

Przeciąganie liny

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
■ Otoczenie globalne	s. 7
■ PKB	s. 11
■ Konsumpcja	s. 13
■ Zapasy	s. 16
■ Przemysł	s. 17
■ Handel zagraniczny	s. 18
■ Rynek pracy	s. 20
■ Inflacja	s. 21
■ Polityka pieniężna	s. 23
■ Polityka fiskalna	s. 24
■ Rynek długu	s. 27
■ Rynek walutowy	s. 29
■ Tabela z prognozami	s. 31
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 34



Podsumowanie (makro)

Zmienność na rynkach finansowych mocno wzrosła w ostatnich tygodniach. Dzieje się tak ze względu na starcie dwóch wizji przyszłości gospodarczej, przypominające przeciąganie liny: raz przewagę ma jedna strona, innym razem druga. Pierwsza z nich mówi, że inflacja pozostanie wysoka, co doprowadzi do bardziej agresywnego zacieśnienia polityki pieniężnej, a druga, że gospodarka światowa wpada w recesję i stopy procentowe w efekcie zaczną spadać. Niepewność co do tego, co przyniosą najbliższe miesiące w zakresie inflacji, wzrostu gospodarczego, stabilności makroekonomicznej i geopolitycznej czy bezpieczeństwa energetycznego jest gigantyczna. A mnogość zaburzeń wpływających na globalną gospodarkę jest tak duża, że cykl koniunkturalny niesamowicie przyspieszył - trendy zmieniają się w takim tempie, że czasem kierunek zmienia się, zanim zdążymy w danych statystycznych dobrze rozpoznać poprzedni etap.

Jeszcze jakiś czas temu sygnały łagodzenia napięć w globalnych łańcuchach dostaw, poprawy czasu dostaw w transporcie morskim i spadku cen surowców budziły nadzieję na spadek globalnej presji inflacyjnej. Jednak ostatnio rosnące ryzyko kryzysu energetycznego w Europie sugeruje, że nie można wykluczyć kolejnego skoku cen jeszcze w tym roku.

W polskiej gospodarce widać coraz więcej dowodów na to, że rozpoczęło się mocne hamowanie, które prawdopodobnie obniży wzrost PKB do około 1% r/r na koniec 2022 roku i nieco poniżej zera na początku 2023 roku. Widzimy jednak szanse na stopniowe ożywienie w dalszej części przyszłego roku, gdy/jeśli zostaną odblokowane środki z KPO i ustabilizuje się sytuacja na Ukrainie. Skala i długość recesji może być większa, jeśli problemy energetyczne w Europie okażą się poważniejsze niż sądzimy.

Naszym zdaniem dopóki większość firm wierzy, że spowolnienie gospodarcze będzie krótkotrwałe, nie powinno to wywołać dużego skoku bezrobocia, ponieważ firmy będą wolały redukować czas pracy, ograniczać premie i/lub opierać się naciskom płacowym niż ciąć zatrudnienie, aby uniknąć problemów z odzyskaniem wykwalifikowanych pracowników gdy popyt zacznie się odradzać. Taka „recesja bez bezrobocia” oznacza jednak, że spirala płacowo-cenowa nie powinna się rozkręcić.

Według naszego scenariusza bazowego inflacja jest już bliska lokalnego szczytu i po stabilizacji w miesiącach letnich może nieco spaść do końca br. Jednak ceny energii i żywności nadal generują ryzyko dla tej prognozy, ponieważ obie te kategorie mogą zaskoczyć dalszym wzrostem jesienią. Trend wzrostowy inflacji bazowej jest nadal silny i sprawi, że ta miara znajdzie się w tym roku powyżej 10% r/r, ale uważamy, że presja cenowa powinna z czasem maleć w obliczu słabnącego popytu i obniżających się roszczeń płacowych.

Przed pandemią pojawiały się argumenty, że polityka pieniężna jest nieskuteczna w stymulowaniu gospodarki i ożywianiu inflacji z bardzo niskich poziomów, bo takie próby są jak „pchanie sznurka”. Jednak powinna być bardzo skuteczna w ograniczaniu wysokiej inflacji – pociąganie za sznurek to jest to, co banki centralne potrafią robić efektywnie. Jednak gdy popandemiczny wzrost inflacji stał się problemem globalnym, wiele banków centralnych zwlekało z zacieśnieniem polityki. NBP konsekwentnie robi to od dziesięciu miesięcy, ale ostatnio zaczął sygnalizować, że może przestać, jeśli inflacja się ustabilizuje. Po wakacjach stopa referencyjna zatrzyma się naszym zdaniem w pobliżu 7,0%, gdyż nadchodzące osłabienie popytu i malejące napięcia na rynku pracy powinny pomóc w osłabieniu presji inflacyjnej. Jednak niepewność co do inflacji i perspektyw kursu walutowego sprawia, że nie można ignorować ryzyka mocniejszego zacieśnienia.

Bardzo wysoki nominalny wzrost PKB mocno sprzyja dochodom podatkowym, co wyraźnie pomaga finansom publicznym. Widzimy coraz większe szanse na to, że budżet państwa zakończy ten rok z deficytem zbliżonym do planowanego (-30 mld zł). Nie mówi to jednak wiele o rzeczywistej sytuacji fiskalnej, gdyż duża część wydatków (także tych wywołanych wojną na Ukrainie) została wypchnięta poza budżet centralny. Szacujemy, że w 2022 roku saldo GG może być bliskie -3,5% PKB. Przyszły rok jest wciąż dużą niewiadomą, jednak trudno oczekiwać istotnej konsolidacji fiskalnej w roku wyborczym (nasz szacunek: -4,0% PKB). Wydaje się, że wypłata środków z Funduszu Odbudowy pozostaje odległą przyszłością, gdyż rząd czyni niewielkie postępy w wypełnianiu koniecznych warunków (kamieni milowych).



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Od kwietnia do początku czerwca złoty umacniał się wobec euro. Pomagała w tym poprawa globalnego apetytu na ryzyko oraz trwający w kraju cykl szybkich podwyżek stóp. Sytuacja odwróciła się na początku czerwca, wraz z ogłoszeniem przez NBP polityki „kończenia cyklu podwyżek stóp”, co nastąpiło jeszcze zanim pojawiły się przekonujące sygnały, że presja inflacyjna w Polsce wygasa. Ponieważ zbiegło się to z przyspieszeniem cyklu podwyżek stóp przez Fed i inne główne banki centralne, złoty znalazł się pod presją. Pomimo wyraźnego osłabienia złotego, lipcowe posiedzenie RPP potwierdziło również, że NBP zmierza w kierunku zakończenia cyklu podwyżek. Uważamy, że spowolnienie globalnej i krajowej gospodarki oraz idące za tym pogorszenie globalnych nastrojów rynkowych, w połączeniu z rosnącym deficytem na rachunku obrotów bieżących i spadkiem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w kraju, będzie nadal wywierać presję na złotego. Spodziewamy się dużej zmienności kursu EUR/PLN w III kwartale, ale zakładamy, że kurs będzie oscylował wokół 4,80.

Rynek stopy procentowej

Rosnąca z miesiąca na miesiąc inflacja i szybkie podwyżki stóp procentowych wspierały energiczne wzrosty krajowej krzywej dochodowości. Sytuacja odwróciła się w połowie czerwca, wraz z globalnym wzrostem obaw recesyjnych i spadkiem cen surowców energetycznych. Dzięki temu oczekiwania inflacyjne na rynku krajowym również zaczęły stopniowo spadać, wpływając na umocnienie krajowego długu. To, wraz z narracją NBP o zbliżającym się końcu cyklu, przełożyło się na obniżenie oczekiwań rynkowych co do docelowego poziomu stóp procentowych w Polsce i na dalszy spadek krajowej krzywej. W III kwartale spodziewamy się dalszego spadku krajowych rentowności, bazując na dalszym oddziaływaniu tych samych czynników, które doprowadziły do obniżenia krzywej w czerwcu, choć w mniejszej skali niż to miało miejsce w ostatnich tygodniach.



Prognozy 2022 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy w kwietniu 2022	Nasze prognozy w lipcu 2022
PKB	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.	Punkt startowy w 2022 r. lepszy niż zakładaliśmy w kwietniu (8,5% r/r w I kw.), co podniosło prognozę średniego wzrostu w 2022 r. do 4,7%, ale clou pozostaje bez zmian: spowolnienie jest w trakcie i odbije się na wszystkich składowych popytu. Oczekujemy technicznej recesji w II poł. 2022 r. i odbicia w II poł. 2023 r.
Struktura PKB	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.	Widzimy nieco mniej powodów do optymizmu nt perspektyw konsumpcji: inflacja prześcignęła wzrost płac, a optymizm konsumentów spadł mocno. Zwiększa to niepewność co do zakładanego przez nas spadku stopy oszczędności. Wciąż spodziewamy się spowolnienia w inwestycjach. Bardzo mocny wzrost zapasów może ulec odwróceniu wraz ze wzrostem obaw o recesję. Wkład eksportu netto do PKB powinien się poprawiać, pomimo rosnącego deficytu obrotów bieżących.
Rynek pracy	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.	Stopa bezrobocia rekordowo niska, ale presja płacowa zdaje się słabnąć w obliczu obaw firm o recesję oraz dopływu uchodźców na rynek pracy (głównie w usługach).
Inflacja	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.	CPI może osiągnąć szczyt niemal 16% latem, ale ryzyko wciąż jest skrzywione w górę – ceny energii i żywności mogą znowu szokowo wzrosnąć jesienią. Inflacja bazowa pewnie przekroczy 10% r/r; osłabienie presji cenowej możliwe w 2023 r. o ile napięcia na rynku pracy nieco się złagodzą.
Polityka pieniężna	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%.	Scenariusz bazowy zakłada wzrost stóp do 7,0%, ale jeśli inflacja znowu zaskoczy jesienią i/lub wyprzedzi złotego się nasili, to RPP może nie mieć wyboru i będzie musiała podnieść stopy mocniej.
Polityka fiskalna	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 nadzieję na odmrożenie środków z programu odbudowy, ale rząd zdaje się nie spieszyć, więc napływ w br. może być niewielki.	Deficyt fiskalny w 2022 r. może być bliski 3,5% PKB, gdyż wyższa inflacja wspiera dochody budżetowe. Ocena 2023 r. jest trudna, bo to rok wyborczy. Wypłata środków z KPO wciąż wydaje się odległa, bo rząd robi niewielkie postępy w realizacji kamieni milowych.
Rynek stopy procentowej	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.	Spadające oczekiwania inflacyjne oraz rosnące obawy przed recesją powinny wspierać rynek długu. Spadkom krajowych rentowności będzie dodatkowo sprzyjać sygnalizacja przez NBP bliskiego końca cyklu podwyżek stóp, obniżająca oczekiwania co do docelowego poziomu stóp procentowych w Polsce.
Rynek walutowy	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.	Cykl szybkich podwyżek stóp był ważnym czynnikiem wspierającym złotego. Komunikacja bliskiego końca cyklu rozpoczęta przez NBP 7 czerwca, która zbiegła się z globalnym wzrostem obaw o recesję, wyraźnie osłabiła złotego. Te same czynniki powinny wywierać presję na PLN w całym III kw.

Gospodarka

1

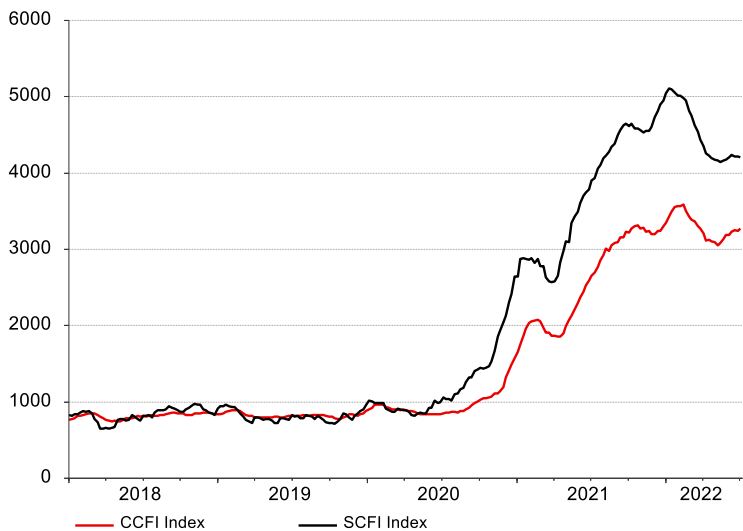


Łańcuchy dostaw: jak trwała jest poprawa?

W pierwszej połowie 2022 r. widać było coraz więcej sygnałów, że napięcia w globalnych łańcuchach dostaw zaczęły się zmniejszać. Nastąpiła wyraźna poprawa czasów dostaw w transporcie morskim oraz obniżenie kosztów frachtu międzynarodowego. Również globalne badanie PMI potwierdziło, że długość czasów dostaw zeszła ze szczytu, co pociągnęło za sobą zwrot w cenach czynników produkcji. Wszystkie te czynniki razem wzięte dawały nadzieję, że najgorsze w globalnych łańcuchach dostaw już za nami i sytuacja może się dalej poprawiać w kolejnych kwartałach.

Jednak w ostatnich dniach powróciły obawy, że Chiny mogą znowu zamykać swoją gospodarkę z powodu pojawienia się nowego wariantu koronawirusa BA.5. W rezultacie miasta w całym kraju zaczęły ponownie nakładać ograniczenia, a Szanghaj może zostać zamknięty kolejny raz, co potencjalnie może sparaliżować porty morskie.

China Containerized Freight Composite Index (CCFI) & Shanghai Containerized Freight Composite Index (SCFI)



Source: Refinitiv Datastream, Santander



Ocean Timeliness Index

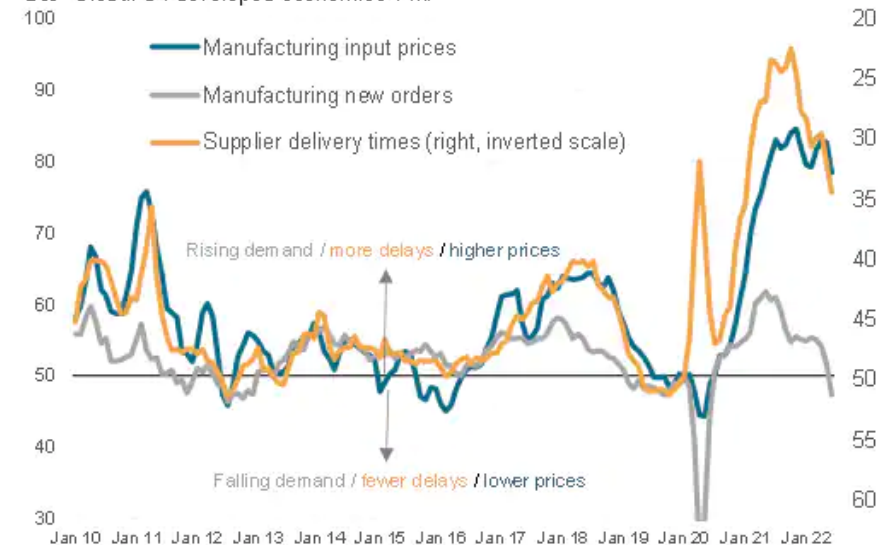
Cargo Ready Date to Destination Port Departure, to 7/3/22



Sources: Flexport Research

Popyt, podaż i ceny w światowym przetwórstwie

S&P Global G4 developed economies' PMI*



* GDP weighted average of the US, UK, Eurozone and Japan. Source: S&P Global



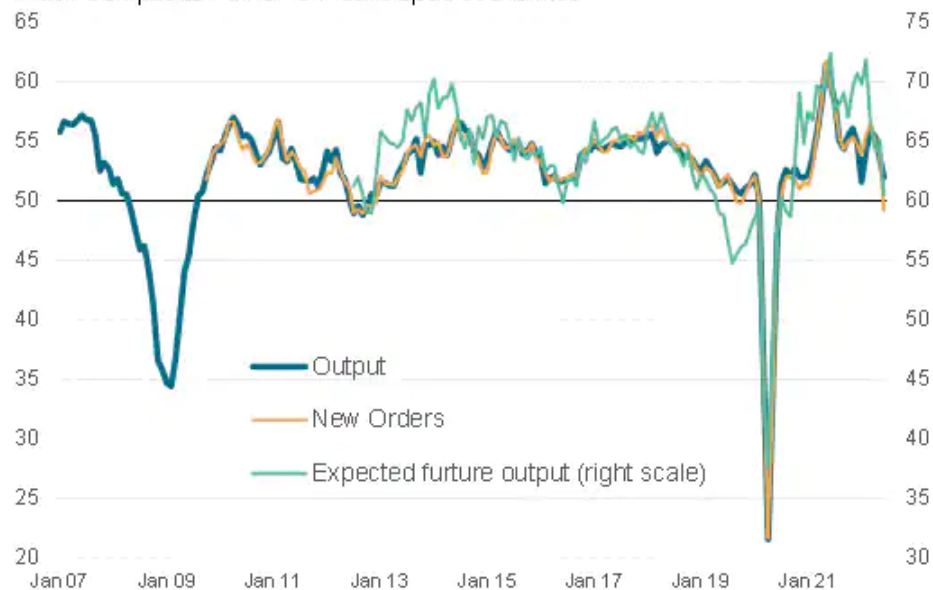
Nadchodzi globalne spowolnienie

Jednym z powodów, dla których problemy z globalnymi łańcuchami dostaw zaczęły ustępować, a czasy dostaw uległy poprawie, było pogorszenie się globalnego popytu i nowych zamówień. Widzimy coraz więcej dowodów na to, że gospodarka światowa, w szczególności w krajach rozwiniętych, zmierza w kierunku poważnego wyhamowania.

Rosnące ryzyko niedoborów energii w Europie (dostawy gazu z Rosji stają pod znakiem zapytania) dodaje kolejną warstwę niepewności i oznacza, że perspektywy dla naszego kontynentu wyglądają szczególnie ponuro.

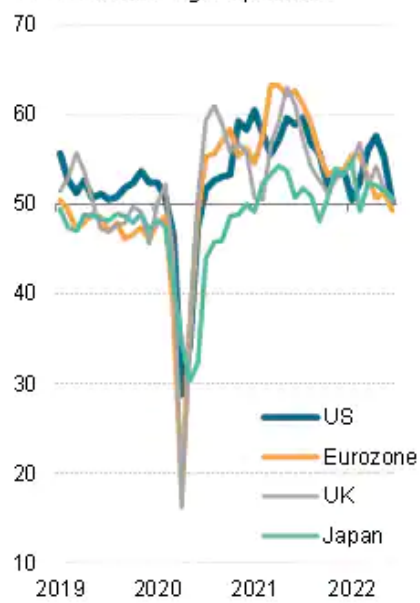
PMI dla głównych gospodarek rozwiniętych

Flash Composite PMI of 'G4' developed economies



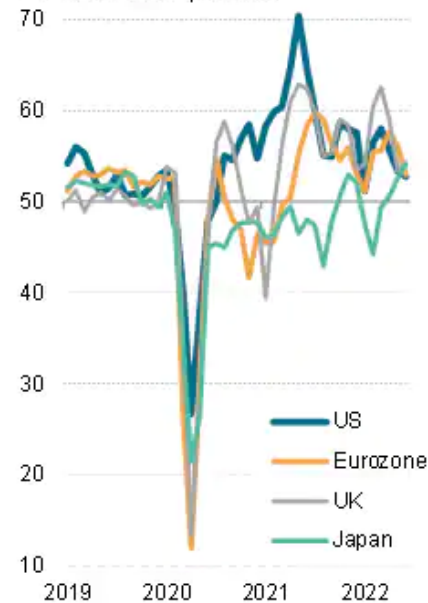
Source: S&P Global

PMI Manufacturing Output Index



Sources: S&P Global, au Jibun Bank, CIPS.

PMI Services Output Index



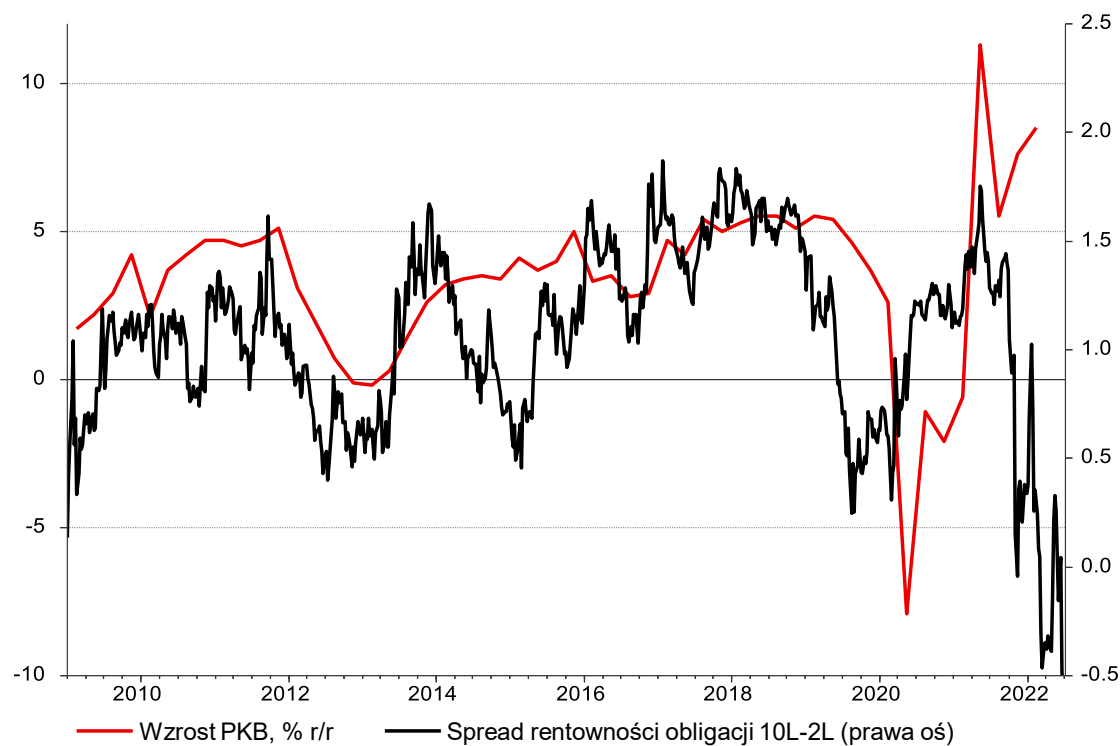
Sources: S&P Global, au Jibun Bank, CIPS.



Polska: rynki wyceniają recesję

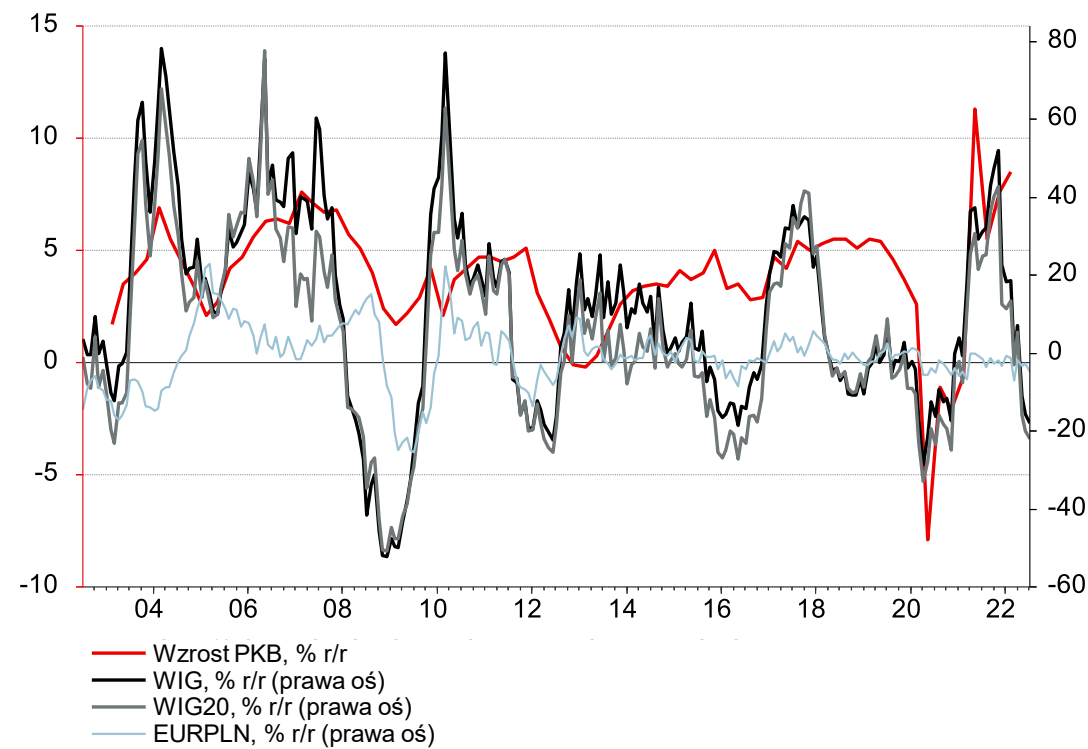
Taka już uroda danych makroekonomicznych, że przychodzą z opóźnieniem. Sygnały pogorszenia koniunktury dopiero zaczęły się pojawiać w statystykach. Rynki mają jednak tendencję do reagowania na zmieniającą się sytuację makroekonomiczną jeszcze przed potwierdzeniem w oficjalnych danych. Mocne wyhamowanie gospodarcze jest już nawet wyceniane od jakiegoś czasu. Inwersja krzywej dochodowości jest jednym z typowych sygnałów, że uczestnicy rynku obstawiają niższy wzrost PKB. Także rynek akcji wysłał niedźwiedzie sygnały. Należy jednak pamiętać, że rynki mogą się czasem mylić, a historia pokazuje, że takie sygnały recesyjne nie za każdym razem znajdowały potwierdzenie w danych o aktywności realnej.

Polska: wzrost PKB a nachylenie krzywej rentowności



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Polska: wzrost PKB a indeksy giełdowe



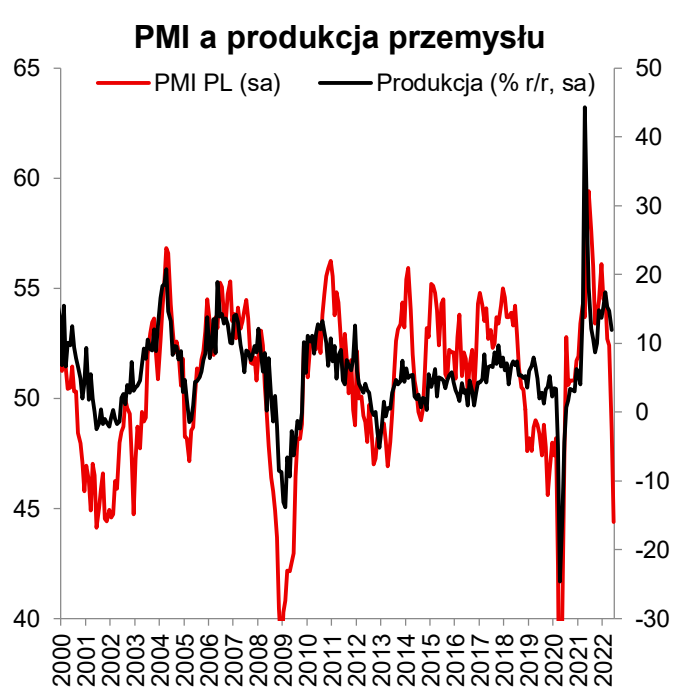
Source: Refinitiv Datastream, Santander



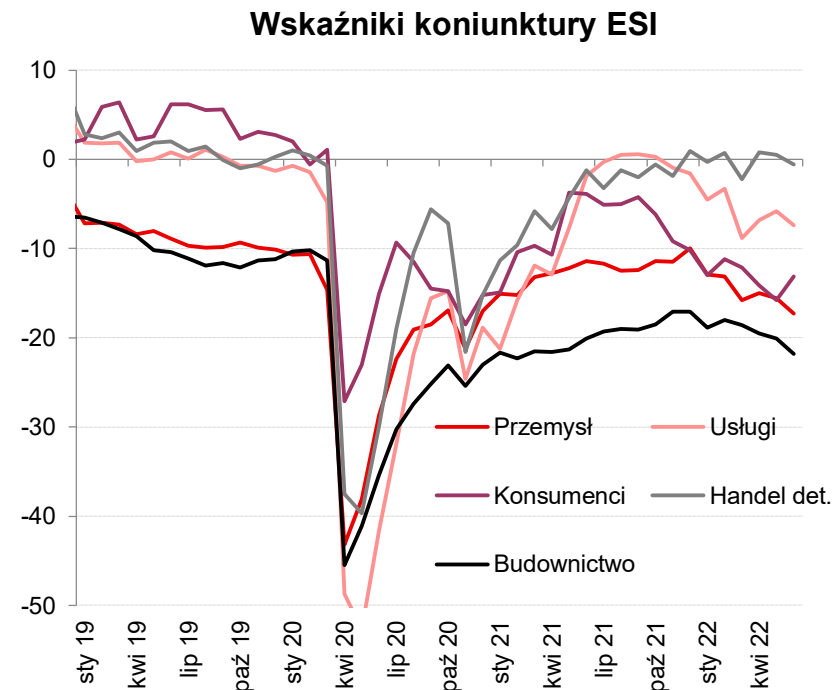
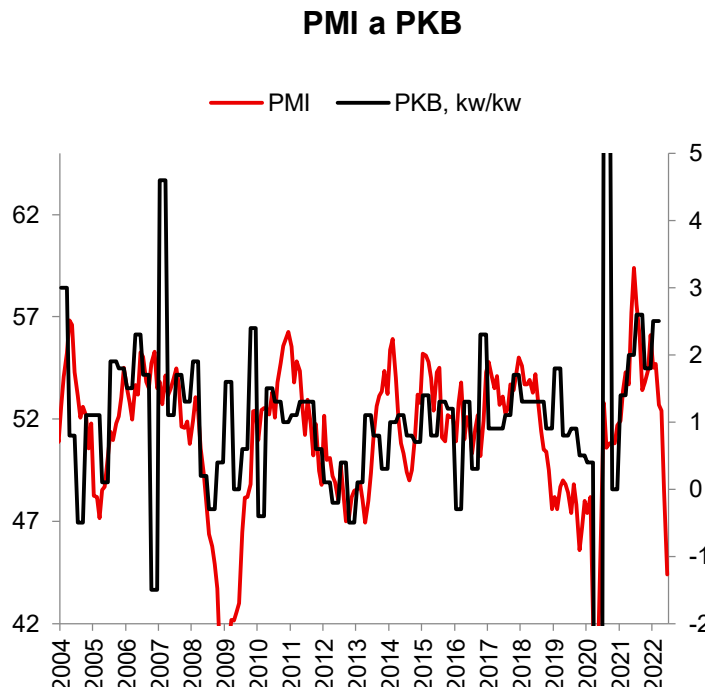
Wskaźniki wyprzedzające zapowiadają kłopoty

Wskaźniki wyprzedzające również zaczęły dawać znaki ostrzegawcze. PMI zarejestrował już dwa duże spadki o 4 pp z rzędu, szybko osiągnąwszy najniższy poziom od dwóch lat, głęboko poniżej liczby oddzielającej ekspansję od recesji. Głównymi winnymi spadku były nowe zamówienia i produkcja, które w czerwcu pokazały niemal największy spadek w historii badania, mniejsze tylko od Covidowych spadków w 2020 r. Wskaźnik PMI sugeruje bardzo silne spowolnienie aktywności gospodarczej i my również oczekujemy znacznego spowolnienia wzrostu gospodarczego w II poł. 2022 r. (patrz strona [11](#)).

Negatywne nastroje nie ograniczają się do przemysłu. Wskaźniki sektorowe ESI wskazują, że przedsiębiorcy są pesymistycznie nastawieni w zasadzie w każdym z obszarów gospodarki. Wyjątkiem wydaje się być handel detaliczny, ale naszym zdaniem w tym przypadku wskaźnik jest podbijany przez niskie poziomy zapasów towarów (patrz strona [16](#)).



Źródło: S&P Global, GUS, Santander



Źródło: KE, Santander



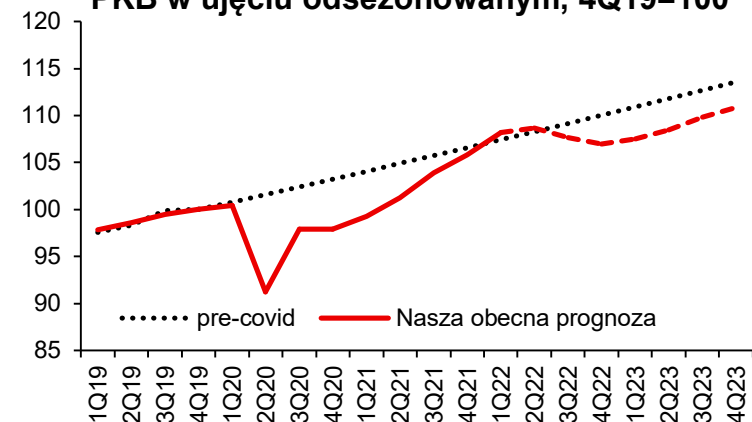
Wchodzimy w techniczną recesję

Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w tym roku o 4,7%. O ile początek roku był wysoki, a poziom PKB wrócił nawet do trendu sprzed kryzysu, to łączny efekt wojny na Ukrainie, wyższych cen i silniejszych podwyżek stóp procentowych uderzy we wzrost gospodarczy, wywołując techniczną recesję w drugiej połowie 2022 r. W kolejnym roku prawdopodobne jest odbicie gospodarcze, ale efekt bazy (efekt przeniesienia) utrzyma roczną stopę wzrostu na niskim poziomie (1,4%). Tak naprawdę nasz scenariusz oznacza jednak, że dynamika gospodarki w 2023 r. będzie nieco silniejsza niż w br.

Kryzys energetyczny, a zwłaszcza zakłócenia w dostawach gazu ziemnego, są naszym zdaniem głównym czynnikiem ryzyka.

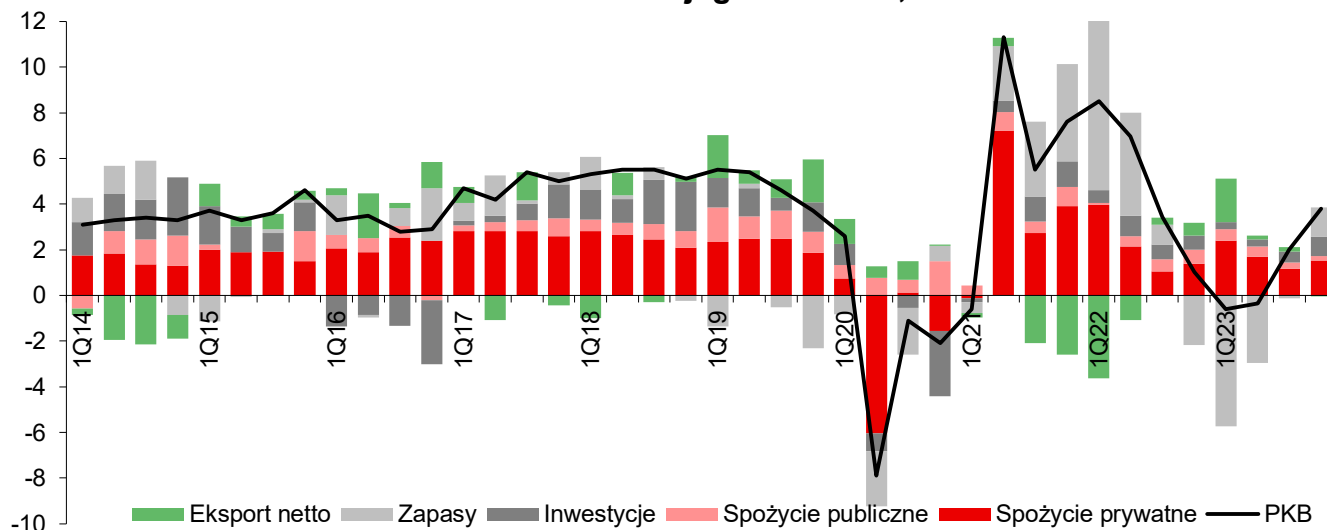
Na kolejnych stronach przedstawiamy główne założenia naszej prognozy.

PKB w ujęciu odsezonowanym, 4Q19=100



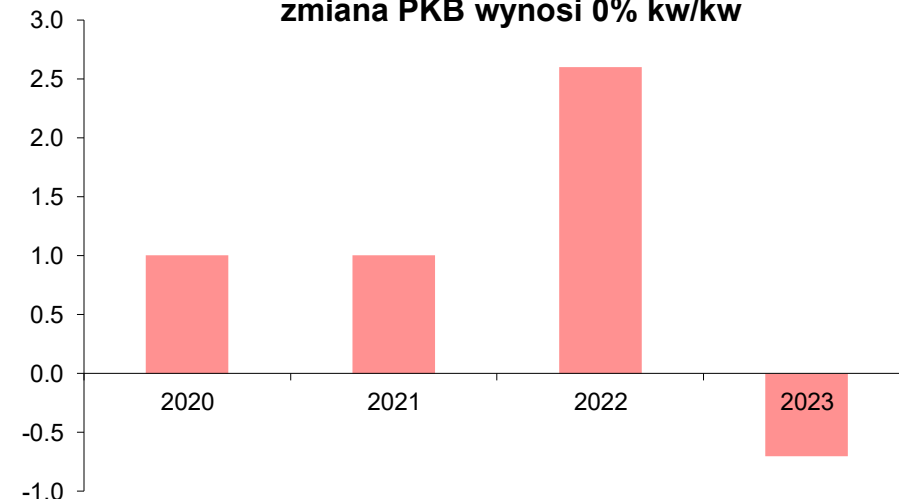
Źródło: GUS, Santander

Wzrost PKB w Polsce i jego struktura, %



Źródło: GUS, Santander

Efekt przeniesienia : roczna stopa wzrostu PKB przy założeniu, że we wszystkich kwartałach danego roku zmiana PKB wynosi 0% kw/kw



Źródło: Santander

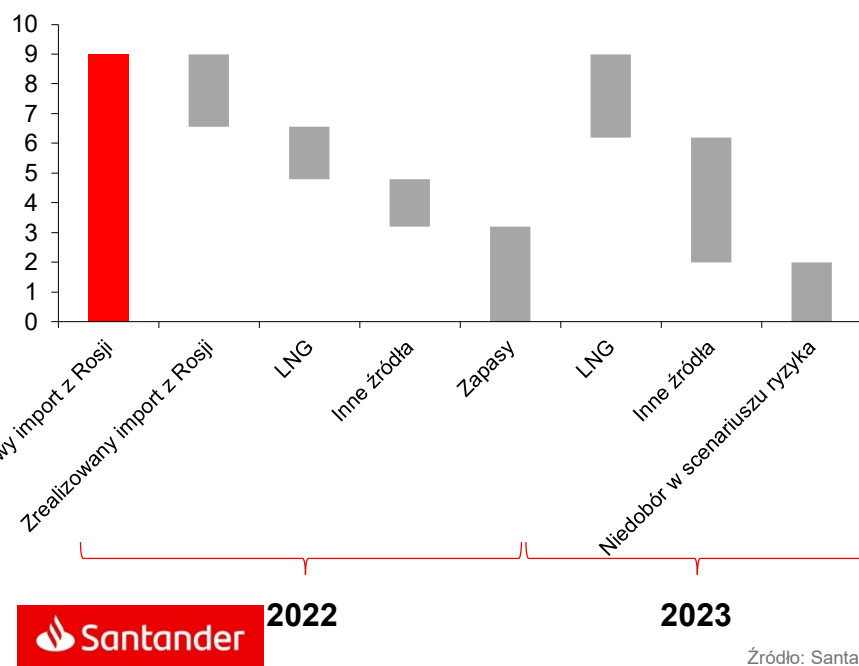


Scenariusz ryzyka: kryzys na rynku gazu

Całkowite zatrzymanie przepływu gazu ziemnego z Rosji do Polski i ograniczony przepływ z Rosji do innych krajów europejskich oznacza **większe ryzyko niedoboru**. O ile rok 2022 wydaje się być raczej bezpieczny, głównie dzięki wysokim stanom magazynowym, o tyle rok 2023 może okazać się wyzwaniem. Niedobór gazu na rynku krajowym może sięgnąć nawet 4 mld m³ (ponad 20% zapotrzebowania), ale w naszym scenariuszu ryzyka zakładamy niedobór 2 mld m³ (powyżej 10%). Gaz ziemny jest istotnym źródłem energii w Polsce (ok. 16-17% całkowitego zużycia energii), więc zakłócenia w dostawach mogą przynieść wyraźne skutki gospodarcze. Tak duży niedobór musiałby skutkować reglamentacją gazu ziemnego i tu w grę wchodziłyby decyzje polityczne.

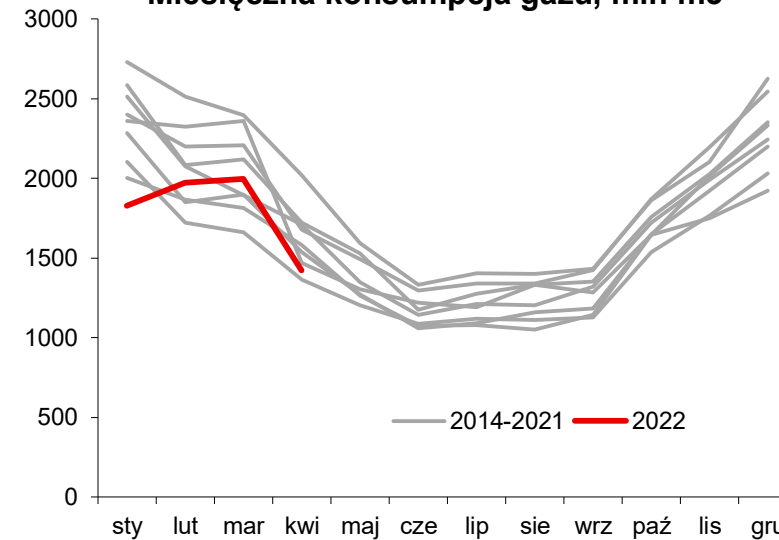
Zakładamy, że gospodarstwa domowe, energetyka oraz branże związane z żywnością (rolnictwo, produkcja żywności, produkcja nawozów) będą wyłączone z ewentualnych cięć gazu. Zakładamy również, że gospodarstwa domowe dobrowolnie zmniejszą zużycie gazu o około 5%. Oznacza to, że pozostałe sektory byłyby zmuszone do przycięcia swojego zużycia o ok. 20%. Może to być szczególnie niekorzystne dla branż wykorzystujących gaz w procesie produkcyjnym, np. do osiągnięcia wysokich temperatur, takich jak huty szkła i metali. **Ujemny wpływ takiego szoku na wzrost PKB szacujemy na ok. 1-2%. Najbardziej wrażliwy jest okres między grudniem a lutym, kiedy konsumowana jest 1/3 rocznego spożycia gazu.**

Czym zastąpiony zostanie import gazu z Rosji?



	Udział w popycie krajowym
Wytwarzanie energii	31.6%
Przemysł	35.8%
Chemikalia	14.9%
Surowce niemetaliczne	6.4%
Żywność, napoje, tytoń	5.0%
Wytwarzanie metali	4.0%
Handel i sektor publiczny	6.9%
Gospodarstwa domowe	23.3%

Miesięczna konsumpcja gazu, mln m³



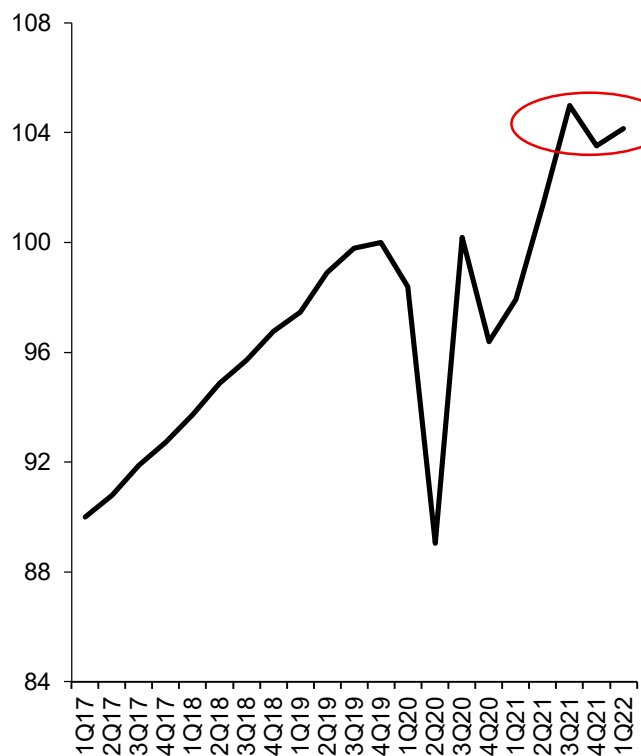
Źródło: Eurostat, Santander



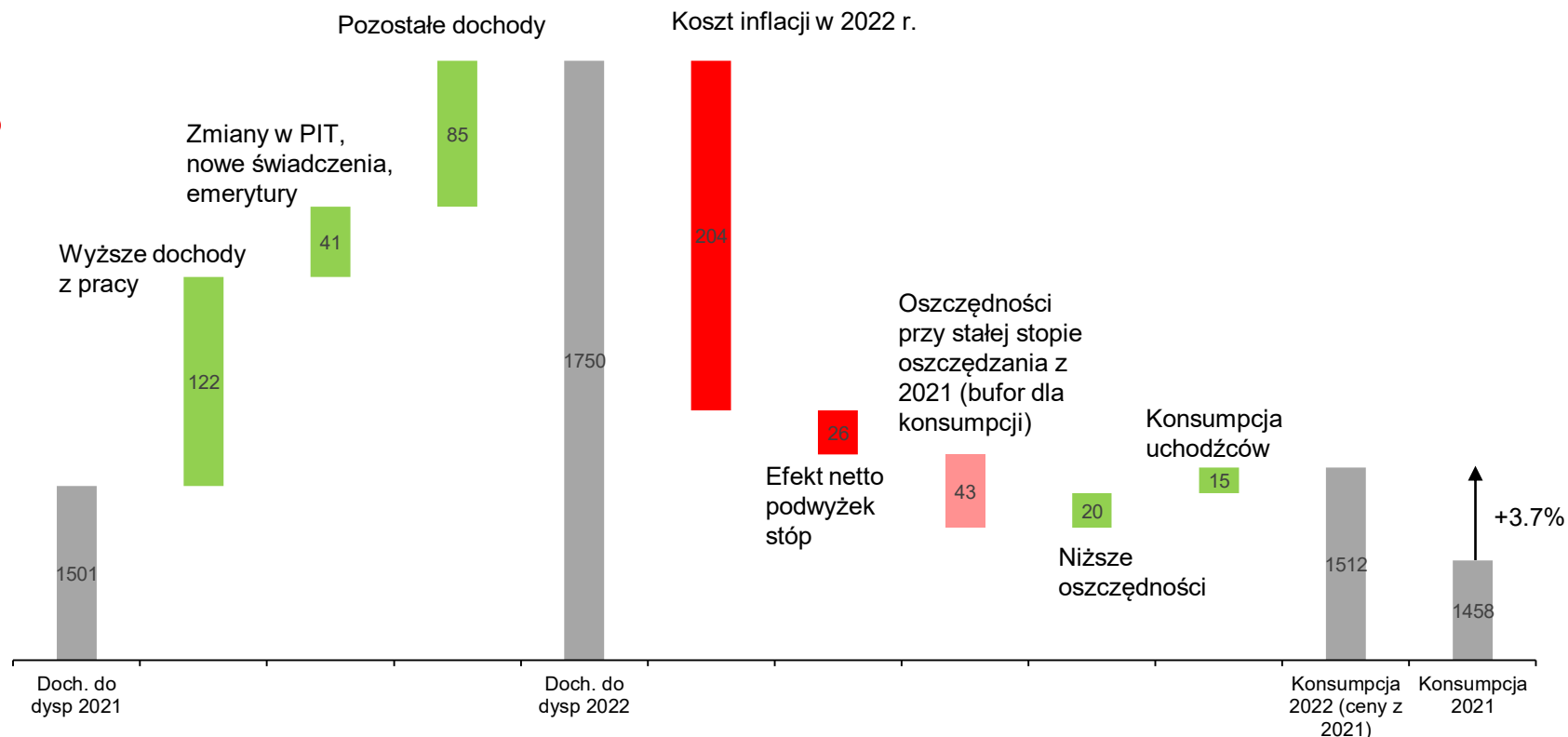
Konsumenci pod presją

Pomimo solidnego wzrostu PKB w I kw. 22, wzrost konsumpcji prywatnej rozczarował i to już drugi kwartał z rzędu. W ujęciu wolumenowym i odsezonowanym konsumpcja była wciąż niższa niż w III kw. 2021 r. Nadal pozostajemy umiarkowanie pozytywni co do perspektyw konsumpcji w 2022 roku. Spodziewamy się jednak znacznego spowolnienia wzrostu do 3,7% z 6,1% w 2021 r., gdyż inflacja skonsumuje dużą część dochodów. Wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie jednak wyraźny, dodatkowa konsumpcja ze strony uchodźców i zmniejszenie stopy oszczędności (i/lub wakacje kredytowe) pomogą zapewnić dodatnie tempo wzrostu konsumpcji ogółem. Niemniej, wzorce konsumpcji prawdopodobnie ulegną zmianie i spodziewamy się, że np. sektory dóbr trwałych i turystyki ucierpią bardziej od innych (patrz następne strony).

Konsumpcja prywatna, IV kw. 19=100, s.a.



Zmiany konsumpcji i dochodów, struktura, mld zł



Źródło: GUS, Santander

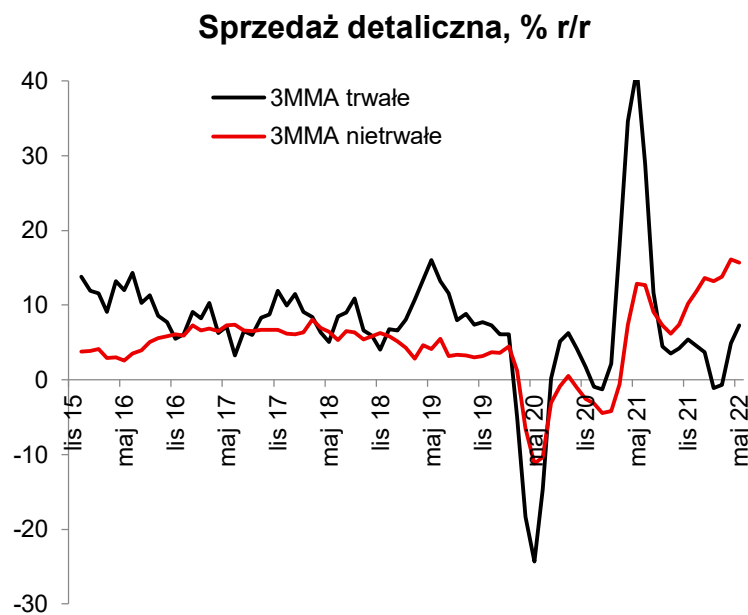
Dobra trwałe pod kreską

Wygląda na to, że konsumenci **wstrzymują się z większymi wydatkami**. Wprawdzie dwie miary ankietowe, które przybliżają apetyt na większe zakupy, rozjechały się ostatnio, ale obie są na względnie niskich poziomach. W ostatnich kwartałach wzrost konsumpcji dóbr trwałych był dość niski w porównaniu z resztą konsumpcji prywatnej (usługi i dobra nietrwałe). Podobny wzorzec widoczny był również w danych o sprzedaży detalicznej.

Firmy przemysłowe z grupy dóbr trwałego użytku borykają się z pogarszającym się napływem nowych zamówień, co znajduje potwierdzenie w zmniejszonym popycie na te dobra. Dobra trwałe są zwykle pierwsze na liście, gdy gospodarstwa domowe chcą zredukować swoje wydatki w obliczu spodziewanych problemów finansowych.

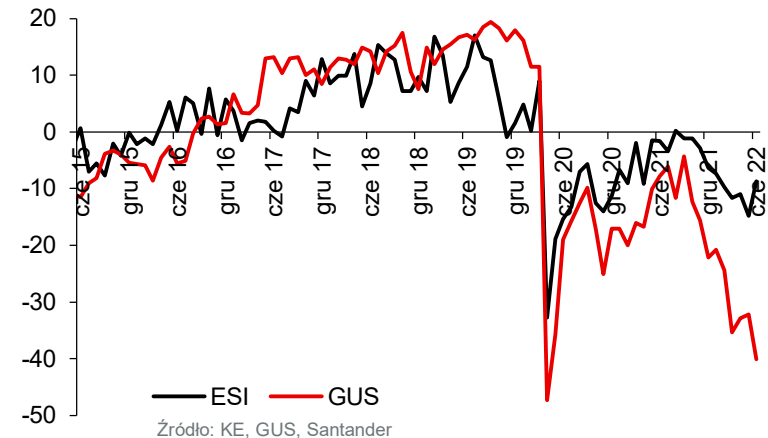


Źródło: Eurostat, Santander



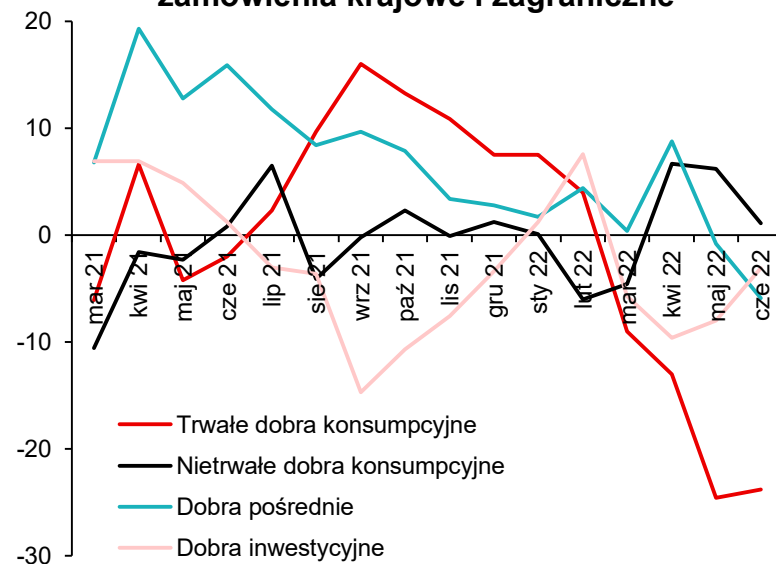
Źródło: GUS, Santander

Optymizm konsumentów, większe zakupy



Źródło: KE, GUS, Santander

Wskaźniki koniunktury w przemyśle: zamówienia krajowe i zagraniczne



Źródło: GUS, Santander

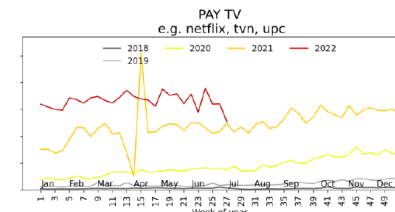
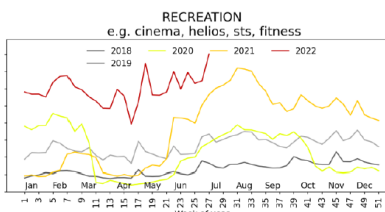
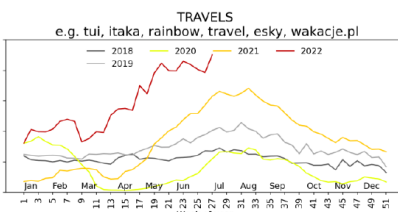
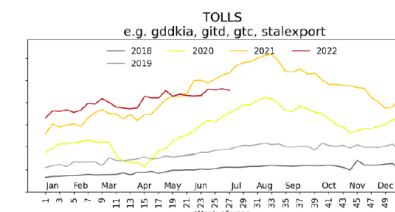
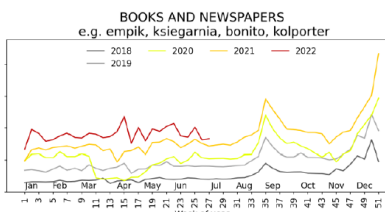
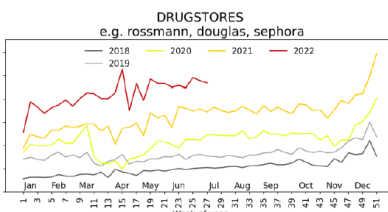
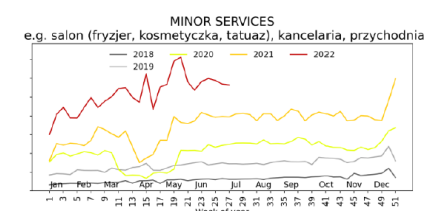
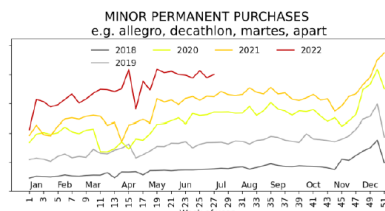
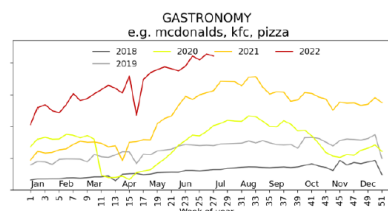
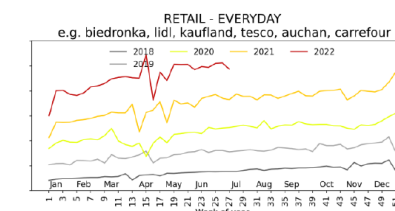
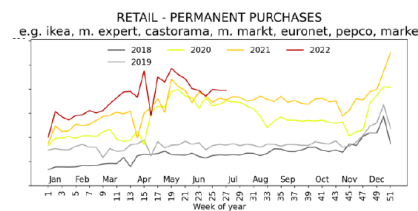
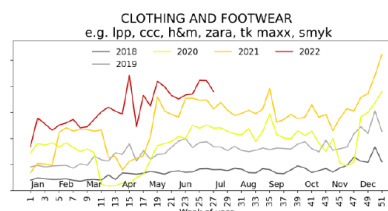
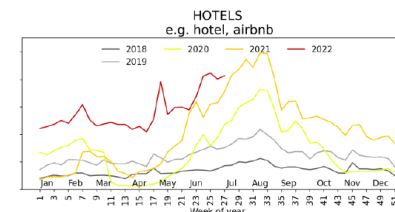
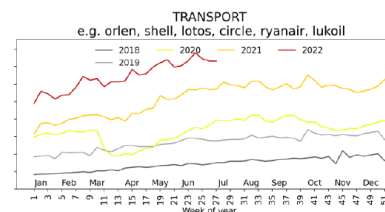
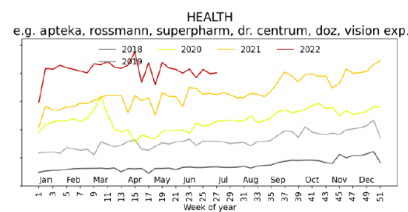


Płatności kartowe dają mieszane sygnały

Płatności kartowe Banku Santander: wybrane kategorie, liczba transakcji

Dane kartowe Banku Santander sugerują:

- Sygnały są niejednoznaczne. Część kategorii zaczyna wykazywać oznaki słabości, ale inne pozostają odporne
- Podróże, transport, gastronomia nadal w trendzie wzrostowym na fali popytu odłożonego i odreagowania po pandemii
- Opłaty drogowe w stagnacji, wskazują, że drogie paliwo powstrzymuje wakacyjny wystrzał w transporcie drogowym
- Niektóre kategorie nie będące wydatkami pierwszej potrzeby zaczynają nieco słabnąć





Czy zapasy nadal będą rosnać?

Ostatnie kilka kwartałów przyniosło bezprecedensowy wzrost zapasów (w I kw. 22 zapasy odpowiadały za 7,7pp z 8,5% r/r wzrostu PKB), co rodzi pytanie, czy taki trend może się utrzymać, zwłaszcza jeśli popyt zacznie hamować. Nasza odpowiedź brzmi: raczej nie, ale korekta nie musi być gwałtowna.

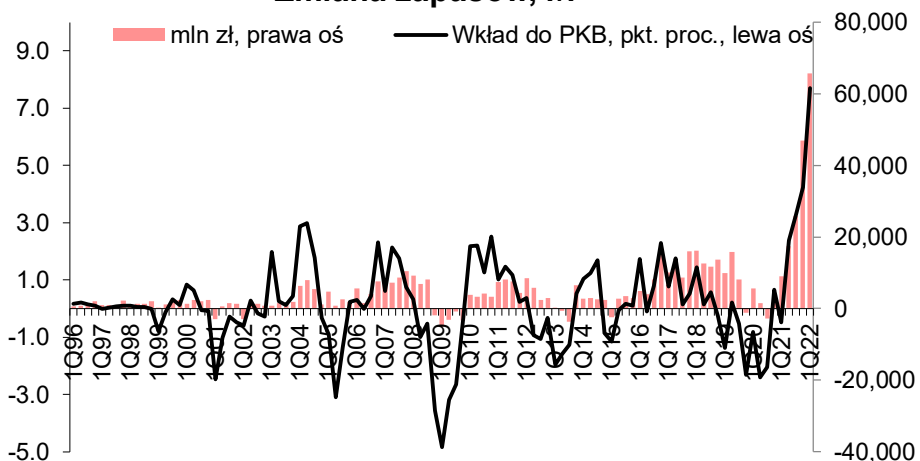
Dane pokazują, że najwięcej zapasów od 2020 roku zbudował sektor przetwórczy. Była to naturalna reakcja na zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw. Wskaźnik zapasów do sprzedaży dla tego sektora wyraźnie przekroczył już trend sprzed pandemii, a wg ankiet biznesowych firmy z branży przetwórczej nie czują już presji na uzupełnianie zapasów. Mimo że przejście z modelu just-in-time na just-in-case mogło się jeszcze nie zakończyć, przemysł prawdopodobnie spowolni gromadzenie zapasów, ze względu na szybko rosnące obawy o recesję.

Z kolei zapasy w handlu detalicznym, drugim co do znaczenia pod względem stanu zapasów, ostatnio nie nadążały za popytem (wskaźnik zapasów do sprzedaży nadal poniżej trendu sprzed kryzysu), a większość firm w tym sektorze nadal zgłasza zbyt małe zapasy. Pogarszające się perspektywy konsumpcji powinny jednak ograniczyć tempo uzupełniania zapasów również tutaj.

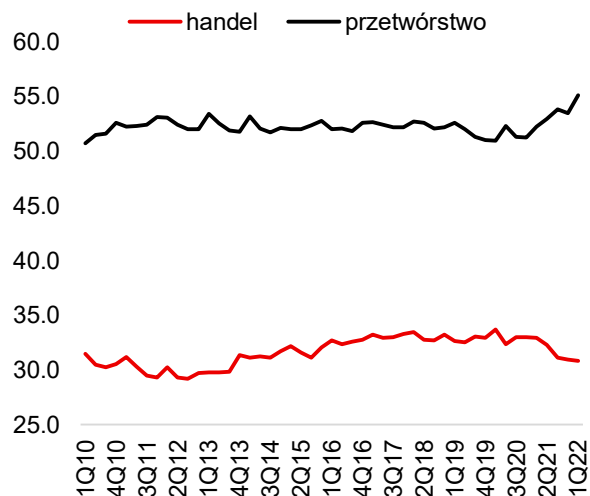
Ocena bieżących zapasów w przemyśle i handlu detalicznym a wkład zmiany zapasów do PKB



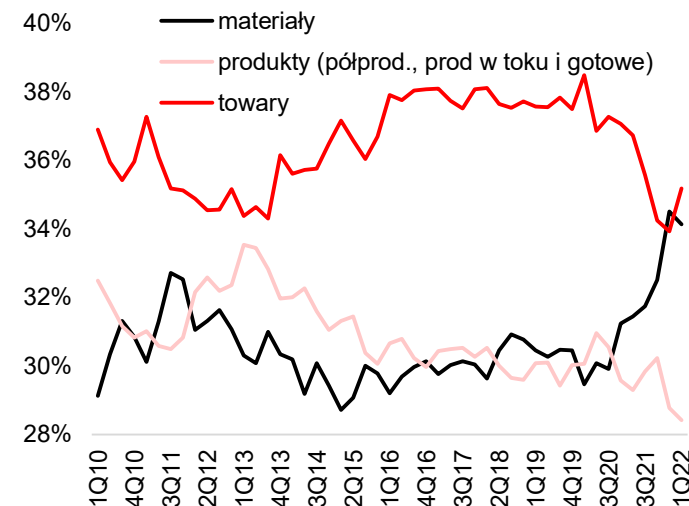
Zmiana zapasów, r/r



Udział dwóch największych sektorów w zapasach ogółem



Struktura zapasów





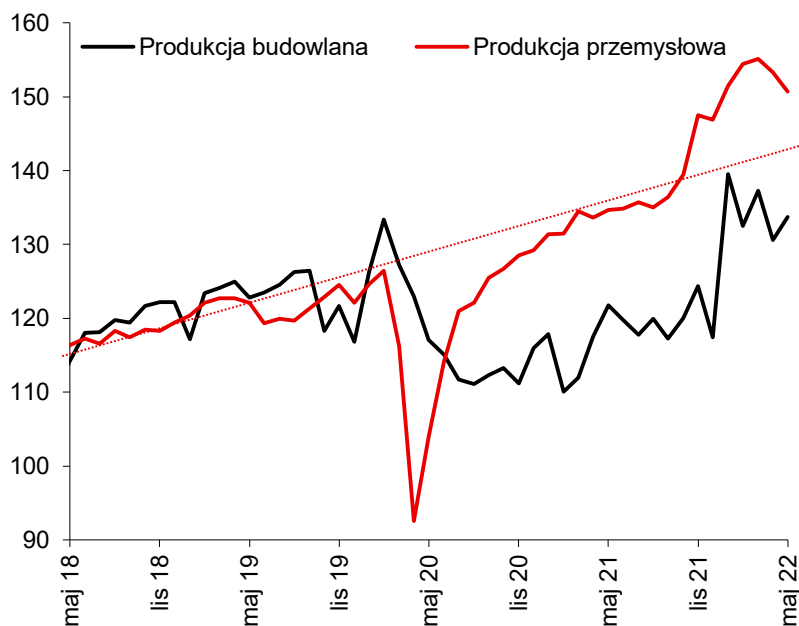
Przemysł: koniec postpandemicznej gorączki

Polski przemysł był jednym z najszybciej odbudowujących się w post-pandemicznym świecie, a roczne wskaźniki wzrostu produkcji wciąż wyglądają przyzwoicie. Bliższe spojrzenie na sektor pokazuje jednak, że trend już się odwraca. Widać to wyraźnie w wyrównanych sezonowo poziomach produkcji, zarówno w przemyśle, jak i budownictwie, gdzie szczyt został ustanowiony na początku 2022 r. Dwa ostatnie odczyty miesięcznej odsezonowanej dynamiki produkcji przemysłowej pokazały spadki przekraczające 1%, przy czym maj był najłagodniejszym miesiącem od początku pandemii.

Dane o nowych zamówieniach skorygowane o ceny produkcji PPI wyglądają równie słabo, co diagnoza zamówień w badaniu koniunktury dla sektora, co zwiastuje poważne spowolnienie.

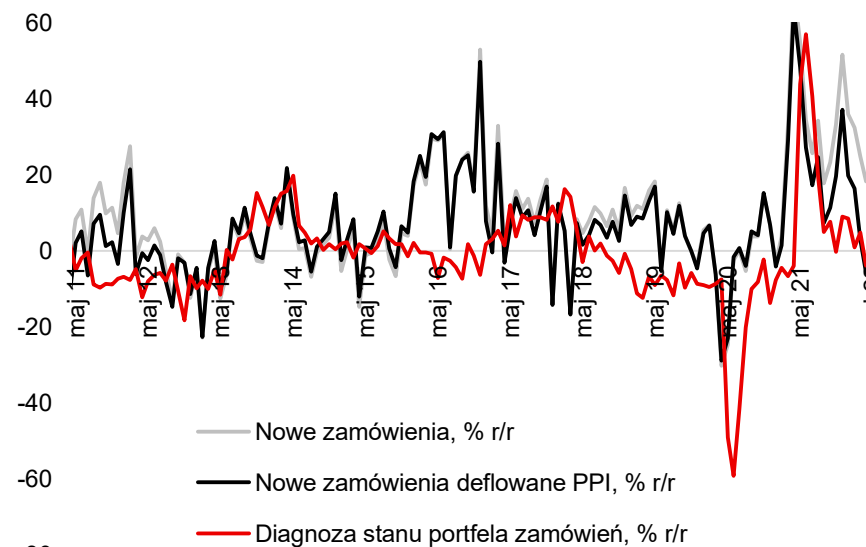
Wyrównana sezonowo dynamika produkcji pogarsza się najbardziej w branżach opartych na surowcach i używających układów scalonych oraz w produkcji dóbr konsumpcyjnych nie będących towarami pierwszej potrzeby, podczas gdy branże dostarczające podstawowe dobra i usługi dla gospodarstw domowych mają się wciąż dobrze, prawdopodobnie ze względu na związany z wojną napływ uchodźców.

Produkcja, 2015=100, SA



Źródło: GUS, Santander

Nowe zamówienia w przemyśle



Źródło: GUS, Santander

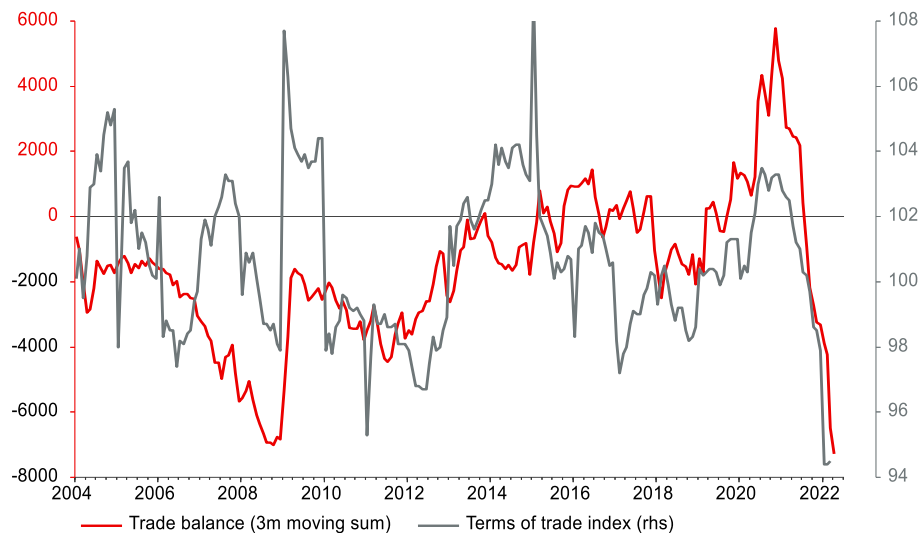


Handel zagraniczny: uderzenie z dwóch stron

Saldo wymiany handlowej Polski stale się pogarsza, głównie ze względu na współwystępowanie dwóch czynników. Z jednej strony, wzrost cen surowców energetycznych spowodował gwałtowne pogorszenie terms of trade. Z drugiej, spowolnienie w globalnym przemyśle pogorszyło wyniki polskiego eksportu. O ile skala spowolnienia może być trudna do rozpoznania w danych nominalnych ze względu na szybko rosnące ceny, o tyle można ją aproksymować danymi o łącznej wadze eksportowanych towarów. Ostatnie badania PMI sygnalizują dalsze pogarszanie się nowych zamówień zagranicznych, co nie wróży dobrze branżom eksportowym.

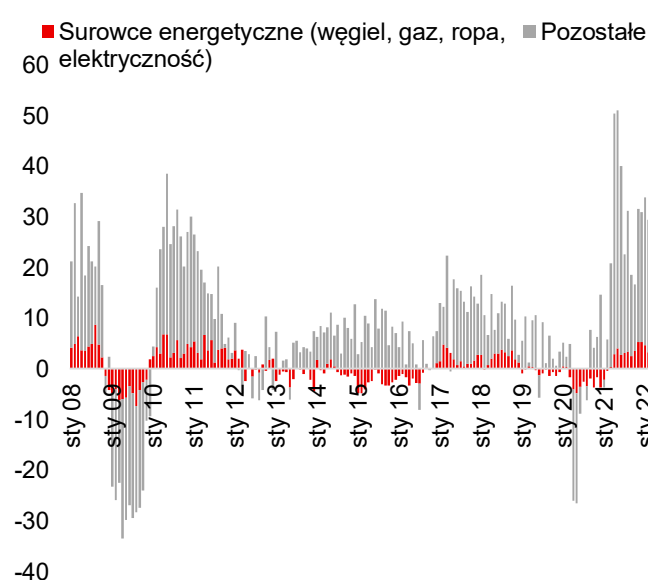
Oczekujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących będzie się nadal pogłębiał, do ok. 5% PKB na koniec tego roku, ale trend ten powinien zacząć się odwracać w 2023 r., dzięki znacznemu spowolnieniu popytu krajowego, stopniowemu spadkowi cen surowców energetycznych oraz (mamy nadzieję) ożywieniu aktywności w przemyśle światowym na świecie, co zwiększy popyt na polskie produkty.

Słabsze terms-of-trade pogarszają bilans handlowy



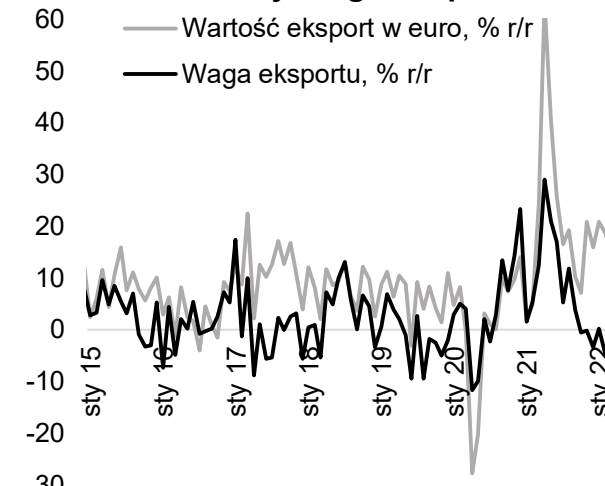
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Wkłady do wzrostu importu, % r/r

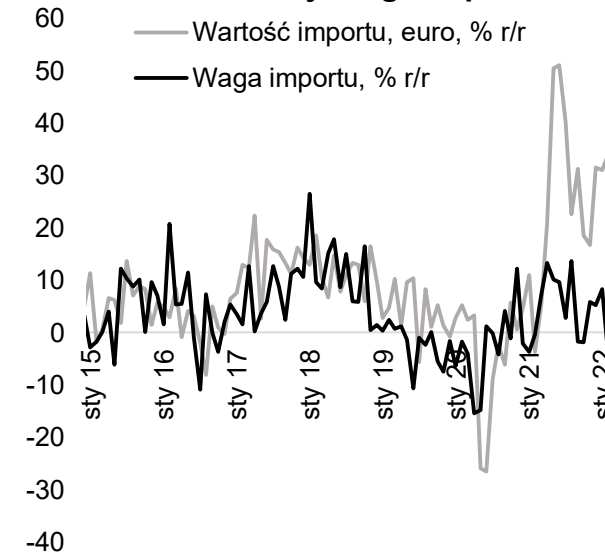


Źródło: Eurostat, Santander

Wzrost krajowego eksportu



Wzrost krajowego importu



Źródło: Eurostat, Santander



Rynek pracy: płace raczej nie nadążą za inflacją

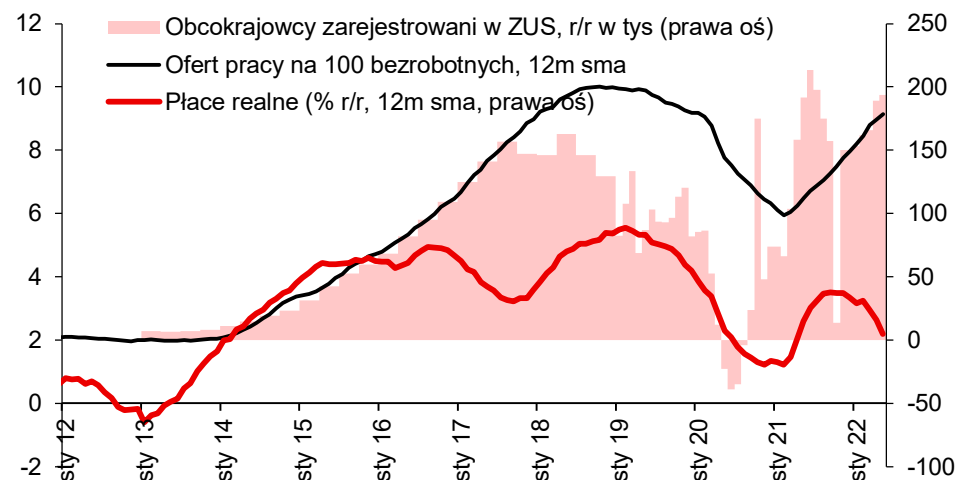
Rynek pracy jest nadal w świetnej formie, stopa bezrobocia jest rekordowo niska, a badania konsumenckie nie wskazują na spadek postrzeganego bezpieczeństwa zatrudnienia.

Jednak pracodawcy widzą już sytuację nieco inaczej - sektorowe wskaźniki zatrudnienia są korygowane w dół. W raporcie PMI za czerwiec odnotowano spadek komponentu zatrudnienia. Biorąc pod uwagę nadchodzące spowolnienie gospodarcze, spodziewamy się również **osłabienia popytu na pracę. Nie spodziewamy się jednak dużej skali zwolnień.**

Spadek popytu na pracę, liczby ofert pracy i wakatów przełoży się na wolniejszy wzrost płac. Płace w firmach już teraz rosną wolniej niż CPI, a w całej gospodarce jeszcze wolniej (głównie przez sektor publiczny). Okres ujemnej realnej dynamiki płac potrwa zapewne kilka kwartałów.

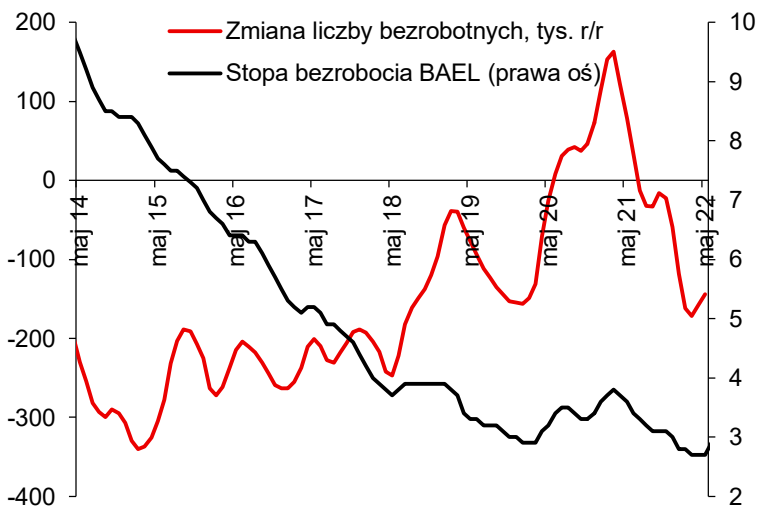
Wejście na rynek pracy uchodźców z Ukrainy już złagodziło presję płacową w usługach. W maju to właśnie w tym sektorze nastąpiło największe spowolnienie płac, do 15,1% r/r z 16,7% r/r.

Realne płace a oferty pracy i pracownicy z zagranicy

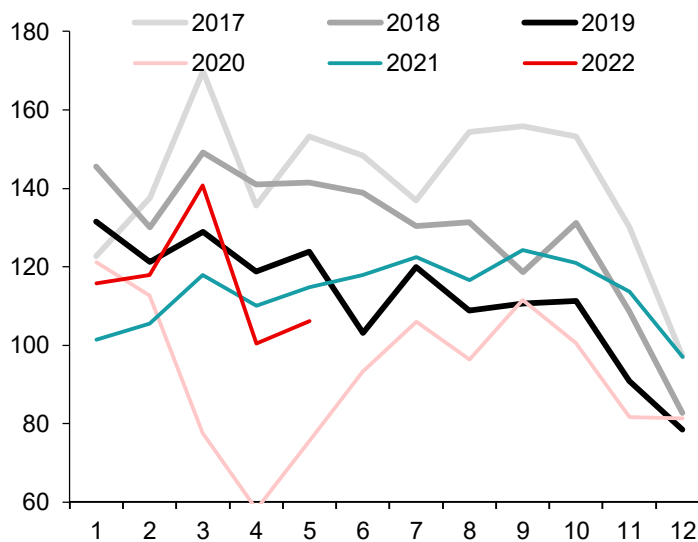


Źródło: GUS, Santander

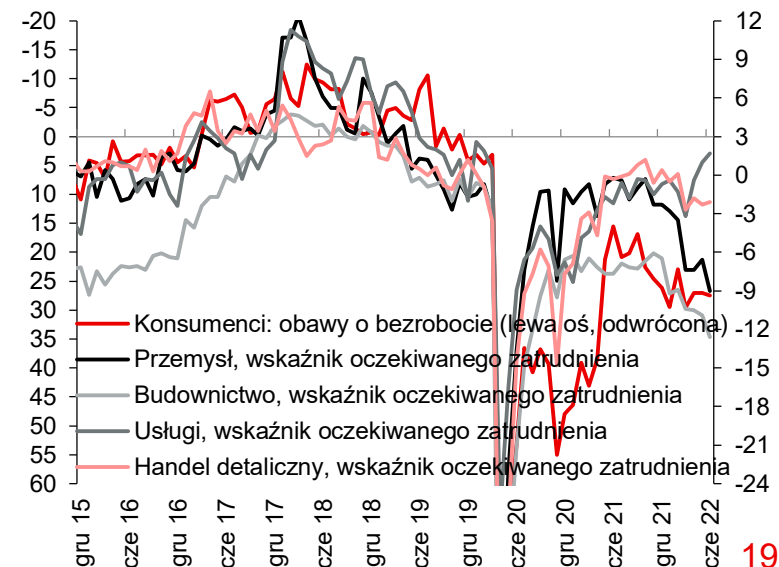
Bezrobocie BAEL



Liczba ofert pracy wg miesięcy, tys.



Ankiety oczekiwań co do zatrudnienia



Inflacja wyżej i wyżej...



Inflacja wyniosła w czerwcu 15,6% r/r. Jak na razie **dane o inflacji nie sugerują żadnego spowolnienia**. Wzrost jest widoczny nie tylko w przypadku głównego wskaźnika, ale w zasadzie w każdej rozsądnej dezagregacji. Mało tego, silna presja wzrostowa jest widoczna nawet schodząc do pojedynczych pozycji wydatkowych. Wyższy wzrost cen dotyczy niemal wszystkich kategorii, a cały rozkład rocznych stóp wzrostu przesunął się wyraźnie w ciągu ostatniego roku: tylko około 2% koszyka CPI nie rośnie, w porównaniu do ok. 20% w okresie 2019-2021. 85% kategorii rośnie o więcej niż 5%, podczas gdy w latach 2019-2021 tylko 25% kategorii rejestrowało takie stopy wzrostu.

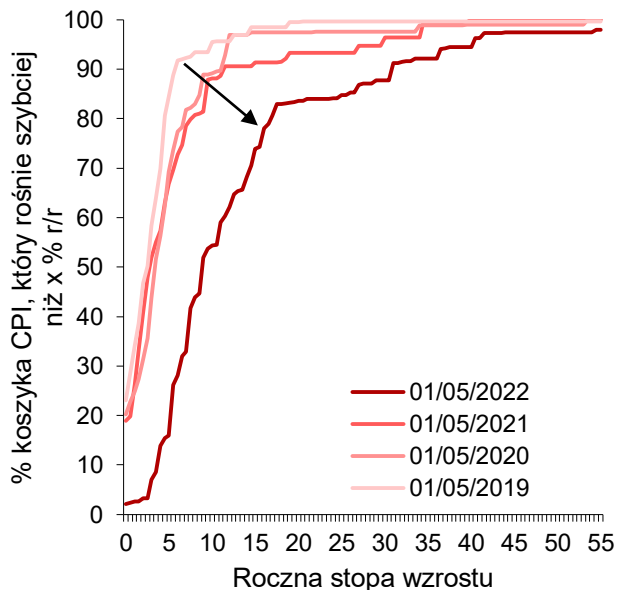
W 2023 r. spodziewamy się znacznego spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy, co naszym zdaniem obniży inflację bazową. Kolejnym argumentem za **niższą dynamiką CPI w 2023 r.** jest spadek cen surowców, napędzany obawami przed recesją (patrz następna strona). Główne ryzyka to: ceny energii (możliwe zakłócenia w dostawach) oraz ceny żywności (niższe plony na Ukrainie, susza w Polsce).

Inflacja CPI w Polsce, składowe, % r/r



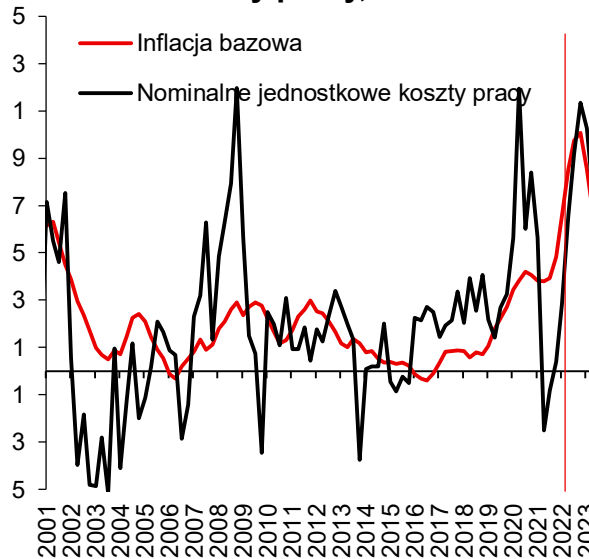
Źródło: GUS, Santander

CPI w rozbiciu na kategorie – dystrybucja



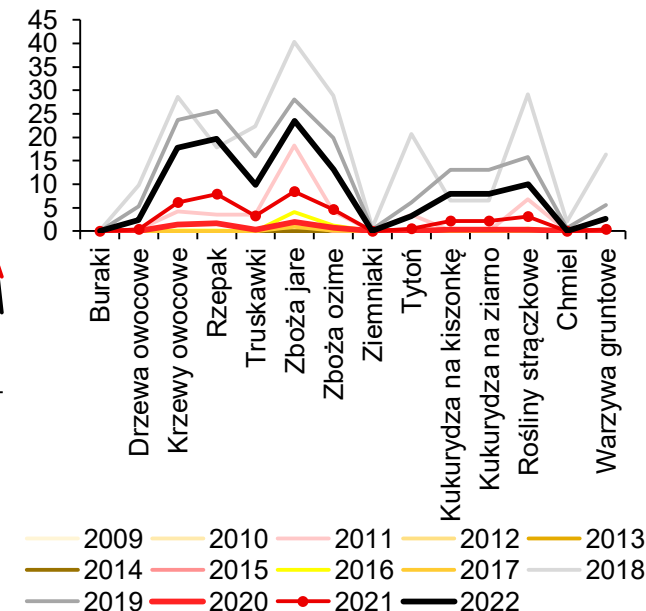
Źródło: GUS, Santander

Inflacja bazowa a jednostkowe koszty pracy, % r/r



Źródło: Eurostat, NBP, Santander

% upraw zagrożonych suszą w ostatnim okresie raportowania (1 maja – 30 czerwca)



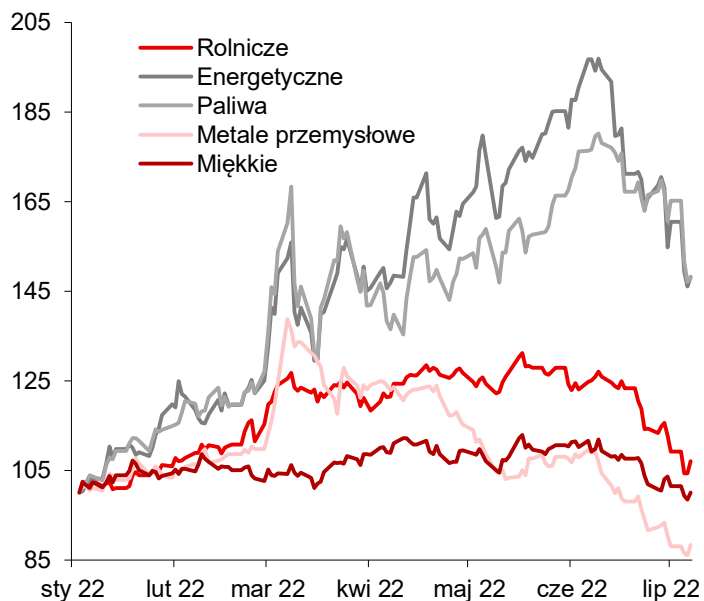
Źródło: IUNG-PIB, Santander



... ale czy punkt przegięcia jest blisko?

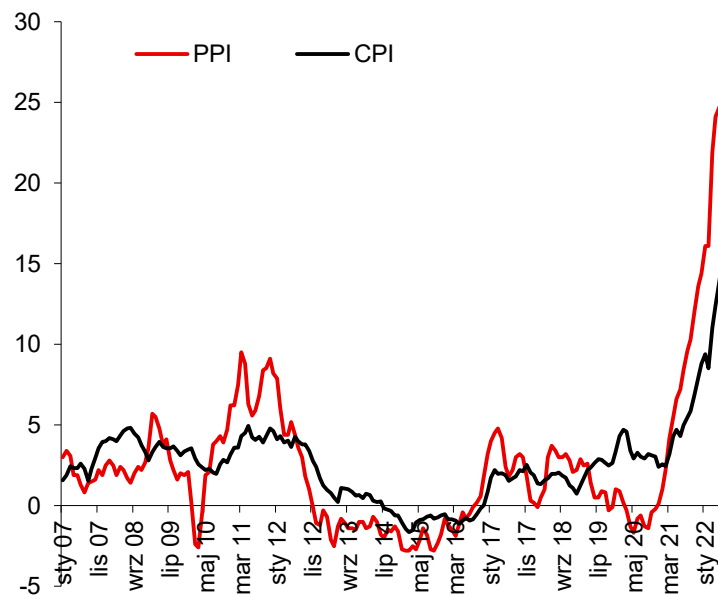
Historycznie, PPI był bardzo dobrym prognostykiem dla CPI i wyprzedzał zmiany w trendach CPI o kilka miesięcy. Nasze modele sugerują, że głównymi czynnikami wpływającymi na inflację PPI są ceny surowców i kursy walut. W związku z tym, **ostatni wyraźny spadek cen towarów wywołany obawami o wzrost gospodarczy prawdopodobnie pociągnie PPI niżej**, pod warunkiem, że ten ruch nie zostanie zniwelowany przez słabszego złotego. W marcu 2022 r. PPI został również wypchnięty wyżej przez szok związany z wojną, który wymyka się naszym modelom, ale wydaje się, że było to tylko jednorazowe zjawisko i jego wpływ już wygasa. W związku z tym oczekujemy, że inflacja PPI wkrótce spadnie, a CPI pójdzie w jej ślady, choć w najbliższych kwartałach pozostanie na podwyższonym poziomie.

Indeksy surowcowe Bloomberg, 03/01/2022 = 100



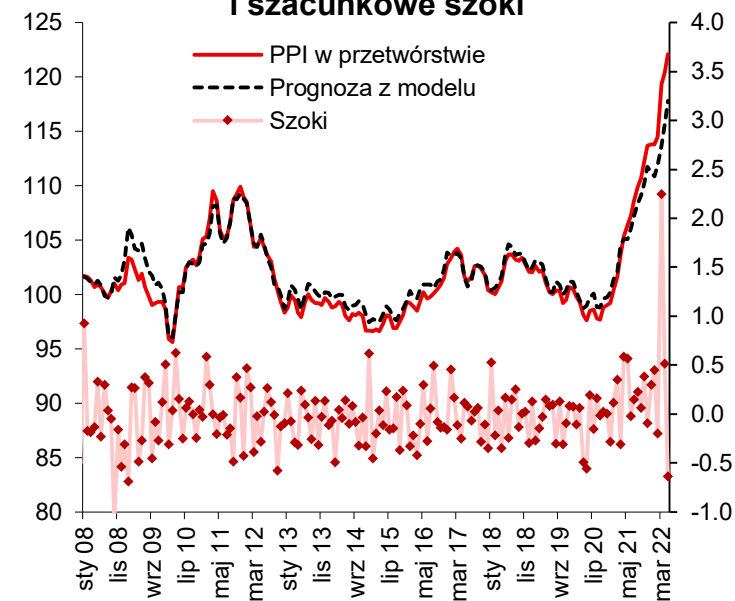
Źródło: Bloomberg, Santander

CPI a PPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander

PPI w przetwórstwie a prognoza z modelu* i szacunkowe szoki



Nasz model bierze pod uwagę sezonowość, ceny surowców kursy walut oraz autokorelację
Źródło: GUS, Santander



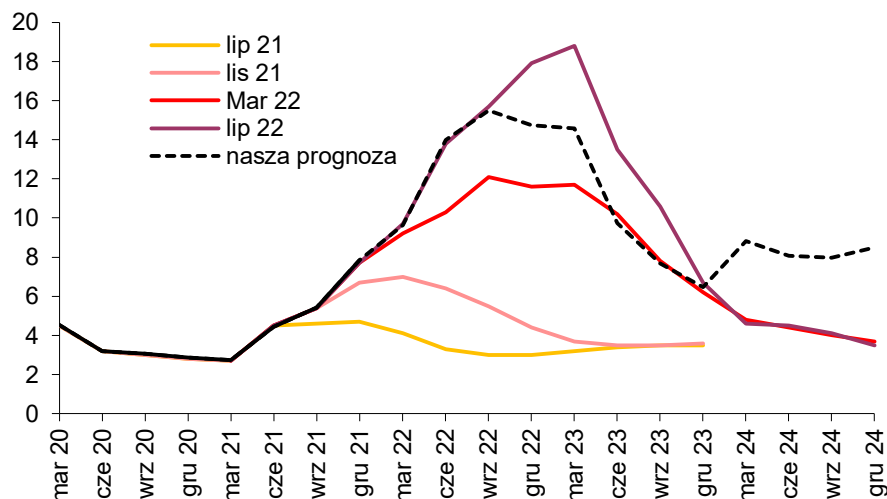
Polityka pieniężna: koniec cyklu bliski?

W lipcu RPP podniosła stopę referencyjną o 50 pb, do 6,5% - poziomu, który w kwietniu określiliśmy jako teoretycznie wystarczający dla sprowadzenia inflacji do pasma tolerancji wokół celu, przynajmniej na podstawie marcowej projekcji oraz szacunków siły mechanizmu transmisji monetarnej wg NBP.

Prezes NBP deklarował w ostatnich miesiącach, że podwyżki stóp procentowych będą kontynuowane tak długo, jak długo będzie rósł wskaźnik CPI, ale przyznał też, że oznaki zbliżającej się recesji zmniejszają apetyt Rady na zacieśnianie. Nasza obecna prognoza CPI jest niemal identyczna z projekcją inflacji NBP (po korekcie o nierealistyczne założenie NBP, że tarcza antyinflacyjna wygasa w październiku 2022 r.) i implikuje, że inflacja powinna osiągnąć swój lokalny szczyt w wakacje, a kolejny (wciąż poniżej 16% r/r) w I kw. 23 r. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że RPP może zakończyć cykl zacieśniania ze stopą referencyjną na poziomie 7% we wrześniu.

Co jeśli w IV kw. br. CPI znów podskoczy po wakacyjnej stabilizacji? Cóż, to zależy od sytuacji. Sądymy, że prezes Glapiński niekoniecznie musi sztywno trzymać swojej reguły „autopilota” (wyższa inflacja = wyższe stopy), jeśli skok CPI będzie spowodowany wzrostem cen energii, a ryzyko recesji będzie rosło. Sprawę komplikuje zachowanie rynku walutowego, gdyż w przypadku utrzymującej się przeceny złotego bank centralny może nie mieć innego wyjścia, jak tylko kontynuować podwyżki stóp, zwłaszcza w przypadku agresywnego zacieśniania polityki przez główne banki centralne za granicą.

CPI według kolejnych projekcji inflacyjnych NBP a nasza obecna prognoza, % r/r



Uwaga: prognozy NBP zakładają, że tarcza antyinflacyjna wygasa w październiku 2022, nasza prognoza zakłada, że stanie się to w grudniu 2023 r.
Źródło: NBP, Santander

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej

Konsensus powstał w oparciu o prognozy 14 ośrodków analitycznych, zebranych przez PAP Biznes w dn. 2-6 czerwca 2022 r.

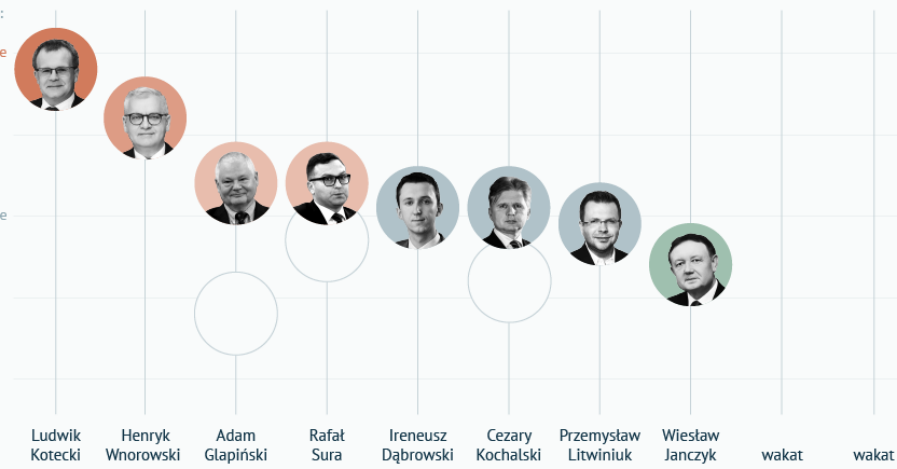
● konsensus z czerwca '22
○ konsensus z listopada '21

nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



Źródło: PAP Biznes





Polityka fiskalna: budżet państwa w formie

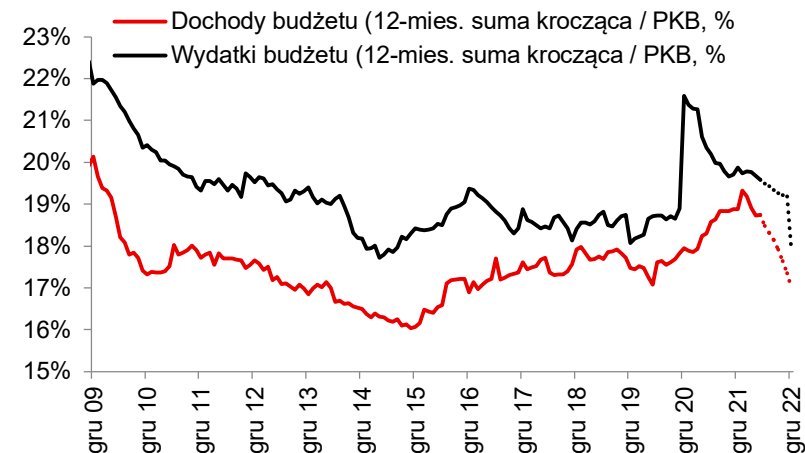
Sytuacja budżetu państwa wygląda jak dotąd dobrze. Wysoki nominalny wzrost PKB wspiera dochody podatkowe, co kompensuje efekt obniżek podatków (czasowe cięcia VAT zwane "tarczą antyinflacyjną" oraz zmiany w podatku PIT). W drugiej połowie roku wpływy podatkowe prawdopodobnie spowolnią, jednak szacujemy, że łączne dochody budżetowe mogą być o ok. 30 mld zł wyższe od planowanych. Wydatki też rosną bardziej niż planowano, w podobnej skali. **W związku z tym uważamy, że rok 2022 może zakończyć się deficytem budżetowym zbliżonym do pierwotnego planu, czyli około 30 mld zł**, chyba że Ministerstwo Finansów zdecyduje się na znaczące przeniesienie przyszłych wydatków na 2022 r. w celu „odciążenia” budżetu w 2023 r. - tak jak miało to miejsce w dwóch poprzednich latach (kiedy to wydatki budżetowe w samym grudniu wzrosły o ponad 100 mld zł).

Ministerstwo Finansów już od kwietnia sygnalizowało, że ustawa budżetowa na 2022 r. będzie wymagała nowelizacji ze względu na nowe wydatki wywołane wojną na Ukrainie, a prace nad nowelizacją rozpoczną się w lipcu. Jednak ostatnio główny ekonomista MF zasugerował, że nowelizacja może nie być konieczna, co zdaje się potwierdzać nasz pogląd, że utrzymanie deficytu w ustawowym limicie jest możliwe. Naszym zdaniem nowelizacja jednak będzie miała miejsce, ze względu na wyższe od planowanych wydatki. Nie widzimy też powodu, dla którego MF miałyby całkowicie zrezygnować ze strategii przyspieszania wydatków, skoro rok 2023 może być trudniejszy.

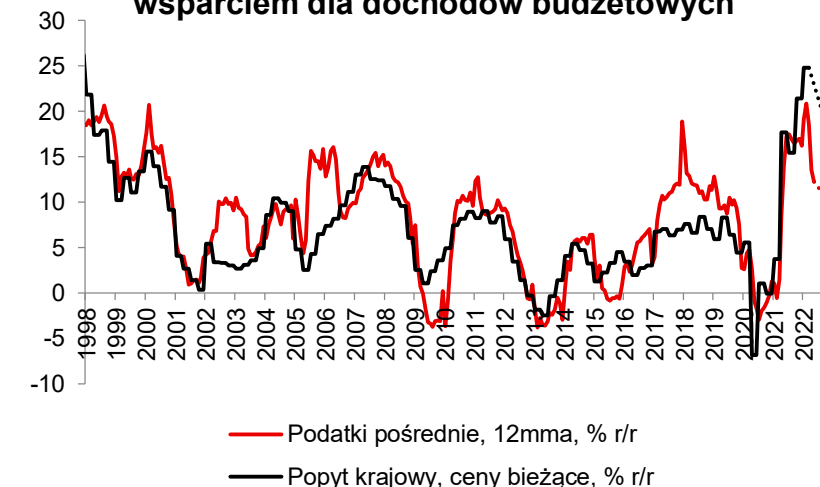
Sytuacja budżetu państwa nie mówi wiele o kondycji całego sektora publicznego, ponieważ rząd przesuwa coraz większą część wydatków publicznych do funduszy celowych, które są poza zakresem sprawozdawczości budżetowej. Dotyczy to również wydatków, które pojawiły się w ostatnich miesiącach (wsparcie dla Ukraińców, obronność, dopłaty do węgla) - wg naszych szacunków łącznie co najmniej 50 mld zł. Tym samym ocena ogólnej perspektywy fiskalnej jest dość trudna (patrz następna strona).

Powodem, dla którego saldo budżetu państwa jest ważne, jest to, że w dużej mierze determinuje ono podaż obligacji skarbowych w dalszej części roku. Jeśli luka budżetowa będzie zbliżona do pierwotnie zakładanej, to potrzeby pożyczkowe też będą podobne do planu. Oznacza to, że sytuacja płynnościowa MF może być bardziej komfortowa niż zakładaliśmy kwartał temu, nawet jeśli inne agencje państwowe mogą mieć problemy z emisją większego długu w sytuacji rosnącego obciążenia wydatkami poza budżetem centralnym.

Wydatki i dochody budżetowe jako % PKB



Wysoki nominalny wzrost PKB wsparcie dla dochodów budżetowych



Źródło: MF, GUS, Santander



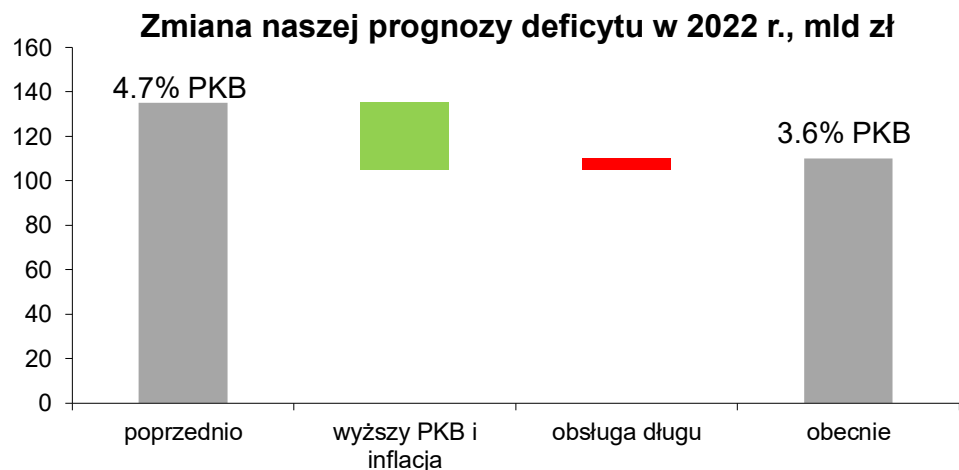
Polityka fiskalna: umiarkowana ekspansja

Obniżamy nasze oczekiwania dotyczące deficytu sektora **general government w 2022 r. do 3,6% z 4,7% PKB** w poprzednim kwartale. Zmiana wynika przede wszystkim z wyższych oczekiwanych dochodów sektora, gdyż nasze prognozy wzrostu nominalnego PKB wzrosły znacząco od kwietnia (o 5,5 pp) Prognoza wydatków publicznych wzrosła w znacznie mniejszym stopniu, głównie ze względu na wyższe oczekiwane koszty obsługi długu.

Deficyt fiskalny w 2023 r. jest dużą niewiadomą, dopóki rząd nie przedstawi swoich planów na ten rok. Kwietniowa aktualizacja programu konwergencji, zakłada saldo na poziomie -3,7% PKB, podczas gdy prognoza Komisji Europejskiej to -4,4%. Jesteśmy gdzieś pomiędzy z szacunkiem **salda GG na poziomie -4% PKB w 2023 roku**.

Otoczenie makroekonomiczne będzie prawdopodobnie mniej wspierające niż w 2022 r., ale wciąż nie tak złe dla generowania dochodów (mimo technicznej recesji na przełomie roku, nominalny wzrost PKB w 2023 r. wciąż dwucyfrowy). Cykl wyborczy sugeruje, że konsolidacja fiskalna jest mało prawdopodobna. Rząd zapewne chętnie wprowadzi jakieś nowe zachęty dla wyborców, ale nie poznaliśmy jeszcze konkretnych. Wciąż jednak przestrzeń dla wydatków będzie ograniczana przez stabilizującą regułę wydatkową (SRW). W ostatnim czasie rząd wprowadził poprawki do tej reguły, które podnoszą limit wydatków o ok. 5% PKB (patrz następna strona), ale wydaje się, że kwietniowa aktualizacja programu konwergencji już po cichu zakładała taką zmianę, gdyż relacja wydatków PKB została założona na stabilnym poziomie ok. 44% PKB w 2023 r., podczas gdy bez modyfikacji SRW relacja ta musiałaby znacząco spaść.

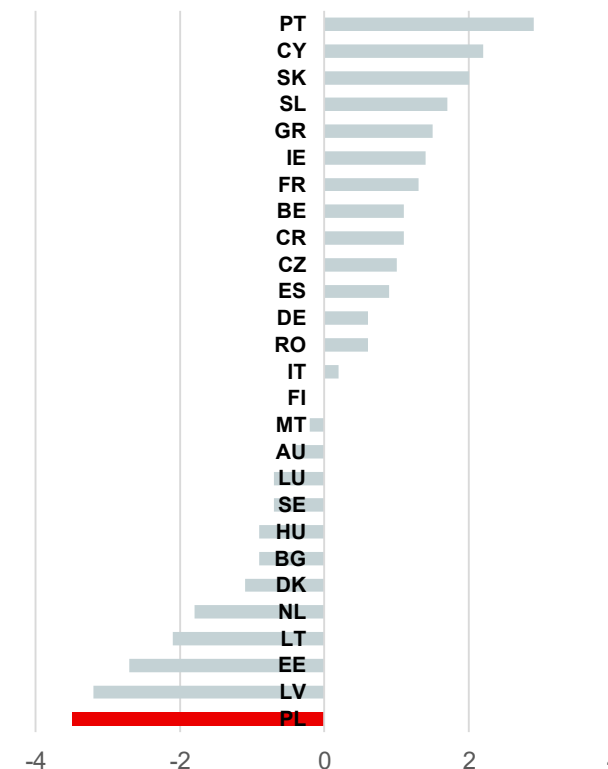
Znacznie wyższy nominalny PKB będzie sprzyjał silniejszemu obniżeniu relacji długu do PKB.



Źródło: GUS, Santander



Strukturalne saldo GG w latach 2022-23: zmiana prognoz Komisji Europejskiej wiosna 2022 vs jesień 2021



Źródło: Komisja Europejska, Santander



Reguła wydatkowa: listek figowy

Rząd wprowadza nową zmianę **stabilizującej reguły wydatkowej** (SRW). Modyfikacja dotyczyć będzie przede wszystkim wzoru używanego dla wyznaczenia limitu wydatków publicznych. Obecnie limit jest corocznie indeksowany inflacyjnym celem NBP (2.5%), a nowej wersji używana będzie oczekiwana inflacja wraz z korektą o błędy prognoz z poprzednich lat. Oznacza to, że rząd wraca do starej wersji wzoru, która była w użyciu do 2015 r. Zmiana ta pozwoli na wyższe wydatki, gdyż inflacja jest wyraźnie wyższa od celu NBP. Przypominamy, że rząd zastąpił prognozy inflacyjne celem NBP wtedy, gdy inflacja była niska lub nawet ujemna, dzięki czemu limit wydatków mógł rosnąć szybciej. Jak widać, reguła wydatkowa służy rządzącym jako listek figowy i jest arbitralnie zmieniana, kiedy tylko jest to potrzebne. Dodatkowo jeszcze rząd dodał przepis mówiący o tym, że w przypadku deflacji parametr indeksacji jest ustawiany na wartość 0.

Według naszych szacunków, reguła w starej postaci umożliwiłaby wzrost wydatków do ok. 1120 mld zł w 2023 r., podczas gdy zmieniona reguła da miejsce do wzrostu do 1230 mld, czyli **da dodatkowo 3,2% PKB**. Ale jeśli rząd zaktualizuje swoje założenia makroekonomiczne do budżetu na 2023 r. (sugestia, że taka korekta będzie, pojawiła się w uzasadnieniu ustawy), to limit może wzrosnąć nawet do 1300 mld zł (czyli dodatkowo ponad 5% PKB).

Stary wzór

$$WYD_n = WYD_{n-1} \cdot E_{n-1}(CCPI) \cdot [WPKB_n + K_n] + E_n(\Delta DD_n)$$

Indeksacja celem inflacyjnym (2.5%)

Nowy wzór

$$WYD_n = WYD_{n-1}^* \cdot E_n(CPI_n) \cdot [WPKB_n + K_n] + E_n(\Delta DD_n)$$

Indeksacja oczekiwaną inflacją (założenie rządowe: 7.8%)

$$WYD_{n-1}^* = WYD_{n-1} \cdot \frac{CPI_{n-2}}{E_{n-1}(CPI_{n-2})} \cdot \frac{E_n(CPI_{n-1})}{E_{n-1}(CPI_{n-1})}$$

Plus korekta o błędy prognoz z poprzednich lat, ale dla limitu 2023 zastosowany zostanie inny, tymczasowy wzór

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



Rynek długu: spadek oczekiwań inflacyjnych powinien przesunąć polską krzywą dochodowości w dół

Oczekujemy dalszych spadków rentowności na rynkach krajowych i bazowych. Sprzyjać temu powinny spadające oczekiwania inflacyjne podsycane przez obawy recesyjne, które zostały znacząco wzmocnione wraz z przyspieszeniem tempa podwyżek stóp przez główne banki centralne. Ich skutkiem był również spadek cen surowców energetycznych na świecie, co wraz z pewnymi oznakami spowalniającej gospodarki w kraju zaczęło przekładać się na spadek oczekiwań inflacyjnych na polskim rynku długu. W przypadku polskich rentowności istotną rolę w ich obniżeniu odegrał również komunikat NBP sygnalizujący zbliżanie się do końca cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Oczekujemy, że trendy globalne oraz stopniowe spowolnienie gospodarcze w kraju będą wspierać dalsze spadki rentowności polskich obligacji również w III kwartale, choć w znacznie mniejszej skali niż w II kwartale.

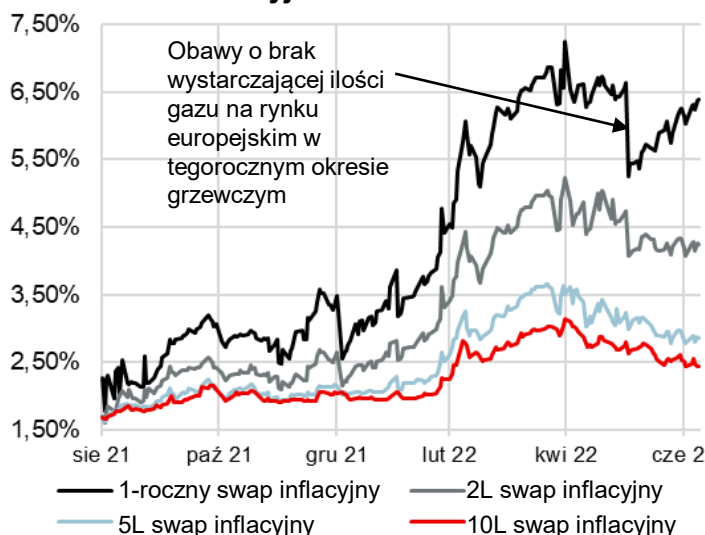
Czynnikiem ryzyka, działającym potencjalnie w przeciwnym kierunku, jest tu możliwy wzrost cen surowców energetycznych na jesieni w wyniku możliwego niedoboru gazu ziemnego w Europie. Obawy o taki scenariusz są już częściowo dyskontowane przez 1-roczy swap inflacyjny dla strefy euro, który jak na razie porusza się w innym trendzie niż swapy długoterminowe dla tego obszaru gospodarczego. W przypadku realizacji scenariusza szoku podażowego spodziewamy się, że najsilniej wpłynie on na trend wzrostowy krótszego końca krajowej krzywej, natomiast na dłuższym końcu wpływ ten powinien być mocno ograniczony ze względu na przewidywany negatywny wpływ na dalszy przebieg cyklu gospodarczego.

Rentowności, oczekiwania inflacyjne rynku długu i ropa Brent



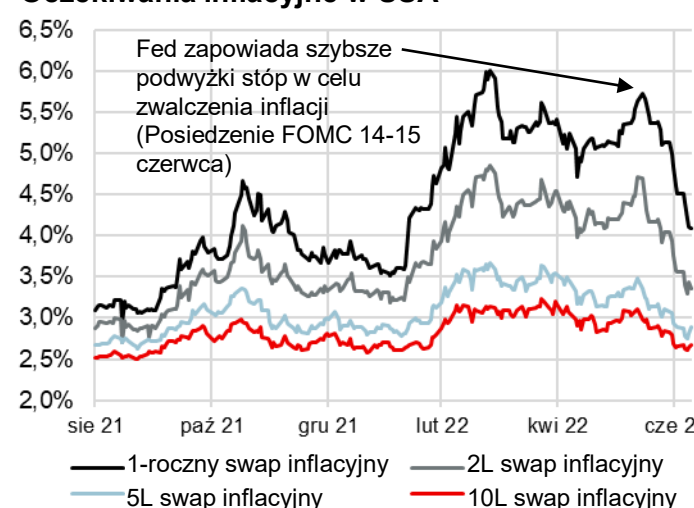
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Oczekiwania inflacyjne w strefie euro



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Oczekiwania inflacyjne w USA



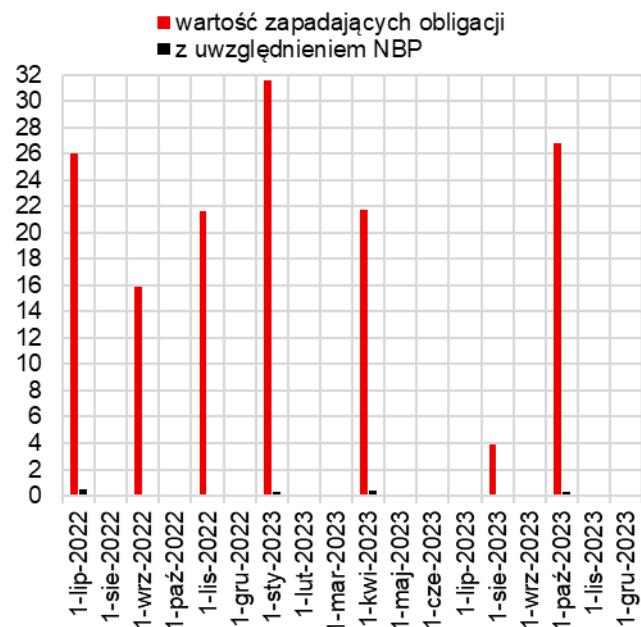
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Rynek długu: podaż obligacji skarbowych w tym roku nie powinna sprzyjać wzrostowi rentowności

Stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych budżetu (222 mld PLN) po czerwcu wyniósł ok. 84%. Wysoki poziom "poduszki płynnościowej" budżetu (ok. 138 mld PLN) gwarantuje, że nawet po uwzględnieniu konieczności wykupu obligacji zapadających do końca tego roku, nie powinno być problemu ze sfinansowaniem tegorocznych potrzeb budżetowych, a także - jak w poprzednich latach - z częściowym prefinansowaniem przyszłorocznych potrzeb finansowych budżetu. Tym bardziej, że według naszych ostatnich szacunków deficyt budżetu państwa w tym roku powinien być zbliżony do planowanego poziomu (30 mld zł). Pomoże również silny wzrost sprzedaży detalicznych obligacji oszczędnościowych od czerwca. Biorąc to wszystko pod uwagę uważamy, że wzrost podaży obligacji skarbowych w tym roku nie powinien być czynnikiem ryzyka istotnie wpływającym na rentowność krajowego długu.

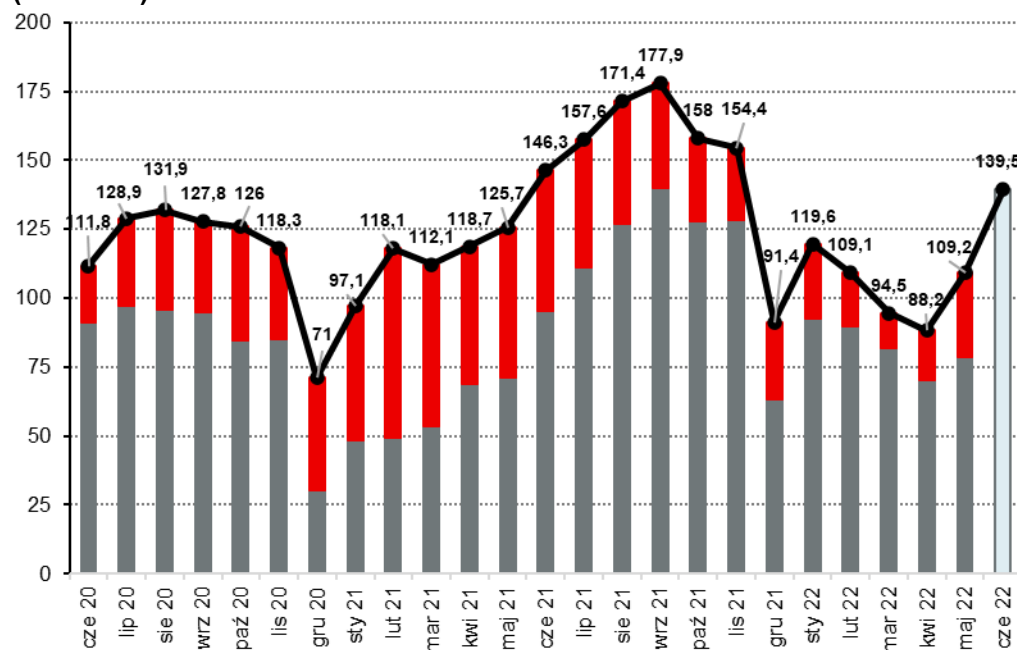
Zapadalności obligacji skarbowych (mld PLN)



Źródło: MF, NBP, Santander Bank Polska



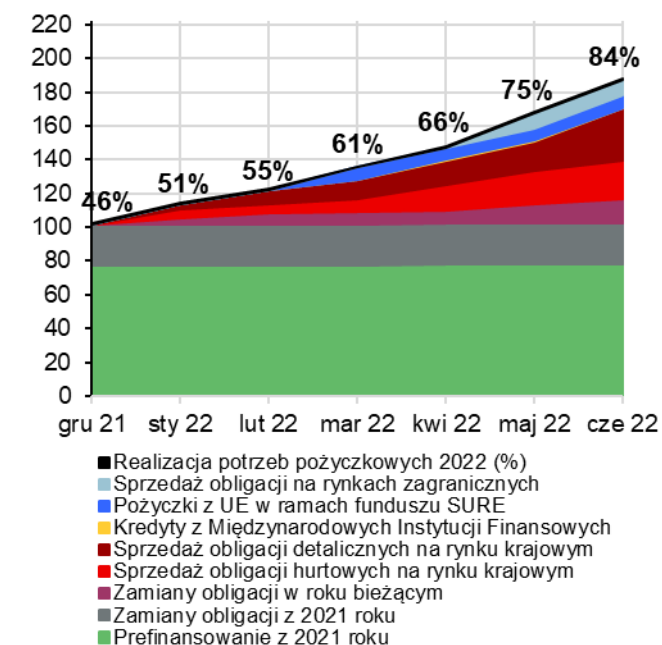
Stan środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych (mld PLN)



Walutowe Złotowe Stan środków gotówkowych na rachunkach budżetowych (mld PLN)

Źródło: MF, Santander Bank Polska

Struktura finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu (mld PLN)



Źródło: MF, Santander Bank Polska

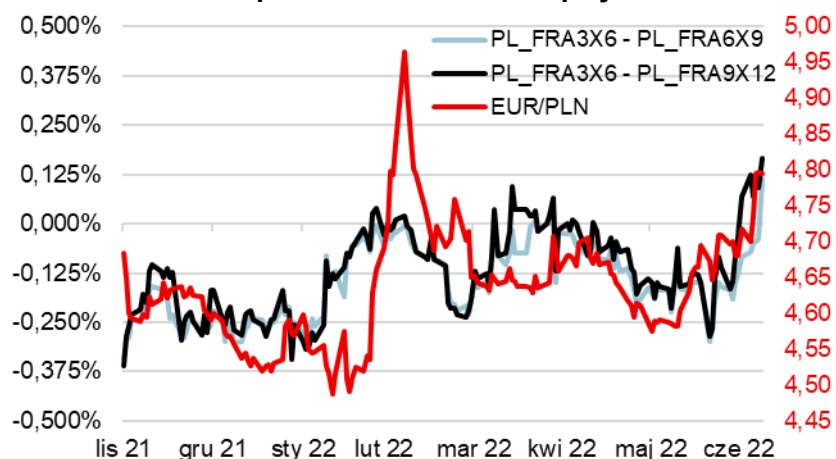


Rynek walutowy: Złoty pod presją globalnego spowolnienia i zbliżającego się końca cyklu podwyżek

Rozpoczęcie w październiku 2021 cyklu szybkich podwyżek stóp przez NBP w odpowiedzi na rosnącą inflację było czynnikiem silnie oddziałującym na notowania złotego. Szczególne znaczenie miał tu kanał oczekiwań. Antycypowane dalsze podwyżki krajowych stóp procentowych pozwoliły na szybką stabilizację złotego zarówno w momencie wybuchu wojny na Ukrainie (24 lutego), jak i w ostatnich miesiącach. W efekcie, do końca maja br. kurs EUR/PLN powrócił do poziomów sprzed wojny. Sytuacja zaczęła się jednak zmieniać od momentu, gdy 7 czerwca NBP zasygnalizował, że trwający cykl podwyżek stóp zaczyna dobiegać do końca. W efekcie kurs EUR/PLN wyraźnie odbił w górę. Dodatkowo pomógł w tym również globalny wzrost awersji do ryzyka będący skutkiem zapowiedzianego przez Fed przyśpieszenia tempa podwyżek stóp w USA, globalnych obaw recesyjnych oraz o fragmentację rynku długu strefy euro. Niemniej jednak na tle walut regionu CE3 od tamtego czasu widać wyraźne "oderwanie" notowań EUR/PLN od relatywnie stabilnego kursu EUR/CZK i wzrost "w kierunku" silnie osłabiającego się wobec euro forinta. W warunkach rosnącego deficytu na rachunku obrotów bieżących Polski i globalnej aprecjacji dolara, polityka "kończenia podwyżek stóp" przez NBP zwiększa ryzyko znacznego osłabienia złotego. W takich warunkach sygnalizowana przez NBP możliwość szerszego zastosowania interwencji walutowych może mieć ograniczony wpływ na zachowanie rynku.

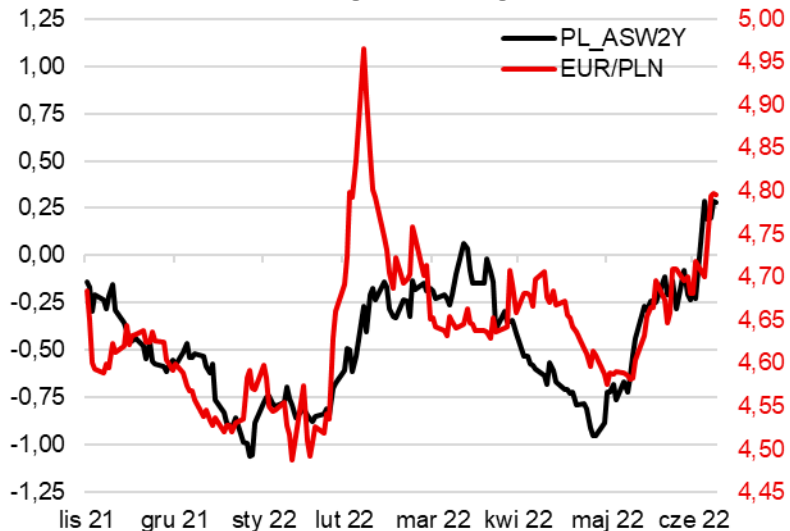
W perspektywie III kwartału spodziewamy się dużej zmienności kursu EUR/PLN, aczkolwiek zakładamy, że "punktem ciężkości" kursu będą okolice poziomu 4,80.

EUR/PLN na tle spreadu oczekiwań stóp rynku FRA



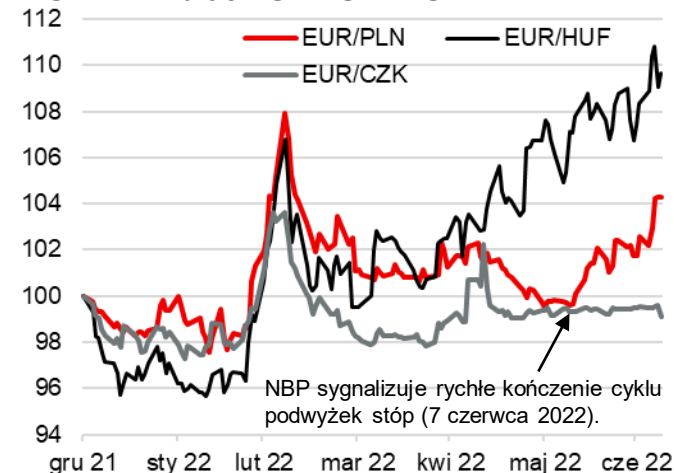
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EUR/PLN na tle polskiego 2-letniego asset swapa



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EUR/PLN na tle EUR/HUF i EUR/CZK



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Prognozy

3



Prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	mld PLN	2,339.0	2,622.2	3,060.0	3,442.8	687.0	733.3	768.2	871.5	783.2	827.3	859.6	972.7
PKB	% r/r	-2.2	5.9	4.7	1.4	8.5	7.0	3.4	1.0	-0.6	-0.4	2.0	3.8
Popyt krajowy	% r/r	-2.9	7.6	5.8	0.9	13.2	8.6	3.2	0.5	-2.5	-0.5	1.8	3.9
Spożycie indywidualne	% r/r	-3.0	6.1	3.7	3.0	6.6	3.8	1.8	2.8	4.0	3.0	2.0	3.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-4.9	3.8	4.1	3.1	4.3	6.0	4.0	3.0	2.5	2.0	3.0	4.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1.1	14.5	9.0	-1.1	16.8	13.2	8.5	-1.4	-4.5	-5.0	-1.6	7.0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3.5	1.6	8.3	1.1	23.7	10.2	6.4	1.1	-4.8	-1.4	2.9	5.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3.0	7.4	5.2	1.3	9.7	10.7	3.4	-1.6	-3.8	-0.7	2.3	7.1
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5.3	8.9	11.6	7.8	9.7	13.1	12.2	11.6	9.5	7.5	7.4	6.9
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1.0	0.4	1.8	1.1	1.9	1.8	1.6	1.8	1.2	0.9	1.2	1.3
Stopa bezrobocia*	%	6.2	5.4	5.1	5.4	5.4	4.9	4.9	5.1	4.9	4.8	5.4	5.4
Rachunek bieżący	mln EUR	15,287	-4,128	-33,282	-26,925	-8,883	-10,124	-8,098	-6,177	-7,373	-5,884	-6,797	-6,871
Rachunek bieżący	% PKB	2.9	-0.7	-5.1	-3.7	-2.7	-4.5	-5.1	-5.1	-4.8	-4.0	-3.7	-3.7
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-6.9	-1.9	-3.6	-4.0	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	3.4	5.1	13.5	9.6	9.6	14.0	15.5	14.7	14.6	9.8	7.7	6.5
CPI *	% r/r	2.4	8.8	14.4	6.5	11.0	15.6	15.5	14.4	12.7	8.4	7.3	6.1
Inflacja bazowa	% r/r	3.9	4.1	8.7	9.6	6.6	8.5	9.7	10.1	8.5	6.8	5.6	4.9

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Stopa referencyjna NBP *	%	0.10	1.75	7.00	6.50	3.50	6.00	7.00	7.00	7.00	7.00	6.75	6.50
WIBOR 3M	%	0.67	0.54	6.06	7.05	3.46	6.25	7.11	7.43	7.27	7.20	7.05	6.68
Rentowność obligacji 2L	%	0.50	0.79	6.50	6.88	4.07	6.78	7.78	7.35	7.15	7.05	6.83	6.48
Rentowność obligacji 5L	%	0.96	1.39	6.37	6.50	4.41	7.01	7.10	6.95	6.80	6.60	6.40	6.20
Rentowność obligacji 10L	%	1.52	1.97	6.05	6.21	4.29	6.63	6.74	6.55	6.40	6.25	6.15	6.05
IRS 2L	%	0.62	1.19	6.62	6.71	4.68	7.21	7.42	7.16	6.96	6.87	6.66	6.33
IRS 5L	%	0.80	1.69	5.95	6.06	4.31	6.53	6.51	6.44	6.32	6.15	5.98	5.81
IRS 10L	%	1.15	2.01	5.62	5.86	4.10	6.16	6.12	6.10	6.00	5.88	5.81	5.74
EUR/PLN	PLN	4.44	4.57	4.71	4.69	4.62	4.65	4.79	4.78	4.74	4.71	4.68	4.63
USD/PLN	PLN	3.89	3.86	4.42	4.04	4.11	4.36	4.73	4.46	4.21	4.04	3.98	3.92
CHF/PLN	PLN	4.15	4.22	4.60	4.30	4.46	4.52	4.81	4.59	4.45	4.34	4.27	4.17
GBP/PLN	PLN	5.00	5.31	5.40	4.79	5.52	5.48	5.47	5.13	4.88	4.76	4.75	4.77

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **12.07.2022** 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	691 393 119
Jarosław Kosaty	887 842 480
Marcin Luziński	510 027 662
Grzegorz Ogonek	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

Słabszy popyt w tworzywach, solidnie w papierze

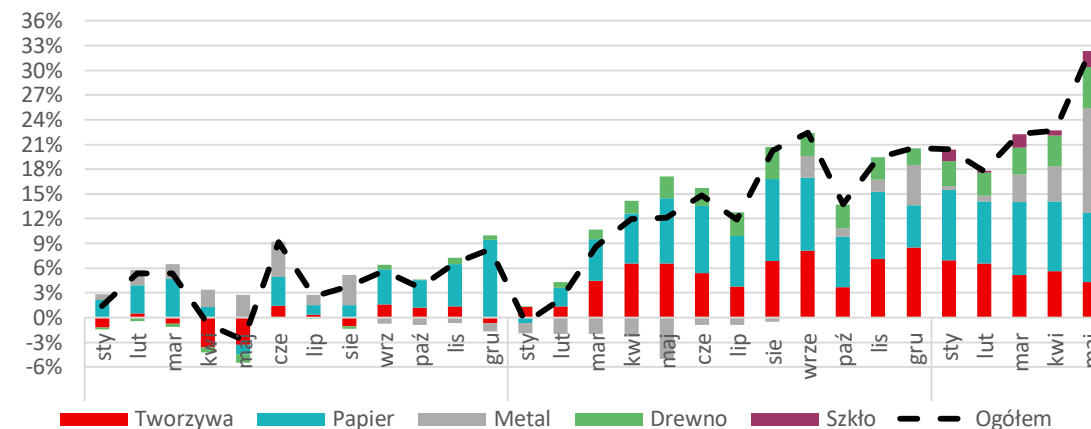
Wg naszych szacunków dynamika produkcji sprzedanej branży opakowań w pierwszych 5-ciu miesiącach br. wyniosła ponad 20% r/r, przy największym wkładzie segmentów produkcji opakowań metalowych (częściowo efekt niskiej bazy z ub. r.) oraz drewnianych, gdzie dynamiki wzrostu w ujęciu wartościowym sięgały blisko 50% r/r. W ujęciu wolumenowym wzrost branży szacujemy na ok. 2% r/r, co oznacza ok. 90% udział cen we wzroście obrotów firm.

W przypadku opakowań z tworzyw sztucznych widzimy, że średnioważony indeks cen tworzyw wrócił w czerwcu do poziomu sprzed rosyjskiej inwazji, jednak sygnały o słabszym popycie mogłyby świadczyć o tym, że trend zniżkowy byłby kontynuowany. Ropa naftowa tanieje od końca pierwszej dekady czerwca w ujęciu dolarowym, jednak po przeliczeniu na PLN wciąż osiąga nowe rekordy, co mogłoby ograniczać przestrzeń do spadków, przynajmniej w surowcu z krajowej produkcji (PE, PP). W efekcie tworzywa dla branży opakowań pod koniec czerwca były najtańsze w relacji do ropy od początku pandemii. Biorąc pod uwagę również coraz niższą dynamikę wzrostu produkcji sprzedanej, może to potwierdzać słabość popytu w tym segmencie branży.

W przypadku papierów nie widać jeszcze takiej tendencji, indeksy cen producentów z rynku niemieckiego wykazują stałe wzrosty wobec przedpandemicznych poziomów. Również notowania celulozy zaliczyły w czerwcu kolejną podwyżkę. Wysokie ceny gazu i jego niepewna podaż na rynek europejski nie przemawiają za obniżkami cen pulpy. Z perspektywy rynku krajowego nie widzimy w danych GUS istotnego obniżenia dynamiki sprzedaży producentów opakowań z papieru i tektury, co wskazywałoby na wciąż silny popyt.

W kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego opadania dynamiki wzrostu z uwagi na coraz wyższą bazę i coraz niższe dynamiki wzrostu sprzedaży detalicznej na poziomie PL, jak i UE. Spodziewamy się ok. 12-16% dynamiki wzrostu w całym 2022 r.

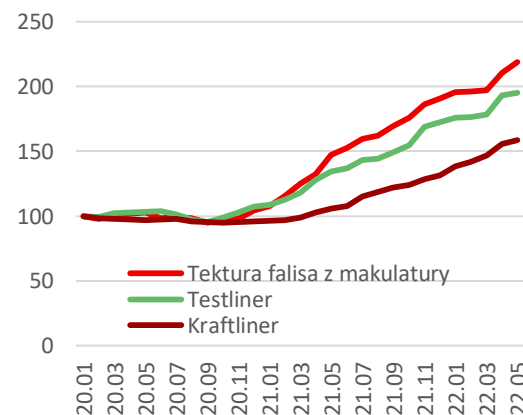
Produkcja sprzedana* opakowań wg materiałów (zmiana r/r)



Źródło: GUS, Eurostat, Santander *Do końca 2021 dynamika produkcji wytworzonej, od 2022 dynamika produkcji sprzedanej.

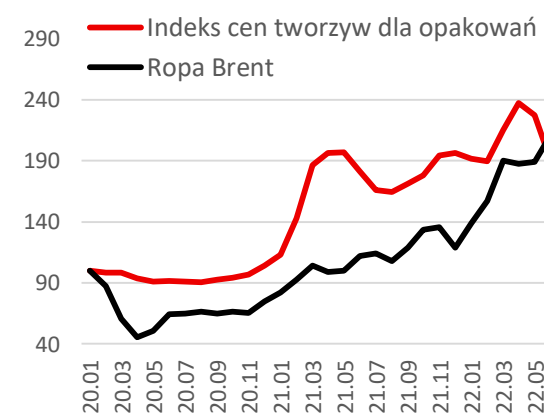
Zmiana cen materiałów do produkcji opakowań (01.2020 = 100)

Ceny papierów na rynku niemieckim



Źródło: Destatis, Santander

Ceny tworzyw sztucznych w PL



Źródło: Reporter Chemiczny, Plastech, Plastics Europe, Investing.com, Santander

Słaby złoty wspiera meblarzy, ale rosną obawy o popyt

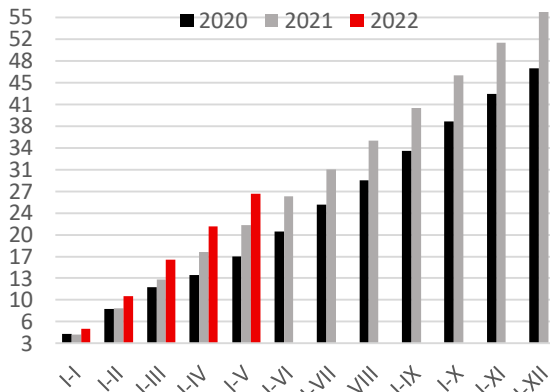
Po 5-ciu miesiącach br. produkcja sprzedana branży meblarskiej wzrosła o ok. 23% r/r. Nie widać w tym szeregu szczególnego wpływu wojny w Ukrainie, poza podwyższoną dynamiką wzrostu w marcu (27% r/r) związaną zapewne z zapewnieniem warunków bytowych dla uchodźców. Z drugiej strony, wg doniesień branżowych, firmy zmagają się z coraz większym importem tanich mebli ze wschodu, które nie zostały objęte sankcjami, podobnie jak drewno i produkty pochodne.

Od strony kosztowej obserwujemy wciąż wzrostową ścieżkę cen producentów płyt meblowych, która w maju na poziomie UE przekraczała 30% r/r, zaś na rynku niemieckim dynamika cen surowej płyty meblowej od początku 3 kw. 2021 r. przekraczała 50%, zaś w maju wynosiła aż 72% r/r. Pewną nadzieją na osłabienie presji kosztowej są oczekiwania cenowe firm z branży drzewnej. Zarówno na poziomie UE, jak i w Polsce widzimy w czerwcu coraz wyraźniejsze spadki, co powinno przekładać się na hamowanie wzrostów cen materiałów do produkcji mebli. Z drugiej strony spadki te mogą odzwierciedlać rosnące obawy o koniunkturę w bliskiej przyszłości i związaną z tym słabość popytu.

Wskaźnik skłonności konsumentów do ważnych zakupów (w tym mebli) po spadku wywołanym wojną w Ukrainie wrócił do poziomu z początku roku. Wiążemy to ze wciąż silnym wzrostem wynagrodzeń, który jednak zaczyna hamować. Również z rynku docierają sygnały o słabszym popycie konsumenckim. Na rynkach UE nastroje konsumentów pogarszają się wyraźnie od 3 kw. 2021 r., co może wskazywać na słabszy popyt. Potwierdza to dynamika eksportu która po 5 m-cach br. wyniosła 10,8% R/R wobec 13,1% jeszcze w 1Q 22.

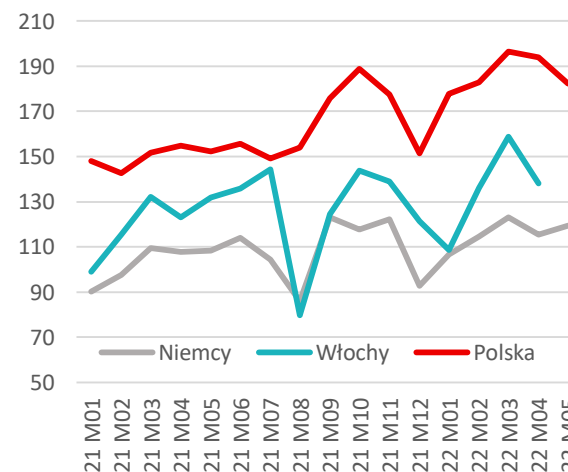
Niemniej jednak, krajowi producenci mebli są wciąż wspierani rosnącym kursem EUR/PLN, dzięki czemu pozostają bardziej konkurencyjni cenowo od firm ze strefy euro, co mogło wspierać poprawę rentowności sprzedaży w 1 kw. 2022 r. do 6,3%. Na koniec roku spodziewamy się dynamiki wzrostu produkcji sprzedanej w przedziale 10-14% r/r, głównie za sprawą wzrostów w 1 poł. 2022 r.

Produkcja sprzedana branży meblarskiej (mld PLN)



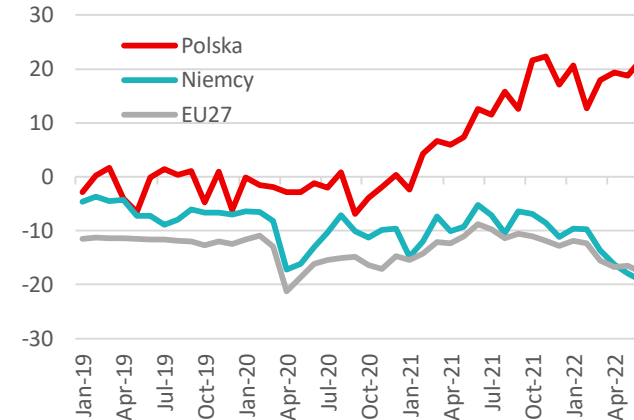
Źródło: GUS, obliczenia Santander

Indeks obrotów producentów mebli (średnia 2015 = 100)



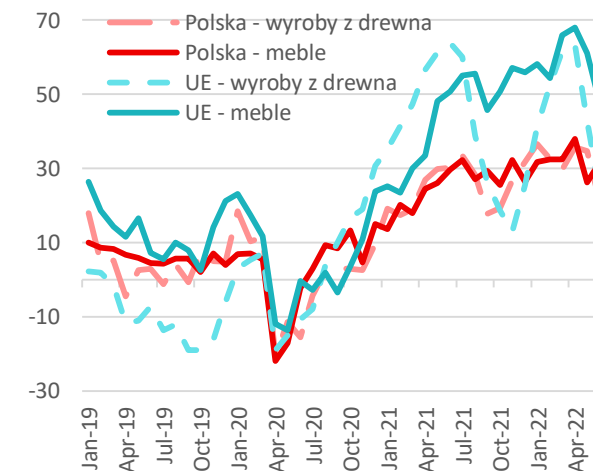
Źródło: Eurostat

Skłonność do ważnych zakupów na przestrzeni najbliższych 12 m-cy



Źródło: Eurostat

Oczekiwania cenowe PKD16 i PKD31



Źródło: Eurostat

Lekka poprawa w produkcji samochodów

Początek lata przyniósł lekkie ożywienie w produkcji samochodów osobowych w Europie. W maju w Niemczech wolumen wzrósł o 18% m/m, w czerwcu o kolejne 0,5%, dając wzrosty odpowiednio o 22% i 19% r/r. W Czechach produkcja w maju była najwyższa w tym roku (+30% m/m, +13% r/r), podobnie było w Hiszpanii (+13% m/m, +1% r/r), za to wciąż niskie poziomy notowała Wlk. Brytania. Choć łącznie w tych czterech krajach maj był najlepszym miesiącem w tym roku, to skumulowany wolumen był o 11% niższy r/r (-32% wobec okresu sty-maj 2019 r.).

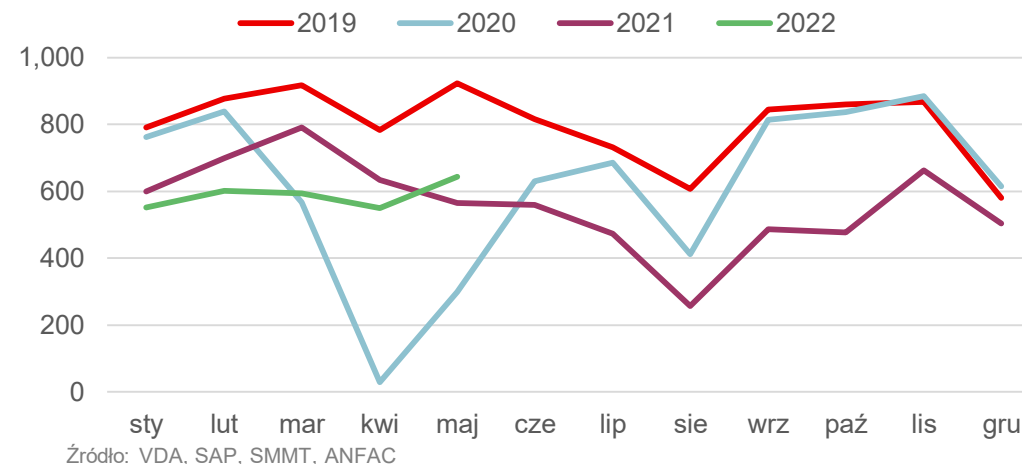
Z badań Ifo Institute wynika, że portfel zamówień w przemyśle motoryzacyjnym w Niemczech utrzymuje się na wysokim poziomie, najwyższym ze wszystkich branż produkcyjnych w tym kraju. W kwietniu poziom ten zapewniał sprzedaż produkcji przez kolejne 7,4 miesiąca, czyli niewiele krócej niż w styczniu (8 m-cy).

Największym ograniczeniem produkcji są nadal niedobory podstawowych surowców i komponentów. Wg Ifo w czerwcu 89,8% przedstawicieli przemysłu motoryzacyjnego w Niemczech wskazywało na problemy w dostawach materiałów. Poziom ten utrzymuje się od początku roku, wyższy był we wrześniu (96,6%) i grudniu (92,9%) ubiegłego roku. Niemieccy producenci spodziewają się, że sytuacja utrzyma się przez następne 11,5 miesiąca.

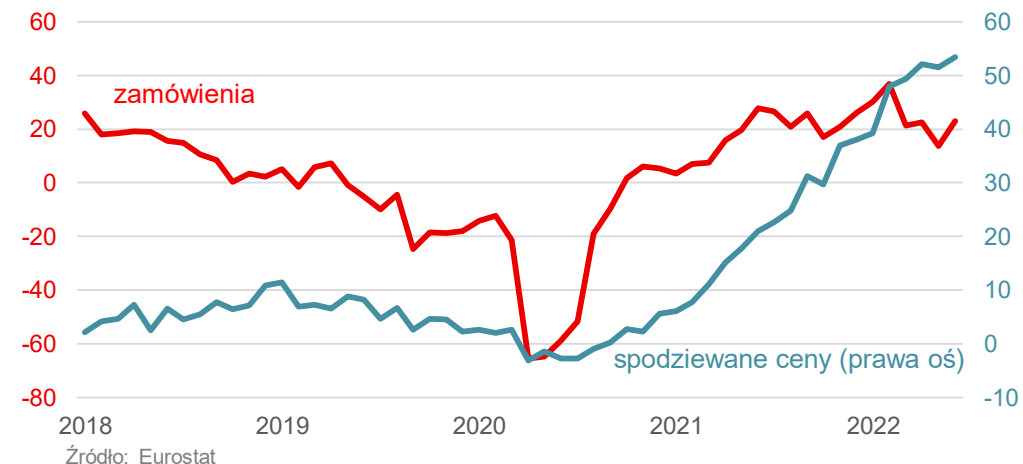
W sytuacji dużej niepewności i niskich wolumenów lepiej dotychczas odnajdywali się producenci samochodów, w porównaniu do dostawców części i komponentów, o czym świadczą dobre wyniki finansowe oraz wyniki badania koniunktury. Dane Ifo pokazują, że od połowy 2021 r. wskaźnik oceny bieżącej sytuacji producentów samochodów w Niemczech przewyższał wskaźnik dla dostawców. Podobnie było z oczekiwaniami, które dostawcy oceniają coraz bardziej negatywnie. Producenci samochodów, przy wysokim popycie i zamówieniach, spodziewają się wzrostu cen, ale też z powodzeniem realizują strategię wysokich cen, stawiając na modele o wysokich marżach. Choć oczekiwania cenowe dostawców są również wysokie, to ich możliwości podwyższania cen są wyraźnie mniejsze.

Raczej nie należy oczekiwać, że letnie ożywienie zwiastuje trwałą i znaczną poprawę sytuacji. IHS Markit przewiduje wzrost produkcji pojazdów lekkich w Europie o 4% w 2022 i o 11% w 2023 roku. Z kolei VDA obniżyło prognozę sprzedaży w 2022 r. dla Europy z +3% do 0%, a dla Niemiec z +5% do +3%.

Wielkość produkcji samochodów osobowych w Niemczech, Czechach, Hiszpanii i Wlk. Brytanii (łącznie) w tys. sztuk



Zamówienia i spodziewane ceny w przemyśle motoryzacyjnym w UE (badanie koniunktury, bilans wskazań wzrost/spadek)

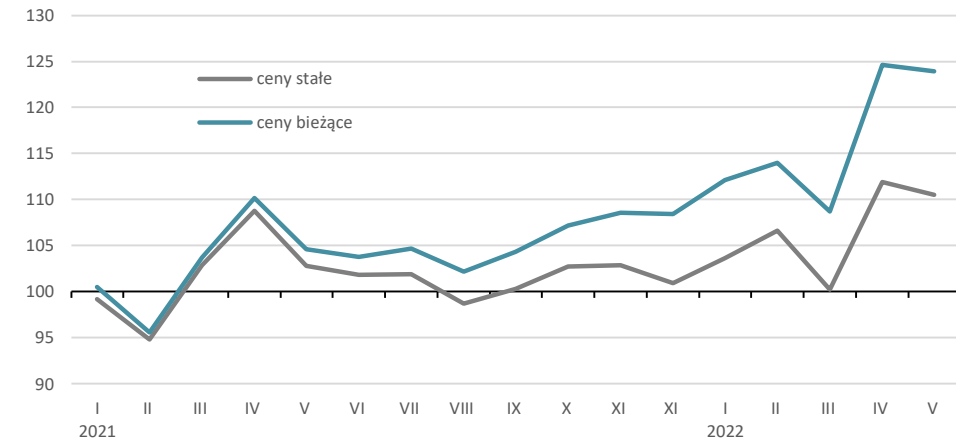


Popyt wewnętrzny wspiera obroty firm spożywczych

Wpływ wojny na terytorium Ukrainy jest cały czas widoczny w sektorze rolno-spożywczym. Na wysokim poziomie utrzymują się ceny surowców rolnych, środków do produkcji dla rolnictwa, energii, metali i materiałów budowlanych. Ale efektem wojny jest też pojawienie się w Polsce milionów uchodźców, co oznacza istotny wzrost liczby konsumentów w kraju. Według naszych szacunków do Polski przebyło netto ok. 1,5 mln uchodźców z Ukrainy. Wzrost popytu wewnętrznego widać w danych dotyczących sprzedaży detalicznej żywności. Według danych GUS, w maju wartość sprzedaży żywności, napojów i wyrobów tytoniowych, wyrażona w cenach stałych, była wyższa o 10,5% niż przed rokiem. W kwietniu dynamika kształtowała się na zbliżonym poziomie. Równolegle odnotowano silny wzrost cen żywności. W rezultacie sprzedaż detaliczna w kwietniu oraz maju, wyrażona w cenach bieżących, była wyższa o 24-25% r/r.

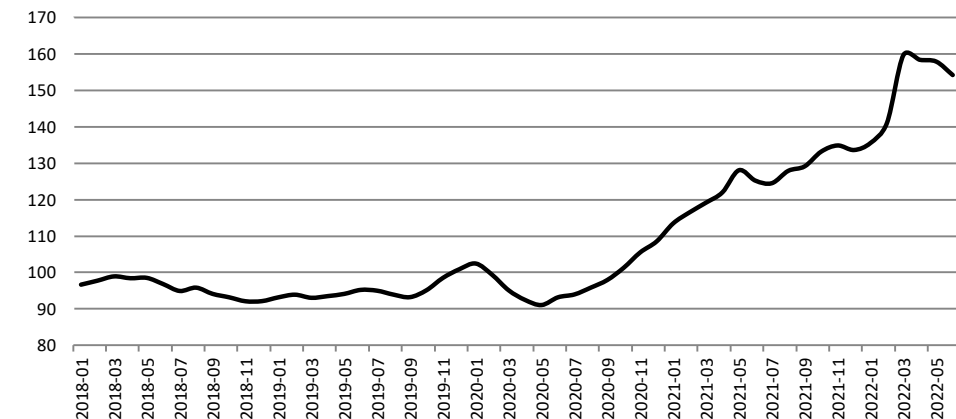
Jednym z najbardziej dotkliwych efektów agresji rosyjskiej na Ukrainę jest właśnie wzrost cen żywności. Po wybuchu wojny indeks światowych cen żywności FAO sięgnął w marcu 159,7 pkt., co oznacza wzrost o 59,7% w relacji do średniej z lat 2014-16. Wartość indeksu we wskazanym miesiącu była wyższa o prawie 19 pkt. (lub 13%) w porównaniu z rekordowym odczytem z lutego. Po tym skoku światowe notowania surowców rolnych ustabilizowały się. W kwietniu i maju odnotowano lekkie spadki. Trend spadkowy utrzymał się w czerwcu, kiedy to indeks zmalał do 154,2 pkt., czyli o 2,3% w stosunku do maja. Ceny żywności pozostały jednak wysoko. Co istotne, na spadek indeksu miały wpływ m.in. nieco niższe m/m ceny zbóż. Ale był to efekt oddziaływania czynników sezonowych oraz pozytywnych ocen dotyczących zbiorów na półkuli północnej w bieżącym roku. Nie są to więc czynniki, które mogą wskazywać na trwałą zmianę trendu. Z takimi wnioskami należy jeszcze poczekać, przynajmniej do czasu pojawienia się informacji dotyczących dwóch ważnych kwestii. Pierwszą są dane o faktycznej podaży zbóż z tegorocznych zbiorów na półkuli północnej. Druga dotyczy przepływów w handlu zagranicznym. Obecnie krytycznym obszarem jest sprawny wywóz ziarna z Ukrainy. W dodatku sporą niewiadomą jest polityka eksportowa Rosji, która przecież jest największym eksporterem pszenicy na świecie.

Dynamika sprzedaży detalicznej żywności w Polsce, r/r (%)



Źródło: GUS

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



Źródło: FAO

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **8.07.2022** r., zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT STRATEGII PBBiK

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: sektory@santander.pl

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

Analizy sektorowe:

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

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

