

Wojna przyspieszyła cykl

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Prognozy 2022 - co się zmieniło	s. 5
■ Punkt startowy	s. 7
■ Skutki wojny w Ukrainie	s. 9
■ Rynek pracy	s. 14
■ Konsumpcja	s. 15
■ Inwestycje	s. 18
■ Fundusze unijne	s. 20
■ Bilans zewnętrzny	s. 21
■ Inflacja	s. 22
■ Polityka pieniężna	s. 24
■ Polityka fiskalna	s. 25
■ Rynek długu	s. 27
■ Rynek walutowy	s. 32
■ Tabela z prognozami	s. 35
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 38



Podsumowanie (makro)

Ponad sześć tygodni od wybuchu wojny w Ukrainie, niepewność dot. prognoz ekonomicznych pozostaje nieprzeciętnie wysoka. Nie tylko nie wiemy jak długo potrwa ten konflikt i jak się zakończy, ale też przewidywanie reakcji podmiotów ekonomicznych na wielokierunkowe szoki jest niezwykle trudnym wyzwaniem.

Po bardzo mocnym początku roku (wzrost PKB w I kw. był zapewne nadal bliski 7% r/r), aktywność gospodarcza zapewne dość wyraźnie zwolni, za sprawą zaburzeń w handlu (niższy popyt plus zaburzenia w dostawach), spadku nastrojów, skokowego wzrostu cen surowców i stóp procentowych. Na początku marca obniżyliśmy prognozę tegorocznego wzrostu PKB do 3,5% i utrzymujemy ją na tym poziomie. Już wcześniej zakładaliśmy, że w tym roku wzrost gospodarczy będzie hamował, ale wojna w pewnym sensie znacznie przyspieszyła cykl.

Jesteśmy wciąż umiarkowanie optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy konsumpcji, głównie dzięki silnemu wzrostowi dochodów rozporządzalnych (szybki wzrost płac, obniżki PIT, dodatkowe transfery), chociaż inflacja skonsumuje znaczną część realnej wartości tego wzrostu. Wydatki uchodźców z Ukrainy mogą nieco się dołożyć do konsumpcji ogółem, ale będzie to raczej mniej istotny czynnik niż zmiana ogólnej stopy oszczędzania. Ta może naszym zdaniem jeszcze się obniżyć pod wpływem wyższej inflacji. Ryzyko wyższych oszczędności „przezornościowych” pod wpływem wojennej niepewności nie znajduje na razie potwierdzenia w danych z kart kredytowych, co pozwala nam prognozować wzrost konsumpcji prywatnej w br. o blisko 4%.

Perspektywy inwestycji nie wyglądają zbyt różowo. Wojna i rosnące stopy procentowe zapewne obniżą znacznie popyt na mieszkania, wydatki inwestycyjne firm mogą się zatrzymać pod wpływem wysokiej niepewności i presji kosztowej, a wydatki publiczne mogą nadal radzić sobie słabo przy spowolnieniu napływu środków z UE.

Rynek pracy zwykle reaguje z opóźnieniem na cykl gospodarczy, więc dynamika płac nie wyhamuje szybko. Wydaje się, że duży napływ uchodźców (o ile okaże się trwały) powinien osłabić presję płacową w długim okresie, ale w najbliższych miesiącach napięcia mogą pozostać ogólnie wysokie, choć sytuacja może się bardzo różnić w zależności od sektorów (kobiety z Ukrainy będą szukać pracy prawdopodobnie głównie w usługach, odpływ mężczyzn dotyka głównie transport, budownictwo itd.).

Wojna w Ukrainie oznacza wyższą inflację. O ile wyższą – to się jeszcze ostatecznie okaże; zachowanie rynków surowcowych będzie zależało m.in. od rozwoju konfliktu i reakcji Europy (np. w zakresie tempa odchodzenia od rosyjskich węglowodorów). Nasz scenariusz bazowy zakłada stabilizację CPI w okolicy 11% r/r do późnego lata i potem jej stopniowy spadek. Ale ryzyka wciąż zdają się asymetryczne w górę. Przewidujemy, że inflacja bazowa po wyraźnym przekroczeniu 7% w połowie roku powinna się zacząć obniżać pod wpływem hamowania popytu i stopniowo malejącej presji na rynku pracy.

Ostra reakcja Rady Polityki Pieniężnej na kolejne zaskoczenie inflacyjne (+100 pb w kwietniu, do 4,5%) sugeruje, że musimy znowu przesunąć w górę oczekiwany docelowy poziom stóp w tym cyklu. Następne decyzje będą również mocno zależały od danych inflacyjnych. Jeśli – zgodnie z naszą prognozą – CPI ustabilizuje się przy 11%, RPP może wrócić do 50-punktowych podwyżek i zatrzymać stopę referencyjną na poziomie 5,5% w czerwcu. Jeśli inflacja będzie nadal zaskakiwać, przybliżymy się do scenariusza wycenianego przez rynek (stopy na 6,5%). Naszym zdaniem odwaga NBP w zacieśnianiu polityki osłabnie kiedy w danych pojawią się wyraźne sygnały pogorszenia koniunktury gospodarczej.

Im większa skala ekspansji fiskalnej tym większe mogą się okazać konieczne podwyżki stóp procentowych. Koszty wydłużania tarczy antyinflacyjnej, wydatki związane z napływem uchodźców, nowe obniżki podatków i transfery, wyższe wydatki na obronność i spowolnienie gospodarcze – wszystkie te czynniki mogą pchnąć deficyt fiskalny w br. do ok. 4,7% PKB. Nadal trzymamy kciuki za odmrożenie środków z programu odbudowy, ale rząd nie spieszy się z wymaganymi zmianami w prawie, w związku z czym napływ środków z tego tytułu w br. może się okazać zaniedbywalny.



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Złoty odzyskał nieco sił po znaczącej przecenie w pierwszych tygodniach inwazji Rosji na Ukrainę, ale nie wrócił do punktu wyjścia i nie spodziewamy się, żeby mu się to udało w tym roku. Punkt wyjścia sprzed wybuchu wojny na 4,50 może okazać się poziomem wsparcia dla EURPLN. Naszym zdaniem kurs pozostanie powyżej póki nie wyjaśni się jakie koszty poniosła gospodarka w związku z wojną i walką z inflacją. Od dawna wskazywaliśmy na korzystne perspektywy złotego opierając się na zdolności polskiej gospodarki, wielokrotnie potwierdzonej, do osiągnięcia wyższego wzrostu niż inne kraje UE, nawet w trudnych warunkach. Tym razem gdy patrzymy na perspektywy gospodarcze mamy obawy, że ta cecha może się nie ujawnić. Skala zacieśnienia monetarnego (z relatywnie silnym i szybkim przełożeniem na realną aktywność w związku z minimalnym udziałem kredytów na stałą stopę w Polsce) oraz opóźnienia w kontraktach opartych na finansowaniu z UE mogą odbić się na wynikach gospodarki w tym roku, a w 2023 r. krajowy wzrost PKB może wypaść dość przeciętnie na tle tego, co pokażą inne kraje unijne. Dlatego też spodziewamy się raczej, że EURPLN będzie zakotwiczony w średnim okresie na 4,65 niż żeby miał przełamywać wsparcie 4,50 sprzed wojny.

Rynek stopy procentowej

Przedłużająca się pogoń za inflacją CPI i dalsze zacieśnienie monetarne w połączeniu z odpływem kapitału z polskich aktywów z uwagi na ryzyko geopolityczne stanowiły bardzo nieprzyjemną mieszankę dla krajowych obligacji rządowych. Nie wiemy jak potoczy się dalej wojna w Ukrainie, ale jeśli nie będzie znaczącej eskalacji konfliktu to inwestorzy mogą oswoić się z podwyższonym profilem ryzyka w kolejnych miesiącach. A wtedy, wobec naszej prognozy relatywnie płaskiego przebiegu CPI w tym czasie, możliwe, że zobaczymy świeży popyt na rynku długu z zagranicy. Historia komplikuje się gdy dodamy do niej stronę podażową – ekspansja fiskalna i rozpoczęcie dyskusji nt. obejścia konstytucyjnego limitu zadłużenia już wg nas zaczęły dokładać dodatkową premię za ryzyko do cen polskich obligacji i mogą podtrzymać ich rentowności na wysokim poziomie w najbliższym czasie a potem spowalniać ich spadek, gdy będziemy przechodzić w fazę obniżek stóp procentowych.



Prognozy 2022 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2021	Nasze prognozy w kwietniu 2022
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%.	Wojna w Ukrainie to dla gospodarki wyraźne wyhamowanie aktywności – po bardzo mocnym początku roku dwa kolejne kwartały mogą być na granicy stagnacji i technicznej recesji. Wzrost PKB w 2022 może zwolnić do 3,5%, za sprawą przyhamowania wszystkich głównych składowych popytu.
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.	Konsumpcja wzrośnie, ale szok dla realnych dochodów do dyspozycji przeważa nad dodatkowym popytem uchodźców na podstawowe towary i usługi. Odbudowa inwestycji spowolniona pogorszeniem nastrojów, opóźnieniem KPO i wzrostem stóp. Większy deficyt obrotów bieżących nie musi oznaczać ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, w warunkach słabnącego popytu krajowego.
Rynek pracy	Gospodarka ponownie w fazie niemal pełnego zatrudnienia. Popyt na pracę nadal rośnie, co implikuje wysoką dynamikę wynagrodzeń.	Napływ uchodźców może w długim okresie złagodzić napięcia na rynku pracy, ale krótkoterminowo będzie co najwyżej neutralny; wpływ bardzo zróżnicowany lokalnie w zależności od sektora.
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.	Shock po stronie cen energii, surowców i żywności pchnie inflację w górę – pomimo wydłużenia tarcz antyinflacyjnych CPI do wakacji może pozostać dwucyfrowa. Inflacja bazowa po wzroście ponad 7% może zacząć się cofać w II półroczu.
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%).	Szczyt w cyklu podwyżek stóp będzie wyżej ze względu na zaskoczenie inflacją, presję na walutę i rozluźnienie polityki fiskalnej. Naszym zdaniem NBP może zatrzymać stopę referencyjną w połowie roku na poziomie 5,5%.
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.	Wyższe koszty tarcz antyinflacyjnych, koszty związane z napływem uchodźców, nowe obniżki podatków i transfery, wydatki na obronność pchną deficyt fiskalny powyżej 4,5% PKB. Nadal mamy nadzieje na odmrożenie środków z programu odbudowy, ale rząd zdaje się nie spieszyć, więc napływ w br. może być niewielki.
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.	Widzimy sprzyjające okoliczności do powrotu popytu z zagranicy, ale spodziewane zwiększenie podaży może przeszkodzić w szybkim spadku rentowności. Krzywa dochodowości może ulegać dalszej kompresji do połowy 2023 r. po czym przyjdzie czas na spadek jej krótkiego końca, gdy RPP przestawi się na obniżki stóp.
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.	Wojna w Ukrainie odmieniła krajobraz walutowy w regionie, m.in. wysyłając złotego na najniższy poziom w historii. Jego odbicie jest już zaawansowane, ale może napotkać przeszkodę w postaci słabszego niż zwykle relatywnego wzrostu PKB.

Gospodarka

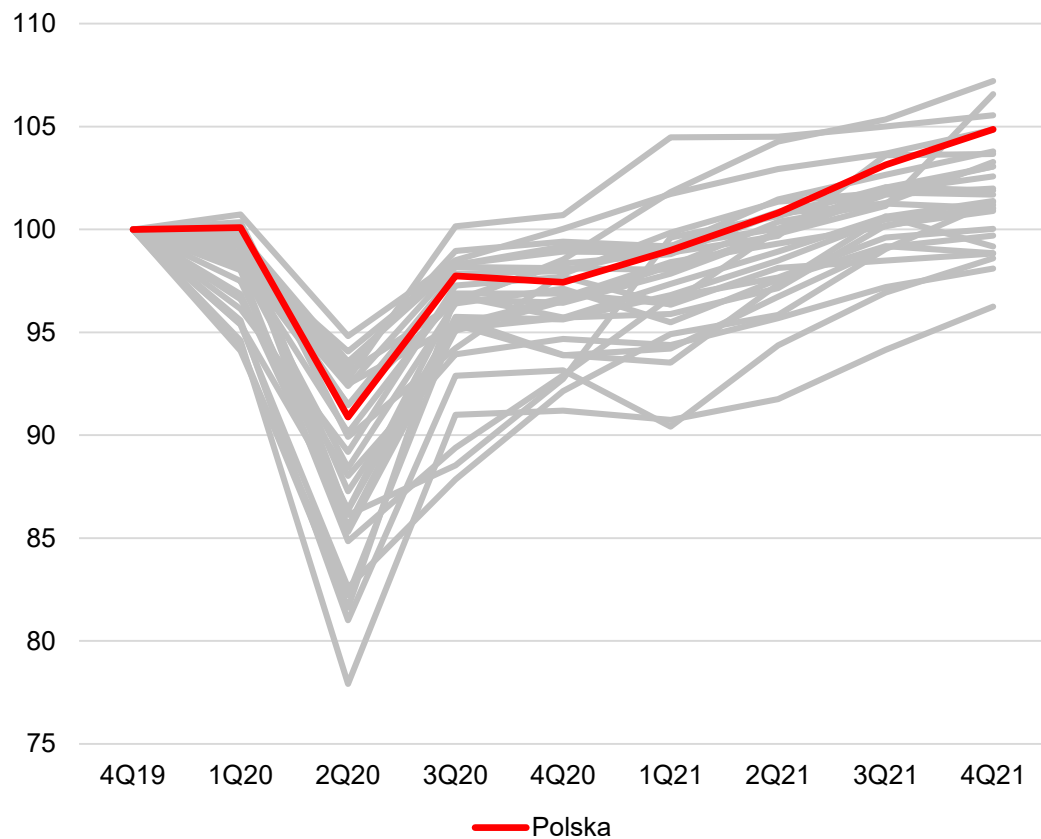
1



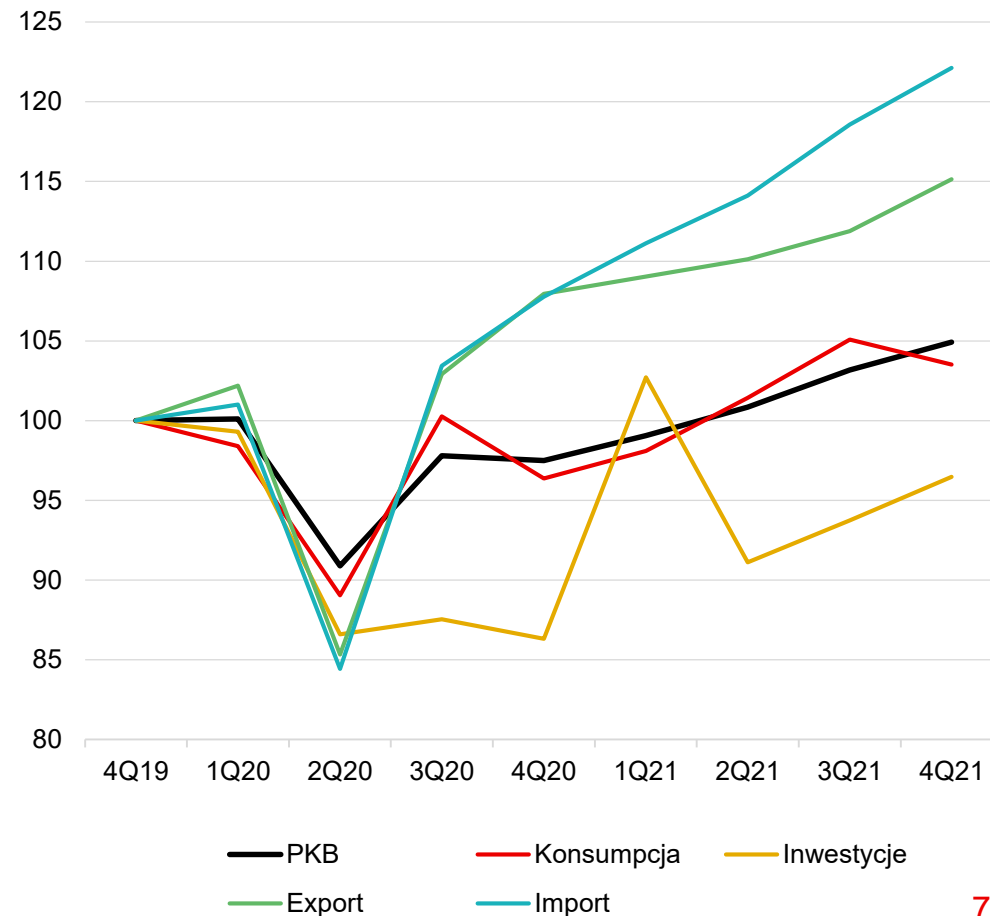
Punkt startowy: szybkie ożywienie po pandemii

Tuż zanim zaczęła się wojna w Ukrainie, Polska była jedną z najszybciej odbijających się z pandemicznego dołka gospodarek europejskich. Szybki wzrost PKB napędzany był ożywieniem w praktycznie wszystkich głównych składowych popytu. Spodziewaliśmy się stopniowego przygasania dynamiki ożywienia, ale prognozy na 2022 były nadal solidne: średnie tempo PKB miało być bliskie 5%, a konsumpcja, inwestycje i eksport utrzymać trend wzrostowy.

PKB w gospodarkach europejskich, 2019Q4=100, wyr.sezon.



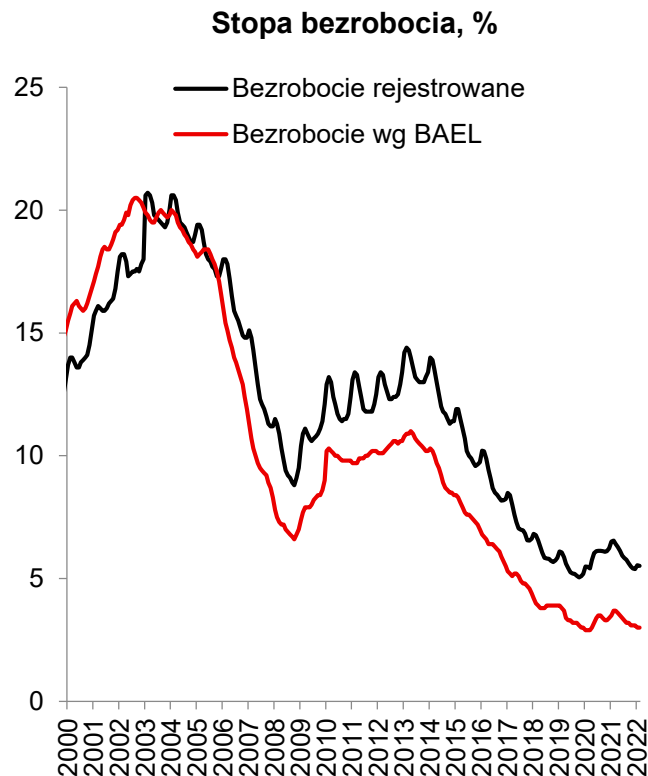
PKB i jego główne składowe w Polsce, 2019Q4=100, wyr.sezon.



Punkt startowy: przegrzany rynek pracy

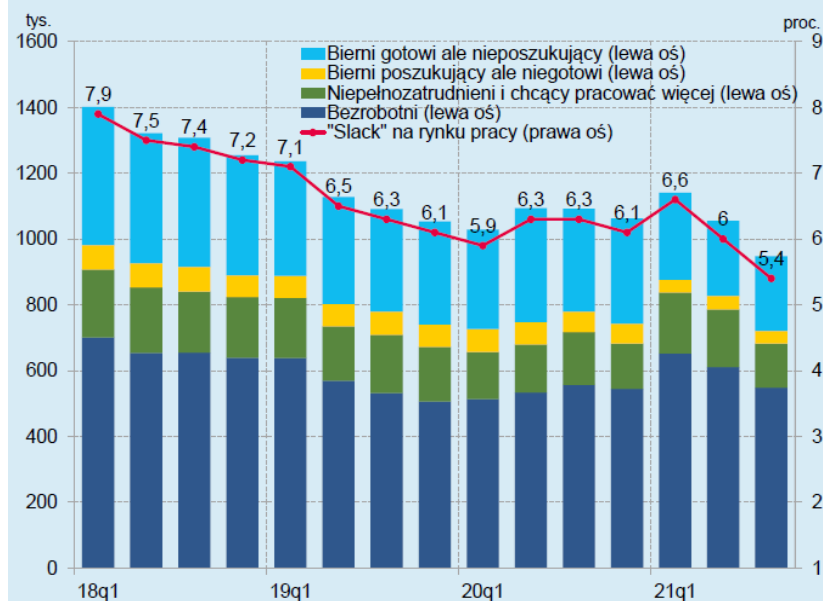


Polski rynek pracy nie ucierpiał mocno pod wpływem pandemii i szybko wrócił do stanu przegrzania. Stopa bezrobocia (3,0%) zbliżyła się do rekordowo niskiego poziomu, niedobory pracowników zaczęły ponownie rosnać w większości sektorów, a wzrost płac przekroczył 10% r/r. Wg szacunków NBP niewykorzystane zasoby pracy w Polsce w II półroczu 2021 były drugimi najniższymi w UE i na niższym poziomie niż przed wybuchem pandemii.



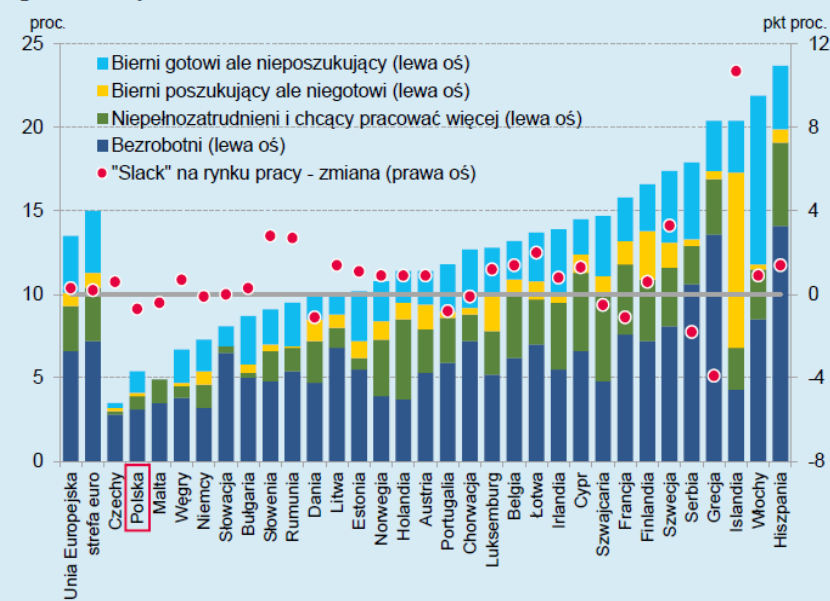
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Wykres R.2.5 Niewykorzystane potencjalne zasoby pracy w Polsce (dane odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres R.2.6 Niewykorzystane potencjalne zasoby pracy w krajach UE – poziom w III kw. 2021 r. oraz zmiana pomiędzy IV kw. 2019 r. a III kw. 2021 (dane odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Źródło: NBP

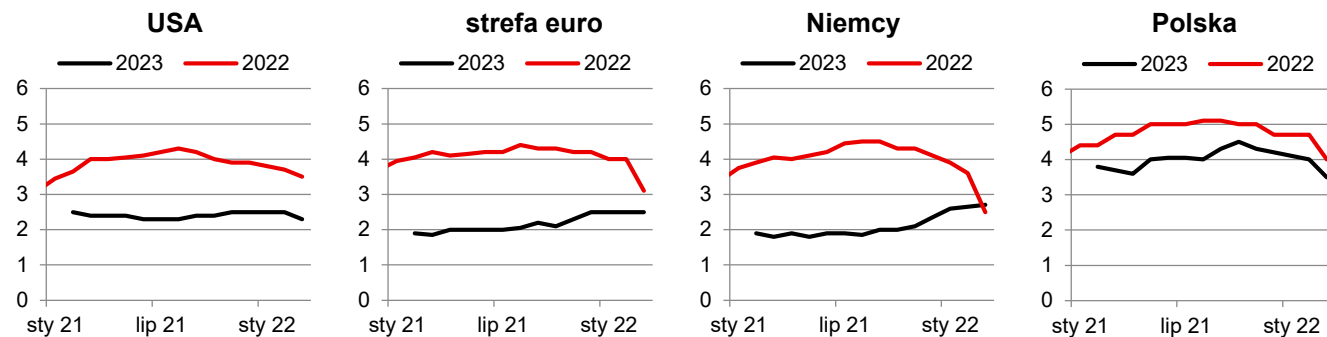


Wojna w Ukrainie: kolejny szok globalny

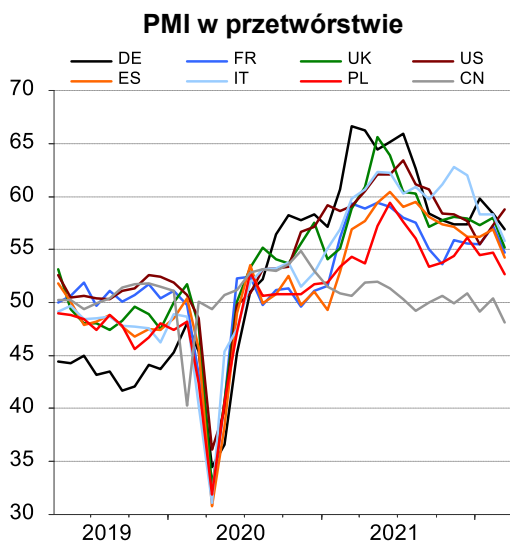
Wojna w Ukrainie oznacza gorsze perspektywy dla gospodarki światowej. Konsensus prognoz na razie sugeruje, że nowy szok będzie o wiele słabszy niż ten pandemiczny i niezbyt długi. Rewizje prognoz PKB dla krajów zachodniej Europy dotknęły głównie 2022 r. W przypadku USA i CEE historia jest nieco inna, ponieważ perspektywa dużo wyższych stóp procentowych pogarsza również przewidywania na 2023 r.

Jak na razie indeksy nastrojów pogorszyły się w niewielkim stopniu i to głównie w przemyśle, podczas gdy w usługach trzymają się zaskakująco mocno. Niemiecki indeks Ifo spadł już do poziomów zapowiadających mocną recesję.

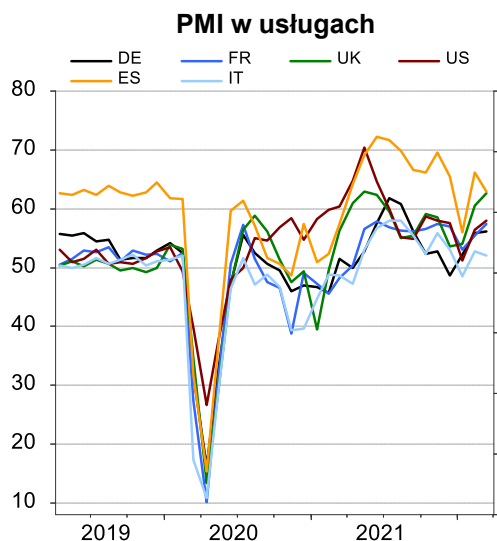
Zmiany w czasie prognoz PKB dla wybranych krajów wg konsensusu Bloomberg, %



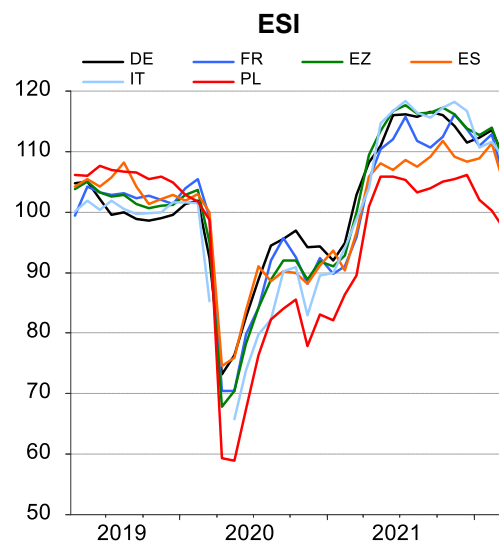
Źródło: Bloomberg, Santander



Source: Refinitiv Datastream, Santander



Source: Refinitiv Datastream, Santander



Source: Refinitiv Datastream, Santander



Source: Refinitiv Datastream, Santander



Wojna w Ukrainie: słabszy wzrost PKB

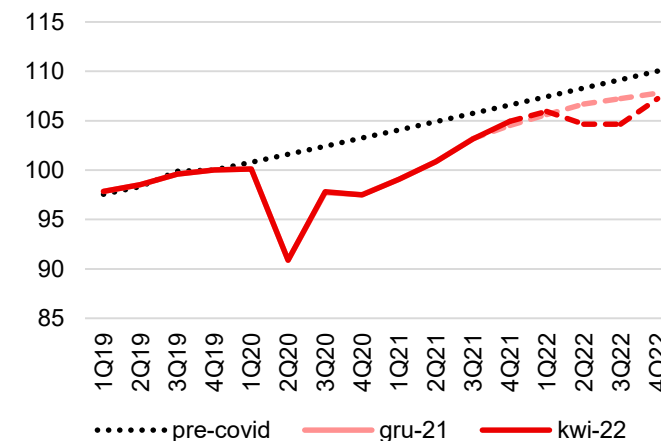
Po bardzo mocnym początku roku (dane za styczeń-luty sugerują, że wzrost PKB w I kwartale był wciąż bliski 7% r/r) polska gospodarka zmierzy się z dość nagłym przyhamowaniem: drugi i trzeci kwartał br. mogą być na granicy stagnacji i technicznej recesji, pod wpływem bezpośrednich i pośrednich efektów wojny przy polskiej granicy.

Na początku marca obniżyliśmy prognozę PKB na 2022 r. z niemal 5% do 3,5%. Ostateczna skala reakcji gospodarki jest nadal mocno niepewna i będzie zależała m.in. od skali i długości tej wojny. W naszych szacunkach uwzględniliśmy trzy główne kanały transmisji szoku: (1) wyższe ceny surowców energetycznych (ropa, gaz) i pozostałych (głównie żywność), biorąc pod uwagę istotną rolę Rosji i Ukrainy w ich dostawach, (2) reakcję rynków finansowych i banków centralnych, (3) bezpośrednią ekspozycję na Rosję i Ukrainę przez powiązania handlowe i finansowe.

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA:

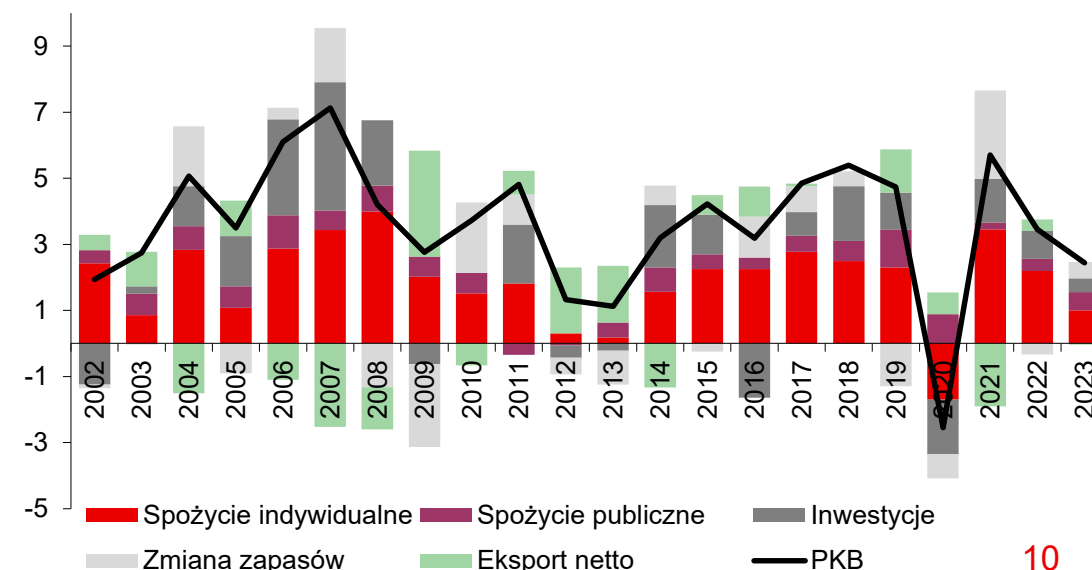
- Brak znaczącej eskalacji konfliktu, w tym brak bezpośredniego zaangażowania krajów trzecich.
- Mocny wzrost cen energii i innych surowców, a następnie ich stopniowy spadek, ale do poziomów powyżej tych z poprzedniego scenariusza bazowego.
- Zaburzenie polskiego handlu z Rosją, Ukrainą i Białorusią, skutkujące spadkiem eksportu do tych krajów o ok. 1/3 i analogicznym ubytkiem importu.
- Spowolnienie wzrostu PKB w strefie euro o ok. 1pp wobec poprzednich prognoz.
- Napływ do Polski do 3 milionów uchodźców, z czego ok. 2/3 decyduje się zostać, a reszta przenosi się do innych krajów.
- Rozluźnienie polityki fiskalnej częściowo łagodzące spowolnienie wzrostu PKB.
- Zacieśnienie polityki pieniężnej silniejsze niż wcześniej zakładano, za sprawą dużo wyższej inflacji, ale też wrażliwości krajowej waluty.

PKB w Polsce, 4Q19=100, wyr.sezon.



Źródło: GUS, Santander

Wzrost PKB w Polsce i jego struktura, %



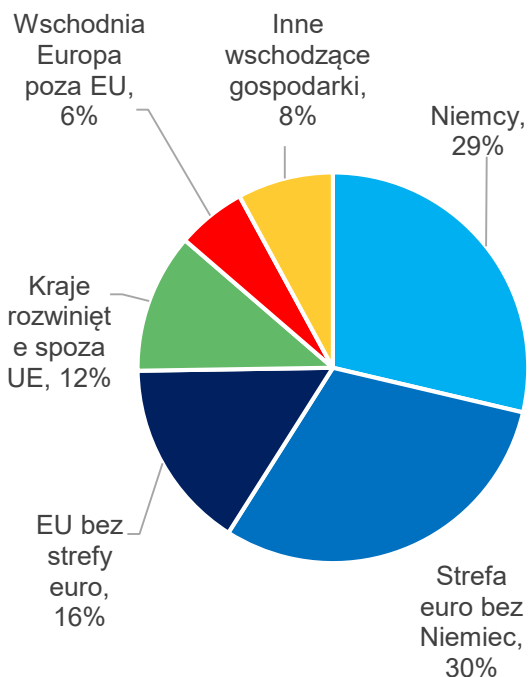
Źródło: GUS, Santander



Wojna w Ukrainie: uzależnienie handlowe

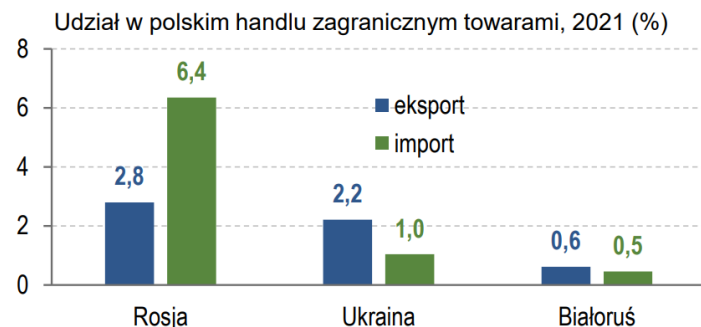
Polski eksport do Ukrainy, Rosji i Białorusi nie jest duży (ok. 5% całości), ale kluczowa dla polskiej gospodarki jest zależność od dostaw z tych krajów. Poza energią (patrz następna strona), chodzi o surowce (minerały, metale, drewno), nawozy, oleje, części samochodowe i inne ważne ogniwa łańcucha dostaw. Ze względu na wojnę również handel z krajami azjatyckimi może ucierpieć ze względu na zakłócenia na lądowych trasach transportowych.

Eksport Polski – struktura geograficzna, 2020



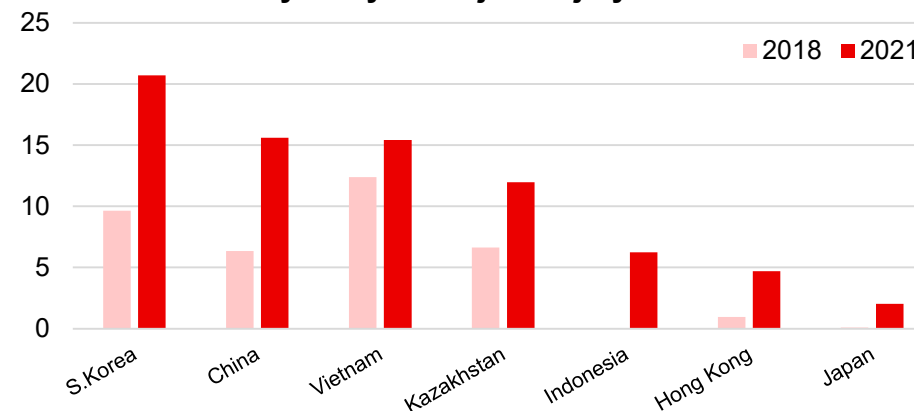
Źródło: GUS, Santander

Handel zagraniczny z Rosją, Ukrainą i Białorusią

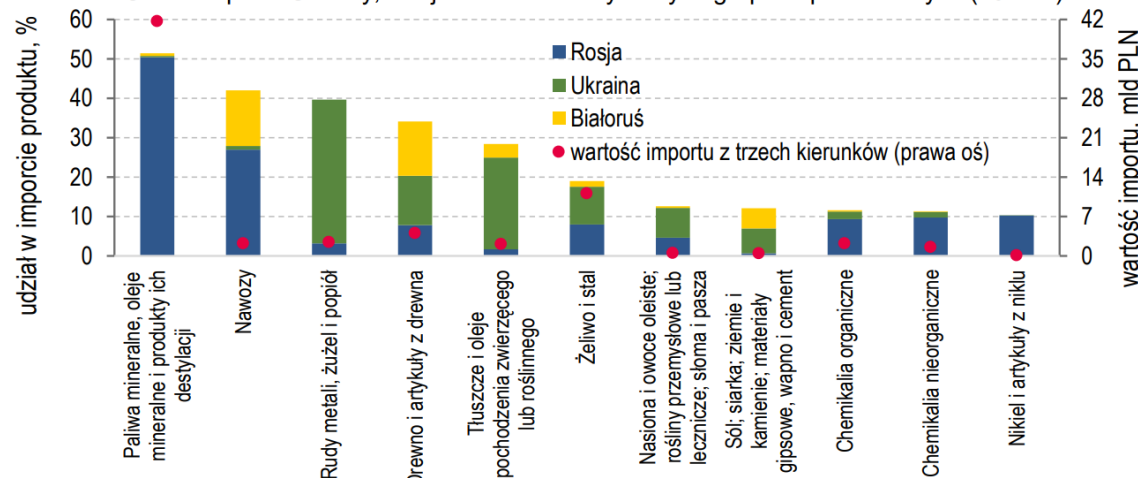


Źródło: NBP

Udział transportu kolejowego w imporcie z wybranych krajów azjatyckich



Udział importu Ukrainy, Rosji i Białorusi w wybranych grupach produktowych (2021 r.)



Źródło: Eurostat, Santander

Źródło: NBP



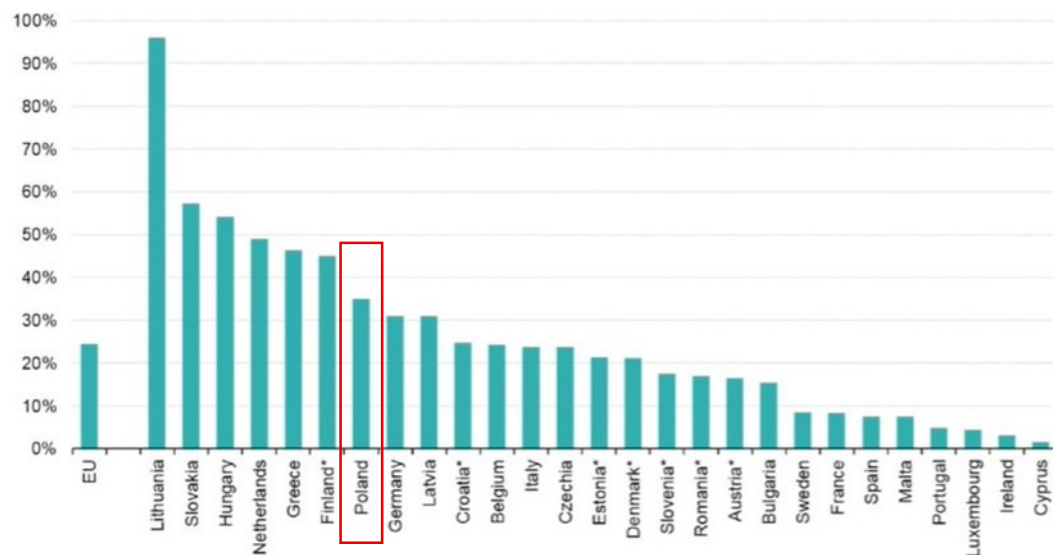
Wojna w Ukrainie: zależność energetyczna

Polska polega na rosyjskich paliwach kopalnych, ale – w przeciwieństwie do wielu innych państw UE – jest w stanie dość szybko zredukować tę zależność, dzięki rozwojowi odpowiedniej infrastruktury w ostatnich latach. Rząd planuje zakazać importu rosyjskiego węgla w ciągu dwóch miesięcy oraz zrezygnować z rosyjskiej ropy i gazu do końca 2022 r. Będzie do możliwe m.in. dzięki ukończeniu Baltic Pipe oraz zwiększeniu importu ropy i gazu przez terminale morskie.

Ponadto Polska ma obecnie duży stopień wypełnienia zbiorników gazu, co ogranicza ryzyko racjonowania gazu w razie nagłego odcięcia dopływu z Rosji.

Zależność energetyczna od Rosji

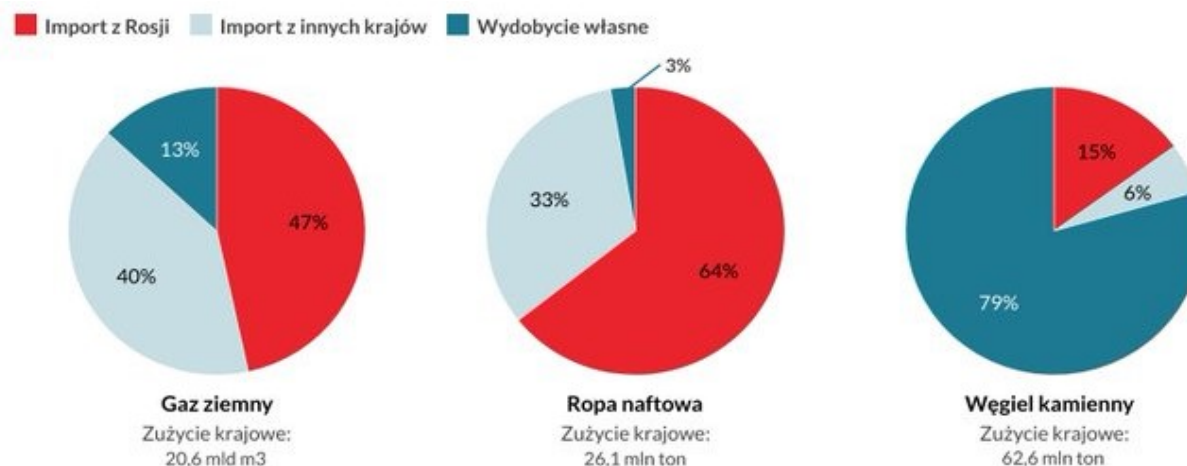
Import z Rosji jako % zużywanej energii w 2020 r.



Source: Eurostat, including estimates for non-reported data for countries with *

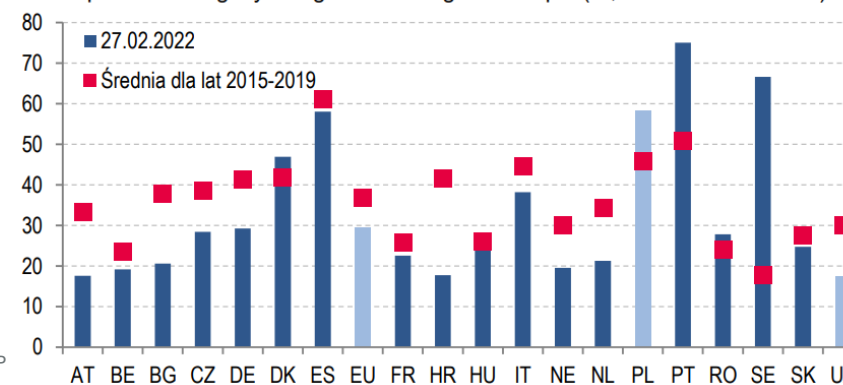


Udział importu surowców energetycznych z Rosji w zużyciu krajowym w Polsce w 2020



Źródło: Forum Energii

Zapełnienie magazynów gazu ziemnego w Europie (%), stan na 27.02.2022



Źródło: NBP





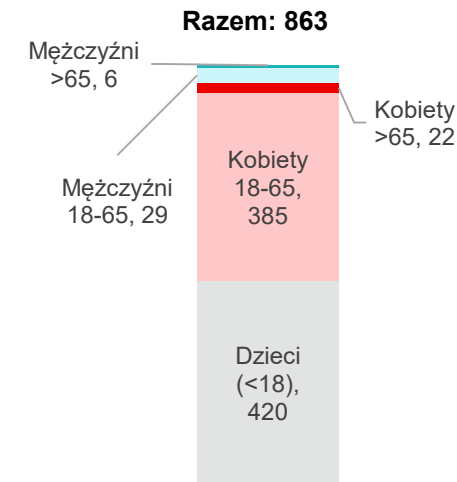
Wojna w Ukrainie: napływ uchodźców

Prawie 2,7 mln uchodźców z Ukrainy przekroczyło granicę z Polską do 11 kwietnia a niektóre szacunki wskazują, że może ich być nawet 4-5 mln. 20-30% przybyłych prawdopodobnie opuściło Polskę i wyjechało do innych krajów. Ponad 860 tys. zarejestrowało się dotychczas w polskim systemie PESEL, co sugeruje, że planują oni zostać w kraju, przynajmniej jakiś czas. Ok. 50% zarejestrowanych osób to dzieci, reszta to głównie kobiety w kohorcie wiekowej 18-65.

Ok. 600 tys. ludzi wróciło na Ukrainę z Polski (głównie mężczyźni), na dzień 11 kwietnia.

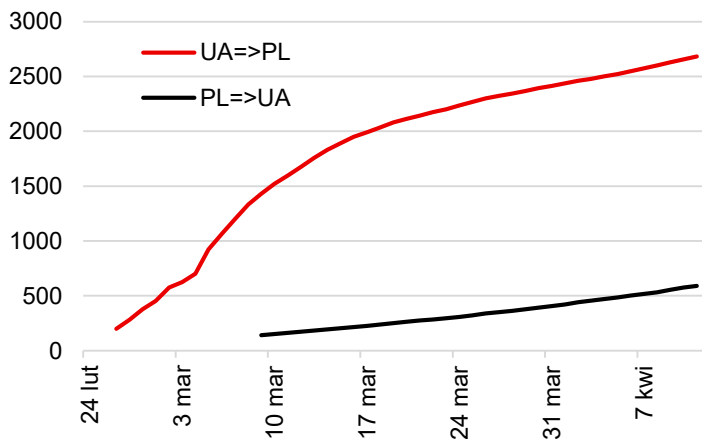
Zakładamy, że netto w Polsce liczba ludności wzrosła o 1,5 mln. Czy możemy zdefiniować przedział dla ich konsumpcji? Zakładamy, że minimalnym poziomem będzie minimum egzystencji z pominięciem wydatków na mieszkania, co dałoby ok. 0,5 mld zł miesięcznie. Za maksimum można uznać średni dotychczasowy poziom w Polsce (5,5 mld zł). W ramach tego przedziału wybieramy 30% średniej jako nasz szacunek, co daje w sumie 15 mld zł w 2022 r. (10 miesięcy).

Uchodźcy, którym przyznano PESEL (stan na 11 kwietnia, tys.)



Źródło: dane.gov.pl

Liczba osób, które przekroczyły granicę polsko-ukraińską, tysiące



Źródło: Straż Graniczna

Google Trends: ● работа в Польщі / ● работа в польше („praca w Polsce” po ukraińsku / rosyjsku)



Źródło: Google Trends





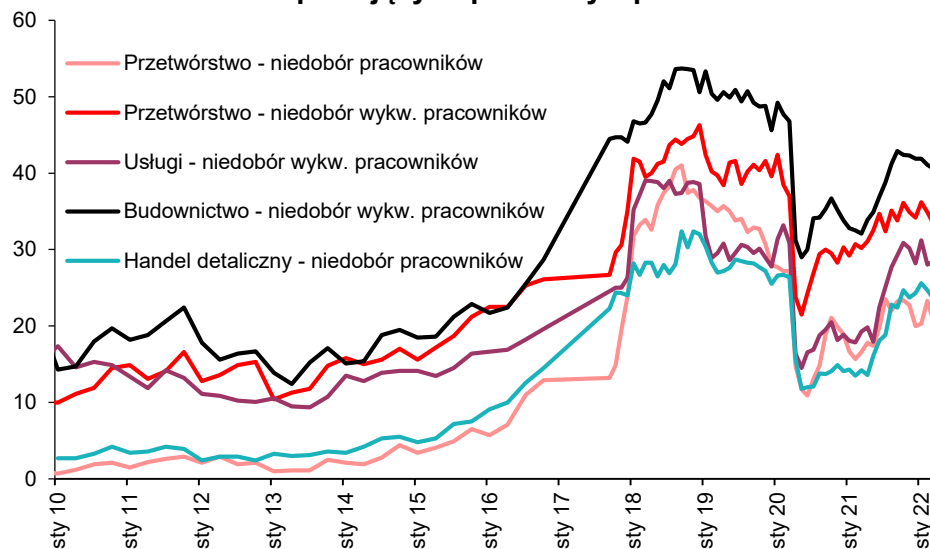
Rynek pracy: to skomplikowane

Mocny odpływ ukraińskich mężczyzn do ojczyzny oznacza **zakłócenia na krajowym runku pracy, przynajmniej w krótkim terminie**: osoby wracające do Ukrainy zwykle mają w Polsce pracę, podczas gdy ci przybywający nie, często też nie znają języka, a ich doświadczenie niekoniecznie jest dopasowane do potrzeb krajowego rynku pracy (mamy tutaj na myśli, że ich decyzja o przybyciu do Polski nie była skorelowana ze strukturą popytu na pracę w naszym kraju). Jak dotąd ok. 30 tys. z przybyłych z Ukrainy znalazło już pracę, głównie w hotelarstwie, gastronomii i pracach sezonowych (stan na 4 kwietnia). Potencjalny rozmiar dodatkowej siły roboczej to ok. 800 tys., więc wcale nie dużo więcej niż liczba osób, które już wyjechały na Ukrainę (ok. 600 tys.)

Mimo tego odpływu, w marcu polskie firmy twierdziły, że **problemy ze znalezieniem pracowników lekko zelżały**. To jednak można wyjaśniać na kilka sposobów: (1) odpływ pracowników nie był duży w porównaniu do skali działalności gospodarczej, (2) odpływ był istotny, ale w krótkim okresie firmy są w stanie sobie z nim radzić (doświadczenia z epidemii), (3) jednocześnie spadł istotnie popyt, więc i skala zapotrzebowania na pracowników. W każdym razie naszym zdaniem ruchy migracyjne będą miały negatywny wpływ na krajowy rynek pracy w krótkim okresie, zatem presja na wzrost płac raczej nie powinna szybko słabnąć ze względu na ten czynnik. Warto też pamiętać, że sytuacja jest bardzo zróżnicowana w poszczególnych sektorach, np. usługi mogą korzystać ze zwiększonej podaży pracy, ale budownictwo czy transport raczej odwrotnie. W dłuższym okresie, jeśli napływ ludzi z Ukrainy okaże się trwały, to należy oczekiwać osłabienia presji na wzrost płac.

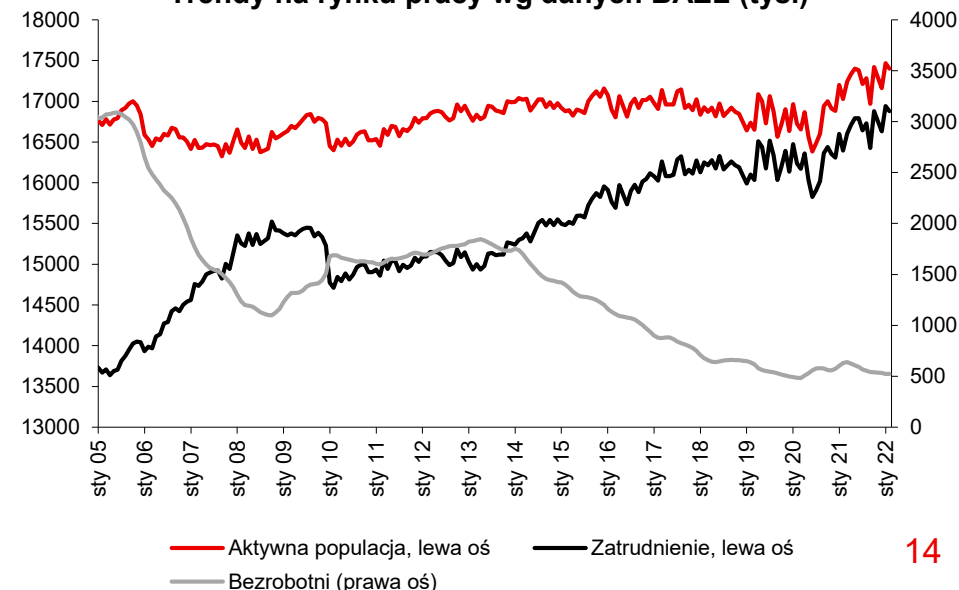
Dane BAEL pokazują, że od połowy 2020 r. znacząco rosła aktywność zawodowa Polaków. Nie zapobiegło to nasileniu problemów ze znalezieniem pracowników.

% firm raportujących problemy z pracownikami



Źródło: GUS

Trendy na rynku pracy wg danych BAEL (tys.)

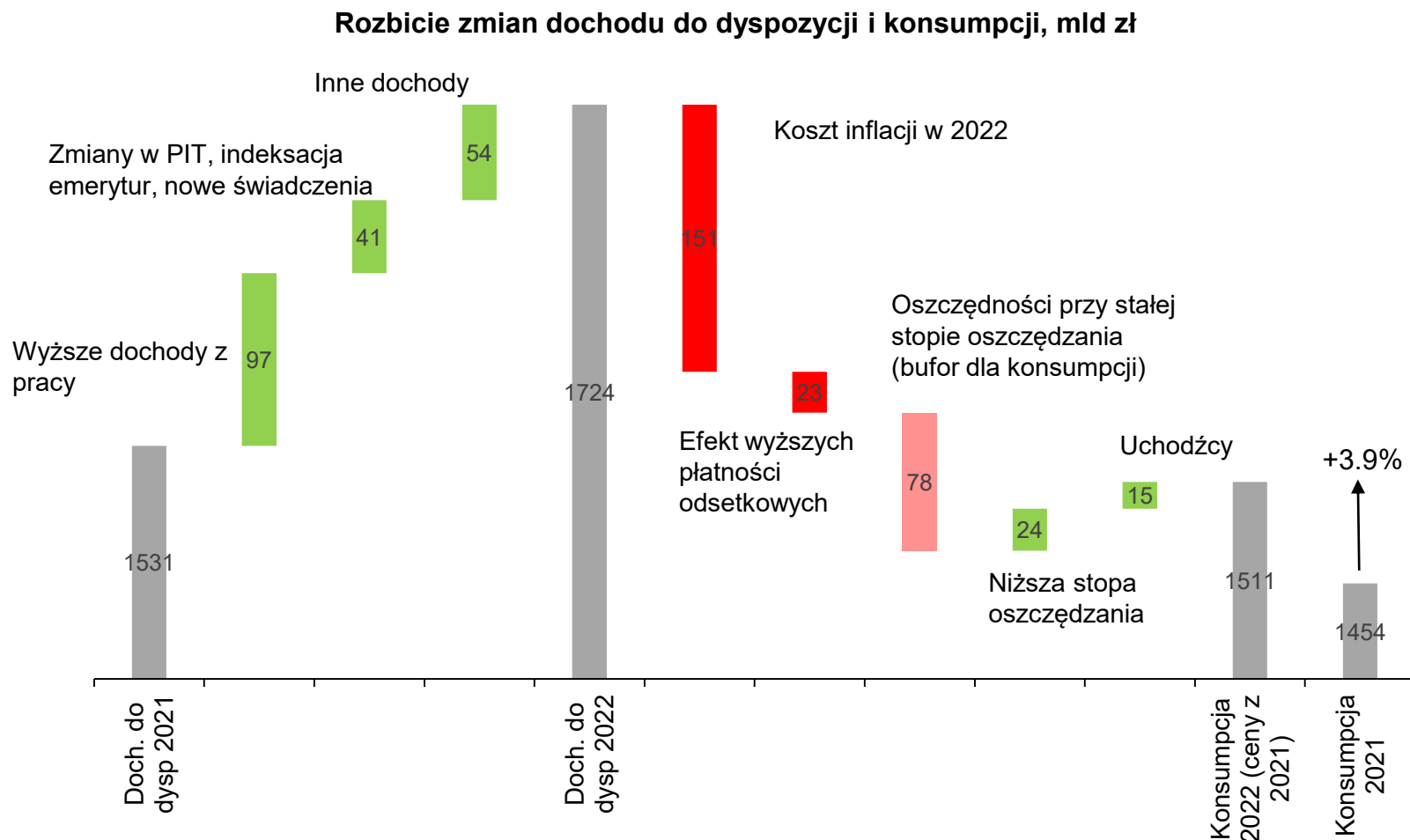


Źródło: Eurostat, Santander



Konsumpcja: wsparciem mocny wzrost dochodów

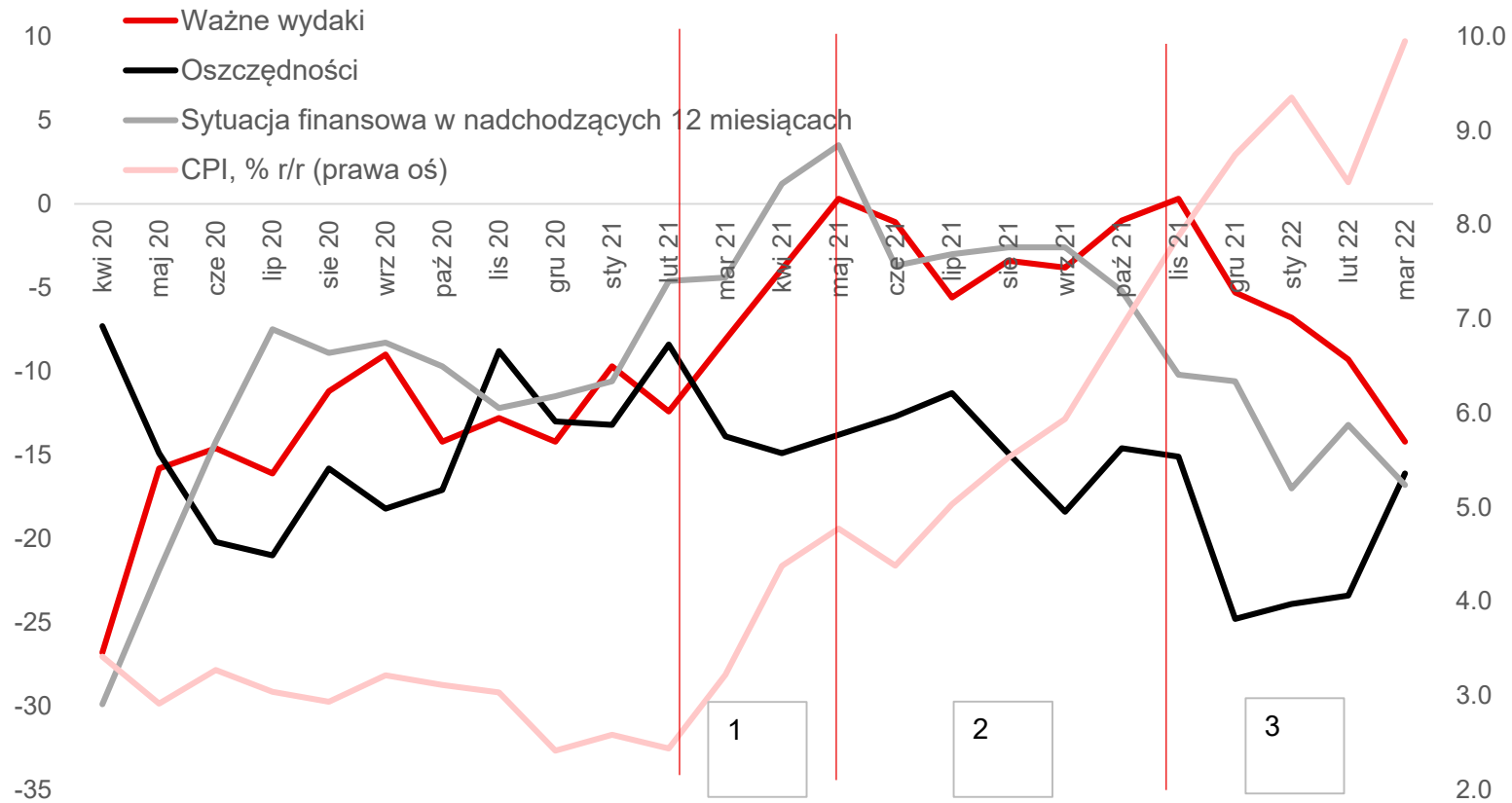
Pozostajemy wciąż umiarkowanie optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy konsumpcji prywatnej w 2022 r., głównie ze względu na fakt, że oczekujemy dwucyfrowego wzrostu dochodów do dyspozycji dzięki mocnemu wzrostowi płac, obniżkom podatku PIT oraz wprowadzeniu dodatkowych transferów. O ile inflacja skonsumuje znaczną część tego wzrostu, to wciąż widzimy pole do wzrostu konsumpcji w ujęciu realnym, m. in. ze względu na napływ uchodźców i możliwe obniżenie stopy oszczędności pod wpływem rosnącej inflacji.



Konsumpcja: nastroje konsumentów wieszczą kłopoty?



Z drugiej strony, wyniki badań nastrojów konsumentów wskazują, że wzrost inflacji może negatywnie wpływać na skłonność gospodarstw domowych do wydawania. Zidentyfikowaliśmy trzy fazy wpływu inflacji na zachowanie konsumentów, które przypominają analogiczny cykl obserwowany podczas szoków podaży w latach 2010-2014. W pierwszej fazie szybkiego wzrostu inflacji konsumenci raportowali rosnącą chęć dokonywania znaczących wydatków, w drugiej utrzymywali ją na wysokim poziomie, ale gorzej oceniali perspektywy oszczędzania, a w trzeciej zaczęli znacznie mocniej obawiać się o przyszłą sytuację finansową i wyraźnie redukowali chęć do znaczących wydatków. Ostatnia obserwacja to wzrost preferencji do oszczędzania w odpowiedzi na wojnę w Ukrainie.



Źródło: GUS, Santander



Konsumpcja: wojna nie zaburzyła trwale wydatków

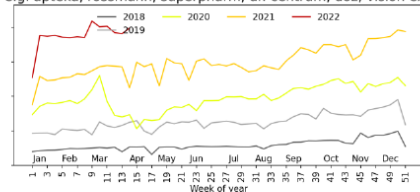
Dane nt wydatków kartowych klientów Santander Bank Polska sugerują, że wojna wywołała jedynie krótkotrwałe wahnięcia we wzorcach wydatkowych Polaków.

Wydatki na usługi, które nie zaspokajają podstawowych potrzeb (podróże, gastronomia, płatna tv) nie doświadczyły wyraźnego ani tym bardziej trwałego załamania

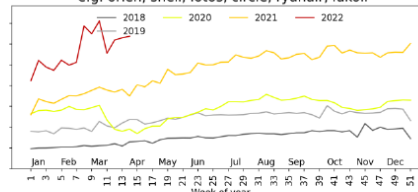
... co zmniejszyło nasze obawy, że wojna na Ukrainie może wywołać istotny wzrost przecznościowych oszczędności gospodarstw domowych, co mogłoby z kolei mieć ujemny wpływ na konsumpcję prywatną w najbliższych kwartałach.

Wydatki kartowe: wybrane kategorie

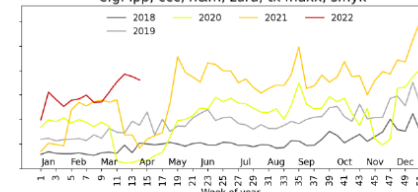
HEALTH
e.g. apteka, rossmann, superpharm, dr. centrum, doz, vision exp.



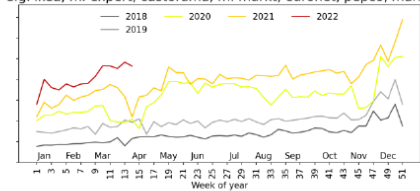
TRANSPORT
e.g. orlen, shell, lotos, circle, ryanair, lukoil



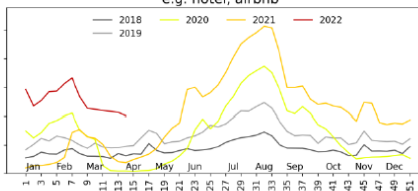
CLOTHING AND FOOTWEAR
e.g. lpp, ccc, h&m, zara, tk maxx, smyk



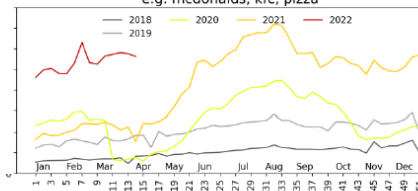
RETAIL - PERMANENT PURCHASES
e.g. ikea, m. expert, castorama, m. markt, euronet, pepco, market



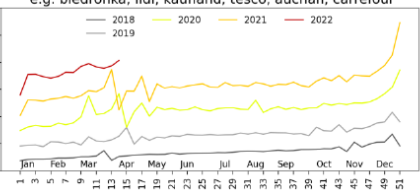
HOTELS
e.g. hotel, airbnb



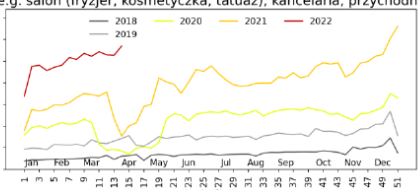
GASTRONOMY
e.g. mcdonalds, kfc, pizza



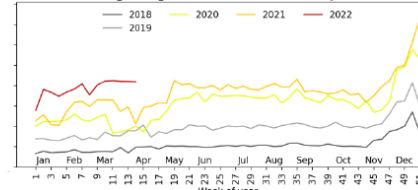
RETAIL - EVERYDAY
e.g. biedronka, lidl, kauffland, tesco, auchan, carrefour



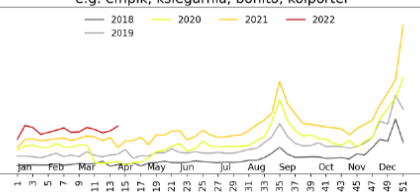
MINOR SERVICES
e.g. salon (fryzjer, kosmetyczka, tatuaz), kancelaria, przychodnia



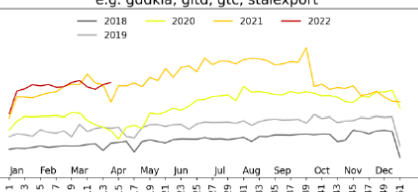
MINOR PERMANENT PURCHASES
e.g. allegro, decathlon, martes, apart



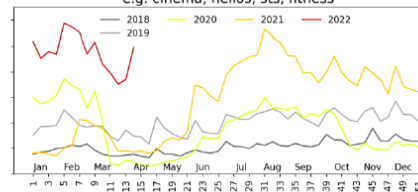
BOOKS AND NEWSPAPERS
e.g. empik, księgarnia, bonito, kolporter



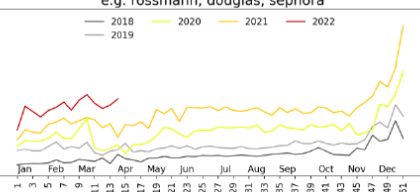
TOLLS
e.g. gddkia, gitd, gtc, stalexport



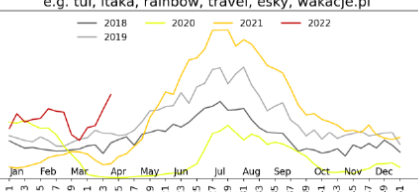
RECREATION
e.g. cinema, helios, sts, fitness



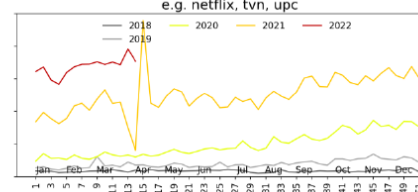
DRUGSTORES
e.g. rossmann, douglas, sephora



TRAVELS
e.g. tui, itaka, rainbow, travel, esky, wakacje.pl



PAY TV
e.g. netflix, tvn, upc

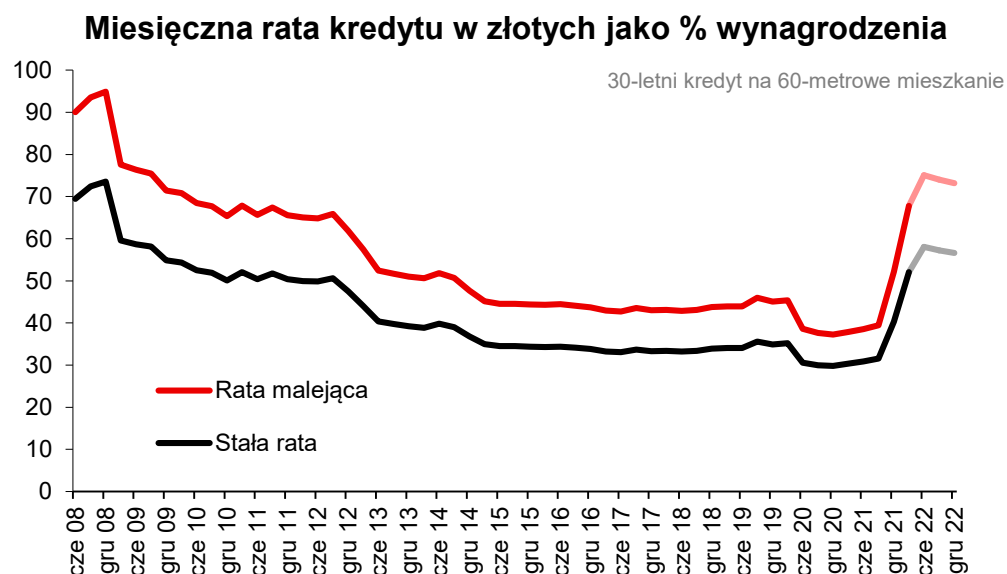




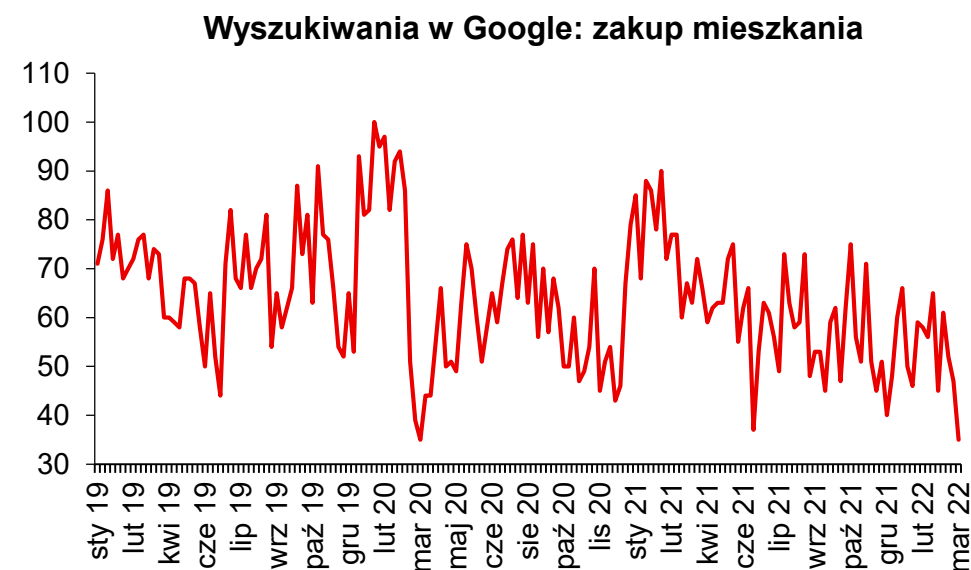
Inwestycje: gospodarstwa domowe zainwestują mniej...

W naszym raporcie Perspektywy na 2022 r. byliśmy optymistyczni co do inwestycji prywatnych firm oraz publicznych nakładów na infrastrukturę drogową, w miarę optymistyczni co do nakładów inwestycyjnych gospodarstw domowych i pesymistyczni co do inwestycji samorządów oraz kolejowych.

Stajemy się zdecydowanie bardziej pesymistyczni jeśli chodzi o inwestycje gospodarstw domowych. Wojna oraz wzrost stóp procentowych będą zniechęcać do tego rodzaju inwestycji. Wysokość raty na nowe mieszkanie w relacji do średniego wynagrodzenia niedługo będzie najwyższa w historii (nie traktujemy danych sprzed 2009 r. jako porównywalnych, bo wtedy dominowały kredyty walutowe), a niepewność związana z wojną nie sprzyja inwestowaniu w nieruchomości. Z drugiej strony, napływ uchodźców generuje dodatkowy popyt na mieszkania, ale efektów spodziewamy się raczej w dłuższym terminie.



Źródło: NBP, Santander



Źródło: Google Trends

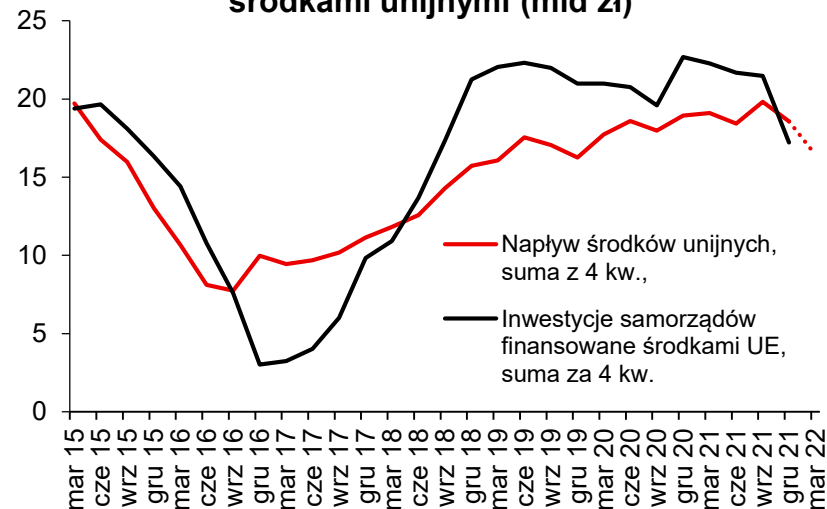


Inwestycje: ... podobnie jak firmy

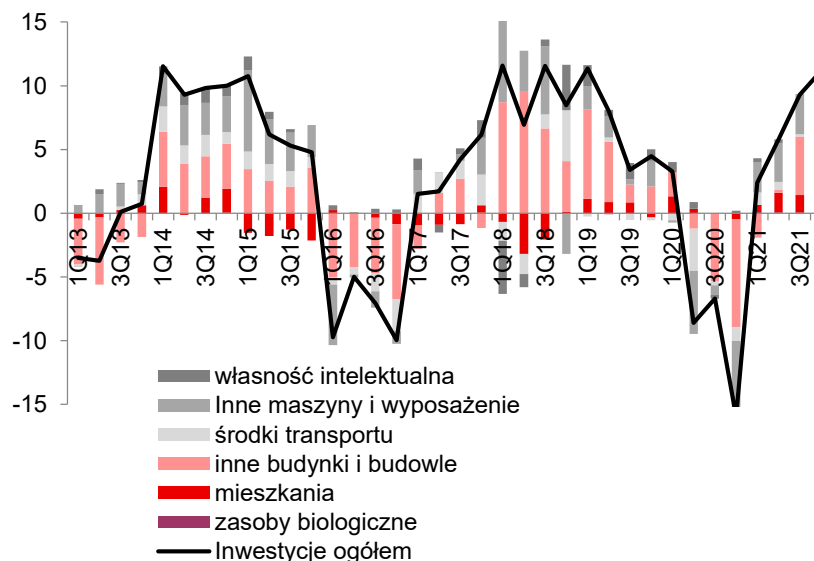
Utrzymujemy nasze przewidywania co do inwestycji publicznych w 2022 r. O ile nakłady w samorządach były lepsze od naszych oczekiwań w IV kw. 2021 r., to kolejna planowana obniżka PIT i postępujące opóźnienie w KPO uderzają w finanse samorządów, a napływ imigrantów oznacza dodatkowe koszty. Z drugiej strony, pojawić się mogą wyższe nakłady na infrastrukturę energetyczną, co naszym zdaniem wyrównuje bilans ryzyka.

Kwestia inwestycji w firmach jest nieco bardziej zniuansowana. Od wybuchu wojny nie pojawiło się jeszcze wiele ankiet związanych z popytem inwestycyjnym. Półroczna ankieta GUS wskazuje na pewien wzrost inwestycji w przetwórstwie w 2022 r., ale ogólne wskaźniki optymizmu w firmach obniżyły się, a naszym zdaniem wzrost niepewności nie sprzyja inwestowaniu, zwłaszcza że ostatni wzrost był widoczny głównie w zakupach sprzętu i środków transportu, które mają dużo mniejszą bezwładność niż inwestycje w budowlę.

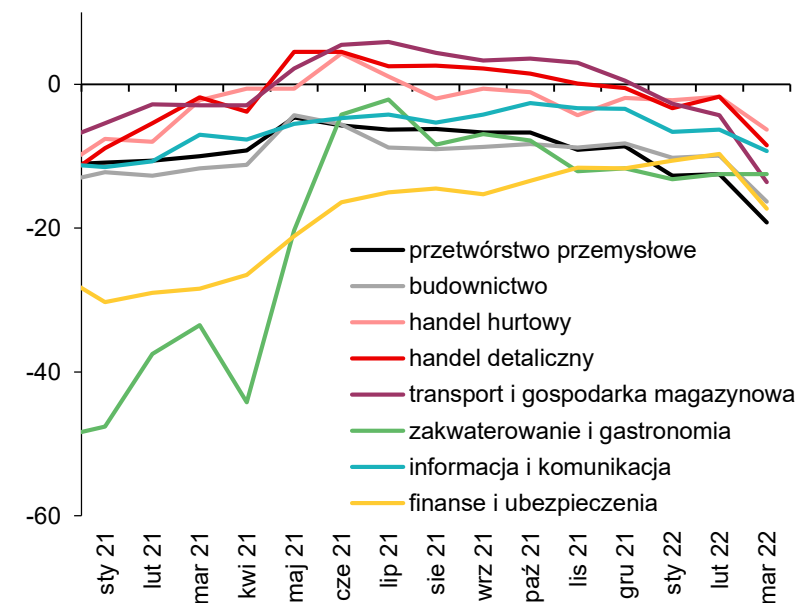
Napływ funduszy unijnych do Polski (mld euro) i inwestycje samorządów finansowane środkami unijnymi (mld zł)



Struktura inwestycji wg typu aktywa, % r/r



Wskaźniki koniunktury GUS

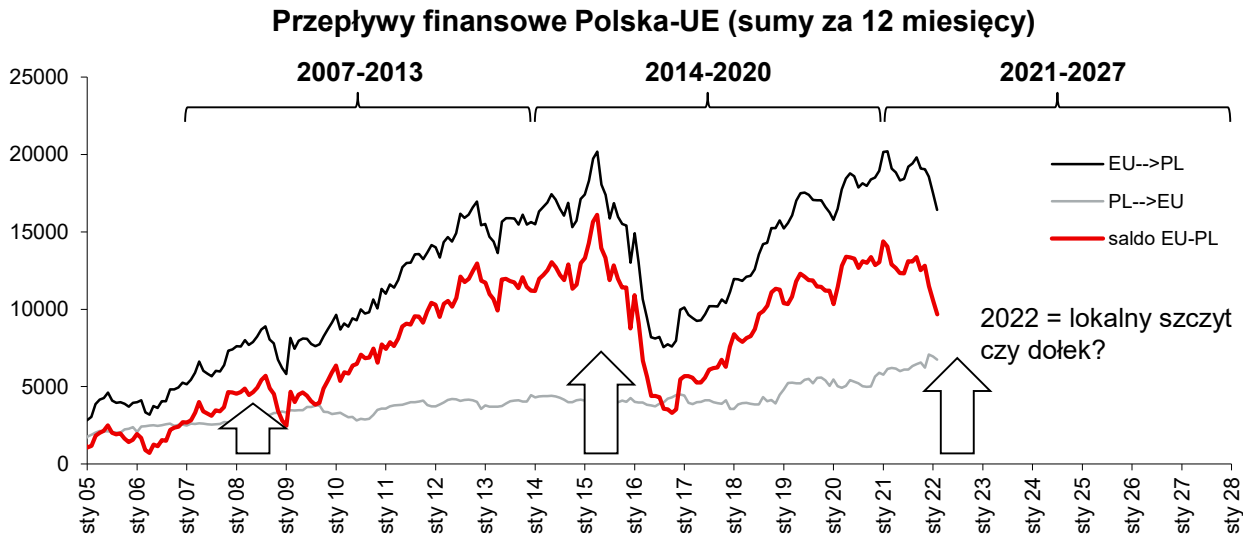


Środki UE: kiedy odmrożenie funduszu odbudowy?



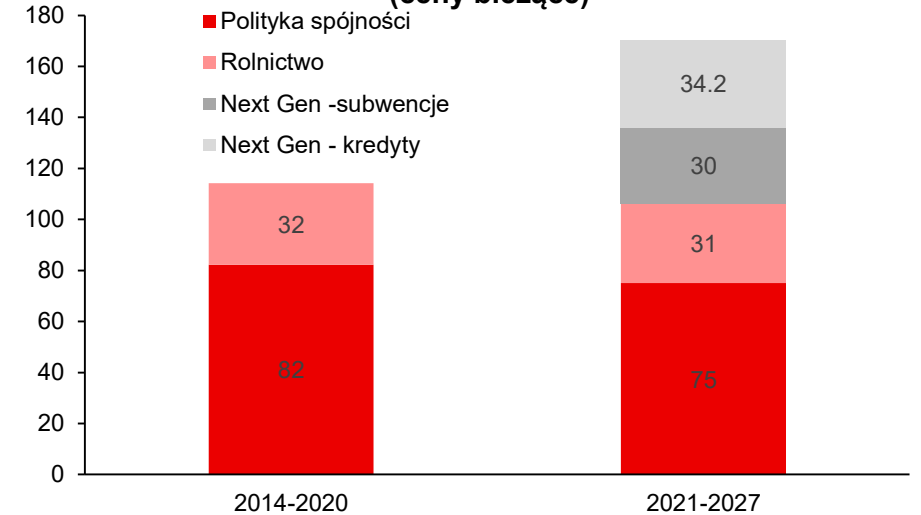
Zakładaliśmy, że fundusz odbudowy zostanie odblokowany w I kw. 2022. Ta prognoza się nie sprawdziła, ale pojawiły się sygnały, że porozumienie jest nieco bliżej, więc spodziewamy się go w II kw. 2022 r. Narastające opóźnienie jest jednak negatywne dla perspektyw inwestycji.

Co ciekawe, w ostatnich miesiącach ogólny napływ środków unijnych utracił impet. Spodziewaliśmy się, że 2022 będzie szczytem wydatkowania środków z perspektywy 2014-2020, zgodnie z 7-letnim cyklem. Teraz jednak wygląda na to, że szczyt ten miał miejsce w 2021 r. Nie oczekujemy jednak, żeby 2022 r. zobaczył tak mocny spadek wydatkowania unijnego jak w 2016 r. (co wtedy spowodowało załamanie inwestycji o 8%). Ok. 1/3 płatności z perspektywy 2014-2020 nie została jeszcze zrealizowana, więc napływ potencjalnie jeszcze może być spory. W związku z tym spadek napływu netto powinien być bardziej rozłożony w czasie. Trudno oczekiwać przyspieszenia wydatkowania dopóki nie zostaną odmrożone środki z funduszu odbudowy.

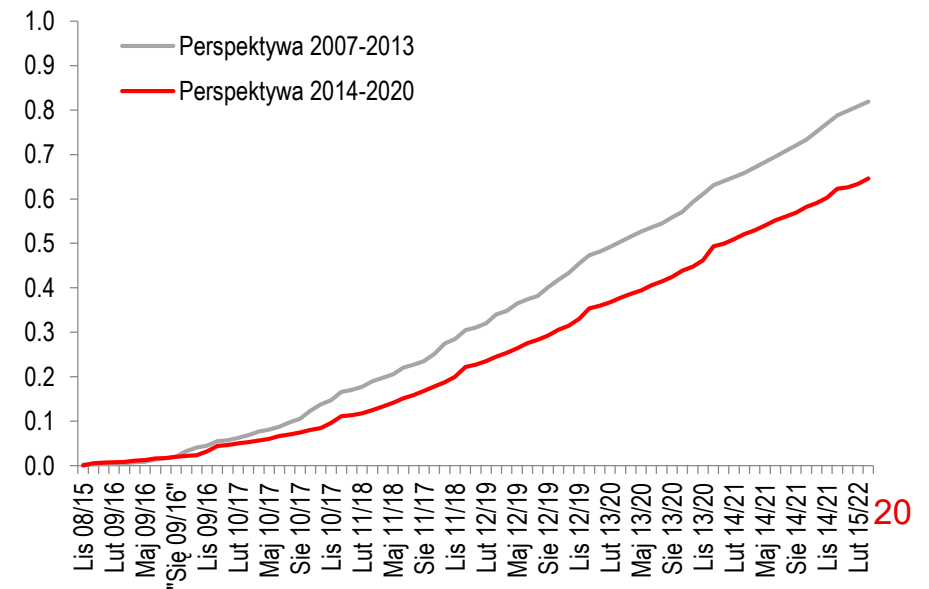


Źródło: KE, MF, NBP

Środki przeznaczone dla Polski w funduszach EU, mld euro (ceny bieżące)



Wnioski o płatność ze środków spójności jako % całego budżetu





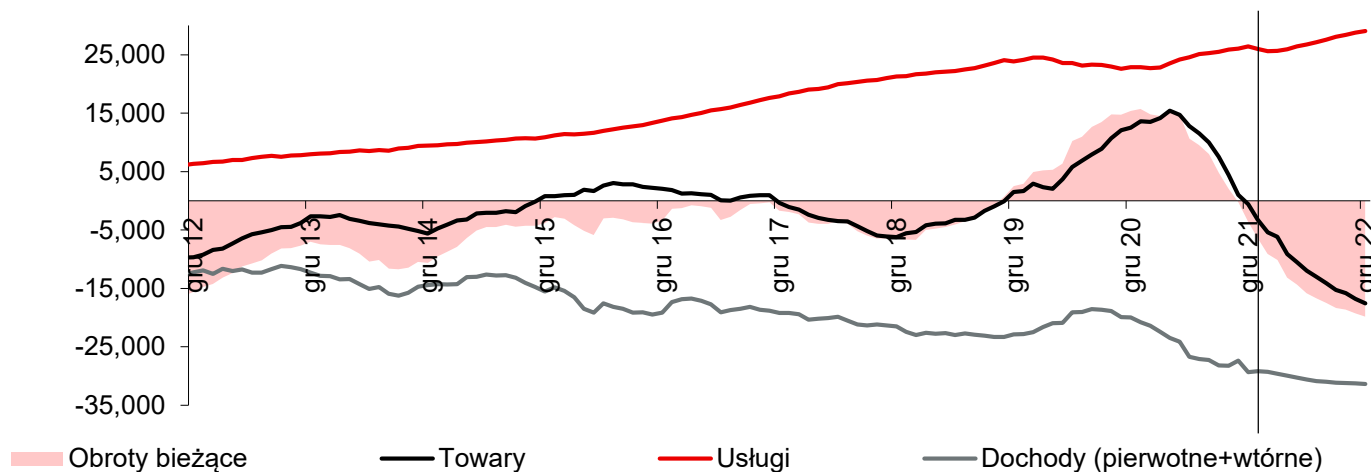
Obroty bieżące: dalsze pogorszenie

W 2021 r. saldo obrotów bieżących pogorszyło się do -0,6% PKB z +2,9% PKB w 2020 r. Stały za tym dwie główne przyczyny: ożywienie popytu krajowego, które wspierało wzrost importu oraz wyższe ceny surowców (odpowiedzialne za ok. 1/3 pogorszenia salda).

Ponieważ ceny surowców energetycznych w 2022 r. poszły jeszcze bardziej w górę, naszym zdaniem będą miały podobny wpływ na pogorszenie salda wobec 2021 jak miało to miejsce w 2021 wobec 2020 r. Z kolei eksportowi usług transportowych szkodzić może pakiet mobilności. Z drugiej strony słabszy wzrost gospodarczy i słabszy złoty będą sprzyjały eksportowi i szkodziły importowi. O ile zatem naszym zdaniem bilans handlowy pogorszy się w ujęciu nominalnym, to realny wkład eksportu netto do wzrostu PKB nie musi być ujemny (w przeszłości eksport netto regularnie poprawiał się przy spowolnieniach).

Spodziewamy się wzrostu deficytu obrotów bieżących do 3% PKB w 2022 r. Poza słabszym saldem handlowym również saldo dochodów będzie wyglądało słabiej ze względu na niższe wpływy z UE. Nie mamy przekonania, co stanie się z transferami netto zarobków, bo silniejsze mogą być przepływy w obie strony, np. z Polski do Ukrainy i z Ukrainy do Polski.

Bilans płatniczy: główne saldo, sumy za 12 miesięcy, mln euro



Źródło: NBP, Santander

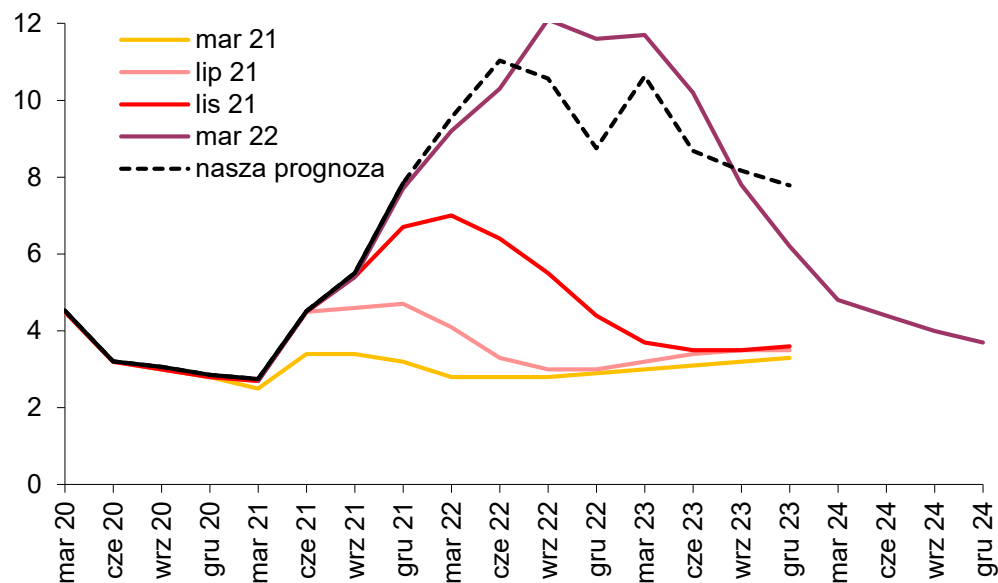


Inflacja: wyżej na dłużej

W ostatnich miesiącach inflacja CPI regularnie zaskakiwała w górę, czego skutkiem było podbijanie i wydłużanie oczekiwanej ścieżki inflacyjnej. Zachowanie CPI oznacza, że przedział ufności dla prognoz jest szerszy niż zazwyczaj, nie tylko ze względu na wysoką zmienność kursów walutowych i rynków surowcowych, ale też ze względu na możliwe reakcje po stronie polityki rządu. Obecnie na przykład zakładamy przedłużenie tarczy antyinflacyjnej do końca 2022 r., ale nie można wykluczyć innego harmonogramu lub nowych działań „osłonowych”.

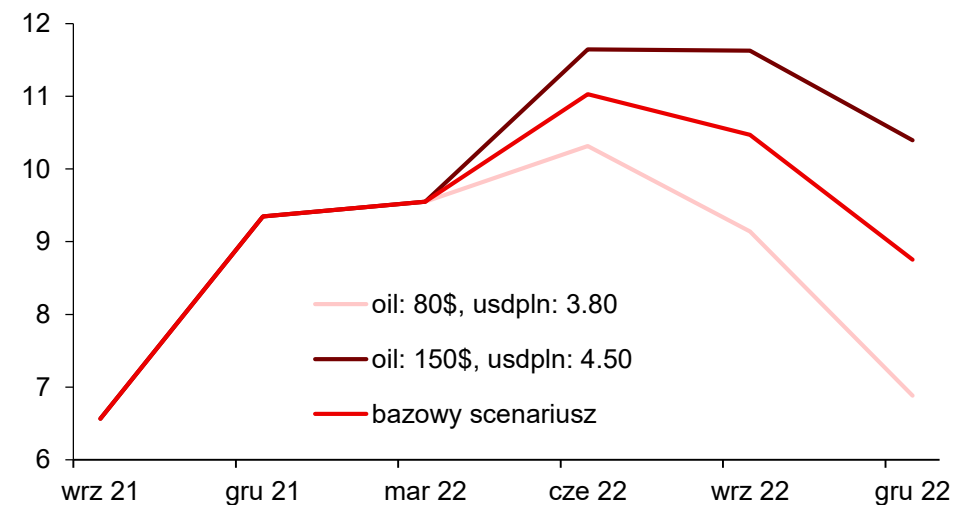
Nasz scenariusz bazowy zakłada stabilizację CPI wokół poziomu 11% r/r do końca wakacji, a potem stopniowy spadek (z przejściowym wybięciem w górę na początku 2023 kiedy wygasną czasowe obniżki podatków pośrednich).

Prognozy inflacji CPI w kolejnych projekcjach NBP i nasze obecne prognozy, % r/r



Źródło: NBP, Santander

Nasze prognozy CPI przy różnych założeniach dotyczących Średniego kursu USDPLN i cen ropy Brent w 2022 r.



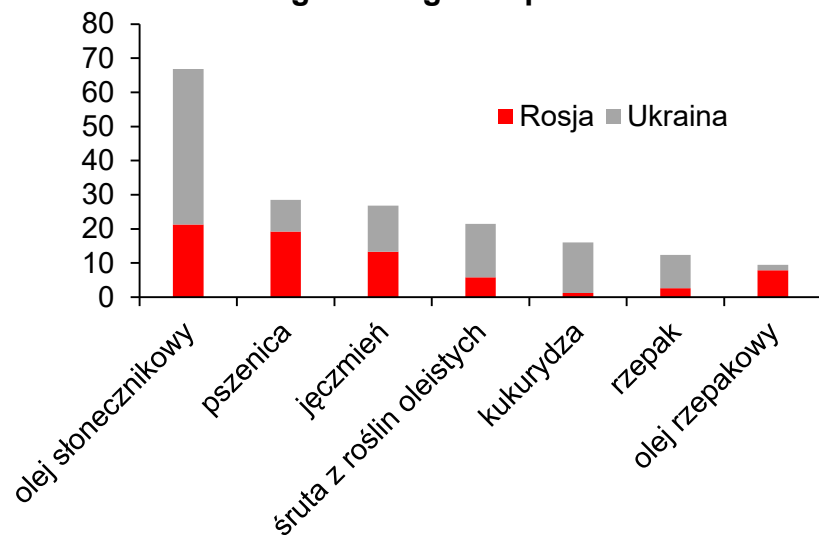
Źródło: Santander



Inflacja: presja na ceny żywności

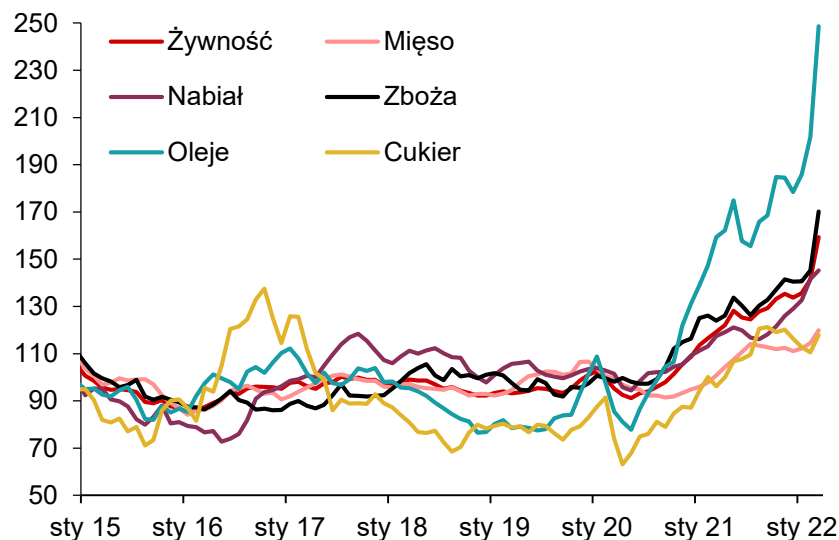
Rosja i Ukraina są istotnymi producentami zbóż, roślin oleistych i nawozów. Zakłócenia transportowe związane z wojną oraz możliwy spadek produkcji będzie oznaczała wzrost presji na globalne ceny żywności, gdyż popyt może utrzymywać się na wysokim poziomie. O ile Polska jest istotnym producentem żywności, to również będzie mierzyć się z większym popytem ze względu na napływ imigrantów. Dlatego też spodziewamy się wysokiego wzrostu cen żywności w 2022 r. z ryzykiem w górę.

Rosja i Ukraina są istotnymi eksporterami zbóż i roślin oleistych, % globalnego eksportu



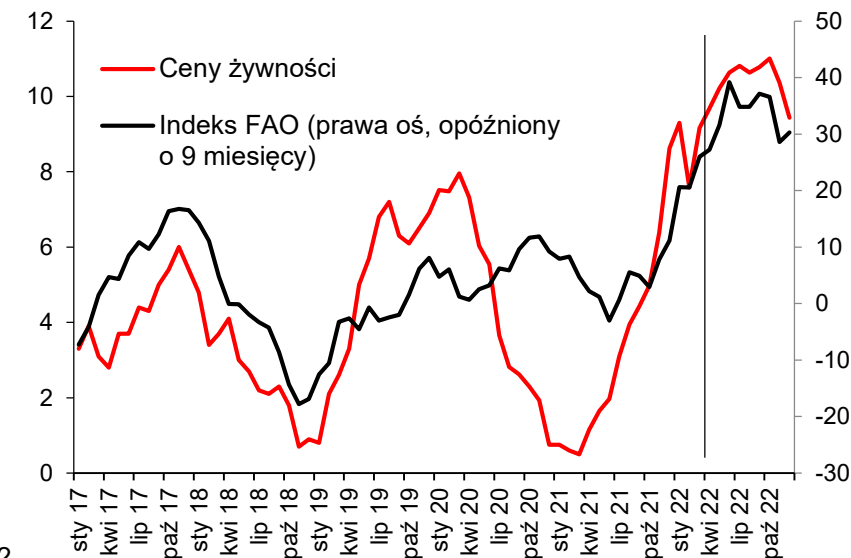
Źródło: UN Comtrade, Santander

Globalne ceny zbóż i olejów już pną się w górę, indeks FAO (dolarowe)



Źródło: FAO, Santander

Ceny żywności w Polsce, % r/r



Źródło: FAO, GUS, Santander



Polityka pieniężna: uciekający cel

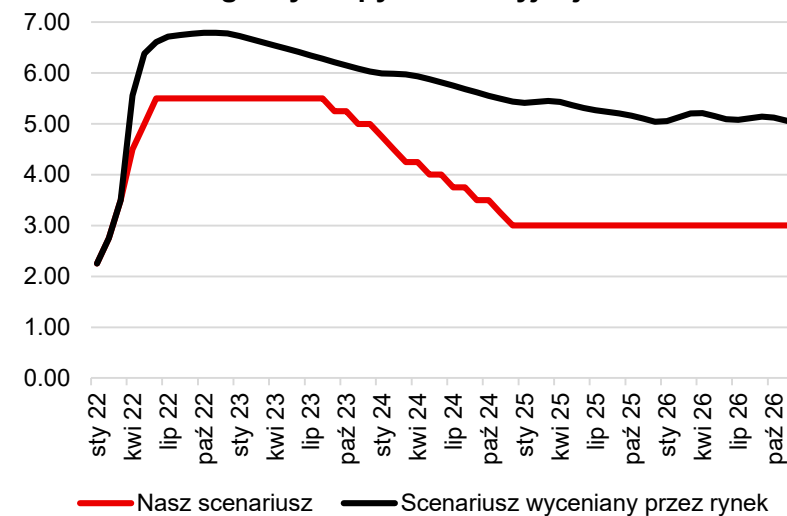
Ostatnia mocna reakcja RPP na zaskoczenie inflacyjne (podwyżka o 100 pb w kwietniu po 75 pb w marcu) sugeruje, że należy przesunąć w górę oczekiwania co do szczytu cyklu podwyżek. Nie uważamy jednak, by kolejne ruchy miały być równie mocne. Ich skala zależeć będzie w dużym stopniu od danych inflacyjnych i jeśli – jak prognozujemy – CPI będzie się stabilizować blisko 11% r/r, RPP może powrócić do ruchu o 50 pb w maju i dojść do 5,50% w czerwcu. Jeśli natomiast inflacja dalej będzie zaskakiwała w górę, to będziemy się zbliżać do scenariusza wycenianego przez rynek (stopa referencyjna do 6,50% w II poł. 2022 r.).

Scenariusz wyceniany przez rynek jest de facto spójny ze skalą zacieśnienia pieniężnego teoretycznie potrzebną do sprowadzenia inflacji do celu, którą można było oszacować na podstawie wyników marcowej projekcji inflacyjnej NBP i szacunków siły mechanizmu transmisji pieniężnej (podwyżka stóp o 100 pb obniża CPI o 0,2 w krótkim i 0,4 pp w dłuższym okresie), zaprezentowanych przez NBP na konferencji po publikacji raportu.

Jednak innym ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje co do stóp procentowych jest zachowanie kursu walutowego. Wg NBP, ruch osłabienie złotego o 10% dodaje 1 punkt procentowy do inflacji CPI (ale efekt jest asymetryczny – deprecjacja daje mocniejszy efekt niż aprecjacja – plus mocniejszy podczas silnej koniunktury). Według tych szacunków można uznać, że zneutralizowanie osłabienia złotego o 10% wymaga dodatkowych podwyżek o ok. 250 punktów bazowych. Jednak od początku marca, kiedy doszło do kulminacji wyprzedaży złotego (EURPLN przy 5,00), złoty odzyskał 6-7% wobec euro i dolara. Można zatem uznać, że aprecjacja w ostatnich tygodniach zredukowała skalę potrzebnych podwyżek o 150 pb.

Uważamy, że zapal RPP do podnoszenia stóp procentowych może się wyraźnie zmniejszyć, gdy napływające dane zaczną wskazywać na wyraźne spowolnienie gospodarcze w II kw. Jeśli zatem Rada nie podwyższy stóp agresywnie na najbliższych posiedzeniach, to prawdopodobieństwo przekroczenia 6% wyraźnie spadnie.

Prognozy stopy referencyjnej NBP



Źródło: Santander, Refinitiv (na dzień 11/04/2022)

Wymiana w RPP prawie zakończona

Stara RPP	Koniec kadencji	Nowa RPP	Nominuje
Gatnar	25/01/2022	Kotecki	Senat
Kropiwnicki	25/01/2022	Litwiniuk	Senat
Ancyparowicz	09/02/2022	Janczyk	Sejm
Łon	09/02/2022	?	Sejm
Zubelewicz	20/02/2022	Dąbrowski	Prezydent
Hardt	20/02/2022	Wnorowski	Prezydent
Żyżyński	30/03/2022	?	Sejm
Glapiński	21/06/2022	Glapiński?*	Prezydent*
Sura	16/11/2022	Tyrowicz?*	Senat
Kochalski	21/12/2025	?	Prezydent

* Kandydat prezydenta musi zdobyć poparcie w Sejmie

** Wg przecieków medialnych; Senat nie zatwierdził formalnie kandydatki



Polityka fiskalna: deficyt wzrośnie

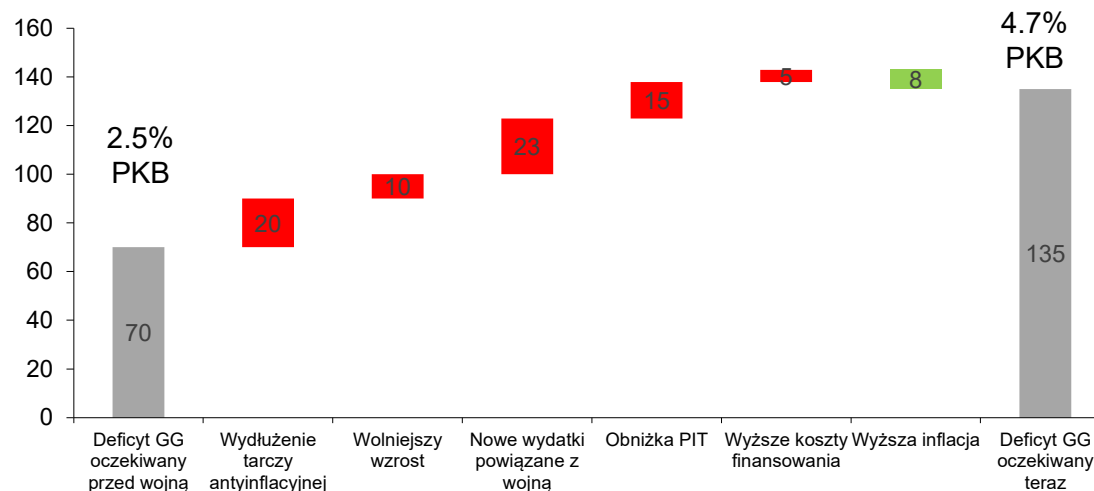
Wojna w Ukrainie i jej konsekwencje oznaczają wyższe koszty dla budżetu. Niektóre z nich wynikają z nowych okoliczności (koszt opieki nad uchodźcami, spowolnienie gospodarki), inne z dyskrejonalnych działań rządu (wydłużenie „tarczy antyinflacyjnej”, wprowadzenie „tarczy antyputinowskiej”, obniżka podatku PIT od lipca). Wyraźny wzrost stóp procentowych i rentowności obligacji przełoży się na wzrost kosztów finansowania.

Wyższa inflacja będzie sprzyjała dochodom budżetowym, ale nie tak mocno, jak można by się spodziewać, ze względu na „tarczę antyinflacyjną”, w ramach której obniżono podatki pośrednie (nawet do zera) na wybrane produkty.

Szacujemy, że deficyt fiskalny (GG) w 2022 r. może wzrosnąć do 4,7% PKB wobec 1,8% w 2021 r. i 2,5% oczekiwanych przez nas przed wojną. Część impulsu może przełożyć się na 2023 r. (np. zapowiedziane wyższe wydatki na obronę oraz konieczny wzrost wydatków na usługi publiczne, np. ochronę zdrowia, edukację, administrację).

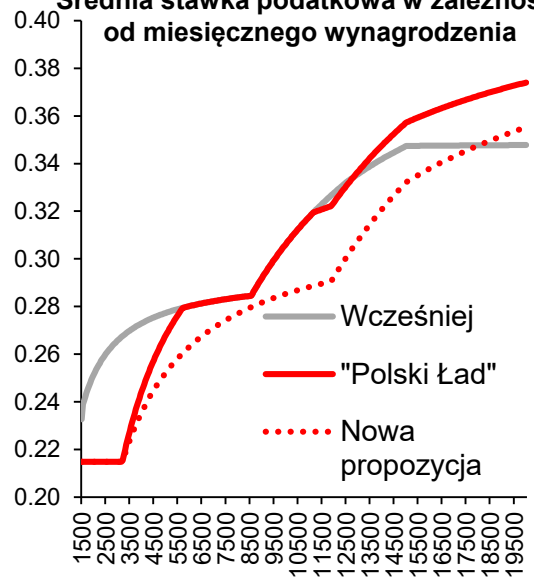
Przy nominalnym wzroście PKB w okolicy 10%, deficyt poniżej 5% PKB oznacza, że wskaźnik długu do PKB nie będzie się powiększał. W 2021 r. dług obniżył się do 54,2% według metodologii ESA 95 lub do 44,1% według definicji krajowej (która jednak pomija wybrane obligacje, np. covidowe).

Zmiany w naszej prognozie deficytu w 2022 r. po wybuchu wojny

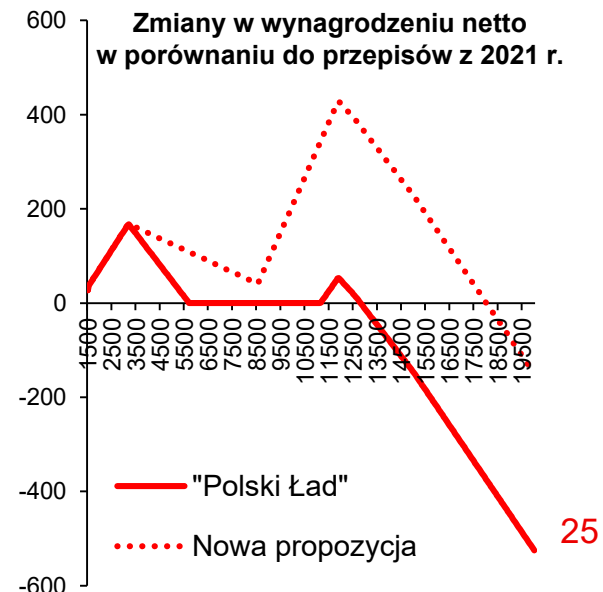


Podsumowanie nowej propozycji zmian w PIT

Średnia stawka podatkowa w zależności od miesięcznego wynagrodzenia



Zmiany w wynagrodzeniu netto w porównaniu do przepisów z 2021 r.



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 a laptop screen with more charts.

2

Rynek długu: więcej CPI, podwyżek, i ryzyka stagflacji

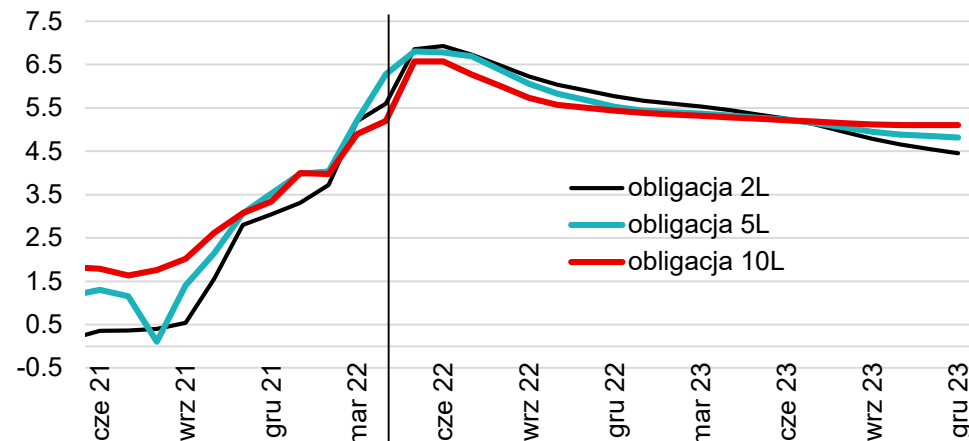


Spodziewamy się w tym roku dalszych wzrostów rentowności obligacji na rynkach bazowych. Powinno doprowadzić do tego środowisko wysokiej inflacji, które generuje strumień zaskoczeń w górę odczytami CPI oraz szykowane przez Fed i EBC podwyżki stóp procentowych. Zakładamy, że EBC zacznie stosować podwyżki stóp od IV kw. 2022 r. a Fed, który już rozpoczął cykl podwyżek stóp, może dokładać do niego cegiełkę na każdym posiedzeniu tego roku. Zaplanowany koniec QE w strefie euro i przejście do QT (zacieśnienia ilościowego) w USA również powinny wspierać dalszy ruch rentowności w górę.

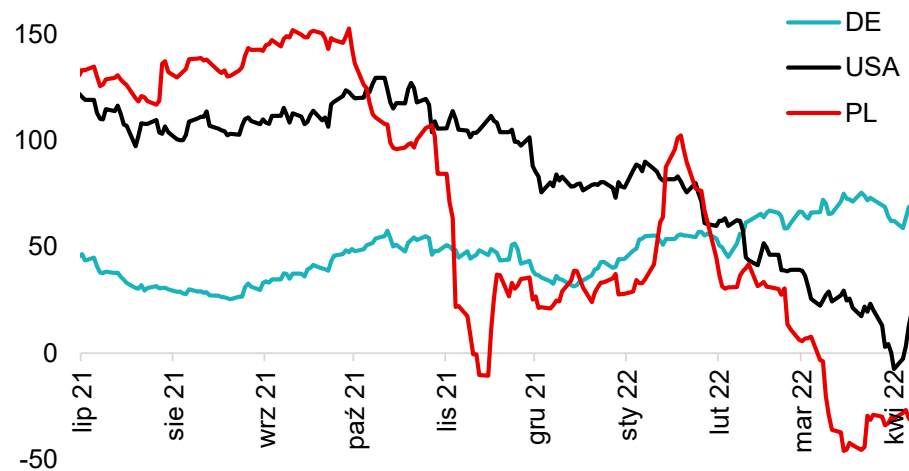
Jednocześnie ryzyko stagflacji wzmożone przez wojnę w Ukrainie (sankcje, wzmocnienie globalnego szoku podażowego) może oddziaływać na rzecz spadku nachylenia krzywych rentowności na rynkach bazowych. Krzywa amerykańska już przymierzała się niedawno do inwersji.

Na tle rynków bazowych i ciśnienia w górę wskutek wysokiej inflacji i historii podwyżek stóp polska krzywa dochodowości została również poddana presji wzrostowej przez bliskość do epicentrum ryzyka geopolitycznego. Ten ostatni czynnik mógł już naszym zdaniem wyczerpać swój potencjał do negatywnego oddziaływania na krajowe obligacje skarbowe i niewykluczone, że wkrótce będziemy mogli zobaczyć powracający popyt z zagranicy (patrz [str. 29](#)). Jednakże ten zagraniczny popyt może napotkać podaź podwyższoną z uwagi na dalsze poluzowanie fiskalne ([str. 25](#)). W rezultacie wydaje nam się możliwe, że **polska krzywa nie będzie zmniejszała nachylenia** w taki sam sposób jak to się może dziać na rynkach bazowych. Co więcej, **krajowe spready asset swap mogą pozostać szersze niż pod koniec 2021 r. czy przed pandemią.**

Benchmarkowe serie obligacji skarbowych: rentowność, średnie miesięczne



Obligacje rządowe: nachylenie krzywych dochodowości (10L – 2L). pb



Źródło: Bloomberg, Santander



Rynek długu: większe potrzeby pożyczkowe

Potrzeby pożyczkowe netto w 2022 r. określono w budżecie na ok. 60 mld zł a potrzeby brutto na 222 mld zł. Z tego 61% zostało już pokryte wg MF co pozostawia 86 mld zł. Jeszcze w tym roku zapadną papiery skarbowe warte 95 mld zł. Dla porównania na koniec I kw. 2021 r. stopień pokrycia potrzeb pożyczkowych wyniósł 60%. Można więc odnieść wrażenie, że wszystko jest w porządku. Jednak wg nas zapewnienie pełnego pokrycia tegorocznych potrzeb i zapewnienie jakiegoś minimalnego poziomu prefinansowania potrzeb 2023 r. może być pewnym wyzwaniem i będzie wymagało od MF innego podejścia. Rozmiary ostatnich aukcji sprzedaży i aukcji zamiany obligacji ostatnio malały.

Jeśli zgodnie z naszymi szacunkami tegoroczny deficyt finansów publicznych okaże się wyższy o min. 60 mld zł (patrz [str. 25](#)) i o tyle też pójdą w górę potrzeby pożyczkowe netto, to pozostawia do pokrycia ok. 50 mld zł jeszcze w tym roku, a gdyby rząd chciał zapewnić sobie pokrycie 20% przyszłorocznych potrzeb (najniższy udział odnotowany w ostatnich latach) już na przełomie roku to musiałyby zdobyć jeszcze finansowanie rządu 40-50 mld zł.

Najłatwiej użyć do tego poduszki płynnościowej, która w lutym wynosiła 90 mld zł. Jak dotąd rząd nie znalazł się w sytuacji, że musiał w dużym stopniu na niej polegać, ale zakładamy, że niechętnie zredukowałby ją bardziej niż do 30 mld zł. Inną opcją są emisje euroobligacji – teraz gdy złoty już się ustabilizował – albo powrót do bonów skarbowych (obecnie nieużywanych) - na których rząd silnie się opierał podczas globalnego kryzysu finansowego (zwiększenie netto ich podaży o 40 mld zł w 2008 r.) i na początku pandemii (ok. 18 mld zł). Być może będziemy mogli oglądać jakiś miks tych narzędzi w miarę jak MF będzie szukało kanału, który działa teraz najlepiej w nieprzychylnym dla obligacji rządowych środowisku.

W 2020 r., ale też po części w 2021 r. obligacje PFR i BGK były emitowane zamiast obligacji skarbowych. Z nich ok. 30% zostało kupione przez NBP. Teraz jednak program QE jest już nieaktywny, PFR wychodził z ostatnią aukcją w styczniu 2021 r. a BGK w listopadzie 2021 r. Do tego te papiery są mało płynne.

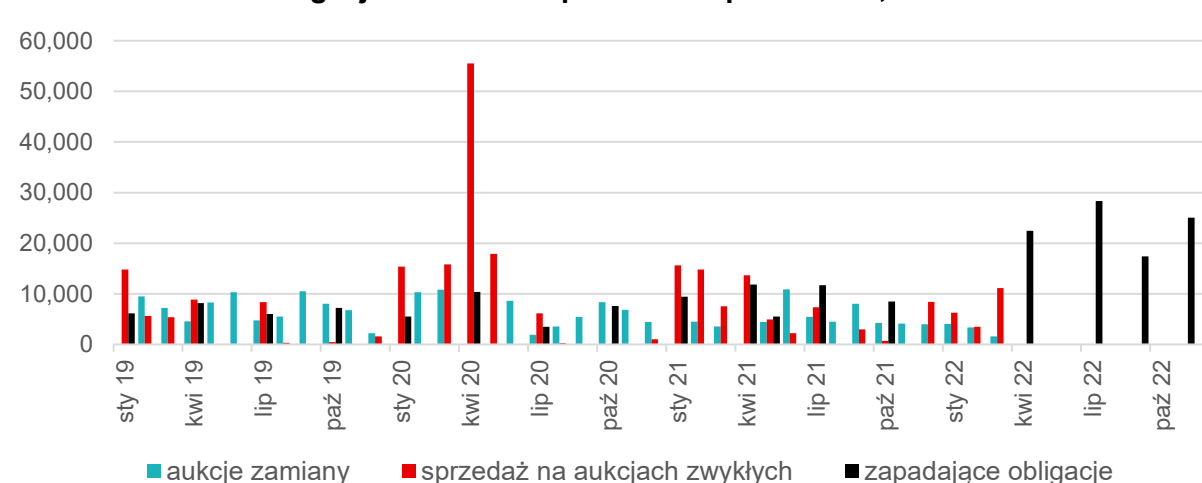
Środki na rachunkach rządu, mld zł



Podaż obligacji wg emitenta, mld zł



Obligacje skarbowe: sprzedaż i zapadalności, mld zł





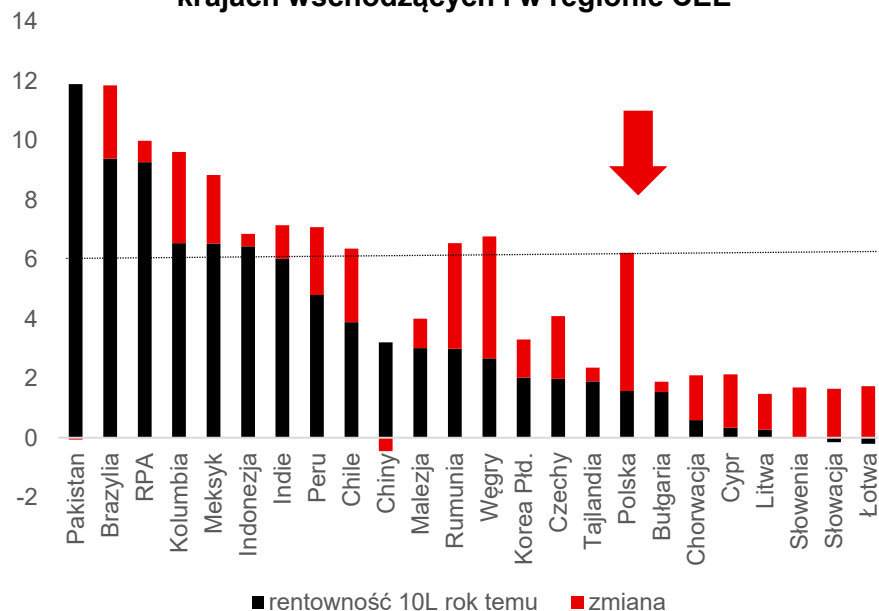
Rynek długu: kto kupi obligacje skarbowe? (1/2)

Może polskie rentowności nie są najwyższe spośród krajów wschodzących, ale inwazja Rosji na Ukrainę wywołała ich największy wzrost i kiedy z tym zagrożeniem inwestorzy się oswoją, krajowe papiery mogą okazać się całkiem atrakcyjne dla inwestorów.

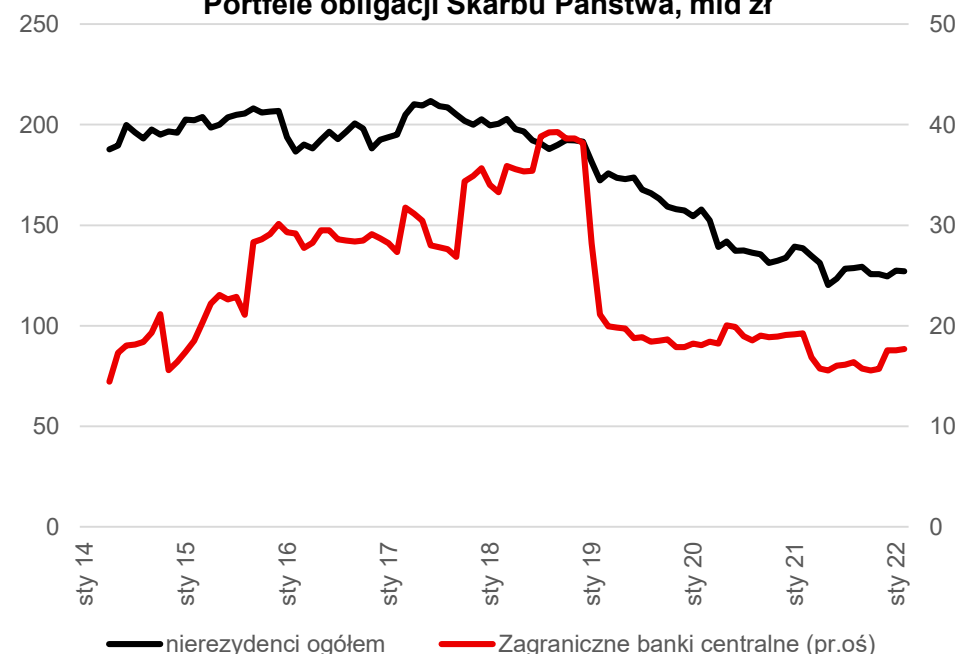
Polowanie na wyższe zwroty z aktywów było czynnikiem stojącym za olbrzymim popytem z azjatyckich banków centralnych skierowanym na polski rynek długu w latach 2014-2018. Posiadany przez nich portfel skarbówek wzrósł wtedy z 5 mld zł do 37 mld zł. Teraz mają ich 17 mld zł. Polska ma nie gorszy rating od S&P niż Malezja i Tajlandia a oferuje teraz o wiele wyższą rentowność. Jej ocena kredytowa jest też lepsza niż Indii czy Indonezji gdzie rentowności są co prawda wyższe, ale nie aż tak znacznie wyższe jak rok temu.

Ogólnie **portfel obligacji rządowych w posiadaniu nierezydentów od lat się zmniejsza więc ta grupa inwestorów wygląda na niedoważoną i może czekać na właściwy moment do zakupów** – wg nas takim sygnałem może być poczucie odzyskania kontroli nad inflacją, a zgodnie z naszymi prognozami właśnie wchodzimy w okres wypłaszczenia wzrostu CPI.

10L rentowności obligacji rządowych w krajach wschodzących i w regionie CEE



Portfele obligacji Skarbu Państwa, mld zł





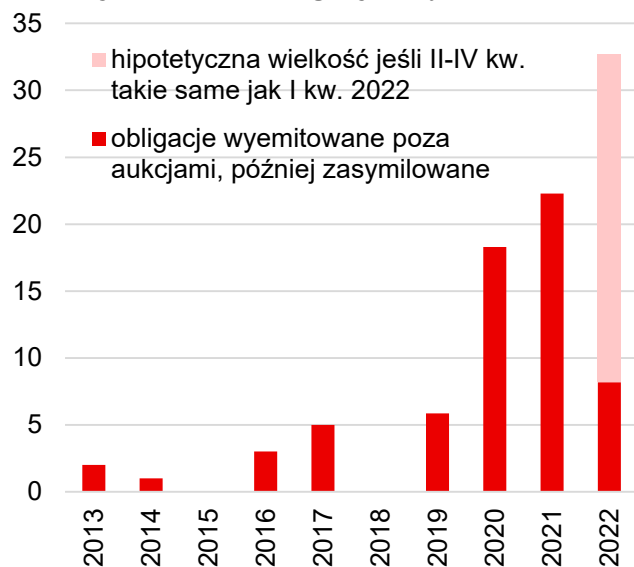
Rynek długu: kto kupi obligacje skarbowe? (2/2)

Popyt krajowych banków komercyjnych na SPW zależy m.in. od zmian depozytów i kredytów. Wysokie stopy mogą zniechęcać do kredytu a zachęcać do jego wcześniejszych spłat. Wojna podniosła preferencje do utrzymywania wyższych stanów gotówki. Dlatego też popyt na obligacje skarbowe ze strony banków może się obniżyć – na koniec lutego ich portfel był o 7 mld zł większy niż na koniec ub.r. ale korelacja ze zmianami depozytów, jeśli miałyby się utrzymać w 2022 r., wskazuje, że jakiegokolwiek zwiększenie posiadania papierów przez banki należało będzie uznać za sukces.

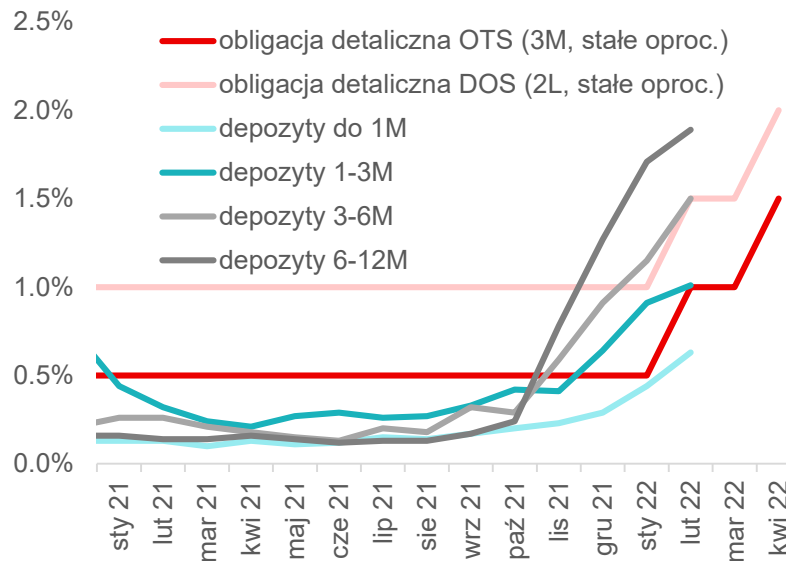
Gospodarstwa domowe okazały się istotnym i rzetelnym źródłem popytu w ostatnich latach, ale ostatnio oprocentowanie obligacji detalicznych znalazło się poniżej tak prostych alternatyw jak depozyty bankowe. Gospodarstwa domowe w 2020 i 2021 r. zwiększały posiadane obligacje o ok. 14 mld zł. ale tym razem zakładając brak agresywniejszej polityki sprzedażowej i widząc rosnące obciążenie budżetów domowych kosztami życia jesteśmy skłonni przyjąć, że przyrost portfela obligacji gospodarstw domowych wyniesie raczej 10 mld zł w tym roku.

Od 2020 r. liczne obligacje są wprowadzane na rynek przez przekazanie ich instytucjom publicznym a potem asymilację z seriami benchmarkowymi. MF pokazało w I kw. 2022 r. że zamierza być aktywne na tym polu i wprowadzać papiery tą alternatywną drogą zamiast wychodzić z większymi podażami na aukcjach.

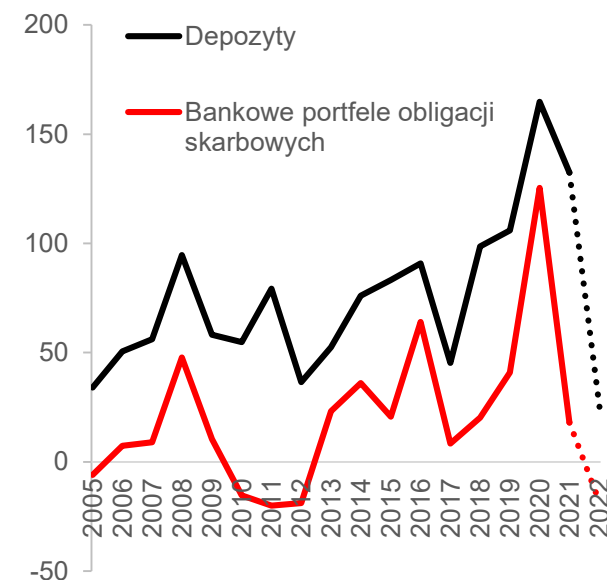
Asymilowane obligacje rządowe, mld zł



Oprocentowanie depozytów bankowych i wybranych obligacji detalicznych



Depozyty w sektorze bankowym i bankowe portfele obligacji zmiana roczna, mld zł



Źródło: GUS, Santander



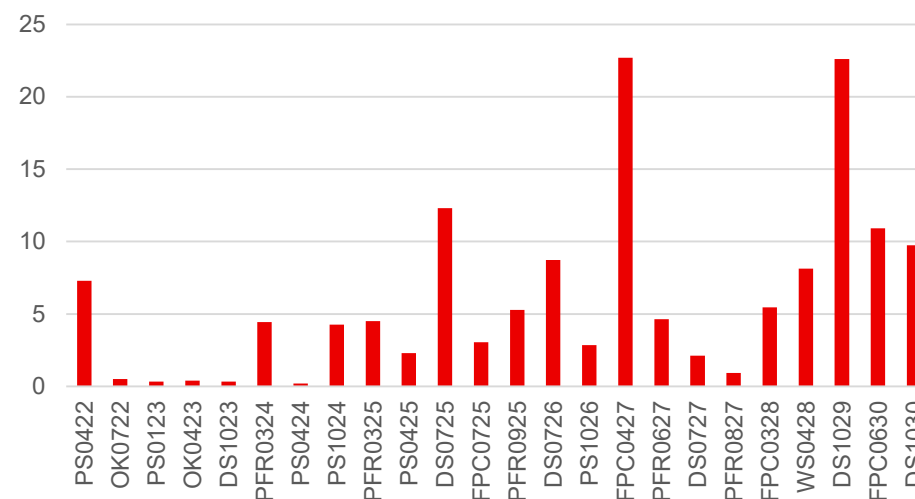
NBP QE: nadchodzi wykup

NBP nie ogłosił jeszcze oficjalnej polityki reinwestycyjnej w relacji do aktywów zgromadzonych w ramach programu QE. Jak dotąd zapadał tylko jeden papier, rok temu, ale NBP miał go tylko 50 mln zł, więc kwestia nie była paląca.

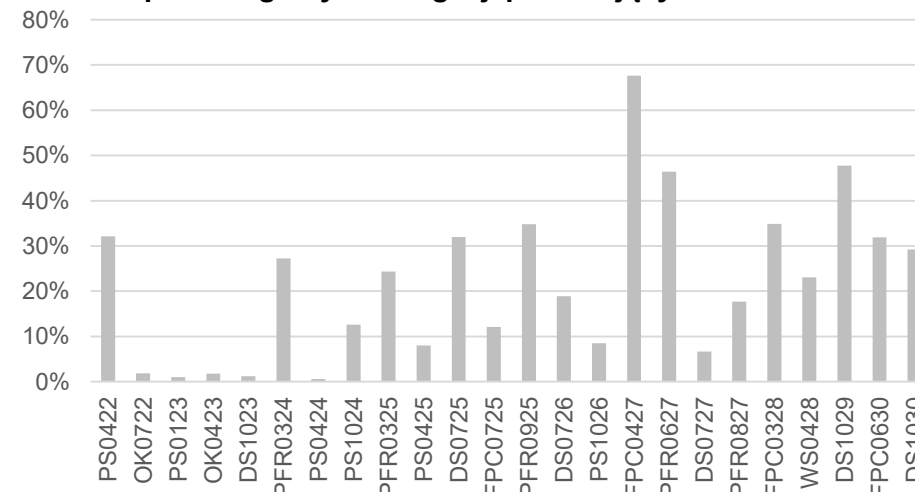
NBP ma w portfelu 7,3 mld zł obligacji PS0422, której data zapadalności to 25 kwietnia 2022 r. To 32% całej puli tej obligacji będącej w obiegu i 5% zasobów NBP zgromadzonych w ramach QE. QT w wykonaniu Fed w latach 2018-2019 przebiegało w średnim tempie 0,9% całkowitych aktywów QE na miesiąc. Stąd rozmiar nadchodzącej zapadalności w aktywach NBP wygląda na zbyt duży, żeby to po prostu zignorować, a do tego rynek długu naprawdę potrzebuje teraz świeżego popytu. Z drugiej strony, następna taka sytuacja po kwietniu będzie miała miejsce za dwa lata, więc NBP może teraz niechętnie siadać do szycowania polityki, która nabierze znaczenia dopiero za dwa lata, gdy warunki monetarne, gospodarcze i rynkowe mogą być zupełnie inne.

Prezes NBP zapytany na konferencji prasowej w kwietniu o plany wobec obligacji skarbowych w portfelu banku powiedział, że reinwestowanie jest jedną z opcji, ale jest jeszcze czas, żeby podjąć decyzję w tej sprawie. Jednocześnie jasno zaznaczył, że NBP nie skupuje już aktywów. Wydaje się nam, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest brak reinwestycji w kwietniu.

Obligacje w portfelu NBP wg serii, mld zł



Obligacje w portfelu NBP wg serii
% poszczególnych obligacji pozostających w obrocie



Źródło: Ministerstwo Finansów, NBP, Santander



Rynek walutowy: bez oparcia w wysokim wzroście

Zakładamy, że punkt startowy sprzed wojny, 4,50, będzie działać jako poziom wsparcia dla EURPLN. **Kurs powinien teraz zostać w paśmie, w którym poruszał się przed konfliktem** i tam czekać aż wyjaśni się jak bolesna dla realnej gospodarki okaże się walka z inflacją, gdy okres wysokiej dynamiki CPI będziemy już mieli za sobą.

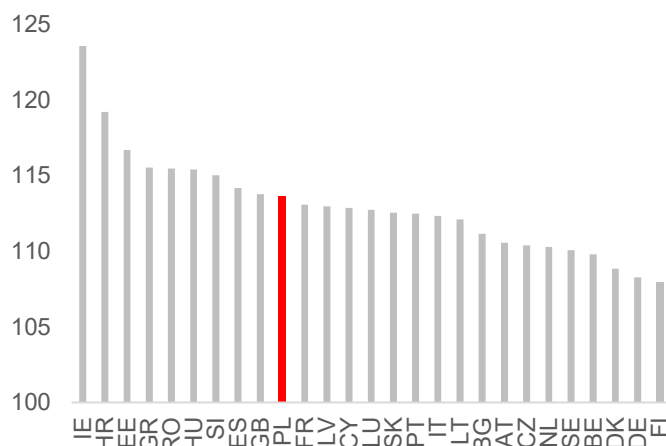
Przez długi czas podnosiliśmy argument, że pozytywne perspektywy dla złotego opierają się na wielokrotnie prezentowanej zdolności polskiej gospodarki do wzrostu w szybszym tempie niż inne kraje UE. Tym razem nie mamy pewności, czy też tak to będzie wyglądało, dlatego zakładamy raczej stabilizację EURPLN niż jego wyraźne zejście w dół. Skala zacieśnienia monetarnego oraz opóźnienia w projektach, które miały być realizowane w oparciu o fundusze unijne mogą wystarczyć, żeby zmniejszyć przewagę polskiego tempa wzrostu w 2022 r. do niewielkich rozmiarów i żeby w 2023 r. wzrost PKB nie wyróżniał się szczególnie spośród wyników pozostałych krajów europejskich. Jeśli dodać do siebie rewizje oczekiwań rynkowych dla wzrostu PKB za 2022 r. i 2023 r. jakie dokonały się między lutym a marcem br. (wg konsensusu Bloomberg), to w przypadku Polski widać jeden z największych spadków. Co więcej, pod względem prognozy skumulowanego wzrostu PKB za lata 2021-2023 Polska jest tym razem tylko nieco powyżej środka peletonu.

Inny powód naszych obaw, że złoty nie będzie w stanie wykazać istotnego umocnienia to pogorszenie bilansu na rachunku obrotów bieżących jakie dokonało się od połowy 2021 r. ([str. 21](#)) fundamentalnie podkopuje krajową walutę.

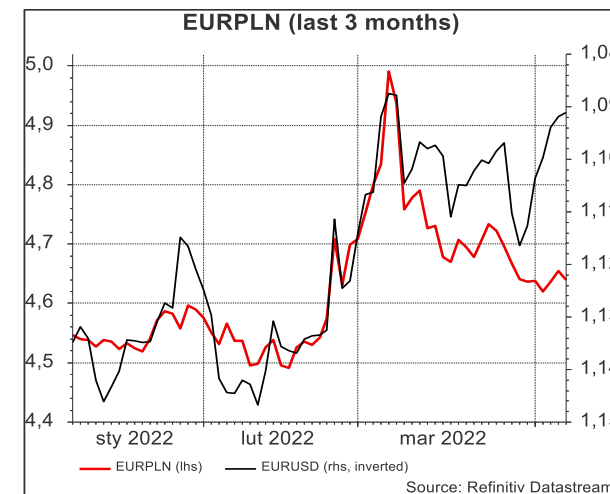
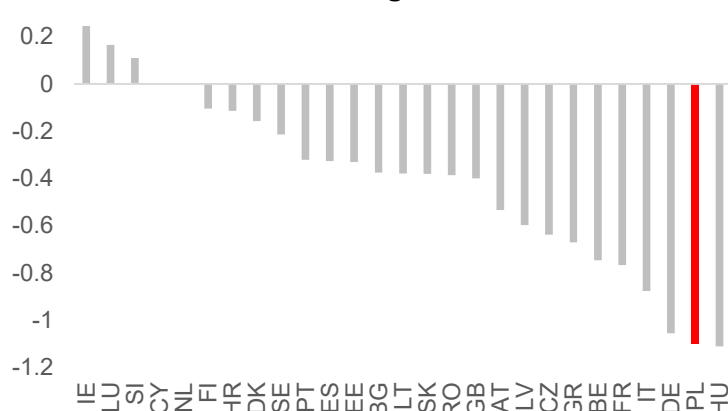
Martwi nas też luka między EURPLN a odwróconym wykresem EURUSD, która sugeruje, że ten pierwszy ma jeszcze duży potencjał do wzrostu. Jednak przyczyną obniżonego poziomu EURUSD prawdopodobnie jest uzależnienie gospodarki europejskiej od rosyjskich surowców energetycznych – zatem rozwiązanie podnoszące niezależność UE od dostaw z Rosji albo koniec wojny mogłyby przesunąć EURUSD w stronę domknięcia tej luki.

Potencjał EURPLN do wzrostu jest wg nas ograniczony tym, że NBP woli mocniejszego złotego, bo to doskonały sojusznik w walce z wysoką inflacją. Co prawda wyglądało na to, że interwencje walutowe NBP w pierwszych tygodniach wojny wiele nie wskórały, ale należy je uznać tylko za „strzały ostrzegawcze” (oceniając po jedynie małym spadku rezerw walutowych w obejmującym je okresie). Do tego w międzyczasie NBP zapewnił sobie dostęp do linii swapowych z EBC i Fed.

Prognozowany poziom PKB w 2023 r., 2020=100



Suma zmian prognoz wzrostu PKB za 2022 r. i 2023 r. Konsensus Bloomberg, mar-22 vs. lut-22





Rynek walutowy: to nie rok 2015

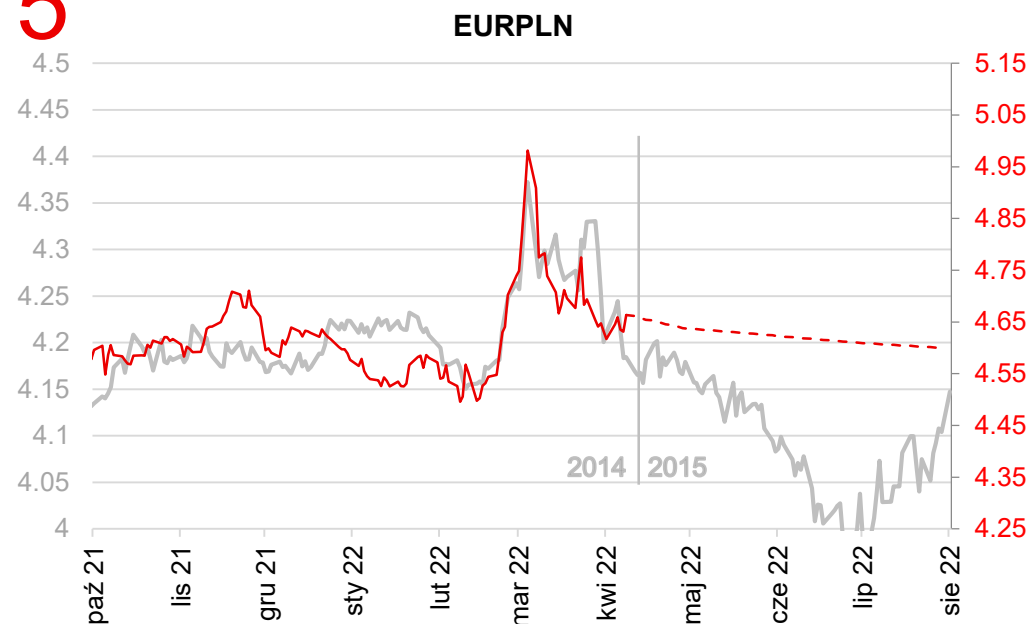
Jak dotąd zachowanie EURPLN podczas wojny rosyjsko-ukraińskiej wygląda podobnie do tego co działo się z nim w 2014-2015 r., podczas aneksji Krymu i wojny w Ukrainie z pro-rosyjskimi separatystami. Poziomy są inne a skala deprecjacji złotego okazała się tym razem dużo większa, ale sam kształt przebiegu kursu walutowego jest całkiem podobny. Jak daleko może zajść to podobieństwo? Okoliczności, które spowodowały w 2015 r. spadek EURPLN poniżej punktu wyjścia sprzed konfliktu dziś są nieobecne. Właściwie to wyglądają dokładnie na odwrót niż to na czym wtedy mogła oprzeć się krajowa waluta:

(1) Polska wchodziła w najdłuższą i najgłębszą deflację ze wszystkich krajów UE – teraz jej inflacja jest relatywnie wysoka w UE i prawdopodobnie jej wysoki poziom utrzyma się dłużej niż w przypadku pozostałych krajów unijnych w związku z tym jak działają rządowe tarcze-antyinflacyjne i inne narzędzi stymulacji fiskalnej dostarczone przez rząd.

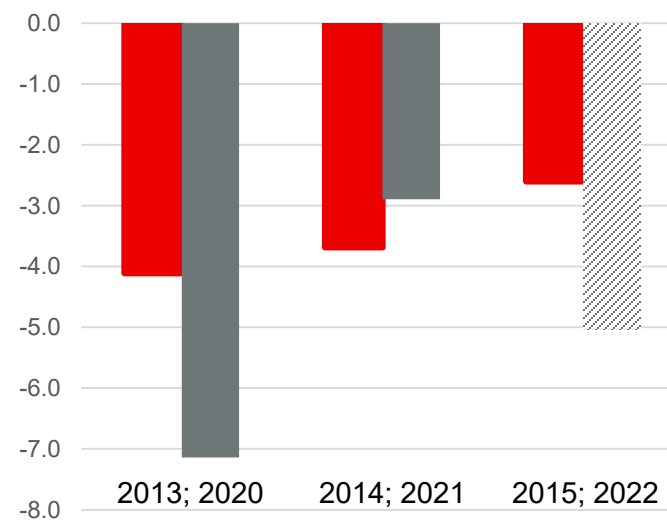
(2) Realna stopa procentowa była wysoce dodatnia i do tego jeszcze rosła wskutek niechęci RPP do cięcia stopy referencyjnej poniżej ówczesnego minimum wszech czasów wynoszącego 1,50% - teraz podwyżki stóp procentowych nie nadążają za ucieczką inflacji w górę, wyprowadzenie realnej stopy powyżej zera to temat tabu pośród decydentów, którzy przyzwyczaili się do wysoce ujemnych poziomów realnej stopy i zdają się zakładać, że taki stan można utrzymać.

(3) Deficyt sektora finansów publicznych był w trakcie redukcji: 4,1% PKB w 2013 r., 3,7% w 2014, 2,6% w 2015 r., 2,4% w 2016 r. – teraz najprawdopodobniej rozrośnie się z być może mniej niż 3% w 2021 r. do 4,7% jeśli nie więcej.

Biorąc to pod uwagę zakładamy, że umocnienie złotego w tym roku, jeśli przyjdzie, to będzie dużo powolniejsze niż w 2015 r.



Saldo sektora finansów publicznych, % PKB



Źródło: GUS, 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	2,603.1	2,902.6	587.4	617.0	647.5	751.3	667.1	685.1	717.2	834.7
PKB	% r/r	4.7	-2.5	5.7	3.5	-0.8	11.2	5.3	7.3	7.0	3.8	1.4	2.2
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-3.4	8.2	3.2	0.3	12.4	8.6	11.2	7.9	3.4	0.8	1.8
Spożycie indywidualne	% r/r	4.0	-3.0	6.2	3.9	0.1	13.1	4.7	7.9	8.0	4.0	1.0	3.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-9.0	8.0	5.0	1.7	5.6	9.3	11.7	-2.5	9.0	7.0	5.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.2	-1.1	14.5	6.7	7.8	30.2	10.5	12.8	16.3	6.7	4.8	-0.2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3.6	-3.5	1.6	5.6	-12.5	1.8	5.8	6.3	18.7	2.8	3.7	2.9
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.1	-3.0	7.4	3.8	1.2	14.4	6.1	8.7	8.9	6.2	0.8	0.2
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.3	8.9	9.3	6.6	9.6	9.4	9.8	10.2	9.7	8.9	8.3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.2	-1.0	0.2	1.5	-1.4	1.1	0.9	0.3	1.7	1.6	1.4	1.6
Stopa bezrobocia*	%	5.2	6.2	5.4	5.1	6.4	5.9	5.6	5.4	5.4	5.0	4.9	5.1
Rachunek bieżący	mln EUR	2,523	15,287	-3,537	-19,855	3,233	1,320	-3,360	-4,730	-3,331	-4,421	-5,882	-6,221
Rachunek bieżący	% PKB	0.5	2.9	-0.6	-3.2	2.8	2.0	0.9	-0.6	-1.7	-2.7	-3.0	-3.2
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.7	-6.9	-1.8	-4.7	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	2.3	3.4	5.2	10.1	2.7	4.5	5.5	7.8	9.6	11.1	10.7	9.0
CPI *	% r/r	3.4	2.4	8.7	8.4	3.2	4.4	5.9	8.7	10.9	11.3	10.3	8.4
Inflacja bazowa	% r/r	2.0	3.9	4.1	6.9	3.8	3.8	3.9	4.8	6.5	7.2	7.2	6.9

* 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	5.50	0.10	0.10	0.10	1.75	3.50	5.50	5.50	5.50
WIBOR 3M	%	1.72	0.67	0.54	4.99	0.21	0.21	0.22	1.50	3.46	5.12	5.67	5.73
Rentowność obligacji 2L	%	1.56	0.50	0.79	5.73	0.08	0.20	0.43	2.47	4.07	6.46	6.48	5.90
Rentowność obligacji 5L	%	1.99	0.96	1.39	5.77	0.65	1.10	0.89	2.91	4.41	6.62	6.38	5.68
Rentowność obligacji 10L	%	2.41	1.52	1.97	5.48	1.35	1.73	1.80	3.01	4.29	6.12	6.00	5.50
IRS 2L	%	1.74	0.62	1.19	5.84	0.37	0.71	0.88	2.81	4.68	6.39	6.43	5.86
IRS 5L	%	1.85	0.85	1.69	5.22	0.91	1.42	1.48	2.94	4.31	5.65	5.69	5.22
IRS 10L	%	2.05	1.15	2.01	4.90	1.45	1.87	1.79	2.94	4.10	5.27	5.28	4.97
EUR/PLN	PLN	4.30	4.44	4.57	4.61	4.55	4.53	4.57	4.62	4.62	4.63	4.59	4.62
USD/PLN	PLN	3.84	3.89	3.86	4.04	3.77	3.76	3.87	4.04	4.11	4.13	3.99	3.93
CHF/PLN	PLN	3.86	4.15	4.22	4.38	4.17	4.13	4.22	4.38	4.46	4.45	4.33	4.29
GBP/PLN	PLN	4.90	5.00	5.31	5.41	5.20	5.26	5.34	5.45	5.52	5.49	5.37	5.27

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **11.04.2022** 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
Marcin Luzziński
Grzegorz Ogonek

691 393 119

510 027 662

887 842 480



#3 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#2 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



Suplement Sektorowy

Sektory Strategiczne

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

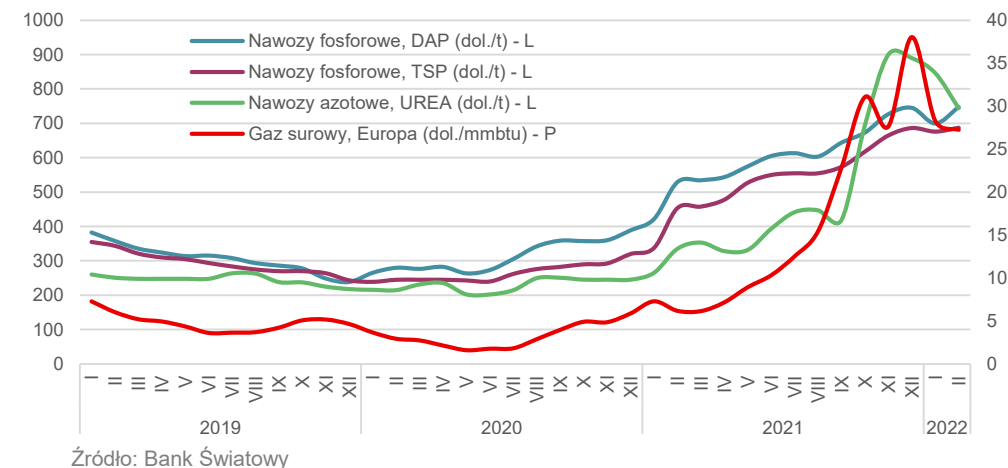
Rośnie presja kosztowa w rolnictwie...

Początek 2022 r. przyniósł kontynuację wzrostu kosztów w produkcji rolniczej. Agresja rosyjska na Ukrainę zwiększyła niepewność na rynku. Rosja jest głównym dostawcą gazu do Unii Europejskiej, który jest wykorzystywany w produkcji nawozów azotowych. Jest też ważnym dostawcą nawozów potasowych – razem z Białorusią odpowiada za 65% światowego eksportu. Zarówno Rosja, jak i Ukraina są ważnymi eksporterami zbóż, roślin oleistych oraz produktów przetwórstwa roślin oleistych (np. oleju słonecznikowego). W efekcie sankcji nałożonych na Rosję oraz problemów logistycznych z wywozem surowców rolnych z Ukrainy (ograniczenia w transporcie morskim), podaż na rynku globalnym obniżyła się. Rezultatem jest wzrost cen zbóż konsumpcyjnych i paszowych, roślin oleistych, ale też nawozów mineralnych.

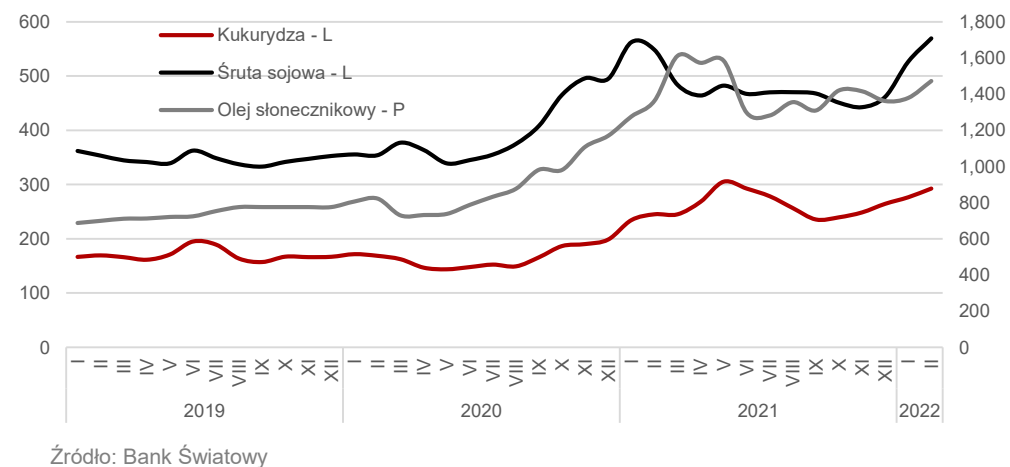
Z jednej strony rosną przychody producentów zbóż. W połowie marca średnia cena skupu pszenicy na rynku polskim była wyższa o 25% m/m oraz o 80% wyższa r/r. Znacznie podrożały też pozostałe zboża i rzepak. Rolnicy mogą więc w bieżącym sezonie sprzedać płody rolne po bardzo wysokich cenach. W dodatku sprzedawane surowce rolne zostały wyprodukowane jeszcze po relatywnie niskich kosztach. Z drugiej strony od wielu miesięcy rosną ceny środków do produkcji rolnej, w tym nawozów mineralnych. W kolejnych miesiącach obawy o tegoroczną produkcję zbóż w Europie będą wspierały ceny na rynkach rolnych. Jednak nie ma gwarancji, że ceny w drugiej połowie roku w całości zrekompensują skokowy wzrost kosztów. Możliwe więc, że część rolników ograniczy zużycie nawozów mineralnych. To może mieć negatywny wpływ na zbiory w 2022 r.

Wysokie ceny zbóż i roślin oleistych przekładają się na ceny pasz dla zwierząt. Śruta sojowa na rynku światowym w lutym była droższa o 15% r/r. Z kolei olej słonecznikowy podrożał o 8%. W niektórych krajach, które importowały pasze z Ukrainy, pojawiły się niedobory pasz przemysłowych. W Unii takie problemy zgłaszają m.in. Hiszpania i Włochy. Równolegle rosną ceny sprzedaży żywca, ale silna presja kosztowa odbija się na opłacalności produkcji zwierzęcej. W efekcie potencjał do rozwoju produkcji w krótkim okresie wydaje się ograniczony.

Średnie globalne ceny gazu oraz nawozów mineralnych



Średnie globalne ceny surowców paszowych (dol./t)



...oraz w przemyśle spożywczym

Wpływ wojny odczuwają również producenci artykułów spożywczych. O ile w styczniu i lutym miękkie wskaźniki wskazywały na stabilizację nastrojów w branży spożywczej, to już w marcu odnotowano pogorszenie. Ogólny wskaźnik koniunktury GUS w przemyśle spożywczym wyniósł w marcu -7,9 pkt. wobec 0,1 pkt. rok wcześniej. Należy jednak podkreślić, że spadek wskaźnika był relatywnie niewielki, a w dodatku opinie branży spożywczej pozostały bardziej pozytywne, niż średnio w przetwórstwie przemysłowym.

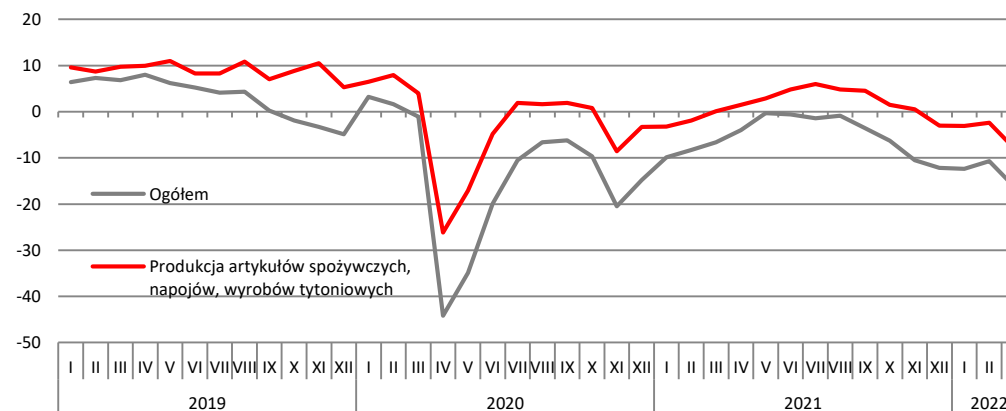
W 1 kw. 2022 r. mniejszym wyzwaniem dla firm były kwestie popytowe. Widać wyraźny spadek znaczenia tej bariery, szczególnie w marcu. Obecnie wyzwaniem jest niedostosowanie podaży do wysokiego popytu, zarówno w kraju, jak i za granicą. Na rynku krajowym dodatkowy popyt generują uchodźcy, których z Ukrainy do Polski przybyło już około 2,5 miliona.

Wzrósł odsetek przedsiębiorstw, które wskazywały na niedobór pracowników (27% w 1 kw. 2022 vs. 22% w 3 kw. 2021). Jednak w marcu odnotowano spadek znaczenia tej bariery, co może wskazywać, że odpływ mężczyzn ukraińskich, którzy wracają walczyć za swój kraj, nie jest problemem dla firm spożywczych, albo luki te da się szybko uzupełnić.

W marcu więcej przedsiębiorstw zgłaszało niedobór surowców i materiałów (23% vs. 15% w 3 kw. 2021). To może być efekt spadku dostaw niektórych półproduktów z Ukrainy i silnej zwyżki ich cen z powodu trwającej wojny. Dodatkowo, percepcja sektora mogła być wzmacniana przez ograniczone możliwości zwiększenia dostaw materiałów i surowców w sytuacji szybko rosnącego popytu.

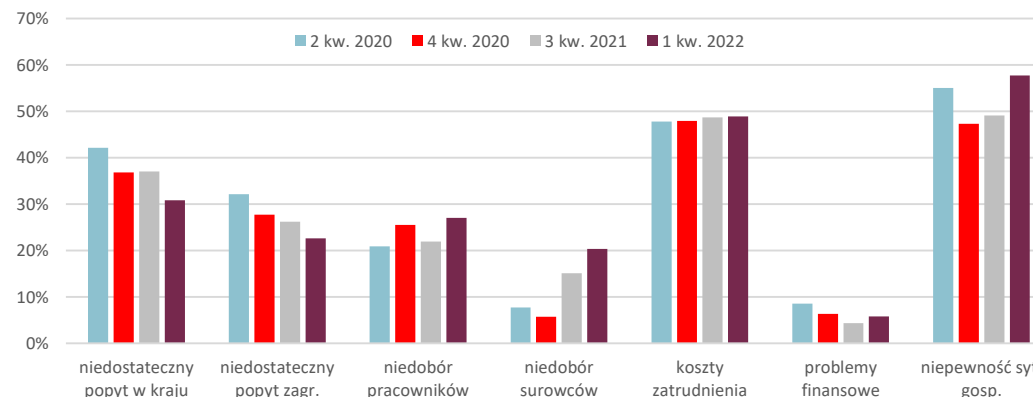
W najbliższych miesiącach wzrost cen surowców rolnych będzie jednym z ważniejszych wyzwań firm spożywczych. W ciągu pierwszego miesiąca wojny zmiany cen były bardzo dynamiczne. Widzimy też wiele czynników (np. spodziewany spadek ukraińskich zasiewów upraw jarych), które mogą wspierać ceny w II poł. roku. Wyzwaniem może być szybkie przenoszenie wyższych kosztów surowca i materiałów na kolejne etapy łańcucha wartości.

Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury



Źródło: GUS

Bariery działalności przedsiębiorstw w branży spożywczej



Źródło: GUS

Wojna pogłębia kryzys dostaw w motoryzacji

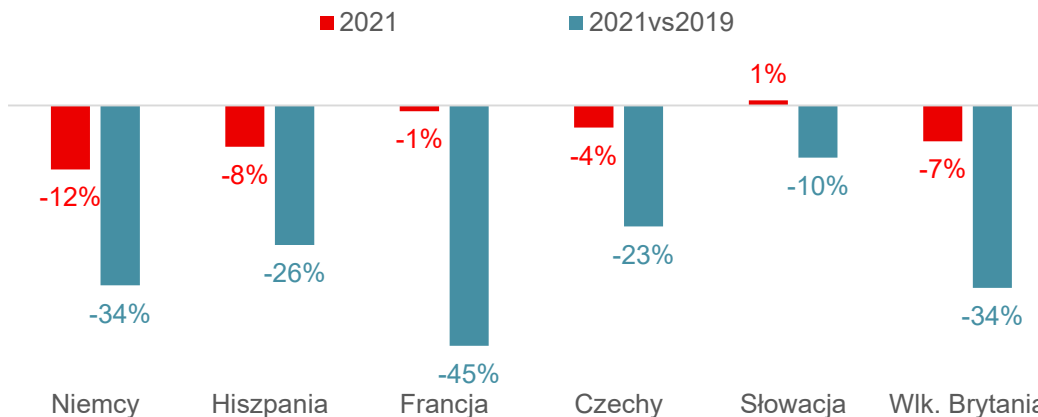
Liczba rejestracji nowych aut osobowych w Europie była w 2021 r. niższa o 2%, tj. mniejsza o 26% wobec 2019 r. Znacznie lepiej poradziły sobie Chiny (+4% r/r i powrót do poziomów z 2019 r.) i Stany Zjednoczone (+3% r/r i -12% vs. 2019 r.). Wyniki badania tendencji popytu, zamówień, zapasów, skłonności konsumentów do zakupu aut w UE oraz opinie dealerów o zainteresowaniu kupnem i czasie oczekiwania na auta wskazują, że popyt finalny był wyraźnie wyższy niż podaż.

Głównym hamulcem produkcji aut w 2021 r. była niska dostępność półprzewodników, ale zaburzenia dostaw dotyczyły też wielu innych materiałów. Widać było zróżnicowanie dynamiki produkcji między krajami Europy, co wynikało m.in. z większej odporności na kryzys azjatyckich koncernów samochodowych.

Choć sytuacja z dostępnością półprzewodników strukturalnie nie uległa istotnej poprawie, to zauważalna poprawa w produkcji na przełomie roku mogła sugerować, że najgorszy moment kryzysu z jesieni sektor ma za sobą. Wojna w Ukrainie jednak mocno wpływa na motoryzację. Ukraina była istotnym dostawcą wiązek elektrycznych, szczególnie dla niemieckich producentów aut. Wstrzymanie dostaw spowodowało znaczne ograniczenie produkcji w zakładach VW, Audi, Skody, BMW i Mercedesa. Koncerny samochodowe i dostawcy czynią starania, aby zwiększyć produkcję wiązek lub przenieść ją do innych lokalizacji, głównie do Rumunii i Maroka, jednak może to zająć kilka miesięcy. Szacuje się, że w efekcie produkcja aut w Europie może spaść nawet o 15%.

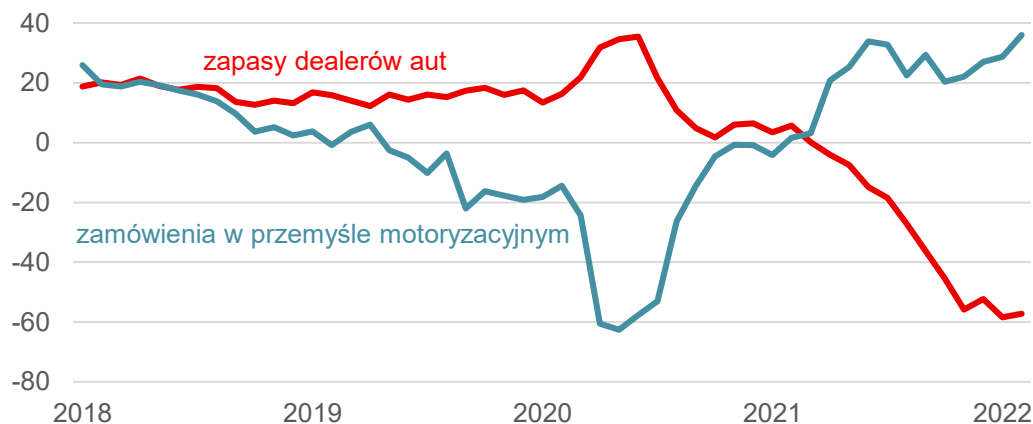
Ryzykiem jest też możliwy spadek podaży i wzrost cen palladu używanego do produkcji katalizatorów, a Rosja zapewnia około 40% globalnego wydobycia. Podobnie jest z niezbędnym do produkcji baterii niklem, choć tu udział Rosji jest mniejszy. Wojna wpływa również na istotne dla motoryzacji dostawy stali i aluminium. Zakłady w Mariupolu i Odessie zapewniały około połowy światowych dostaw neonu – gazu wykorzystywanego do produkcji półprzewodników. Choć producenci półprzewodników deklarują zapasy na kilka miesięcy i dywersyfikację dostaw, to w dłuższym terminie dostępność neonu stanowi zagrożenie. Rosja stanowi 2% unijnego eksportu aut i 1% eksportu części. Ma niewielki udział w sprzedaży większości koncernów, ale stanowi 31% wolumenu Grupy Renault w Europie, jest też drugim rynkiem Skody (13% wolumenu).

Zmiana wolumenów produkcji aut osobowych w krajach będących największymi producentami w Europie



Źródło: OICA

Zapasy dealerów aut i zamówienia w przemyśle motoryzacyjnym w UE (badanie koniunktury, bilans wskaźników wzrost/spadek)



Źródło: Eurostat

Spada dostępność kierowców w transporcie drogowym

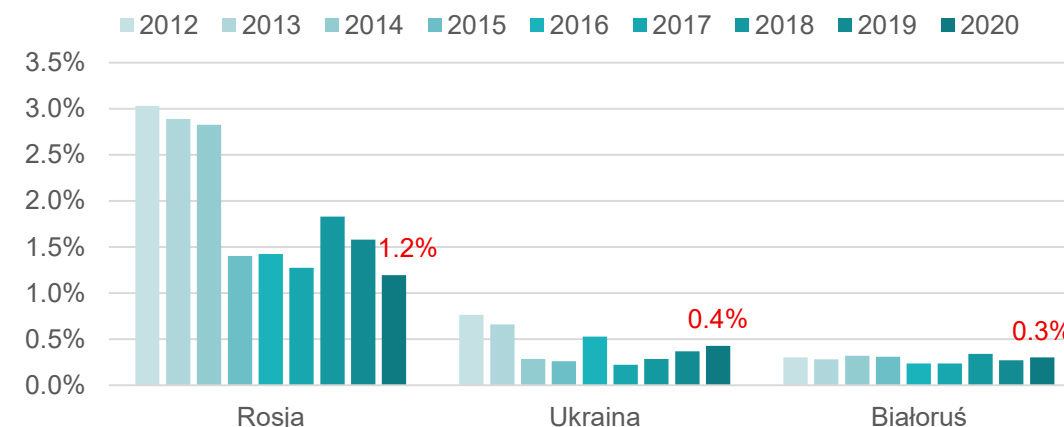
W 2021 r. polscy przewoźnicy drogowi towarów >9 zatrudnionych zwiększyli masę przewiezionych towarów o 1,4%, a także liczbę kilometrów przejechanych po płatnych drogach w Niemczech (+11,2%), gdzie Polska zwiększyła udział o 1,2 pkt. proc. O rosnącym i wysokim popycie świadczą dane z badania koniunktury dla Polski i UE, choć na przełomie roku widać było pogorszenie percepcji popytu, a także rosnące stawki za fracht.

Do niedawna długoterminowe prognozy były optymistyczne. Zakładano dalszy wzrost gospodarki UE, a CAGR w latach 2021-2025 dla wartości europejskiego rynku transportu drogowego na poziomie 4,4%. Wybuch wojny w Ukrainie będzie jednak oznaczał spadek popytu na transport na skutek zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego w Europie, w tym w Polsce, a także ograniczenia ruchu na kierunkach wschodnich. Ale popyt to mniejsze zmartwienie krajowych przewoźników. Ekspozycja na kierunki wschodnie była niewielka, a gospodarka UE nawet przy spadku tempa wzrostu nadal zapewni duże wolumeny.

Największym zagrożeniem jest spadek dostępności kierowców. Szacuje się, że w pierwszych dniach wojny nawet około 30% ukraińskich kierowców nie stawiło się do pracy i zgłosiło wyjazd na Ukrainę. Biorąc pod uwagę, że około 30% kierowców jeżdżących na trasach międzynarodowych u krajowych przewoźników pochodzi z Ukrainy, oznacza to spadek liczby kierowców na tych kierunkach o około 9%. Spadek podaży kierowców odbywa się w sytuacji i tak już dużych strukturalnych niedoborów kierowców. W efekcie przewoźnicy tracą zdolności operacyjne, co może oznaczać spadek przychodów, a dodatkowo kary umowne za nierealizowane zlecenia. Przy dosyć wysokim popycie spadek podaży może prowadzić do zwiększenia dynamiki wzrostu stawek.

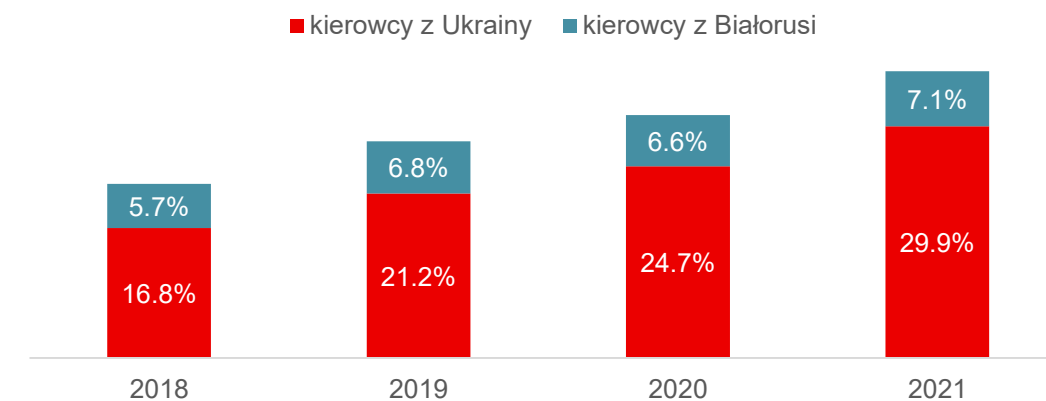
Pod znakiem zapytania stoi jednak rentowność przewoźników. W 2021 r. przewoźnikom udawało się przetrzymać rosnące koszty na klientów i uzyskiwać wysokie marże, jednak w 2022 r. może być to coraz trudniejsze. Spadek podaży kierowców może przyspieszyć wzrost wynagrodzeń, które i tak by wzrosły w efekcie kolejnych regulacji Pakietu Mobilności dotyczących pracy delegowanej. Wojna spowodowała także dalszy wzrost cen ropy. Na skutek wzrostu kosztów produkcji i niskiej dostępności o kilkanaście procent wzrosły ceny pojazdów, a od października rosną stopy procentowe zwiększające koszt finansowania floty.

Udział przewozów międzynarodowych wykonywanych dla Rosji, Ukrainy i Białorusi w przewozach łącznie Polski (wg t-km)



Źródło: Eurostat, obliczenia własne Santander Bank Polska

Udział kierowców z Ukrainy i Białorusi w liczbie kierowców w przewozach międzynarodowych wśród polskich przewoźników



Źródło: szacunek Santander Bank Polska

Spadnie dostępność materiałów budowlanych w CEE

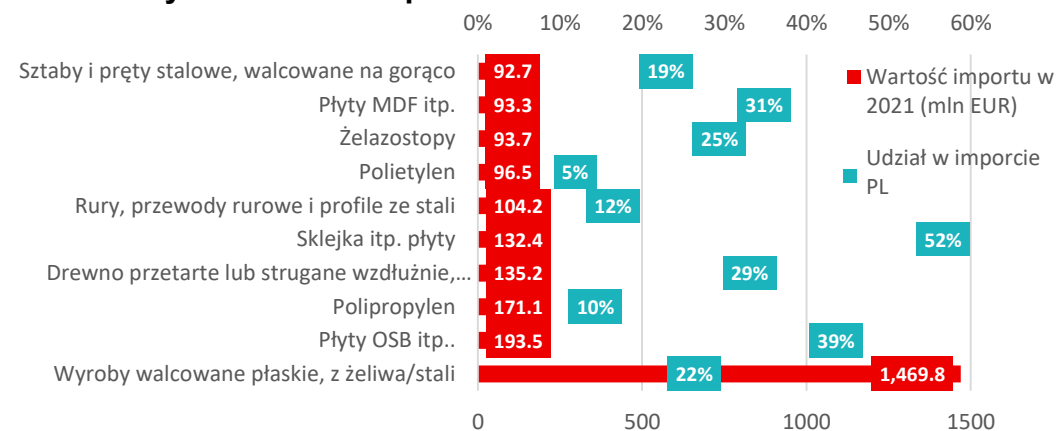
Nałożenie na Rosję i Białoruś sankcji gospodarczych ograniczających możliwość sprzedaży wybranych produktów na rynku Unii Europejskiej nie wyczerpuje listy materiałów budowlanych, których dostępność może spaść w regionie CEE, w wyniku szerokiego ochłodzenia relacji gospodarczych między UE a Rosją i Białorusią, oraz w wyniku znacznych zniszczeń ukraińskiego przemysłu.

Pod względem geograficznym, widzimy dużą koncentrację dostaw rosyjskich wyrobów budowlanych na rynkach CEE – największe uzależnienie pod względem udziału (wartościowego) w imporcie obserwujemy na rynkach Litwy, Łotwy i Estonii, gdzie produkty te stanowiły blisko 18% importu. Również w Polsce obserwowaliśmy ponad 10% udział rosyjskich wyrobów w dostawach, przy czym w największych kategoriach produktowych udział ten był nawet kilkudziesięcioprocentowy. Największą koncentrację obserwowaliśmy na rynku płyt drewnopochodnych, we wszystkich segmentach, tj. wiórowych, pilśniowych, OSB i sklejek. Szczególnie w przypadku tych ostatnich dostawy z Rosji stanowiły wyzwanie dla krajowych producentów. Ewentualny spadek dostaw w tych kategoriach pogłębi problemy z dostępnością płyt meblowych w UE i regionalnie, przekładając się na wzrost kosztów dla producentów mebli. Siłę rosyjskiego sektora drzewnego widać również w dostawach do Włoch, gdzie przemysł meblowy korzysta z dostaw taniego surowca.

Kolejnym szerokim sektorem który odczuje spadek dostaw będzie branża stalowa, szczególnie w segmencie wyrobów płaskich i długich, w tym prętów budowlanych szczególnie istotnych dla sektora budownictwa. Na rynku wyrobów stalowych od wybuchu wojny notowania prętów żebrowanych wzrosły o ok. 30% w miesiąc, zaś blachy gorącowalcowanej o ok. 40%.

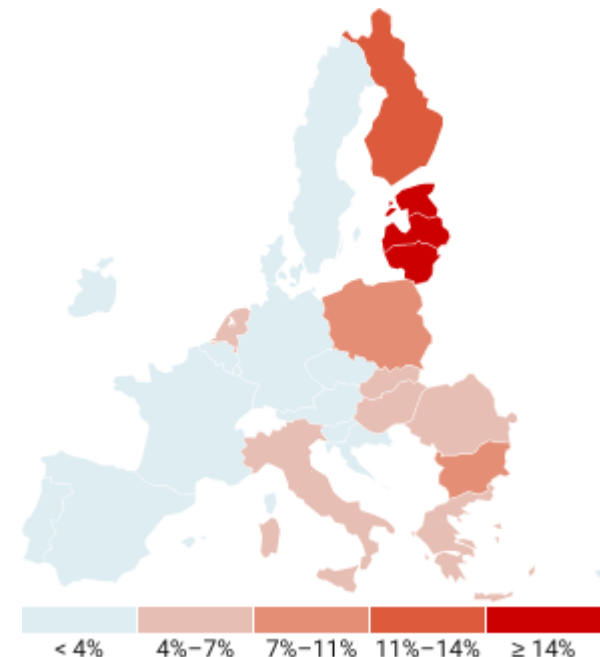
Kolejną kategorią wartą uwagi są dostawy polimerów propylenu i etylenu. Mimo, iż Rosja nie była w tym segmencie kluczową dostawcą (<10% udział w imporcie), to mogłoby to pogłębić to problemy z dostępnością surowca do produkcji opakowań, jak również wyrobów instalacyjnych dla budownictwa.

TOP materiały budowlane importowane do PL z UA/RU/BY



Źródło: Eurostat, obliczenia Santander Bank Polska

Udział Rosji/Ukrainy/Białorusi w imporcie materiałów budowlanych



Źródło: Eurostat, Santander

Czy boom remontowy pomoże producentom stolarki?

Ubiegły rok był bardzo dobry dla branży pod względem produkcji. Ogółem branża wypracowała wzrost produkcji o 8,9%, zaś licząc wobec 2019 r. było to wciąż wysokie 6,3%, co oznacza odrobienie z solidną górką niższego wolumenu produkcji odnotowanego w 2020 r.

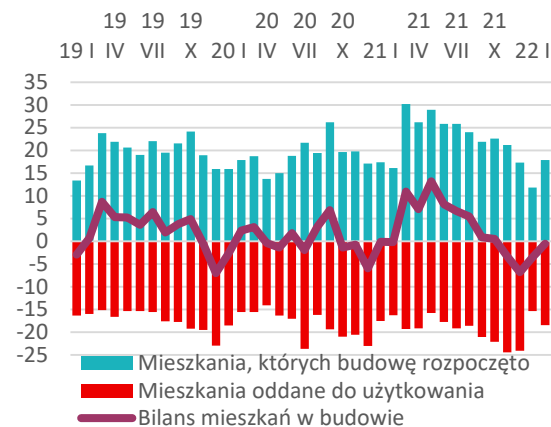
Szacujemy, że w ujęciu wartościowym branża mogła zanotować w ub. r. wzrost o ok. 20-30%. Na 2022 r. zakładamy utrzymanie nieznacznie niższej dynamiki wzrostu, jednak jest ona obciążona dużą niepewnością związaną z rosyjską inwazją na Ukrainę i jej wpływem na ceny surowców. Jednocześnie, w 2022 r. spodziewamy się niższego wzrostu wolumenu produkcji i większego znaczenia wzrostu cen we wzroście produkcji sprzedanej.

Dynamiczny wzrost wynagrodzeń w poprzednich latach nieznacznie wyprzedzał wzrost cen nieruchomości (średnia dla TOP9 polskich miast), przez co między 2015 a 2021 r. siła nabywcza (tj. zdolność kredytowa/średnia cena m²) wzrosła w sumie o ok. 10%. W 2022 r., przyjmując stopę referencyjną na poziomie 5%, siła nabywcza spada o ok. 40% vs 2021, co oznacza że będzie ona de facto niższa niż w 2015 r. Zdolność kredytową obniżą dodatkowo nowe wymogi KNF odnośnie stress testów przy kredytach hipotecznych.

Z uwagi na rekordową liczbę mieszkań w budowie oraz trwający minimum kilkanaście miesięcy cykl inwestycyjny na rynku nieruchomości nie oczekujemy załamania popytu na materiały budowlane, widoczne jednak będzie hamowanie. Może to być skompensowane częściowo przez boom remontowy, związany z koniecznością zakwaterowania blisko 2,5 mln uchodźców.

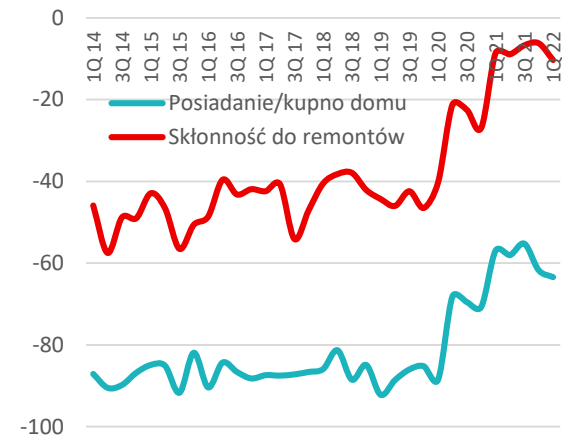
Szerzej o branży piszemy w dedykowanym raporcie dostępnym pod adresem <https://www.santander.pl/korporacje/rozwiwania-sektorowe/stolarka-budowlana>

Bilans mieszkań w budowie (tys. szt)



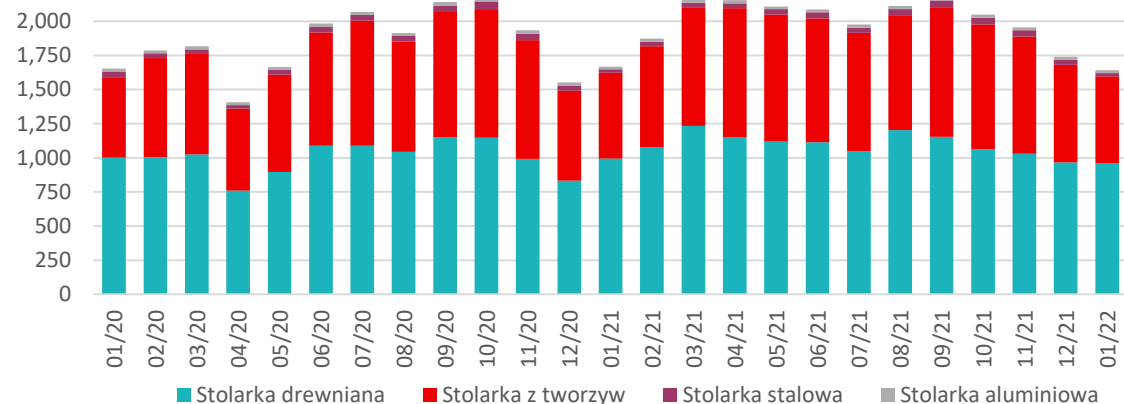
Źródło: GUS, Santander

Skłonność do remontu/kupna nieruchomości PL



Źródło: Eurostat

Wolumen produkcji stolarki otworowej wg segmentów (tys. szt)



Źródło: GUS

Opakowania będą jeszcze droższe

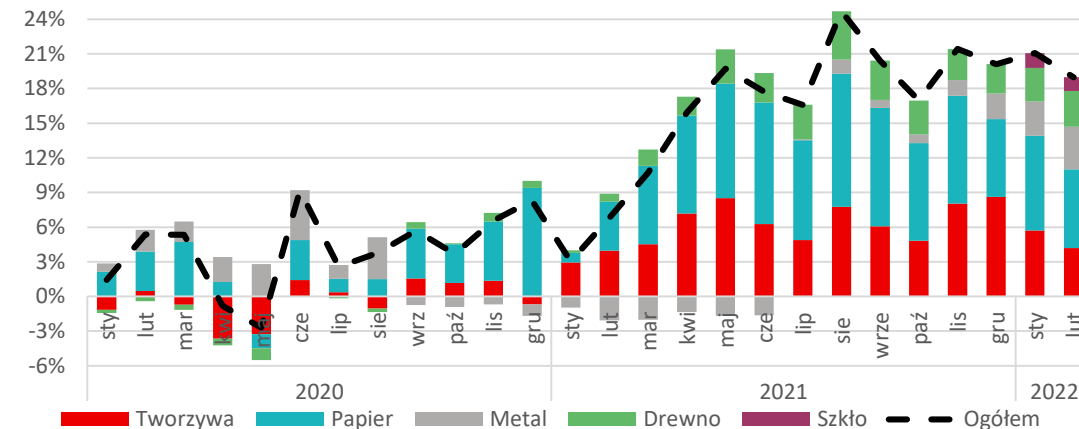
W czasie, gdy ceny surowców (celulozy i głównych tworzyw wykorzystywanych w produkcji opakowań) doszły w ub. r. do historycznych maksimów, scenariuszem który wydawał się prawdopodobny była stopniowa stabilizacja presji kosztowej lub nawet nieznaczny spadek. Obecnie jednak, obserwując ceny gazu i tworzyw sztucznych, należy spodziewać się dalszych wzrostów, a inflacja cen opakowań będzie głównym motorem wzrostu branży w br. Dodatkowym paliwem jest wzrost sprzedaży detalicznej związany z przyjęciem w Polsce uchodźców z Ukrainy. Najbardziej skorzysta na tym sprzedaż opakowań z papieru i tektury, ze względu na najsilniejszą ekspozycję na rynek krajowy (ok. 70%-75% sprzedaży), co będzie konsolidowało pozycję tego segmentu jako największej gałęzi w branży.

W przypadku opakowań z tworzyw sztucznych gwałtownie wzrosła presja kosztowa – notowania polipropylenu w drugiej połowie marca rosą co prawda o 9-18% w zależności od gatunku, ale odnosząc ceny do analogicznego okresu 2019 r. mówimy o wzroście rzędu 90-130%. Ceny polietylenu były wyższe o ok. 9% r/r i 102% powyżej poziomu z 2019 r. Wzrosty te mogą być dodatkowo napędzane spadkiem dostępności surowca sprowadzanego z Rosji. Jego ewentualny brak nie zachwieje branżą, ale pogłębi problem z dostępnością i cenami tworzyw sztucznych, co być może już wpływa na obniżoną dynamikę produkcji

Od strony krajowego popytu widzimy dwucyfrową dynamikę wzrostu indeksów produkcji sprzedanej głównych odbiorców, jednak szacowany popyt na opakowania rośnie wolniej od sektora przetwórstwa przemysłowego, m. in. przez relatywnie niższą dynamikę produkcji w branży spożywczej (+12% r/r).

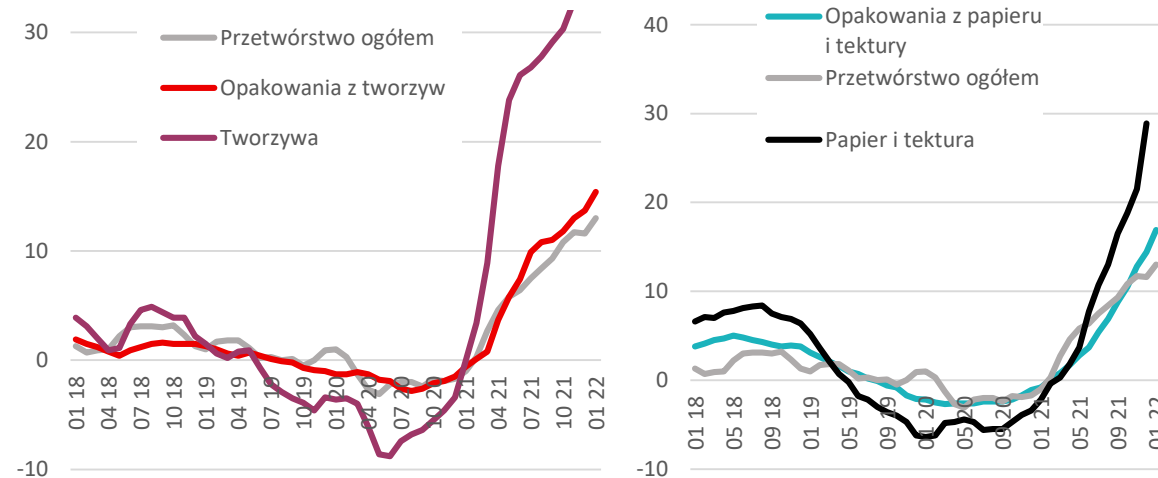
Ogółem dynamika branży utrzymuje się wg naszych szacunków na wysokim dwucyfrowym poziomie, która będzie się stopniowo obniżać ze względu na coraz wyższą bazę z ub. r. Niemniej jednak, spodziewamy się że ok. 12-15% dynamika wzrostu produkcji sprzedanej w 2022 r. wydaje się obecnie realnym scenariuszem. W takim wypadku wartość branży mogłaby sięgnąć ~60 mld PLN wobec szacowanych przez nas 52 mld PLN na koniec 2021 r.

Produkcja sprzedana opakowań wg materiałów (zmiana r/r)



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

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



Źródło: Eurostat

Droga ropa i spadek importu to wzrost cen płyt meblowych

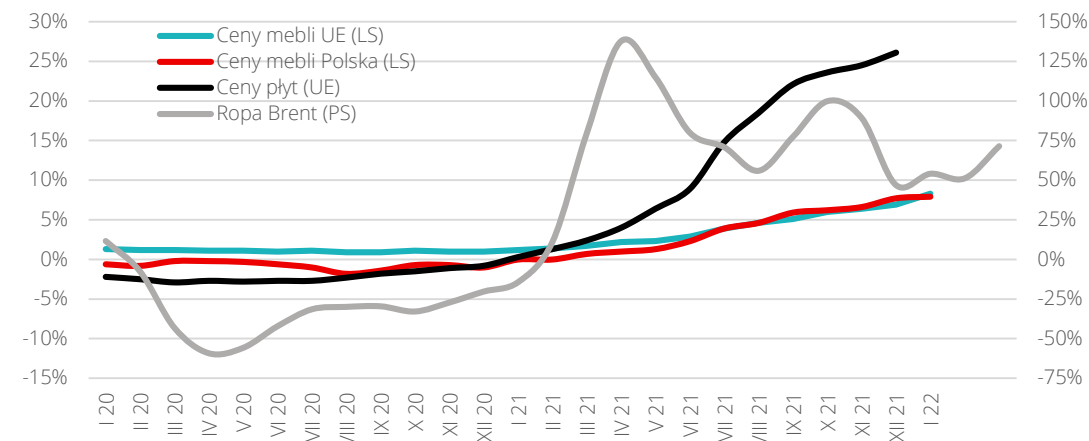
Produkcja sprzedana branży meblarskiej zakończyła ub. r. wzrostem o 22% r/r wobec 0,4% wzrostu w 2020 r. Od ok. sierpnia ub. r. widać gwałtowne przyspieszenie produkcji w ujęciu wartościowym, co odzwierciedla najszybszy w historii wzrost cen mebli, zarówno w Polsce (gdzie historycznie ceny producentów rosły wolniej od UE i firm z Włoch i Niemiec), jak i na poziomie całej Wspólnoty. Widzimy kontynuację tego trendu na początku 2022, zaś obecne otoczenie makro-geopolityczne będzie tylko sprzyjać jego intensyfikacji.

Wzrost cen ropy naftowej wobec sankcji i bojkotu rosyjskiego surowca szybko znajduje przełożenie na ceny produktów ropopochodnych, w tym klejów do produkcji płyt meblowych. Problemy z dostępnością materiałów do produkcji mebli pozostają na podniesionym poziomie, ale nie zmieniają się istotnie w ujęciu m/m od końca 1 poł. 2021 r. Spodziewamy się jednak, że w sytuacji ogólnego ochłodzenia relacji gospodarczych z Rosją może również spaść import płyt drewnopochodnych, co będzie dodatkowym czynnikiem napędzającym inflację cen mebli.

Eksport mebli z Polski wartościowo wzrósł w ub. r. o blisko 16%, poniżej dynamiki eksportu towarowego ogółem (19% r/r). Być może są to pierwsze symptomy hamowania popytu wobec rosnących cen. Największymi motorami wzrostu eksportu mebli były części do mebli (półprodukty) i meble tapicerowane. Największy wzrost eksportu odnotowano do Niemiec (+450 mln EUR), Francji (+222 mln EUR) i Wielkiej Brytanii (+200 mln EUR).

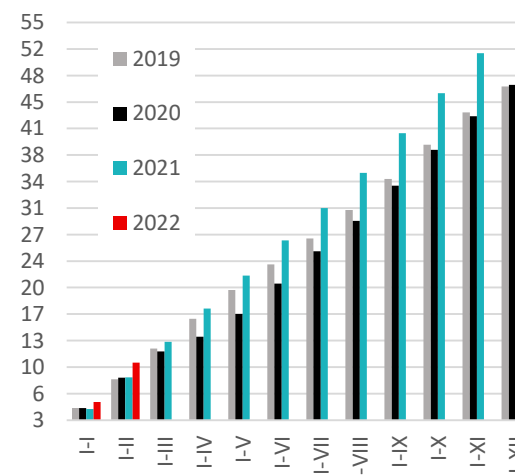
Perspektywa producentów mebli jest niepewna – z jednej strony inflacja kosztów wymusza gwałtowne podwyżki, a eksport nie rośnie szybciej od średniej dla sektora przetwórstwa przemysłowego. Z drugiej strony, możliwe że zaobserwujemy boom związany z wyposażaniem wnętrz dla uchodźców podobny do tego, jaki obserwowaliśmy po pierwszym lockdownie w 2020 r., co podnosiłoby perspektywę wzrostu powyżej ok. 10% r/r.

Produkcja sprzedana przemysłu meblarskiego (mld PLN)



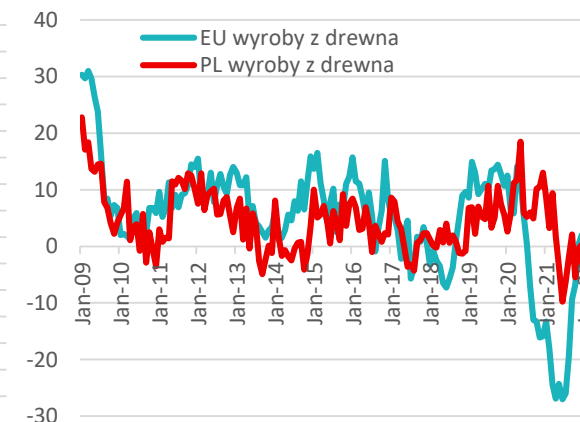
Źródło: GUS, obliczenia Santander

Produkcja sprzedana branży meblarskiej (mld PLN)



Źródło: Eurostat

Ocena poziomu zapasów wyrobów gotowych PKD 16 (bilans odpowiedzi)



Źródło: Eurostat

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **28.03.2022** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT STRATEGII PBBiK

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: sektory@santander.pl

Branżowe raporty analityczne: 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

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

