

Nieźłe perspektywy, z ryzykiem w tle

Polska: Perspektywy 2022

Departament Analiz Ekonomicznych
Santander Bank Polska S.A.
ekonomia@santander.pl
+48 (22) 534 1887

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ 2021: Nasze prognozy a rzeczywistość	s. 5
■ 2022: Nasze prognozy i główne ryzyka	s. 6
■ Scenariusz bazowy: PKB	s. 8
■ Scenariusz bazowy: Inflacja	s. 9
■ Scenariusz bazowy: Polityka pieniężna	s. 10
■ Scenariusz bazowy: Polityka fiskalna	s. 11
■ Ryzyko: Utrata środków UE	s. 12
■ Ryzyko: Inflacja wymyka się spod kontroli	s. 13
■ Ryzyko: Covid-19 stanie się bardziej zjadliwy	s. 14
■ Ryzyko: Załamanie światowego wzrostu	s. 15
■ Konsumpcja	s. 16
■ Inwestycje	s. 17
■ Rynek pracy	s. 18
■ Rynek nieruchomości	s. 19
■ Równowaga zewnętrzna	s. 20
■ Rynki finansowe	s. 22
■ Tabela z prognozami	s. 28
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 31



Podsumowanie (makro)

Niemal dwa lata od wybuchu pandemii Covid-19 nadal żyjemy w świecie naznaczonym podwyższoną niepewnością. Doświadczenie ostatnich kilku kwartałów było dość pozytywne jeśli chodzi o scenariusz ekonomiczny: globalne ożywienie okazało się wcale nie takie kruche jak sądzono, pomimo nawracających fal pandemii i zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Nie możemy mieć pewności, co przyniosą nowe mutacje wirusa, szczególnie że stopień zaszczepienia populacji światowej jest nadal niewystarczający, ale wierzymy, że perspektywy dla najbardziej rozwiniętych gospodarek są optymistyczne, co tworzy korzystne otoczenie dla polskich eksporterów.

Wzrost PKB w Polsce zaskakiwał pozytywnie od początku 2021 r. i wygląda na to, że **w nowy rok gospodarka wkracza wciąż na wysokich obrotach, co powinno pozwolić utrzymać średnie tempo wzrostu gospodarczego w 2022 blisko 5%** (zob. [str. 8](#)), zanim nastąpi wyraźniejsze spowolnienie w 2023 r. wzmocnione m.in. wpływem zacieśnienia monetarnego.

Głównym motorem rozwoju pozostaje popyt krajowy. Naszym zdaniem dynamika konsumpcji pozostanie wysoka, wspierana solidnym wzrostem dochodów gospodarstw domowych i redukcją nadmiarowych oszczędności ([str.16](#)). Zajmie kilka kwartałów zanim rosnące koszty życia i kredytu przełożą się na osłabienie popytu. Wzrostowi inwestycji prywatnych będzie sprzyjać dążenie firm do poradzenia sobie z niedoborem pracowników, a później (mamy nadzieję) odblokowanie pieniędzy z funduszu odbudowy UE ([str.17](#)). Spodziewamy się też „nadmiarowej” odbudowy zapasów po doświadczeniach z zakłóceniami w łańcuchach dostaw. Eksport pozostanie w trendzie wzrostowym, dzięki korzystnej koniunkturze za granicą, dalszemu ożywieniu w handlu międzynarodowym i stopniowemu odytkaniu wąskich gardeł podażowych. Niemniej, saldo handlu zagranicznego jeszcze się pogorszy za sprawą wysokiej dynamiki importu ([str.X](#)).

Podwyższona inflacja pozostanie z nami na dłużej w warunkach wciąż niezłej koniunktury, ciasnego rynku pracy, trwającej presji kosztowej i zwiększonej siły cenotwórczej firm. Przewidujemy, że **CPI po przejściowym spadku w pierwszych miesiącach roku, powróci do niemal 8% i dopiero w II półroczu zacznie stopniowo opadać, osiągając średnio ok. 6,5% w 2022** ([str.9](#)). Powrót CPI i inflacji bazowej do górnej granicy celu NBP może się przeciągnąć do końcówki 2023 r.

Bank centralny będzie kontynuował podwyżki stóp ([str.10](#)). **Stopa referencyjna wzrośnie naszym zdaniem do 3% w II kw. 2022**, co jest mniej więcej spójne z wyceną rynkową. Podwyżka stóp w styczniu o 50bp wydaje się niemal przesądzona, a kolejne kroki będą zależały od napływających danych, rozwoju pandemii, zachowania rynków finansowych, ale też od tego czy (i w jaki sposób) wymiana większości członków RPP zmieni układ sił w Radzie. Na razie niewiele na ten temat wiemy oprócz tego, że Senat zapewne wybierze członków RPP o względnie jastrzębich poglądach. Zgadujemy, że kandydaci wskazani przez Sejm i Prezydenta mogą mieć poglądy zbliżone do prezesa Glapińskiego.

Wysoki nominalny wzrost PKB będzie nadal pomagał w konsolidacji fiskalnej. **Rząd zaplanował budżet 2022 z deficytem GG poniżej 3% PKB, co powinno być łatwe do realizacji**, o ile gospodarka mocno nie zwolni, a eskalacja konfliktów z UE nie spowoduje zatrzymania finansowania z UE. Apetyt rządu na dalszą redukcję deficytu będzie jednak malał wraz z hamowaniem gospodarki i zaostrzeniem warunków monetarnych. ([str.11](#))

Największym ryzykiem dla perspektyw gospodarki wydaje się możliwość zamrożenia finansowania z UE. Szansa na zaliczkową płatność 13% z funduszu odbudowy już raczej przepadła, ale nadal mamy nadzieję, że rząd porozumie się z KE na początku roku, co pozwoli na odmrożenie płatności. Jeśli spór o praworządność będzie eskalował, konsekwencje dla gospodarki mogą być dotkliwe, szczególnie w 2023 r. ([str.12](#)). Inne scenariusze ryzyka to mocniejsze podwyżki stóp procentowych gdyby inflacja okazała się trudniejsza do opanowania, czy pogorszenie koniunktury globalnej gdyby mutacje koronawirusa skomplikowały walkę z pandemią ([str.13-14](#)).



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Przewidujemy zejście EURUSD w okolice 1,10 w I kw. 2022 r. i odbicie do 1,18 do IV kw. 2022 r. Do tego banki centralne Polski i Węgier zaczęły w bardziej zdecydowany sposób nadganiać za Czechami z zacieśnianiem warunków finansowania. Te dwa czynniki razem wskazują, że słabość złotego może być przejściowa. Zakładamy, że na koniec 2021 r. EURPLN znajdzie się w okolicy 4,65, po czym w trakcie 2022 r. zacznie się obniżać, wiedziony solidnymi fundamentami makroekonomicznymi Polski. Uważamy, że EURPLN może osiągnąć 4,50 na koniec 2022 r., ciężko mu będzie zejść jeszcze niżej z uwagi na dwa ważne wsparcia techniczne, które są na tym poziomie i mogą okazać się trudne do przełamania. Jeśli zmaterializuje się któreś z kluczowych ryzyk opisanych w naszym raporcie, prowadzące do niższego wzrostu PKB, EURPLN mógłby pójść w górę, ale raczej nie powyżej 4,70. ([str.24](#))

Rynek stopy procentowej

Naszym zdaniem rentowności obligacji USA i niemieckich mają potencjał do wzrostu i mogą zakończyć 2022 r. odpowiednio na poziomie 2,20% i 0,50%, czyli ok. 70-80pb powyżej bieżących poziomów. Uważamy, że po tym jak polska krzywa ASW uległa normalizacji (gdyż NBP praktycznie zakończył program QE) a krzywa obligacyjna zupełnie się wypłaszczyła na odcinku 2L-10L (co jest typowe pod koniec cyklu podwyżek stóp) ponieważ znaczne zacieśnienie polityki pieniężnej jest już w cenach, perspektywa dalszych znaczących ruchów zarówno na krótkim jak i na długim końcu krzywej jest ograniczona. Spodziewamy się, że rentowność 2-letniej obligacji zakończy 2022 r. w pobliżu 3,10%, przy naszym założeniu, że docelowy poziom stopy NBP to 3% i zostanie on osiągnięty przed połową 2022 r. Rentowność 10L obligacji na koniec 2022 r. może się znaleźć na 3,20%, gdyż dalsze podwyżki stóp przez NBP będą działały w stronę wypłaszczenia krzywej przez spadek jej długiego końca, pomimo tendencji na rynkach bazowych. W 2022 r. zapadalności i kupony wyniosą w sumie ok. 80 mld zł, przy czym największe wykupy wypadną w kwietniu, lipcu i wrześniu. W przypadku obligacji w walutach obcych największe zapadalności są skoncentrowane w styczniu i lutym (dla papierów denominowanych w EUR) oraz w marcu (obligacje dolarowe). ([str.25](#))



2021: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasza prognoza (w grudniu 2020)	Rzeczywistość
PKB	Po wciąż słabym I kw. spodziewamy się silniejszego ożywienia gospodarki w II poł. 2021 r. – po tym jak masowe szczepienia usuną obawy o kolejne fale pandemii. Wzrost r/r PKB w kwartałach będzie zaburzony efektami bazy; średnia roczna +4,6%.	Wszystkie kwartały 2021 zaskakiwały w górę wzrostem PKB, który przyspieszał kw/kw pomimo nawracających fal pandemii i zaburzeń w łańcuchach dostaw. PKB wrócił powyżej poziomu pre-Covid już w połowie roku. Wzrost PKB w całym roku 2021 będzie zapewne bliski 5,5% (ok. 1pp powyżej naszej prognozy).
Struktura PKB	Konsumpcja będzie najsilniejszym motorem ożywienia, wspierana odłożonym popytem, zerowymi stopami procentowymi i łagodną reakcją rynku pracy. Inwestycje będą zdławione dłużej, ale przed końcem roku zaczną odbijać. Eksport niezmiennie będzie sobie radził dobrze, ale import odbije w II poł. roku przez co bilans handlowy zaciąży na wzroście PKB.	Większość założeń kierunkowo poprawna, ale co do zasady popyt krajowy był silniejszy a eksport netto gorszy. Normalizacja konsumpcji była głównym motorem ożywienia. Inwestycje sektora prywatnego mocno odbiły już na początku roku, ale wydatki publiczne były w stagnacji. Silny wzrost importu przesłonił solidną ekspansję eksportu, w efekcie czego saldo handlowe pogorszyło się bardziej niż zakładaliśmy.
Rynek pracy	Stopa bezrobocia powinna osiągnąć szczyt, wciąż dość niski, w I kw. 2021. Przez „chomikowanie pracy” w trakcie kryzysu ciężko liczyć na wyskok popytu na pracę gdy gospodarka zacznie przyspieszać. Presja płacowa prędko nie wzrośnie, co oznacza ograniczony wzrost realnego dochodu z pracy gospodarstw domowych.	Rynek pracy powrócił do zdrowia zaskakująco szybko i już na początku roku firmom ponownie zaczął doskwierać niedobór pracowników, co pchało w górę dynamikę płac. To jedna z większych pomyłek w naszych prognozach.
Inflacja	Inflacja spadnie w kierunku 2% wobec osłabionego popytu, niższej presji kosztowej na firmy, spadającej dynamiki cen żywności. Kolejna runda podwyżek opłat administracyjnych i podatków spowolni opadanie inflacji, ale go nie powstrzyma, gdyż skala tych działań ma być mniejsza niż w 2020.	Zupełnie nietrafiona prognoza. Inflacja odbiła w górę znacznie szybciej i mocniej, za sprawą kombinacji czynników zewnętrznych (wzrost cen surowców, komponentów i transportu w efekcie zaburzeń w łańcuchach dostaw) ale też krajowych (szybsze odbicie na rynku pracy i mocniejsze ożywienie popytu krajowego).
Polityka pieniężna	Główne stopy procentowe zapewne pozostaną bez zmian do końca kadencji RPP. Ujemne stopy to raczej nie jest realna opcja. Skup obligacji przez NBP przedłużony w I kw. 2021 kiedy rząd uruchomi kolejną rundę wsparcia dla gospodarki.	Po wcześniejszym bagatelizowaniu zagrożeń inflacyjnych, RPP zmieniła nagle front w październiku, rozpoczynając cykl podwyżek (stopa referencyjna wzrosła z 0,1% do 1,75%). Skup aktywów wygasł w II półroczu.
Polityka fiskalna	Deficyt GG blisko 6% PKB (jak zakłada rząd) po 8-9% w 2020 (niżej od planu). Przyjęty budżet UE implikuje duży napływ środków do Polski w latach 2021-2027, co wspiera perspektywy gospodarcze.	Wysoka nominalna dynamika PKB sprzyjała dochodom podatkowym, co ułatwiło szybszą konsolidację fiskalną. Szacujemy saldo GG blisko -2% PKB. Brak akceptacji KPO przez KE z powodu konfliktu o praworządność.
Rynek stopy procentowej	Gospodarka polska i światowa zaczną się normalizować w 2021 i podobnie będzie z rentownościami. NBP nie zmieni stóp w 2021 ale duży udział inwestorów zagranicznych w papierach 10-letnich sugeruje, że wystromienie to najbardziej realny scenariusz na 2021. Potencjał do wzrostu rentowności będzie ograniczany przez program skupu obligacji przez NBP.	Rentowności dużo szybciej w górę, na koniec roku ok. dwukrotnie wyższe niż zakładaliśmy za sprawą wysokiej inflacji i rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp NBP. Krzywa początkowo wystromiła się, po czym spłaszczyła po tym jak NBP potwierdził kontynuację zacieśniania polityki.
Rynek walutowy	Oczekujemy umocnienia złotego i powrotu EURPLN do 4,30 na koniec roku. Poziom ten był środkiem przedziału, w którym kurs poruszał się przed kryzysem.	Kurs złotego pozostawał w ciągu roku pod presją coraz bardziej ujemnych realnych stóp procentowych, wyraźnej tolerancji NBP dla słabego złotego, a także narastającego konfliktu z UE dot. praworządności.



2022: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Gospodarka wkracza w nowy rok na wysokich obrotach, w miarę jak pomimo nawrotów pandemii życie wraca do normalności. Dynamika wzrostu stopniowo słabnie w miarę oddziaływania zdecydowanych podwyżek stóp, ale średnie tempo wzrostu PKB w 2022 r. pozostaje blisko 5%.	Mutacje koronawirusa wymykają się odporności. Finansowanie z UE zamrożone w wyniku eskalacji sporu o praworządność. Inflacja wymyka się z pod kontroli – mocne podwyżki stóp. Kryzys energetyczny się pogłębia. Materializacja ryzyk geopolitycznych – konflikt przy wschodniej granicy.
Struktura PKB	Konsumpcja nadal ma potencjał wzrostowy dopóki stopa oszczędności się normalizuje, ale rosnące koszty życia i kredytu w końcu przyhamują wydatki. Inwestycje prywatne w fazie szybkiej odbudowy, inwestycje publiczne w tyle przez opóźnione uruchomienie KPO. Eksport wspierany dobrą koniunkturą za granicą i kursem PLN.	Wyższa inflacja i stopy procentowe mogą stłumić konsumpcję szybciej. Zamrożenie funduszy UE pogarsza klimat inwestycyjny. Jeśli pandemia ponownie uderza mocniej, dystans społeczny i nowe restrykcje mogą uderzyć wybrane sektory, w pierwszej kolejności znowu usługi.
Rynek pracy	Gospodarka ponownie w fazie niemal pełnego zatrudnienia. Popyt na pracę nadal rośnie, co implikuje wysoką dynamikę wynagrodzeń.	Niższy wzrost PKB (cokolwiek by go spowodowało) oznaczałby słabszy popyt na pracowników i mniejszą presję płacową. Bezrobocie raczej nie wzrośnie mocno nawet w negatywnych scenariuszach, ponieważ odpowiedź polityki na nowe szoki pozostanie zapewne skoncentrowana na ochronie miejsc pracy.
Inflacja	Przejściowe obniżki podatków obniżają CPI na początku roku, po czym inflacja wraca do 8% i zaczyna stopniowo opadać. Powrót do celu raczej nie wcześniej niż pod koniec 2023.	Znacznie wyższe ceny energii w przypadku srogiej zimy lub konfliktu geopolitycznego. Wyprzedaż złotego. Zwiększenie ekspansji fiskalnej, napędzające presję popytową.
Polityka pieniężna	Stopa referencyjna rośnie do 3,0% w I półroczu. Nowa RPP kontynuuje elastyczne podejście do celu inflacyjnego (celując raczej w górną granicę przedziału niż środek celu tj. 2,5%).	Mocne podwyżki stóp gdyby inflacja okazała się trudniejsza do opanowania (silne efekty drugiej rundy, odkotwiczenie oczekiwań) i/lub złoty skokowo się osłabił.
Polityka fiskalna	Rząd zaplanował budżet 2022 z deficytem GG poniżej 3% PKB, co powinno być łatwe do realizacji, o ile gospodarka mocno nie zwolni, a eskalacja konfliktów z UE nie spowoduje zatrzymania finansowania z UE.	Mocniejsze od oczekiwań spowolnienie gospodarki.
Rynek stopy procentowej	Krzywe rentowności stabilizują się blisko obecnych poziomów w miarę jak zgodnie z oczekiwaniami RPP podnosi stopy do 3%. W II półroczu możliwe odwrócenie krzywej kiedy rynek zorientuje się, że cykl zacieśniania monetarnego się zakończył, a perspektywy wzrostu PKB na kolejne kwartały błędą.	Mocny skręt głównych banków centralnych (Fed, EBC) w stronę zacieśnienia polityki pieniężnej i wywołana tym wyprzedaż na bazowych rynkach długu mogłyby pchnąć rentowności krajowe dużo wyżej. Jeśli koniunktura się pogorszy i cykl podwyżek zatrzyma się szybko, możliwe odwrócenie krzywej i korekta ostatnich wzrostów rentowności.
Rynek walutowy	Na początku roku waluta wciąż pod presją mocniejszego dolara, zwrotu Fed w stronę szybszego zaostrzenia polityki i opóźnienia w akceptacji KPO. W ciągu roku złoty może zyskać w miarę jak krajowe stopy wzrosną, a konflikt z UE się zakończy.	Zmiany nastrojów na rynkach globalnych. Eskalacja konfliktu rządu z KE. Destabilizacja polityczna. Pogorszenie perspektyw ratingowych. Eskalacja napięcia geopolitycznego na wschodzie.

Gospodarka

1



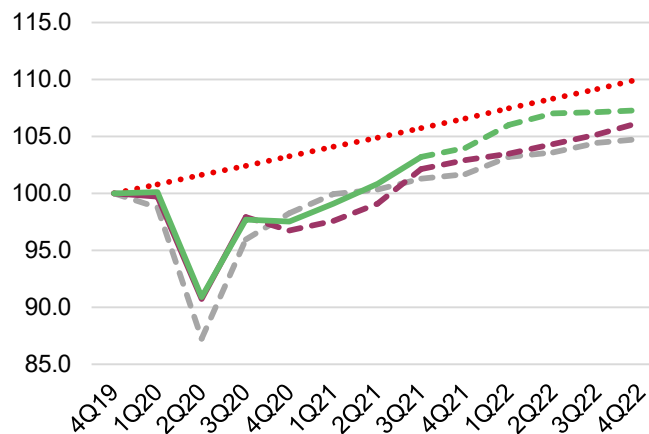
Scenariusz bazowy (1/4): Wzrost PKB nadal wysoki

Ożywienie gospodarcze w Polsce w ostatnim roku wyraźnie nabierało tempa: w każdym z trzech pierwszych kwartałów 2021 dynamika PKB (kw/kw) była wyższa niż w poprzednim i powyżej prognoz, co pozwala oczekiwać, że w całym roku PKB zwiększył się o ok. 5,5%. Naszym zdaniem gospodarka wejdzie w nowy rok na wysokich obrotach, co pozwoli utrzymać przeciętne tempo wzrostu PKB nadal blisko 5%, zanim nastąpi wyraźniejsze spowolnienie w 2023 r. wzmocnione m.in. efektem zacieśnienia monetarnego.

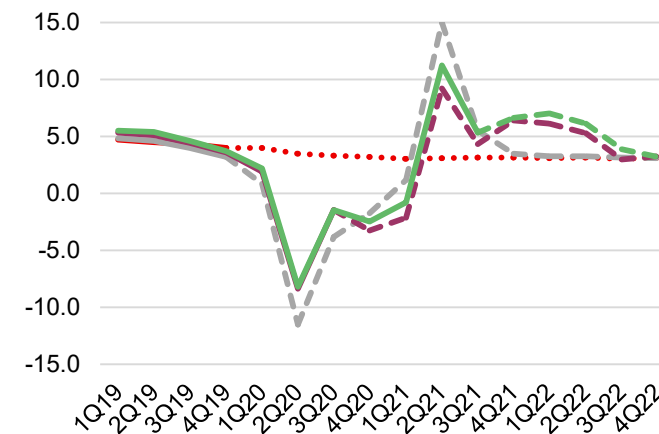
Ożywienie w 2021 r. było nierówne, część sektorów radziła sobie świetnie (na czele przetwórstwo przemysłowe i transport), inne pozostawały w tyle (turystyka i gastronomia, finanse). Te sektorowe rozbieżności już zaczęły się zmniejszać i w 2022 usługi mają szansę dalej nadrabiać straty, zakładając, że pandemia nie wymknie się spod kontroli i życie społeczne będzie powracać na wcześniej utarte tory. To nie oznacza pogorszenia perspektyw dla przemysłu i eksportu, które powinny nadal korzystać z dobrej koniunktury za granicą, szczególnie jeśli zaburzenia podażowe zaczną ustępować.

Podwyższona inflacja nie pogorszyła jak na razie marż w firmach i naszym zdaniem tak pozostanie. Jednak wyzwania związane z presją kosztową, konkurencją o talenty, rosnącym kosztem pieniądza będą znacznie trudniejsze do pokonania w przypadku małych firm, co będzie nadal czynnikiem sprzyjającym konsolidacji w wielu branżach.

Nasze prognozy PKB (4Q19=100, wyr.sezon.)

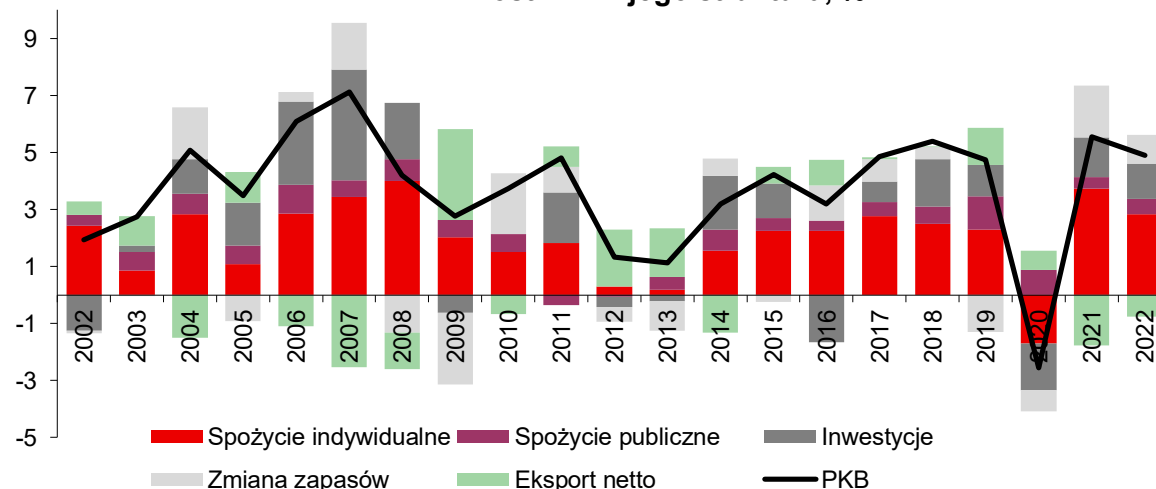


Nasze prognozy PKB (% r/r)



— przed pandemią — kwi/20 — gru/20 — gru/21 — przed pandemią — kwi/20 — gru/20 — gru/21

Wzrost PKB i jego struktura, %





Scenariusz bazowy (2/4): Inflacja wyżej na dłużej

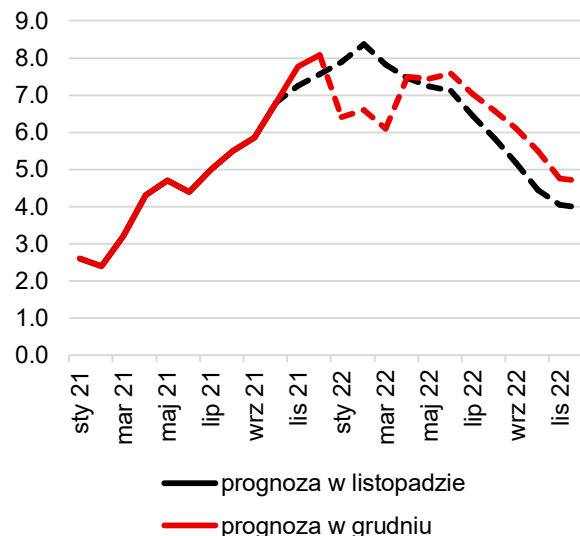
Wzrost inflacji w 2021 r. był zjawiskiem globalnym. Duży wpływ na CPI miały rosnące ceny energii i surowców oraz wąskie gardła podażowe. Jednak w Polsce, gdzie pandemiczny „dołek” koniunktury był płytszy niż w większości krajów, a ożywienie po nim mocniejsze, wzrost cen został bardziej niż gdzie indziej wzmocniony czynnikami wewnętrznymi: silnym popytem krajowym i sytuacją na rynku pracy.

Inflacja będzie trwalsza niż się wcześniej wydawało, ponieważ perspektywy wzrostu gospodarczego pozostają niezłe, presja kosztowa będzie maleć powoli, a zdolność cenotwórcza firm strukturalnie wzrosła. Dynamika płac pozostanie wysoka, co jest jednym z ważnych warunków brzegowych do utrwalenia podwyższonej inflacji.

Rządowa tarcza „antyinflacyjna” może obniżyć CPI o ok. 1,5pp w I kwartale dzięki przejściowej obniżce podatków, ale kosztem wyższej inflacji pod koniec 2022 r. i na początku 2023. Punkt startowy dla inflacji w 2022 będzie też zapewne wyższy niż niedawno zakładaliśmy za sprawą dalszego wzrostu cen surowców i energii na przełomie roku (ceny pozwoleń CO2, prądu, gazu, ropy ponownie rosną).

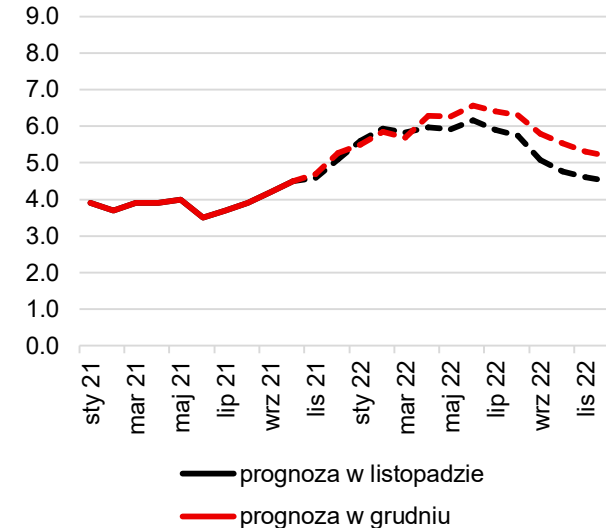
W efekcie, przewidujemy, że **CPI po przejściowym spadku na początku 2022 r. powróci w okolice 8% w II kw. i dopiero potem zacznie stopniowo opadać, do 4,7% r/r w grudniu, a średnia inflacja w 2022 wyniesie ok. 6,5%**. Inflacja bazowa wypląszczy się blisko 6% i dopiero w II półroczu zacznie powoli słabnąć. Zejście CPI i inflacji bazowej do górnej granicy celu NBP (2,5% +/- 1pp) może potrwać nawet do końcówki 2023 r.

Inflacja CPI, % r/r



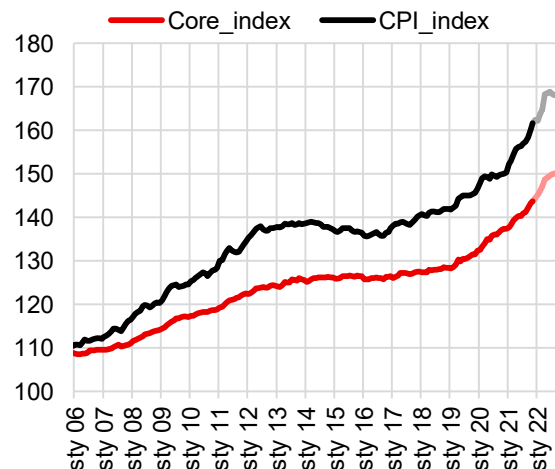
Źródło: GUS, Santander

Inflacja bazowa, % r/r



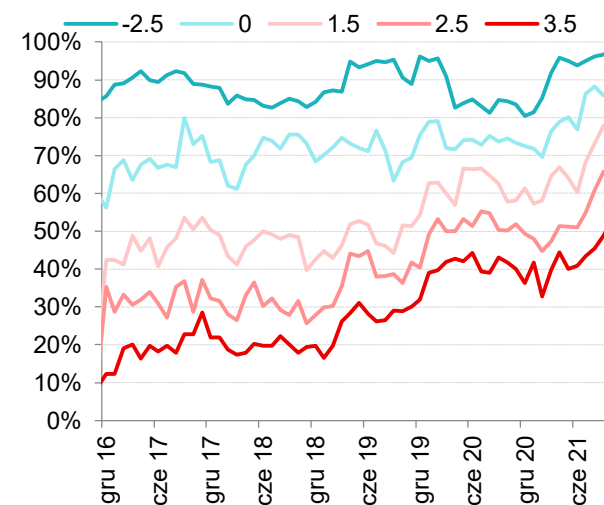
Źródło: NBP, Santander

Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (2001=100)



Źródło: GUS, NBP, Santander

Udział kategorii HICP rosnących szybciej niż X% r/r



Źródło: Eurostat, Santander

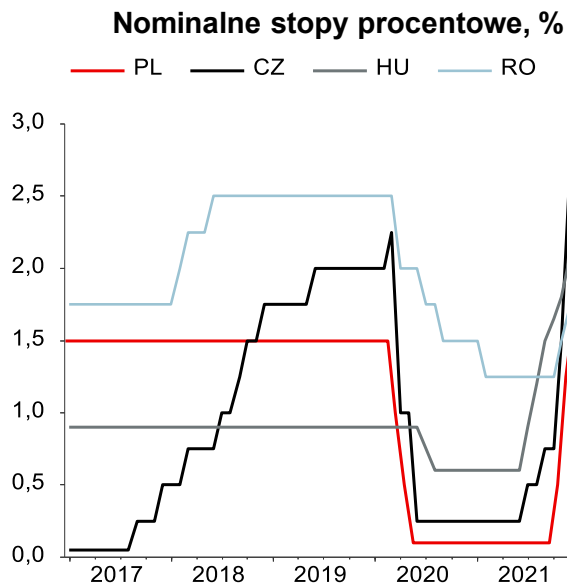
Scenariusz bazowy (3/4): Ciąg dalszy podwyżek stóp



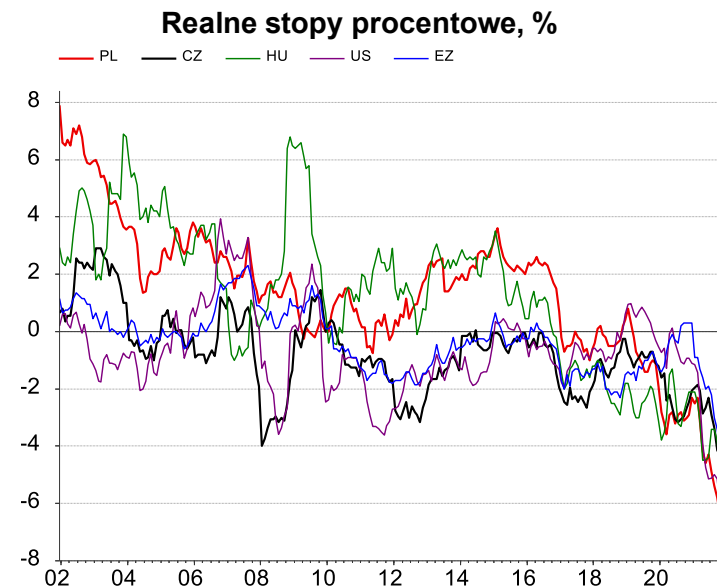
Po tym jak przez pewien czas bank centralny umniejszał ryzyka inflacyjne i przypisywał wzrost cen wyłącznie czynnikom poza kontrolą polityki pieniężnej, w IV kw. nastąpił nagły zwrot i stopy procentowe wzrosły o 165pb (z 0,1% do 1,75%) w trzy miesiące.

RPP sygnalizuje elastyczne podejście do celu inflacyjnego (celując raczej w górną granicę dopuszczalnego przedziału odchyień, tj. 3,5% a nie 2,5%), ale naszym zdaniem dalsze zacieśnienie polityki będzie i tak konieczne aby wyhamować inflację w gospodarce rosnącej powyżej potencjału (wg NBP luka popytowa domknęła się w połowie 2021 r.), przy coraz cieńszym rynku pracy, odżywającym popycie na kredyt, wysokich oczekiwaniach inflacyjnych i nowych działaniach fiskalnych podtrzymujących konsumpcję gospodarstw domowych. Szczególnie w sytuacji, kiedy kanał kursowy zdaje się nie działać dobrze (mimo podwyżek stóp kurs złotego nie umocnił się), realne stopy procentowe są nadal głęboko ujemne, a w banki centralne za granicą zmieniają kurs swoich polityk.

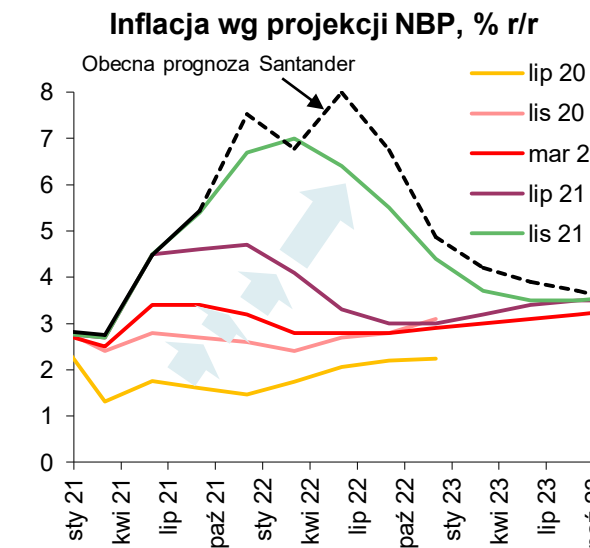
Zakładamy, że stopa referencyjna NBP osiągnie szczyt na poziomie 3,0% w II kwartale 2022, co jest mniej więcej spójne z obecną wyceną rynkową. Podwyżka stóp w styczniu o 50bp wydaje się niemal przesądzona, a kolejne kroki będą zależały od napływających danych, rozwoju pandemii, zachowania rynków, ale też od tego czy (i w jaki sposób) wymiana większości członków RPP zmieni układ sił w Radzie. Na razie niewiele na ten temat wiemy oprócz tego, że Senat zapewne wybierze osoby o względnie jastrzębich poglądach. Zgadujemy, że kandydaci wskazani przez Sejm i Prezydenta mogą mieć poglądy zbliżone do prezesa Glapińskiego.



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander



Źródło: NBP, GUS, Santander

Kadencja aktualnych członków RPP

Kto mianuje	Nazwisko	Kończy kadencję
Senat	Kropiwnicki	25/01/2022
Senat	Gatnar	25/01/2022
Sejm	Ancyparowicz	09/02/2022
Sejm	Łon	09/02/2022
Prezydent	Zubelewicz	20/02/2022
Prezydent	Hardt	20/02/2022
Sejm	Żyżyński	30/03/2022
Prezydent/Sejm	Glapiński	21/06/2022
Senat	Sura*	16/11/2022
Prezydent	Kochalski	21/12/2025

* Rekomendowany do NSA, nominacja w rękach prezydenta 10



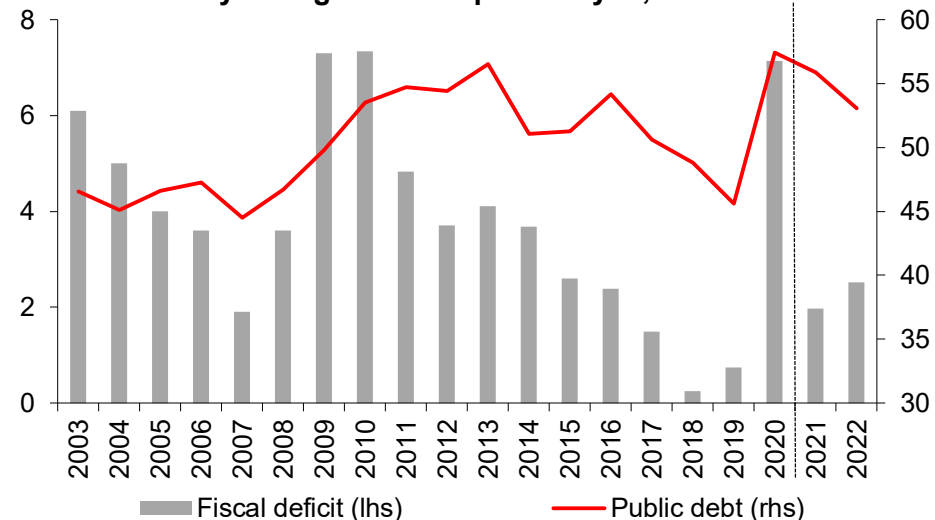


Scenariusz bazowy (4/4): Deficyt poniżej 3% PKB

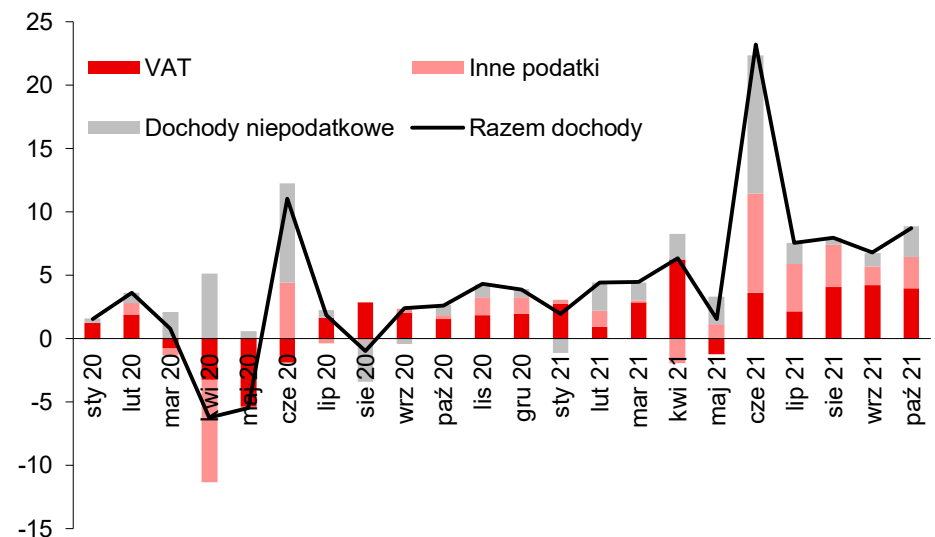
Ostatnie dane z budżetu centralnego były lepsze niż oczekiwaliśmy, a przyspieszenie inflacji powinno być pozytywne dla wpływów sektora publicznego, zatem obniżamy naszą prognozę deficytu sektora finansów publicznych do 2% PKB w tym roku. Naszym zdaniem nowelizacja budżetu z października (dodanie 40 mld zł do limitu wydatków) ponownie okaże się żonglerką pozycjami wydatkowymi między 2021 i 2022 i będzie miało ograniczony wpływ na deficyt w ujęciu Eurostatu. Ostatnio główny ekonomista MF Łukasz Czernicki stwierdził, że oczekuje deficytu „poniżej 4% PKB” w tym roku, ale interpretujemy tę wypowiedź jako bardzo ostrożną i spodziewamy się znacznie lepszego wykonania.

Utrzymujemy nasze prognozy deficytu fiskalnego w 2022 r. na poziomie 2,5% PKB. Wyższa inflacja i nominalny wzrost PKB przemawiają za wyższymi wpływami podatkowymi, ale z drugiej strony rząd wprowadza pewne działania efektywnie poluźniające politykę fiskalną. „Tarcza antyinflacyjna” ma być wprowadzie w zasadzie neutralna dla budżetu, jako że koszt 10 mld zł ma zostać zrównoważony „oszczędnościami w administracji” oraz częściowo sfinansowany wpływami funduszy państwowych związanych z energią. Wydaje nam się jednak, że oszczędzanie w administracji to ambitny plan w obliczu środowiska wysokiego wzrostu płac w gospodarce. Apetyt rządu na dalsze ograniczanie deficytu będzie zapewne malał wraz z hamowaniem gospodarki i zaostrzeniem warunków monetarnych.

Deficyt i dług finansów publicznych, % PKB



Dochody budżetu centralnego, zmiana wobec analogicznego miesiąca





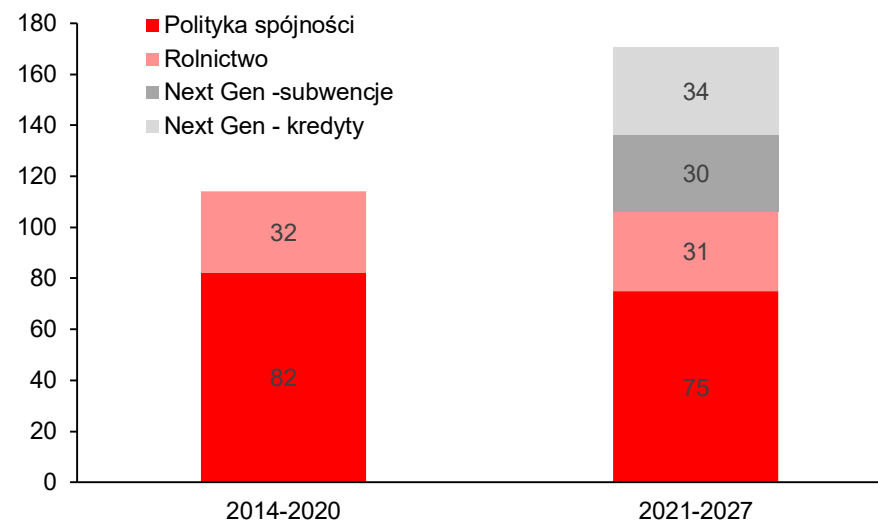
Kluczowe ryzyko: Utrata środków UE

Oczekiwaliśmy, że nowy program Next Generation EU będzie miał znikomy wpływ na krajowy wzrost PKB w 2021 r., doda ok. 0,5 pp do wzrostu w 2022 r. i 1,0 pp w 2023 r. Krajowy Plan Odbudowy wciąż nie został zatwierdzony przez Komisję Europejską i naszym zdaniem zaliczka 4,7 mld euro już przepadła, a projekty inwestycyjne będą opóźnione. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Plan zostanie zatwierdzony w I kw. 2022 r. a środki odblokowane. W związku z tym naszą prognozę wpływu na PKB przycinamy o 0,2 pp w 2022.

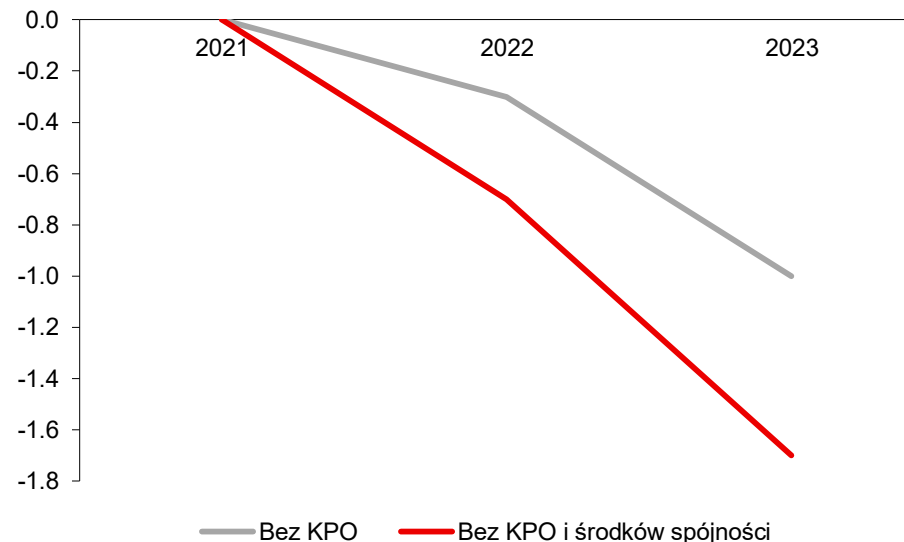
Nie można jednak wykluczyć scenariusza ryzyka, w którym Plan w ogóle nie zostanie zaakceptowany. W takim razie obcięlibyśmy prognozy na 2022 o 0,3 pp i na 2023 o 1,0 pp.

W bardziej ekstremalnym scenariuszu Unia blokuje środki spójności dla Polski w połowie roku w ramach mechanizmu obrony praworządności. W takim przypadku obcięlibyśmy prognozy wzrostu PKB w Polsce o 0,4 pp w 2022 i o 0,7 pp w 2023 r. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest jednak niskie i zmaterializuje się tylko jeśli KPO nie zostanie zatwierdzony.

Środki unijne przeznaczone dla Polski (ceny bieżące, mld euro)



Odchylenie wzrostu PKB od scenariusza bazowego w razie zablokowania środków UE





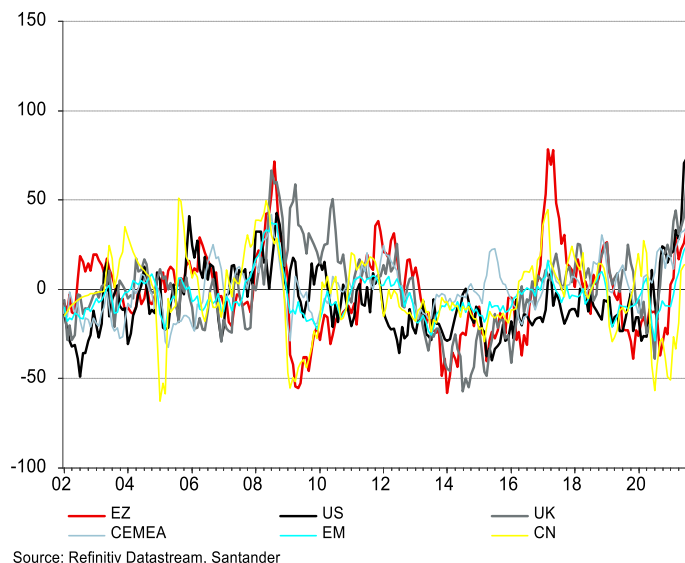
Kluczowe ryzyko: Inflacja wymyka się spod kontroli

Inflacja zaskakiwała w górę w 2021 r. i nie można wykluczyć, że podobnie zachowa się również w 2022 r. Ceny surowców energetycznych znów zaczęły rosnać na przełomie roku. Rosną też ceny nawozów, jako że spada ich dostępność (ich produkcja jest energochłonna), zwłaszcza azotowych (produkowanych w oparciu o gaz ziemny). To może przełożyć się na niższe zbiory w 2022 r. i ryzyko wyższych globalnych cen żywności między połową 2022 a połową 2023 r. A punkt startowy jest już wysoki – indeks FAO jest na 10-letnim szczycie.

Wyższa inflacja może wywołać mocniejszą reakcję banków centralnych. W scenariuszu bazowym zakładamy wzrost stóp do 3% w II kw. 2022 r. Według modeli NBP stworzonych na potrzeby oceny mechanizmu transmisji polityki pieniężnej ([źródło](#)) takie podwyżki odejmą 0,3-0,6 pp od wzrostu PKB w 2022 r. i 0,3-1,4 pp w 2023 wobec scenariusza stóp na poziomie 0,1%.

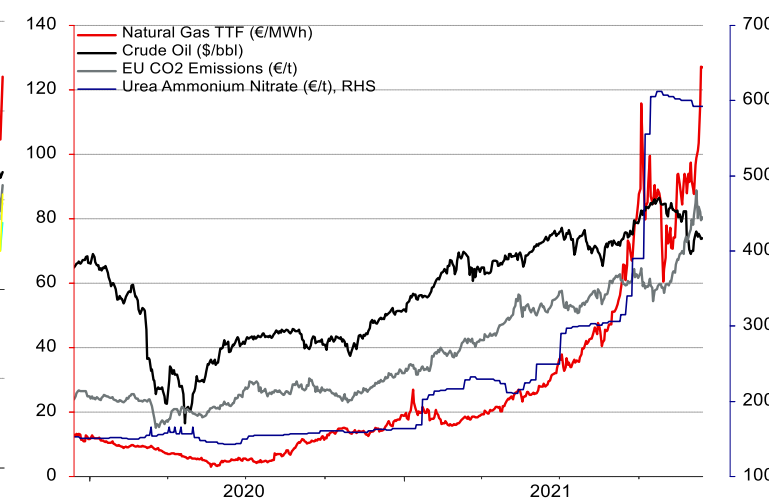
Z kolei podwyżki stóp o dodatkowe 200 pb (główna do 5%) odjęłyby jeszcze 0,1-0,3 pp w 2022 i 0,4-0,9 pp w 2023 r. Jeśli jednak założymy, że inflacja zaskoczy w górę globalnie, a nie tylko w Polsce, to wpływ makro będzie mocniejszy w obliczu słabszego popytu na świecie. Ponadto, zacieśnienie polityki wprowadzi nieco zamieszania na rynki, w tym osłabi obligacje oraz waluty EM.

Wskaźniki niespodzianek inflacyjnych CITI



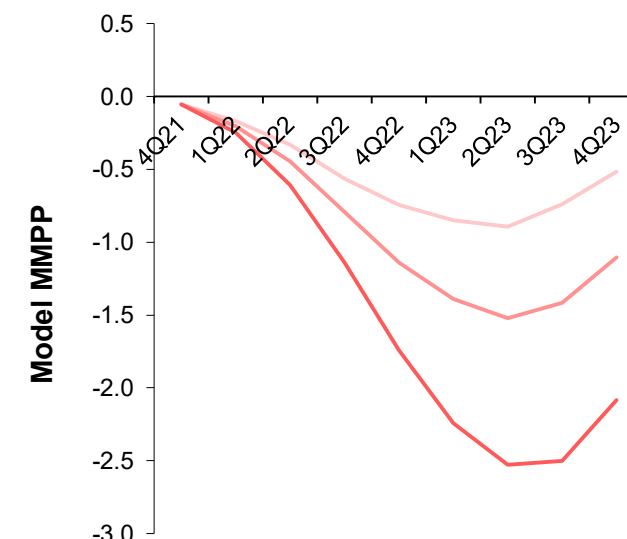
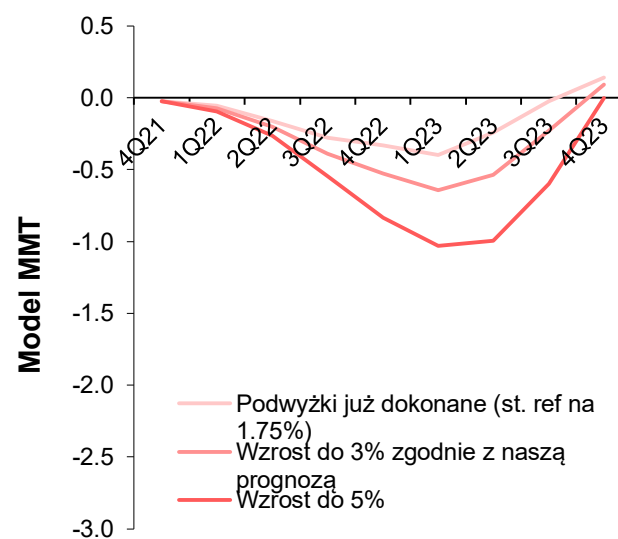
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Ceny surowców



Source: Refinitiv Datastream, Santander

Wpływ podwyżek stóp na wzrost PKB wg modeli NBP (% r/r wobec stóp stabilnych na 0,10%)



Źródło: NBP, Santander



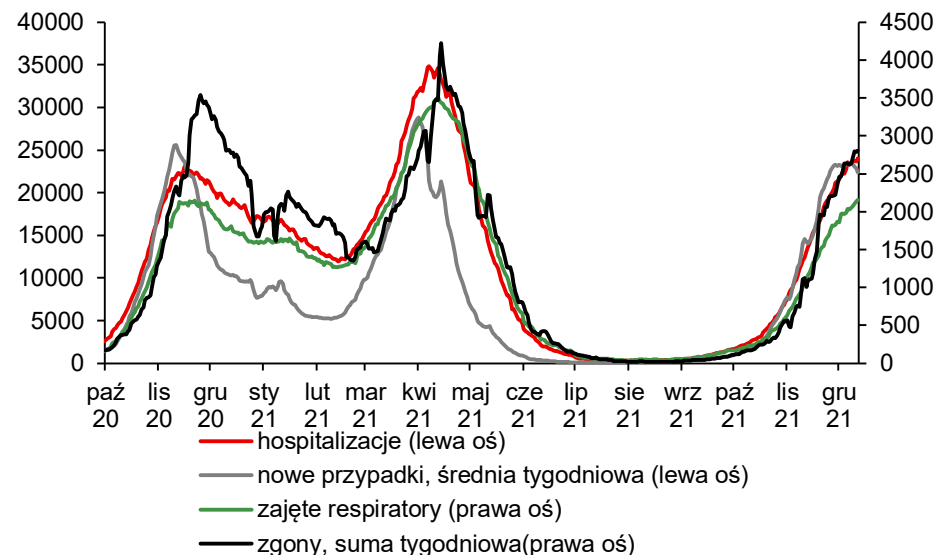
Kluczowe ryzyko: Covid-19 staje się bardziej zjadliwy

Czwarta fala Covid-19 w Polsce zdaje się opadać. Rząd nie wprowadził żadnych twardszych restrykcji podczas obecnej fali, pomimo faktu, że była podobnie dotkliwa jak fala jesienno-zimowa w 2020 r. i wiosenna w 2021 r. Cechą wyróżniającą obecnej fali jest wzrost liczby osób na kwarantannie znacznie powyżej poziomów z wcześniejszych fal ze szczytem na 782 tys. 2 grudnia. To może mieć ujemne przełożenie na podaż pracy i w ten sposób na produkcję, ale naszym zdaniem efekt będzie nieporównywalny z wpływem restrykcji podczas poprzednich fal.

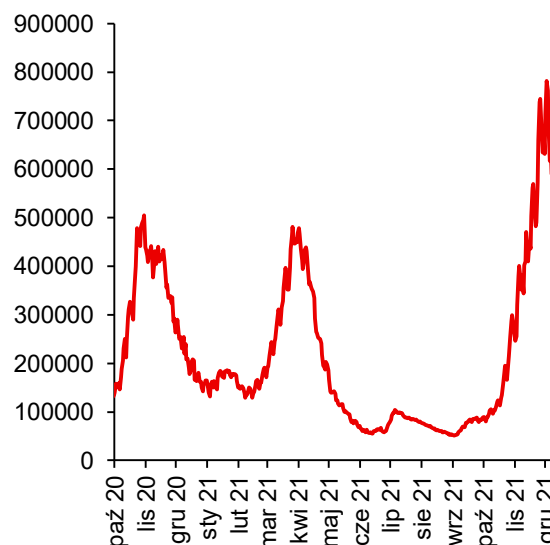
Wiemy już, że powstają mutacje, które są bardzo zaraźliwe (omikron), ale nie znamy jeszcze dobrze ich zjadliwości. O ile obecny poziom dotkliwości pandemii (zwłaszcza liczba zgonów) nie skłonił rządu do wprowadzenia restrykcji, to nie można wykluczyć, że inaczej będzie jeśli śmiertelność wzrośnie w przyszłych falach. Mocniejsze restrykcje miałyby ujemne przełożenie na wzrost.

Polska pozostaje bardzo wrażliwa na transmisję wirusa: mimo że rozpoczęła się akcja szczepień dawkami przypominającymi i przebiega ona sprawnie, to znaczna część populacji nadal nie chce się szczepić, a stopa wyszczepienia utknęła nieznacznie powyżej 50%, znacznie poniżej poziomów odporności stadnej i wśród najniższych w całej Unii Europejskiej.

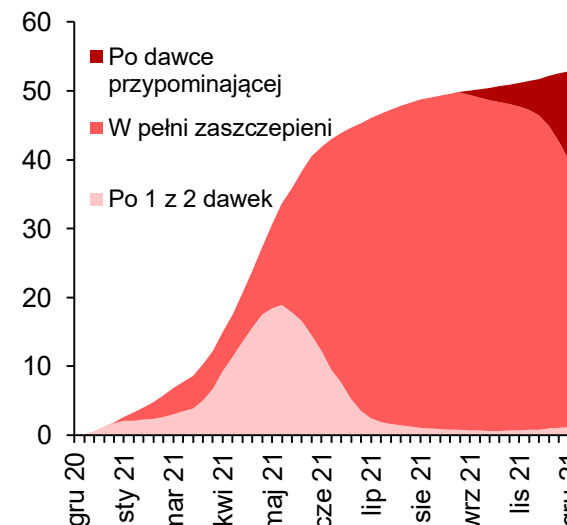
Covid-19 w Polsce – główne liczby



Liczba ludzi na kwarantannie



% zaszczepionej populacji





Kluczowe ryzyko: Załamanie światowego wzrostu

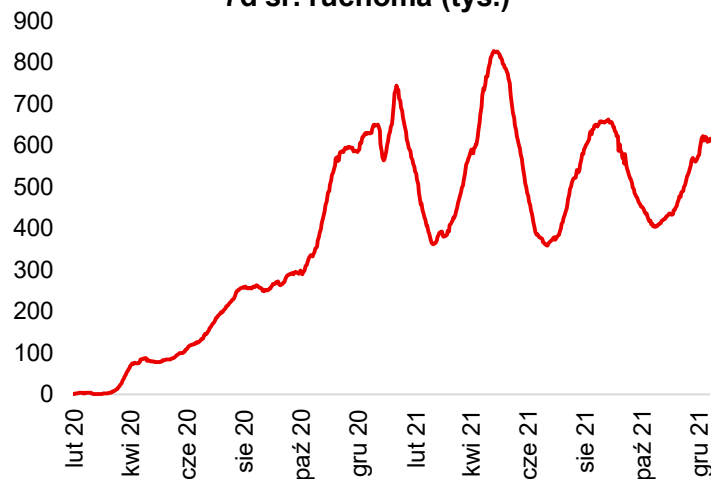
2021 był rokiem wyzwań dla globalnego wzrostu. Mimo zgromadzonej wiedzy jak radzić sobie z pandemią nie ma pewności jakie będą konsekwencje kolejnych mutacji wirusa. Jest postęp w ograniczaniu zgonów, przynajmniej wśród krajów najbardziej rozwiniętych i o wysokim poziomie wyszczepienia, ale globalny strumień nowych dziennych przypadków wciąż nie słabnie, więc wirus może wciąż się przenosić i mutować. Wariant omikron przenosi się łatwiej od poprzednich, ale póki co wygląda na relatywnie łagodny.

Przyjmujemy, że globalne problemy podażowe są tylko przejściowe, ale możemy się mylić. Niedobory i utrudnienia logistyczne już utrzymują się dłużej niż można było się tego spodziewać a ich dalsze trwanie może powodować strukturalne szkody w najbardziej wyeksponowanych sektorach jak przemysł samochodowy. Obniżona zdolność do pokrywania popytu z powodu niedoborów wprowadza tarcie w mechanizm globalnej gospodarki. Potrzeba zwiększania zapasów surowców i materiałów niezbędnych do produkcji to kolejne obciążenie firm.

Globalne obroty handlowe szybko odbiły do przedpandemicznego trendu (w I poł. 2021 r.), ale ostatnio wytraciły impet.

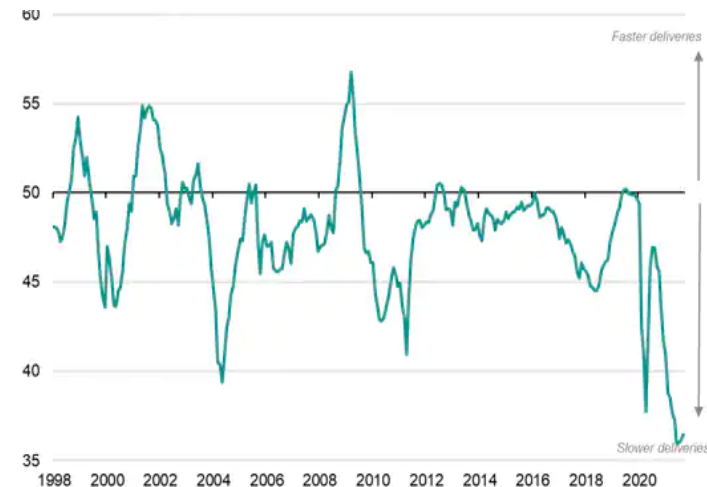
Niedawny ruch Chin wbrew globalnemu trendowi na zacieśnienie polityk pieniężnych, obniżka stopy rezerwy obowiązkowej (druga w 2021 r.) pokazuje, że jedna z kluczowych globalnych gospodarek nie czuje się komfortowo z tym jak przebiega ożywienie. Chiński rynek nieruchomości to źródło poważnego ryzyka dla wzrostu.

Dzienne nowe przypadki koronawirusa na świecie
7d śr. ruchoma (tys.)



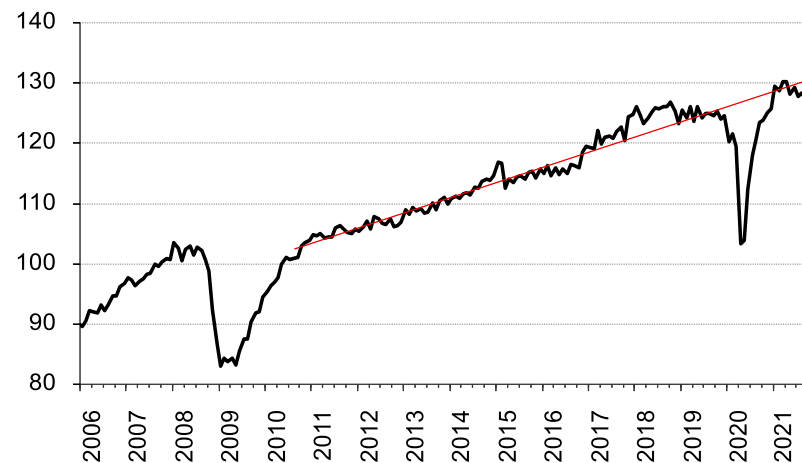
Źródło: ourworldindata.org, Santander

Opóźnienia w dostawach w przetwórstwie
(indeks PMI – czas dostaw)



Sources: IHS Markit, JPMorgan

CBP wolumen światowego eksportu, 2010=100



Source: Refinitiv Datastream, Santander

Konsumpcja: Solidne dochody plus bufor oszczędności

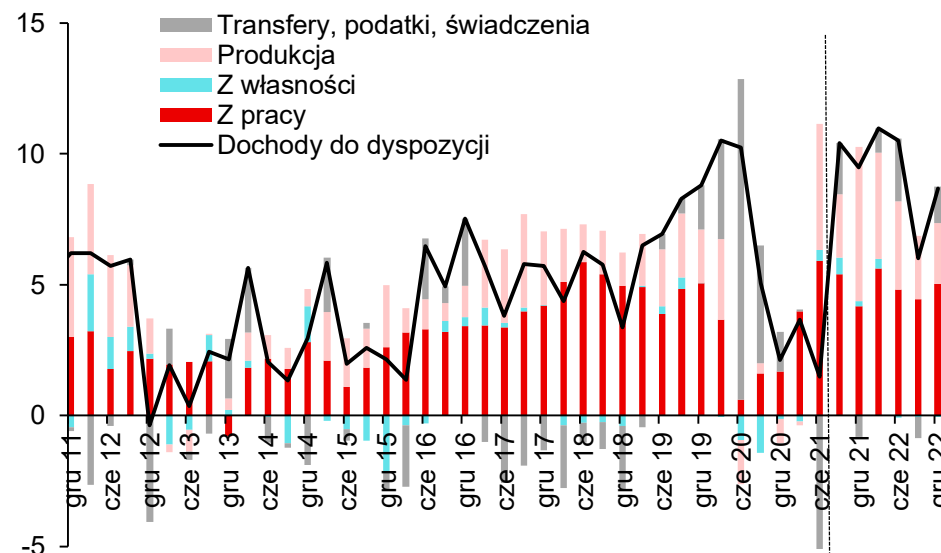
Silny i szybki wzrost inflacji może odbić się na wydatkach konsumentów jeśli ceny będą rosły szybciej od dochodów. Jednak w dłuższym okresie te zakłócenia monetarne powinny ustąpić, w miarę jak wyższe ceny rzutują na płace (zwłaszcza jeśli pozycja negocjacyjna pracowników jest silna), emerytury i dochody z giełdy.

To powód dla którego oczekujemy całkiem wysokiego wzrostu dochodów gospodarstw domowych w 2022 r., wspieranych dodatkowo zmianami wprowadzanymi przez Polski Ład (zmiany podatkowe, nowe świadczenie na dzieci – w sumie 20 mld zł) i Tarczą Antyinflacyjną (3,5 mld zł), które powinny pokryć z nawiązką ujemny wpływ netto podwyżek stóp na przepływy odsetkowe (10-15 mld zł).

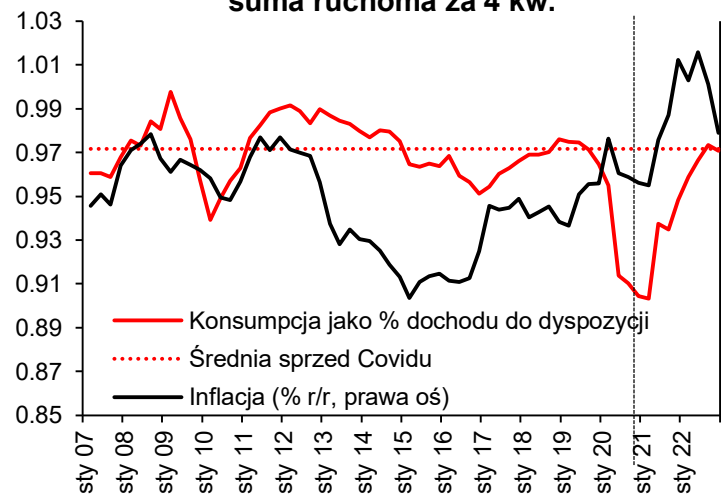
Wobec silnego wzrostu dochodów gospodarstwa domowe będą w stanie kontynuować normalizację poziomu swojej konsumpcji w relacji do dochodu (redukcja nadwyżkowych oszczędności). Zwracamy uwagę, że wzrost relacji konsumpcji do dochodów to typowe zjawisko w okresie wzrostu inflacji, bo gospodarstwa domowe dążą do wygładzenia ścieżki konsumpcji.

Słabsze nastroje konsumentów w IV kw. mogą być sygnałem, że gospodarstwa domowe będą ostrożniejsze w wydatkach w 2022 r. Zwykle silnie spadająca ocena przyszłej sytuacji finansowej zapowiadała spowolnienie konsumpcji prywatnej. Jednak dotychczas obawy o przyszłą kondycję domowych budżetów szły w parze z narastaniem obaw o utratę pracy a tym razem są nieskorelowane ze sobą – wskaźnik poczucia bezpieczeństwa zawodowego pozostaje stabilny w pobliżu najwyższych poziomów od początku pandemii.

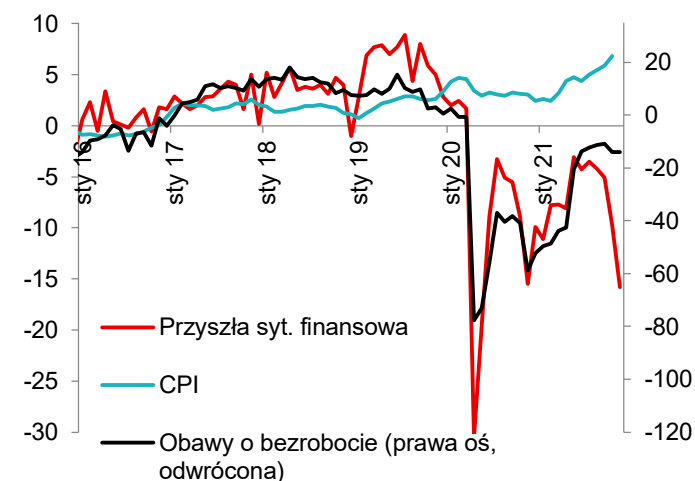
Dochody do dyspozycji (ceny nominalne, % r/r)



Konsumpcja prywatna jako % dochodu do dyspozycji, suma ruchoma za 4 kw.



Wskaźniki optymizmu konsumentów



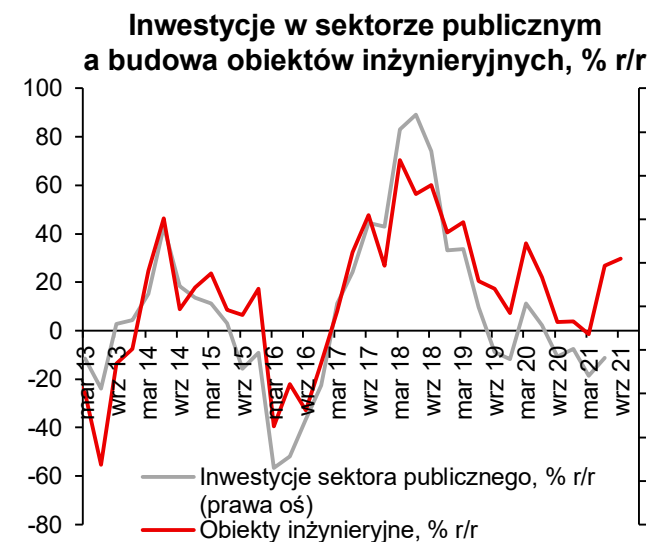
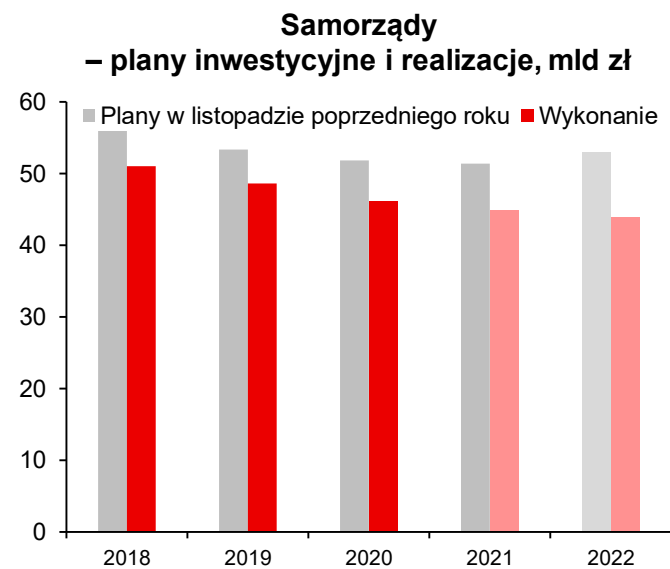
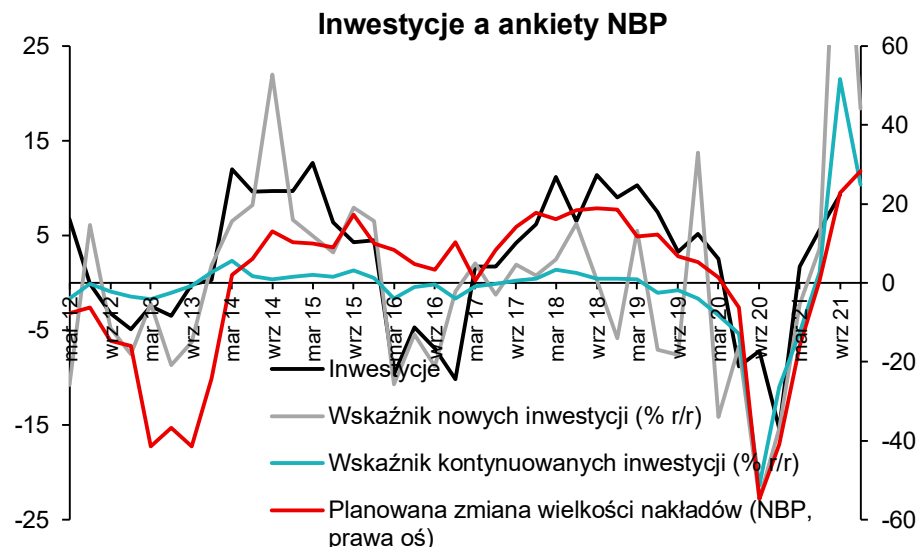


Inwestycje: Sektor publiczny w tyle za prywatnym

Jesteśmy dość optymistyczni jeśli chodzi o inwestycje w 2022 r., zwłaszcza jeśli chodzi o firmy i gospodarstwa domowe, przy czym sektor publiczny może pozostać niemrawy (choć budowa dróg może się rozbijać). Naszym zdaniem opóźnienie KPO już teraz przekłada się na opóźnienia w inwestycjach, więc obcinamy 0,2 pp z wpływu KPO na wzrost w 2022 r., który szacowaliśmy na 0,5 pp (czyli ok. 1pp inwestycji).

Firmy niefinansowe weszły w tryb wysokiej aktywności inwestycyjnej i naszym zdaniem będą dalej inwestowały w 2022 r. ze względu na swoją dobrą sytuację finansową, wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych i problemy ze znalezieniem siły roboczej. Również ankiety inwestycyjne wskazują na wysoki poziom optymizmu. Z drugiej strony problemy w sektorze auto-moto wpływają ujemnie na nakłady na środki transportu. Jednak opóźnienia mogą de facto przełożyć się na wzrost inwestycji w tym sektorze w 2022 r. kosztem ich wzrostu w 2021 r.

Mniej optymistyczni jesteśmy w kwestii nakładów publicznych. Nie znamy jeszcze listopadowych planów finansowych samorządów, ale te sierpniowe sugerowały lekki wzrost inwestycji wobec 2021 r. Uważamy jednak, że opóźnienie w KPO znacznie utrudni osiągnięcie takiego celu. W naszym raporcie Perspektywy na 2021 wspominaliśmy ambitne plany przetargowe GDDKiA i PLK. GDDKiA faktycznie była bardzo aktywna i podpisała umowy na budowę 480 km dróg o wartości 14,5 mld zł, aktywne są przetargi na 312 km a w IV kw. 2021 r. miały być rozpisane przetargi na kolejne 100 km. Plany przetargowe na 2022 r. są skromne (250 km), ale podpisane umowy z 2021 r. to dość, by w 2022 r. aktywność w sektorze była wysoka. Z drugiej strony PLK otworzyło przetargi na kwotę 3 mld zł wobec planów 17 mld zł. Sektor ma problemy z finansowaniem (może nowelizacja budżetu na 2021 r. coś pomoże w temacie), ale naszym zdaniem przyszły rok nie będzie wyglądał dobrze.



Rynek pracy: Podwyższona presja płacowa



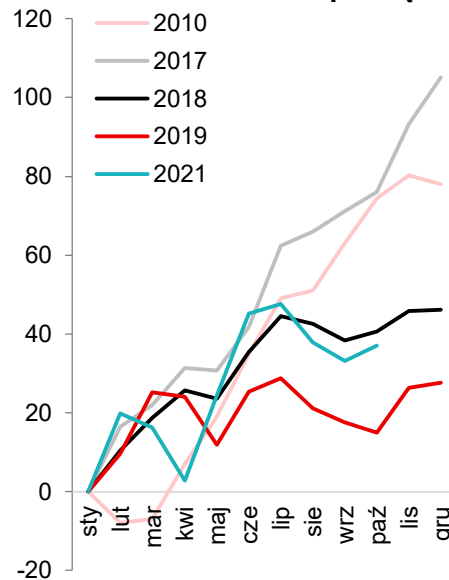
Dzięki nabieraniu rozpędu przez gospodarkę w trakcie 2021 r. liczba bezrobotnych jest już w połowie drogi powrotnej między covidowym szczytem a poziomem sprzed pandemii. Jest to też jej średni poziom z lat 2018-2019 kiedy odczuwane były wyraźne niedobory siły roboczej. To samo można powiedzieć o stopie bezrobocia. Tymczasem popyt na pracę pozostaje silny.

Ankietowe wskaźniki niedoborów podaży pracy pokazują, że rynek się zacieśnia. W rezultacie, ścieżka skumulowanego wzrostu zatrudnienia liczonego od początku roku wygląda w br. jak w latach 2018-2019 gdy brakowało rąk do pracy a nie jak podczas odbicia w 2017 r. czy po globalnym kryzysie finansowym w 2010 r. kiedy dostępność siły roboczej nie była takim ograniczeniem.

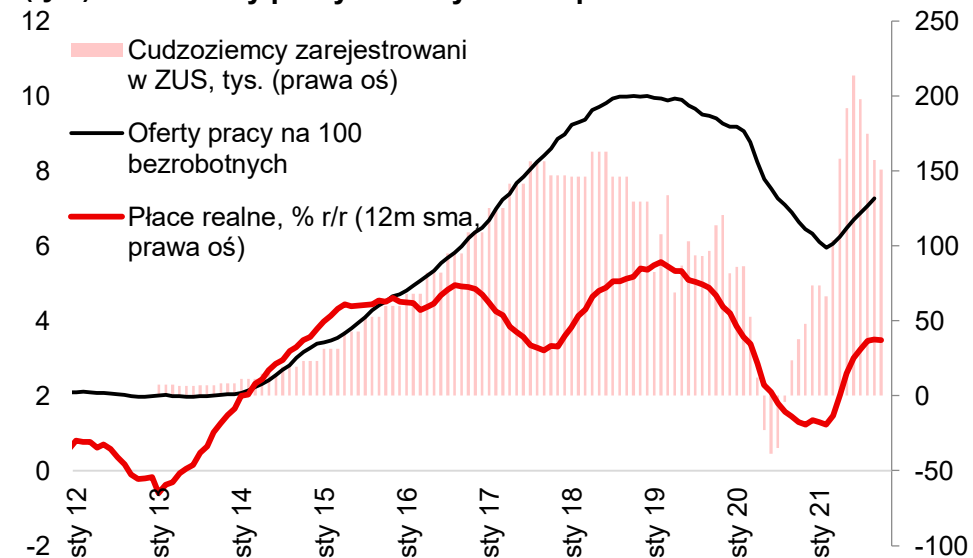
Jeśli dodać do tego szybki wzrost kosztów życia to wydaje się, że płace powinny utrzymać podwyższoną nominalną dynamikę również w 2022 r. Wzrost inflacji był natomiast na tyle szybki, że może okresowo zdusić realny wzrost płac.

Z drugiej strony dane BAEL pokazały, że dochodzi do intensywnej reaktywacji w miarę słabnięcia obaw o covid (zjawisko odwrotne do ucieczki w nieaktywność zawodową na początku pandemii), przy zachęcie w postaci szybkiego wzrostu płac i wobec spadku siły nabywczej dochodów wywołanego wysoką inflacją. Napływ pracowników z zagranicy przyspieszył co pokazują ich rejestracje w ZUS. Te czynniki powinny łagodzić problem niedoboru siły roboczej i przytrzymać wzrost płac poniżej 10% r/r.

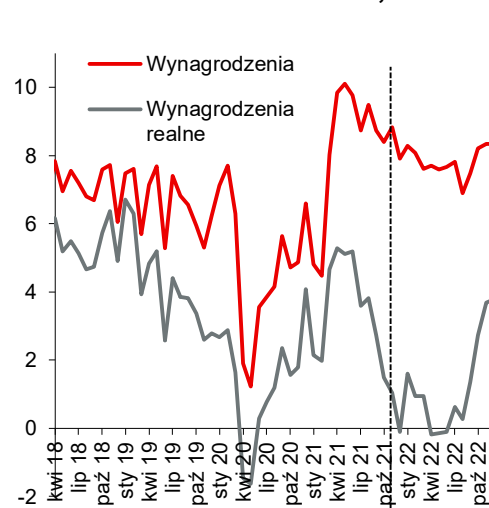
Zmiana zatrudnienia od początku roku (tys.)



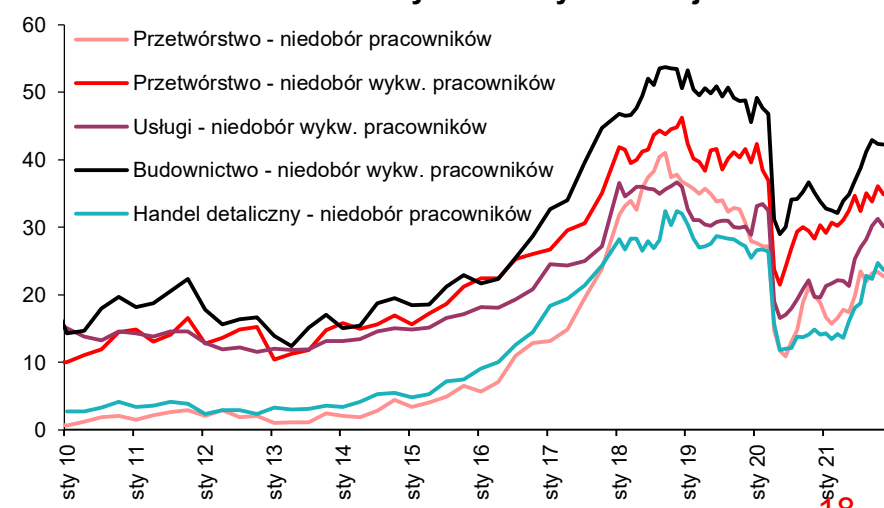
Oferty pracy a realny wzrost płac w sektorze firm



Płace w sektorze firm, % r/r



Indeksy braku siły roboczej



Źródło: GUS, Santander

Rynek nieruchomości: Aktywność nadal wysoka



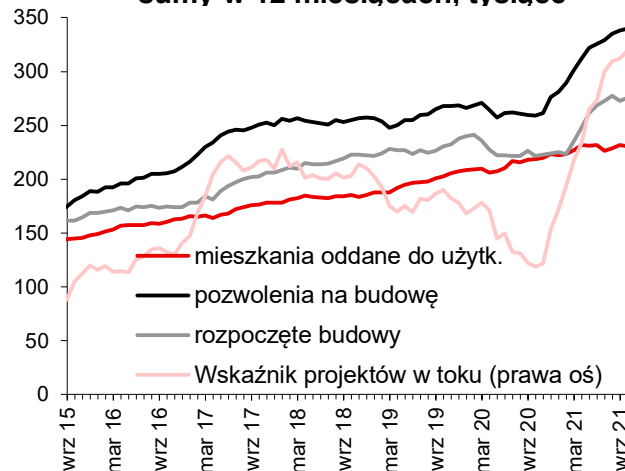
Naszym zdaniem rynek nieruchomości pozostanie w trybie wysokiej aktywności, przy nieco słabszym popycie niż w 2021 r. i dalszym wzroście cen. Deweloperzy zapewne będą musieli nieco zejść z marż.

Aktywność deweloperów utrzymuje się na wysokim poziomie i wiele projektów jest w toku. Oznacza to, że podaż nowych mieszkań w 2022 r. będzie wysoka. O ile stanowi to argument za niższymi cenami, to jednak koszty w budownictwie rosną w szybkim tempie, co może przeważać nad efektem podaży. W każdym razie spodziewamy się, że sektor będzie musiał oddać część swojej marży.

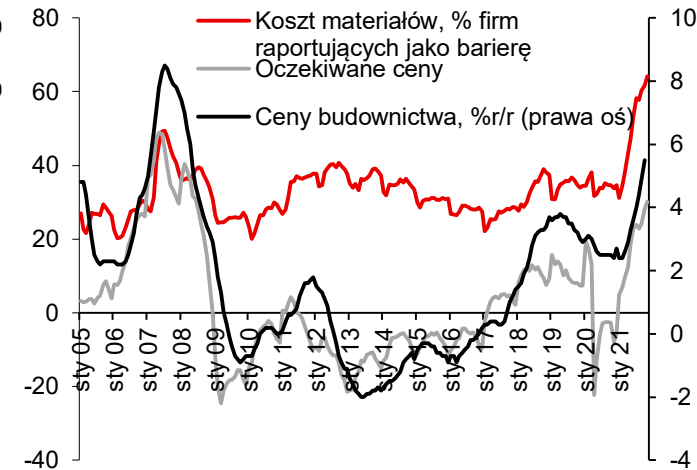
Większym wyzwaniem jest zgadnąć, co będzie działo się po stronie popytowej. Obecnie popyt jest bardzo silny i pozostanie taki co najmniej do końca I kw. 2022, chociażby ze względu na inercję związaną z długością procesu zakupu domu. Później wyższe stopy procentowe mogą już działać zniechęcająco na potencjalnych kupców-pożyczkobiorców. Naszym zdaniem hipoteczne raty kredytowe mogą wzrosnąć nawet o 50% w 2022 r. w porównaniu do połowy 2021 r. i zbliżyć się do historycznych maksimów z okresu 2010-2012 (wcześniejsze dane nie są porównywalne ze względu na popularność wtedy kredytów walutowych).

Ponieważ jednak zakładamy, że sytuacja gospodarstw domowych pozostanie dobra a realne stopy pozostaną głęboko ujemne, to rynek mieszkaniowy wciąż może być postrzegany jako instrument przechowywania wartości w środowisku wysokiej inflacji. Ten czynnik powinien wspierać stronę popytową, zwłaszcza w przypadku kupców „gotówkowych”.

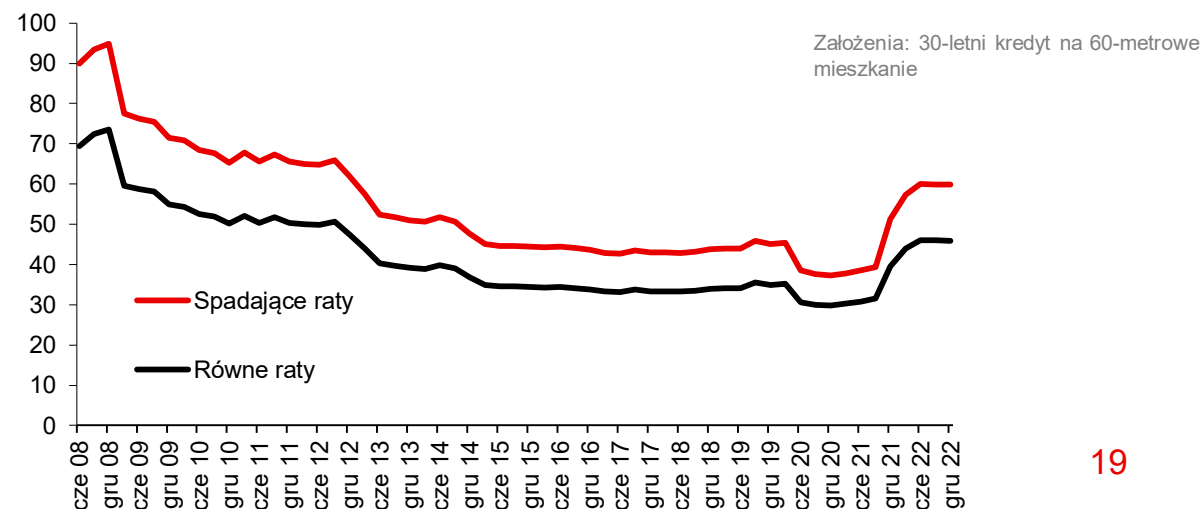
Aktywność rynku nieruchomości, sumy w 12 miesiącach, tysiące



Ceny w budownictwie



Raty kredytu hipotecznego w PLN jako % miesięcznego wynagrodzenia





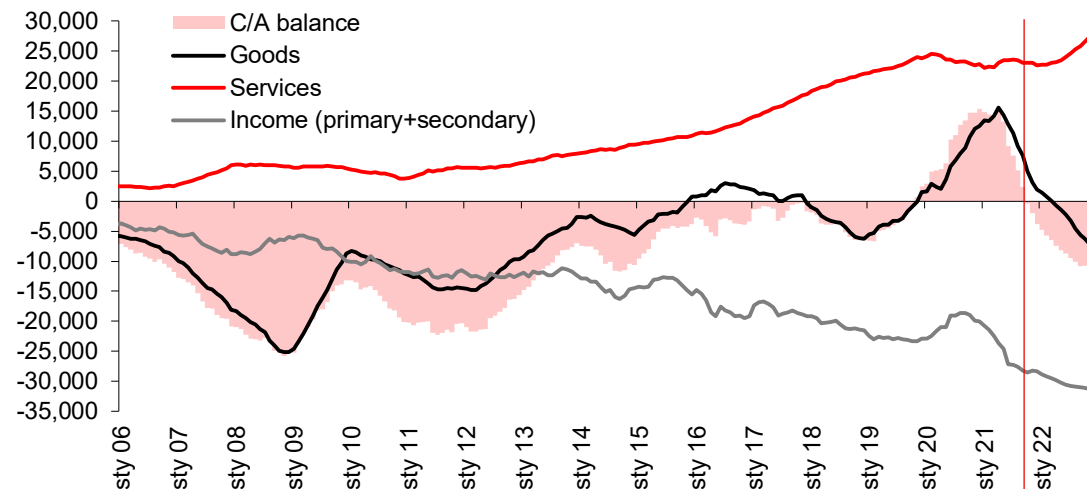
Bilans płatniczy: Powrót (umiarkowanego) deficytu

Ogromna nadwyżka na rachunku obrotów bieżących (C/A) w 2020 r. nie wynikała ze strukturalnej zmiany w konkurencyjności polskiego handlu, ale w dużym stopniu z przejściowego wstrzymania popytu w lockdownach. Stąd gwałtowny spadek salda C/A w 2021 r. można uznać za „normalizację”, choć wspartą kilkoma czynnikami: (1) Eksport towarów został osłabiony stagnacją w przemyśle motoryzacyjnym. (2) Wartość importu została podbita ostrymi wzrostami cen surowców, szczególnie tych energetycznych (sam wzrost cen ropy od wiosny br. podbija już wartość importu o ok. 0,9 mld €, czyli 4%). Wg nas te czynniki powinny wygasnąć w 2022 r., jednak silny popyt krajowy utrzyma saldo towarów na umiarkowanie ujemnym poziomie.

Jak dotąd podczas pandemii saldo usług nie zdołało wrócić do silnego pozytywnego trendu. Z pięciu głównych kategorii tylko dwie wróciły do normalności, tzn. znów podnoszą saldo usług zgodnie z trendem sprzed pandemii (usługi biznesowe, w tym IT oraz naprawy i konserwacje), podczas gdy trzy pozostają przyduszone pandemią: transport (odpowiada za 0,6 mld € z 1 mld € odchylenia łącznego salda usług od przed-covidowego trendu), uszlachetnianie towarów i podróże. Ich odbicie zdaje się być kwestią czasu.

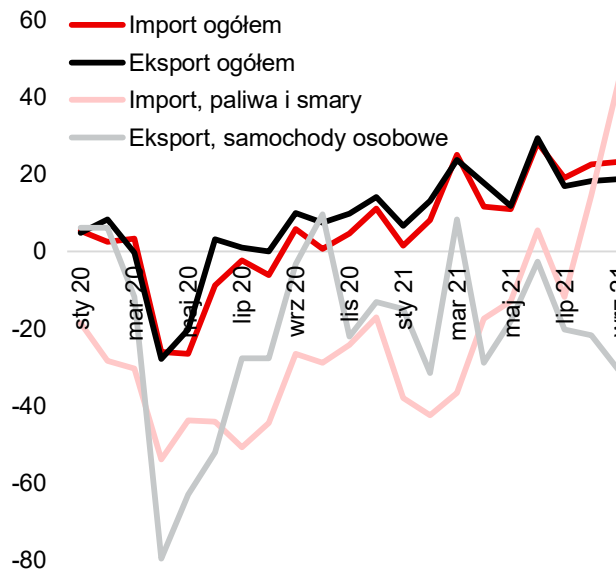
Rachunek dochodów w tym roku spadł dalej poniżej zera dzięki solidnym wynikom finansowym firm. Powracający wysoki napływ netto pracowników cudzoziemców prowadzi do wyraźnie wyższych transferów za granicę. Saldo dochodów raczej nie odwróci kierunku zmian w 2022 r.

Rachunek obrotów bieżących i główne składniki, 12M suma krocząca, mln €



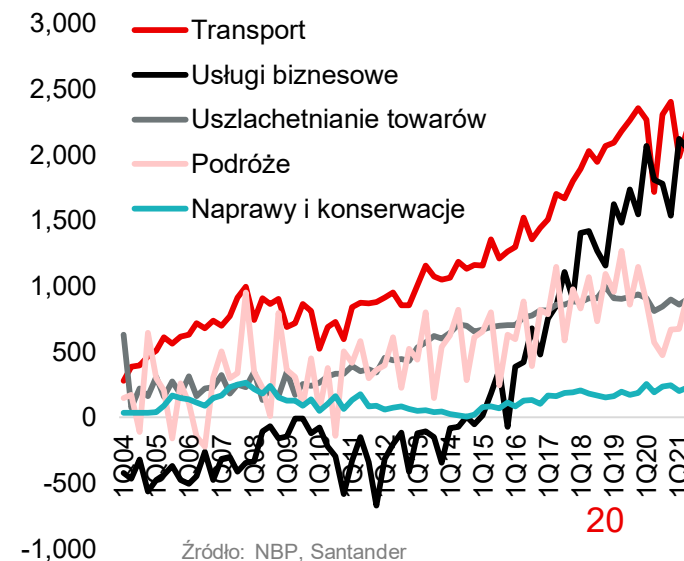
Źródło: NBP, Santander

% wzrost handlu vs. ten sam miesiąc 2019 r.



Źródło: GUS, Santander

Saldo usług, mln €



Źródło: NBP, Santander

Rynek finansowy

A close-up photograph of a desk with financial documents. A silver pen lies diagonally across the papers. The documents feature various charts, including a line graph with a blue line and a bar chart with multi-colored bars. The background is blurred, showing more papers and a computer monitor.

2

Kontekst globalny

Nasz scenariusz bazowy:

- Rentowność 10L UST 1.75% na koniec 2021, 2.20% na koniec 2022,
- Rentowność 10L Bund -0.15% na koniec 2021, 0.50% koniec 2022.

Potrzeba zacieśniania polityki pieniężnej w USA tworzy negatywne środowisko dla aktywów rynków wschodzących, w tym polskich.

Stopy inflacji, w które celują Fed oraz EBC (odpowiednio: bazowa PCE oraz HICP) wzrosły znacznie powyżej ich celów (górną rząd).

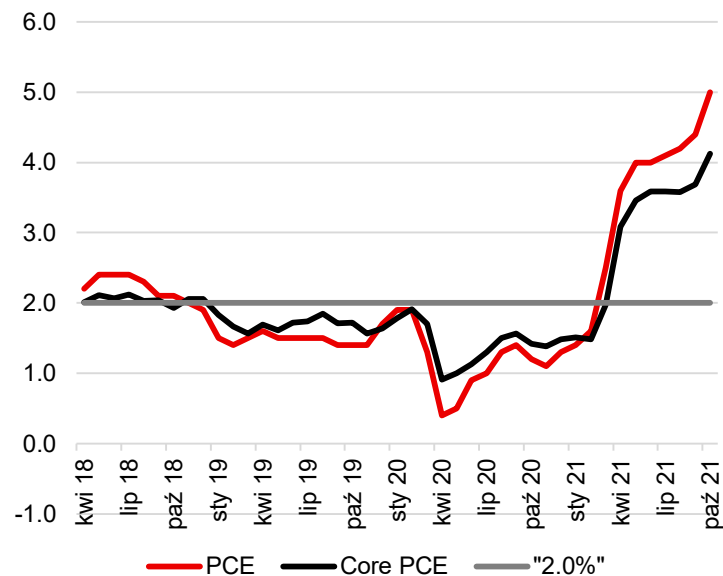
Podczas przesłuchania w Kongresie 30 października Jerome Powell z Fed wycofał słowo „przejściowa” z zestawu słów określających inflację.

„Używamy określenia >>przejściowy<< w znaczeniu takim, że nie pozostawi stałego śladu w postaci wyższej inflacji”. A także, „Uważam, że to prawdopodobnie dobry czas by przestać używać tego słowa i próbować określać bardziej klarownie co mamy na myśli”

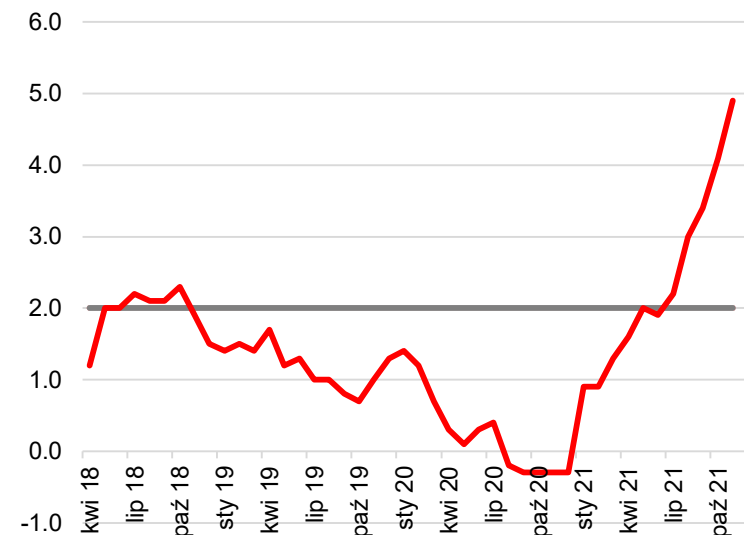
Pomimo wzrastającej inflacji Christine Lagarde z EBC powiedziała, że jest „bardzo mało prawdopodobne” by EBC podniósł stopy procentowe w 2022 r. Dodała jednak, że „jeśli warunki naszej forward guidance zostaną spełnione, nie zawahamy się by działać”.

W USA rynek stóp proc. wyceniają na koniec roku 2022 skalę podwyżek ok. 90pb, tj. większą niż wynika z tzw. dot-plot. W Europie póki co rynki wierzą narracji EBC – oczekiwania jedynie nieco przesunęły się w górę i to dopiero za ok 2 lata od teraz.

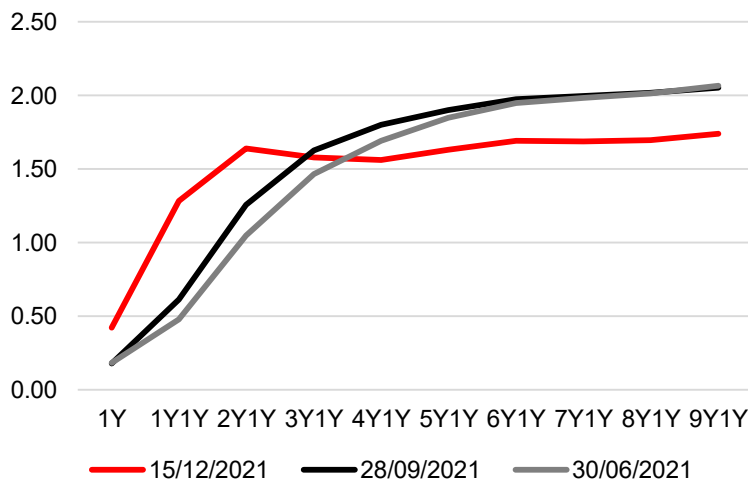
Inflacja PCE i core PCE vs cel inflacyjny Fed



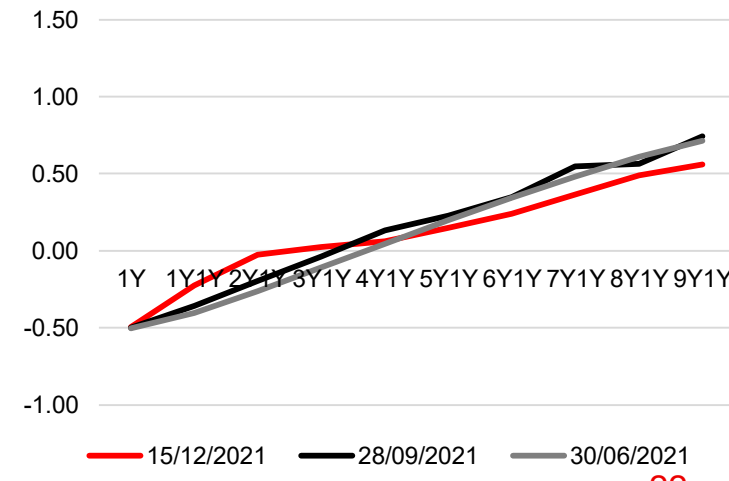
Inflacja HICP vs cel inflacyjny EBC



Krzywa Forward IRS w USA (tenory 1R)



Krzywa Forward IRS w strefie euro (tenory 1R)



Kontekst regionalny

W ostatnich dwóch kwartałach cyklu podwyżek stóp NBP i MNB zareagowały na inflację później (NBP) i mniej zdecydowanie (MNB). Teraz, wydaje się, nadrabiają zaległości. **Jeśli będą kontynuować cykl podwyżek w sposób wiarygodny, słabość złotego i forinta może okazać się przejściowa, nawet w kontekście zmiany tonu polityki Fed.**

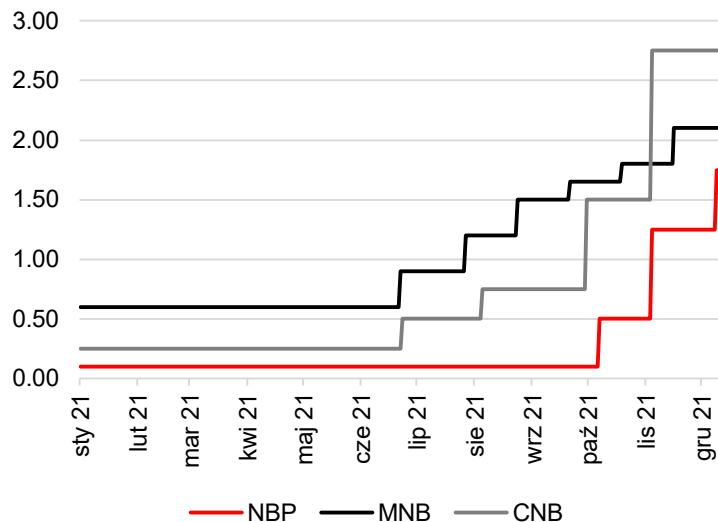
W obliczu wysokich inflacji CPI w listopadzie (Polska 7.8% r/r, Węgry 7,3% r/r, Czechy 6,0% r/r) banki centralne regionu rozpoczęły cykl podwyżek a warunki finansowe zacieśniły się (górny wiersz wykresów).

Najbardziej dynamiczne podwyżki miały miejsce w Czechach, co pozwoliło kontrolować kurs EURCZK (od początku roku kurs spadł, wykres po lewej na dole). Z drugiej strony, zarówno EURHUF jak i EURPLN są wyżej niż na początku roku, co częściowo wynika z faktu, że cykl podwyżek został rozpoczęty z opóźnieniem (NBP) lub postępuje małymi krokami (MNB).

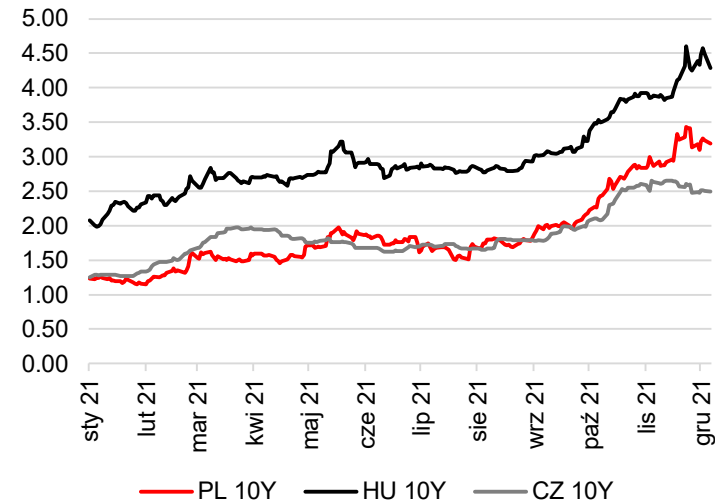
Jeśli MNB oraz NBP będą kontynuować podwyżki stóp w sposób wiarygodny (np. MNB ostatnio podniósł korytarz stóp procentowych, 1-tygodniową stopę depozytową oraz zakończył program QE; NBP rozważa kontynuację podwyżek w podobnym tempie co ostatnio), osłabienie HUF i PLN ze względu na taper Fed-u może być przejściowe.

Niedawno krzywe terminowe zmienności EURPLN i EURHUF uległy odwróceniu (po prawej na dole) co sugeruje nerwowość inwestorów. Możliwe przyczyny to obawy o interwencje walutowe NBP pod koniec roku (tak jak rok temu) ale też podwyższona zmienność związana z posiedzeniami FOMC i EBC.

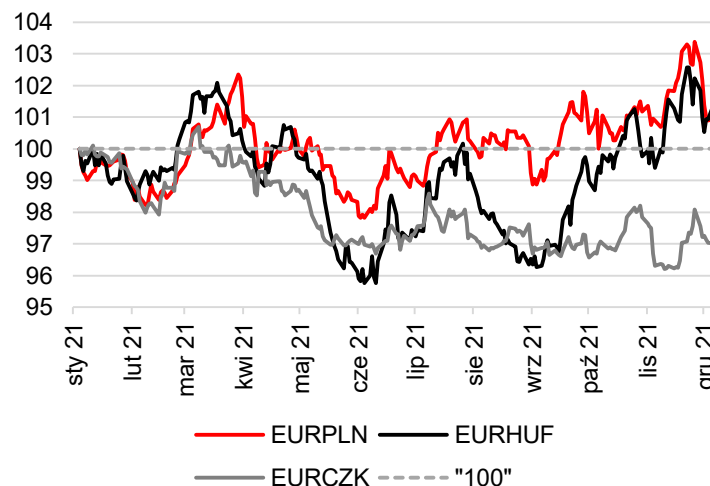
Główne stopy procentowe w regionie CEE3



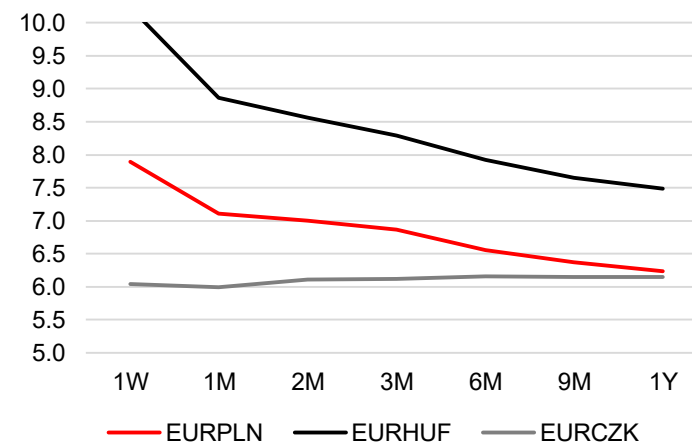
Rentowność 10L obligacji w regionie CEE3



Kurs EUR vs walut CEE3 (1 stycznia 2021 = 100)



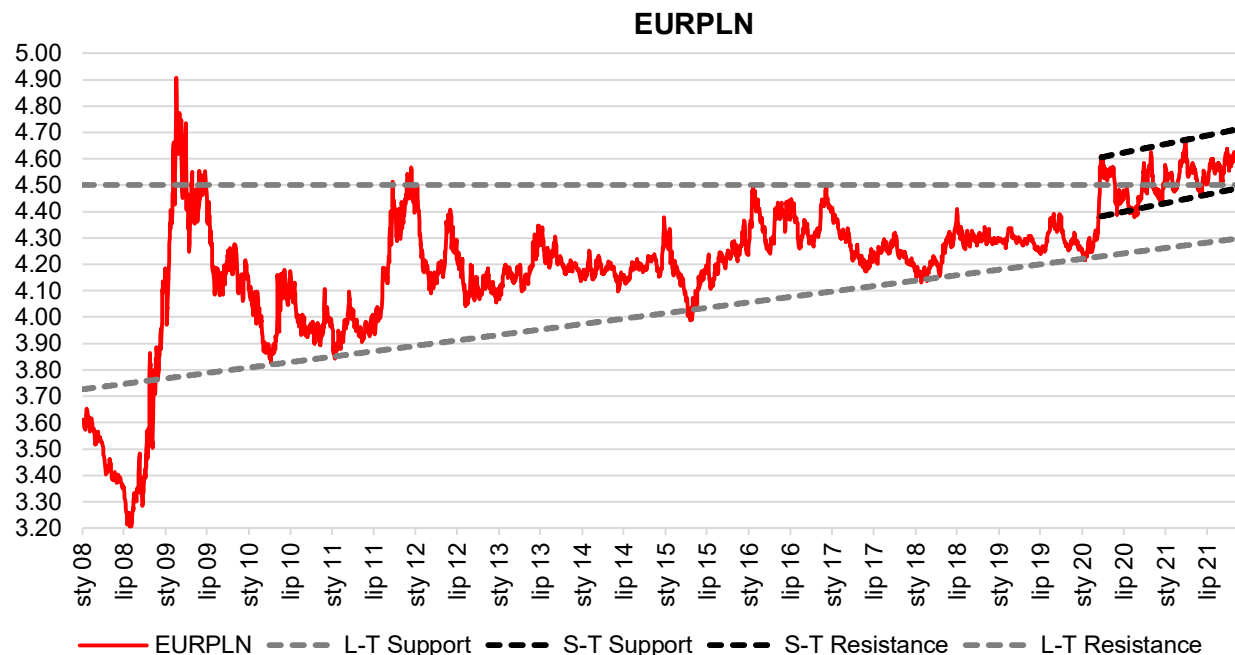
Kurs EUR vs walut CEE3 – zmienność implikowana (15.12)



Rynek walut: EURPLN stopniowo w dół

Oczekujemy EURPLN 4.65 na koniec 2021 r. i powolnego schodzenia kursu do 4.50 na koniec 2022 r. dzięki wciąż solidnej gospodarce ale też wyższym stopom procentowym NBP i odblokowaniu funduszy UE po rozwiązaniu konfliktu o praworządność. Oto kilka czynników na które warto zwrócić uwagę:

- **Silniejszy dolar.** Przyspieszenie spowalniania zakupu aktywów przez Fed i perspektywa podwyżek stóp w USA już na wiosnę mogą wzmacniać dolara i ciążyć walutom rynków wschodzących. **Przewidujemy kurs EURUSD 1.10 w I kw. 2022 oraz 1.18 w IV kw. 2022.**
- Środki z Funduszu Odbudowy. Polska utraciła wypłatę zaliczki, jednak wciąż istnieje możliwość porozumienia i odblokowania środków w 2022 r. Więcej na [str.12](#).
- **Lokalna polityka pieniężna.** Oczekujemy podwyżek stóp NBP do 3,0% w połowie 2022 r. (więcej na [str.10](#)). Taka prognoza jest mniej więcej zgodna z obecną wyceną rynkową. PLN może tracić gdyby NBP podniósł stopy w mniejszym zakresie.
- **Covid-19** stał się mniej istotnym czynnikiem w miarę jak pracownicy dostosowali się do pracy z domu. Wariant Omicron ma, jak się wydaje, mniejszą śmiertelność. Oczekujemy mniejszego wpływu tego czynnika na złotego.
- **Geopolityka.** Konflikt na wschodniej granicy UE może trwać dłużej lub eskalować.



Źródło: Bloomberg, Santander

EURPLN w perspektywie długoterminowej. Na skutek pandemii Covid-19 EURPLN w końcu wybił się w górę z długoterminowej formacji (szara linia przerywana). Tym samym wieloletni poziom oporu stał się istotnym poziomem wsparcia.

EURPLN w perspektywie krótkoterminowej. Mini-trend (czarna linia przerywana) jest w trendzie wznoszącym a obecne jego granice to 4.50 oraz 4.70.

Pomimo naszego optymizmu co do PLN w 2022 uważamy, że jest bardzo mało prawdopodobne by kurs EURPLN obniżył się do poniżej 4,50, który stanowi podwójny poziom wsparcia (zarówno krótko- jak i długoterminowy).

Gdyby złoty miał się osłabiać to EURPLN napotkałby na istotny opór na poziomie 4,70 (górny przedział). Tylko w przypadku gdyby EURPLN przebił ten poziom, droga do 4,90 (najwyższego poziomu z okresu kryzysu Lehman Brothers) byłaby otwarta.

Rynek długu: wyplaszczanie krzywej dochodowości

W 2021 r. obligacyjna krzywa rentowności wyraźnie się spłaszczyła (lewy dolny wykres) w miarę dostarczania podwyżek stóp przez NBP. W IV kw. 2021 r. spready asset swap niemal wróciły do przedpandemicznych poziomów (lewy górny wykres) dzięki wygaszeniu programu QE przez NBP.

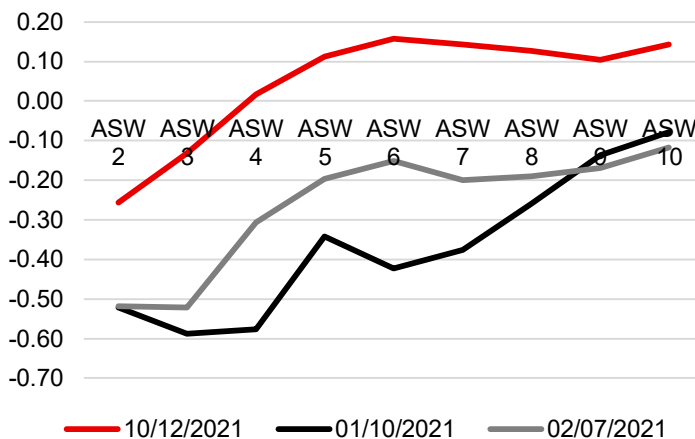
Zakładamy rentowność 2L obligacji na 3,10% na koniec 2022 r. Rynki stopy wyceniły już wiele zacieśnienia. W trakcie roku powinno dochodzić do zmniejszania się dystansu między 2L rentownością a stopą referencyjną NBP.

W naszym scenariuszu bazowym spodziewamy się, że rentowność 10L obligacji zakończy 2022 r. na 3,20%, co będzie naturalną konsekwencją a) naszego założenia, że docelowo główna stopa dojdzie do 3% przed połową 2022 r., b) faktu, że na odcinku 2L-10L często dochodzi do odwrócenia krzywej gdy cykl podwyżek zbliża się ku końcowi.

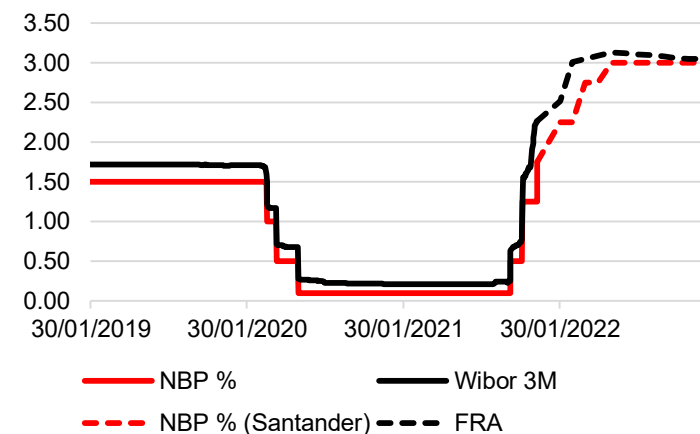
Prognozujemy, że rentowności mogą pozostać mniej więcej w tym samym miejscu r/r mimo że w tym czasie na rynkach bazowych mogą dokonywać się dalsze wzrosty.

Są jednak ryzyka. Jeśli zmaterializują się kluczowe ryzyka (patrz [str.12-15](#)), zapewne szkodząc polskiemu wzrostowi PKB, może dojść do spadku długiego końca krzywej do 2,5% albo nawet niżej.

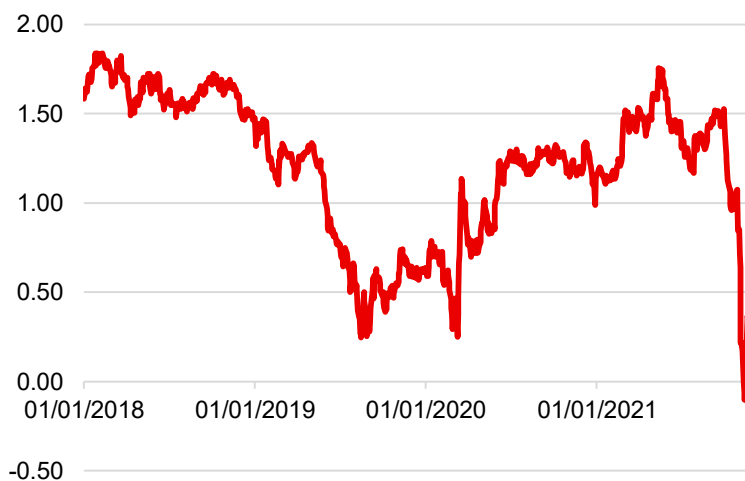
Krzywa Asset Swap



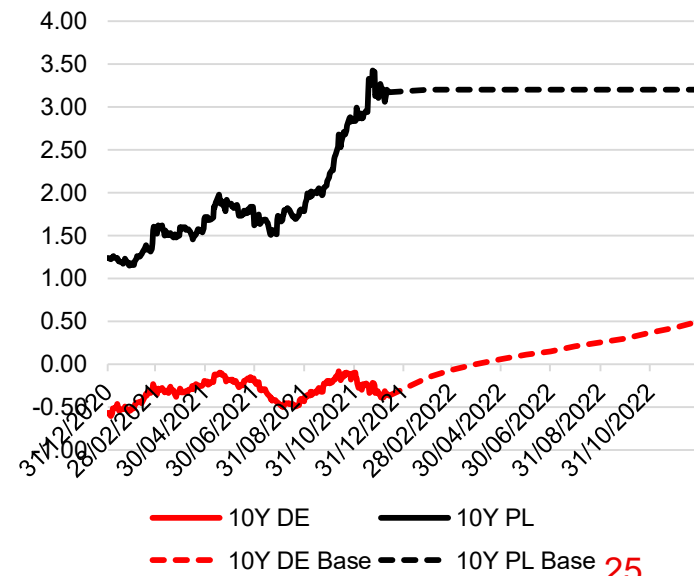
Historyczny i oczekiwany Wibor 3M a stopa NBP, %



Nachylenie krzywej POLGB 2x10



10L rentowności PL i DE (historyczne i prognoza)



Zapadalności obligacji i płatności kuponów w 2022

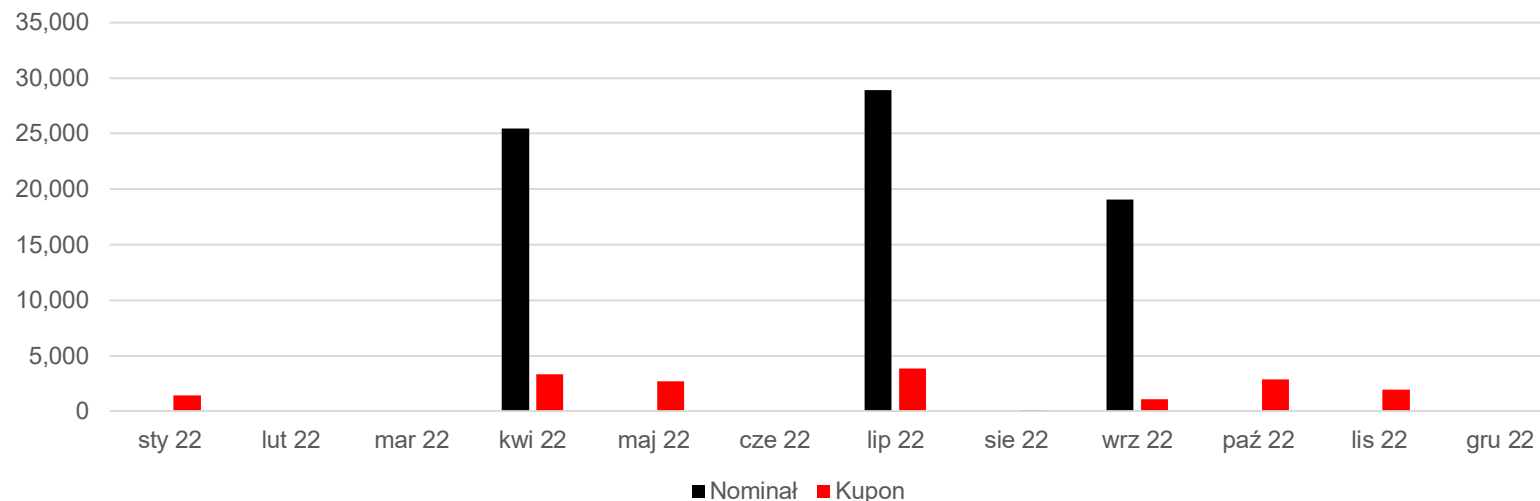
Jeśli chodzi o obligacje denominowane w złotych, w 2022 zapadną obligacje warte 73,5mld zł. Przypadają na kwiecień (PS0422, 25,5mld zł), lipiec (OK0722, PP0722, w sumie na 28,9mld zł) oraz wrzesień (WS0922, 19,1mld zł).

W 2022 w sumie 17,4mld zł kuponów zostanie wypłaconych. Kwota ta została policzona przy 6M Wibor 2,58%. W miarę możliwego dalszego wzrostu Wibor, kwoty te mogą się nieco zmienić.

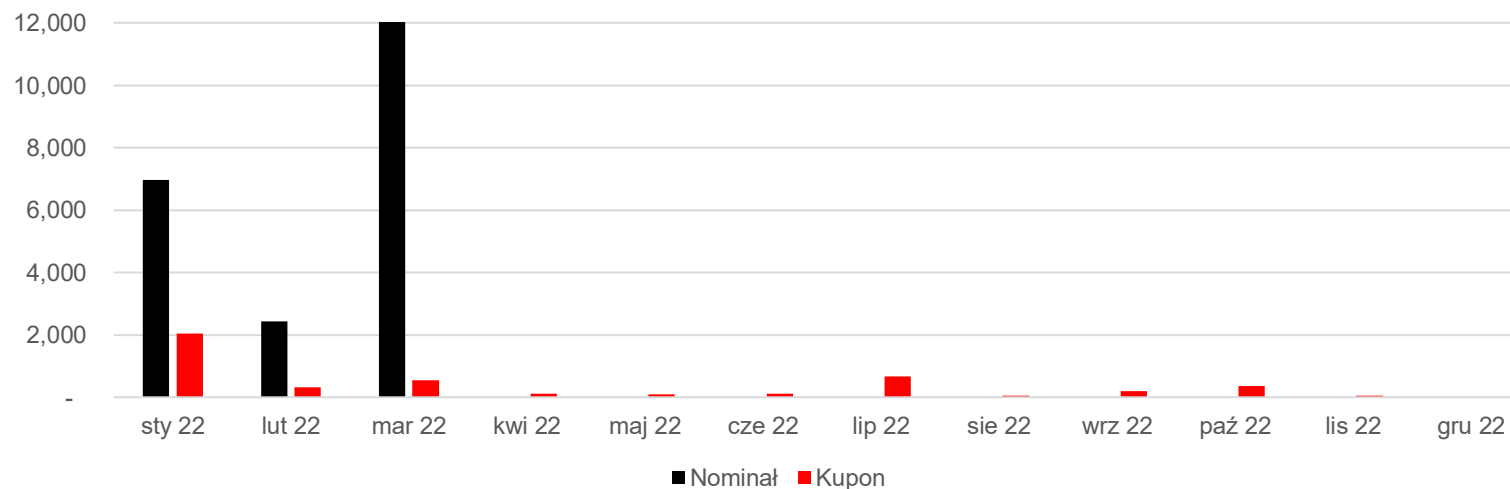
Jeśli chodzi o obligacje denominowane w walutach obcych, w 2022 zapadają obligacje o wartości ok. 20mld zł. Wszystkie koncentrują się w I kw. 2021 (obligacje w EUR w styczniu i lutym, dolarowe w marcu).

Kupony z obligacji denominowanych w walutach obcych wynoszą ok 4,7mld zł i z wyjątkiem stycznia (kupony ok 2,0mld zł) są w miarę równomiernie rozłożone w roku.

Zapadalności i kupony od obligacji denominowanych w złotych w 2022 r., mln zł



Zapadalności i kupony od obligacji denominowanych w walutach obcych w 2022 r., mln zł



źródło: Bloomberg, 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	2,585.3	2,890.0	587.4	617.0	647.5	733.4	668.9	705.1	716.8	799.3
PKB	% r/r	4.7	-2.5	5.5	4.9	-0.8	11.2	5.3	6.6	7.0	6.1	3.8	3.2
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-3.4	7.8	5.9	0.3	12.4	8.6	10.0	8.3	7.5	4.9	3.7
Spożycie indywidualne	% r/r	4.0	-3.0	6.7	5.0	0.1	13.1	4.7	9.9	9.5	7.0	3.0	1.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-9.0	8.4	7.3	1.7	5.6	9.3	13.0	-1.5	12.0	11.2	6.2
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.2	-1.1	13.0	8.1	7.8	30.2	10.5	7.6	5.9	7.2	9.5	9.5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3.6	-3.5	0.8	2.1	-12.5	1.8	5.8	3.7	3.4	-4.0	3.0	5.4
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.1	-3.0	7.2	2.7	1.2	14.4	6.1	8.0	9.1	3.6	-1.0	0.3
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.3	8.4	7.7	6.6	9.6	9.4	8.2	7.8	7.5	7.3	8.1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.2	-1.0	0.2	2.1	-1.4	1.1	0.7	0.3	2.0	2.0	2.1	2.3
Stopa bezrobocia*	%	5.2	6.2	5.5	5.1	6.4	5.9	5.6	5.5	5.6	5.1	5.0	5.1
Rachunek bieżący	mln EUR	2,523	15,287	-4,581	-8,627	2,746	372	-4,331	-3,368	1,260	-837	-6,054	-2,996
Rachunek bieżący	% PKB	0.5	2.9	-0.8	-1.4	2.7	1.7	0.4	-0.8	-1.0	-1.2	-1.5	-1.4
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.7	-7.1	-2.0	-2.5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	2.3	3.4	5.1	6.4	2.8	4.5	5.4	7.5	6.4	7.5	6.6	5.0
CPI *	% r/r	3.4	2.4	8.1	4.7	3.2	4.4	5.9	8.1	6.1	7.6	6.1	4.7
Inflacja bazowa	% r/r	2.0	3.9	4.1	5.9	3.8	3.8	3.9	4.8	5.7	6.4	6.2	5.3

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Stopa referencyjna NBP *	%	1.50	0.10	1.75	3.00	0.10	0.10	0.10	1.75	2.75	3.00	3.00	3.00
WIBOR 3M	%	1.72	0.67	0.51	3.05	0.21	0.21	0.22	1.41	2.62	3.12	3.23	3.23
Rentowność obligacji 2L	%	1.56	0.50	0.77	3.03	0.08	0.20	0.43	2.38	2.85	3.05	3.10	3.10
Rentowność obligacji 5L	%	1.99	0.96	1.35	3.09	0.65	1.10	0.89	2.77	3.05	3.10	3.10	3.10
Rentowność obligacji 10L	%	2.41	1.52	1.95	3.14	1.35	1.73	1.80	2.93	3.10	3.10	3.15	3.20
IRS 2L	%	1.74	0.62	1.16	3.44	0.37	0.71	0.88	2.70	3.30	3.47	3.50	3.50
IRS 5L	%	1.85	0.85	1.67	3.19	0.91	1.42	1.48	2.86	3.17	3.20	3.20	3.20
IRS 10L	%	2.05	1.15	2.00	3.14	1.45	1.87	1.79	2.90	3.10	3.10	3.17	3.20
EUR/PLN	PLN	4.30	4.44	4.57	4.59	4.54	4.53	4.57	4.63	4.65	4.63	4.58	4.53
USD/PLN	PLN	3.84	3.89	3.86	4.05	3.77	3.76	3.87	4.05	4.19	4.15	4.00	3.87
CHF/PLN	PLN	3.86	4.15	4.22	4.24	4.17	4.13	4.22	4.38	4.37	4.28	4.20	4.13
GBP/PLN	PLN	4.90	4.99	5.32	5.45	5.20	5.25	5.34	5.49	5.71	5.61	5.35	5.17

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **15.12.2021** 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	887 842 480
Wojciech Mazurkiewicz	609 224 857



#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

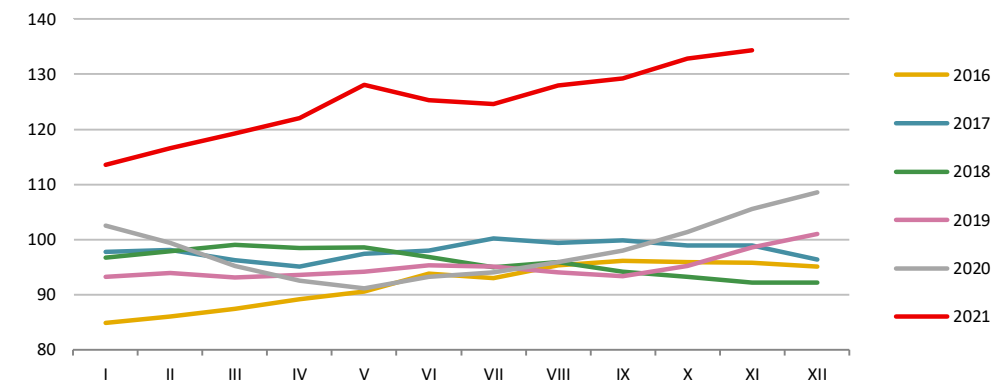
Wysokie ceny żywności na świecie

W IV kwartale 2021 r. ceny żywności na świecie pozostały w trendzie wzrostowym. W listopadzie indeks cen FAO osiągnął 134 pkt. Był to poziom wyższy o 5% w porównaniu do maja oraz wyższy o 27% w relacji rocznej. Co istotne, wzrost wartości indeksu jest rezultatem wysokich notowań wszystkich surowców, które są jego składowymi. Ważną przyczyną wzrostu cen jest rosnący popyt na surowce rolne, przy ograniczeniach w podaży. W Kanadzie, która jest ważnym eksporterem pszenicy i rzepaku, odnotowano istotny spadek produkcji. Zbiory pszenicy były również niższe w Rosji, która aby zmniejszyć skalę wzrostu cen na rynku wewnętrznym, wprowadziła cła eksportowe. W Australii pojawiły się duże obawy o jakość ziarna w tym sezonie. Z kolei na rynku cukru spadek produkcji w Brazylii, która jest największym producentem i eksporterem na świecie, powoduje pozytywną presję na ceny. Na rynku mleka wysoki popyt, przy stabilnej podaży surowca, napędza wzrost cen. Niższe dynamiki odnotowano na rynku mięsa, ale również w tym przypadku światowe notowania były wyższe niż rok temu. Obok kwestii surowcowych, ważnym czynnikiem są też wyższe koszty transportu, co również ma wpływ na ceny żywności.

Wysokie ceny surowców rolnych wspierają wyniki eksportu żywności. W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy br. wartość sprzedaży zagranicznej artykułów rolno-spożywczych z Polski wyniosła 27,1 mld euro i była wyższa o 7% r/r. Czwarty kwartał powinien przynieść utrzymanie wysokiej dynamiki, czemu sprzyja popyt na świecie, ale też słaby polski złoty. Co też ważne, wprowadzane w części krajów restrykcje społeczne, związane z kolejną falą pandemii, są znacznie łagodniejsze niż podczas pierwszej fali. Wartość eksportu w całym roku może przekroczyć 36 mld euro.

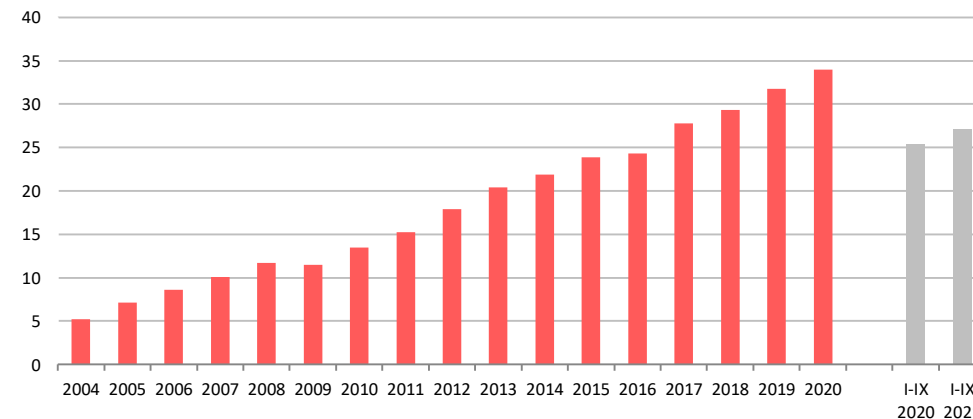
Rosnące ceny żywności stanowią wyzwanie dla konsumentów. Dla polskich przedsiębiorstw może to być jednak szansa. Wyższa wrażliwość zagranicznych konsumentów na wzrost cen może, w krótkim okresie, sprzyjać poszukiwaniu tańszych produktów. Polska żywność ma dużą przewagę związaną z relacją jakości i ceny.

Indeks cen żywności FAO (średnia 2014-16 = 100)



Źródło: FAO

Wartość eksportu artykułów rolno-spożywczych z Polski (mld euro)



Źródło: GUS

Wyzwania w przemyśle spożywczym

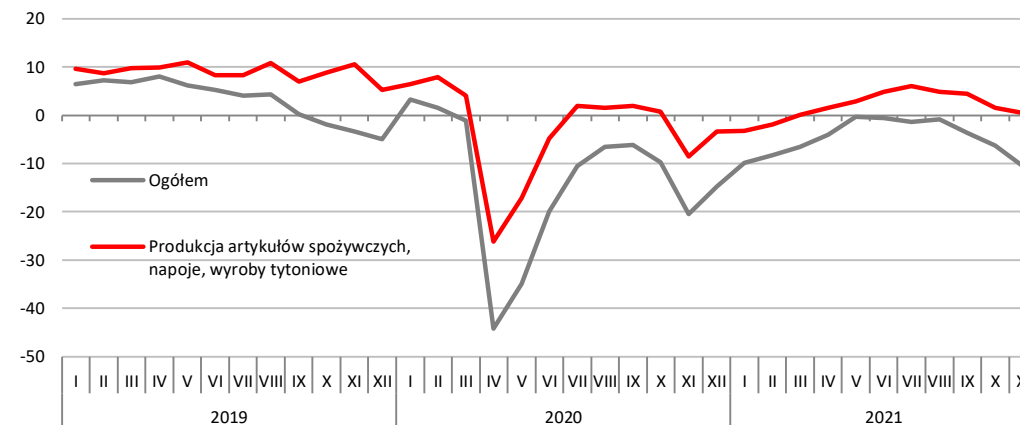
Miękkie wskaźniki pokazują stosunkowo dobre nastroje w branży spożywczej. W listopadowym badaniu koniunktury zrealizowanym przez GUS, sektor spożywczy pozytywnie ocenił bieżącą sytuację firm oraz bieżący portfel zamówień. Widać lekkie osłabienie nastrojów w porównaniu do poprzednich miesięcy. Jednak opinie branży spożywczej pozostały bardziej pozytywne niż średnio w przetwórstwie przemysłowym.

W miesiącach X-XI mniejszym wyzwaniem dla firm były kwestie popytowe. Z kolei mocno wzrósł odsetek przedsiębiorstw które wskazywały na niedobór pracowników (30% vs. 22% w 3 kw.). Nieco częściej wskazywano też na wzrost kosztów zatrudnienia. Może to być efekt specyfiki okresu przedświątecznego. To czas wyężonej pracy dla branży spożywczej. W tym okresie braki kadrowe, szczególnie w działach produkcyjnych, są bardzo odczuwalne.

W październiku i w listopadzie więcej przedsiębiorstw zgłaszało niedobór surowców (18% vs. 15% w 3 kw.). Z jednej strony w przemyśle spożywczym nie odnotowano zerwania łańcuchów dostaw w związku z pandemią. Z drugiej jednak strony warto zauważyć, że w ostatnich miesiącach mocno wzrosły ceny surowców do przetwórstwa i środków wykorzystywanych w przetwórstwie żywności oraz produkcji rolniczej. W niektórych przypadkach pojawiły się problemy z podażą. Dodatkowo podrożał transport oraz inne usługi dla przemysłu, w tym komunalne. W rezultacie obszar pozyskiwania surowców, materiałów i usług wykorzystywanych w produkcji może być obecnie bardziej wrażliwy niż w przeszłości.

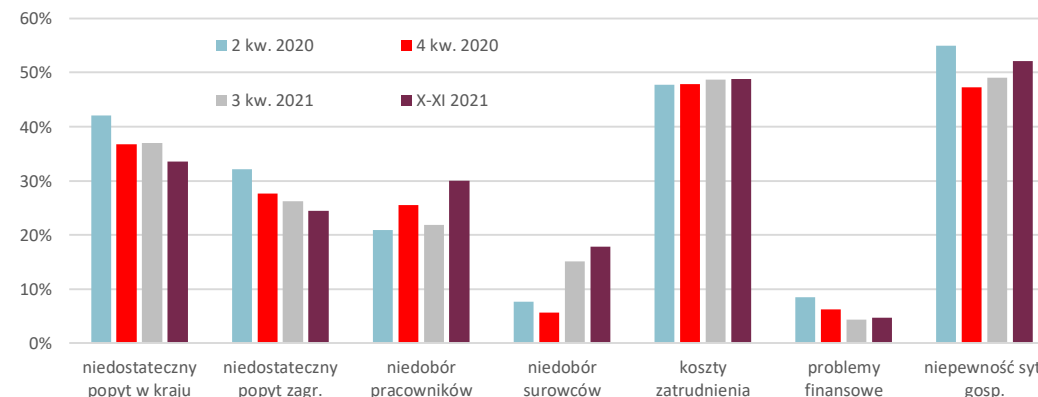
Czynnikami ryzyka w 2022 r. pozostaje pandemia. Ogólna niepewność dot. bieżącej sytuacji i przyszłości wspiera zakupy surowców rolnych w krajach będących importerami żywności. Ważna jest też kwestia wysokich cen surowców energetycznych, które powodują presję na rentowność w całym łańcuchu produkcji i dystrybucji żywności. Rezultatem jest ograniczony potencjał do rozwoju produkcji w krótkim okresie, co może wzmacniać ceny żywności.

Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury



Źródło: GUS

Bariery działalności przedsiębiorstw w branży spożywczej



Źródło: GUS

Silny efekt Black Friday pozwoli utrzymać 30% wzrost

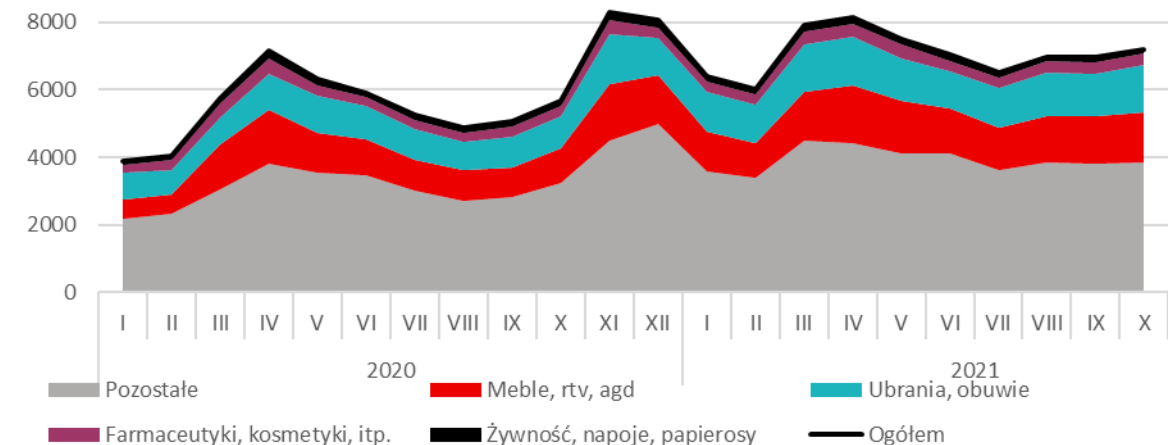
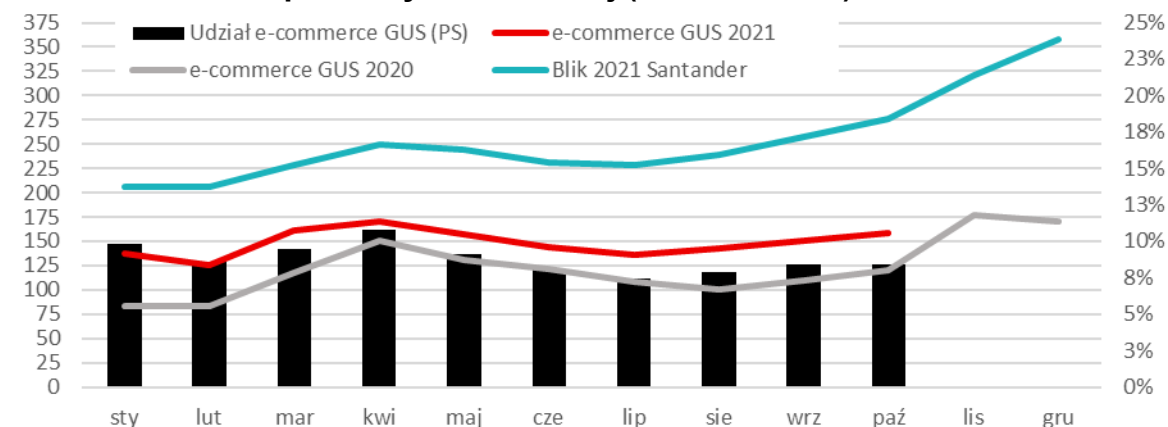
Efekt Black Friday w e-commerce był w tym roku znacznie silniejszy niż w poprzednich latach – nie tylko ze względu na COVID, ale również ze względu na organiczny wzrost liczby e-konsumentów i ich wydatków. Płatności online klientów Banku w tygodniu, na który przypada to święto zakupów były blisko dwukrotnie wyższe niż w średnim tygodniu z okresu I-III kw. 2021. W listopadzie dość prawdopodobny wydaje się odczyt GUSu wartości obrotów detalicznych e-commerce na poziomie powyżej 10 mld zł wobec dotychczasowej bariery na poziomie ok. 8,1 mld PLN (listopad ub.r. i kwiecień br.). Dane kartowe za pierwszą połowę grudnia wskazują na istotny wzrost r/r, jednak widzimy w kolejnych tygodniach stopniowy spadek obrotów po szczycie z końca listopada.

Szacujemy, że trwająca pandemia COVID może dokładać obecnie ok. 10 p.p. wzrostu, co oznaczałoby wciąż wysoki, ok. 30% udział we wzroście sprzedaży internetowej. Jest to mniej niż w ub.r., ale jednocześnie więcej niż zakładaliśmy w 1H21. Wobec tego możliwy do spełnienia jest górny scenariusz naszej prognozy, czyli ok. 91 mld obrotów w całym 2021 r. Oznaczałoby to wzrost r/r o ok. 30% wobec blisko 32% dynamiki zanotowanej po 10 m-cach br.

Głównymi motorami wzrostu pozostają dwie szerokie kategorie związane z elektroniką i wyposażeniem wnętrz (meble, AGD) oraz moda (ubrania, obuwie). W obu przypadkach mówimy o wzroście obrotów w br. o ok. 3,6 mld PLN, przez co odpowiadają one razem za ~43% tegorocznego wzrostu obrotów, to niemal tyle, co wszystkie pozostałe kategorie. Odczyty w listopadzie i grudniu mogą nieco zmienić ten obraz ze względu na świąteczny, dużo bardziej zróżnicowany charakter zakupów.

W scenariuszu na przyszły rok, w zależności od rozwoju pandemii, spodziewamy się ok. 11-18% wzrostu sprzedaży internetowej, co oznaczałoby poziom ok. 101-108 mld PLN.

Indeks wartości sprzedaży internetowej (12.2019 = 100)



Źródło: GUS, Santander

Branża opakowań rośnie najszybciej od lat

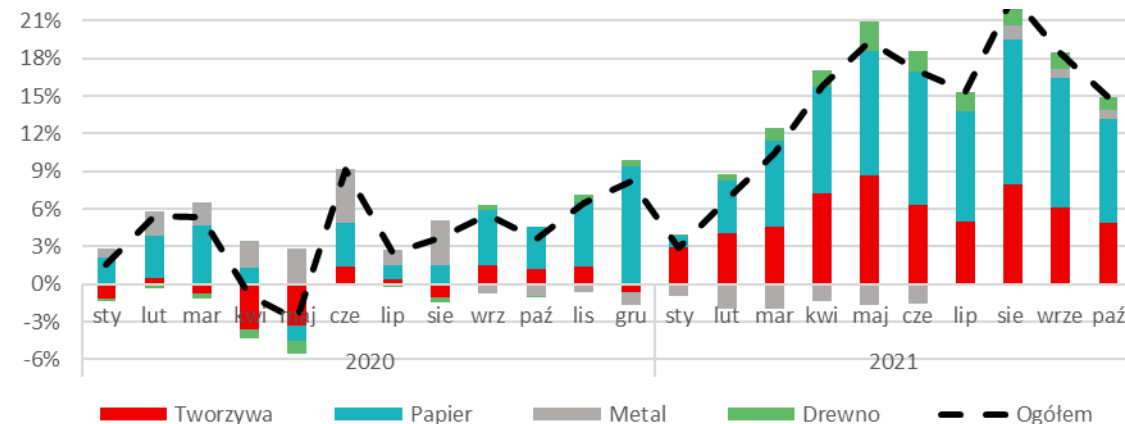
Galopująca inflacja kosztów i solidny popyt przynoszą branży opakowań rekordową na tle ostatnich lat dynamikę wzrostu. Szacujemy, że od marca br. branża rozwija się w tempie przekraczającym 10% r/r, zaś biorąc pod uwagę silny impuls konsumpcji w ostatnich miesiącach 2021 spodziewamy się, że w całym br. wartość produkcji sprzedanej branży mogłaby wynieść ponad 51,5 mld PLN. Nasze szacunki wspiera również rosnąca produkcja gałęzi przemysłu będących głównymi odbiorcami branży opakowań. Po 10 m-cach br. produkcja sprzedana wzrosła w tych sektorach średnio o ok. 10%. Z kolei wartość eksportu opakowań była po 8 m-cach br. wyższa o 19% wobec analogicznego okresu z 2020 r. i 16% wyższa niż w 2019 r.

Ceny opakowań wyraźnie rosną w br., jednak widzimy, że branża nie przeniosła jeszcze w pełni wyższych kosztów produkcji na ceny gotowych produktów. Udział materiałów w obrotach firm w 3Q21 wciąż był w trendzie wzrostowym, sięgając odpowiednio ~58% w przypadku produkcji opakowań z papieru i tektury i ok. ~56% dla produkcji opakowań z tworzyw.

Spodziewamy się, że impuls kosztowy ze strony surowców jest blisko szczytu i w 1Q22 zobaczymy pewną stabilizację po okresie gwałtownych wzrostów w br. Zarówno notowania głównych tworzyw sztucznych wykorzystywanych do produkcji opakowań jak i celulozy w 4Q stabilizują się na wysokim poziomie. Może to oznaczać bliski koniec trendu spadkowego rentowności i płynności producentów opakowań.

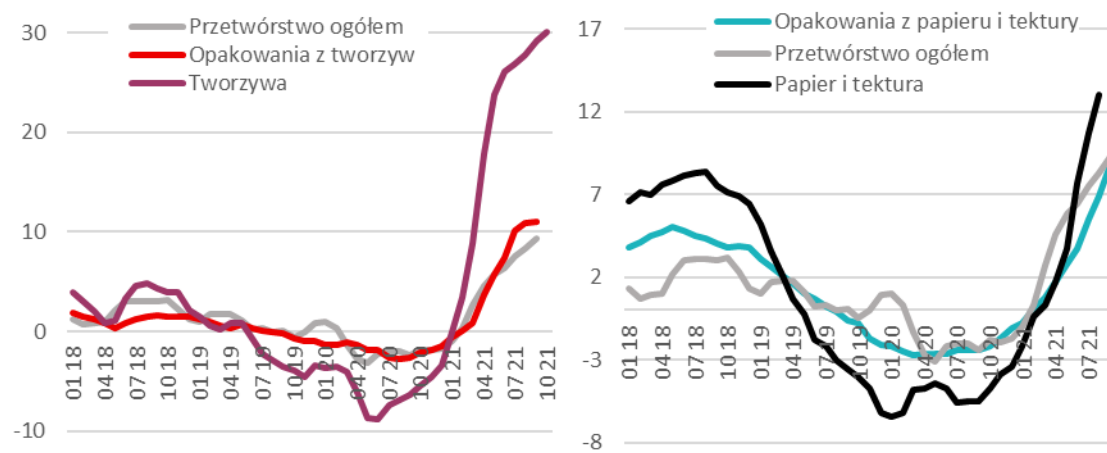
Z kolei od stycznia 2023 nowym czynnikiem działającym na wzrost cen opakowań będą regulacje związane z reformą systemu rozszerzonej odpowiedzialności producenta. Nowe opłaty będą naliczane od masy opakowań w zależności od materiału i będą ponoszone przez podmiot wprowadzający opakowanie do obrotu – podniesie to więc ceny opakowań przy w miarę neutralnym działaniu na samych producentów.

Produkcja sprzedana opakowań wg materiałów (zmiana r/r)



Źródło: GUS, Santander

Ceny producentów opakowań na rynku unijnym vs przemysł (zmiana r/r)



Źródło: Eurostat, Santander

Trudna sytuacja dostawców części samochodowych

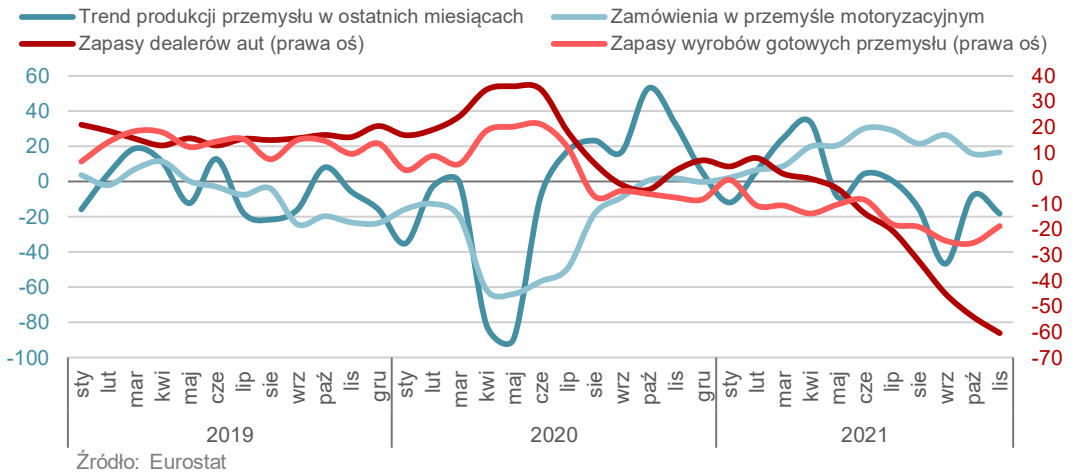
Kryzys podaży w sektorze nadal trwa. W efekcie rejestracje samochodów osobowych w Europie w okresie styczeń-październik 2021 r. wzrosły jedynie o 3% r/r, co oznaczało mniej o 25% wobec porównywalnego okresu 2019 r. Niskie wolumeny sprzedaży nie są jednak aż tak dotkliwe w skutkach dla dealerów, gdyż relatywnie duży popyt pozwala na uzyskiwanie wysokich cen i marż.

W podobnej sytuacji są producenci aut, którzy rosnące koszty produkcji są w stanie częściowo przerzucić na klientów. Poziomy produkcji są jednak zróżnicowane pomiędzy koncernami. Wyraźnie mniej problemów z dostawami półprzewodników mają producenci z Azji. Na przykład w Czechach zakłady Skody radzą sobie w tym roku o wiele gorzej (-11% r/r) niż Hyundai (+22% r/r). Różnice są także pomiędzy poszczególnymi montowniami, które wynikają m.in. z nadawania wysokich priorytetów produkcji o wyższej rentowności, tj. pojazdom z napędami elektrycznymi, markom premium, czy modelom z segmentu SUV.

W gorszej sytuacji są producenci części i komponentów dostarczający głównie na pierwszy montaż, którzy przy niskich wolumenach sprzedaży muszą dodatkowo stawiać czoło wysokim cenom materiałów do produkcji, energii i stawkom frachtu morskiego. Niepewna i zmienna jest ich produkcja oraz odbiór zamówień przez OEMy. Przyczyną są z jednej strony problemy z dostępnością materiałów uniemożliwiające produkcję części i ich dostawę do OEMów. Obejmują, oprócz półprzewodników, większość kluczowych w produkcji motoryzacyjnej surowców, m.in. stal i aluminium, tworzywa sztuczne, żywice, a ostatnio zagrożona była też podaż magnezu wykorzystywanego w stopach aluminium. Z drugiej strony montownie aut potrafią zwlekać z odbiorem wyprodukowanych części, jeśli nie dociera do nich partia półprzewodników, co wstrzymuje produkcję samochodów, a przy systemach just-in-time nie ma miejsca na magazynowanie komponentów.

Wśród ekspertów branżowych przeważa pogląd, że najgorszy moment kryzysu dostaw właśnie mija, ale sytuacja będzie się poprawiała stopniowo. IHS Markit przewiduje, że wolumen produkcji pojazdów lekkich w Europie w całym 2021 r. spadnie o 3%, a w 2022 oraz 2023 roku wzrośnie odpowiednio o 16% i 11%. Z kolei LMC Automotive zakłada spadek sprzedaży aut osobowych w Europie Zachodniej w 2021 r. o 3% oraz wzrost o 7% w 2022 r.

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.)



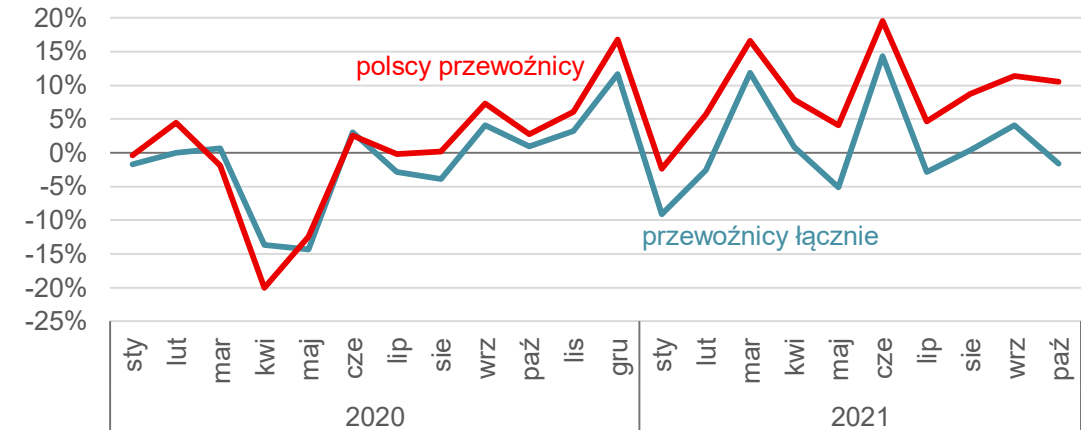
Wysoki popyt na przewozy i zmiany przepisów

Dane GUS pokazują, że masa towarów przewiezionych przez polskich przewoźników drogowych w okresie styczeń–październik 2021 r. nie uległa zmianie r/r, co oznaczało mniej o 8,5% wobec porównywalnego okresu 2019 r. Z kolei o 11% r/r wzrosła liczba kilometrów przejechanych przez nich po płatnych drogach w Niemczech, czyli o 9% wobec analogicznego okresu w 2019 r. Był to rezultat lepszy od pozostałych przewoźników jeżdżących po drogach Niemiec, którzy uzyskali dynamikę +3% r/r i -0,5% wobec 2019 r. Dzięki temu udział polskich przewoźników w transporcie w Niemczech wzrósł o ponad 1 pkt proc. do 17,3%, co biorąc pod uwagę znaczenie rynku niemieckiego może wskazywać na dalsze umacnianie ich pozycji na rynku transportu drogowego całej UE.

Czynnikami napędzającym wzrost przewozów jest dobra sytuacja w przemyśle i handlu UE. Dobre nastroje mógł jedynie psuć indeks PMI wskazujący trzeci miesiąc z rzędu na spadek zamówień zagranicznych w krajowym przemyśle. Korzystna ogólna sytuacja popytowa w UE, wysokie ceny paliw, ograniczona podaż kierowców i rosnące wynagrodzenia przekładały się na trwającą od wielu miesięcy tendencję wzrostową w stawkach za fracht. Krótkoterminowe przewidywania popytu i stawek wynikające z badania koniunktury w transporcie lądowym w UE pokazują, że tendencja ta powinna się utrzymywać w najbliższych miesiącach.

Przed sektorem znaczna zmiana regulacyjna. W Polsce Sejm właśnie przegłosował ustawę o czasie pracy kierowców, która ma za zadanie dostosować polskie prawo do przepisów unijnych zawartych w Pakiecie Mobilności. Na tym etapie procesu legislacyjnego nie uwzględniano jednak poprawek proponowanych przez branżę, co jednak może jeszcze nastąpić w Senacie. Wchodzące w życie w lutym 2022 r. kolejne regulacje Pakietu Mobilności dotyczące pracy delegowanej w przewozach cross-trade i kabotażu oraz przeprowadzane adaptacje krajowych przepisów budzą obawy sektora o znaczny wzrost kosztów wynagrodzeń. A to może obniżyć rentowność i konkurencyjność krajowych przewoźników na arenie europejskiej, a w efekcie zaostrzyć konkurencję na rynku krajowym oraz w przewozach bilateralnych.

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



Źródło: BAG

Przewidywany popyt i ceny w transporcie lądowym (NACE 49) w UE

- wyniki badania koniunktury, bilans wskazań wzrost/spadek



Źródło: Eurostat

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **14.12.2021** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT STRATEGII

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

Maciej Nałęcz

Radosław Pelc

sektor rolno-spożywczy

przetwórstwo przemysłowe, usługi

motoryzacja, transport, logistyka

+48 512 765 647

+48 665 615 384

+48 887 845 708

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

