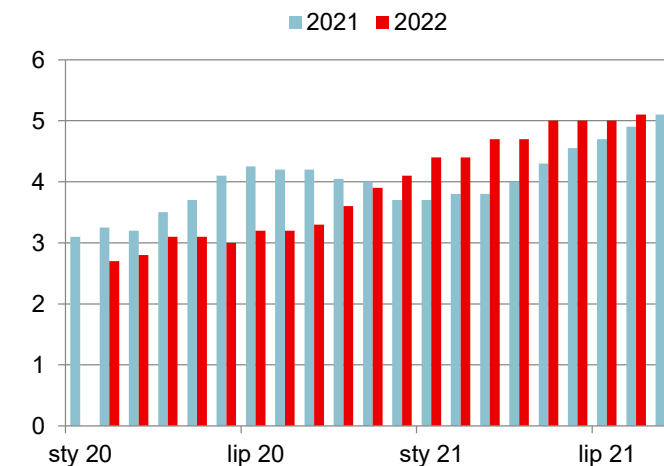
Największe czynniki ryzyka to pandemia (biorąc pod uwagę niski stopień zaszczepienia polskiego społeczeństwa) a także zamrożenie środków z funduszy UE (konflikt rządu z UE wydaje się eskalować). Jednak w obu przypadkach nie zakładamy materializacji tych ryzyk w sposób, który miały istotny wpływ na gospodarkę.

Wzrost PKB: prognozy różnych instytucji

	2021	2022
SAN 2021/09	5.0	5.0
BBG 2021/09	5.1	5.1
MF 2021/09	4.9	4.6
NBP 2021/07	5.0	5.4
MFW 2021/07	4.6	5.2
KE 2021/07	4.8	5.2

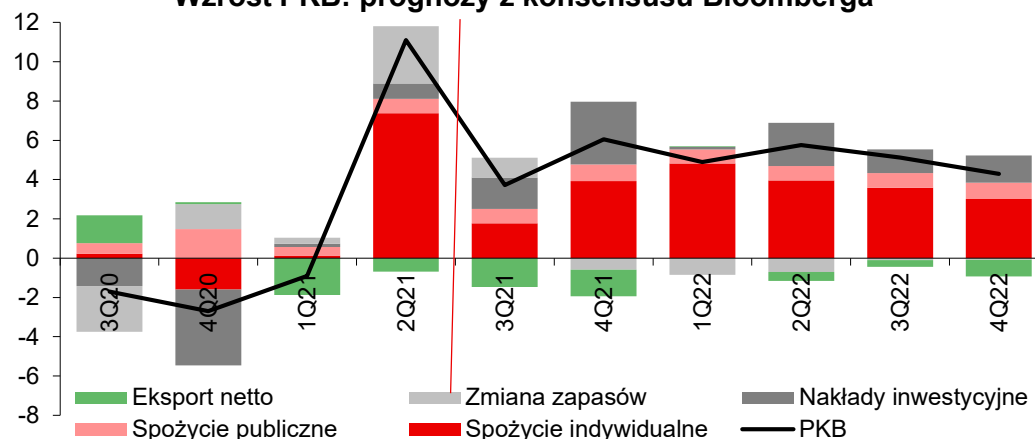
Źródło: NBP, MF, IMF, EC, Bloomberg, Santander

Wzrost PKB w Polsce: prognozy wg konsensusu Bloomberga



Źródło: Bloomberg, Santander

Wzrost PKB: prognozy z konsensusu Bloomberga



Źródło: GUS, Santander

Zyski firm gwałtownie rosną mimo inflacji kosztowej

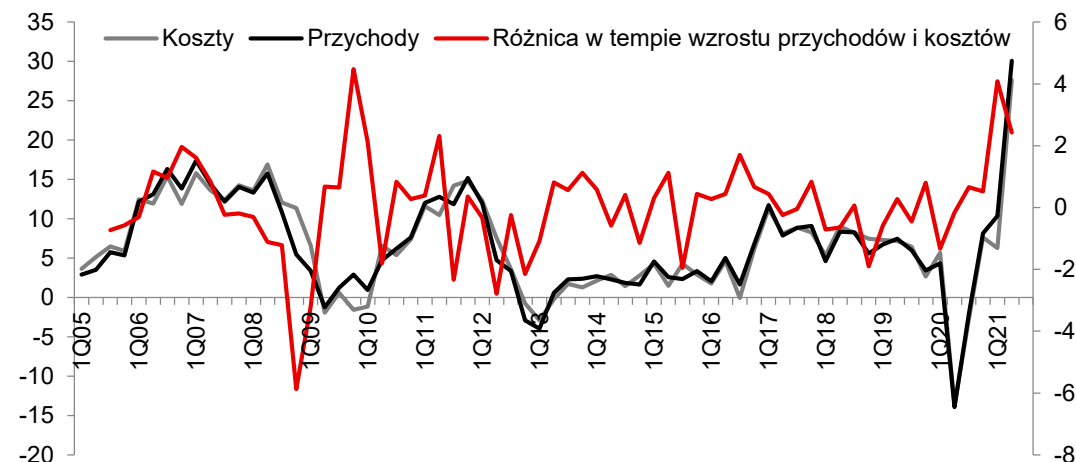


Wyniki finansowe dużych przedsiębiorstw (zatrudniających 50 lub więcej pracowników) uległy w II kw. 2021 r. dalszej poprawie. **Wyniki finansowe brutto i netto były w II kw. najlepsze w historii, o 70% lepsze niż rok wcześniej i 40% powyżej II kw. 2019 r.** w II kw. br. gwałtownie wzrosły koszty operacyjne (27,6% r/r, najwyższy wzrost od 1998 r.), ale towarzyszył temu nawet szybszy wzrost przychodów (30,0% r/r) a przeciętna marża brutto na sprzedaży urosła do rekordowych 7,3%.

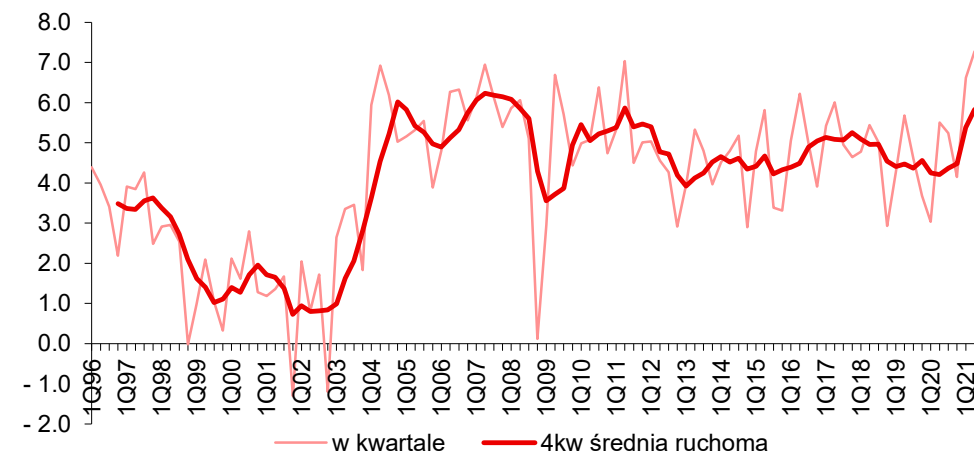
Głównym powodem wzrostu kosztów były ceny materiałów, co musi mieć związek z problemami z globalnymi łańcuchami dostaw. **Okazało się, że zalew inflacji kosztowej nie spowodował zmniejszenia się marż,** wręcz przeciwnie – marże rozszerzyły się. W środowisku popandemicznym firmy były w stanie przetrwać rosnące koszty na klientów, dalej napędzając inflację.

Nakłady inwestycyjne w II kw. br. były o 11,0% wyższe niż rok wcześniej (w I kw. o 4,6% wyższe r/r), co wskazuje na coraz dynamiczniejsze odbicie inwestycji w sektorze prywatnym.

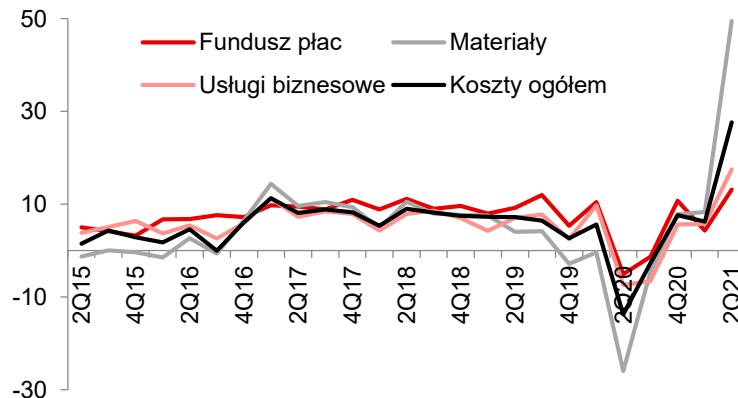
Wyniki przedsiębiorstw niefinansowych, % r/r



Marże przedsiębiorstw: wynik finansowy brutto w relacji do przychodów ogółem, %



Koszty przedsiębiorstw niefinansowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander



Inwestycje: sektor publiczny w tyle za firmami

Inwestycje wzrosły o 5% r/r w II kw. po wzroście o 1,3% w I kw., co było raczej rozczarowujące. W ujęciu odsezonowanym inwestycje spadły o 10,8% kw/kw i odwróciły lwią część wzrostu z I kw. (+16.0% kw/kw). Uważamy jednak, że **aktywność sektora prywatnego pozostaje wysoka, podczas gdy nakłady w sektorze publicznym pewnie rozczarują.**

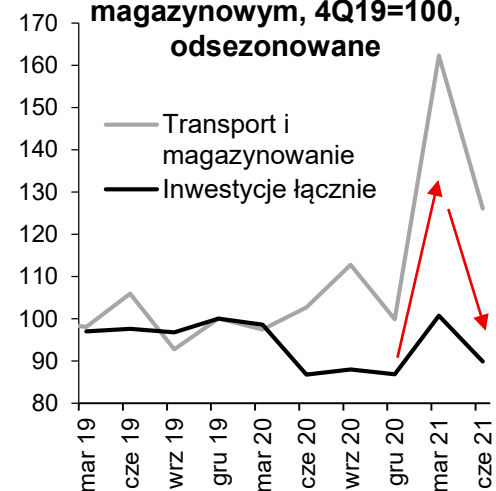
Słabszy wynik w II kw. to naszym zdaniem skutek dwóch czynników:

- (1) Słabszych od założeń inwestycji publicznych. Znamy już dane z samorządów, które pokazały spadek o 11,8% r/r w ujęciu bieżącym w II kw. 2021 r. i prawdopodobnie słabość w sektorze publicznym potrwa dłużej, m. in. ze względu na opóźnienia w inwestycjach kolejowych oraz w akceptacji KPO. O ile liczymy na pewne odbicie w drugiej połowie 2021 r., to raczej nie będzie ono wydatne.
- (2) Niskiej sezonowej wartości inwestycji w I kw. (ok. 15% całego roku), co sprawia, że dane – zwłaszcza po oczyszczeniu z efektów sezonowych) – są wrażliwe na efekty jednorazowe. Na przykład możemy wskazać sektor transportowo-magazynowy jako potencjalnego winowajcę.

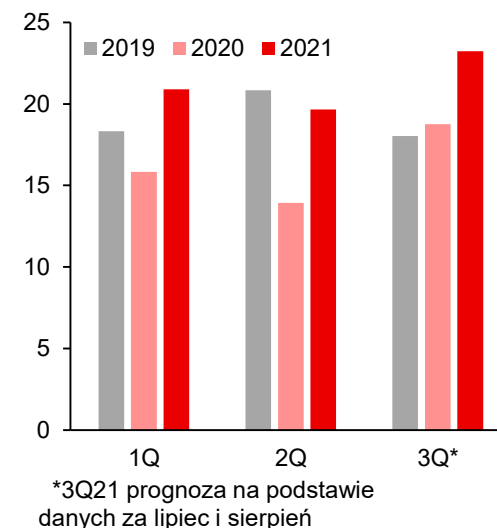
Tymczasem, aktywność inwestycyjna sektora prywatnego wydaje się być rosnąca: nakłady w dużych firmach (zatrudniających 50+) przyspieszyły do 11% r/r w II kw. 2021 r. z 4,6% w I kw. 2021 r., mocno rośnie wolumen umów leasingowych. Pozostajemy zatem optymistyczni jeśli chodzi o tę część rynku inwestycyjnego.

Inwestycje gospodarstw domowych (czyli głównie nieruchomości), chociaż są niewielką częścią inwestycji w ogóle, to również pozostają mocne, więcej na ten temat piszemy na kolejnej stronie.

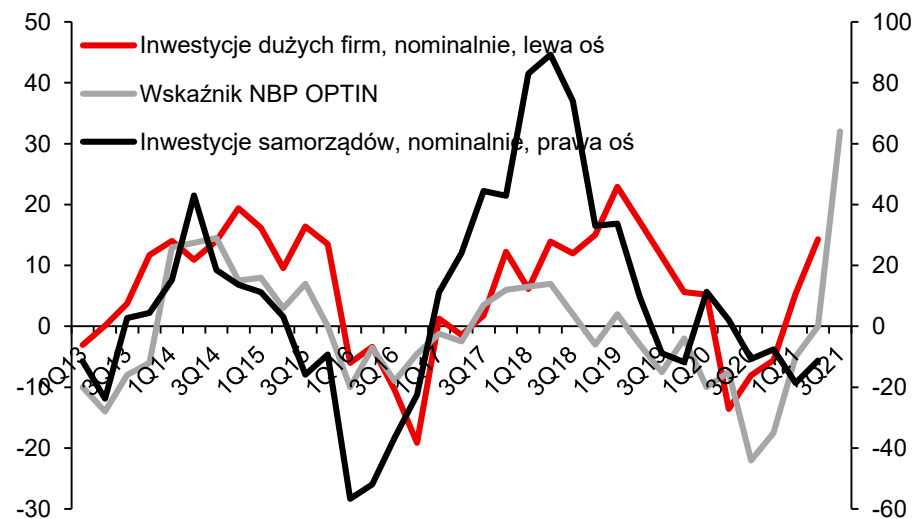
Łączne inwestycje a nakłady w sektorze transportowym i magazynowym, 4Q19=100, odsezonowane



Wartość umów leasingowych, mld zł



Nakłady inwestycyjne w dużych firmach, samorządach a wskaźnik inwestycji NBP



Rynek mieszkaniowy

Wysokie tempo wzrostu cen mieszkań to nie tylko efekt pandemii, ale też wyjątkowo łagodnej polityki pieniężnej.

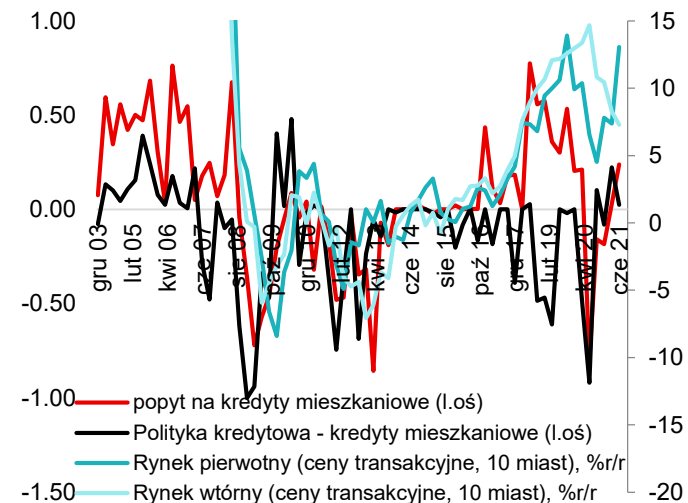
Na podstawie wyników ankiety kredytowej NBP można wnioskować, że szybki wzrost cen nieruchomości w latach 2019-2020 był pochodną wpływu dobrej sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych na ich popyt na kredyty hipoteczne (mieszanka rekordowo niskiej stopy bezrobocia i rekordowo niskiej stopy procentowej). Obecnie rynek pracy jest ponownie rozgrzany pomimo wczesnej fazy ożywienia gospodarczego a stopy procentowe są utrzymywane na dużo niższym poziomie niż przed pandemią (zwłaszcza realne stopy procentowe).

Silnie ujemna realna stopa procentowa może skłaniać gospodarstwa domowe do ucieczki od depozytów bankowych. Wysoka aktywność na rynku mieszkaniowym nie wygląda na efekt ich szerszej dostępności (wzrostu dochodów, sprawiającego, że więcej osób uzyskuje zdolność kredytową i może wejść na rynek nieruchomości). Jest wręcz przeciwnie – szacowany przez nas indeks dostępności finansowej mieszkań obniża się od kilku kwartałów.

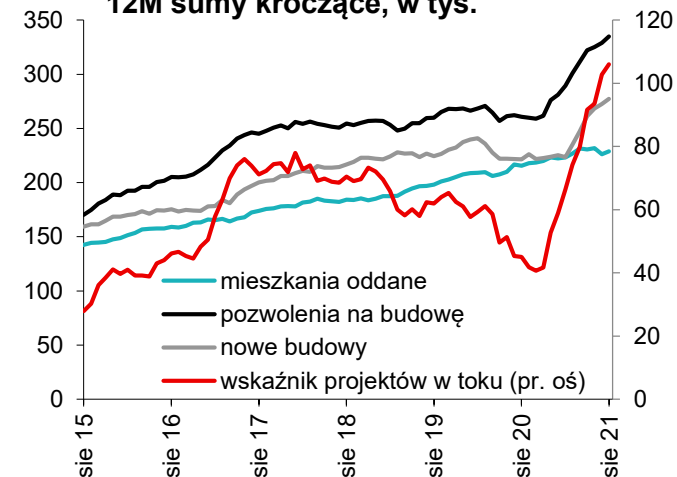
W sierpniu wzrost liczby oddanych mieszkań wyniósł 17,5% r/r, pozwoleń na budowę było więcej o 29,0% r/r a rozpoczętych budów o 23,7% r/r. W rezultacie wskaźnik projektów w toku (12M suma pozwoleń minus 12M suma ukończonych budów) dynamicznie rośnie i jest już najwyższy od 2008 r.

Wezbrana fala projektów w toku przebiega w warunkach ciągle rosnących kosztów, co jest kolejnym powodem do oczekiwania dalszych wzrostów cen mieszkań.

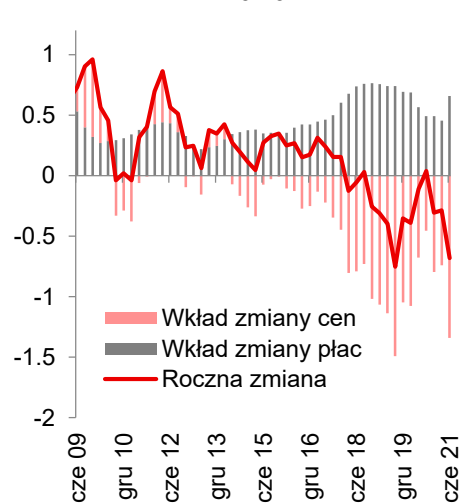
Wyniki ankiety kredytowej i ceny mieszkań



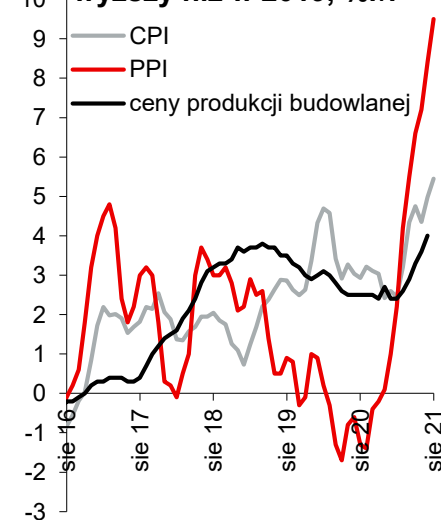
Dane z rynku mieszkaniowego 12M sumy kroczące, w tys.



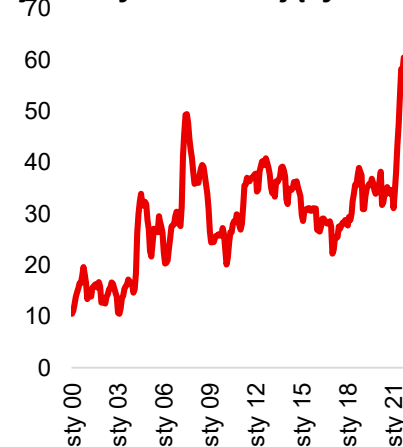
Indeks dostępności mieszkań Wzrost cen produkcji budowlanej, zmiana r/r



Wzrost cen produkcji budowlanej, wyższy niż w 2019, %/r



Udział firm budowlanych zgłaszających koszty materiałów jako czynnik hamujący rozwój





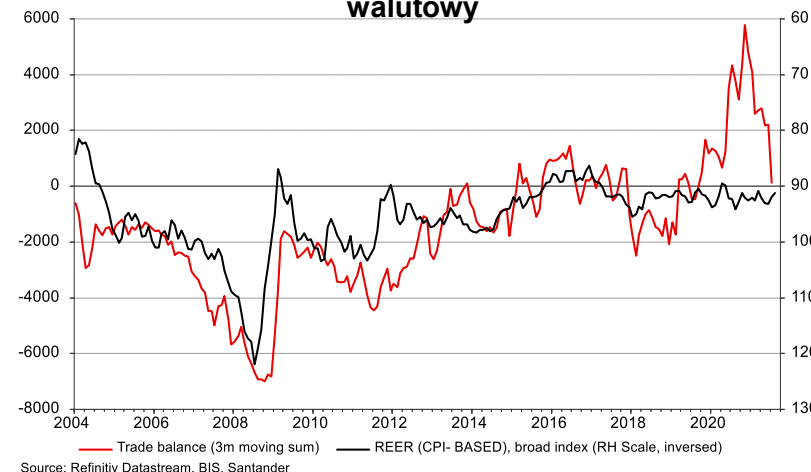
Handel zagraniczny: kurcząca się nadwyżka

W 2020 nastąpiła imponująca poprawa salda obrotów bieżących, szczególnie salda obrotów towarowych. Jednak, jak podejrzewaliśmy w [raporcie z kwietnia](#) (s.26) ta ogromna nadwyżka handlowa była głównie przejściowym efektem zaburzeń pandemicznych w popycie krajowym (a przez to i w imporcie) a nie efektem poprawy zewnętrznej konkurencyjności. W związku z tym po odbiciu popytu krajowego doszło do zdecydowanego pogorszenia w równowadze zewnętrznej w ostatnich miesiącach. Trend został wzmocniony dużo wyższym importem surowców (głównie z Rosji) wskutek intensywnych wzrostów ich cen.

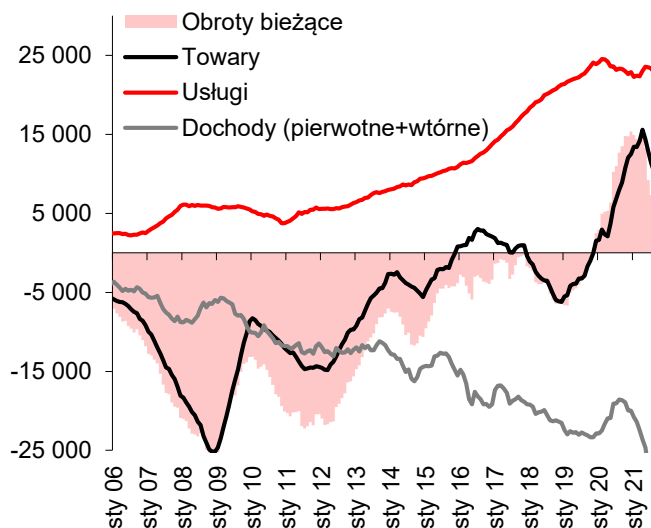
Bilans dochodów również zaczął się szybko psuć wraz z poprawą wyników finansowych firm z kapitałem zagranicznym dzięki gospodarczemu odbiciu.

Zakładając dalszą poprawę popytu krajowego przewidujemy, że bilans na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB będzie zmierzał to umiarkowanie ujemnych wartości. Odpowiadałoby to sytuacji sprzed pandemii, kiedy to rachunek był w zdecydowanie lepszym stanie niż w latach 2007-2008 i 2010 pomimo podobnego jak wtedy tempa poprawy popytu krajowego.

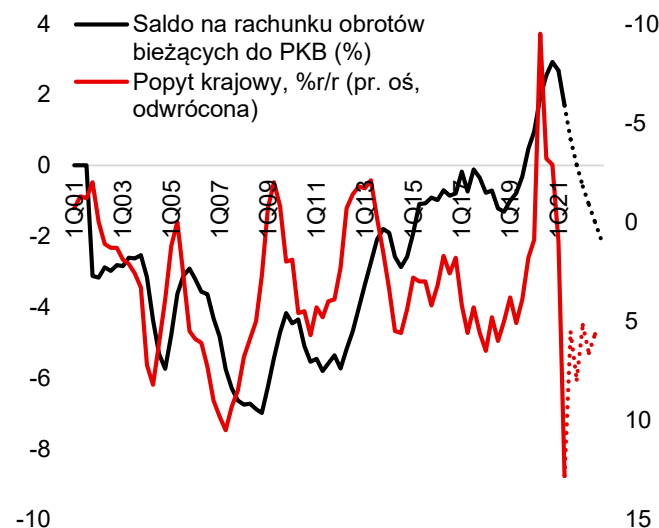
Saldo handlu zagranicznego a realny efektywny kurs walutowy



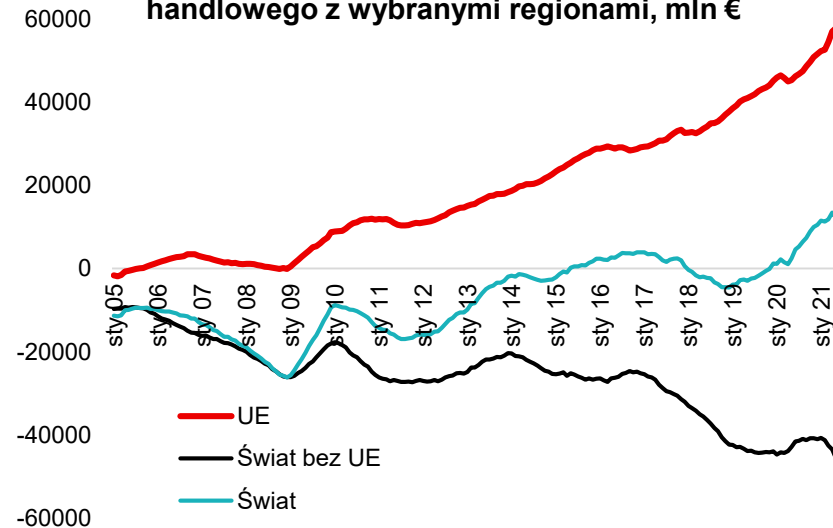
12M suma krocząca sald, mln €



Saldo na rachunku obrotów bieżących a popyt krajowy



12M suma krocząca towarowego bilansu handlowego z wybranymi regionami, mln €





Rynek pracy: powrót do formy sprzed pandemii

Rynek pracy normalizuje się w szybkim tempie. W II kw. 2021 r. liczba pracujących w gospodarce była blisko rekordowi (16,6 mln), liczba wakatów wróciła do poziomu sprzed pandemii, a firmy narzekają na rosnącą presję płacową oraz problemy ze znalezieniem pracowników.

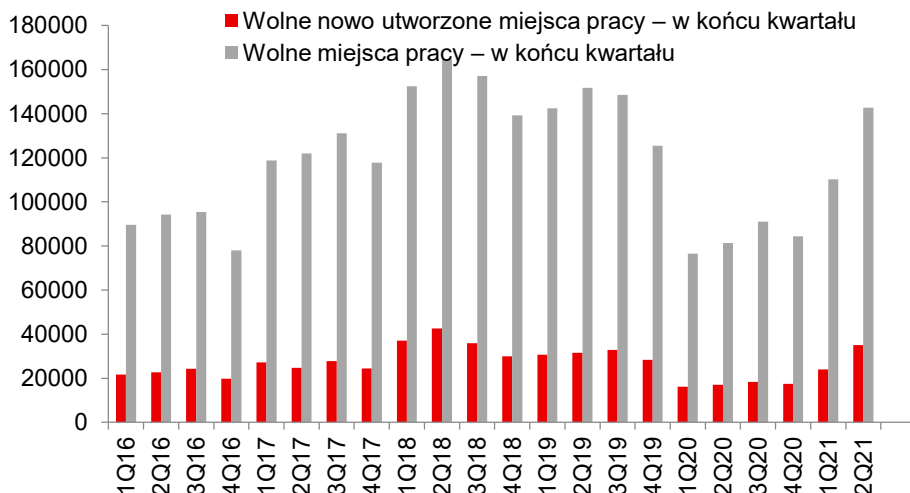
Lipcowe i sierpniowe dane o zatrudnieniu były jak łyżka dziegciu w beczce miodu, gdyż pokazały spadek liczby pracowników (o 12 tys.) – po raz pierwszy w tym roku. Większa część tego spadku miała miejsce w przetwórstwie (8 tys.). Naszym zdaniem jest to pochodna efektów jednorazowych, choćby przetasowaniu w załodze po zakończeniu okresu ochronnego związanego z pomocą z PFR.

Co ciekawe, większość sektorów przetwórstwa, w których dochodziło do zwolnień, jednocześnie zanotowała wzrost nasilenia problemów ze znalezieniem pracowników.

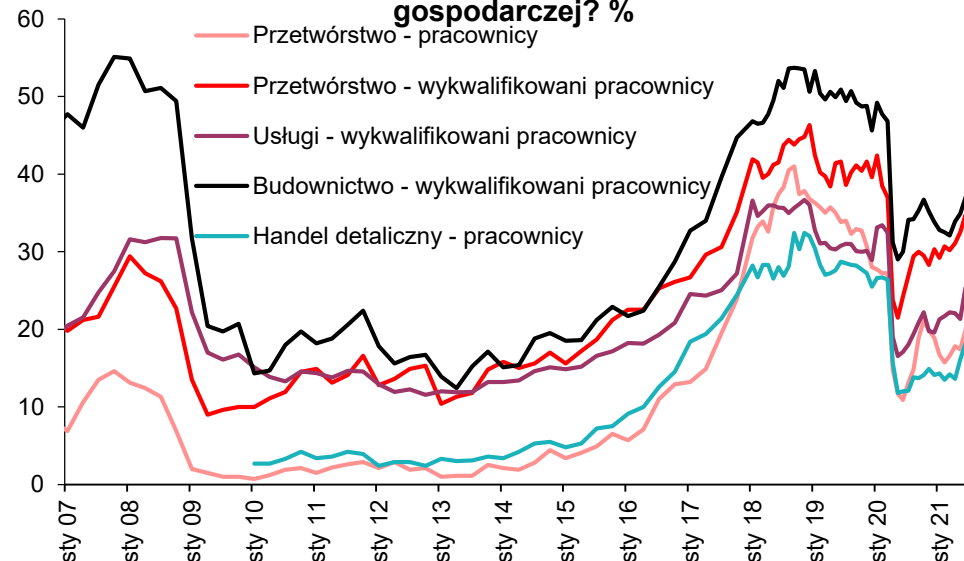
Zmiana liczby pracowników w lipcu i sierpniu a zmiana procentowa firm zgłaszających problemy z pozyskaniem pracowników w tych miesiącach

	Pracujący	Niedobór pracowników	Niedobór wykwalifikowanych pracowników
Żywność i napoje	-3	4.4	2.6
Odzież	-1	5.1	10.6
Drewno	-1	10.7	-0.4
Chemikalia	-1	-1.2	-0.3
Maszyny	-1	0.5	1.0
Samochody	-1	-3.2	0.4
Inne śr. Trans.	-1	3.7	6.3
Meble	-2	5.1	4.2

Wakaty



Ankiety GUS: Czy niedobór pracowników jest przeszkodą we działalności gospodarczej? %





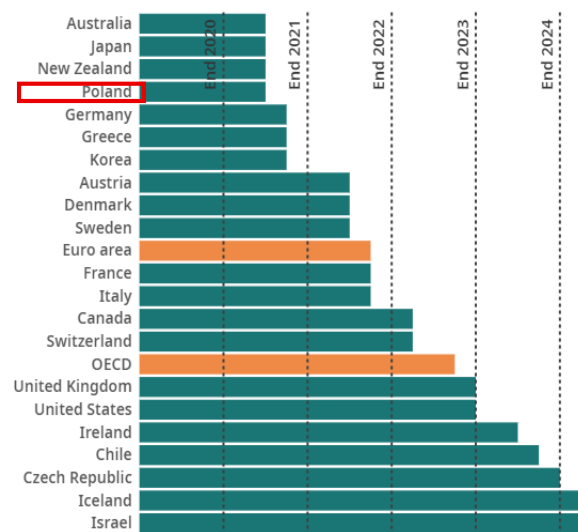
Braki kadr znowu doskwierają

Firmy narzekają na trudności ze znalezieniem pracowników nie bez powodu: powrót zatrudnienia w Polsce do poziomu sprzed pandemii był jednym z najszybszych w OECD, stopa bezrobocia dalej spada i jest już blisko rekordowo niskich poziomów, liczba ofert pracy na bezrobotnego jest już prawie na poziomie sprzed pandemii.

Obniżające się zasoby pracy będą wzmacniały popyt na pracowników z zagranicy i będą generować presję na wzrost wynagrodzeń.

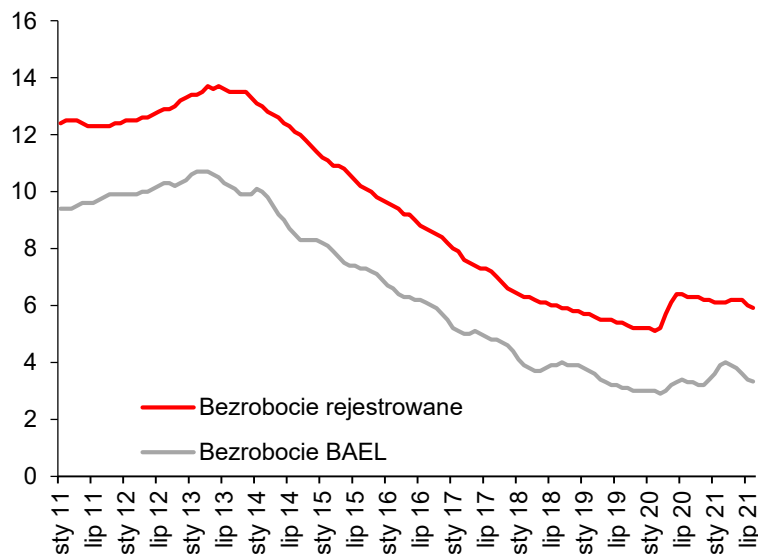
Jako że krajowe zasoby siły roboczej zmniejszają się m.in. ze względu na starzenie populacji, rosnąć będzie zależność od pracowników z zagranicy.

Ile zajmie powrót do zatrudnienia sprzed pandemii?



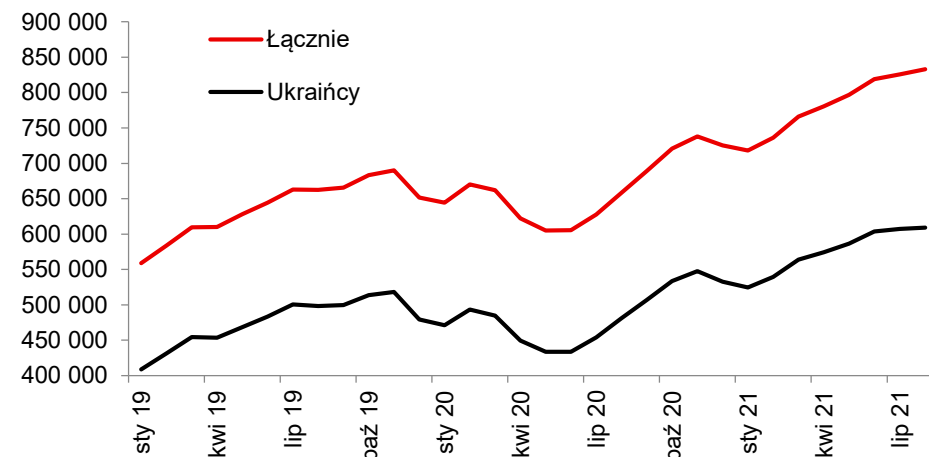
"Recovery to pre-pandemic level" refers to a sustained increase in employment level above its Q4 2019 level. • Source: OECD (2021), [OECD Employment Outlook 2021](#)

Stopy bezrobocia, odsezonowane

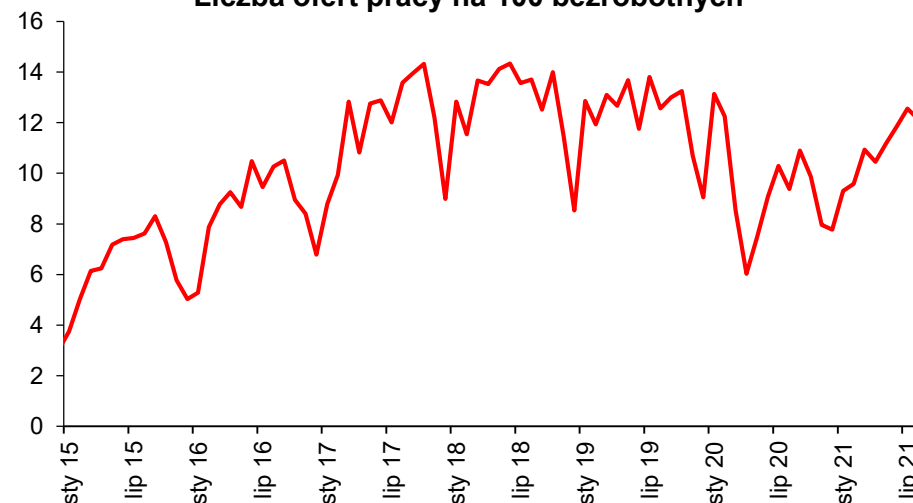


Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Liczba obcokrajowców zarejestrowanych w ZUS



Liczba ofert pracy na 100 bezrobotnych





Wątpliwości co do skali migracji

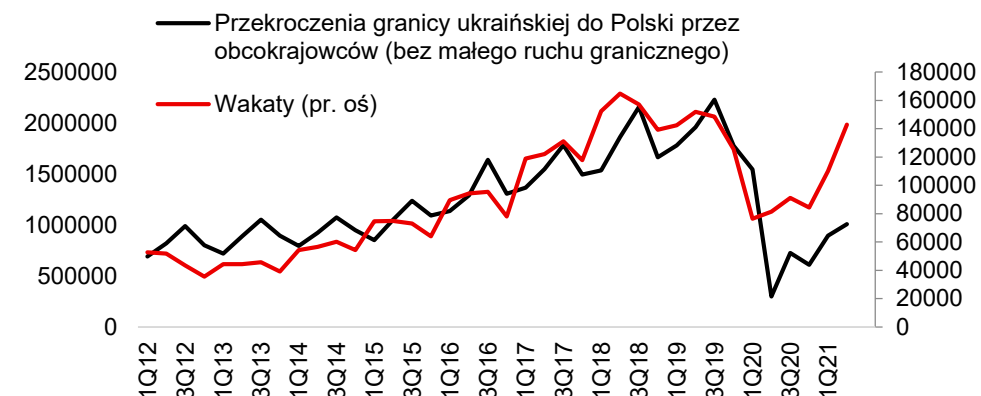
Dostatecznie duży napływ zagranicznej siły roboczej, przede wszystkim z Ukrainy, mógłby złagodzić napięcia na polskim rynku pracy: niedobór rąk do pracy i presję płacową.

Dane o skali napływu największej grupy pracowników, Ukraińców, dają mieszany obraz. Przekroczenia granicy ukraińskiej w stronę Polski są nadal o wiele rzadsze niż przed 2020 r. mimo niemal całkowitego powrotu popytu na pracę w Polsce do poziomu sprzed pandemii (oceniając po liczbie wakatów).

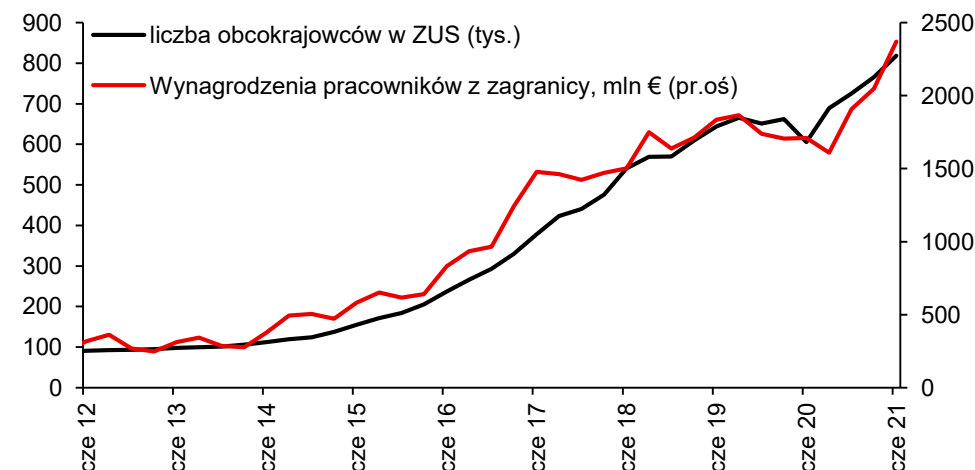
Co więcej, agencje pośrednictwa pracy specjalizujące się w sprowadzaniu obcokrajowców do pracy w Polsce sygnalizują, że ciężko jest znaleźć tylu chętnych, żeby zaspokoić bieżący popyt zgłaszany przez polskich pracodawców.

Z drugiej strony liczba obcokrajowców zarejestrowanych w ZUS jest już większa niż przed pandemią. Dane bilansu płatniczego nt. transferów za granicę również pokazują wyższy odpływ pieniędzy niż przed pandemią. Do tego rośnie liczba odprowadzających składki społeczne cudzoziemców z innych krajów niż sąsiadująca z Polską Ukraina, poszukujących tu źródła utrzymania.

Przekroczenia granicy przez obcokrajowców a wakaty w gospodarce



Obcokrajowcy zarejestrowani w ZUS i transfery pieniężne za granicę



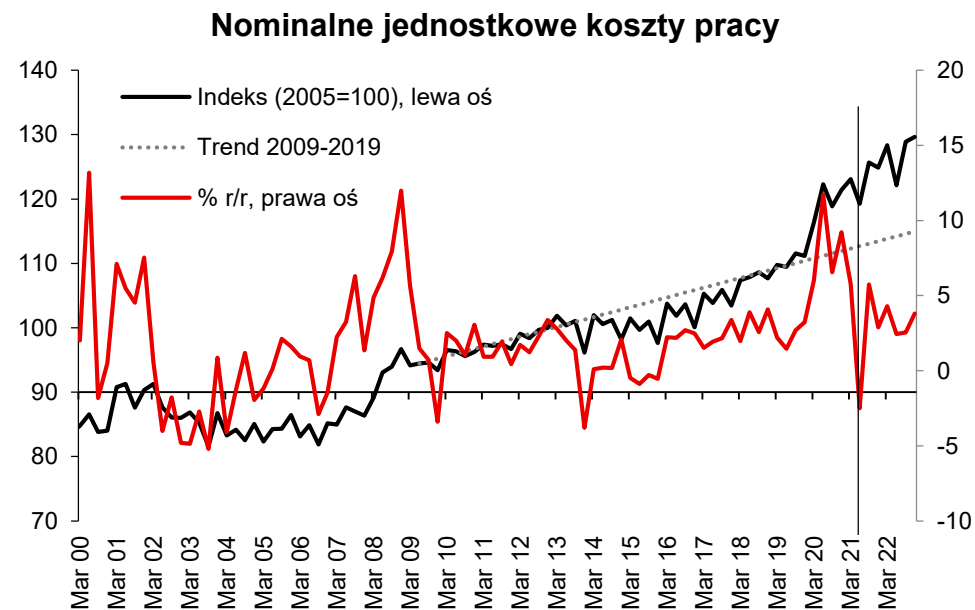
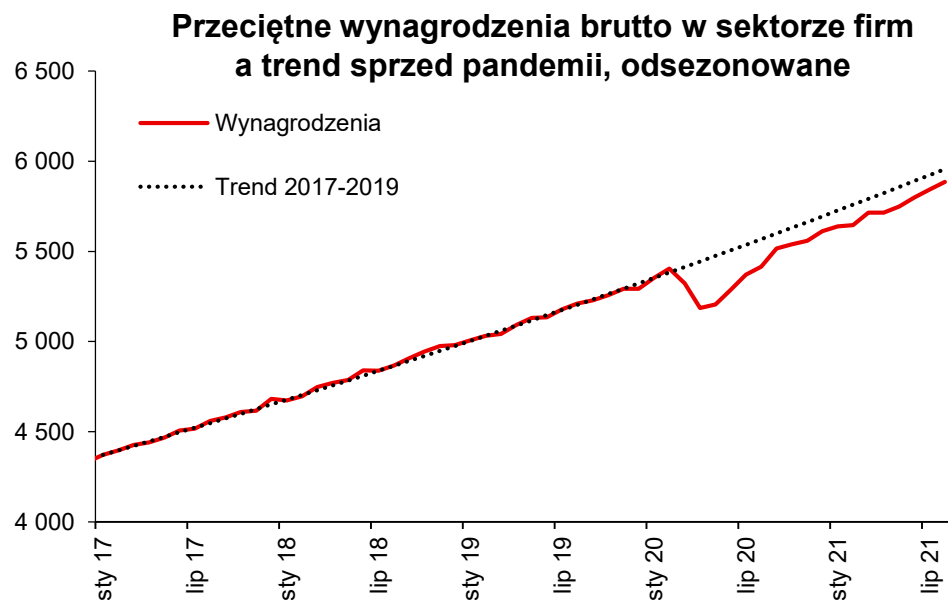
Źródło: GUS, NBP, Straż Graniczna, Santander



Jednostkowe koszty pracy dodają do inflacji

Uważamy, że sytuacja na rynku pracy będzie sprzyjała wyższej presji kosztowej. Pandemia spowodowała skokowy wzrost jednostkowych kosztów pracy w Polsce, jako że produkcja spadła dość wyraźnie, ale praca była chomikowana a wzrost wynagrodzeń pozostał wysoki. W II kw. 2021 r. doszło do pewnego spadku JKP, ale i tak są one 6% powyżej trendu sprzed pandemii.

Ponieważ wzrost płac utrzymuje się na wysokim poziomie i oczekujemy wzmocnienia presji płacowej, to naszym zdaniem wzrost produkcji nie będzie wystarczający, by wrócić do trendu. A nawet wydaje nam się, że JKP będą dalej rosły i dalej oddalały się od trendu pomimo przejściowego spadku na początku 2021 r. **Podwyższone koszty pracy pozostaną zatem czynnikiem proinflacyjnym.**





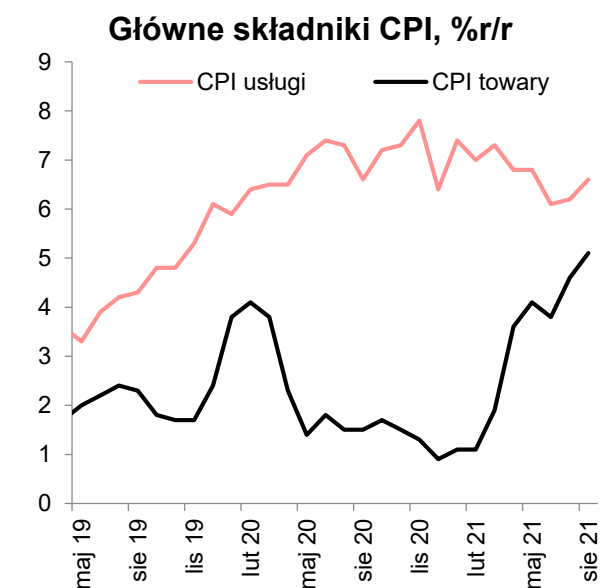
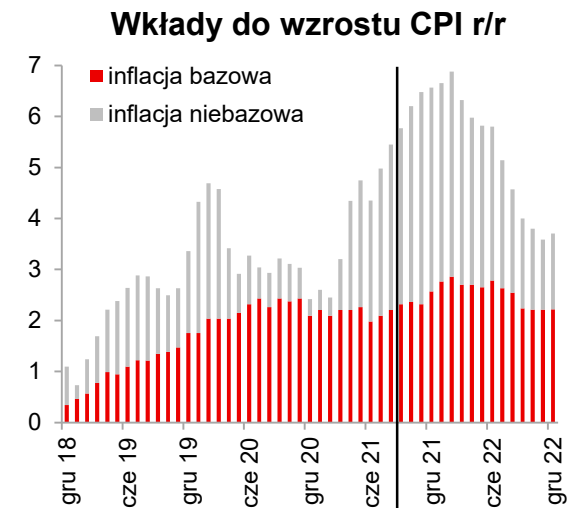
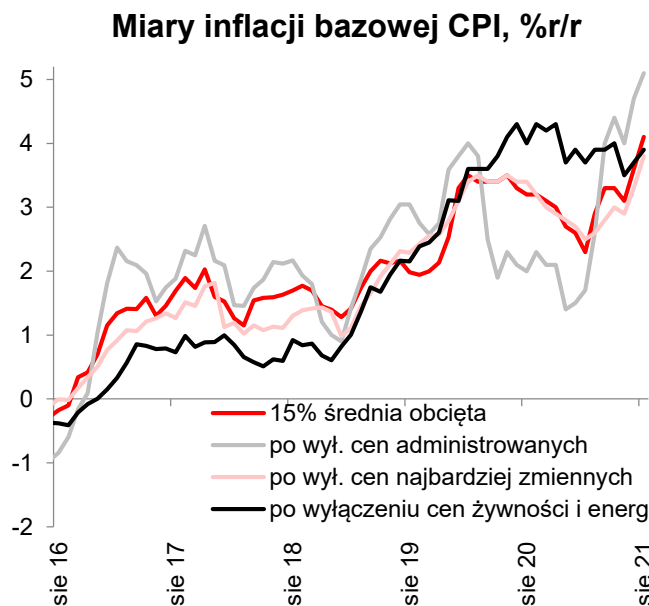
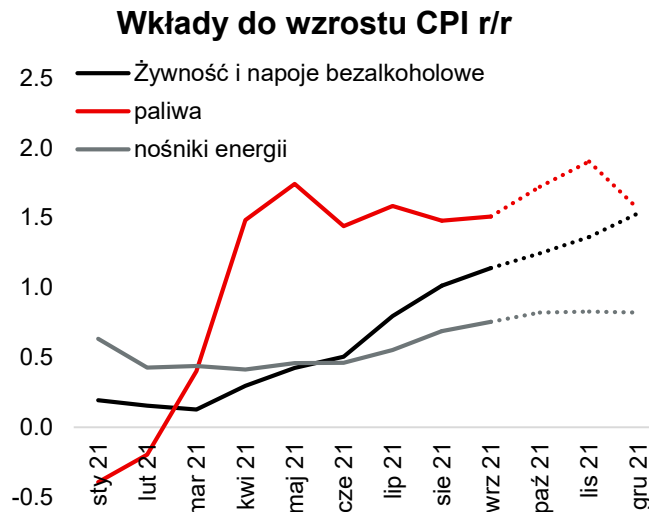
Inflacja: pękają kolejne progi

Inflacja nadal zaskakuje w górę. Ostatni odczyt CPI, 5,8% r/r z września, był najwyższy od 20 lat. **Przewidujemy teraz, że wzrost CPI wyniesie średnio 4,8% w 2021 r. i ponad 5% w 2022 r. Poziom 6% zostanie przełamany już w październiku a w I kwartale 2022 nie jest wykluczone sięgnięcie poziomu 7%, jeszcze niedawno trudnego do wyobrażenia.**

Co przebiegło wbrew naszym założeniom: nie doszło do stopniowego obniżania się wkładu paliw do inflacji; wkład żywności szedł w górę szybciej niż przyjęliśmy; możliwe jest teraz więcej podwyżek cen energii z uwagi na dużo wyższe globalne ceny surowców; inflacja usługowa nie odpuściła – miała zacząć wygasać a inflacja towarowa rozkręcać się (akurat ta druga rzeczywiście nabrała tempa).

To prawda, że obecnie znaczna część inflacji pochodzi z kategorii niebazowych (uznawanych przez RPP za pozostające poza jej kontrolą). Nie prowadzi to jednak to wniosku, że podwyższona ścieżka inflacji ma przejściowy charakter. Naszym zdaniem niebazowa część inflacji CPI zacznie łagodnieć za około rok, ale nie spadnie do ani poniżej zera. Co więcej, takie silne i długotrwałe zmiany w składnikach niebazowych zwykle prowadzą, z pewnym opóźnieniem, do wyższej inflacji bazowej. Uważamy, że wskutek tego inflacja bazowa nie będzie w stanie spaść poniżej 4% (przynajmniej przed końcem 2022 r.).

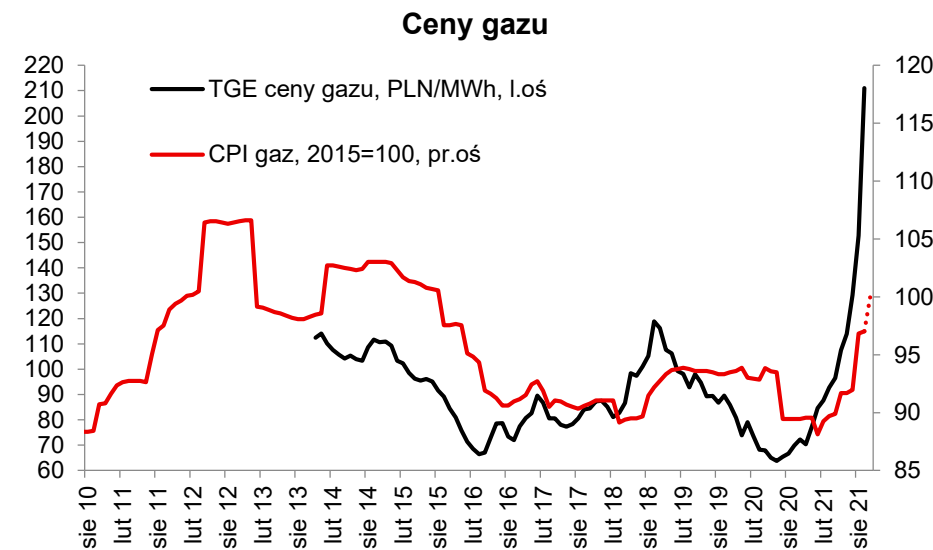
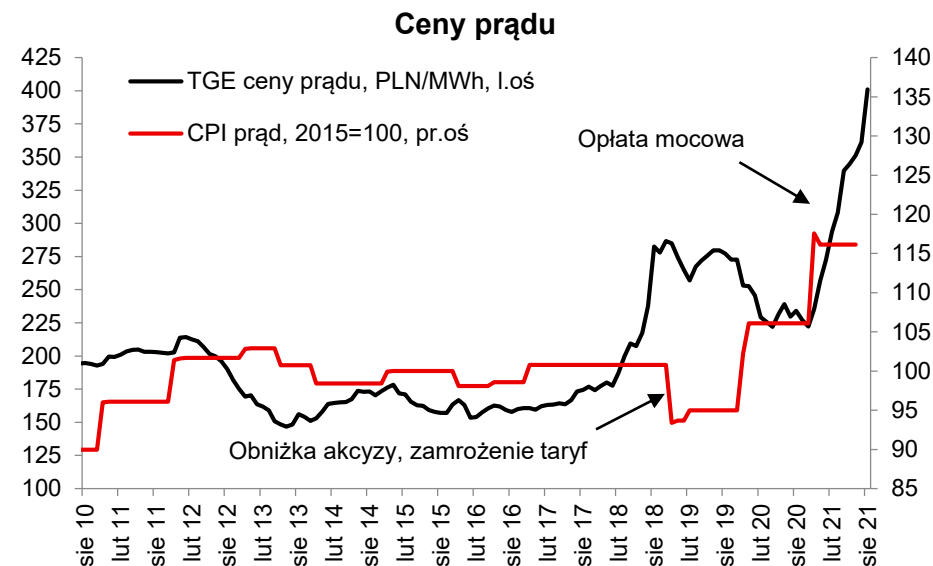
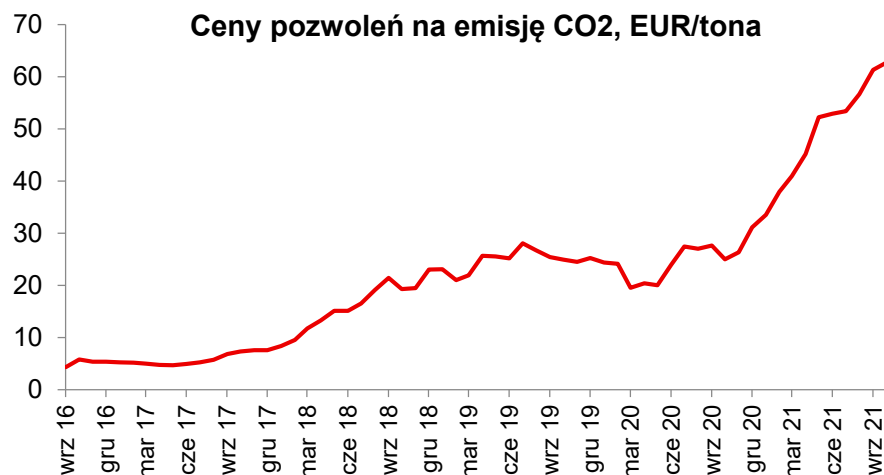
Alternatywne miary inflacji bazowej, które w 2020 r. wyglądały zupełnie niegroźnie, w tym roku szybko nadrobiły stratę do głównej miary: CPI z wykluczeniem żywności, paliw i energii.



Ceny energii wzrosną

Komponent inflacji CPI dotyczący energii prawdopodobnie wkrótce wzrośnie jeszcze bardziej. Ceny globalnych surowców energetycznych wciąż wzrastają: w ostatnich 3 miesiącach ceny gazu wzrosły o ok. 35%, węgla o ok. 50%. Koszty produkcji energii również zmiernają w górę na skutek dość stromego wzrostowego trendu praw do emisji CO₂ (+15% w 3 miesiące) – Polska otrzymuje większość energii z węgla.

Polskie gospodarstwa domowe nie są bezpośrednio wystawione na ryzyko tych cen, ale regulator rynkowy (URE) już analizuje wnioski firm o podniesienie cen. Do tej pory zaaprobował wzrost opłat za gaz od 1 października (to już trzecia podwyżka w tym roku po majowej i sierpniowej) i nie możemy wykluczyć jeszcze jednej do końca br. lub na początku 2022 r. Jeden z głównych producentów elektryczności poinformował o złożeniu wniosku o podwyżkę cen o 40% argumentując, że to jedynie wyrównanie kosztów, które firma ponosi na skutek szybkich wzrostów cen surowców energetycznych. **Nasza prognoza inflacji CPI zakłada wzrost rachunków za elektryczność o 10% w I kw. 2022, a rachunków za gaz o 5%; ryzyka wydają się być asymetryczne w górę.**



Źródło: TGE, GUS, Santander



Ceny usług napędzane kosztami pracy

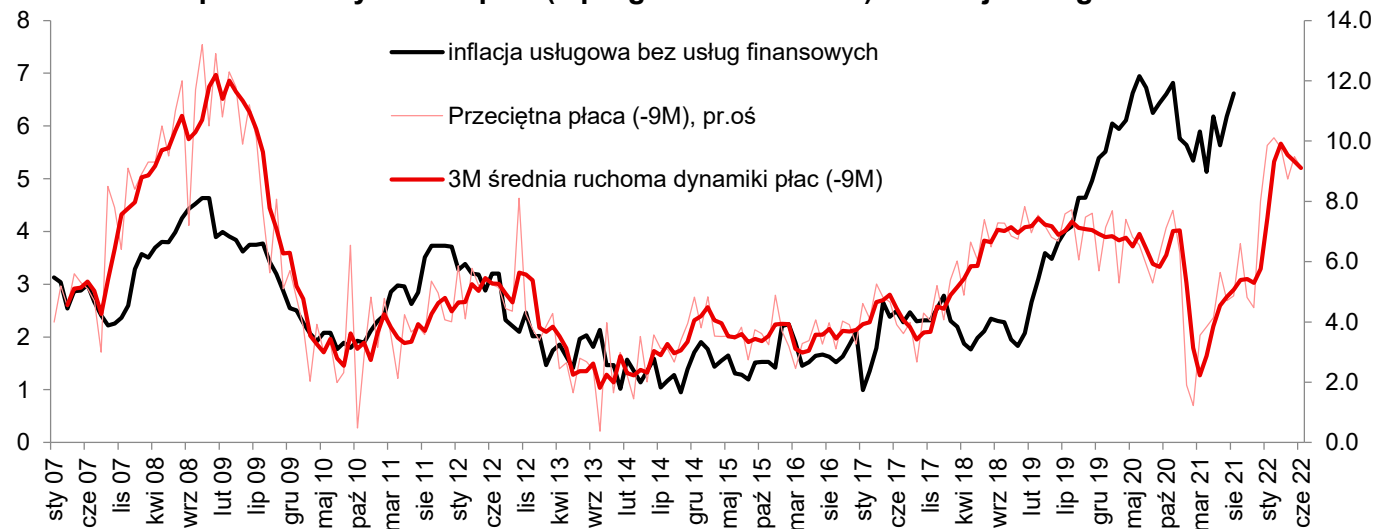
Wydawało się, że po gwałtownym wzroście cen usług w latach 2019 i 2020, efekty bazy powinny znacząco zmniejszyć ten komponent inflacji. Jednak inflacja cen usług okazała się uparcie wysoka także w 2021 r. Otwarcie gospodarki było dobrym argumentem za tym, ale sytuacja na rynku pracy również.

Zachowanie inflacji cen usług jest nieźle skorelowane z opóźnioną dynamiką płac. **Oznacza to, że jeżeli nasza prognoza dynamiki płac na najbliższe kwartały rzędu 9-10% r/r się sprawdzi to komponent usługowy inflacji raczej nie spadnie.**

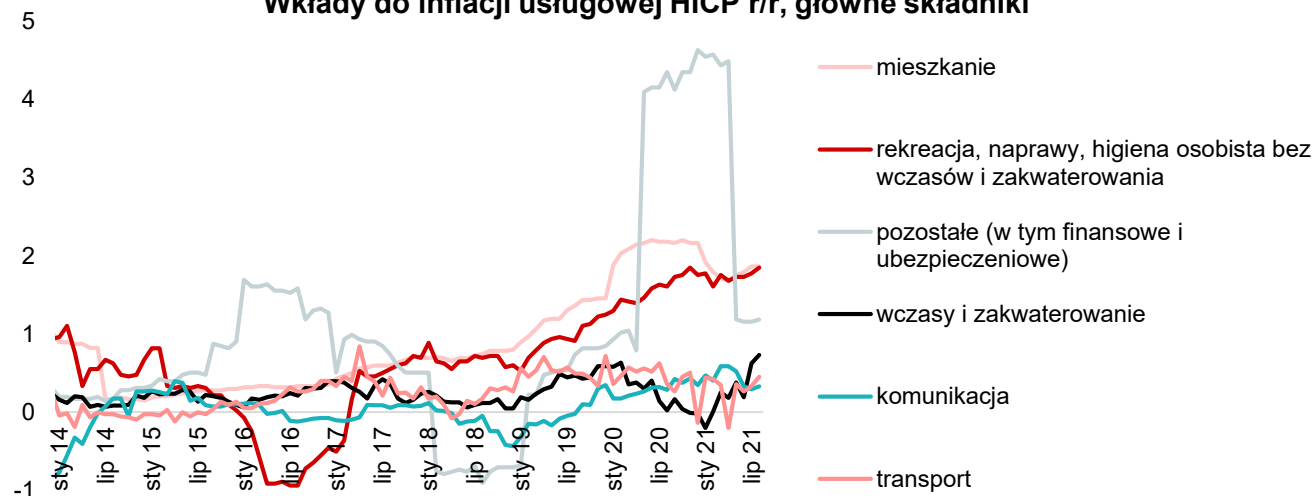
Trudno argumentować, że wysoka inflacja cen usług została spowodowana przez pandemię. Patrząc na główne składniki tej części inflacji, można zauważyć, że trend wzrostowy był już widoczny w 2019 r. w wielu składowych jak nieruchomości, rekreacja czy usługi kosmetyczne. Niektóre komponenty przejściowo zostały przyhamowane przez pandemię (jak turystyka zorganizowana i zakwaterowanie) ale już się odbijają.

Ogromny wpływ cen usług finansowych widać we wskaźniku HICP ale nie w CPI – ze względu na różne wagi. Ich wpływ na całkowitą inflację cen usług pozostaje historycznie wysoki jako że wynika nie z restrykcji Covidowych lecz z wciąż obecnego środowiska ekstremalnie niskich stóp procentowych.

Opóźniona dynamika płac (+ prognoza Santander) a inflacja usługowa



Wkłady do inflacji usługowej HICP r/r, główne składniki





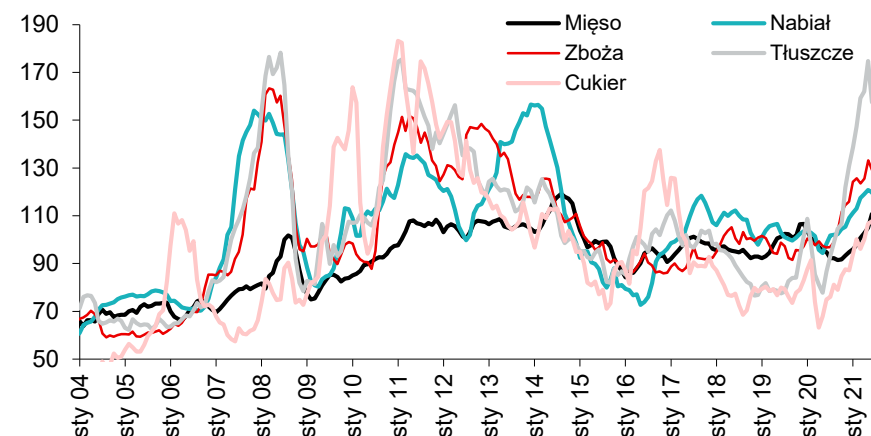
Droga ropa paliwem dla cen żywności

Przyspieszenie inflacji cen żywności w Polsce jest częścią szerszego trendu. Najlepiej obrazują to indeksy cenowe żywności FAO. Zazwyczaj reagują na duże zmiany cen ropy i ma to miejsce także tym razem – wzrost globalnych cen żywności rozpoczął się w 2020 r., ale wzrost cen ropy nie jest jedyną przyczyną wzrostu (np. wybuch ASF był kolejną).

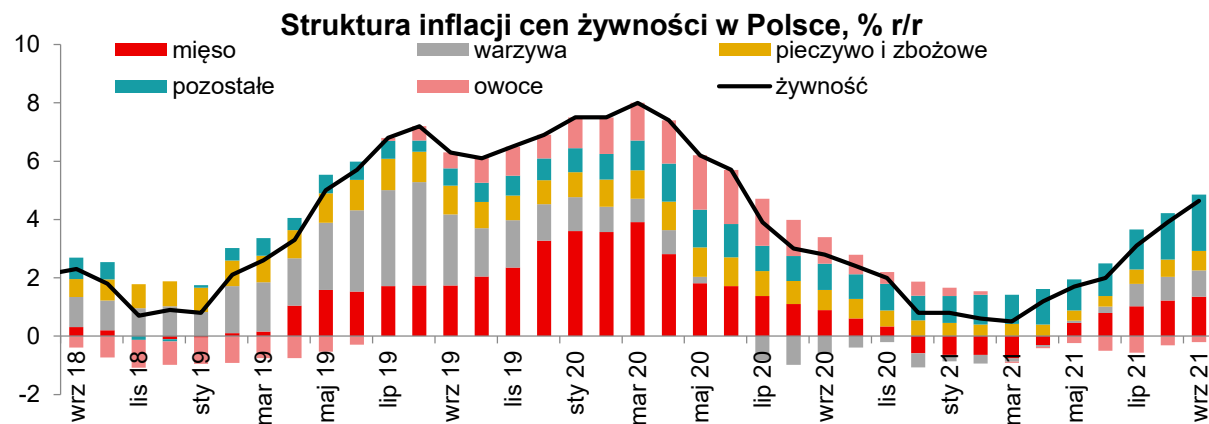
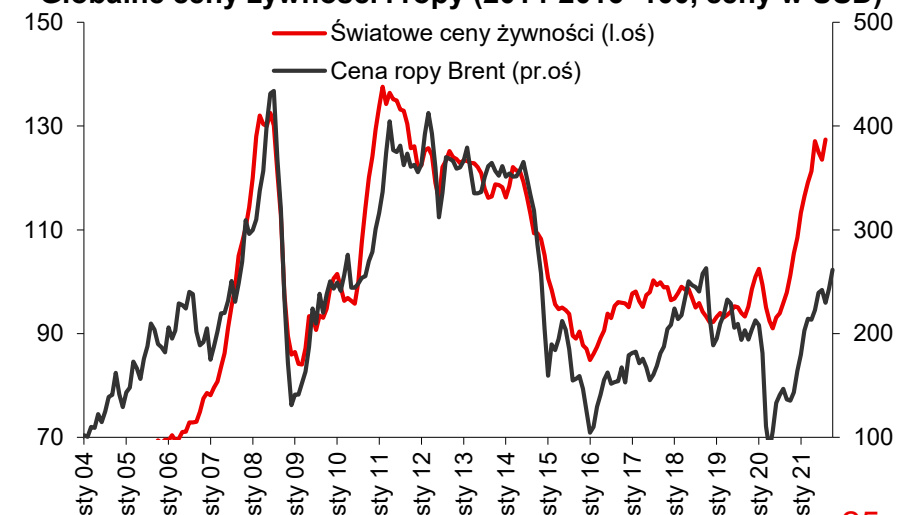
Fakt, że globalne ceny gazu wzrastają dużo szybciej niż ceny ropy tworzy dodatkowe ryzyko w górę dla perspektyw cen żywności. Gaz jest nie tylko surowcem energetycznym, ale również kluczowym składnikiem szeroko stosowanych nawozów bazujących na azocie, efektywnym środkiem na zwiększenie plonów. Potencjalnie mniejsza podaż – jako że zimą gaz może raczej być używany jako źródło energii – i dużo wyższa cena mogą doprowadzić do niższego zużycia nawozów i niższych plonów w przyszłości a także wyższych kosztów produkcji rolniczej.

Odnosnie lokalnej podaży żywności, zgodnie z wstępnymi szacunkami głównych zbiorów, w 2021 wyprodukowano 34,5 mln ton ziarna (3% mniej niż w 2021 r.), 3,9 mln ton warzyw (2% mniej r/r), owoców z drzew 4,4 mln ton (+13% r/r) a owoców z krzaków i jagód 0,6 mln ton (-1% r/r). Według nas, oznacza to delikatną presję w górę na ceny warzyw w I półroczu 2022 i prawdopodobnie większe spadki cen owoców. Chyba że wpływ rosnących kosztów produkcji przeważy nad efektem większej podaży.

FAO subindeksy cen żywności (2014-2016=100, ceny w USD)



Globalne ceny żywności i ropy (2014-2016=100, ceny w USD)





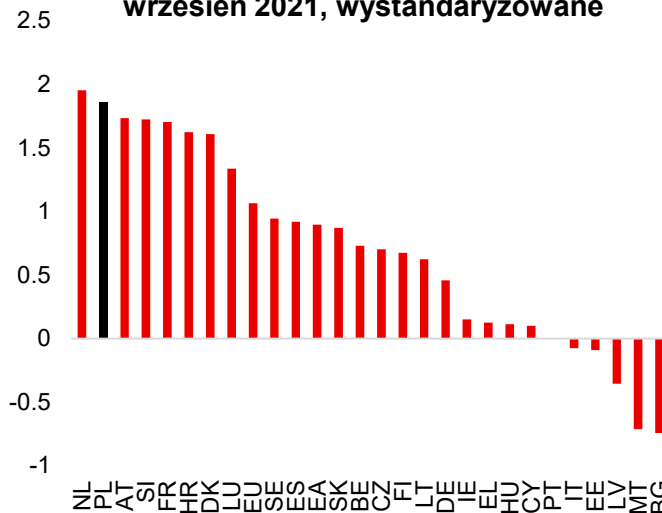
Oczekiwania inflacyjne

Inflacja dotarła do poziomów, przy których jest mocno odczuwalna przez konsumentów. Wzrost cen konsumenckich jest szeroko zakrojony, tylko ok. 10% koszyka HICP nie drożeje. To powinno odbijać się na oczekiwaniach inflacyjnych, potencjalnie prowadząc do ich wzrostu.

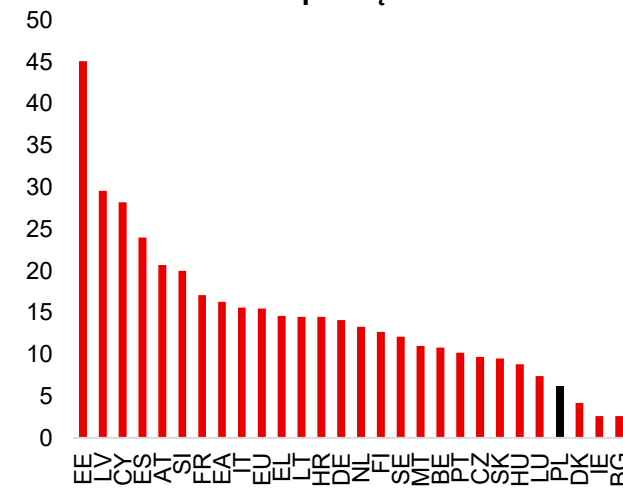
Ciężko w tym temacie o czytelny sygnał z danych. Dwie miary oczekiwań inflacyjnych dla Polski wskazują w dwóch kierunkach: ta z GUS pokazuje, że konsumenci ignorują wzrost inflacji i utrzymują swoje oczekiwania na stabilnym, niezbyt wysokim poziomie, miara ESI pokazuje poważne zaniepokojenie wzrostem cen.

Wg tej drugiej miary Polska ma drugi najwyższy poziom wskaźnika oczekiwań inflacyjnych w UE (po wystandaryzowaniu), ale jednocześnie jeden z najstabilniejszych (oceniając po zmianie od początku roku), podczas gdy w prawie wszystkich krajach te mierniki wyraźnie wzrosły w trakcie 2021 r.

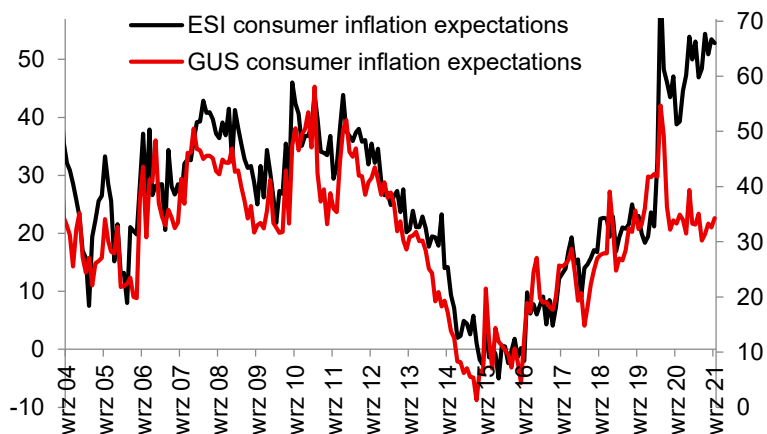
ESI oczekiwania inflacyjne konsumentów, wrzesień 2021, wystandaryzowane



ESI oczekiwania inflacyjne konsumentów, zmiana od początku roku



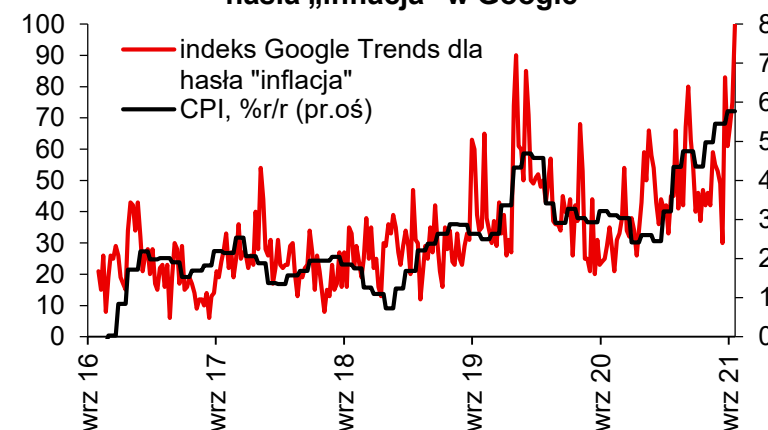
Oczekiwania inflacyjne konsumentów GUS i ESI



Udział w koszyku HICP kategorii, których ceny rosną szybciej niż 2,5% r/r (%)



Inflacja a indeks wyszukiwania hasła „inflacja” w Google



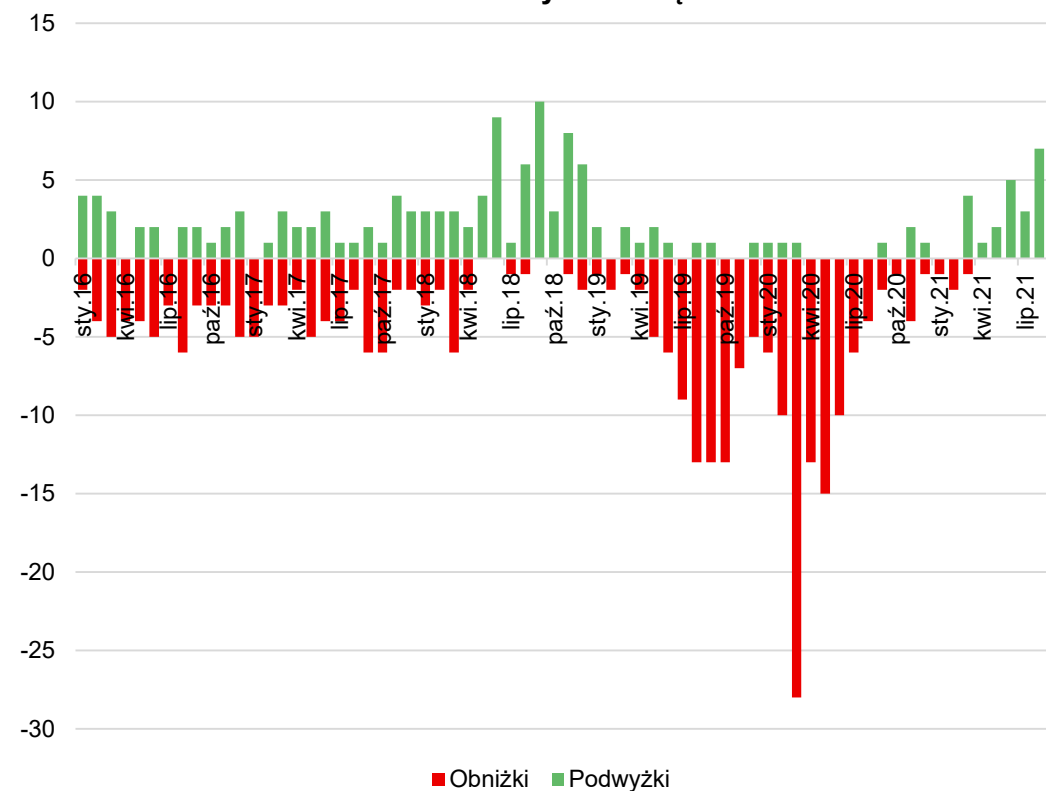


Polityka pieniężna: globalna zmiana klimatu

Wraz z poprawą perspektyw gospodarczych i wzrostem inflacji na świecie, nastawienie banków centralny również zaczęło się zmieniać. **Od początku 2021 r. doszło już do 29 podwyżek stóp w 12 bankach centralnych** (spośród 38 uwzględnianych w bazach danych BIS), podczas gdy tylko pięć banków obniżyło stopy (większość z nich w I kw.). Politykę zacieśniać zaczęły już banki z naszego regionu: czeski, węgierski, rosyjski, a także w gospodarkach rozwiniętych, np. Korea Południowa i niedawno Norwegia.

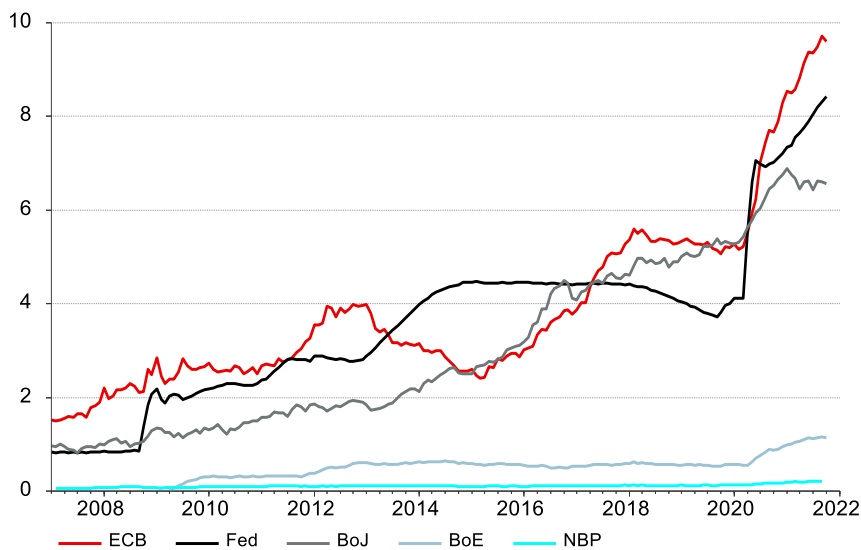
Największe banki centralne kontynuują zakupy aktywów, chociaż zarówno Fed, jak i EBC sygnalizują już, że niedługo mogą one zostać ograniczone, nawet jeszcze w tym roku.

Liczba banków centralnych obniżających / podwyższających stopy w danym miesiącu



Źródło: BIS, Santander

Aktywa banków centralnych, bln USD



Source: Refinitiv Datastream



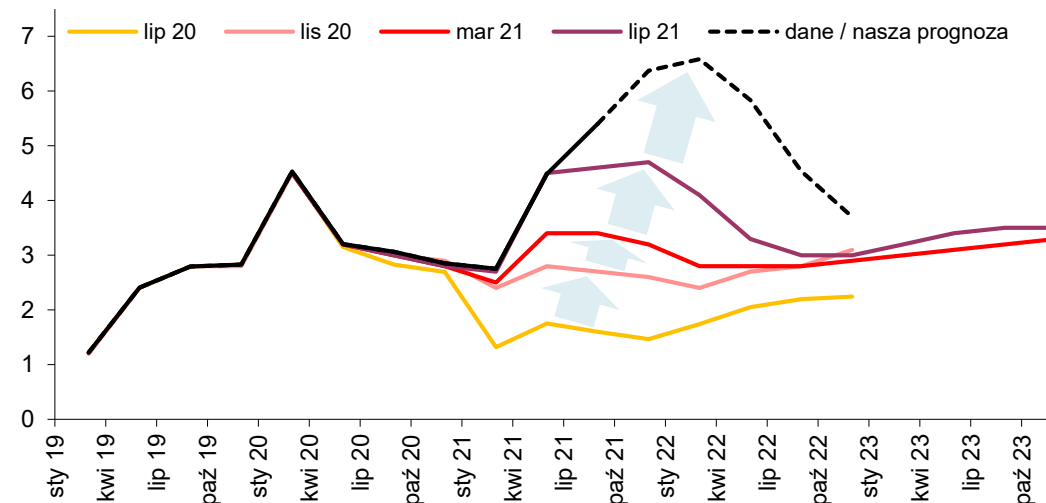
Polityka pieniężna: odkładanie nieuniknionego

RPP utrzymuje pogląd, że obecnie nie ma potrzeby zmian w polityce pieniężnej, gdyż inflacja jest przejściowa i napędzana wyłącznie przez czynniki poza kontrolą banku centralnego. Ale zasugerowała także, że listopadowa projekcja NBP może być kluczowa dla przyszłych decyzji. Prezes NBP wymienił trzy warunki niezbędne dla rozważenia normalizacji polityki: 1) pandemia nie zagraża już wzrostowi 2) inflacja jest napędzana przez popyt, 3) prognozy wskazują na utrzymywanie się CPI powyżej 3,5%. Uważamy, że do listopada powinno być już jasne, także dla RPP, że dwa ostatnie warunki będą spełnione. Projekcja inflacyjna NBP prawdopodobnie znowu pójdzie wyraźnie w górę, gdyż punkt początkowy jest zdecydowanie powyżej poprzednich prognoz, a perspektywy gospodarcze pozostają dobre. Spełnienie pierwszego warunku obarczone jest niepewnością i nie można wykluczyć, że w listopadzie czwarta fala Covid-19 będzie jeszcze w natarciu.

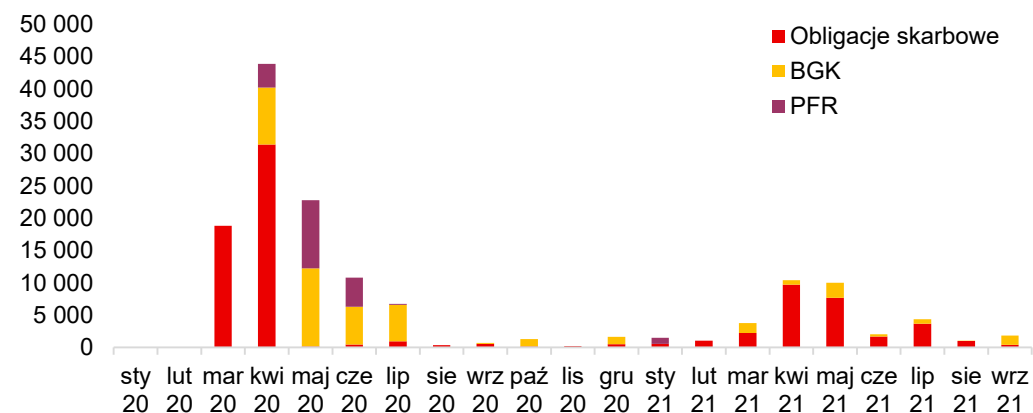
Pierwsza podwyżka stóp w listopadzie nadal nie jest wykluczona, chociaż szanse na to naszym zdaniem zmalały po gołębich komentarzach prezesa NBP po wrześniowym posiedzeniu. Uważamy jednak, że normalizacja polityki pieniężnej rozpocznie się w ciągu najbliższych miesięcy (jeśli nie w listopadzie to w grudniu lub styczniu, które są ostatnimi miesiącami działania RPP w jej obecnym składzie) i będzie kontynuowana w 2022 r. Naszym zdaniem stopa referencyjna dotrze do 1,0% na koniec 2022 r.

Wciąż nie wiadomo jakie są zamiary NBP odnośnie do programu skupu aktywów. Prezes NBP w marcu mówił, że program może pozostać aktywny „na zawsze”, w maju, że musi zostać zakończony przed podwyżkami stóp, a ostatnio, że nie należy oczekiwać ze strony NBP komunikatu nt. ograniczania programu, jako że zakupy już są mniejsze. Nie wykluczamy, że, w kontrze do wcześniejszych deklaracji, nie dojdzie do formalnego zawieszenia programu przed podwyżką stóp.

CPI według projekcji NBP i naszym prognoz



Miesięczne zakupy NBP, w mln zł





Polityka pieniężna: czy reelekcja jest istotna?

Większość członków RPP (z wyjątkiem Cezarego Kochalskiego) kończy kadencję w 2022 r., włączając w to prezesa NBP, który – jako jedyny – ma możliwość reelekcji na drugą kadencję. Adam Glapiński już dawno zadeklarował, że będzie się ubiegał o powtórny wybór i wygląda, że ma poparcie prezydenta Dudy (który wyznacza kandydaturę, ale ta później musi być zatwierdzona przez Sejm). Nie znamy żadnych potencjalnych kandydatów do kolejnej RPP. Jednak wydaje nam się mało prawdopodobne, aby nowe nominacje zmieniły istotnie układ sił w kierunku bardziej jastrzębim na którymkolwiek z posiedzeń RPP.

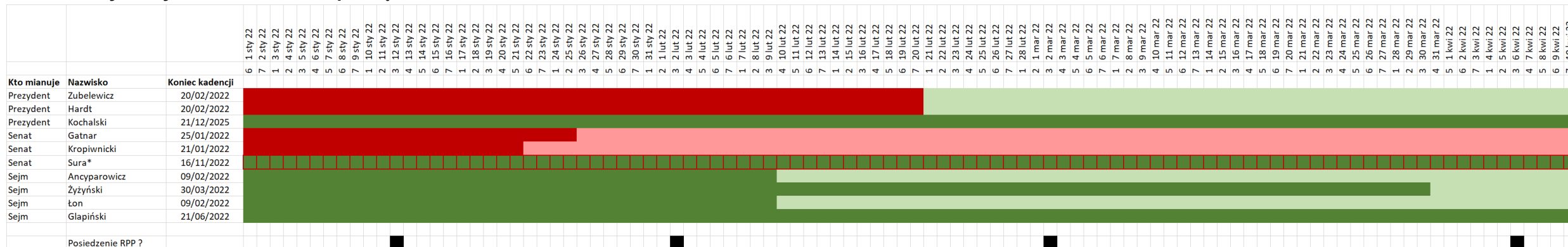
Senat (pod kontrolą opozycji) zapewne wyznaczy na kandydatów zwolenników bardziej jastrzębiej polityki pieniężnej, jednak to maksymalnie będą 3 osoby z 10.

Sejm prawdopodobnie zaaprobuje kandydatów wysuniętych przez rządzącą partię (PiS), których poglądy niewiele będą się różnić od poprzedników (czyli będą bardzo podobne do tych prezesa Glapińskiego). Odrobina niepewności wiąże się z tym, że obecnie PiS nie kontroluje stabilnej większości w Sejmie, ale uważamy, że stwarza to raczej ryzyko opóźnienia w nominacjach kandydatów a nie ryzyko wybrania kandydatów znacznie bardziej jastrzębich.

Prezydent wyznaczy dwóch członków; poprzednio nominował osoby, które okazały się jednymi z większych jastrzębi w RPP, ale uważamy, że mało prawdopodobna jest powtórka tej sytuacji, nowi kandydaci będą mieć zapewne podobne zdanie jak obecny prezes NBP.

Rozkład nominacji w czasie nie daje wysokich szans na to by prezes NBP stracił kontrolę nad większością w RPP w jakimkolwiek miesiącu.

Oś czasu wymiany członków RPP na początku 2022 r.



Uwaga: członkowie RPP o bardziej jastrzębim nastawieniu na czerwono/różowo; członkowie o gołębiem nastawieniu na zielono/jasnozielono

* Rafał Sura otrzymał rekomendację do Naczelnego Sądu Administracyjnego, jego powołanie do NSA wymaga podpisu prezydenta, co może nastąpić w dowolnym momencie.

** Harmonogram posiedzeń RPP na 2022 r. nie jest jeszcze znany, powyższe daty są hipotetyczne, oparte na regule pierwszych śród miesiąca.



Source: NBP, Santander

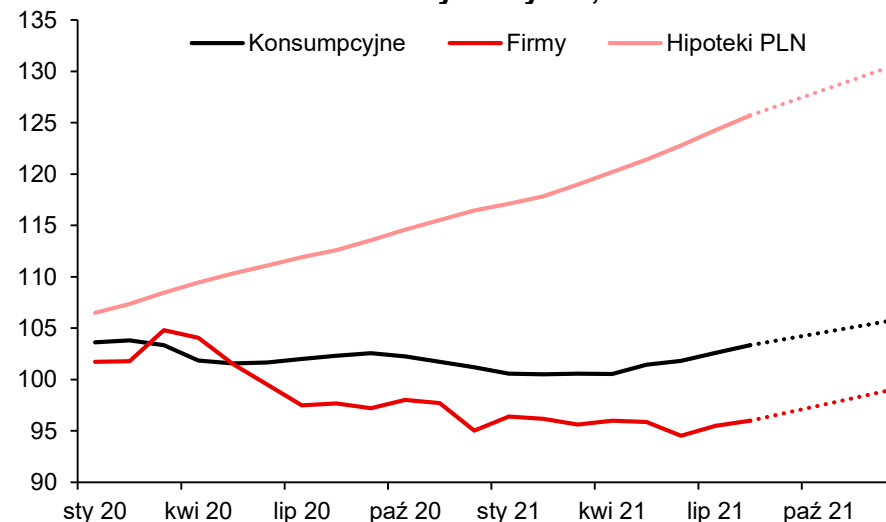


Rynek kredytowy zgodnie z prognozami

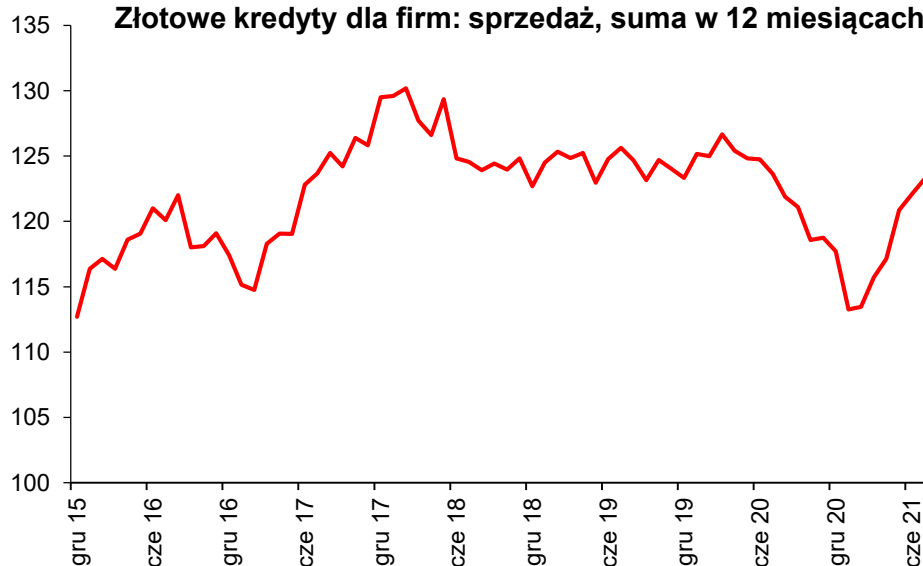
Jak dotąd rynek kredytowy rośnie mniej więcej zgodnie z naszymi założeniami: (1) rynek nieruchomości generuje wysoki popyt na kredyty hipoteczne a najbliższe miesiące mogą okazać się nawet nieco lepsze niż się spodziewaliśmy, (2) kredyty konsumpcyjne odbiły w maju i od tego czasu stopniowo pną się w górę, (3) kredyty firm pozostają w stagnacji. Depozyty rosną przy tym szybciej od kredytów głównie ze względu na aktywność emisyjną BGK oraz rosnące aktywa zagraniczne w sektorze bankowym.

Ankieta wśród oficerów kredytowych przeprowadzona w III kw. 2021 r. pokazała wzrost popytu na kredytów w firmach w II kw. 2021 r. Banki spodziewają się szerokiego ożywienia popytu w III kw. O ile łączny wolumen kredytów pozostaje mniej więcej na stałym poziomie, to sprzedaż nowych kredytów złotych przyspieszyła do 46,5 mld zł w kwietniu-lipcu 2021 r. z 39 mld zł w kwietniu-lipcu 2020 r. Rosnącej sprzedaży towarzyszy wyższa spłacalność, stąd płaskie wolumeny, ale rynek bynajmniej nie jest uśpiony, a raczej w fazie restrukturyzacji i naszym zdaniem dodatnie przyrosty mogą wkrótce się pojawić.

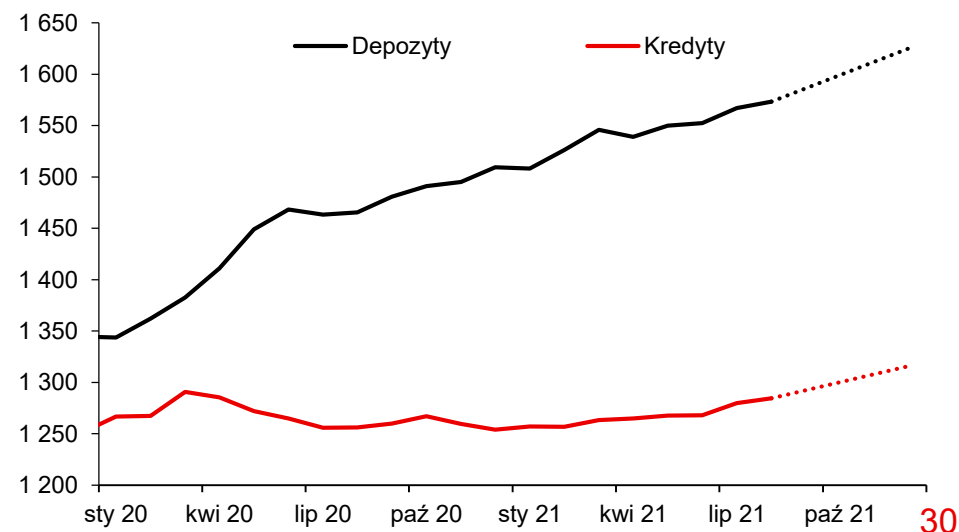
Wolumeny kredytów, 2019=100



Złote kredyty dla firm: sprzedaż, suma w 12 miesiącach



Kredyty i depozyty, mld zł



Źródło: NBP, Santander



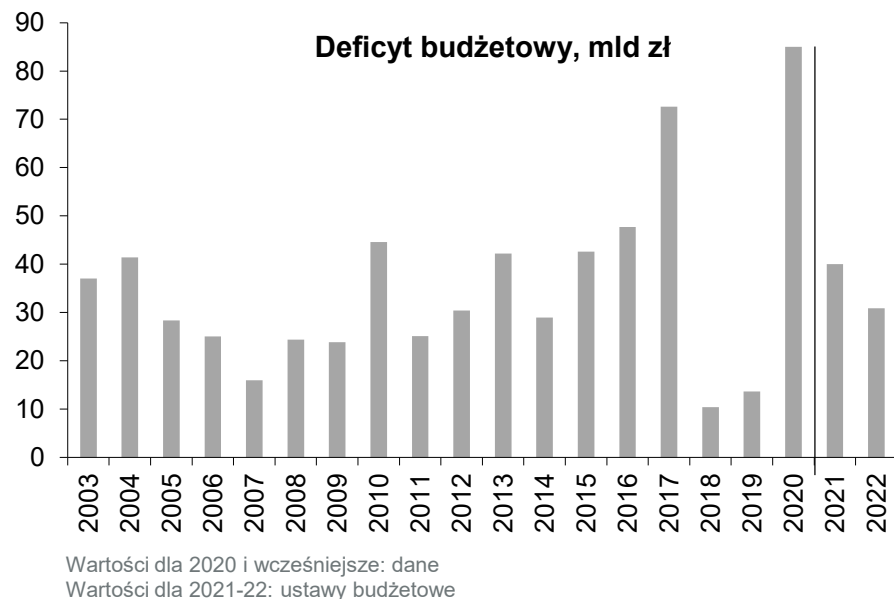
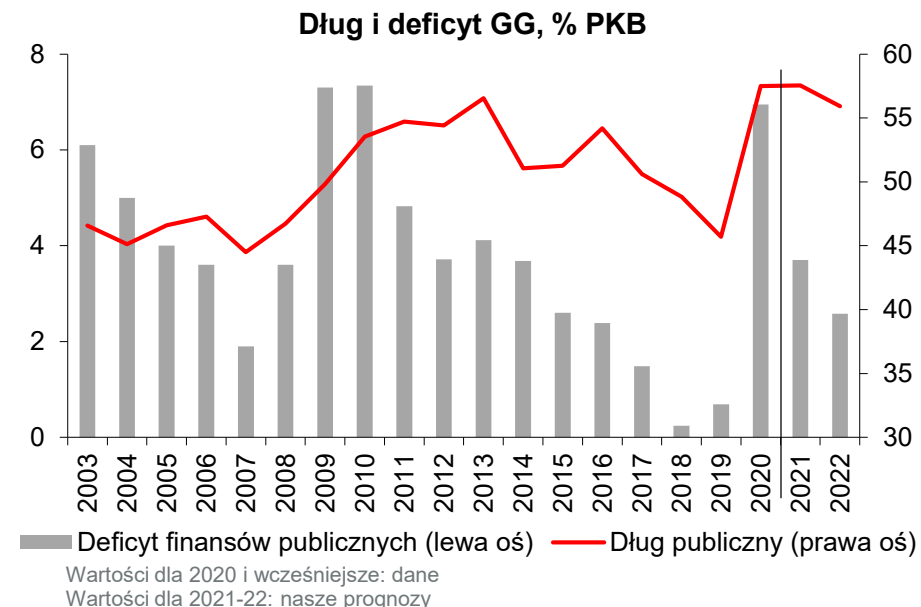


Na drodze konsolidacji fiskalnej

Rząd przygotował nowelizację budżetu na 2021 r., korygując dochody do 483 mld zł z 404,5 mld zł (+19,5%) oraz podnosząc limit wydatków do 523,4 mld zł z 486,8 mld zł (+7,5%). Limit deficytu zmieniono zatem do 40,4 mld zł z 82,3 mld zł. Przeszacowanie prognoz dochodów było możliwe przede wszystkim ze względu na mocne odbicie gospodarcze. Limit wydatków podniesiono zwłaszcza w kategoriach subwencje dla samorządów (12,0 mld zł) oraz wydatki na drogi i koleje (10,1 mld zł). Naszym zdaniem zamierzeniem rządu jest przeniesienie części wydatków z 2022 na 2021, by ułatwić sobie realizację budżetu w kolejnym roku. Naszym zdaniem ostateczna realizacja może jednak być niższa od 40,4 mld zł a deficyt finansów publicznych powinien być wyraźnie niżej niż 6% PKB zaplanowany w ustawie (5,3% PKB po nowelizacji).

Projekt budżetu na 2022 r. zakłada deficyt budżetowy na poziomie 31 mld zł (nieco powyżej 1% PKB) a deficyt finansów publicznych na 2,8% PKB. Uważamy, że założenia makro stojące za budżetem są raczej ostrożne. Więcej na temat budżetu napisaliśmy w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

Wszystko wskazuje na to, że nierównowaga finansów publicznych spowodowana przez pandemię (7% deficytu GG w 2020 r.) zostanie wyraźnie ograniczona już w tym roku, przede wszystkim dzięki mocnemu wzrostowi dochodów. Kolejny rok również może okazać się lepszy niż założono w projekcie. Naszym zdaniem w tym roku deficyt finansów publicznych będzie blisko 3,5% PKB (podnieśliśmy prognozę po nowelizacji budżetu), a w przyszłym w okolicy 2,5% PKB. Ograniczenie wydatków regułą wydatkową (nawet przejściowo złagodzoną po pandemii) implikuje wyraźną konsolidację fiskalną w warunkach szybkiego nominalnego wzrostu PKB i dochodów. To pozytywna wiadomość dla inwestorów i agencji ratingowych.



Rynek finansowy

2



Rentowności na rynkach bazowych idą w górę

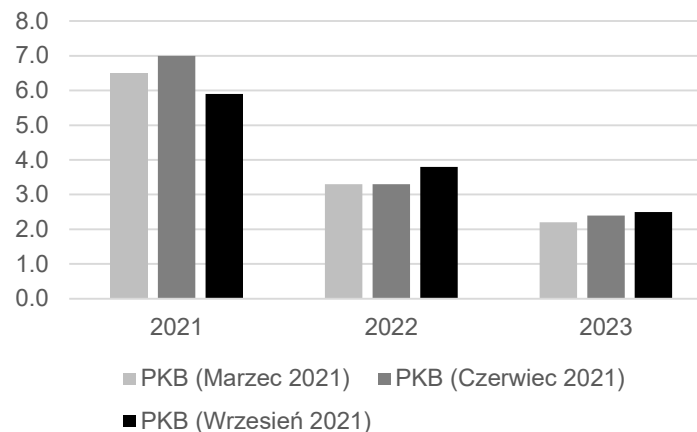
Rentowności na rynkach bazowych znacząco wzrosły na przestrzeni ostatnich tygodni na skutek wzrastającej inflacji oraz zmiany retoryki głównych banków centralnych sygnalizujących zbliżający się moment wycofania akomodacyjnej polityki pieniężnej.

Na koniec 2021 r. oczekujemy rentowności 10L UST 1,75% a Bunda -0,15%.

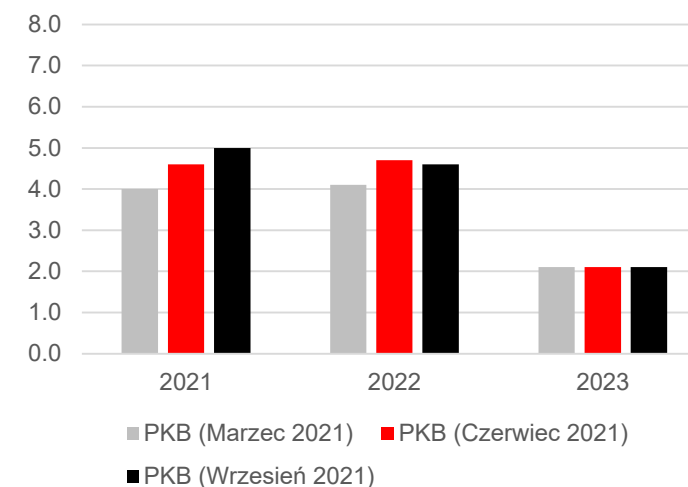
Oceniając ewolucję prognoz gospodarczych Fed i ECB można zauważyć iż:

- **Prognozy inflacji w USA** (inflacji PCE) w 2021 znowu znacznie wzrosły do 4,2% z 3,4%. Te na rok 2022 podniesiono do 2,2% z 2,1%, a w 2023 zostały bez zmian po 2,2%.
- **Prognozy inflacji w strefie euro** (inflacja HICP) w 2022 podniesiono do 2,2% z 1,9%, w 2022 do 1,7% z 1,5% a w 2023 do 1,5% z 1,4%.
- Prognozy inflacji bazowej również podniesiono zarówno przez Fed jak i EBC.
- **Prognozy PKB w USA** w 2021 obniżono (do 5,9% z 7,0%) ale za to podniesiono w 2022 (do 3,8% z 3,3%) oraz 2023 (do 2,4% z 2,3%).
- **Prognozy PKB w strefie euro** podniesiono w 2021 (do 5,0% z 4,6%), nieco obniżono w 2022 (do 4,6% z 4,7%), pozostawiono bez zmian w 2023 (2,1%).

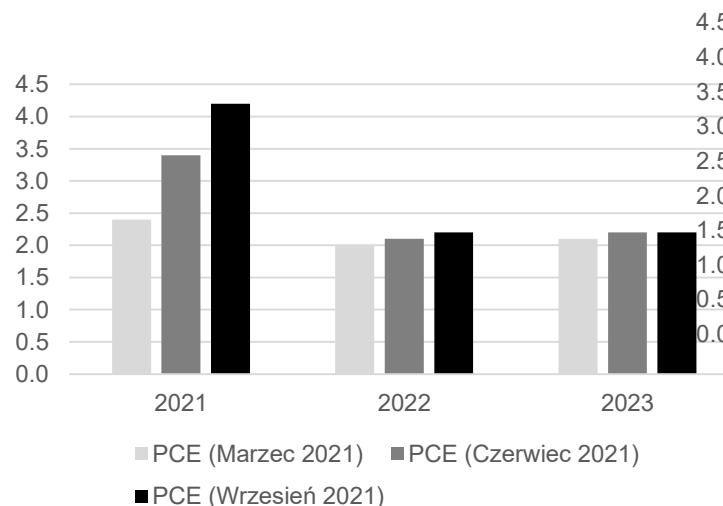
Prognozy PKB Fed-u



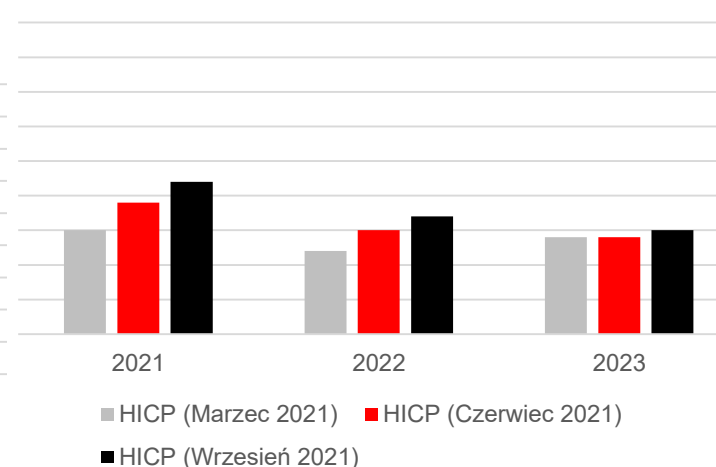
Prognozy PKB ECB



Prognozy inflacji PCE Fed-u



Prognozy inflacji HICP ECB



Kontekst CEE3

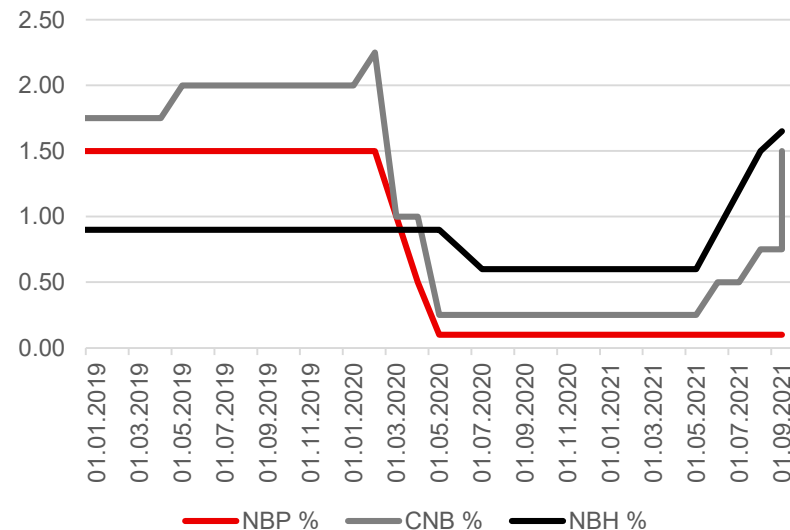
NBP odstaje od pozostałych banków centralnych regionu jeśli chodzi o prowadzenie polityki pieniężnej. W bieżącym cyklu podwyżek MNB podniósł stopy już o 105pb do 1,65% (kolejne podwyżki będą najprawdopodobniej mniejsze, po 15pb), a CNB o 125pb do 1,50% (w przeciwieństwie do banku węgierskiego zwiększył kolejne podwyżki).

Krzywe IRS (u góry po prawej) na Węgrzech i w Czechach znacząco wzrosły, szczególnie na krótkim końcu krzywej.

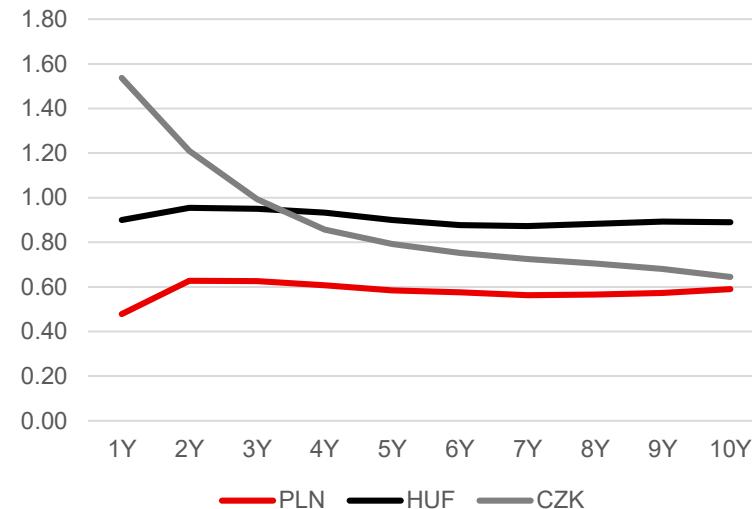
Przyspieszająca inflacja (inflacja na Węgrzech i w Czechach jest wyższa od środków przedziału celu inflacyjnego, odpowiednio 3,0 i 2,0, o około 2pp; w Polsce środek 2,5 został przekroczony o ponad 3pp) w świetle braku reakcji NBP oznacza, że **w polskie realne stopy procentowe są najniższe w regionie**. Ponadto zmierzają do szokującego poziomu -6% przed końcem b.r.

Tak prowadzona polityka pieniężna przyczyniła się do słabości złotego. Jest to jedyna waluta regionu, która od początku roku nie umocniła się względem EUR. Inne czynniki takie jak konflikt z UE również mogły mieć na to wpływ.

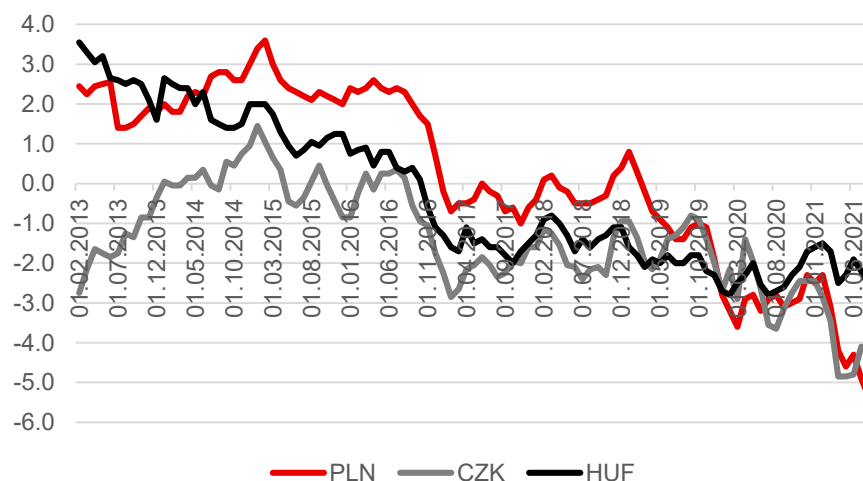
Stopy procentowe banków CEE3, %



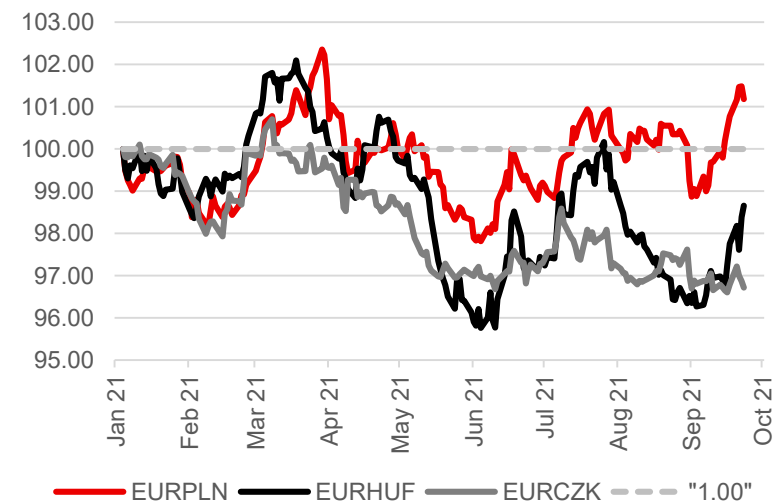
Zmiany krzywych IRS kw/kw, %



Realne stopy procentowe w CEE3, %



CEE EUR/xxx (1/1/2021 = 100)





Prognoza rentowności – krótki koniec krzywej

Rynek terminowy FRA (u góry po lewej) oczekuje ok 150pb podwyżek stóp NBP do końca 2022 r., co jest nieco powyżej tego czego my się spodziewamy (ok 100pb).

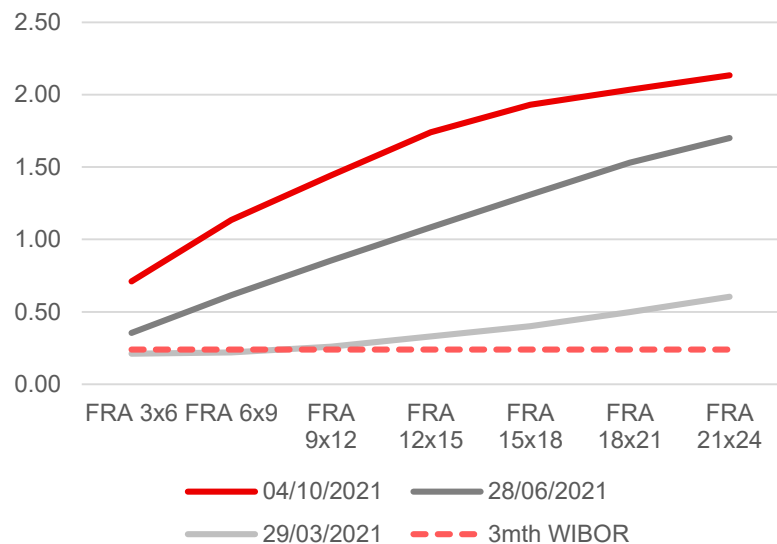
NBP powinien rozpocząć cykl podwyżek na posiedzeniu w listopadzie lub grudniu br. Jeśli tak się stanie, pozwoli to na utrzymanie się **rentowności 2L w okolicy 0,80% pod koniec b.r. oraz 1,00% pod koniec I kw. 2022 r.**

Równocześnie, krótkoterminowe obligacje są wciąż mocno wspierane przez sytuację płynnościową w sektorze bankowym oraz podaź obligacji z Ministerstwa Finansów. To pozwala by spready ASW (na dole, po prawej) pozostawały wąskie. W nadchodzącym kwartale uważamy, że **sytuacja może się utrzymać.**

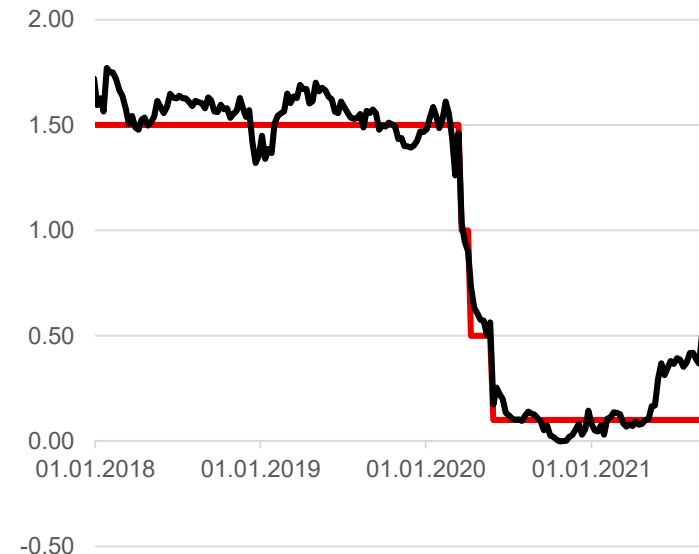
Płynność w sektorze bankowym mierzona wielkością cotygodniowych aukcji bonów NBP (na dole, po lewej) jest już dobrze powyżej 200 mld zł i wzrasta.

Ministerstwo Finansów wydaje się być zadowolone z wąskich spreadów ASW i wydaje się wspierać tą sytuację poprzez ograniczanie podaży SPW. Październik będzie w tym względzie szczególnie interesujący ze względu na znaczną zapadalność i wysokie kupony (detale na dalszych slajdach).

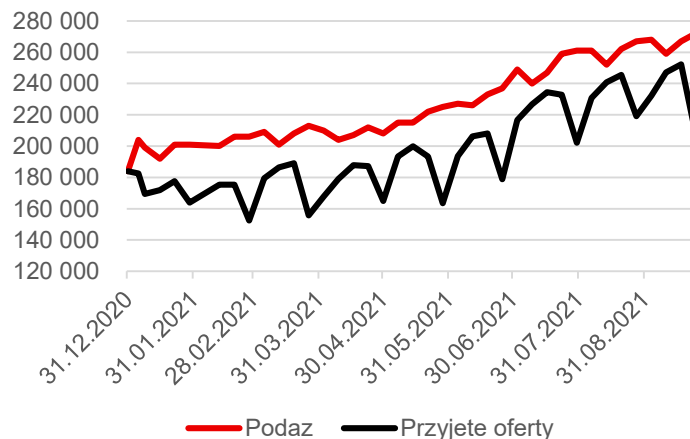
Kontrakty FRA, %



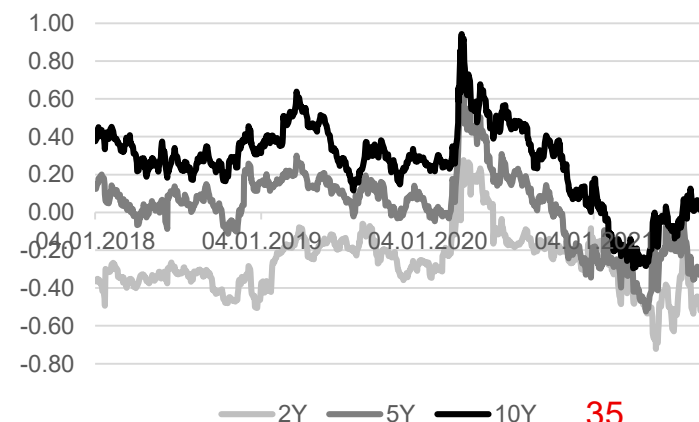
Rentowność obligacji 2L vs stopa NBP, %



Aukcje bonów NBP, mln zł



ASW, %





Prognoza rentowności – długi koniec krzywej

Czynniki globalne obecnie wspierają wciąż wyższe rentowności zarówno na rynkach bazowych jak i w Polsce.

- Fed staje się mniej akomodacyjny (spowalnianie tempa zakupów obligacji prawdopodobnie rozpocznie się w listopadzie lub grudniu br.) W rezultacie 10L realna stopa procentowa w USA zaczęła się odbijać i mimo, że wciąż ujemna, niedawno przekroczyła istotny poziom oporu (u góry, po lewej). Odnosnie rentowności nominalnych, **Santander prognozuje na koniec br. 10L UST po 1,75%, a Bunda po -0,15%.**
- Rosnące ceny energii (cena ropy Brent ponad 20% powyżej poziomu z początku 2020 r.) w miarę zbliżania się sezonu zimowego oznaczają ryzyko dalszych wzrostów CPI (góra, po prawej).

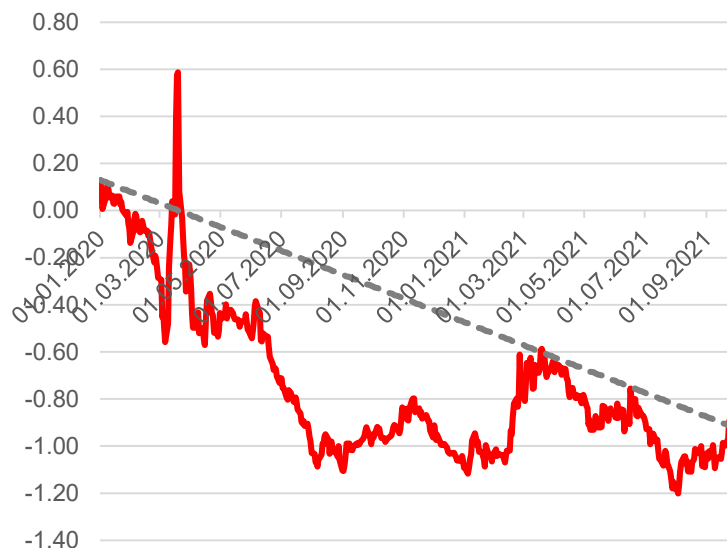
Czynniki lokalne są zróżnicowane. Jeśli NBP rozpocznie w listopadzie br. cykl podwyżek (co jest naszym scenariuszem bazowym), rentowności na długim końcu krzywej powinny dalej wzrastać.

Jeśli się mylimy i w br. nie będzie podwyżek, krzywa powinna dodatkowo się wystromić.

Z drugiej strony ograniczona podaż obligacji trzyma spready ASW wąskie.

Oczekujemy rentowności 10L obligacji 2,20% na koniec br. oraz 2,25% pod koniec I kw. 2022.

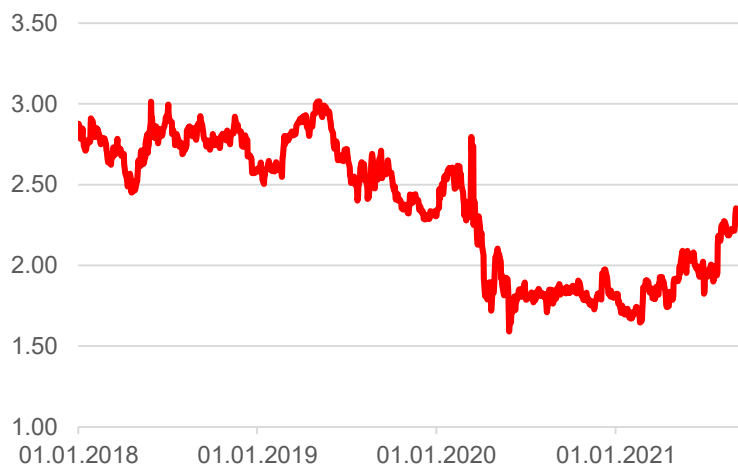
10L realna stopa procentowa USA, %



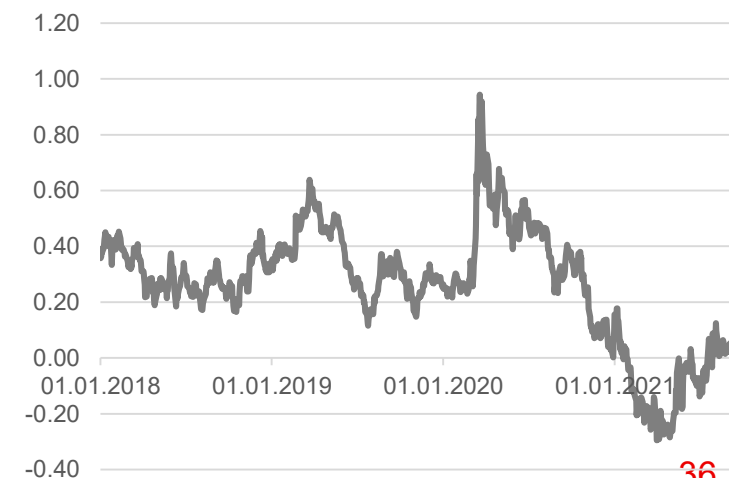
Cena baryłki ropy Brent, \$



10L spread do Bunda, %



10L polski ASW, %



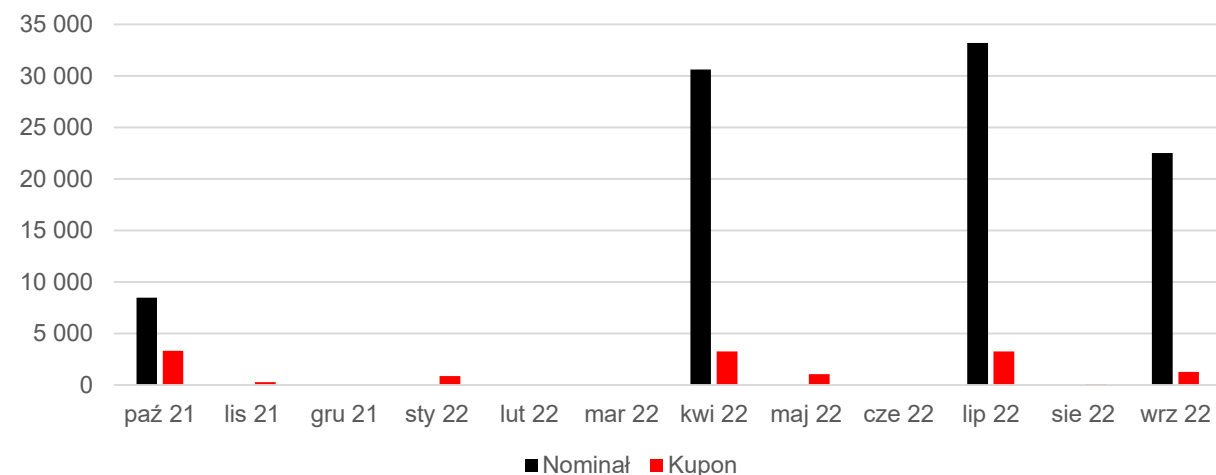


Zapadalności obligacji i kupony

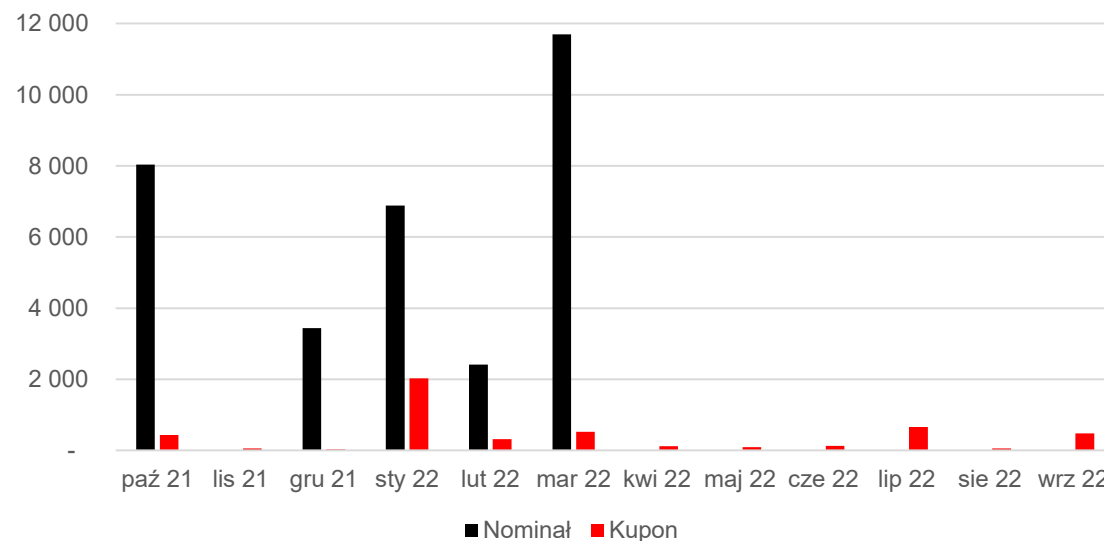
Do końca 2021 r. zapadalności obligacji złotych i płatności kuponów skoncentrowane są w październiku. Nie tylko zapada ok 8,5mld zł obligacji (DS1021) ale też przypada płatność kuponów na kwotę ok 3,3mld zł (głównie z DS1023 oraz DS1029). Ministerstwo Finansów oznajmiło, że do końca roku nie będzie aukcji sprzedaży obligacji a jedynie 5 aukcji zamiany. W październiku będą dwie aukcje zamiany – jedna 7-go, druga 21-go. Biorąc pod uwagę mniejsze podaże, krótki koniec krzywej może być wspierany. Jeśli chodzi o rok 2022, spore zapadalności widnieją w kwietniu (PS0422), lipcu (OK0722) oraz wrześniu (WZ0922). Rozmiary zapadalności do tego czasu ulegną zmniejszeniu ze względu na wiele zaplanowanych aukcji zamiany.

Odnosnie obligacji denominowanych w walutach obcych, w 2021 r. są dwie zapadalności obligacji EUR-owych: jedna w październiku (na odpowiednik około 8,0 mld zł), druga w grudniu (na odpowiednik około 3,4 mld zł). W 2022 r. zapadalności są skoncentrowane w pierwszym kwartale roku. Zapadają obligacje zarówno EUR (styczeń, ok 6,9 mld zł oraz luty, ok 2,4 mld zł) oraz USD (marzec, ok 11,7 mld zł).

Obligacje skarbowe w PLN - zapadalności i kupony



Obligacje w walutach obcych (EUR, USD) - zapadalności i kupony



PLN: wciąż pod górkę

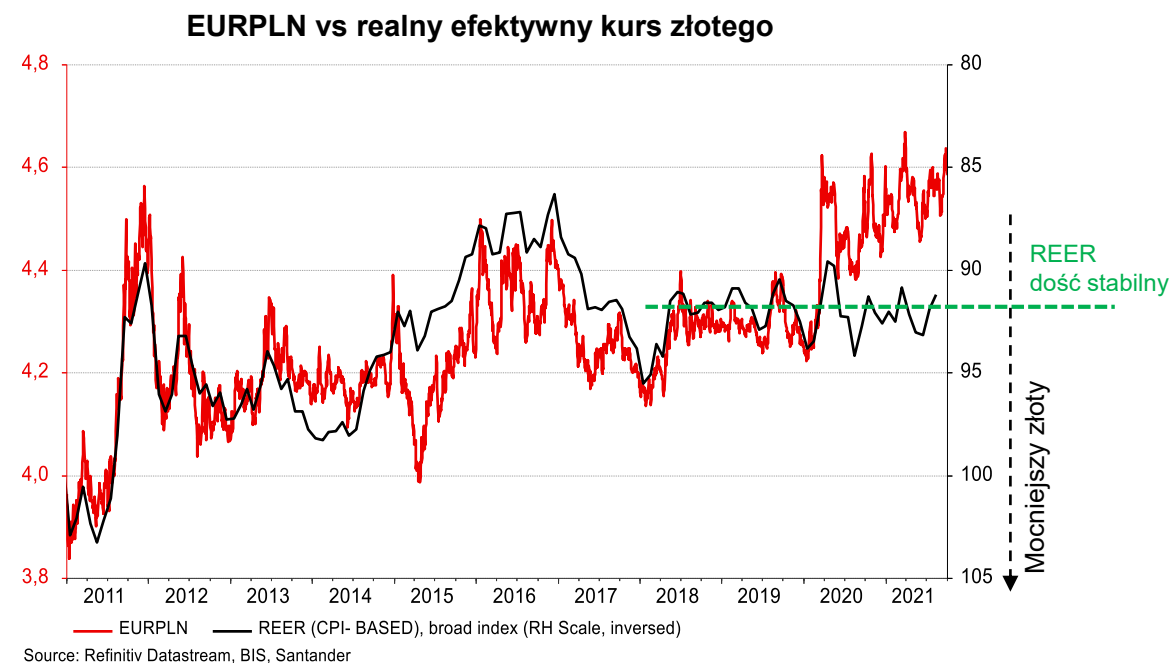
Uważamy, że krótkoterminowe perspektywy złotego są niekorzystne.

Po niedawnym przełamaniu poziomu 4,60, oczekujemy, że EURPLN podąży w najbliższych tygodniach w górę nawet do 4,70 i wyżej, zanim odzyska trochę siły w kolejnych miesiącach i kwartałach.

Jednym z głównych czynników działających przeciwko złotemu jest uparcie gołębia retoryka RPP i wysoka tolerancja RPP na wzrastającą inflację co w coraz większym stopniu staje się odstawać od trendów obserwowanych za granicą (inne banki centralne w CEE już rozpoczęły cykle podwyżek, Fed oraz ECB sygnalizują zwrot w kierunku wycofywania akomodacyjnej polityki pieniężnej).

Pozostałe negatywne czynniki to: globalny nastrój awersji do ryzyka, który spowodował słabość większości walut rynków wschodzących, mocniejszy dolar, rosnące napięcie w relacjach Polski z UE a także (potencjalnie) czwarta fala Covid-19 (Polska ma jeden z najniższych w Europie stopień zaszczepienia, tylko około 52% populacji).

Z czynników bardziej fundamentalnych wspierających wysokiego EURPLN powinniśmy wymienić gwałtowne pogarszanie się polskiego bilansu handlowego (w lipcu rachunek obrotów bieżących był w deficycie pierwszy raz od 2 lat) i bardzo wysoką różnicę w stopach inflacji w Polsce i za granicą, co implikuje, że pomimo jak się wydaje wysokiego kursu EURPLN względem poziomów historycznych, efektywny realny kurs walutowy pozostaje w miarę stabilny, blisko średniej sprzed pandemii.



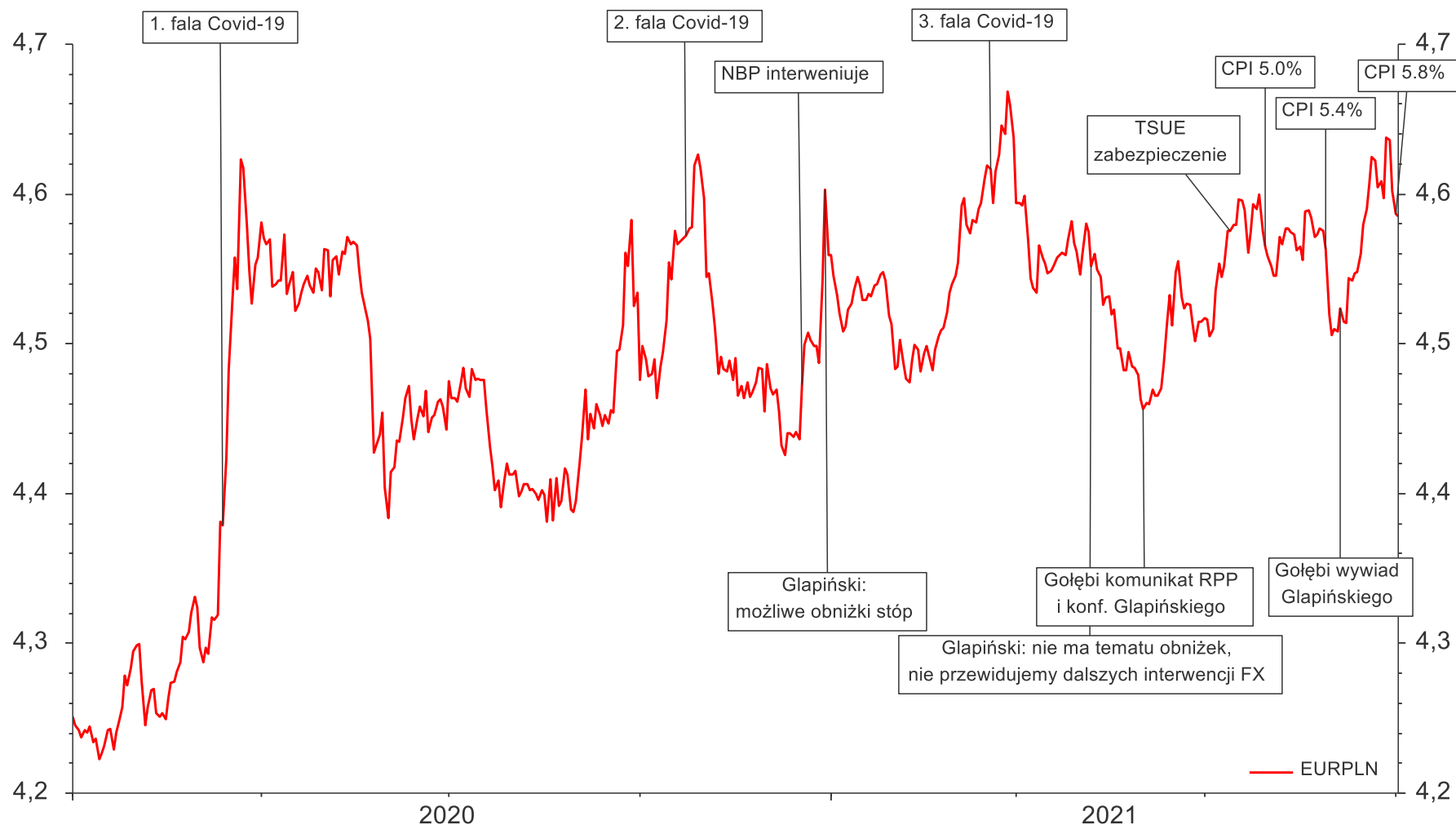


PLN: bank centralny sprzyja słabości złotego

Polska waluta przez ostatnie dwa lata była wrażliwa na rozwój pandemii Covid-19, ale także na zmiany oczekiwań rynkowych co do perspektyw polityki pieniężnej.

Za każdym razem gdy dane o inflacji przekraczały rynkowe oczekiwania złoty się umacniał, w miarę jak rynek wyceniał wyższe prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych.

Polski bank centralny najwyraźniej sprzyja słabszemu złotemu, co może być jedną z przyczyn, dla których w reakcji na umacnianie kursu pojawia się zwykle komunikacja ograniczająca oczekiwania na podwyżki stóp.



Source: Refinitiv Datastream, Santander

Prognozy

3

Prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	mld PLN	2,293.2	2,326.7	2,560.2	2,783.4	585.2	618.0	625.0	732.0	645.5	681.2	675.1	781.6
PKB	% r/r	4.7	-2.5	5.0	5.0	-0.9	11.1	3.7	6.1	4.9	5.8	5.1	4.3
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-3.4	6.8	5.7	1.0	12.8	5.6	8.0	5.2	6.6	5.7	5.4
Spożycie indywidualne	% r/r	4.0	-3.0	5.8	6.7	0.2	13.3	3.0	8.0	8.0	7.0	6.0	6.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-9.0	9.1	7.3	1.3	5.0	10.0	15.0	1.0	15.0	7.0	6.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.2	-1.1	12.6	9.0	7.8	30.2	10.0	6.5	6.5	7.8	10.4	11.2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3.6	-3.5	1.8	4.3	-12.5	1.8	6.7	6.4	6.7	-0.9	5.4	6.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.1	-3.0	7.6	3.6	1.2	14.4	5.4	9.4	8.7	5.2	0.4	1.1
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.3	8.4	7.1	6.6	9.6	8.8	8.7	8.1	7.1	6.4	6.8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.2	-1.0	0.2	2.3	-1.4	1.1	0.7	0.4	2.1	2.2	2.3	2.4
Stopa bezrobocia*	%	5.2	6.2	5.8	5.6	6.4	5.9	5.6	5.8	6.2	5.7	5.4	5.6
Rachunek bieżący	mln EUR	2,523	15,287	1,773	-4,360	2,746	372	-2,660	1,315	966	-1,345	-3,948	-32
Rachunek bieżący	% PKB	0.5	2.9	0.3	-0.7	2.7	1.7	0.7	0.3	0.0	-0.3	-0.5	-0.7
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.7	-6.9	-3.7	-2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	2.3	3.4	4.8	5.2	2.8	4.5	5.4	6.4	6.6	5.9	4.6	3.7
CPI *	% r/r	3.4	2.4	6.6	3.7	3.2	4.4	5.8	6.6	6.3	5.8	4.0	3.7
Inflacja bazowa	% r/r	2.0	3.9	4.0	4.5	3.8	3.8	3.9	4.3	4.9	4.8	4.4	3.9

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

Źródło: GUS, NBP, Santander



Prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
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	0.22	0.38	0.61	0.83	1.09	1.19
Rentowność obligacji 2L	%	1.56	0.50	0.37	1.13	0.08	0.20	0.48	0.73	0.90	1.08	1.23	1.30
Rentowność obligacji 5L	%	1.99	0.96	1.15	1.79	0.65	1.10	1.23	1.61	1.71	1.78	1.83	1.85
Rentowność obligacji 10L	%	2.41	1.52	1.77	2.29	1.35	1.73	1.81	2.20	2.23	2.28	2.33	2.35
IRS 2L	%	1.74	0.62	0.78	1.46	0.37	0.71	0.88	1.17	1.40	1.45	1.48	1.50
IRS 5L	%	1.85	0.85	1.44	2.11	0.91	1.42	1.48	1.95	2.07	2.10	2.13	2.15
IRS 10L	%	2.05	1.15	1.82	2.38	1.45	1.87	1.80	2.18	2.33	2.35	2.38	2.43
EUR/PLN	PLN	4.30	4.44	4.58	4.50	4.54	4.53	4.57	4.67	4.55	4.50	4.49	4.47
USD/PLN	PLN	3.84	3.89	3.84	3.69	3.77	3.76	3.87	3.97	3.79	3.70	3.66	3.60
CHF/PLN	PLN	3.86	4.15	4.20	4.01	4.17	4.13	4.22	4.28	4.12	4.03	3.97	3.92
GBP/PLN	PLN	4.90	4.99	5.29	4.97	5.20	5.25	5.34	5.37	5.11	4.99	4.93	4.83

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

Źródło: GUS, NBP, Santander

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **4.10.2021** 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



Motoryzacja: kryzys półprzewodników się przedłuży

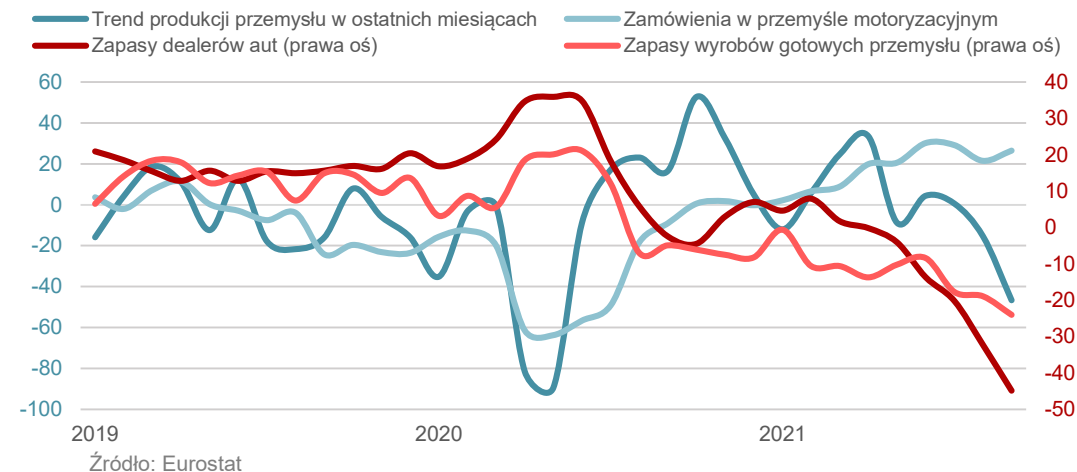
Liczba rejestracji samochodów osobowych w Europie wzrosła w pierwszych ośmiu miesiącach 2021 r. o 12,7% r/r. Oczekiwania z początku roku były jednak wyższe. Taka dynamika oznacza stratę wobec porównywalnego okresu 2019 r. na poziomie 24,4%. Słaba sprzedaż nie wynika jednak z niskiego popytu. Wręcz przeciwnie – popyt jest dosyć wysoki i ma tendencję wzrostową. Wskazują na nią choćby opinie dealerów w UE oraz rosnąca deklarowana skłonność konsumentów UE do zakupu samochodu w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Do tego place dealerów coraz bardziej pustoszeją.

Czynnikiem hamującym sprzedaż aut nadal jest niska podaż samochodów na skutek niskiej dostępności półprzewodników. Problem najbardziej dotyka Europę. Wiele zakładów produkujących samochody wciąż ogranicza lub całkowicie wstrzymuje produkcję. Czasem działania te są wydłużane nawet o kolejne miesiące. W efekcie tendencja spadkowa się pogłębia – od kwietnia wolumeny produkcji aut w Europie spadają m/m. Szczególnie mocno kryzys dotknął Niemcy, gdzie produkcja jest o 1/3 niższa wobec okresu styczeń-sierpień 2019 r. Na pozostałych globalnych rynkach sytuacja wygląda znacznie lepiej. Od początku bieżącego roku sprzedaż w Chinach była na poziomie z analogicznego okresu 2019 r., a w Stanach Zjednoczonych niższa o 7%.

Kryzys stał się wyraźnie odczuwalny także dla krajowych dostawców części. Wartość produkcji całej motoryzacyjnej była od początku roku o 2,3% wyższa wobec porównywalnego okresu 2019 r., mimo spadku liczby produkowanych aut – analogicznie o 37%. Wzrósł wolumen produkcji silników odpowiednio o 17% oraz produkcja części, jednak też ten segment zgłasza w ostatnich miesiącach znaczne spadki zamówień, przede wszystkim produkcja na pierwszy montaż.

Sytuacja zmienia się z miesiąca na miesiąc. Obecnie IHS Markit przewiduje, że produkcja globalna aut w całym 2021 r. wzrośnie o niecałe 2%. Jeśli zgodnie z założeniami problemy z dostawami półprzewodników miną w II poł. przyszłego roku, to cały 2022 r. powinien się zakończyć wzrostem o 9%, a 2023 r. o 11%, przebijając poziom 2019 r. Z kolei LMC Automotive ocenia, że sprzedaż aut osobowych w Europie w 2021 r. tylko nieznacznie przewyższy ubiegłoroczną.

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



Produkcja sprzed. przem. w Polsce i wolumen produkcji aut osobowych u głównych importerów produkowanych w Polsce części (100=sty 2020 r.)



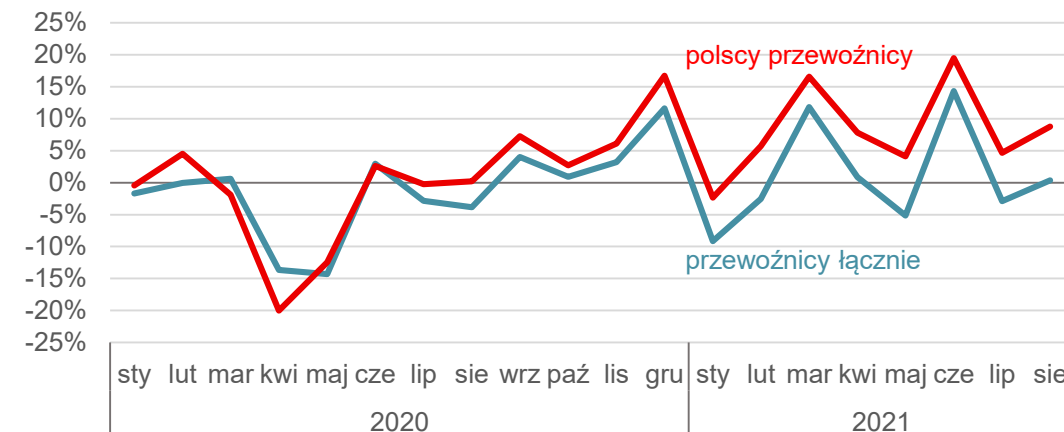


Transport drogowy: wysoki popyt, obawy o koszty

Z danych GUS nadal wynika, że masa towarów przewiezionych przez polskich przewoźników drogowych w okresie styczeń-sierpień 2021 r. nie uległa zmianie r/r, co oznaczało mniej o 9% wobec porównywalnego okresu 2019 r. Odmienne trend widać w pokonywanych przez nich dystansach na trasach międzynarodowych. Liczba kilometrów przejechanych przez nich po płatnych drogach w Niemczech wzrosła o 12% r/r, jednocześnie o 8% wobec analogicznego okresu w 2019 r. Był to rezultat lepszy od pozostałych przewoźników jeżdżących po drogach Niemiec, którzy uzyskali dynamikę odpowiednio +4% i -0,5%. Dobrą sytuację rynkową potwierdzają oceny tendencji dla popytu dokonywane przez przewoźników UE, które kontynuowały trend wyżkowy, a od maja br. pokazują przewagę wskazań na wzrost popytu. O pozytywnych nastrojach i koniunkturze świadczy też odrabianie zaległości w zakupach pojazdów. Wzrost liczby rejestracji aut ciężarowych w Polsce rozpoczął się jesienią ubiegłego roku, a od stycznia do sierpnia br. krajowi przewoźnicy zarejestrowali o 4% więcej pojazdów niż w tym samym okresie 2019 r. Popytowi na transport drogowy sprzyja m.in. wzrost gospodarki UE, zaburzenia dostaw z Azji i wysokie stawki za fracht morski z tamtego regionu.

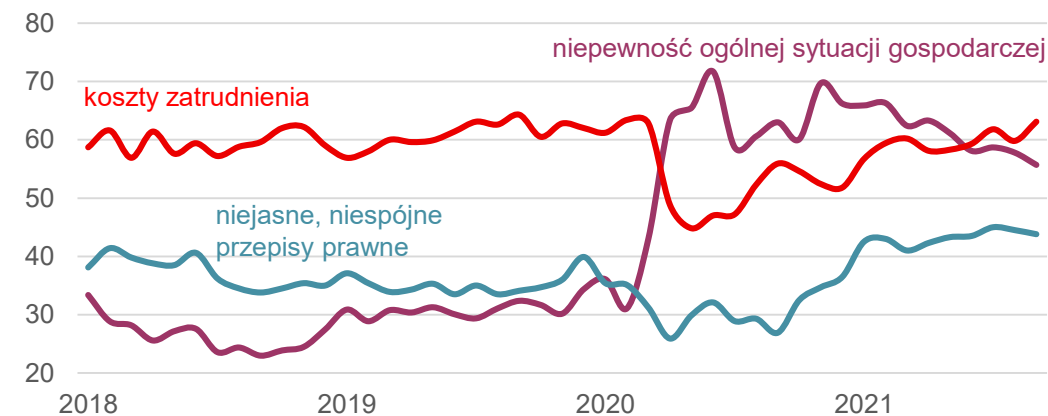
Na tle wysokiego popytu rosną obawy o spadek rentowności. Po odbiciu rynku, które nastąpiło po załamaniu wiosną 2020 r., udawało się przewoźnikom przetrzymać rosnące ceny paliw, pojazdów i wynagrodzeń na odbiorców, czego m.in. efektem był wzrost zyskowności. Jednak niepokój wzbudza ten ostatni czynnik. W lutym 2022 r. wejdą w życie kolejne regulacje Pakietu Mobilności dotycząc pracy delegowanej w przewozach cross-trade i kabotażu, gdzie wynagradzania będą musiały być zgodne z prawem i stawkami kraju delegowania. Ponadto do podstawy nie będą wliczane diety i ryczałty, stanowiące dziś bazę wynagrodzeń krajowych kierowców. A to w sytuacji niedoboru kierowców, która już powoduje presję płacową. TLP ocenia, że zmiany mogą nawet o kilkadziesiąt procent zwiększyć koszty wynagrodzeń. Przy już wysokich stawkach kierowców, może to osłabić przewagę konkurencyjną krajowych podmiotów. Grozi to także zaostreniem konkurencji w kraju i przewozach bilateralnych, gdyż część przewoźników może wycofać się z cross-trade i kabotażu, za to skupić na rynku krajowym.

Kilometry naliczone przewoźnikom na płatnych drogach w Niemczech – zmiana vs. 2019 r.



Źródło: BAG

Wybrane bariery prowadzenia działalności w transporcie lądowym (PKD 49) w Polsce – odsetek wskazań



Źródło: GUS

Żywność – dobre wyniki sektora w 1-3 kw. 2021 r. ...



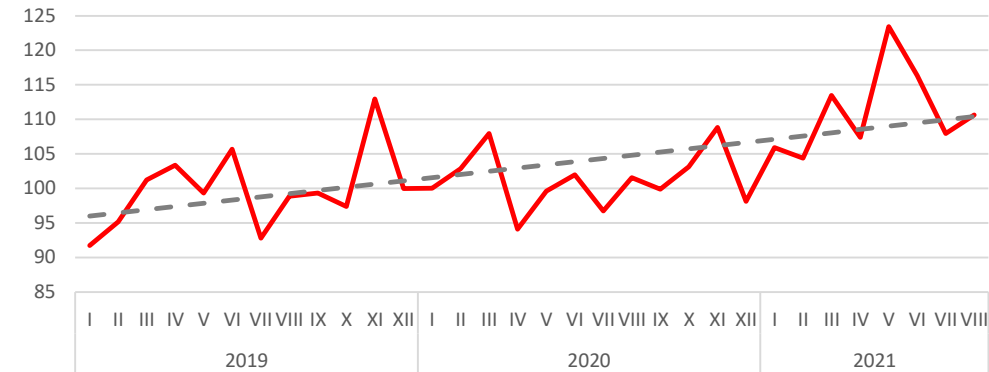
Zgodnie z oczekiwaniami, miesiące wakacyjne przyniosły dalszy wzrost produkcji sprzedanej branży spożywczej. „Odmrożenie” sektora HoReCa w UE oraz sezon turystyczny sprzyjały popytowi na żywność, zarówno w kraju, jak i na rynkach zagranicznych.

W lipcu 2021 r. wartość produkcji sprzedanej przemysłu spożywczego (żywność, napoje, tytoń), po uwzględnieniu różnicy w liczbie dni roboczych, była wyższa o 12% w relacji rocznej oraz wyższa o 16% w porównaniu do analogicznego miesiąca w 2019 r. Z kolei w sierpniu dynamika roczna wyniosła 9%. Wartość produkcji była też wyższa od zarejestrowanej w sierpniu 2019 r. o 12%. Był to już ósmy miesiąc z rzędu, w którym zarejestrowano dodatnie dynamiki w obu wskazanych ujęciach.

Pozytywne tendencje obserwujemy w eksporcie. W ciągu pierwszych siedmiu miesięcy br. wartość sprzedaży zagranicznej artykułów rolno-spożywczych wyniosła 20,5 mld euro i była wyższa o 5,4% w relacji rocznej. Co ważne, wzrost eksportu został osiągnięty przy utrudnieniach w handlu w Europie, wynikających z opuszczenia obszaru celnego UE przez Królestwo Brytyjskie. Wielka Brytania jest drugim największym odbiorcą zagranicznym polskiej żywności i jednym z ważniejszych odbiorców żywności z Unii. Negatywne skutki Brexit-u dla eksportu żywności były widoczne szczególnie na samym początku roku, kiedy to przedsiębiorstwa dopiero poznawały nowe zasady dostaw towarów na wyspy brytyjskie. W praktyce oznaczało to konieczność realokacji części sprzedaży na inne rynki. Co jednak istotne, największy negatywny impact został odnotowany w styczniu a w kolejnych miesiącach eksport przyspieszył. Od lutego łączny eksport żywności z Polski utrzymywał się powyżej średniej miesięcznej wartości z 2019 r., a od marca już powyżej średniej z 2020 r. Stopniowo rosła też sprzedaż do Wielkiej Brytanii – w czerwcu i w lipcu jej wartości były już wyższe w relacji rocznej.

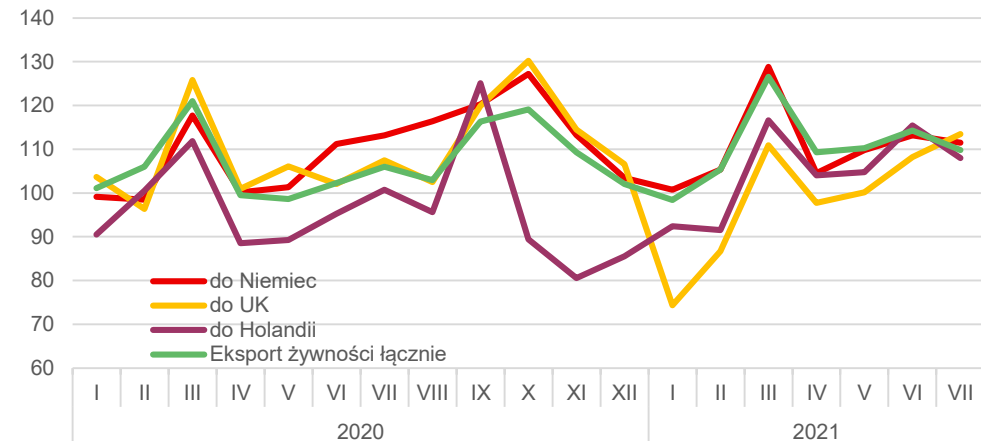
W okresie I-VII wzrosty eksportu z Polski zostały zarejestrowane prawie we wszystkich głównych kategoriach, m.in. w przypadku: mięsa wraz z przetworami, zboża, produktów mlecznych, ryby, soków czy cukru.

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



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Indeks wartości eksportu żywności z Polski (śr. m-czna 2019 = 100)



Źródło: GUS, obliczenia Santander



... i pozytywne oczekiwania na 4 kw.

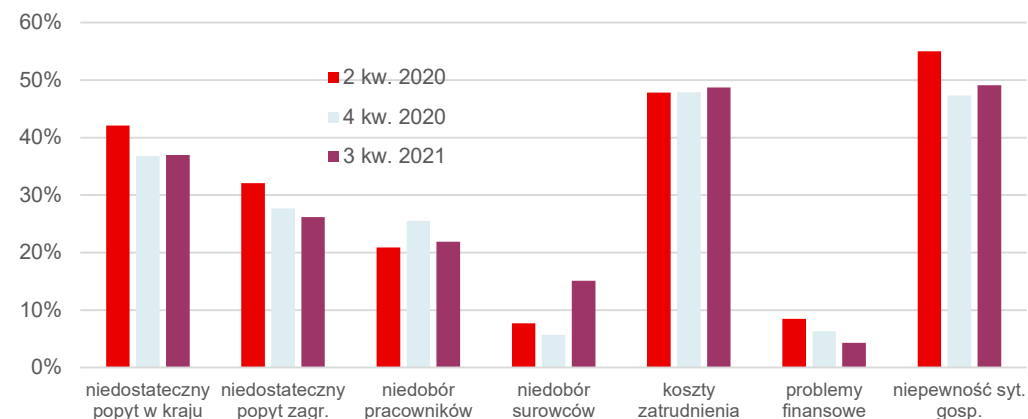
Na optymizm wskazują też miękkie wskaźniki. Badanie koniunktury, realizowane przez GUS, pokazało w 3 kwartale przewagę firm spożywczych, które pozytywnie oceniały zarówno swoją bieżącą sytuację, jak i bieżący portfel zamówień. Odnotowano również przewagę firm, które spodziewały się wzrostu zamówień w kolejnych miesiącach. Nastroje w branży w 3 kw. br. były lepsze niż jeszcze na koniec roku 2020. Dało się jednak zauważyć stopniowy spadek optymizmu. We wrześniu nastroje były nieco gorsze niż jeszcze w lipcu i dotyczyło to zarówno oceny sytuacji bieżącej, jak i przewidywań związanych z najbliższą przyszłością.

Wraz z dynamicznymi zmianami otoczenia biznesowego branży spożywczej, zmienia się również struktura barier rozwoju biznesu, wskazywanych jako istotne. W porównaniu z poprzednim rokiem, w 3 kw. 2021 r. mniej firm wskazywało na niedostateczny popyt. W tym obszarze największe problemy notowano w 2 kw. 2020, podczas pierwszego lockdownu. Mniej firm zgłaszało niedoborów pracowników, ale z drugiej strony widać stabilnie rosnącą presję ze strony kosztów zatrudnienia. Potwierdzają to dane finansowe przedsiębiorstw. W I poł. br. średni udział kosztów zatrudnienia w kosztach ogółem sektora wynosił 13,1%. Rok wcześniej było to 13%, a w I poł. 2017 r. znacznie mniej, bo 10,8%. W porównaniu z poprzednimi kwartałami więcej firm wskazywało na niedobór surowców. Jest to jednak ogólna tendencja obserwowana

w przetwórstwie przemysłowym w ostatnich miesiącach, więc prawdopodobnie nie ma to źródła w krajowym przemyśle rolno-spożywczym, szczególnie że w 3 kw. nie odnotowano zawirowań w łańcuchu dostaw surowca (pochodzącego głównie z kraju).

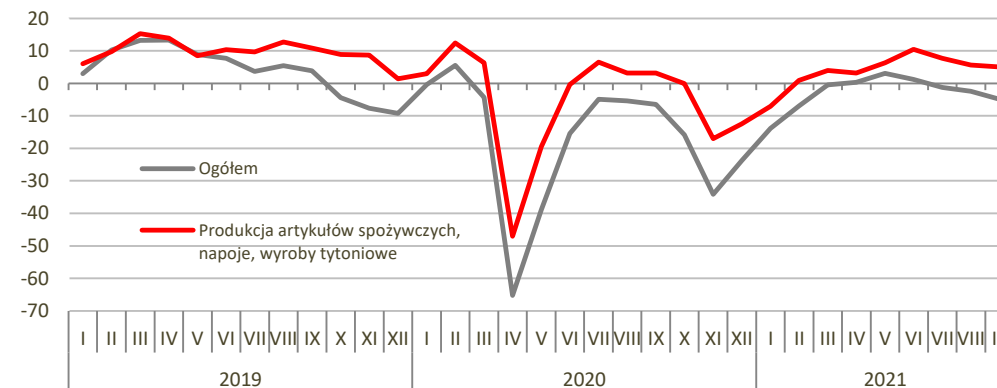
Zbliża się jeden z najważniejszych okresów roku dla sektora. W kolejnych miesiącach branża będzie przygotowywać się na wzrost zamówień przed Świętami Bożego Narodzenia. Jest więc duża szansa na dalszy wzrost obrotów. Na wyniki czwartego kwartału pozytywnie powinna też wpływać decyzja brytyjskiej administracji o odłożeniu dużej części nowych wymagań w obrocie handlowym z UE do kolejnego roku (pierwotnie miał to być początek

Koniunktura w branży spożywczej w Polsce, główne bariery



Źródło: GUS

Portfel przyszłych zamówień (kraj+zagr.), bilans odpowiedzi



Źródło: GUS

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **01.10.2021** 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

