

Powrót ze szczytów

Polska: Perspektywy 2023

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ PKB	s. 8
■ Konsumpcja	s. 10
■ Inwestycje	s. 15
■ Saldo zagraniczne	s. 19
■ Zapasy	s. 21
■ Rynek nieruchomości	s. 22
■ Rynek kredytowy	s. 23
■ Rynek pracy	s. 26
■ Inflacja	s. 34
■ Polityka pieniężna	s. 42
■ Polityka fiskalna	s. 44
■ Rynek długu	s. 48
■ Rynek walutowy	s. 53
■ Tabela z prognozami	s. 55
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 58



Podsumowanie (makro)

Od momentu rozpoczęcia wojny w Ukrainie widzimy na horyzoncie recesję, będącą efektem zaburzenia w relacjach handlowych, drastycznego wzrostu kosztów energii i zacieśnienia warunków finansowych. Pierwsze trzy kwartały br. okazały się jednak lepsze od prognoz, po pierwsze ze względu na znaczne rewizje danych historycznych, po drugie z uwagi na odporność głównych komponentów popytu w I półroczu i zapasów w III kwartale. W efekcie, **prognozę wzrostu PKB na 2022 r. podnosimy do 4,7%** (blisko naszej prognozy sprzed roku: 4,9%). Recesja w kolejnych kwartałach jest jednak nadal scenariuszem bazowym - dołek cyklu przypadnie naszym zdaniem na środek zimy, tj. I kwartał 2023, kiedy to roczna dynamika PKB znajdzie się na sporym minusie. Będzie jednak na tyle łagodna i nietrwała, że **średnio w 2023 PKB ma szansę na lekki wzrost (0,1%) (str.8)**. Ryzyka dla tego scenariusza wydają się rozłożone symetrycznie – z jednej strony sroga zima zwiększająca deficyt energii w Europie, czy brak sukcesu w odmrożeniu KPO, z drugiej strony dość szybka deeskalacja konfliktu i rozpoczęcie odbudowy Ukrainy, napływ inwestycji zagranicznych.

Hamowanie gospodarki i pogorszenie wyników firm (str.14) przełoży się na spadek popytu na pracowników i osłabienie presji płacowej. Dopóki spodziewamy się dość łagodnej i krótkiej recesji, dopóty **skala zwolnień nie powinna być duża**. Buforami chroniącymi przed znacznym wzrostem bezrobocia są: duża liczba nieobsadzonych etatów w punkcie wyjściowym, trwający od lat spadek liczby osób w wieku produkcyjnym oraz możliwa dezaktywizacja zawodowa w reakcji na cięcia etatów (str.29). W tych warunkach trudno się spodziewać rozkręcenia spirali płacowo-cenowej. W ostatnich miesiącach widać już było pewne złagodzenie presji płacowej, do czego w pewnym stopniu przyczynił się napływ uchodźców z Ukrainy, podejmujących pracę głównie w usługach (str.33). Z naszej analizy wynika, że **gdyby nie podwyżka płacy minimalnej o ok. 20%, przeciętne wynagrodzenia mogłyby w przyszłym roku spowolnić** – a tak wzrosną w podobnej skali jak w br., średnio o nieco ponad 10% (str.31).

Oslabienie popytu, schłodzenie rynku pracy, cofające się ze szczytów ceny surowców i energii, hamowanie na rynku kredytowym – to będą czynniki sprzyjające dezinflacji w trakcie 2023 r. Zanim do tego dojdzie, **dynamika CPI osiągnie szczyt w lutym, lekko powyżej 20% r/r, po czym zacznie opadać**. (str.37) Optymista będzie zapewne w tej sytuacji podkreślał, że do końca roku inflacja ma szansę się przepołówić. Pesymista zwróci uwagę, że powrót inflacji do oficjalnego celu będzie jednak mozolny i długotrwały. Naszym zdaniem trudno spodziewać się, że nastąpi to w najbliższych dwóch latach, a i 2025 r. budzi wątpliwości (zakładamy, że będzie to już ponownie okres ożywienia w gospodarce, zacieśnienia na rynku pracy).

Na podstawie wyników listopadowej projekcji NBP szacujemy, że sprowadzenie inflacji do celu 2,5% w horyzoncie 8 kwartałów wymagałoby podwyżki stóp procentowych jeszcze o 600 pb (str.43). Jednak Rada Polityki Pieniężnej najwyraźniej akceptuje dłuższy proces dezinflacji i nie zamierza już podnosić stóp. Zakładamy, że **parametry polityki pieniężnej pozostaną bez zmian przynajmniej do końca 2023 r.** (str.42) Główne banki centralne za granicą prawdopodobnie zakończą cykl zacieśniania polityki w I kw. 2023. Wyceniane obecnie przez rynek finansowy obniżki stóp procentowych NBP w przyszłym roku mogą się naszym zdaniem zmaterializować tylko w wariacie o wiele ostrzejszego niż przewidujemy hamowania gospodarki i inflacji. Z drugiej strony, poprzeczka dla kolejnych podwyżek stóp też jest zawieszona wysoko – inflacja musiałaby ponownie mocno zaskoczyć i np. w szczytowym punkcie znacznie przekroczyć oczekiwany obecnie poziom 20% r/r, a recesja/spowolnienie okazać się płytsze.

Wiele rządów na świecie podejmuje działania, mające złagodzić skutki wysokiej inflacji i kryzysu energetycznego dla firm i gospodarstw domowych, ale – jak pisaliśmy [na początku września](#) – absorpcja rosnących podaży długu może być dla rynków wyzwaniem w warunkach globalnego zacieśniania polityki pieniężnej, o czym przekonała się niedługo potem Wielka Brytania. Polski rząd rozumiał związane z tym zagrożenia i dlatego próbuje zmienić nieco parametry niektórych działań (np. przerzucając część kosztów z sektora publicznego na prywatny), a także odblokować dostęp do finansowania w ramach KPO, aby zminimalizować wzrost potrzeb pożyczkowych. Niemniej, skala działań osłonowych i wydatków zbrojeniowych jest na tyle duża, że **deficyt całego sektora rządowego wzrośnie zapewne nieco bardziej niż przewiduje projekt budżetu, do ponad 5% PKB (str.46)**. Oczywiście przy założeniu, że w toku kampanii wyborczej nie zostaną wprowadzone nowe kosztowne rozwiązania.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Wstrzymanie cyklu podwyżek stóp przez NBP w warunkach ich dalszej kontynuacji na rynkach głównych oraz oczekiwane spowolnienie gospodarcze przekładające się na spadek oczekiwań poziomu stóp procentowych w dłuższych terminach wywiera presję na osłabienie złotego. Niemniej sytuacja globalna związana z sygnalizowanym spowolnieniem tempa dalszych podwyżek stóp na rynkach głównych poprawiła globalne apetyty na ryzyko, prowadząc do stopniowego osłabienia dolara. Skorzystały na tym waluty rynków wchodzących, w tym polski złoty. Na korzyść złotego przemawia również jego niska płynność na krajowym rynku, która utrudnia długotrwałą spekulację przeciwko polskiej walucie. Zakładamy, że **korzystna dla złotego sytuacja płynnościowa na krajowym rynku, zwiększona strukturalna nadpłynność walutowa sektora bankowego oraz stopniowa poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych w Europie w perspektywie 2023 roku będą miały dominujący wpływ na kurs, prowadząc do jego stopniowej aprecjacji**. Pewnym wyjątkiem od tej reguły mogą być jedynie pierwsze miesiące 2023 roku, ze względu na wyraźne spowolnienie gospodarcze w I kwartale oraz możliwe problemy z dostępnością gazu na europejskich rynkach ([str.53](#)).

Rynek stopy procentowej

W 2023 roku oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego krajowych rentowności obligacji, który rozpoczął się na początku IV kw. bieżącego roku. Sprzyjać temu powinny procesy dezinflacyjne w głównych światowych gospodarkach oraz w Polsce – nawet jeżeli ten proces w kraju miałby przebiegać dużo wolniej. Tymczasowego wzrostu rentowności spodziewamy się jedynie w pierwszych miesiącach przyszłego roku ze względu na problemy z dostępnością gazu na europejskich rynkach oraz dochodzenie krajowej inflacji do szczytów w tym okresie ([str.48](#)). Czynnikiem, który będzie spowalniać tempo umacniania się polskiego długu w kolejnych miesiącach przyszłego roku, będzie duży wzrost emisji brutto obligacji na potrzeby finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu na 2023 rok ([str.50](#)), który może wymagać większego wsparcia zagranicznymi emisjami długu oraz nieco wyższej premii za ryzyko. Niemniej o jej skali decydować będą nie tylko uwarunkowania krajowe, ale przede wszystkim nastroje na globalnych rynkach finansowych, co do których zakładamy, że na przestrzeni całego 2023 roku powinny tworzyć raczej sprzyjające warunki dla finansowania polskiego długu.



2022: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasza prognoza (w kwietniu 2022)	Rzeczywistość
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.	I kw. 2022 r. okazał się silniejszy (rewizja danych), a kolejne kwartały zaskakująco odporne. Przesunęliśmy prognozę wzrostu PKB do 4,7%, ale spowolnienie gospodarcze wciąż jest na horyzoncie, choć nastąpi później, z kulminacją w I kw. 2023 r. Sygnały osłabienia popytu są już widoczne.
Struktura PKB	Konsumpcja wzrosła, 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.	Po mocnych dwóch kwartałach (wspartych napływem uchodźców) konsumpcja zaczęła hamować pod wpływem drenażu realnych dochodów i fatalnych nastrojów. Inwestycje również zwolniły po I półroczu. Dynamika eksportu w cenach bieżących pozostała wysoka przez większość roku, ale wzrost cen energii i surowców pogorszyły terms of trade i pogłębiły deficyt handlowy.
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.	Rynek pracy do połowy roku był bardzo rozgrzany, a wzrost płac przekroczył prognozy. Pod koniec roku było już jednak widać zmniejszenie napięć, na co złożyło się hamowanie gospodarki i napływ uchodźców, podejmujących pracę.
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.	Wzrost cen energii, surowców i żywności pod wpływem wojny pchnął inflację znacznie powyżej prognoz, co nałożyło się na presję generowaną przegrzaniem gospodarki. Inflacyjny impuls rozlał się po wszystkich kategoriach.
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%.	Skala podwyżek musiała być większa przy dużo wyższej inflacji. Elastyczne podejście do celu pozwoliło RPP zatrzymać stopy na 6,75% pomimo projekcji wskazujących na brak powrotu do celu w standardowym horyzoncie.
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 nadzieje na odmrożenie środków z programu odbudowy, ale rząd zdaje się nie spieszyć, więc napływ w br. może być niewielki.	Wojna w Ukrainie i kryzys energetyczny spowodowały nieprzewidziane koszty fiskalne (ok. 3% PKB), a mimo to deficyt może być bliski planowanego 3% PKB za sprawą dużo wyższych dochodów, którym sprzyja bardzo wysoka inflacja. Środki dla Polski z unijnego Funduszu Odbudowy pozostają zamrożone, trwają rozmowy nad ich odblokowaniem.
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.	Podwyżki stóp NBP gonące inflację, bliskość wojny, globalne pogorszenie nastrojów, wzrost ryzyka fiskalnego – to wszystko pchnęło rentowności znacznie wyżej niż oczekiwaliśmy. Krzywa odwróciła się jak zwykle kiedy rynek zaczął wierzyć w koniec cyklu podwyżek.
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.	Wojna w Ukrainie, a potem galopująca inflacja pchnęły złotego na najniższe poziomy w historii. Nie pomógł też konflikt z UE w sprawie praworządności. Odreagowaniu na koniec roku pomogły nastroje globalne, słabszy dolar i drenaż płynności w PLN.



2023: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Pierwszy kwartał 2023 będzie wg nas dołkiem mini-recesji, od którego gospodarka zacznie się stopniowo odbijać w kolejnych kwartałach. Słaby punkt startowy (odwrotność sytuacji z 2022 r.) będzie ważył na średniorocznym tempie wzrostu, które przewidujemy blisko zera.	Ryzyka rozłożone symetrycznie: po stronie negatywów przedłużone zamrożenie finansowania z UE, sroga zima pogłębiająca deficyt energii w UE, eskalacja wojny; po stronie pozytywów szybkie wygaszenie wojny i odbudowa Ukrainy, napływ inwestycji związanych z re-shoringiem.
Struktura PKB	Konsumpcja będzie najbardziej odpornym komponentem popytu, ale też wyraźnie spowolni. Inwestycje spadną, podobnie jak eksport i import, odczuwające globalną recesję, jednak wkład eksportu netto do PKB będzie dodatni, podobnie jak w 2022. Wkład zapasów do PKB wyraźnie ujemny.	Niepowodzenie odblokowania KPO oznaczałoby znacznie mocniejszą i dłuższą zapaść w inwestycjach. Bardzo trudne do przewidzenia tendencje w zapasach – korekta potencjalnie może być znacznie głębsza. Ryzyka dla konsumpcji symetryczne: ujemne realne stopy procentowe vs. hamowanie dochodów.
Rynek pracy	Dekoniunktura i pogorszenie wyników firm przełożą się na spadek popytu na pracowników. Skala zwolnień i wzrostu bezrobocia powinna być umiarkowana. Dynamika płac średnio będzie zbliżona do 2022 r. – mocniejszemu wyhamowaniu zapobiegnie podwyżka płacy minimalnej w sumie o ok. 20%.	Wzrost bezrobocia i hamowanie płac będą proporcjonalne do głębokości i długości recesji. Dodatkowym czynnikiem, który mógłby stłumić żądania płacowe byłaby kolejna duża fala napływu uchodźców (w usługach widać już wpływ wcześniejszej fali).
Inflacja	Po osiągnięciu szczytu w lutym (nieco powyżej 20% r/r) inflacja powinna się osuwać w dalszej części roku, ale zejścia poniżej 10% spodziewamy się dopiero w 2024 r. Inflacja bazowa w podobnym trendzie powolnej dezinflacji – do ok. 6% na koniec 2023.	Sygnaly z rynków finansowych (wycena obniżek stóp) sugerują ryzyka dla inflacji skrzywione w dół. Dezinflacja mogłaby być szybsza w scenariuszu głębszej recesji w kraju i za granicą. Jednak naszym zdaniem ryzyka dla wzrostu gospodarczego, a zatem i dla inflacji, są rozłożone symetrycznie.
Polityka pieniężna	RPP akceptuje wydłużony powrót inflacji do celu i nie zamierza już podnosić stóp procentowych. Nasz scenariusz oznacza jednak brak warunków do rozpoczęcia obniżek, przynajmniej do końca 2023.	Odchylenie stóp w górę lub w dół od scenariusza bazowego będzie zależało od zachowania inflacji. Wznowienie podwyżek możliwe jeśli CPI wyraźnie powyżej prognoz, rozpoczęcie obniżek (pod koniec roku) jeśli dezinflacja będzie szybsza.
Polityka fiskalna	Projekt budżetu zakłada wzrost deficytu fiskalnego do 4,5% PKB ale faktyczny będzie wg nas trochę wyższy (ponad 5%) ze względu na nowe wydatki związane z kryzysem energetycznym.	Największym ryzykiem dla salda finansów publicznych jest wyraźnie słabszy od założeń wzrost PKB i niższa inflacja. Nie można całkowicie wykluczyć pojawienia się propozycji nowych wydatków w trakcie kampanii wyborczej.
Rynek stopy procentowej	Oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego krajowych rentowności obligacji, czemu będą sprzyjać procesy dezinflacyjne w kraju i za granicą – nawet jeżeli ten proces w kraju miałby przebiegać dużo wolniej. Przejściowy wzrost rentowności możliwy jest w pierwszych miesiącach przyszłego roku.	Ewentualne problemy ze sfinansowaniem potrzeb pożyczkowych budżetu skutkujące bardziej znaczącym wzrostem premii za ryzyko finansowania krajowego długu.
Rynek walutowy	Pierwsze miesiące 2023 mogą być trudne dla złotego (dołek recesji), ale zakładamy, że w dalszej części roku korzystna dla złotego sytuacja płynnościowa na krajowym rynku oraz stopniowa poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych będą miały dominujący wpływ na kurs, prowadząc do jego stopniowej aprecjacji.	Możliwe problemy budżetowe mogą wymusić konieczność zwiększenia płynności złotego na krajowym rynku walutowym w okolicznościach rosnącej awersji do ryzyka w regionie CEE (np. eskalacja wojny na Ukrainie) osłabiając złotego.

Wzrost gospodarczy



1



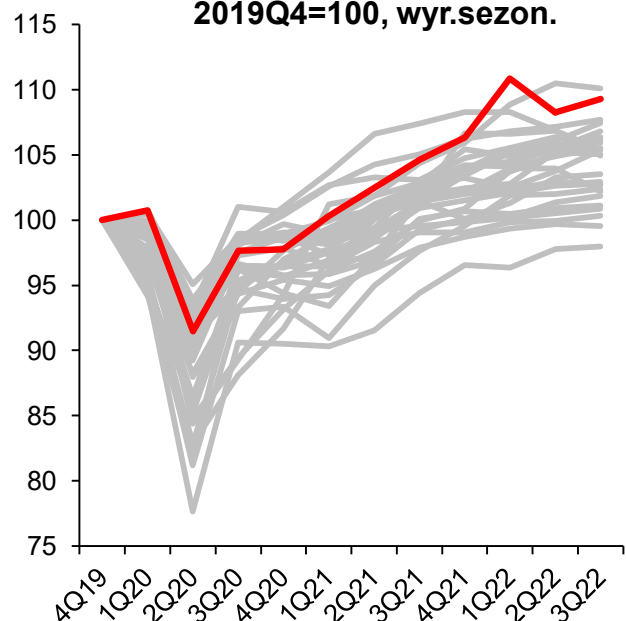
Prognoza PKB: Winter Is Coming

Polska była liderem popandemicznego ożywienia w Europie, którego kulminacja przypadła na I kw. 2022. W II kwartale doświadczyliśmy największego spadku PKB q/q w UE, ale wynikał on w dużym stopniu z korekty zapasów. W międzyczasie nastąpiła mocna rewizja danych historycznych, zarówno co do poziomu jak i struktury PKB i w sumie trzy pierwsze kwartały okazały się dla gospodarki wyraźnie lepsze niż wcześniej zakładaliśmy. W efekcie, **tegoroczny wzrost PKB będzie zapewne bliski naszej prognozy sprzed roku i wyniesie ok. 4,7%**, mimo zupełnie innego przebiegu kwartalnej ścieżki.

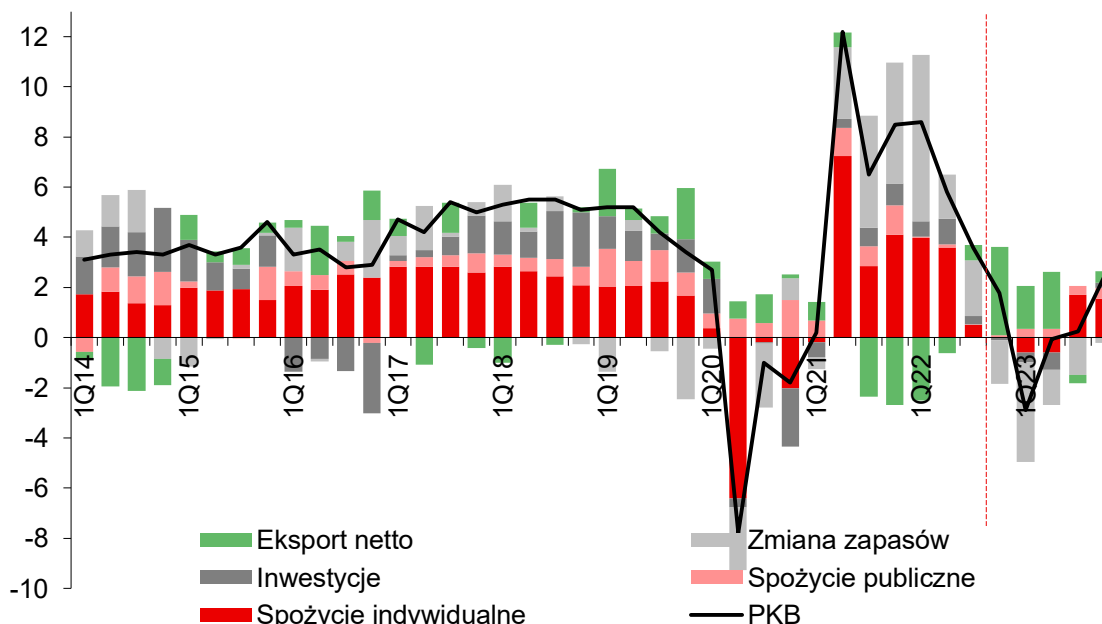
Jednak hamowanie gospodarki już się zaczęło i w kolejnych kwartałach będzie kontynuowane. Prognozujemy umiarkowaną krótką i łagodną recesję, w której dołek cyklu przypadnie na I poł. 2023. **Wzrost PKB w ujęciu r/r zejdzie zapewne wyraźnie na minus w I kw. 2023, a średnio w całym roku będzie bliski zera.**

Główne ryzyka dla tego scenariusza po stronie negatywnej to eskalacja wojny w Ukrainie, surowa zima (która może oznaczać racjonowanie energii w Europie), niepowodzenie starań rządu o odblokowanie funduszy europejskich. Ryzyka po stronie pozytywnej to łagodna pogoda, szybkie zakończenie wojny i rozpoczęcie odbudowy Ukrainy, napływ inwestycji do Polski w ramach procesów re-shoringu. Ryzyka po obu stronach wydają się rozłożone symetrycznie.

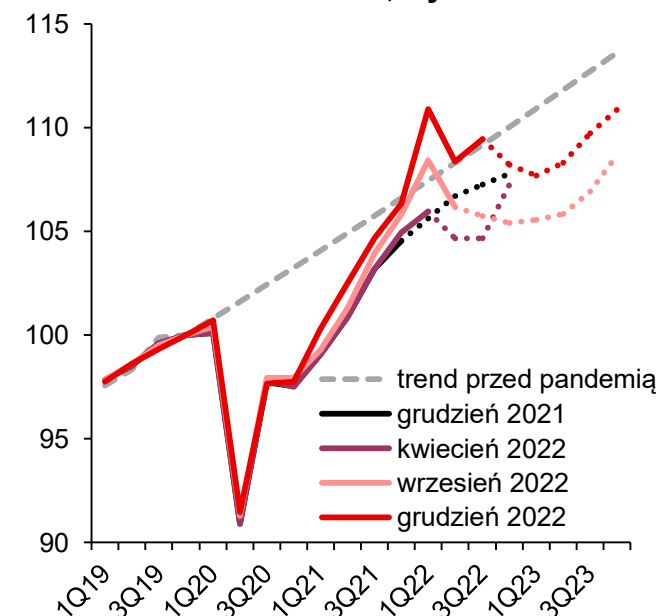
Poziom PKB w krajach UE, 2019Q4=100, wyr.sezon.



Wzrost PKB Polski i jego struktura, % r/r



Zmiana naszych prognoz dot. PKB, 2019Q4=100, wyr.sezon





Globalna koniunktura gospodarcza słabnie

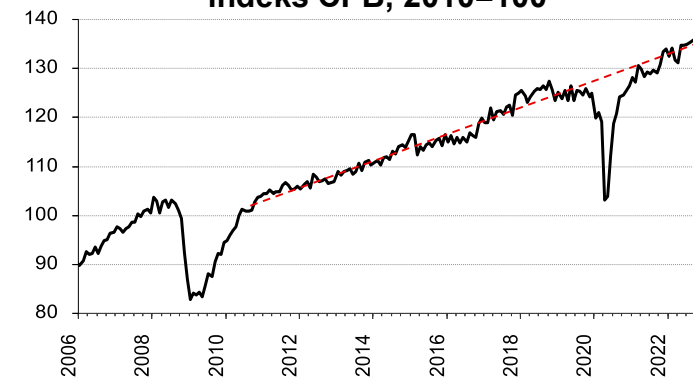
Wszystkie ważniejsze wskaźniki wyprzedzające zapowiadają hamowanie światowej gospodarki, które będzie szczególnie dotkliwe dla Europy. **Niemcy i strefa euro są coraz bliżej scenariusza recesji.** Niemniej, warto odnotować, że niektóre wskaźniki nastrojów już ubijają dno. Jeżeli zima nie będzie zbyt surowa, ryzyko niedoboru energii spadnie, a dółek cyklu w Europie może się okazać niespecjalnie głęboki.

Na razie nie widać wyraźnego zaburzenia trendu w obrotach handlu międzynarodowego. Osłabienia można się jednak spodziewać, po pierwsze z powodów cyklicznych (mniejszy popyt na surowce i towary za sprawą osłabienia globalnego popytu), a dodatkowo w wyniku tego, że obecne procesy geopolityczne mogą przyczynić się do postępu deglobalizacji, re-shoringu, fragmentacji rynków.

W efekcie, należy się liczyć z wyraźnym osłabieniem dynamiki polskiego eksportu w kolejnych kwartałach. Badania koniunktury już teraz wskazują na osłabienie popytu zagranicznego na krajowe towary.

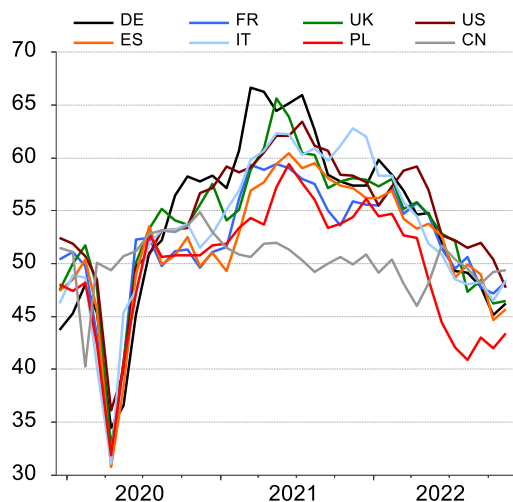
W scenariuszu bazowym zakładamy stopniową poprawę globalnej koniunktury w II półroczu 2023.

Obroty światowego eksportu wciąż rosną: indeks CPB, 2010=100



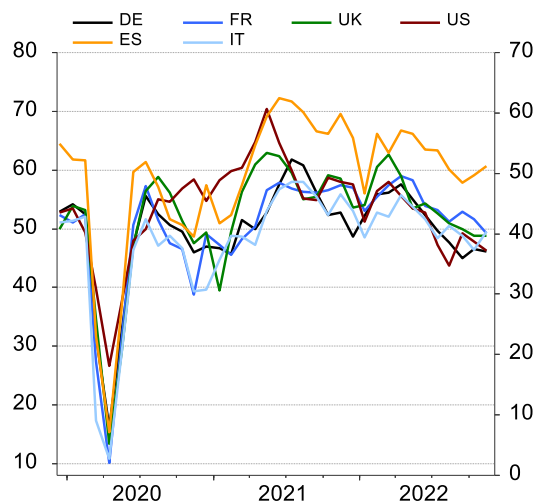
Source: Refinitiv Datastream, Santander

PMI w przemyśle



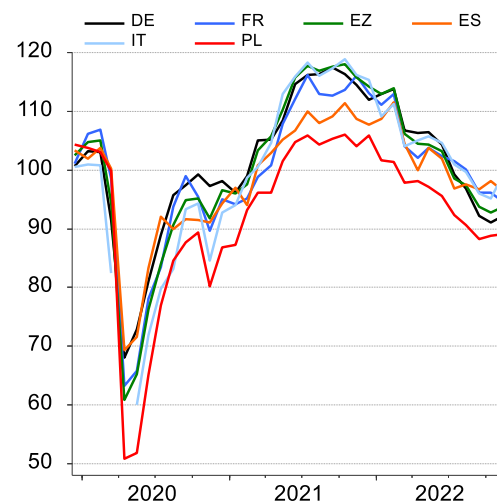
Source: Refinitiv Datastream, Santander

PMI w usługach



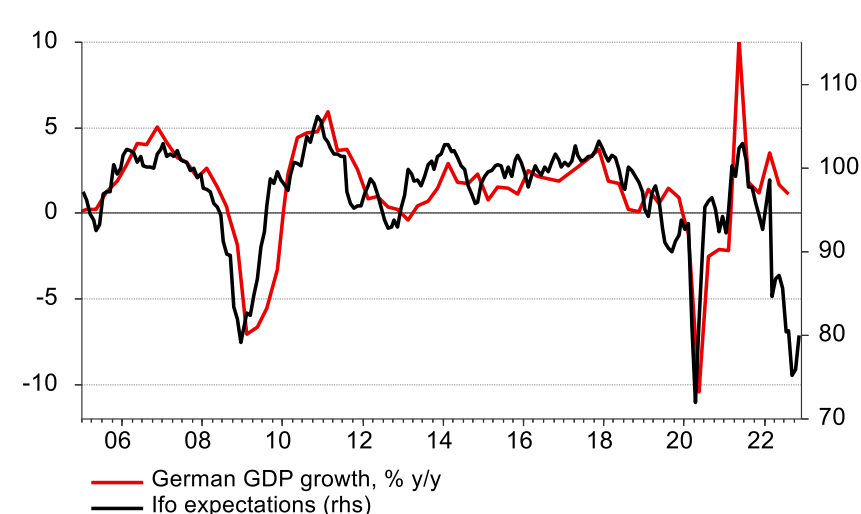
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Wskaźniki koniunktury ESI



Source: Refinitiv Datastream, Santander

Indeks Ifo a wzrost PKB w Niemczech



Source: Refinitiv Datastream, Santander

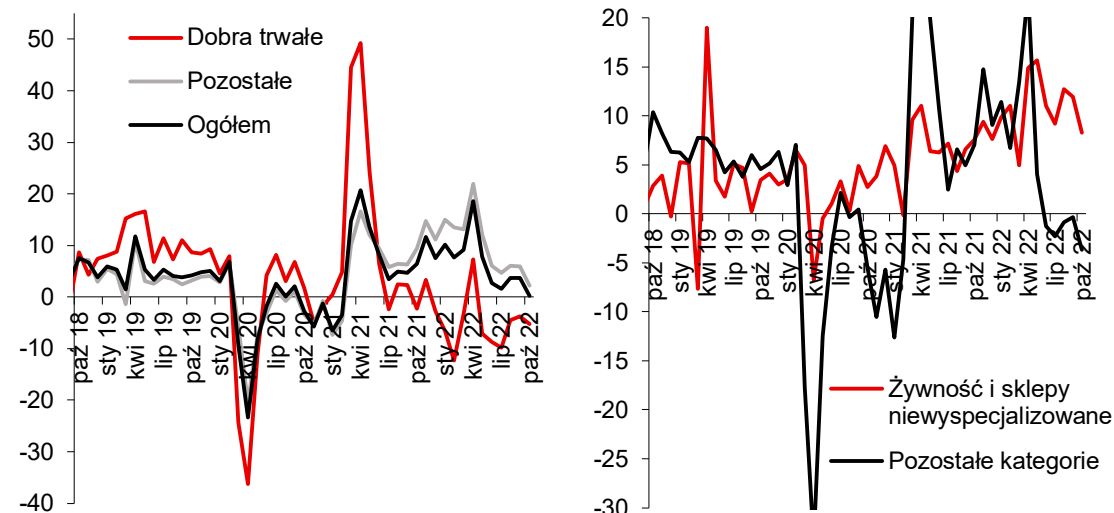
Konsumpcja hamuje (1)



W [lipcowym MAKROskopie](#) pisaliśmy, że jesteśmy umiarkowanie optymistyczni co do wzrostu konsumpcji prywatnej w tym roku. Wówczas płace rosły w ujęciu realnym i zakładaliśmy, że gospodarstwa domowe będą wygładzać konsumpcję kosztem niższych oszczędności, a dodatkowym wsparciem będzie napływ uchodźców. W pewnym stopniu tak było – wzrost konsumpcji w I półroczu faktycznie był solidny (ponad 6% r/r), ale już III kwartał przyniósł korektę do 0,9% r/r, której skala przekracza wg nas to, na co wskazywały inne dostępne sygnały nt. popytu konsumpcyjnego. Jest to tym trudniejsze w interpretacji, że w tym samym czasie nastąpiła dalsza eskalacja i rozlanie impulsu inflacyjnego, co w warunkach hamowania popytu powinno być trudne.

Nie można wykluczyć, że przyszłe rewizje danych zmienią obraz III kwartału na nieco mniej negatywny (np. przez przeklasyfikowanie części wzrostu zapasów). Takie sytuacje już się zdarzały. Niemniej, **pozytywny trend w wydatkach konsumenckich zaczyna najwyraźniej słabnąć** i czynniki, które go podtrzymywały, stopniowo tracą na sile.

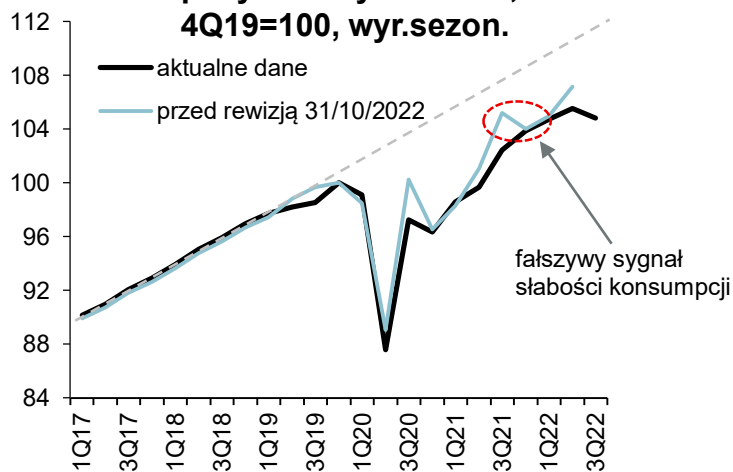
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

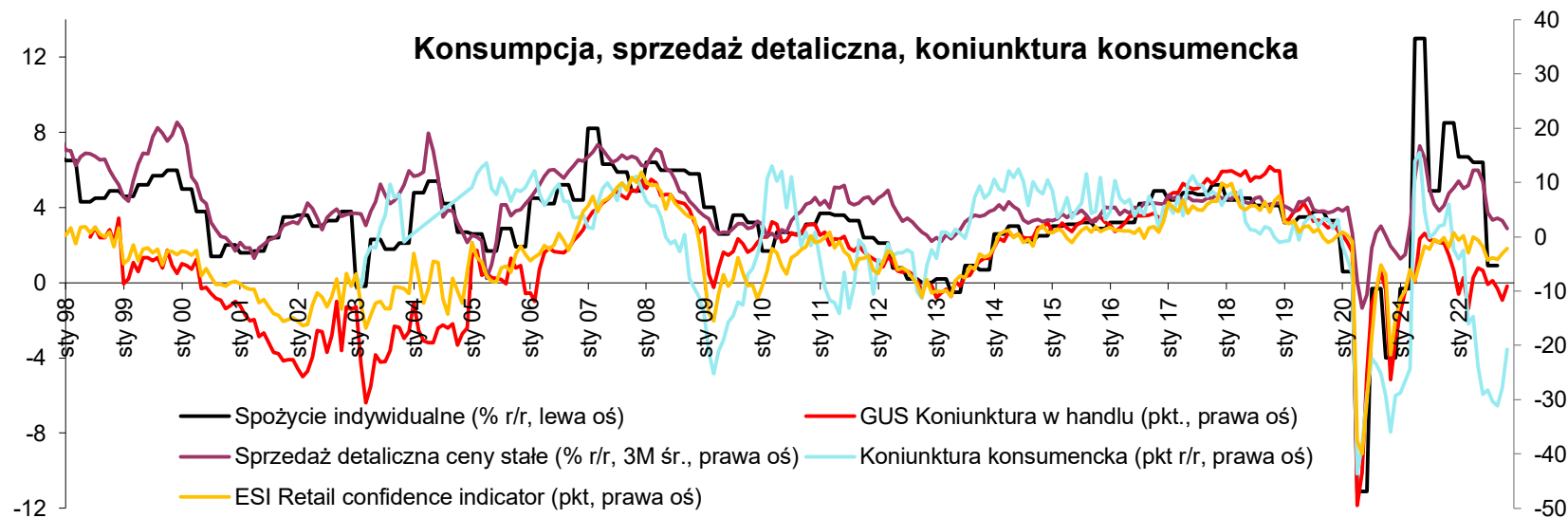
Źródło: GUS, Santander

Spożycie indywidualne, 4Q19=100, wyr.sezon.



Źródło: GUS, Santander

Konsumpcja, sprzedaż detaliczna, koniunktura konsumencka



Źródło: GUS, Santander

Konsumpcja hamuje (2)



Stopa oszczędności gospodarstw domowych po gwałtownym wzroście w okresie pandemii wyraźnie się cofnęła i już w połowie br. spadła do rekordowo niskiego poziomu. Głęboko ujemne realne stopy procentowe teoretycznie są nadal silnym impulsem zniechęcającym do oszczędzania. Niemniej, przestrzeń do dalszego spadku stopy oszczędności wydaje się wyczerpywać, a wpływ na to może mieć m.in. poczucie niepewności i obawy o bezpieczeństwo (finansowe, energetyczne, zatrudnienia).

Kluczowym czynnikiem ograniczającym przestrzeń do wydatków w kolejnych kwartałach będzie spadek realnych dochodów. Inflacja już w III kw. 22 prześcignęła wzrost wynagrodzeń i świadczeń społecznych i ta sytuacja prędko się nie zmieni. Dodatkowo, zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych zaczęło maleć ([str.24](#)).

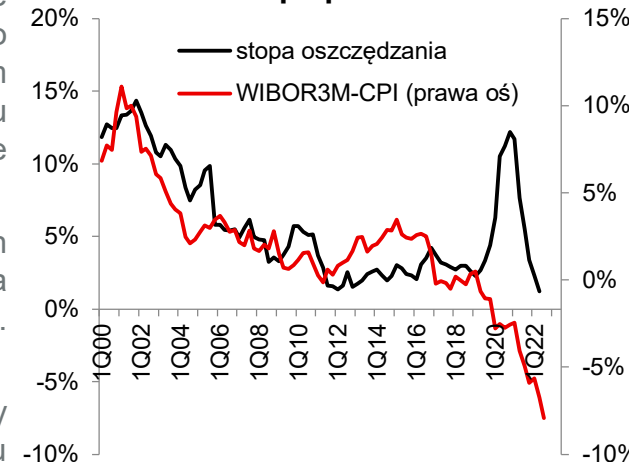
Pewnym buforem dla konsumpcji są działania osłonowe rządu, chroniące budżety gospodarstw domowych przed szokowym wzrostem kosztów życia. Korzyści z tytułu dodatków, świadczeń, wakacji kredytowych, można szacować na ponad 70 mld zł.

Niemniej, kolejne kwartały przyniosą zapewne dalsze spowolnienie. **Nasza prognoza wzrostu konsumpcji to ok. 3,5% w 2022 i ok. 1% w 2023.**

Skala osłabienia popytu mogłaby się okazać mniejsza, gdyby zniszczenia infrastruktury energetycznej w Ukrainie spowodowały kolejną dużą falę napływu uchodźców do Polski.

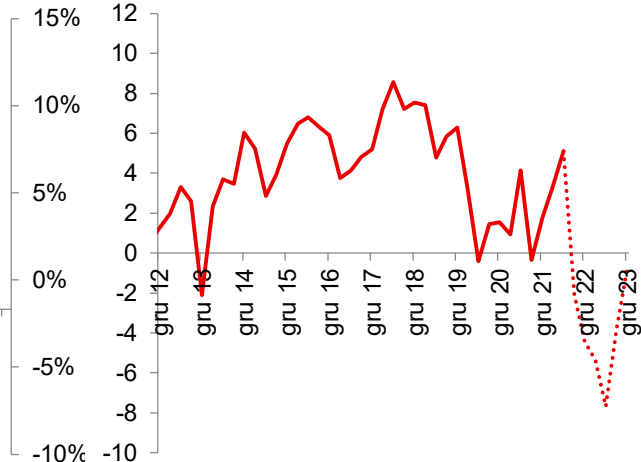
Wg naszych szacunków w 2022 wydatki Ukraińców mogły odpowiadać za ok. 1% spożycia indywidualnego i widoczne były przede wszystkim w sprzedaży towarów nietrwałych (żywność, odzież, higiena). Bez nich hamowanie konsumpcji zaczęłoby się zapewne wcześniej, już w II kwartale.

Stopa oszczędności gosp. domowych a realna stopa procentowa



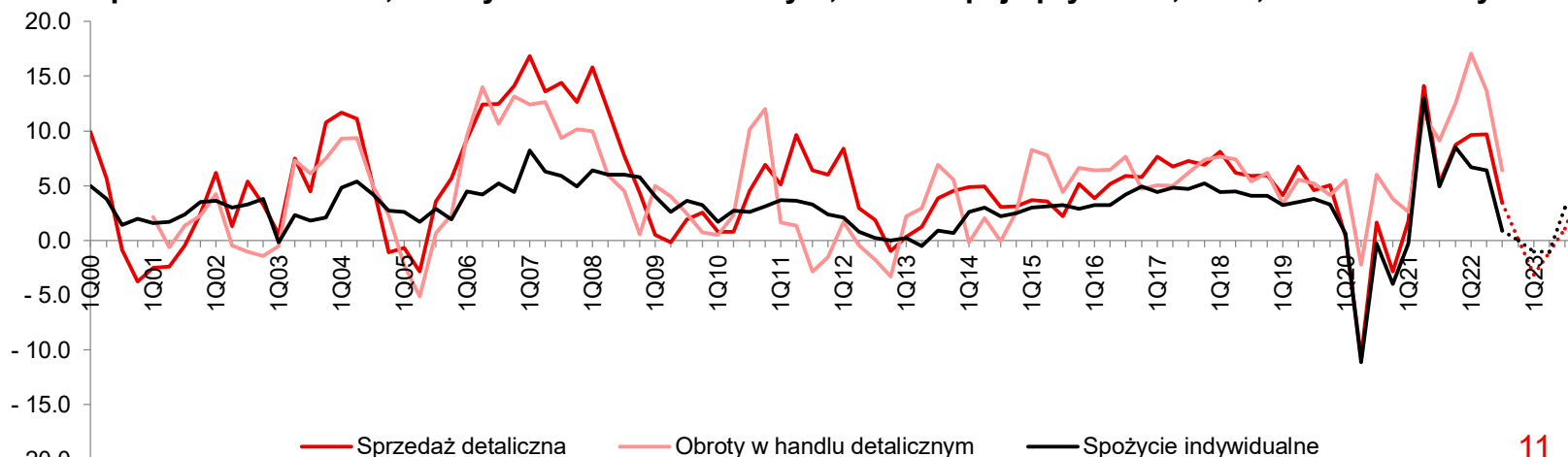
Źródło: GUS, Santander

Realny wzrost dochodów z pracy, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Sprzedaż detaliczna, obroty w handlu detalicznym, konsumpcja prywatna, % r/r, w cenach stałych



Źródło: GUS, Santander

Sygnały osłabienia w płatnościach kartowych



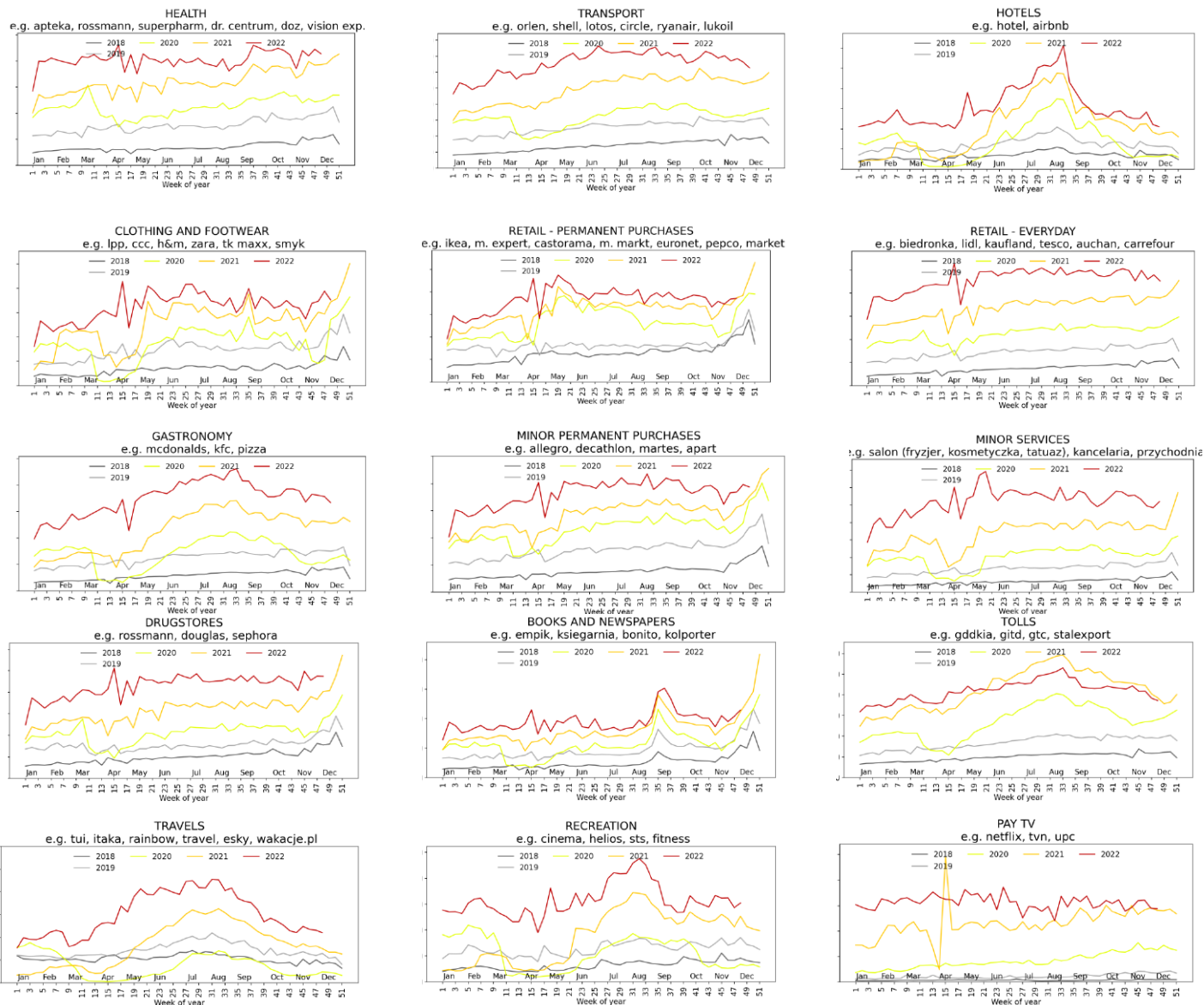
Dane nt płatności kartowych Santander Bank Polska wskazują na niepokojące tendencje:

Po dość solidnym początku roku, dynamika r/r płatności zaczęła słabnąć w większości kategorii, a trend ten przybrał na sile w ostatnich tygodniach.

Wygląda na to, że ożywienie aktywności zakupowej w okresie promocji związanych z Black Week, Black Friday i Cyber Monday były wyraźnie mniejsze niż wynikałoby z prawidłowości sezonowej.

Podróże, rekreacja, gastronomia, które przez pierwsze pół roku trzymały się mocno na fali odreagowania po pandemii, również zaczynają coraz bardziej hamować. Najwyraźniej konsumenci zaczęli ograniczać wydatki na towary i usługi, które nie są wydatkami pierwszej potrzeby.

Płatności kartowe Santander Bank Polska: wybrane kategorie, liczba transakcji



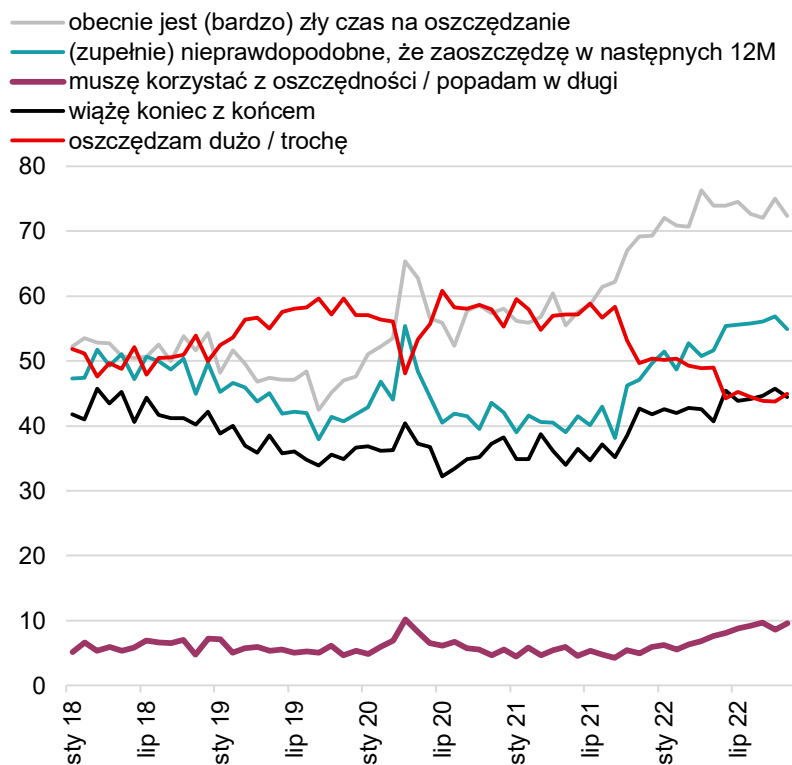
Źródło: Santander



Oszczędności zaczęły topnieć

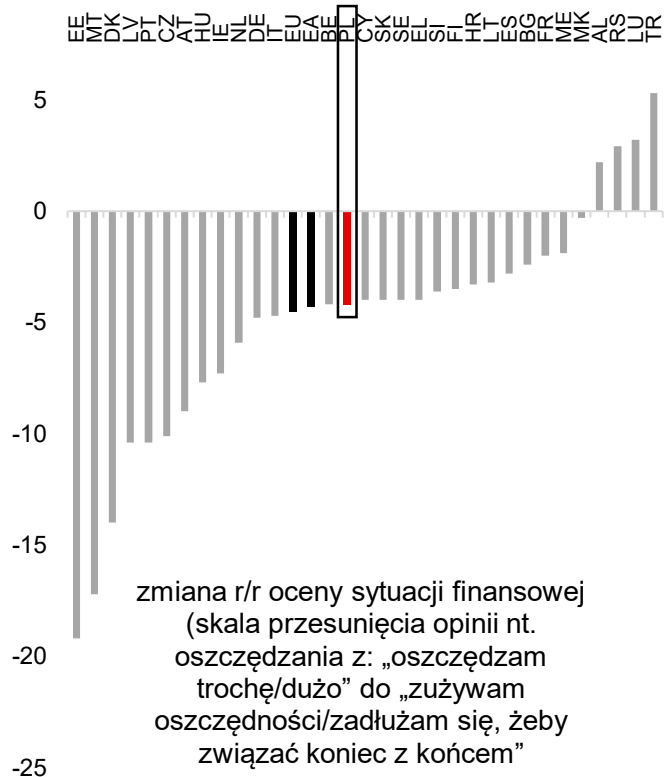
Badania ankietowe podpowiadają, że wzrost kosztów życia zaczął skłaniać konsumentów do sięgania po wcześniej zgromadzone oszczędności. Coraz częściej zgłaszana jest utrata możliwości zwiększania oszczędności. Skala zjawiska w Polsce jest raczej umiarkowana w porównaniu z innymi krajami europejskimi. Erozję nagromadzonych aktywów widać też w danych nt. rachunków finansowych. W połowie br. aktywa finansowe gosp. dom. wciąż jeszcze nie powróciły do linii trendu z okresu przed pandemią, ale jeśli trend się utrzyma, na 2023 r. nie pozostanie już zbyt dużo nadmiarowych rezerw.

Koniunktura konsumencka: opinie nt. oszczędzania



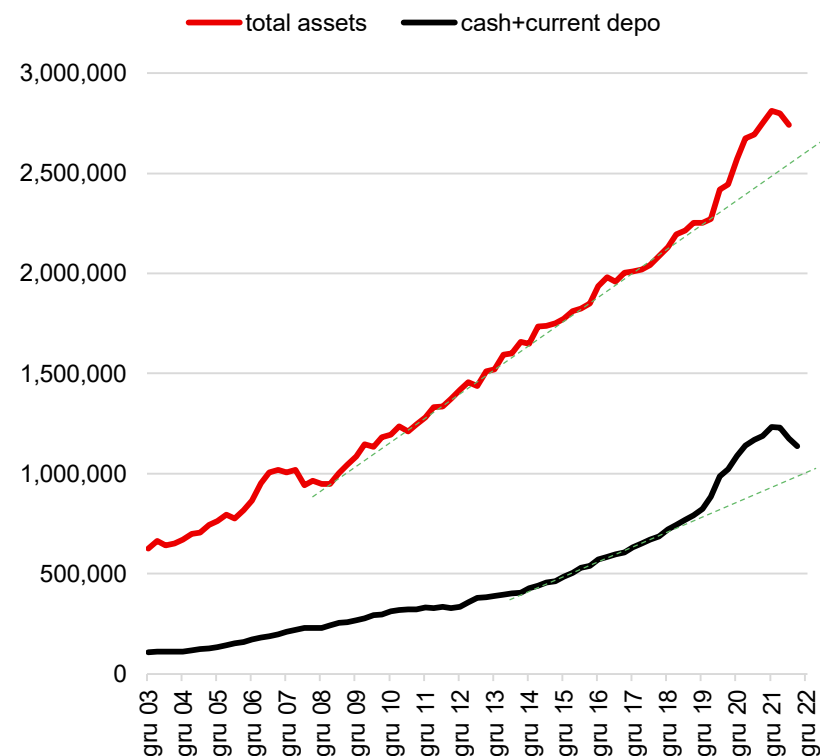
Źródło: GUS, Santander

Wskaźnik ESI oceny sytuacji finansowej, zmiana r/r



Źródło: Komisja Europejska, Santander

Aktywa finansowe gospodarstw domowych, w mln zł



Źródło: NBP, Santander



Firmy muszą liczyć się z pogorszeniem wyników

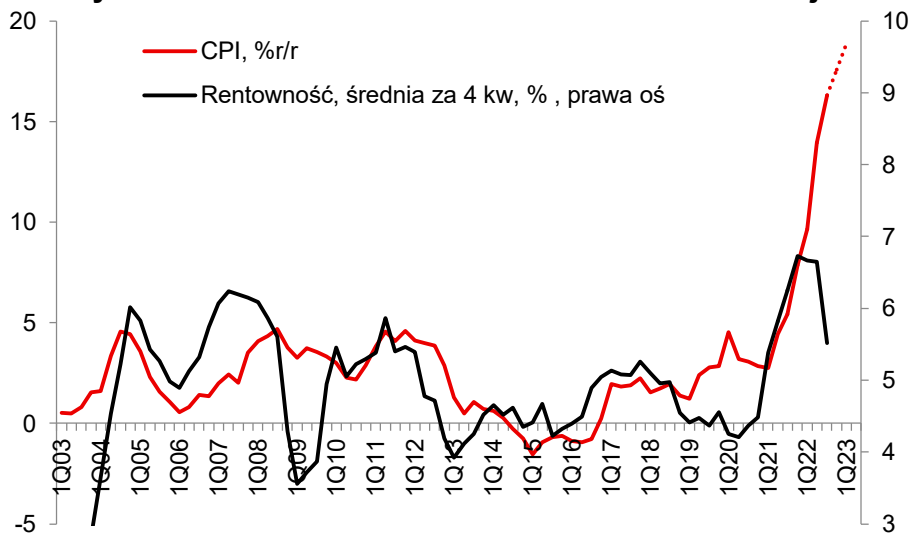
Firmy zatrudniające 50 i więcej osób zanotowały **wyraźne pogorszenie wyników finansowych w III kw. 2022 r.** Wyniki finansowe brutto były o połowę niższe niż rok wcześniej, a rentowność brutto spadła do 2,4% z 6,9% rok wcześniej. Skala spadku była drugą największą od kiedy dostępne są porównywalne dane (1996). Mocniej marże spadły tylko podczas kryzysu w 2008 r. Warto jednak podkreślić, że już dane z wcześniejszych kwartałów wskazywały na wzrost problemów – jakkolwiek zagregowane liczby wyglądały nadal dobrze, dogłębna analiza wskazywała, że zyski były skoncentrowane w sektorach energetycznych i surowcowych, wzrosła natomiast liczba firm wykazujących straty oraz przeciętna wysokość ponoszonych strat.

Koszty energii prawie się podwoiły, ale w ostatecznym rozliczeniu nie są one istotnym czynnikiem wzrostu kosztów w całym sektorze dużych firm, a najwięcej do wzrostu kosztów ogółem wniosły materiały i usługi obce. Trzeba też pamiętać, że wzrost kosztów energii nie w pełni się jeszcze ujawnił ze względu na kontrakty długoterminowe – część firm dopiero zmierzy się ze skokowo rosnącymi rachunkami za gaz i prąd.

Spodziewamy się, że wyniki firm będą pod presją w najbliższych kwartałach, co będzie miało ujemne przełożenie na ich skłonność do inwestowania, zatrudniania i podnoszenia płac. Sytuacja w sektorze małych firm może pogarszać się w szybszym tempie niż dużych, a wyzwaniem będzie nie tylko poziom zysków, ale też utrzymanie płynności.

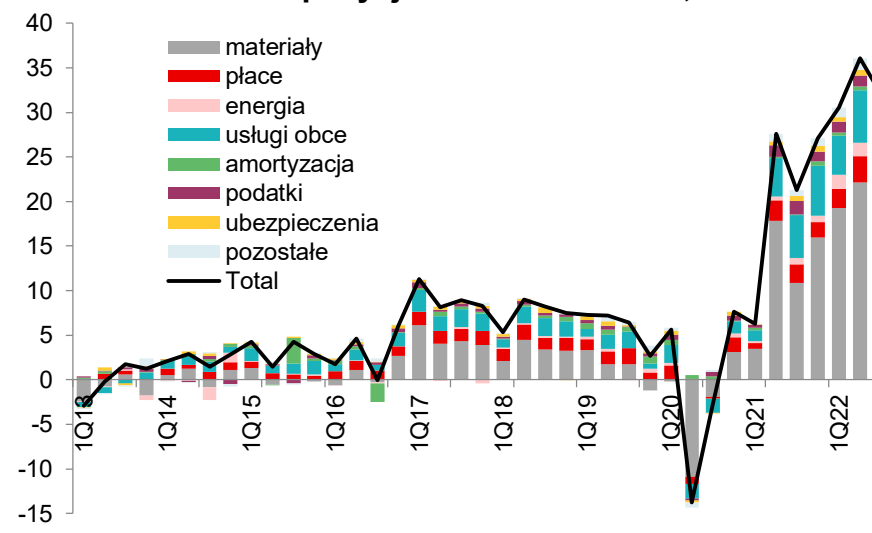
Spadek marż często był zapowiedzią obniżenia inflacji. Naszym zdaniem dzieje się tak, gdyż w sytuacji, gdy firmy doświadczają osłabienia popytu, tracą możliwość podwyższania cen bez utraty sprzedaży, co w dalszej perspektywie prowadzi do zahamowania wzrostu cen.

Wyniki finansowe firm o zatrudnieniu 50+ a inflacja



Źródło: GUS, Santander

Dekompozycja wzrostu kosztów, % r/r



Źródło: GUS, Santander

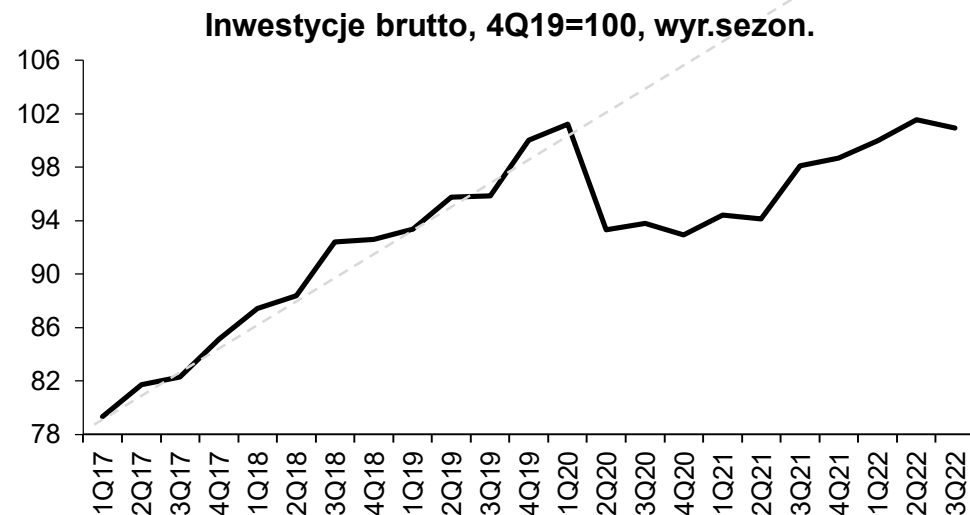


Inwestycje rosły do połowy 2022 roku

Podczas kryzysu Covid-19 inwestycje spadły mniej niż konsumpcja, ale później odbudowywały się znacznie wolniej i pozostawały wyraźnie poniżej trendu sprzed pandemii. Niemniej, w I półroczu 2022 inwestycje były zaskakująco odporne, w dużej mierze dzięki dużym wydatkom firm i samorządów. W podziale na rodzaje aktywów, dwoma głównymi motorami wzrostu inwestycji były wydatki na maszyny i budynki niemieszkalne.

Dopiero III kwartał przyniósł wyraźniejsze przyhamowanie wydatków inwestycyjnych, głównie w zakresie budownictwa mieszkaniowego i niemieszkaniowego.

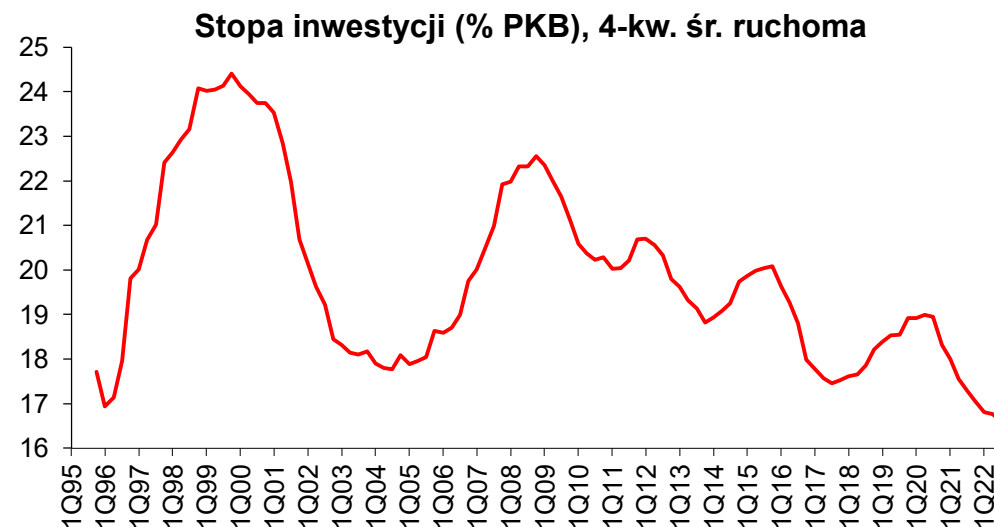
Stopa inwestycji (ich udział w PKB) osiągnęła w III kw. 2022 r. nowy rekordowo niski poziom: 16,6%.



Źródło: GUS, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: GUS, Santander

2023 pod znakiem spadku inwestycji



Uważamy, że inwestycje w 2023 r. będą wyglądały bardzo słabo i oczekujemy ich spadku w ujęciu realnym.

Hamuje napływ środków unijnych i – co za tym idzie – wolumen inwestycji finansowanych z tego źródła. Przedłużające się zamrożenie wypłat z KPO ([str.17](#)) będzie miało negatywne przełożenie na inwestycje samorządów oraz firm.

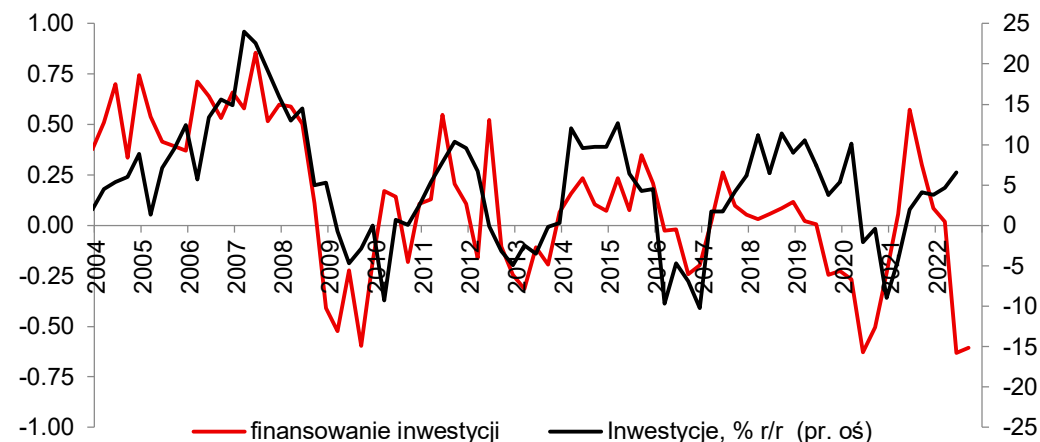
W kilku ostatnich kwartałach samorzady utrzymały dodatnią stopę wzrostu inwestycji pomimo spadającej wartości inwestycji finansowanych środkami z UE. Nie sądzimy jednak, by taka sytuacja mogła się utrzymać w dłuższym terminie. Podobnie słaby napływ środków unijnych będzie ciążył inwestycjom przedsiębiorstw. Wskaźniki optymizmu inwestycyjnego wśród przedsiębiorców i tak są na bardzo niskim poziomie, a wyniki finansowe gwałtownie się pogarszają, co sugeruje spadek inwestycji w tym sektorze.

Załamaniem na rynku kredytów hipotecznych ([str.23](#)) oraz jego słabe perspektywy w obliczu wysokiej oczekiwanej ścieżki stóp procentowych oznaczają, że również na odbicie w inwestycjach gospodarstw domowych nie ma co liczyć.

Nieco lepiej wyglądały do niedawna perspektywy inwestycji rządowych. W znacznej mierze zależą one od nakładów na duże inwestycje infrastrukturalne, zwłaszcza drogi i koleje. Rozpędzenie wydatków na drogi i koleje w ostatnich kwartałach, po flauście w latach 2020-2021, plus ambitne plany, sugerowały, że i 2023 r. może wyglądać nieźle. Niemniej, gorączkowe poszukiwanie przez rząd oszczędności budżetowych w ostatnich tygodniach sugeruje, że realizacja inwestycji publicznych może ucierpieć. Wydatki inwestycyjne sektora może za to wspierać zwiększenie wydatków zbrojeniowych.

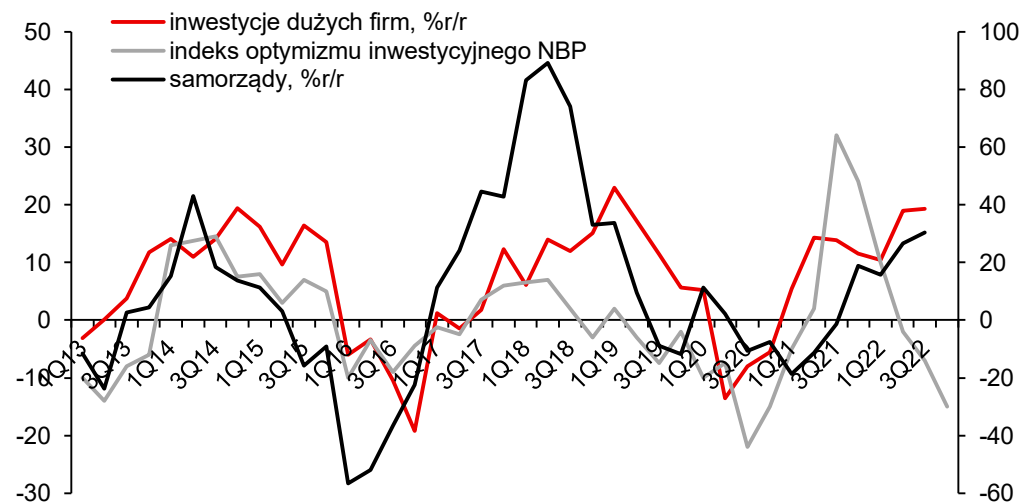
Prognozujemy, że **inwestycje spadną o ok. 1% w 2023 r., po 3% wzroście w 2022 r.**

Sygnaly z ankiety kredytowej NBP a wzrost inwestycji



Źródło: GUS, NBP, Santander

Wzrost inwestycji a wskaźnik optymizmu inwestycyjnego NBP



Źródło: GUS, NBP, Santander

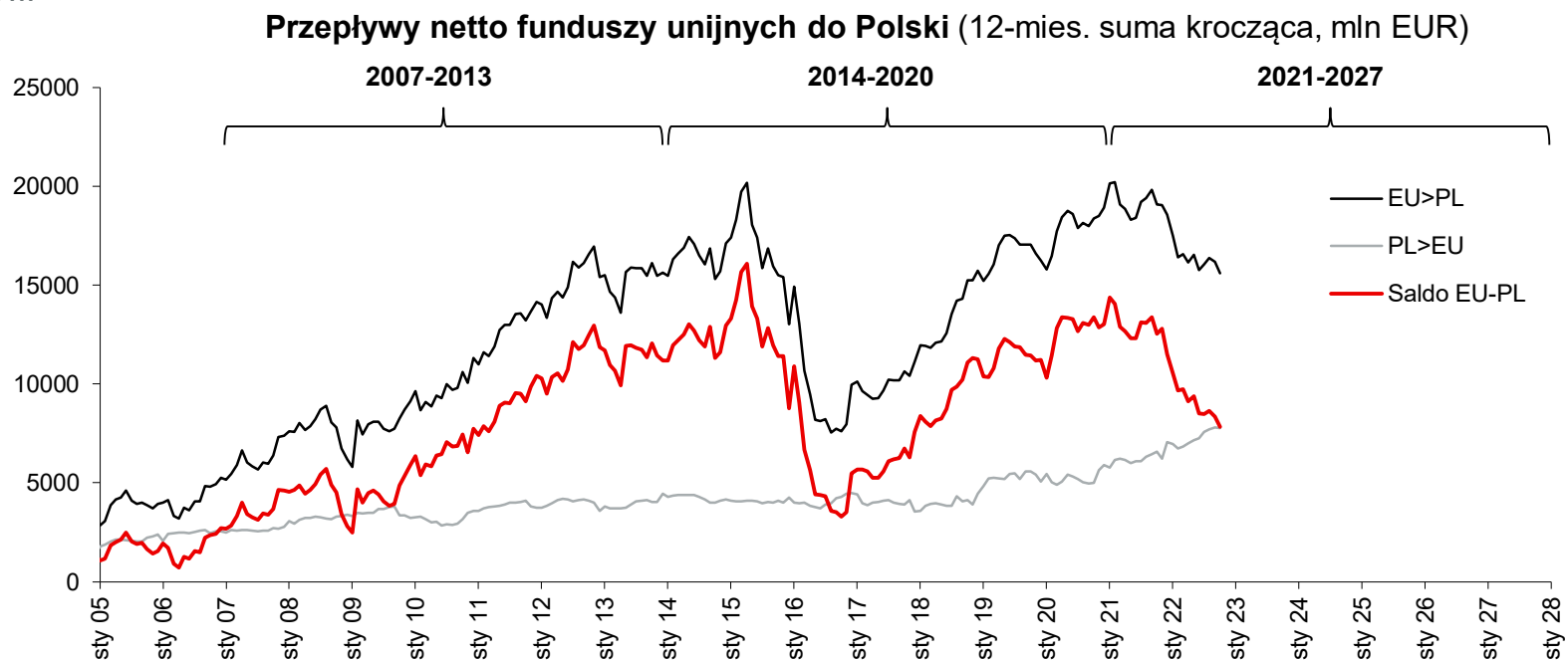


Wyплаты z KPO nadal zamrożone

Przedłużające się zamrożenie wypłat funduszy unijnych to jeden z kluczowych czynników ryzyka dla scenariusza makroekonomicznego na 2023 rok. Zgodnie z naszymi [szacunkami sprzed roku](#) całkowity brak wypłat z KPO mógłby obniżyć PKB w 2023 r. o ok. 1%.

Polski rząd w ostatnich tygodniach zintensyfikował starania w kierunku spełnienia warunków dla uruchomienia wypłat w ramach KPO. To bardzo dobra wiadomość, ponieważ sygnały z KE sugerowały, że do czasu osiągnięcia porozumienia w zakresie praworządności zablokowane mogą być nie tylko środki z funduszu odbudowy, ale też z wypłaty funduszy spójności w ramach nowego siedmioletniego budżetu UE (75 mld € na lata 2021-27). A fundusze z poprzedniego budżetu zostało już do wydania naprawdę niewiele ([str.18](#)).

W bazowym scenariuszu zakładamy odblokowanie dostępu do środków unijnych w najbliższych miesiącach, co powinno zapobiec drastycznemu załamaniu inwestycji publicznych w 2023 r. i pogorszeniu struktury finansowania deficytu obrotów bieżących, a także zwiększyć „amunicję” BGK do stabilizacji waluty na wypadek gdyby była taka konieczność. Niemniej, część projektów będzie zapewne realizowana z opóźnieniami, a część środków może przepaść z racji napiętych terminów.



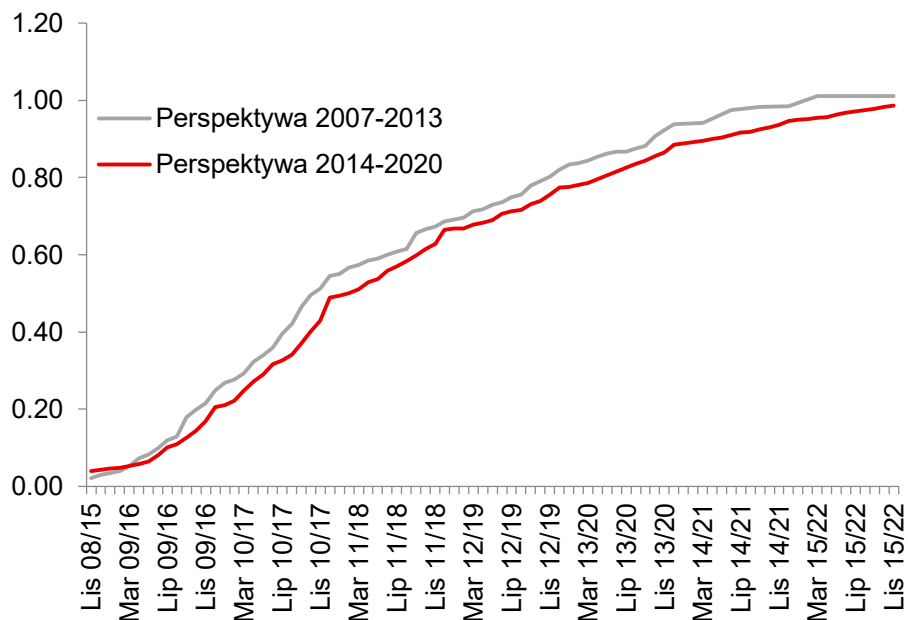


Ile zostało środków z perspektywy 2014-2020?

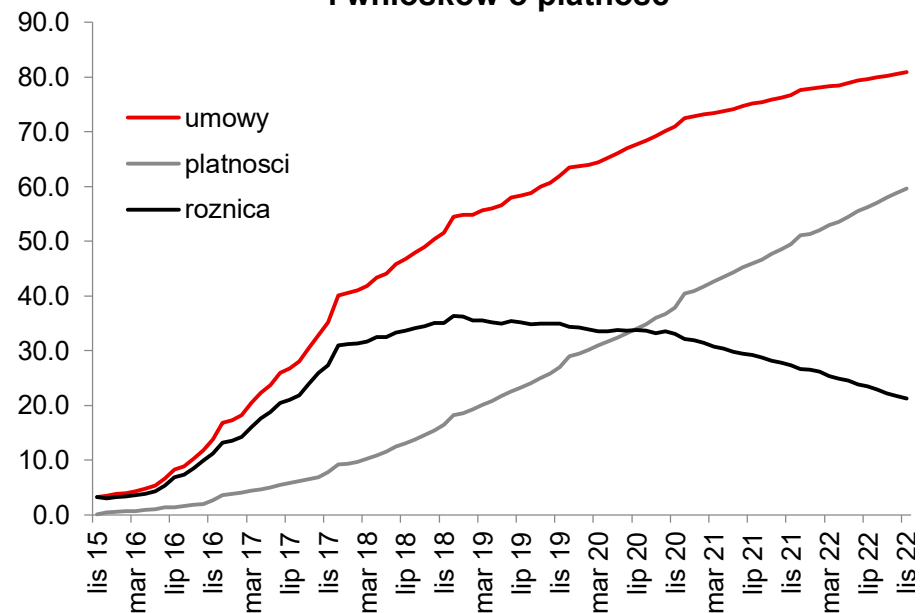
Na koniec listopada stopień kontraktacji środków unijnych z perspektywy 2014-2020 wyniósł ok. 99%. Środki te są już zatem na wyczerpaniu, a dostępne jest jeszcze ok. 1 mld euro, który naszym zdaniem zostanie rozdysponowany do końca tego roku.

Przypominamy, że proces pozyskiwania środków zaczyna się od złożenia wniosku, po którym następuje podpisanie umowy i realizowana jest inwestycja, po czym składany jest wniosek o płatność i na koniec następują wypłaty. Łączna wartość podpisanych umów (w części finansowania UE) to ok. 81 mld euro, a łączna wartość wniosków o płatność to ok. 60 mld euro. Oznacza to, że łączna wartość środków, na które nie podpisano jeszcze umów lub nie złożono wniosku o płatność, to **ok. 22 mld euro**. Naszym zdaniem gros z tej sumy powinno napłynąć w ciągu najbliższych dwóch lat (dotychczasowe tempo spływania płatności to ok. 10 mld euro rocznie).

**Stopień wykorzystania środków unijnych
- Podpisane umowy jako % budżetu**



**Wartość podpisanych umów o finansowanie
i wniosków o płatność**





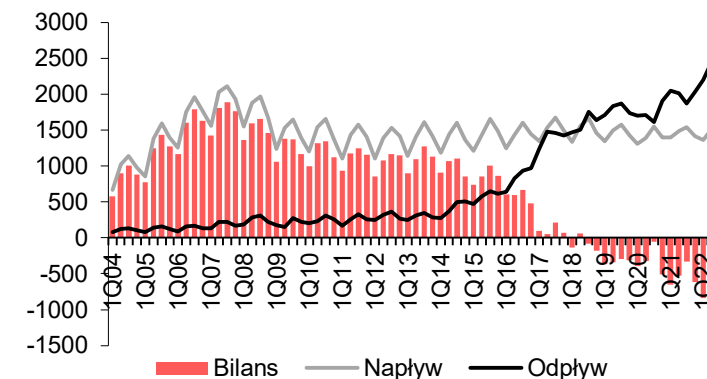
Bilans płatniczy jeszcze się pogorszy

W 2022 r. doszło do wyraźnego pogorszenia salda obrotów bieżących: do ok. -4,0% PKB z -1,4% w 2021 r. Przyczyn było kilka: osłabienie europejskiego przemysłu i słabsze wyniki krajowego przetwórstwa, wzrost cen surowców energetycznych (ten efekt odjął ok. 1,5 pkt.proc.) oraz stymulacja przez rząd popytu krajowego.

Przewidujemy pogłębienie deficytu obrotów bieżących w 2023 r. do ok. 5% PKB. Spadek obrotów w handlu towarowym (recesja w UE) i wzrost kosztów podróży pogorszą nieco saldo usług transportowych i podróży. Saldo dochodów może się poprawić za sprawą mniejszych dywidend z firm (w drugą stronę będą działać rosnące transfery zarobków migrantów i uchodźców). W przypadku salda towarów widzielibyśmy szansę na spadek deficytu ze względu na lepsze terms of trade (spadek cen surowców), ale na przeszkodzie stanie naszym zdaniem skokowe zwiększenie wydatków na zbrojenia, dodatkowo podbijające import w skali ok. 1% PKB.

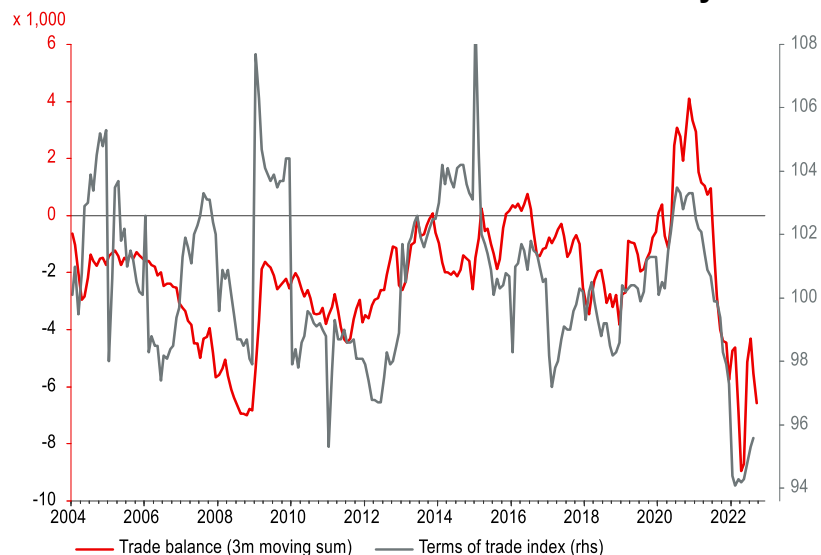
Finansowanie deficytu może się pogorszyć jeśli spowolni napływ środków UE i FDI, ale powinno pozostać względnie bezpieczne.

Transgraniczne przekazy zarobków, mld €



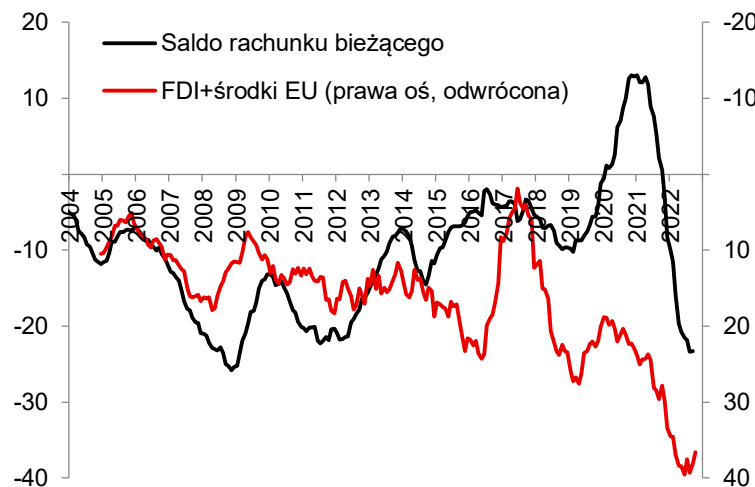
Źródło: NBP, Santander

Terms of trade a bilans obrotów towarowych



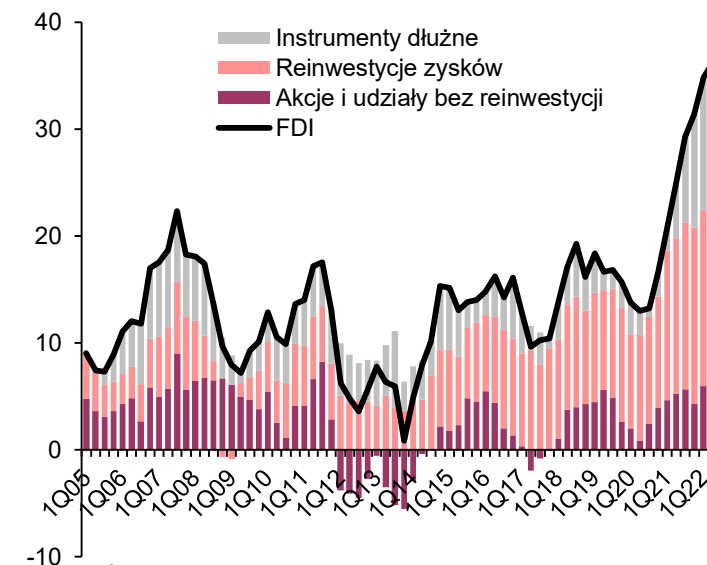
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Saldo obrotów bieżących i ich pokrycie napływem kapitału długoterminowego (FDI netto i środki unijne), 12m sumy, mld euro



Źródło: NBP, Santander

Napływ FDI brutto, suma krocząca 4kw., mld €



Źródło: NBP, Santander



Rok bliźniaczych deficytów

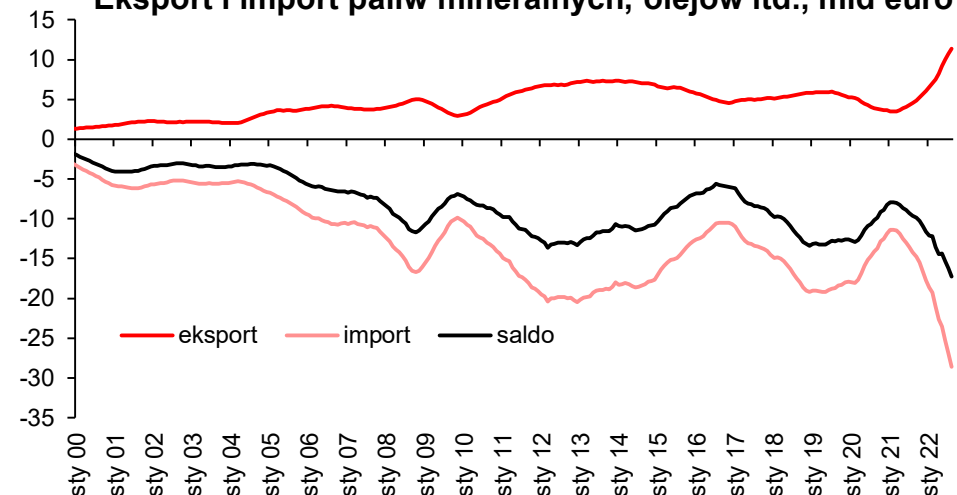
Na poziom nierównowagi zewnętrznej można też spojrzeć od strony bilansu poszczególnych sektorów instytucjonalnych. Co do zasady, suma nadwyżek/deficytów wszystkich sektorów krajowych (sektora publicznego, gospodarstw domowych, sektora finansowego i przedsiębiorstw niefinansowych) jest tożsamościowo równa saldu nierównowagi zewnętrznej (suma rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowego). Saldo sektora (net lending/borrowing) to najprościej mówiąc różnica między całkowitymi dochodami a wydatkami.

W 2020 r. Polska zbudowała dużą nadwyżkę zewnętrzną, ponieważ obok gwałtownego wzrostu deficytu sektora publicznego nastąpił jeszcze większy wzrost nadwyżek w gospodarstwach domowych (wymuszone wstrzymanie konsumpcji) i firmach (ogromny transfer pomocy publicznej, poprawa wyników finansowych).

W 2021-22 mimo poprawy salda rządowego, bilans sektora prywatnego zaczął się pogarszać wraz z mocnym odbiciem konsumpcji, co przesunęło nas z powrotem do deficytu z zagranicą. Obecnie rząd intensywnie stara się wspierać konsumentów, co zwiększa deficyt sektora rządowego (z 1,5% w 2021 r. do przynajmniej 5% PKB w 2023 r.) i jednocześnie opóźnia dostosowanie po stronie konsumentów. Bilans sektora gospodarstw domowych będzie się powoli poprawiał. Z kolei słabsze wyniki firm zmniejszą nadwyżkę w tym sektorze.

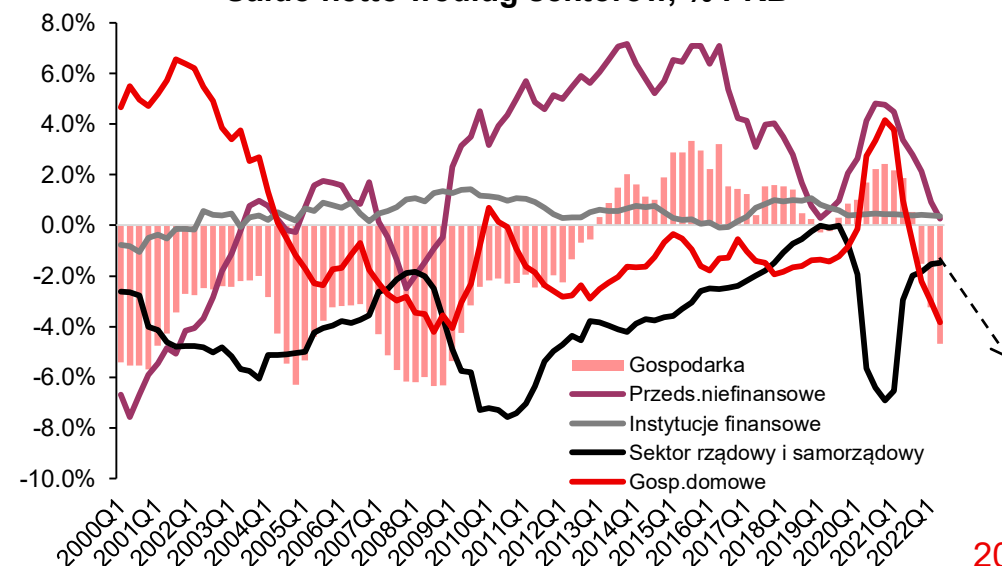
W związku z tymi trendami, **w bazowym scenariuszu zakładamy, że saldo z zagranicą pogorszy się w 2023 r. o ok. 1 pkt. proc. PKB.** Warto odnotować, że byłby to pierwszy przypadek od dwóch dekad wystąpienia tzw. problemu bliźniaczych deficytów (pogorszenia jednocześnie deficytu fiskalnego i obrotów bieżących). Zazwyczaj ekspansja fiskalna następowała równoległe z mocną poprawą salda sektora prywatnego, efektem czego był spadek nierównowagi zewnętrznej.

Eksport i import paliw mineralnych, olejów itd., mld euro



Źródło: Eurostat, Santander

Saldo netto według sektorów, % PKB



Źródło: Eurostat, Santander

Zapasy: balast dla wzrostu w 2023 r., bicz na inflację



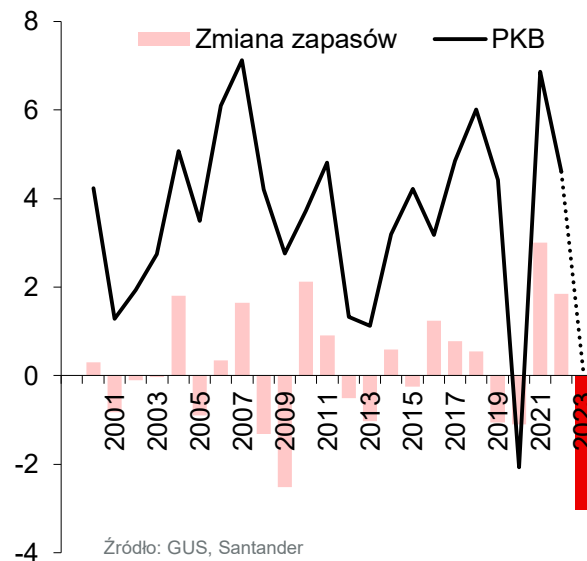
Ostatnie dwa lata upłynęły na powiększaniu zapasów na bezprecedensową wcześniej skalę. Zmiana zapasów w relacji do PKB nie wychodziła w poprzednich cyklach poza przedział -1% do +3%, a w tym już dotarła powyżej 6%. Wkład tej kategorii do wzrostu PKB wyniósł 3 pp w 2021 i ok. 2 pp w 2022 r.

Według nas nadszedł moment w cyklu koniunkturalnym, kiedy te zapasy powinny być intensywnie zmniejszane, co będzie miało negatywny wpływ na wzrost PKB, naszym zdaniem o skali 3 pp. Dodatni wkład ze strony zapasów zniknie już w IV kw. 2022 r., tak przynajmniej sugerują sygnały z przedsiębiorstw wyrażone we wskaźnikach ESI.

Koncepcja utrzymywania nadzwyczajnie wysokich zapasów po doświadczeniach zerwanych łańcuchów dostaw podczas pandemii zderzyła się z wysokimi kosztami ich utrzymywania. Presja kosztowa i osłabienie popytu wywołały presję na marże, co też spowodowało konieczność szukania oszczędności w utrzymywaniu zapasów.

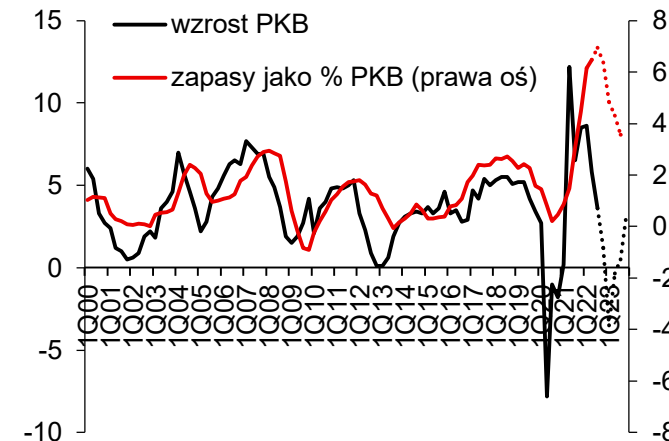
Jeśli uznamy, że duży przyrost zapasów w III kw. br. to nie konsekwencja polityki wysokich stanów magazynowych a raczej załamania wzrostu w konsumpcji prywatnej i inwestycjach, które również wtedy miało miejsce, to zapasy oprócz balastu dla wzrostu stają się też ważnym wsparciem w walce z inflacją (przez ewentualne wyprzedaże, żeby obniżyć koszty związane z utrzymaniem zapasów). Należy jednak mieć na uwadze, że zapasy są w danych o PKB rezydualne i zdarza się, że dane pokazujące początkowo dużą zmianę są potem mocno rewidowane.

Wkład zmiany zapasów do wzrostu gospodarczego



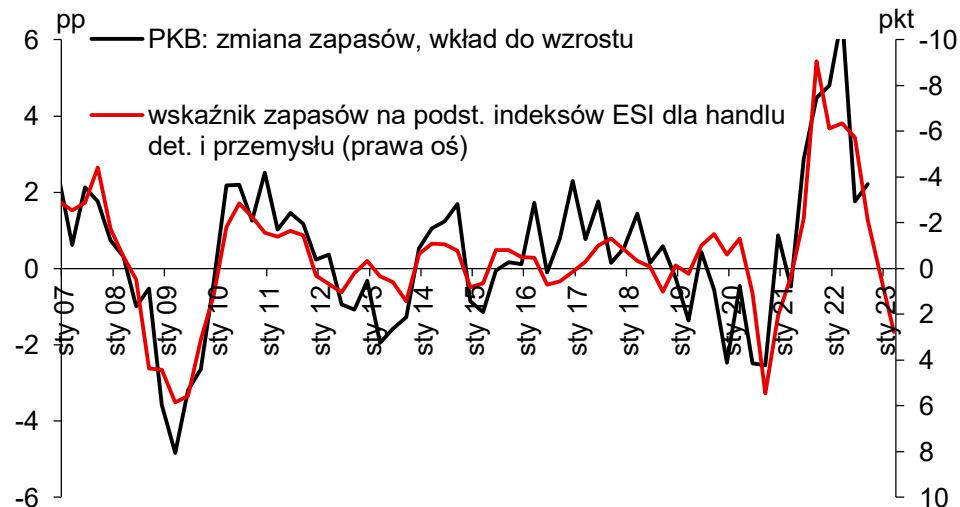
Źródło: GUS, Santander

Cykliczność udziału zapasów w PKB



Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki oceny adekwatności poziomu zapasów a faktyczna zmiana

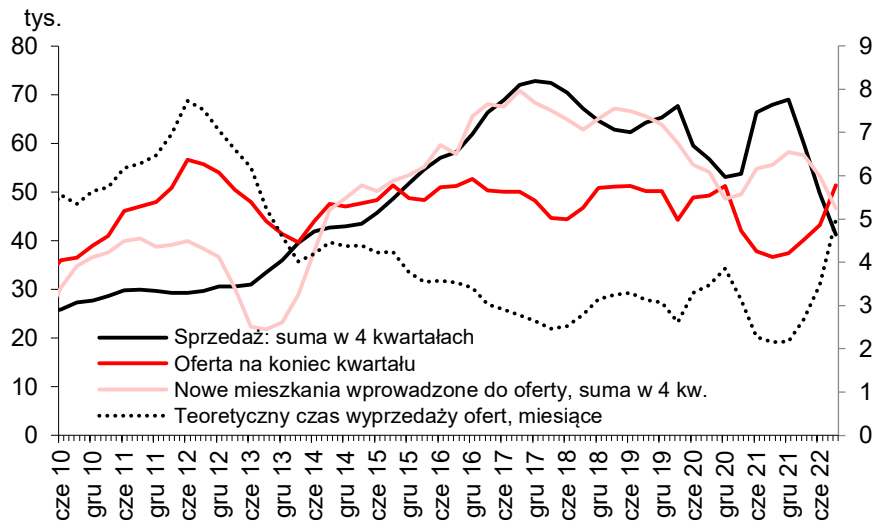


Źródło: GUS, KE, Santander

Rynek nieruchomości: aktywność zwalnia



Statystyki rynku pierwotnego w 6 największych miastach



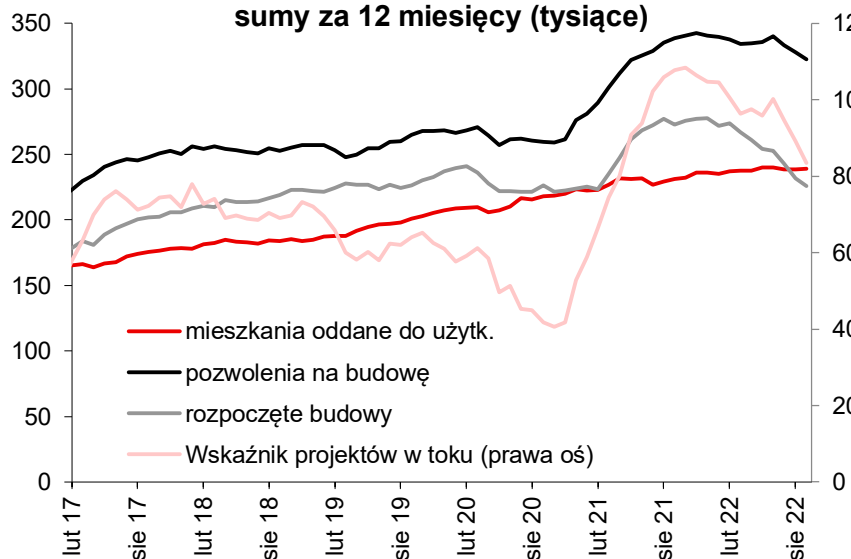
Źródło: JLL, Santander

Wysokie stopy procentowe przełożyły się na wyraźny spadek popytu na kredyty hipoteczne, co z kolei obniżyło zdolność do kupowania mieszkań. W 6 największych miastach w trzech pierwszych kwartałach roku deweloperzy sprzedali 26,2 tys. mieszkań – o połowę mniej niż rok wcześniej i najmniej od 2013 r. Na rynek zaczęły też wracać mieszkania wcześniej zarezerwowane, zatem mimo że deweloperzy zmniejszają liczbę mieszkań wprowadzonych na rynek, ich oferta rośnie, a teoretyczny czas jej wyprzedaży podwoił się do ok. 5 miesięcy (również najwyżej od 2013 r.).

Ceny nieruchomości w ostatnich miesiącach rosną wyraźnie wolniej, niemniej nie zaczęły jeszcze spadać, co naszym zdaniem nie jest wykluczone. Natomiast naszym zdaniem **należy spodziewać się spadku cen w ujęciu realnym (tzn. deflowanych CPI)**.

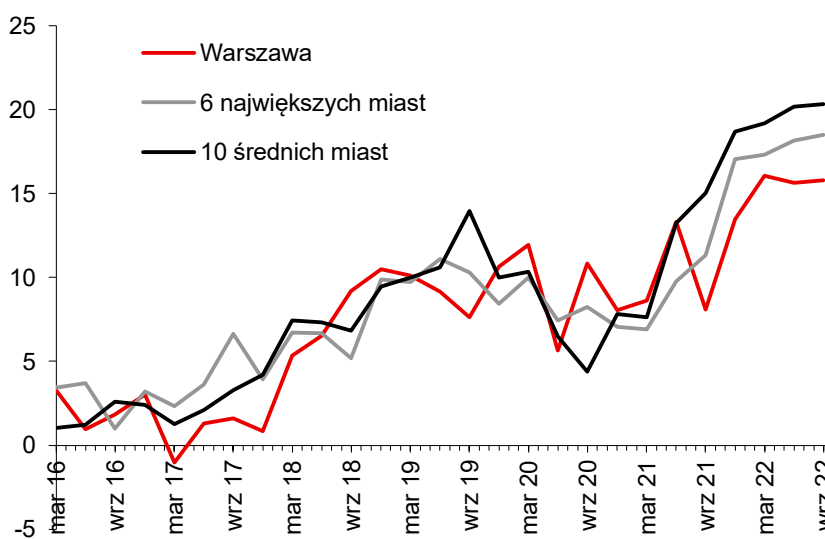
Słabość rynku nieruchomości przekłada się na **gorsze wyniki sektora produkującego dobra konsumpcyjne trwałe**. W ostatnich miesiącach ten podsektor produkcji przemysłowej radził sobie najślabiej.

Dane rynku mieszkaniowego dla całego kraju, sumy za 12 miesięcy (tysiące)



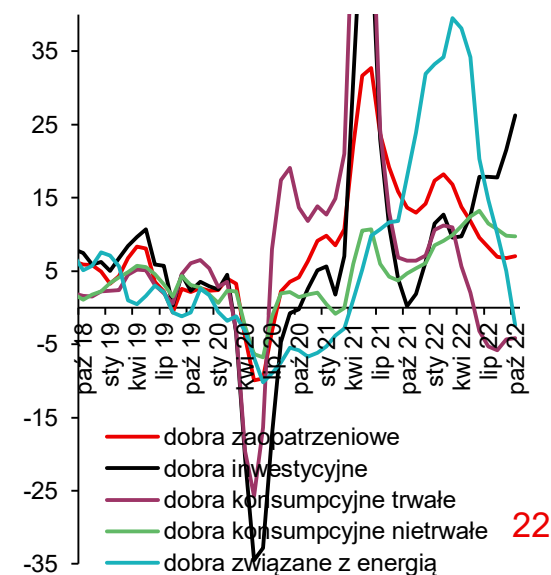
Źródło: GUS, Santander

Ceny nieruchomości na rynku pierwotnym, % r/r



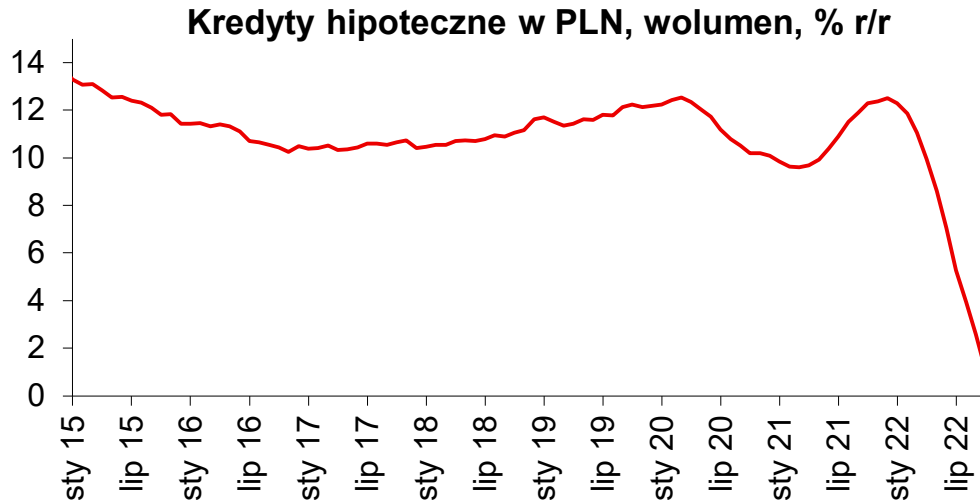
Źródło: NBP, Santander

Produkcja wg ugrupowań, % r/r, Średnia z trzech miesięcy



Źródło: GUS, Santander

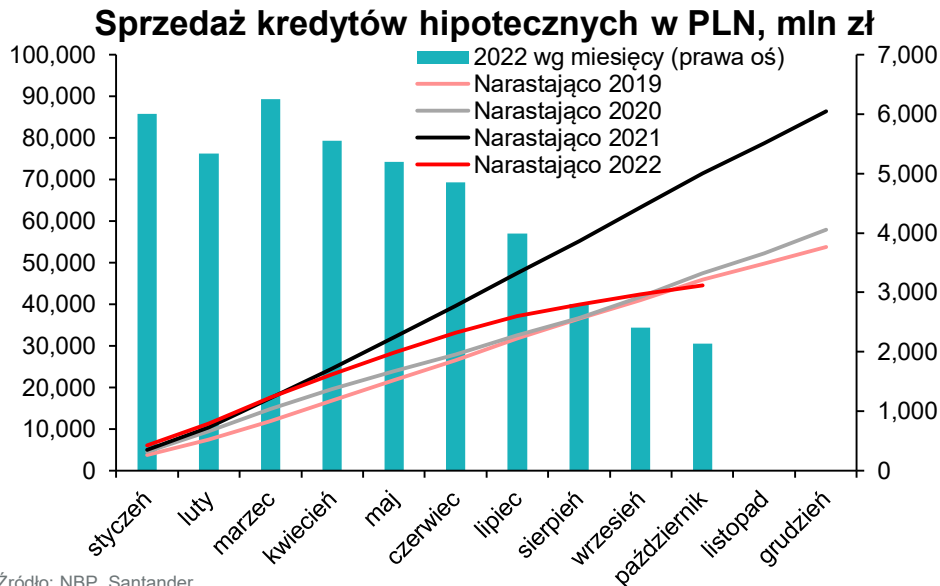
Kredyt hipoteczny: odbicie nieprędko



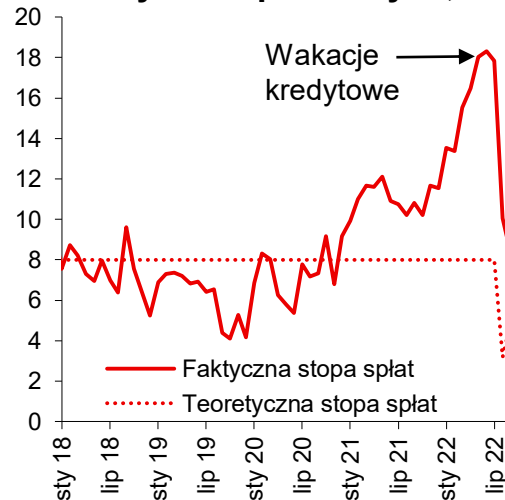
Od początku 2022 r. przyrost wolumenu złotych kredytów hipotecznych mocno hamuje: z dwucyfrowych poziomów w grudniu 2021 r. do 1,1% r/r w październiku. Jest to pochodna załamania sprzedaży, która była o 75% niższa niż rok wcześniej. Do lipca spadkowi sprzedaży towarzyszył wzrost stopy spłat, gdyż kredytobiorcy chcieli uniknąć wysokich stóp procentowych. Wraz z wprowadzeniem „wakacji kredytowych” w sierpniu doszło do wyraźnego obniżenia skłonności do wcześniejszych spłat. Wg informacji BIK, „wakacjami” objęte zostało ok. 60% wolumenu kredytów. Podobne wnioski można wyciągnąć na podstawie danych NBP o oprocentowaniu kredytów. Oznacza to, że same wakacje powinny odjąć ok. 4-5 punktów procentowych od stopy spłat. Spadek był jednak dużo wyraźniejszy (ok. 9 pp).

Naszym zdaniem „wakacje” będą łagodzić hamowanie wolumenów, ale **trudno liczyć na wyraźniejsze odbicie sprzedaży**, dopóki stopy procentowe będą utrzymywać się na podwyższonym poziomie.

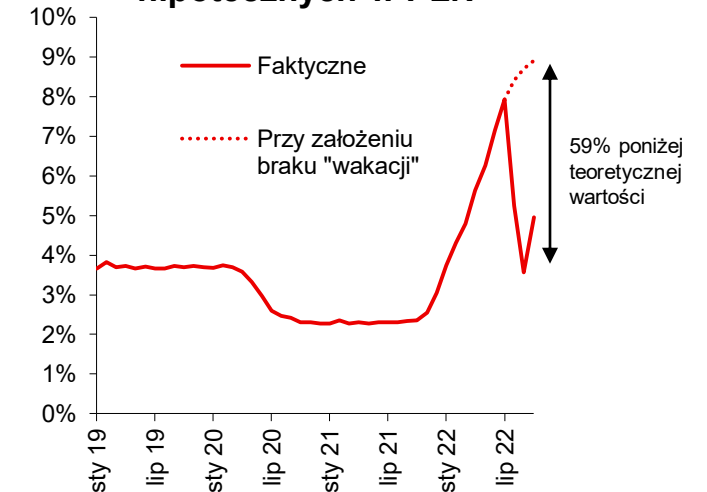
Źródło: NBP, Santander



Zannualizowana stopa spłat kredytów hipotecznych, %



Oprocentowanie kredytów hipotecznych w PLN

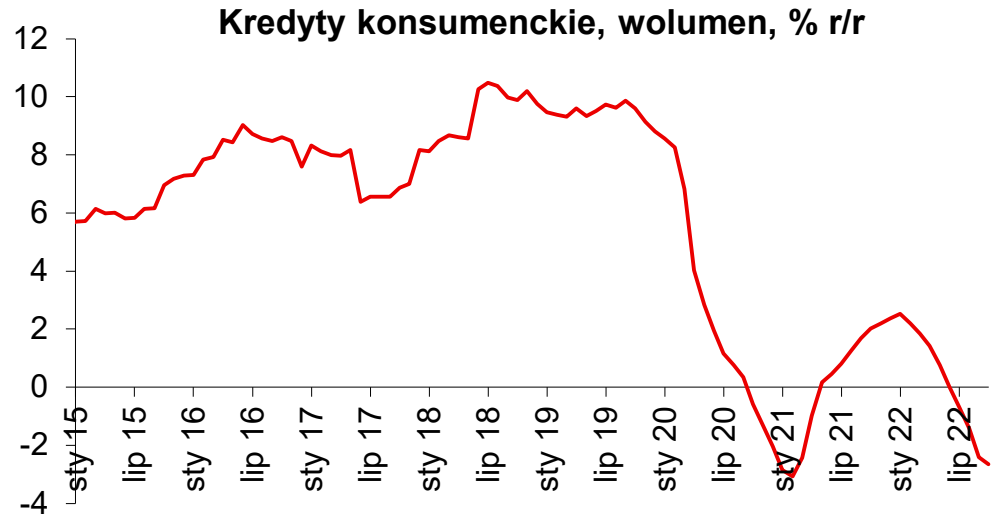


Teoretyczna stopa spłaty – zakłada tylko tempo spłat wynikające z harmonogramu oraz wakacje 2022

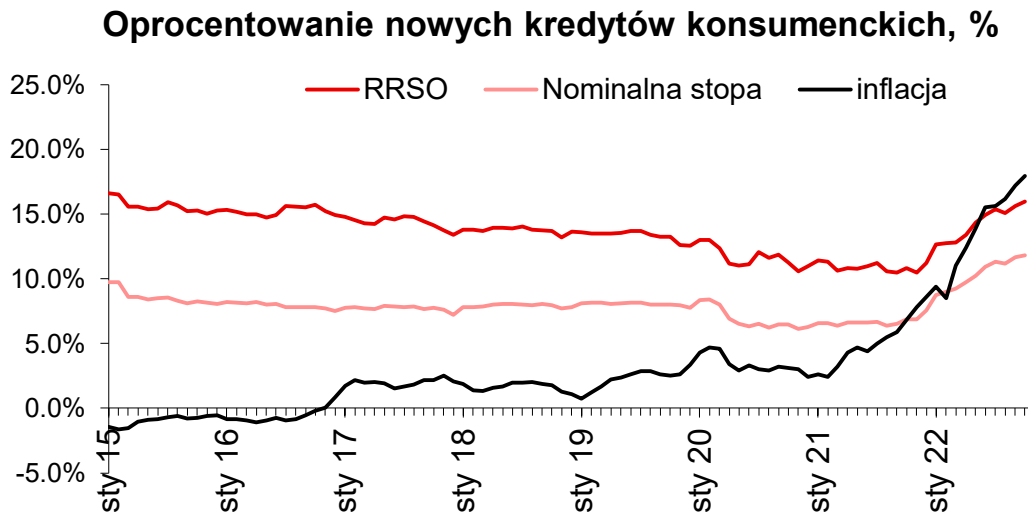
Źródło: NBP, Santander

Źródło: NBP, Santander

Kredyt konsumencki: przyspieszone spłaty



Źródło: NBP, Santander



Źródło: NBP, Santander

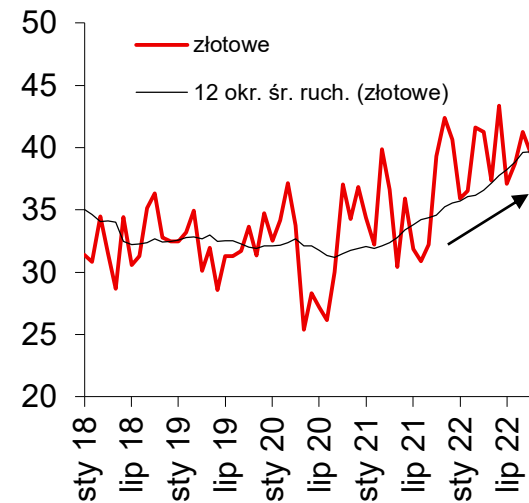


Od początku 2022 r. wolumeny kredytu konsumpcyjnego wyraźnie zwalniają po odbiciu obserwowanym w 2021 r. Tempo wzrostu wolumenu spadło w lipcu poniżej zera.

W ostatnich kwartałach obserwowany był znaczący wzrost stopy spłat kredytów tego typu, co przekłada się na szybsze spadki wolumenów. Obecnie efekt wyższych spłat jest nawet mocniejszy od efektu niższej nowej sprzedaży. Gdyby tempo nadpłat kredytów nie przyspieszyło, wzrost wolumenu wynosiłby obecnie ok. 5% r/r.

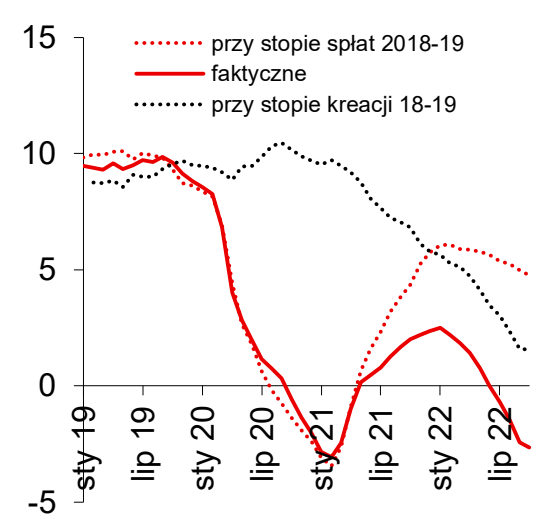
Stopy oprocentowania wzrosły z rekordowo niskich poziomów notowanych w latach 2020-2021, ale nadal pozostają wyraźnie niższe niż przed 2015 r. oraz są obecnie niższe od inflacji – po raz pierwszy w badanej historii (2006 r.). Teoretycznie to powinien być czynnik sprzyjający zwiększaniu zadłużenia na cele konsumpcyjne. W przeciwną stronę będzie oddziaływać zaostrzenie polityki kredytowej przez banki, spodziewamy się zatem, że **sprzedaż pozostanie na relatywnie niskim poziomie, ale stopa spłat może się obniżyć, co powinno sprzyjać wolumenowi.**

Zannualizowana stopa spłat kredytów konsumenckich, %



Źródło: NBP, Santander

Kredyty konsumenckie – wzrost faktyczny i przy historycznej stopie spłat



Źródło: NBP, Santander

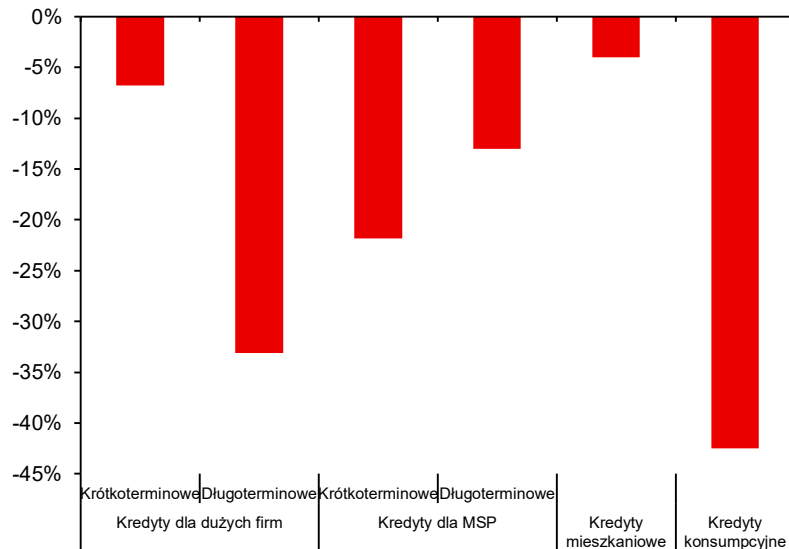
Polityka kredytowa: nieuniknione zacieśnienie



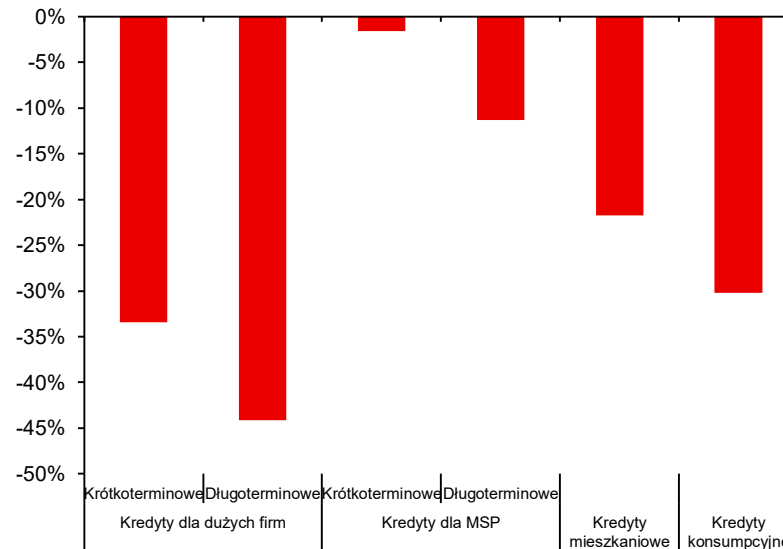
W III kw. 2022 r. banki zacieśniały politykę kredytową we wszystkich segmentach rynku. Taka zmiana była podyktowana pogorszeniem prognoz makro, wzrostem stóp procentowych, pogorszeniem jakości portfeli oraz wzrostem ryzyka poszczególnych branż. Polityka kredytowa jest zresztą zacieśniana już od początku 2022 r. Banki oczekują dalszego zacieśnienia polityki kredytowej w IV kw. – również we wszystkich segmentach rynku.

Naszym zdaniem **to nie koniec zacieśnienia polityki kredytowej** – wprawdzie w I kw. 2023 r. stopy rynkowe nie powinny już rosnać, ale w tym okresie spodziewamy się dołka koniunktury, co może oznaczać umiarkowany optymizm co do otoczenia gospodarczego, postępujące pogorszenie jakości portfela oraz wzrost ryzyka poszczególnych branż.

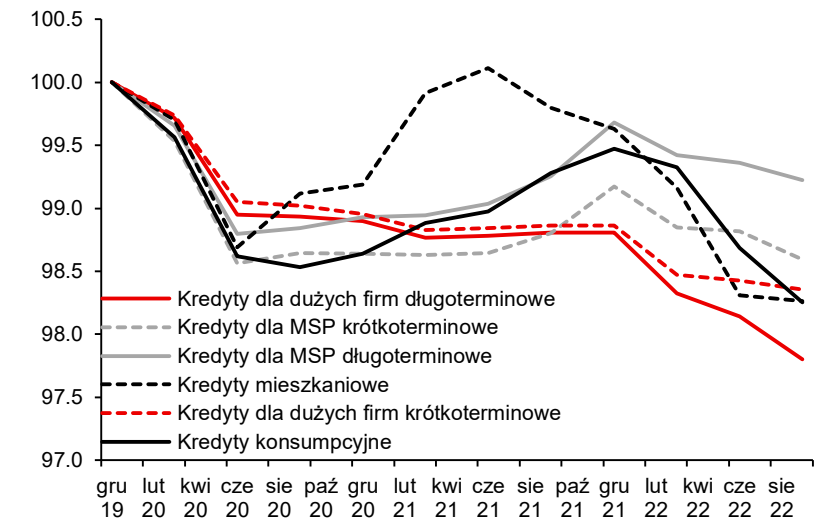
Zmiana polityki kredytowej w III kw. 2022 r., procent ważony (minus oznacza zacieśnienie)



Oczekiwana zmiana polityki kredytowej w IV kw. 2022 r., procent ważony (minus oznacza zacieśnienie)



Zagregowana zmiana warunków kredytowych, koniec 2019 = 100



Źródło: NBP, Santander

Rynek pracy

2



Wielka rezygnacja aktywizacja po pandemii

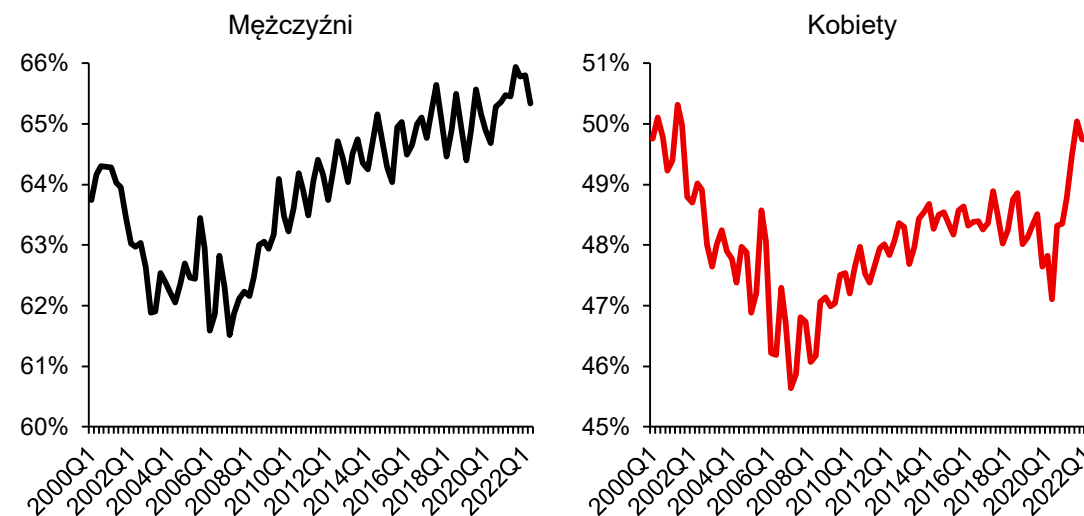
Jednym z szeroko omawianych na świecie trendów w ostatnich latach było zjawisko „wielkiej rezygnacji” – masowe dobrowolne odchodzenie z pracy na skutek pandemii i jej następstw.

W Polsce pierwszą reakcją na kryzys wywołany pandemią również była przejściowa dezaktywizacja zawodowa, jednak nie trwała ona dłużej niż pół roku i zaraz po niej nastąpił gwałtowny wzrost stopy aktywności zawodowej. Zjawisko to (zarówno początkowy spadek, jak i późniejszy wzrost aktywności) dotyczyło w znacznie większym stopniu kobiet niż mężczyzn. Niewykluczone, że dużą zasługę w tym zakresie należy przypisać poważnemu przemodelowaniu relacji między pracodawcą a pracownikami w następstwie pandemii i lockdownów, skutkującą większą elastycznością form zatrudnienia, zwiększeniem możliwości pracy zdalnej i hybrydowej, co pozwoliło większej części kobiet łączyć obowiązki domowe z pracą zawodową.

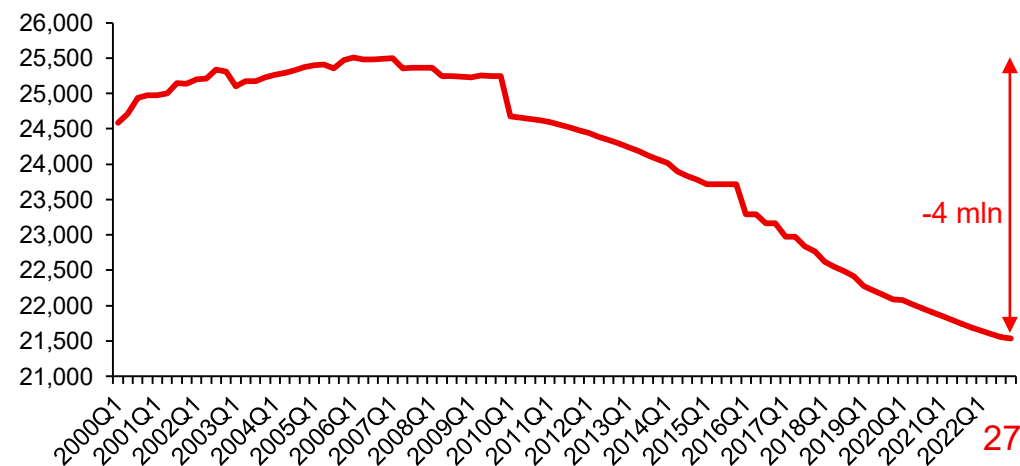
Mowa o trendach obserwowanych w danych BAEL, które ze względu na metodologię badania niemal całkowicie pomijają migrantów zarobkowych i uchodźców. Dlatego wspomnianych zmian nie należy kojarzyć z przepływami osób między Polską a Ukrainą.

Wzrost stopy aktywności zawodowej charakteryzował zresztą całą ostatnią dekadę, co (obok napływu migrantów zarobkowych) pozwoliło na utrzymanie wzrostowej tendencji liczby pracujących pomimo szybko postępującego spadku liczebności krajowej populacji w wieku produkcyjnym, wynikającego ze starzenia się społeczeństwa. Spadkowy trend populacji utrzyma się w kolejnych latach, więc dla utrzymania gospodarki na ścieżce wzrostowej konieczny będzie dalszy wzrost stopy aktywności (głównie kobiet, ponieważ w przypadku mężczyzn potencjał wydaje się ograniczony, nie odstajemy od norm w innych krajach) i/lub znaczny napływ siły roboczej z zagranicy.

Stopa aktywności zawodowej, %



Populacja w wieku produkcyjnym (15-59/64), tys.



Źródło: Eurostat, Santander



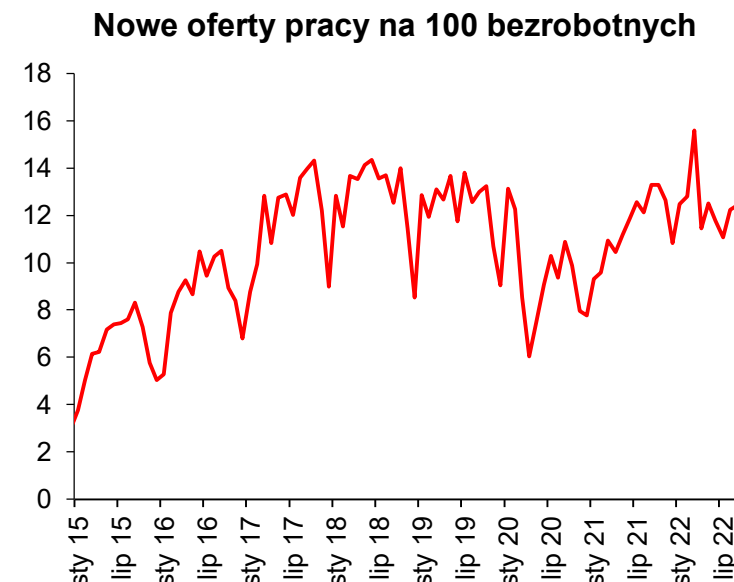
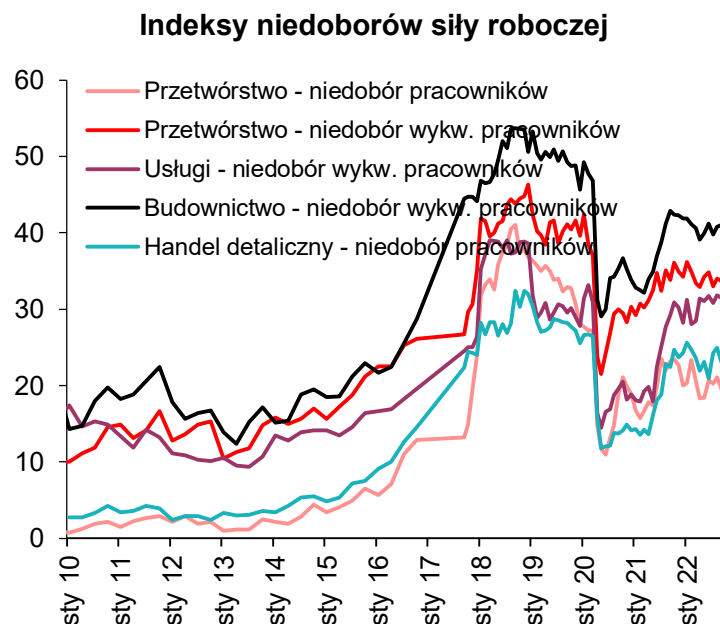
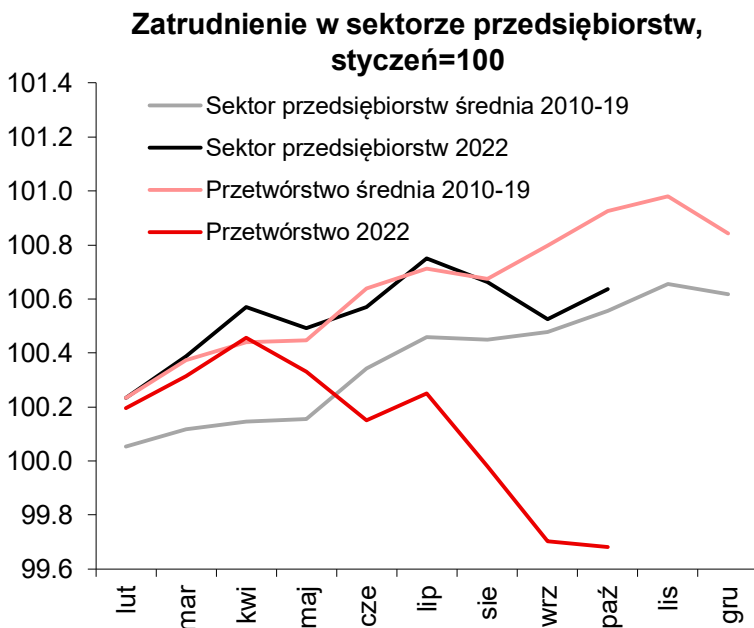
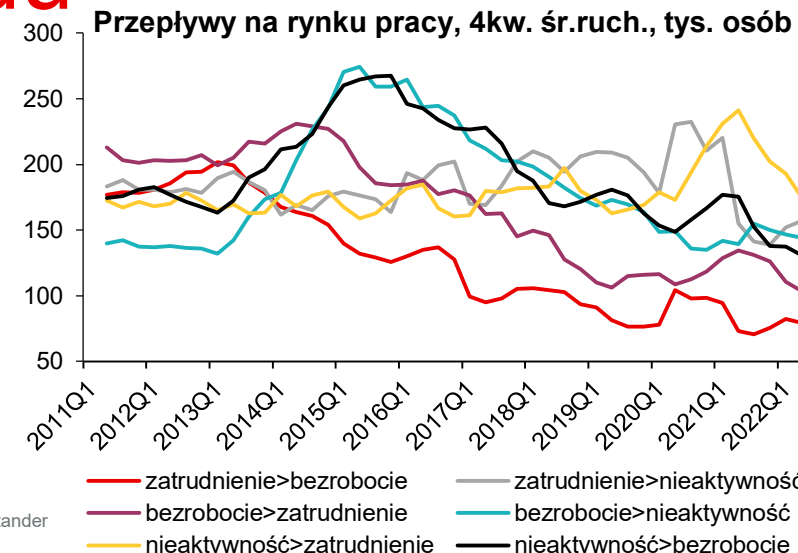
Rynek pracy: stopniowa zmiana trendu

Mimo hamowania gospodarki, zatrudnienie trzyma się niezłe, w danych na wysokim poziomie agregacji nie widać zwolnień, liczba bezrobotnych utrzymuje się na niskim poziomie a firmy wciąż wskazują, że doskwiera im niedobór pracowników.

Głębsze spojrzenie w szczegółowe statystyki pokazują jednak pewne rysy na szkle: obniża się zatrudnienie w przetwórstwie przemysłowym, lekko zaczęła spadać liczba ofert pracy na jednego bezrobotnego, w danych BAEL widać, że pierwszy raz od wybuchu pandemii zwiększył się przepływ osób z pracujących do bezrobocia i nieaktywności, a zmniejszył z nieaktywności i bezrobocia do zatrudnienia, badania koniunktury pokazują wyraźne pogorszenie przewidywań dot. zatrudnienia. Cięcia etatów widać coraz wyraźniej w przetwórstwie, podczas gdy w usługach zapotrzebowanie na pracowników do tej pory nie słabło.

Spodziewamy się, że **negatywne tendencje na rynku pracy będą się nasilać.**

Źródło: Eurostat, Santander





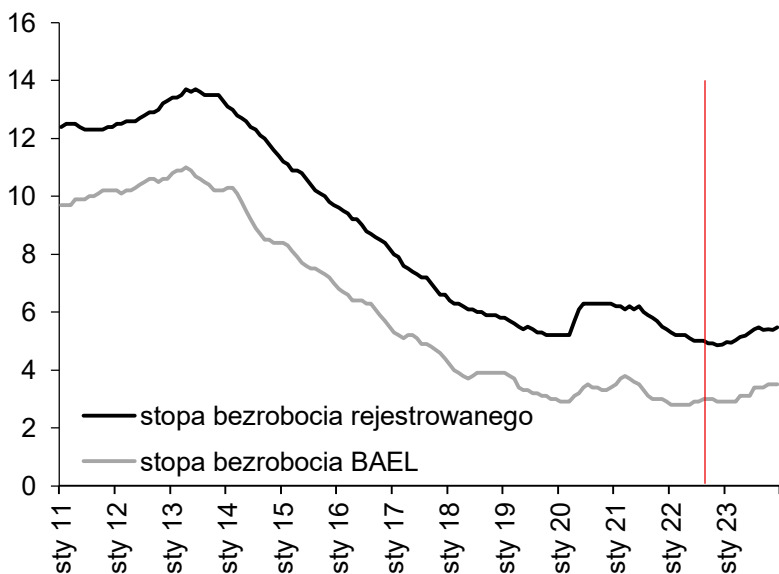
Stopa bezrobocia nie powinna znacząco wzrosnąć

Przewidywane przez nas negatywne tendencje na rynku pracy zakładają wzrost bezrobocia. Naszym zdaniem nie będzie on jednak wyraźny – **stopa bezrobocia wzrośnie o niespełna 1 pkt. proc. do końca 2023 r.**

Wydaje się, że firmy nauczone doświadczeniem ostatnich lat będą starały się w miarę możliwości **uniknąć zwolnień na dużą skalę**. Buforem dla bezrobocia jest też duża liczba nieobsadzonych etatów w punkcie wyjściowym (tuż przed rozpoczęciem spowolnienia/recesji), trwający od lat spadek liczby osób w wieku produkcyjnym oraz prawdopodobna (okresowa) dezaktywizacja zawodowa części osób w następstwie zwolnień.

Relatywnie niewielki wzrost bezrobocia podczas pandemii częściowo wynikał z obecności dużej liczby migrantów z Ukrainy w polskiej gospodarce. Wówczas, nawet gdy tracili pracę, nie rejestrowali się jako bezrobotni w krajowych urzędach, tylko wyjeżdżali do swojej ojczyzny. Tym razem trudno jednak liczyć na taki efekt ze względu na rosyjską inwazję na Ukrainę. Już teraz liczba zarejestrowanych cudzoziemców jest wyraźnie wyższa niż w poprzednich latach i naszym zdaniem szansa, że w przypadku utraty pracy się rejestrować w Polsce, jest dużo wyższa niż w 2020 r.

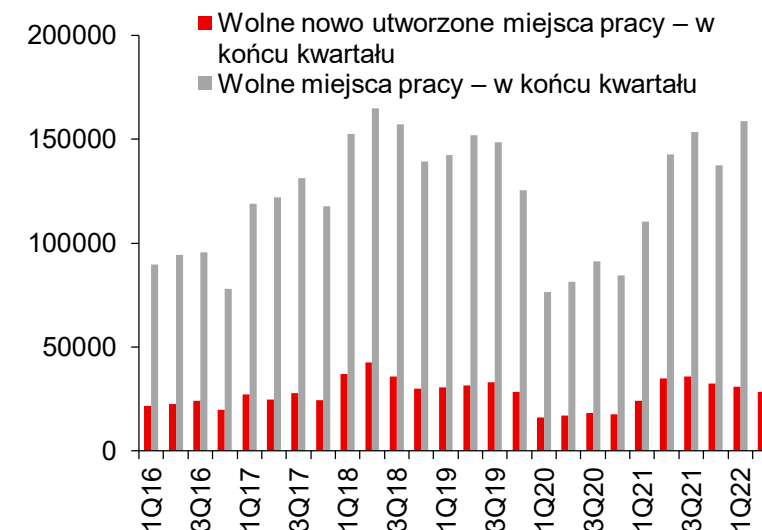
Stopy bezrobocia, w ujęciu odsezonowanym



Cudzoziemcy zarejestrowani jako bezrobotni



Wakaty





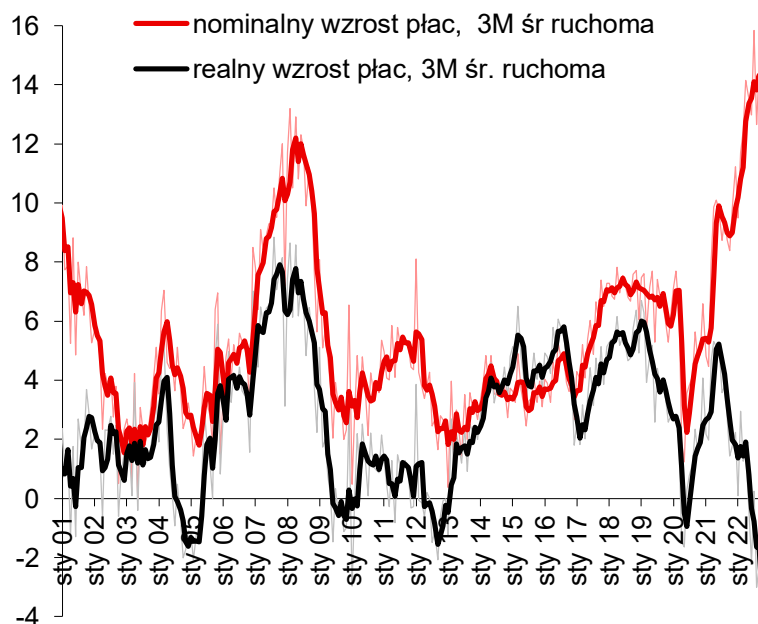
Wynagrodzenia nie nadążają za inflacją

Spadek popytu na pracę, widoczny w liczbie ofert i wakatów, powinien przekładać się na ograniczenie wzrostu wynagrodzeń. Płace w sektorze przedsiębiorstw już rosną wolniej niż CPI – realna dynamika wynagrodzeń po raz pierwszy w historii jest tak mocno ujemna (w październiku -4% r/r). Wg nas **realny wzrost przeciętnych płac pozostanie poniżej zera** w fazie hamowania gospodarki i pogarszania wyników finansowych przedsiębiorstw.

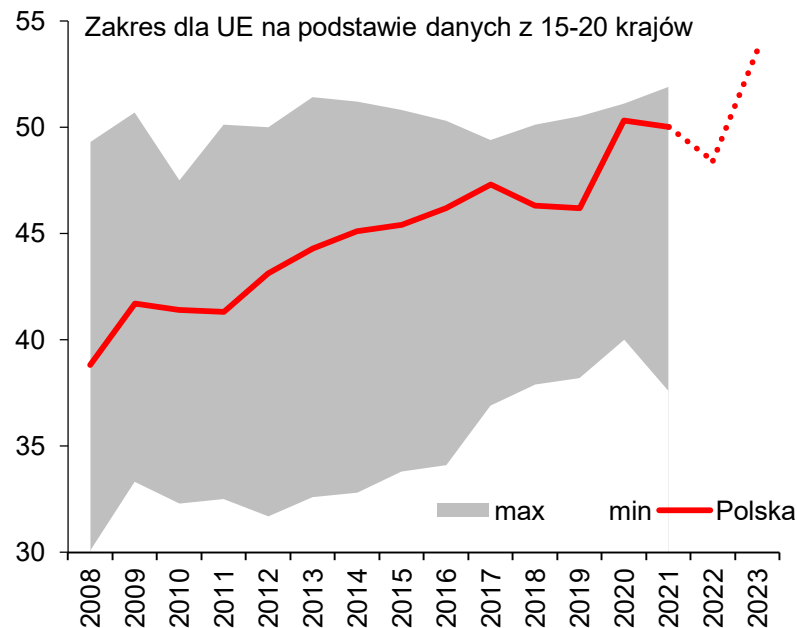
Pewien udział w obniżeniu presji płacowej miało wejście ukraińskich uchodźców na polski rynek pracy, skoncentrowane w kilku obszarach (głównie usługi, część przetwórstwa, [str.33](#)). Oceniamy, że powstrzymało to mocniejsze podwyżki płac w tych sektorach, mimo wysokiego zapotrzebowania na pracowników.

W 2023 r. czynnikiem powstrzymującym płace przed silniejszym wyhamowaniem będzie podniesienie płacy minimalnej, w sumie o 20% w dwóch krokach ([str.31](#)).

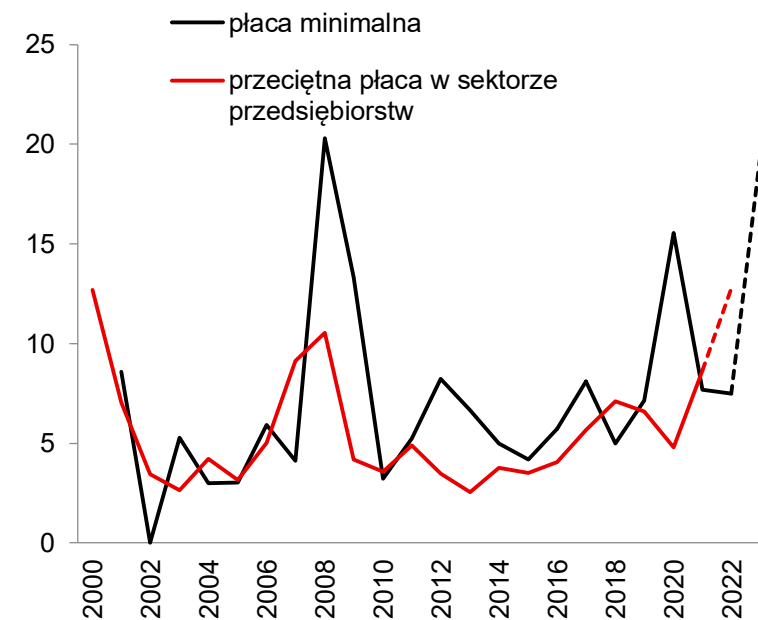
Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Płaca minimalna jako % przeciętnej płacy



Płaca minimalna a płaca przeciętna, % r/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Płaca minimalna podporą dynamiki wynagrodzeń

Zasięg oddziaływania podwyżki płacy minimalnej (PM) wykracza poza osoby, które dotychczas dostawały PM. Automatycznie wpływa ona też na pensje osób, które wcześniej dostawały więcej niż PM, ale mniej niż PM po podwyżce. Do tego dodać też trzeba efekt na rozkład płac. Brak reakcji w wynagrodzeniach nieco wyższych niż nowa PM oznaczałoby istotne zaburzenie relatywnych płac między tymi grupami pracowników, rodząc napięcia i żądania płacowe.

Płacę minimalną otrzymywało w 2020 7,8% zatrudnionych*. W OSR do podwyżki płacy minimalnej w 2023 r. przyjęto, że wpływ podwyżki odczuje 2,2 mln pracujących (ok. 13% wszystkich pracujących). NBP w 2014 r. ustalił, że podwyżka płacy minimalnej wpływała na wynagrodzenie ok. 15% pracujących w tym 4% zarabiających powyżej jej nowego pułapu. W małych firmach ponad 25% załogi otrzymywało zmienione wynagrodzenie z uwagi na podwyżkę PM. Szybki Monitoring z 3Q22 podaje, że według przedsiębiorców regulacje rządowe takie jak PM to drugi najważniejszy czynnik kształtowania płac po kondycji ekonomicznej firmy. Z kolei Szybki Monitoring z 1Q22 wykazał, że w mikrofirmach jest to wręcz najsilniejszy czynnik, kluczowy dla 47% z nich (w większych firmach przyznało to 36%).

Nasz model dynamiki płacy przeciętnej szacuje parametr przy płacy minimalnej na 0.1-0.2. co mniej więcej odpowiada udziałom wymienionym powyżej. Oznacza to, że w 2023 PM będzie odpowiadać za 1.9-3.9pp wzrostu płac. W modelu objaśnialiśmy zachowanie płacy przeciętnej zmiennymi opisującymi inflację, koniunkturę, skalę luzu na rynku pracy oraz popyt na pracę w firmach, w różnych konfiguracjach.

Wg modelu w 2021 r. za przyspieszeniem w płacach stało przede wszystkim popandemiczne odbicie i otwartość firm na zwiększanie zatrudnienia (prawdopodobnie z uwagi na wciąż podwyższone absencje). W 2022 r. koniunktura nie dawała już bodźca do windowania dynamiki płac, za to bardzo silnie zadziałał czynnik inflacyjny. W 2023 r., w oparciu o nasz scenariusz makroekonomiczny powinno dojść do delikatnego wyhamowania tempa wzrostu płac, jednak skala podwyżki płacy minimalnej w całości niweluje ten efekt.

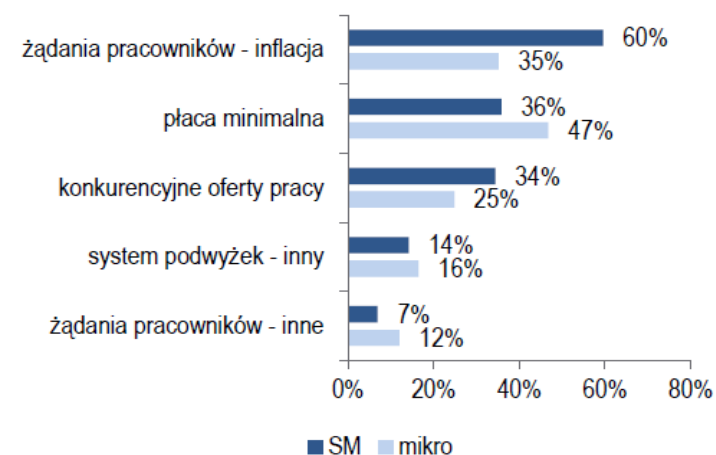
W naszym narzędziu narzucone jest założenie o braku spirali cenowo-płacowej. Wystąpienie w Polsce tego zjawiska oznaczałoby ryzyko wyższej dynamiki płac niż sugerowana przez model.

* w statystyce „Gospodarka Narodowa”, podmioty zatrudniające 10 i więcej osób. Te dane nie obejmują jednak najmniejszych firm, więc w rzeczywistości tych osób jest więc zapewne więcej.



Szybki Monitoring 1Q22

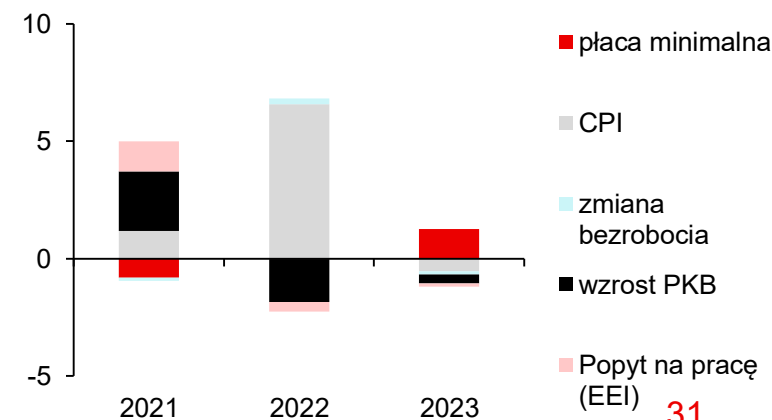
Wykres 91 Odsetek firm uznających poszczególne czynniki za kluczowe w decyzji o zmianie płac [%]



Wg ankiety kierowanej do mikro firm przeprowadzonej przez NBP w okresie listopad-grudzień 2021 r.

Źródło: Szybki Monitoring; ankieta mikro 2021 r.

Wpływ czynników na zmianę tempa wzrostu płac



Źródło: GUS, KE, Santander



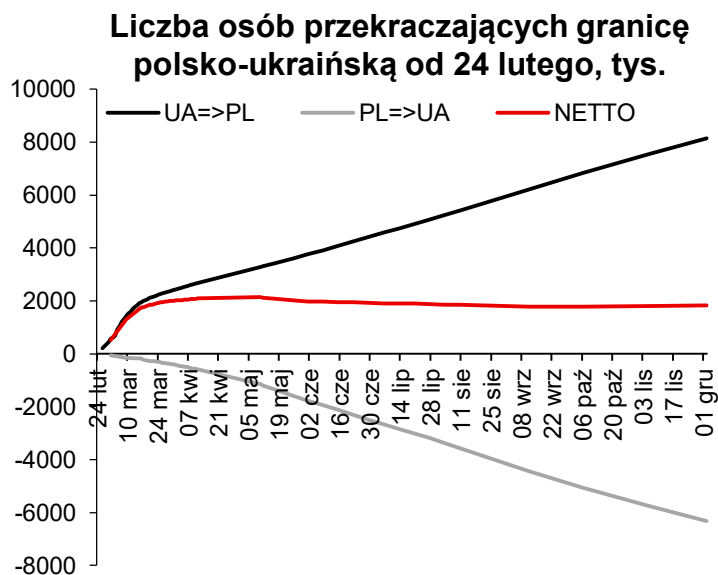
Uchodźcy z Ukrainy: mniej zarejestrowanych

Ataki Rosji na infrastrukturę energetyczną w Ukrainie oraz nadchodząca zima mogą wywołać **nową falę napływu uchodźców do Polski**, jednak skala zjawiska jest trudna do odgadnięcia. Na razie dane wskazują, że liczba uchodźców przebywających w Polsce nieco się zmniejszyła.

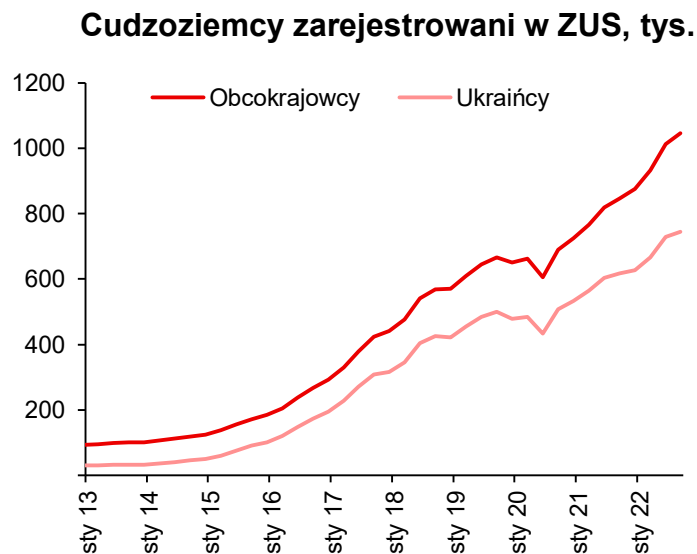
Wg danych Straży Granicznej, napływ netto osób przez granicę polsko-ukraińską zmniejszył się z ok. 2,1 do 1,8 mln osób. Co więcej, w ostatnich miesiącach doszło do **wyraźnego spadku liczby obywateli Ukrainy zarejestrowanych w krajowej bazie PESEL (ok. 400 tys. od szczytu)**. Prawdopodobnie przenieśli się do innych państw, ale raczej nie do Ukrainy, gdyż taki fakt znalazłby odzwierciedlenie w danych Straży Granicznej. Nie można też wykluczyć, że po prostu zrezygnowali z numeru PESEL, ale nadal przebywają w Polsce.

Pomimo spadku liczby cudzoziemców zarejestrowanych w PESEL, nadal rośnie ich liczba w ZUS. To naszym zdaniem sugeruje, że na wyjazd zdecydowali się przede wszystkim ci, którzy nie znaleźli zatrudnienia w Polsce.

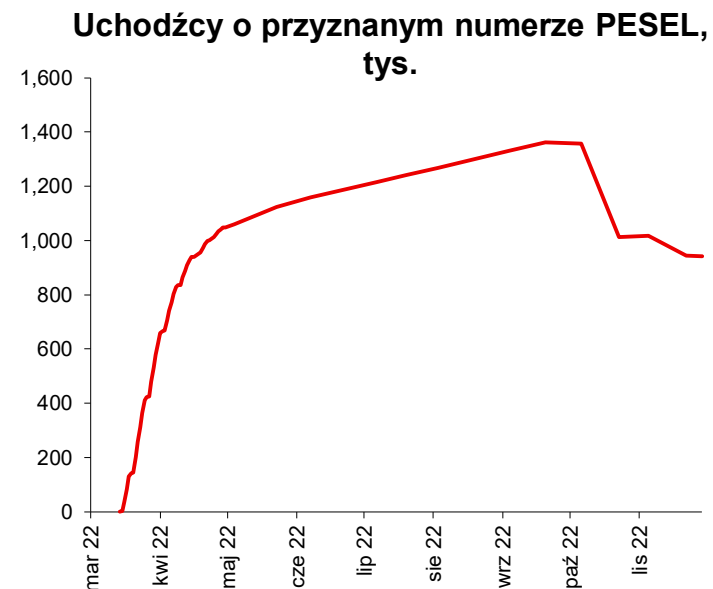
Ze statystyk zniknęło 20% mężczyzn i 35% kobiet. W przypadku mężczyzn (-85 tys. od szczytu) ubytek dotyczył w zasadzie tylko dzieci (-79 tys.) i osób starszych (-8 tys.), natomiast w przypadku kobiet (-330 tys. od szczytu) ze statystyk zniknęły przede wszystkim roczniki 1963-2003 – ubyło ich aż 38% (220 tys.).



Źródło: Straż Graniczna



Źródło: ZUS



Źródło: dane.gov.pl





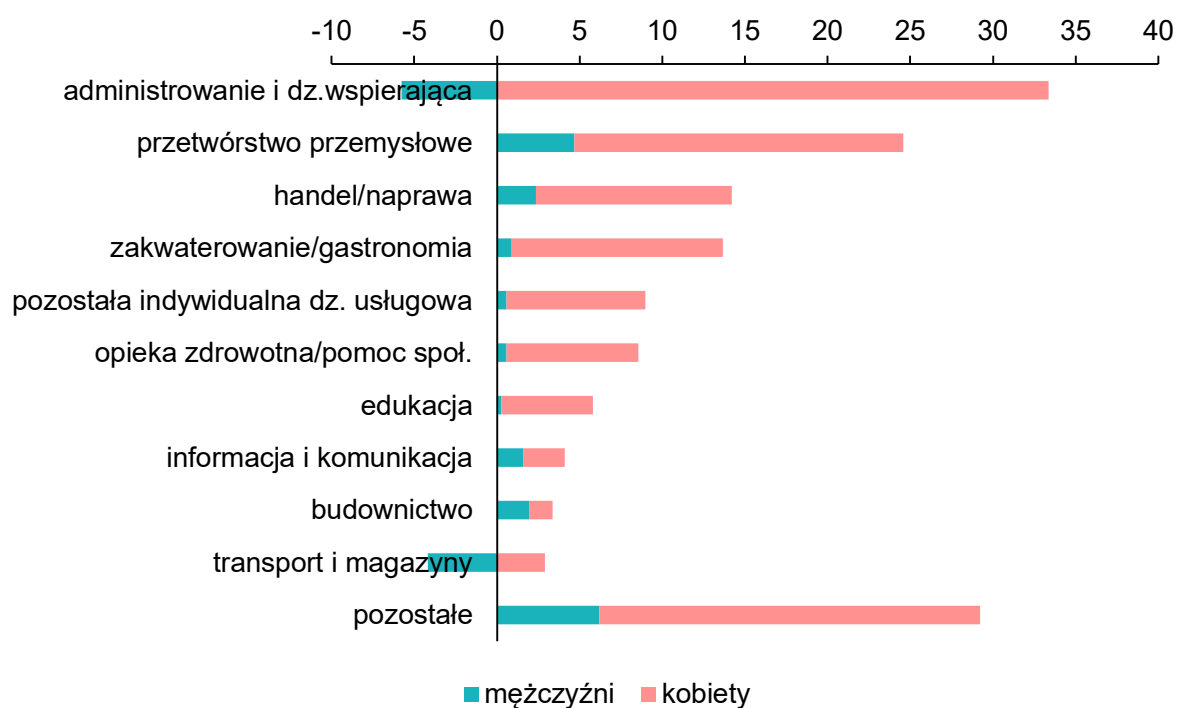
Uchodźcy z Ukrainy: selektywnie na rynku pracy

Dane rejestrowe ZUS pokazują napływ pracowników (głównie pracowniczek) skoncentrowany w kilku sektorach usługowych.

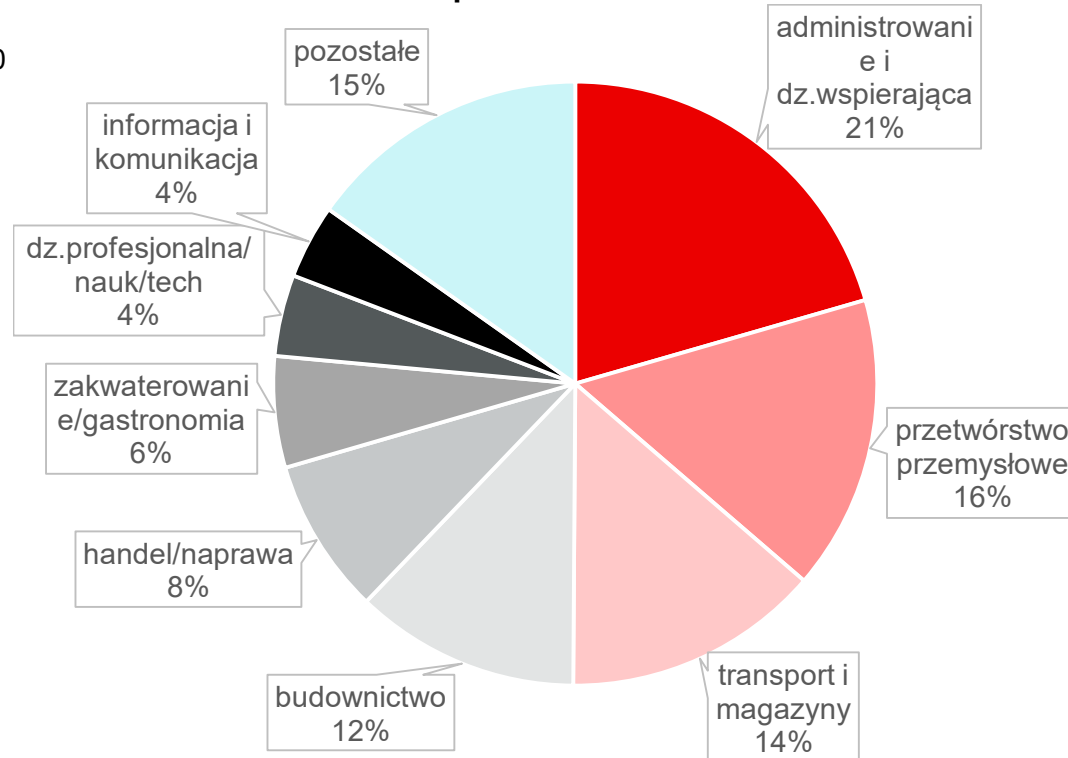
Jednak ujawnia to tylko część populacji Ukraińców na polskim rynku pracy (ok. 140 tys. osób, podczas gdy wg Ministerstwa Rodziny i Polityki Społecznej pracę znalazło ok. 400 tys.).

W szczególności, trudno znaleźć potwierdzenie wyraźnego odpływu mężczyzn z wybranych branż. Może to jednak wynikać z tego, że pracodawcy nie zgłaszają takich wyjazdów, traktując je jako tymczasowe, lub wyjazdy dotyczyły przede wszystkim osób pracujących w szarej gospodarce.

Ukraińcy zarejestrowani w ZUS, zmiana XII.2021-X.2022, wybrane sektory, tys. osób



Cudzoziemcy zarejestrowani w ZUS, wg sektorów, październik 2022 r.



Inflacja

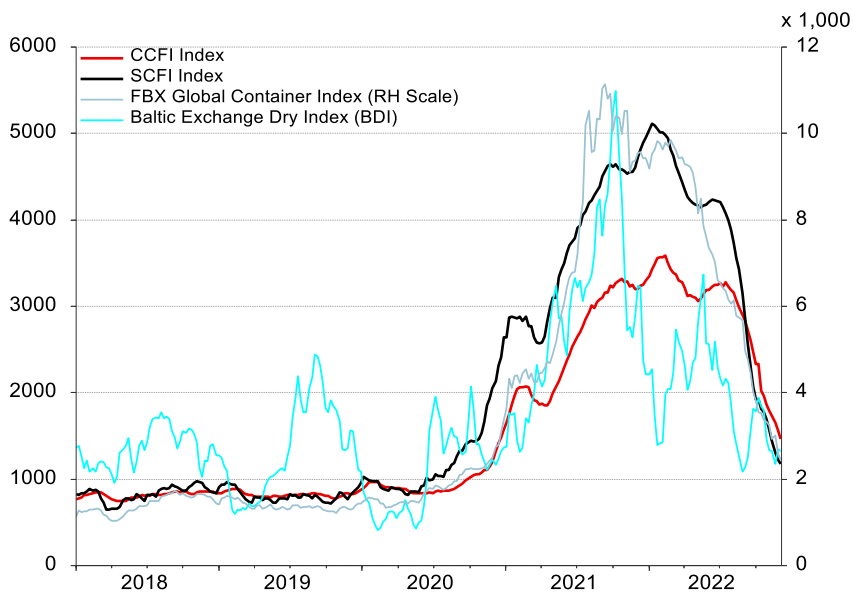
3



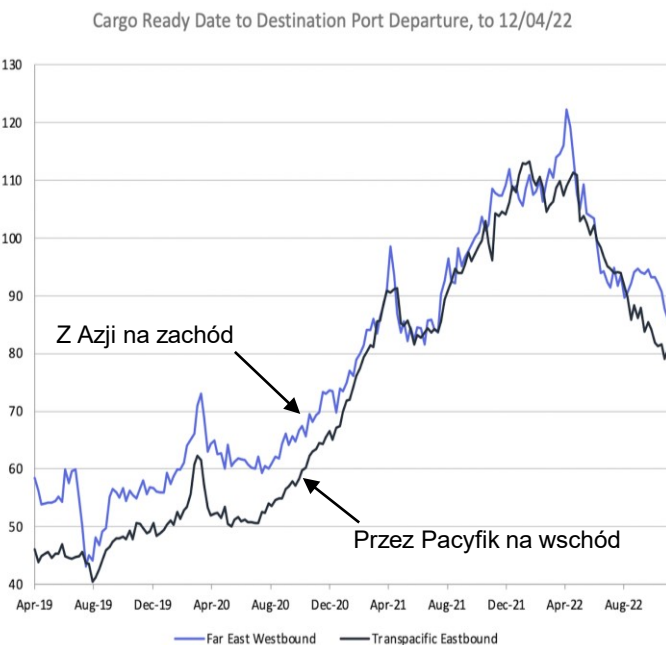
Napięcia w globalnych łańcuchach dostaw maleją

Systematycznie **zmniejszają się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw**: opóźnienia w transporcie oraz koszty transportu morskiego maleją od początku br., zmniejsza się zatłoczenie portów morskich. Nadal są one powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii Covid-19, ale wyraźne ustępowanie problemów logistycznych powinno być czynnikiem zmniejszającym globalne napięcia inflacyjne w 2023 r., chociażby z uwagi na efekt „wysokiej bazy”.

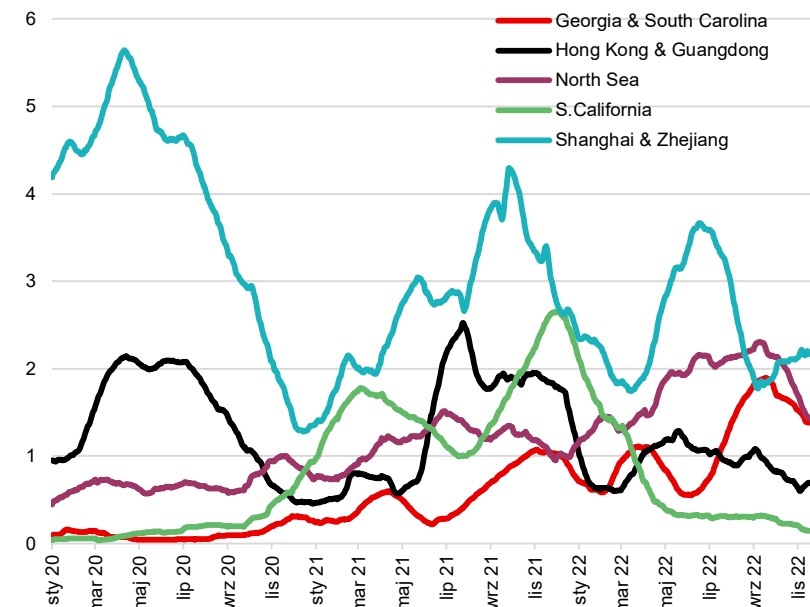
Spadają wskaźniki kosztów dostaw konterenowych drogą morską



Spadają wskaźniki czasu dostaw drogą morską: Ocean Timeliness Indicator



Spadają wskaźniki zatłoczenia portów morskich (statki oczekujące jako % pojemności portów)





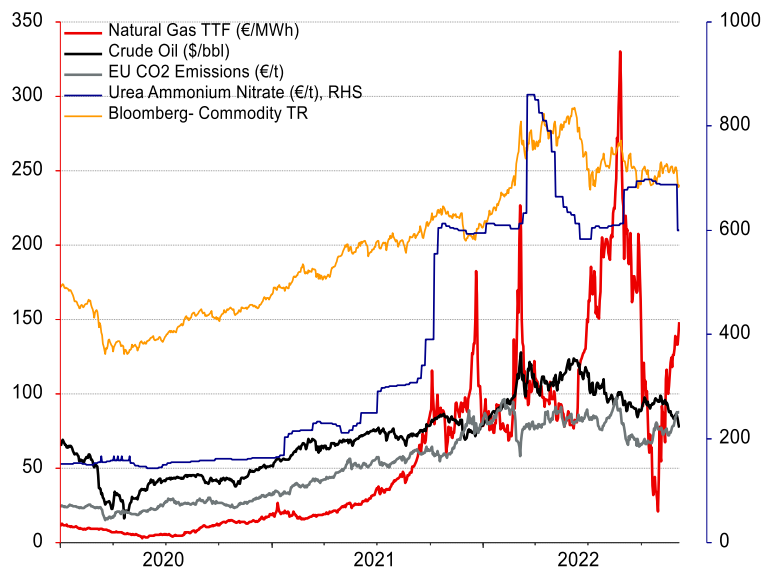
Ceny surowców schodzą ze szczytów

Światowe ceny surowców i energii schodzą ze szczytów osiągniętych wcześniej w tym roku. W październiku do mocnego spadku cen gazu i prądu w Europie przyczyniła się wyjątkowo ciepła jesień i kwestie logistyczne (do portów dotarło dużo dostaw LNG, przy wysokim wypełnieniu magazynów gazu), ale wraz z wchodzeniem w okres zimowy ten efekt zaczął się cofać. Zmiany cen surowców w kolejnych miesiącach będą zależały od głębokości globalnego spowolnienia.

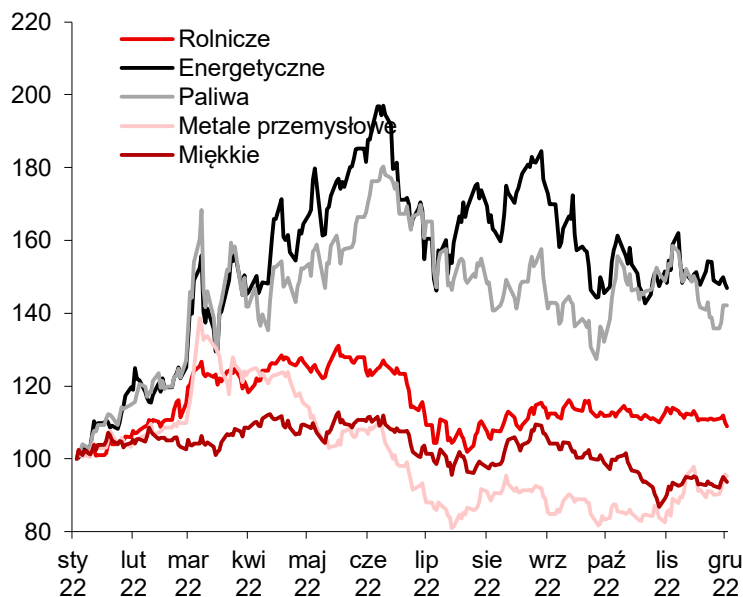
Stopniowe rozluźnianie przez Chiny polityki „zero-Covid” z jednej strony budzi nadzieje na dalsze łagodzenie napięć w łańcuchach dostaw, z drugiej strony – jeśli pomoże Chinom ożywić wzrost PKB, będzie oznaczało większy popyt na surowce i obciążenie sieci logistycznych. Nie jesteśmy pewni co do finalnych skutków dla globalnej presji inflacyjnej, szczególnie, że zniesienie restrykcji przy niskiej odporności chińskiego społeczeństwa i braku skutecznych szczepionek oznacza ryzyko dużego wzrostu zachorowań, przeciążających chińską służbę zdrowia, więc ostatecznie może być trudne do przeprowadzenia na dużą skalę.

Inflacja PPI zaczęła dość wyraźnie spadać. Dane historyczne pokazują, że PPI jest dość dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym dla CPI. Mocnym sygnałem spadku CPI w historii było zwłaszcza obniżenie PPI poniżej CPI – do tego jeszcze sporo nam brakuje.

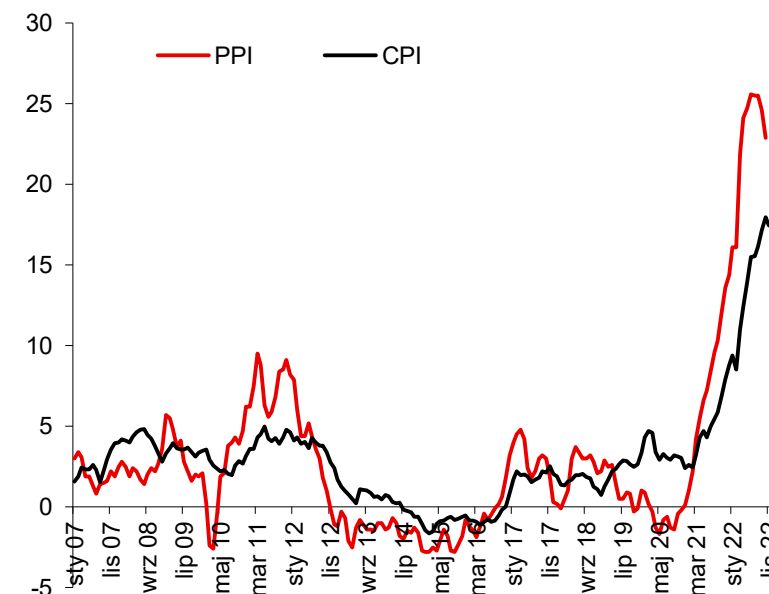
Ceny surowców naturalnych, praw do emisji CO2, nawozów sztucznych



Indeksy surowcowe Bloomberg, 03/01/2022 = 100



CPI a PPI, % r/r





Inflacja blisko szczytu

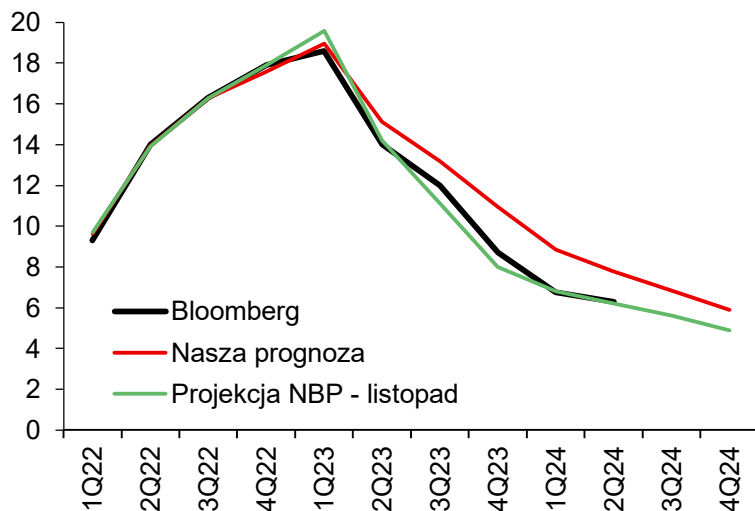
Inflacja CPI wreszcie nieco się obniżyła w listopadzie, po raz pierwszy od lutego, gdy wprowadzono „Tarczę Antyinflacyjną”. Spadek CPI wynikał przede wszystkim z niższych cen węgla i paliw, podczas gdy inflacja bazowa nadal rosła, a wzrost cen ogółem wciąż odchyłał się w górę od mediany.

W ostatnich miesiącach pojawiło się jednak **wiele czynników dezinflacyjnych**, które wspierają prognozę spadku inflacji CPI w 2023 r., po szczycie w lutym, wynikającym z efektu niskiej bazy i odwrócenia od stycznia niektórych obniżek podatków w ramach „Tarczy Antyinflacyjnej”. Do czynników tych należą: wolniejszy wzrost gospodarczy, spadek marż firm, wolniejszy wzrost kredytu, obniżenie inflacji PPI, spadki cen surowców na rynkach międzynarodowych oraz oczekiwany przez nas wolniejszy wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Spodziewamy się, że inflacja CPI obniży się do ok. 10% r/r pod koniec 2023 r. i do ok. 6% pod koniec 2024 r.

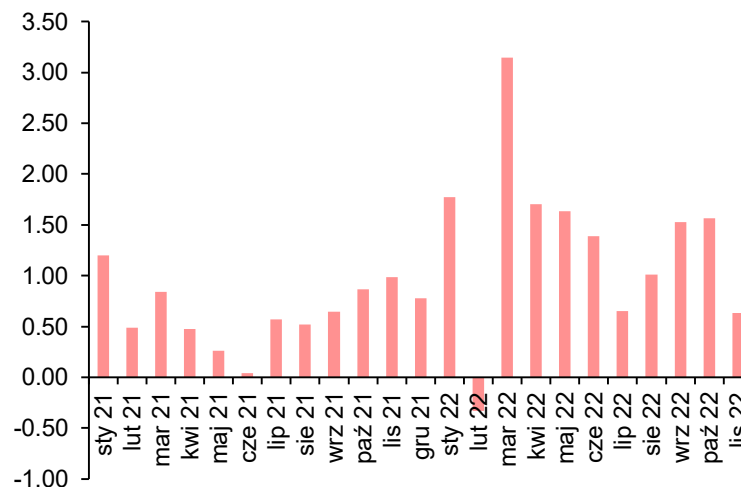
Naszym zdaniem powrót inflacji do celu będzie jednak mozolny i trudno spodziewać się go w najbliższych dwóch latach, a i 2025 r. budzi nasze wątpliwości (zakładamy, że będzie to już ponownie okres ożywienia w gospodarce, zacieśnienia na rynku pracy).

Prognozy inflacji CPI, % r/r



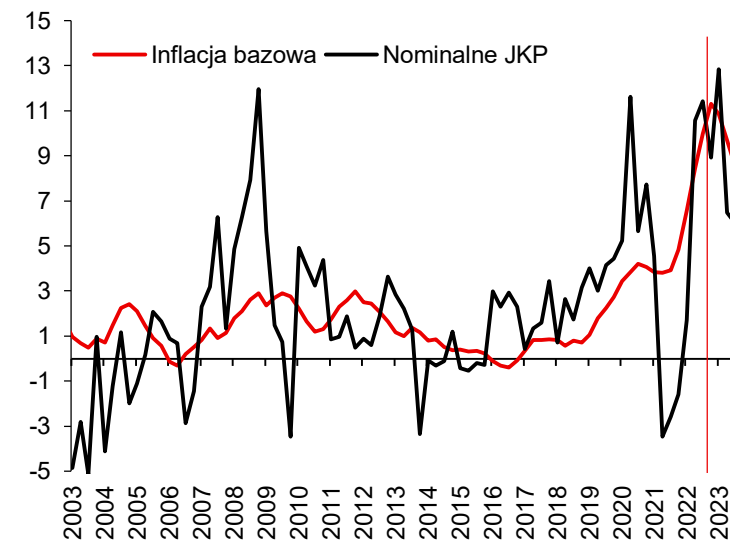
Źródło: NBP, Bloomberg, Santander

Odchylenie wzrostu cen w danym miesiącu od mediany z lat 2013-2020, pkt proc.



Źródło: GUS, Santander

Jednostkowe koszty pracy a inflacja bazowa, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander





Ustawowe ograniczenie wzrostu cen energii

Sejm wprowadził **ustawę zamrażającą cenę energii elektrycznej** dla gospodarstw domowych do zadanego progu spożycia, powyżej którego ustanowiono maksymalną cenę 693 zł / MWh. Próg ustanowiono na 2.0 MWh rocznego spożycia, przy czym dla osób z niepełnosprawnościami podwyższono do 2.6 MWh, do dla rolników i posiadaczy Karty Dużej Rodziny do 3.0 MWh.

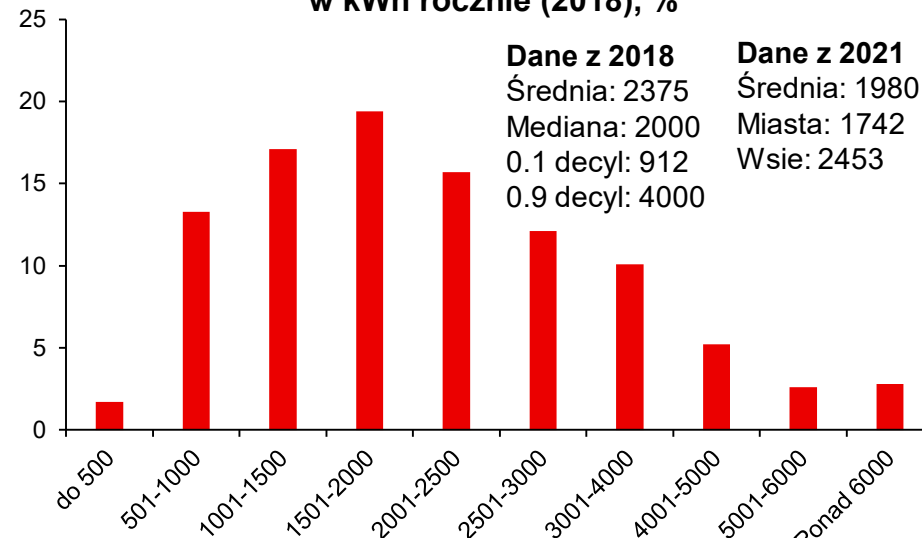
Szacujemy, że cena maksymalna jest o ok. 70% wyższa od przeciętnej, a opisane powyżej rozwiązania przełożą się na wzrost rachunków gospodarstw domowych o ok. 7%. Cofnięcie „Tarczy Antyinflacyjnej” dołoży do wzrostu rachunków jeszcze ok. 18%.

Dla oszacowania wpływu nowych rozwiązań ustawowych na średnie ceny posłużyliśmy się rozkładem konsumpcji energii w 2018 r., który skorygowaliśmy za pomocą średnich danych o zużyciu w 2021 r. Przyjęliśmy, że średnie zużycie poza miastami odpowiada zużyciu rolników, niepełnosprawnych oraz w rodzinach wielodzietnych. Założyliśmy łączną liczbę odbiorców energii na 16,8 mln, w tym 2,3 mln rodzin wielodzietnych i rolników, 1,0 mln rodzin z osobami niepełnosprawnymi.

Na podstawie takich założeń możemy oszacować, że 100-procentowy wzrost cen energii podbiłyby średnie dla grupy z limitem 2 MWh o ok. 18%, dla grupy z limitem 2.6 MWh o ok. 21% i dla grupy z limitem 3 MWh o ok. 16%. Po uśrednieniu daje to ok. 18%. Ponieważ zaś cena energii to ok. 50-55% rachunku gospodarstwa domowego, to w uproszczeniu 100% wzrost ceny energii przekłada się na wzrost rachunków o ok. 10%.

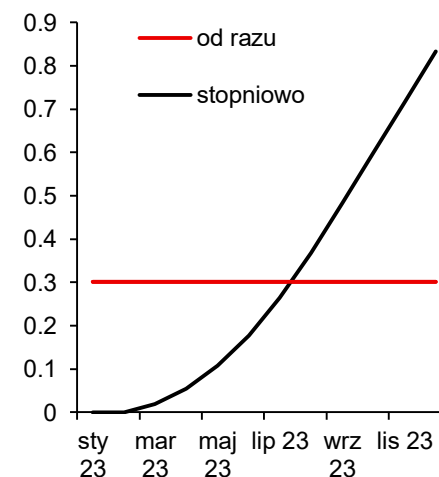
Nie wiemy jeszcze jak nowe regulacje zostaną uwzględnione przez GUS w inflacji. Naszym zdaniem opcje są dwie: 1) GUS uśredni wzrost cen w całym roku, wówczas efekt zmian zobaczymy od razu w styczniu, 2) GUS będzie śledził faktyczne płatności, wówczas efekt będzie się stopniowo pojawiał w ciągu roku i najmocniejszy będzie w grudniu, kiedy ceny energii będą prawie o 20% wyższe niż rok wcześniej. Nasza prognoza zakłada realizację wariantu 2).

Rozkład konsumpcji energii w gospodarstwach domowych w kWh rocznie (2018), %

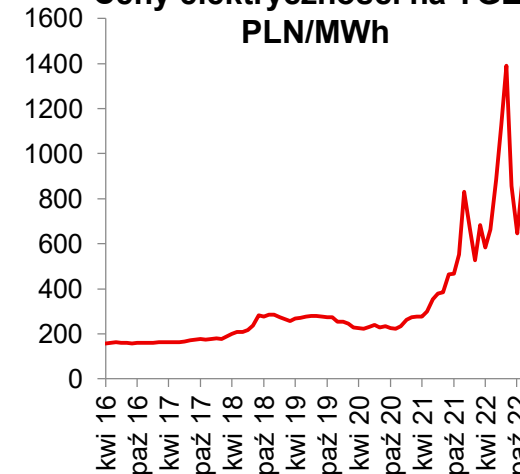


Źródło: GUS, Santander

Możliwy wpływ cen prądu na CPI – w zależności od podejścia GUS



Ceny elektryczności na TGE, PLN/MWh



Źródło: TGE, Santander

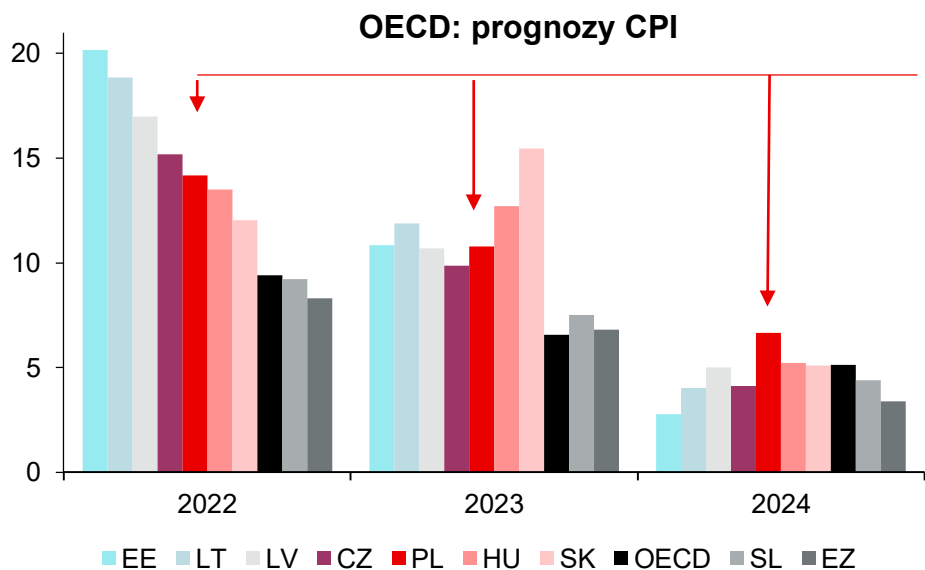


Czy zostaniemy z wysoką inflacją?

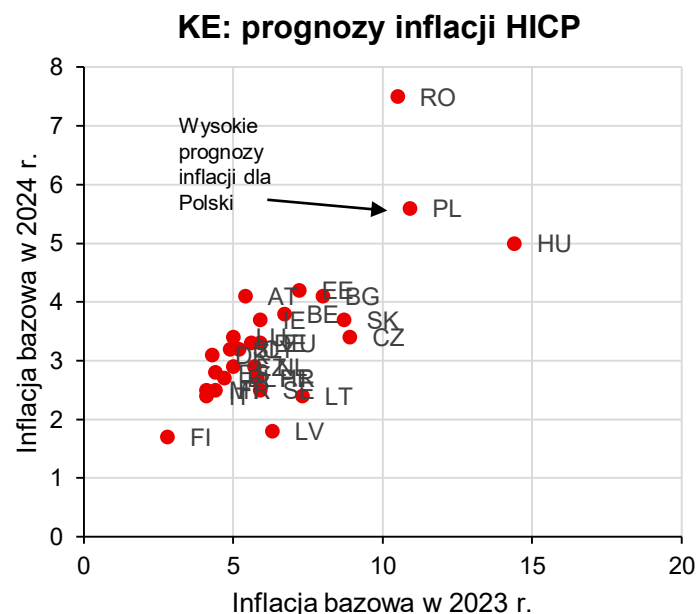
Wg prognoz KE i OECD Polska może pozostać w czołówce krajów pod względem wysokości inflacji CPI w 2023, ale też w 2024 r. Na 46 krajów, dla których OECD sformułowało w listopadowej rundzie prognozę inflacji, Polska miałaby mieć w 2022 i 2023 r. piąty najwyższy jej poziom (po Turcji, Czechach, Węgrach i krajach nadbałtyckich), a w 2024 r. drugi najwyższy (po Turcji). KE przewiduje, że Polska będzie odstawiała w górę pod względem inflacji, zarówno pełnego koszyka HICP jak i inflacji bazowej, tak w 2023 r., jak i 2024 r., przy czym ich relatywnie wysokie odczyty w 2023 r. wystąpiłyby przy nietypowo przeciętnym jak na Polskę wzroście gospodarczym na tle reszty UE. W przyszłym roku Polska może jednak zdaniem KE zachować jedną z najwyższych dynamik konsumpcji prywatnej.

W prognozach KE Polska wyróżnia się odpornością rynku pracy na spowolnienie i dużym deficytem fiskalnym oraz przyrostem długu, co należy uznać za przyczyny relatywnie wysokiej inflacji. KE powołuje się też na efekt Harroda-Balassy-Samuelsona (przedłużający wysoką inflację w usługach) jako przeszkodę w dezinflacji w kolejnych latach w krajach CEE.

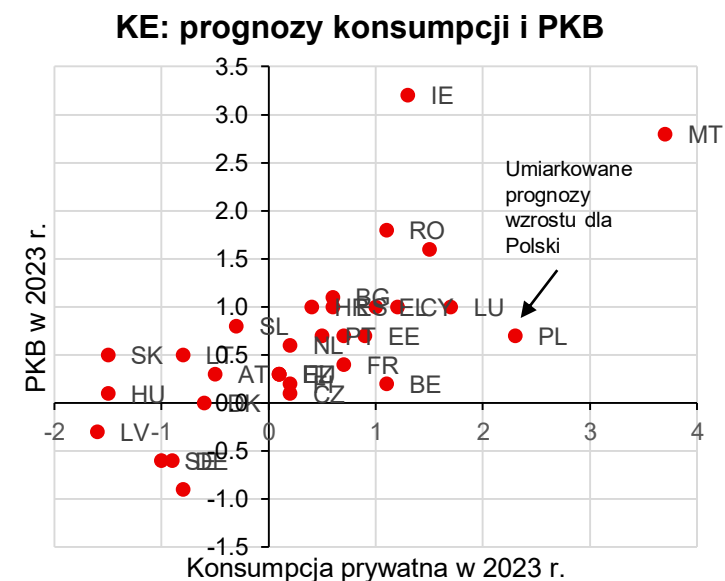
Nam również wydaje się, że obserwowana w Polsce koncentracja polityki fiskalnej i monetarnej na ochronie budżetów gospodarstw domowych (w przypadku NBP w postaci przesunięcia akcentów z CPI na spowolnienie i ryzyko odbicia bezrobocia) spowoduje, że inflacja stanie się bardziej uporczywa i trudna do sprowadzenia do celu inflacyjnego.



Źródło: OECD, Santander



Źródło: Komisja Europejska, Santander





Oczekiwania inflacyjne: nie ma dobrej miary

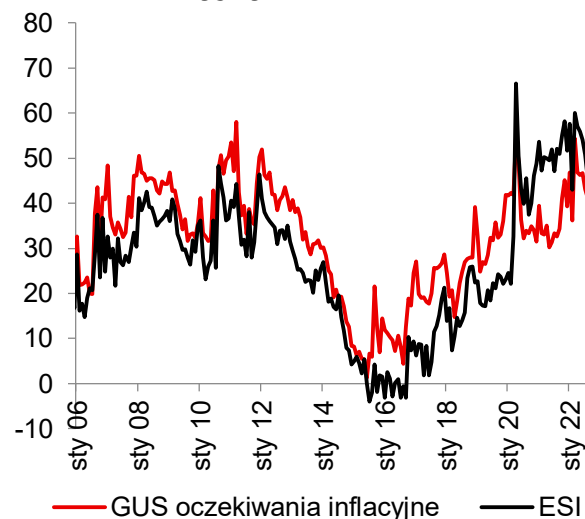
Choć oczekiwania inflacyjne są uznawane za kluczowe dla zachowania inflacji, w tym dla tempa jej powrotu do celu, to ocena co się z nimi dzieje nie jest jednoznaczna. Dostępne źródła oparte na ankietach wśród konsumentów i przedsiębiorców pokazują spadki od pół roku (z wyjątkiem sektora handlu detalicznego), choć poziomy wskaźników są nadal historycznie wysokie.

Różnica między indeksem oczekiwanej inflacji i indeksem bieżącej percepcji inflacji (na podstawie badania ESI) jest najniższa w historii, co teoretycznie oznacza niezwykle silne przekonanie, że inflacja spadnie. Historycznie jednak, gdy taka miara wyznaczała lokalny dołek, to zapowiadało to zaledwie przejście inflacji z fazy wzrostu do fazy konsolidacji na szczycie.

Tymczasem Ludwik Kotecki, Henryk Wnorowski po zapoznaniu się z analizami NBP w listopadzie wyrażali zaniepokojenie, że dochodzi do odkotwiczania oczekiwań inflacyjnych w Polsce (utrata przekonania, że inflacja zostanie sprowadzona do celu), a pierwszy z nich wspomniał o poziomie oczekiwanej inflacji rzędu 20-30%. Do tego w projekcji inflacji z listopada dodano w bilansie ryzyka zapis o zwiększonej uporczywości inflacji z uwagi na poziom oczekiwań inflacyjnych. Pokazane w projekcji tempo wygasania inflacji jest jednak wg nas dość szybkie (szybsze niż zakładamy).

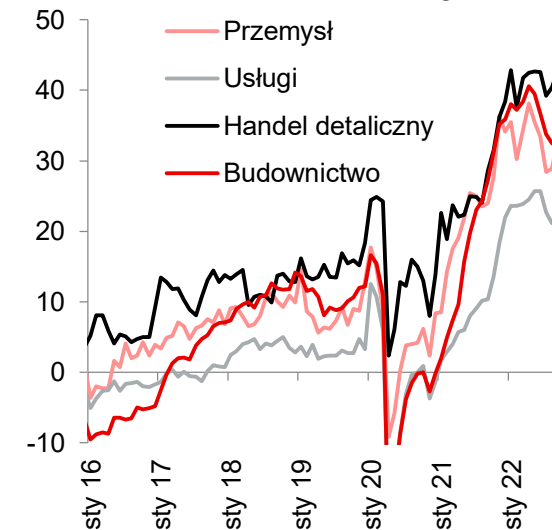
Wg nas wnioski z tego, że trudno opierać sądy dotyczące dalszego przebiegu inflacji w Polsce na dostępnych publicznie danych nt. oczekiwań inflacyjnych, bo te nie dają czytelnej przesłanki. **Nawet jeśli uznać, że oczekiwania inflacyjne zaczęły się już cofać to i tak poziomy wskaźników pozostają historycznie wysokie, co stwarza ryzyka dla spadku inflacji w kolejnych latach.**

Indeksy GUS i ESI oczekiwań inflacyjnych konsumentów



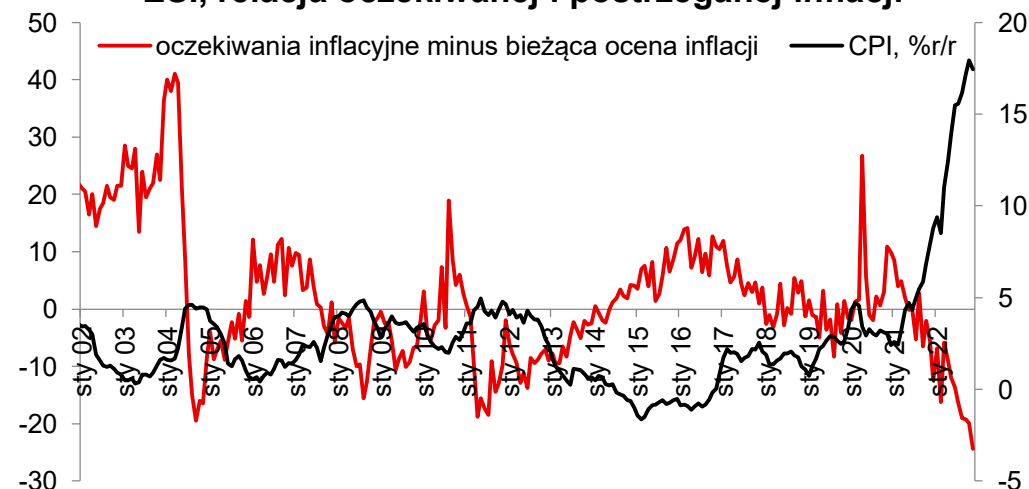
Źródło: GUS, Komisja Europejska, Santander

Sektorowe wskaźniki ESI oczekiwań cenowych



Źródło: Komisja Europejska, Santander

ESI, relacja oczekiwanej i postrzeganej inflacji



Źródło: GUS, Komisja Europejska, Santander

Polityka gospodarcza

4

Polityka pieniężna: to już jest koniec (podwyżek)

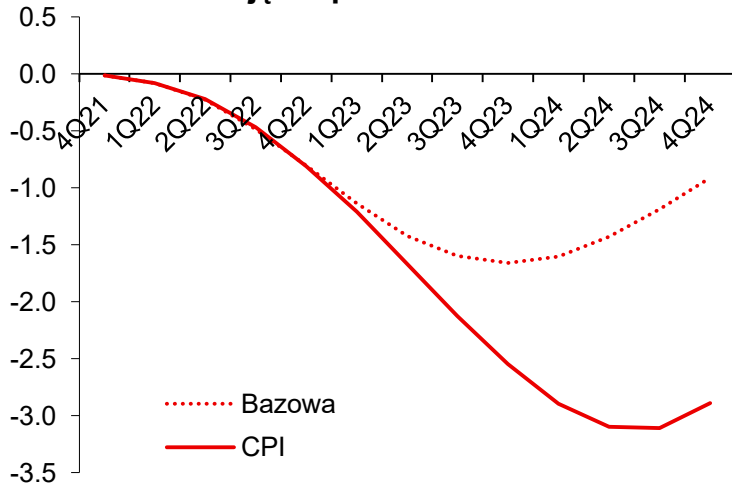


RPP sygnalizuje, że stopy procentowe osiągnęły już adekwatny poziom. Ostatnie komunikaty wskazują na **akceptację wydłużonego okresu podwyższonej inflacji i obawę o spowolnienie gospodarki**. Potwierdzeniem dla takiego podejścia jest też nasza analiza faktycznych decyzji RPP o podwyżkach stóp w ostatnich kwartałach w porównaniu do tych, jakie byłyby implikowane przez wskazania kolejnych projekcji inflacji ([str.43](#)).

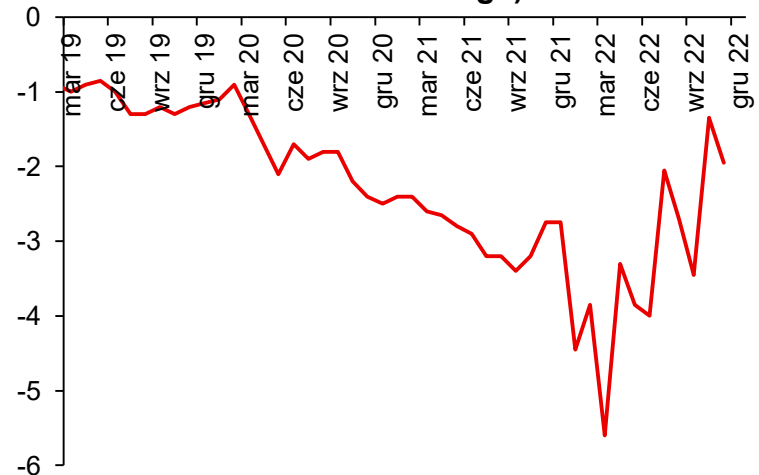
RPP wierzy, że inflacja musi się obniżyć wraz z cofnięciem szoków zewnętrznych (energia, napięcia w łańcuchach dostaw), zacieśnieniem polityki pieniężnej za granicą, spowolnieniem gospodarki i pełnym przełożeniem dokonanych już podwyżek stóp.

W scenariuszu bazowym **zakładamy utrzymanie głównych stóp procentowych bez zmian przynajmniej do końca 2023 r.** Wyceniane obecnie przez rynek finansowy obniżki stóp procentowych NBP w przyszłym roku mogą się naszym zdaniem zmaterializować tylko w wariantcie o wiele ostrzejszego niż przewidujemy hamowania gospodarki i inflacji. Z drugiej strony, poprzeczka dla kolejnych podwyżek stóp też jest zawieszona wysoko – inflacja musiałaby ponownie mocno zaskoczyć i np. w szczytowym punkcie znacznie przekroczyć oczekiwany obecnie poziom 20% r/r, a spowolnienie/recesja musiałaby się okazać wyraźnie płytsza.

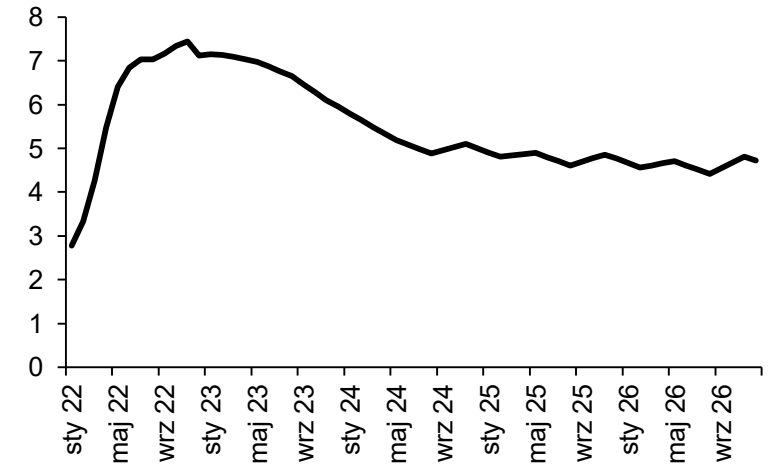
**Wpływ dotychczasowych podwyżek stóp (6.75%)
na inflację na podstawie modelu NBP**



**Realna stopa procentowa NBP ex-ante
(zdeflowowana medianą prognoz CPI za 1 rok
z Bloomberg)**



**WIBOR 3M wyceniony przez rynek finansowy
(FRA, IRS) wg stanu z 9/12/2022**



Elastyczne podejście RPP do celu



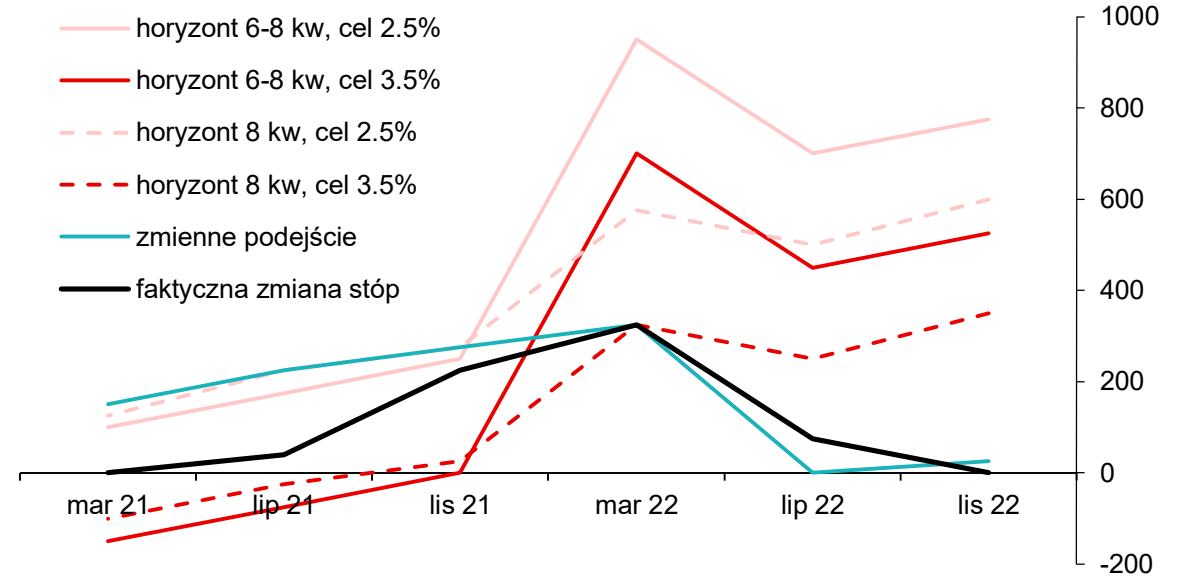
Wiedząc jak wg analityków NBP wygląda modelowe przełożenie zmian stóp procentowych na CPI (100 pb podwyżek pozwala obniżyć inflację o 0,4 pp w długim okresie), można na podstawie wyników projekcji inflacji oszacować, jaka skala podwyżek stóp powinna sprowadzić inflację do pożądanego poziomu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Przeprowadziliśmy taką analizę dla projekcji inflacji z ostatnich dwóch lat, odnosząc ją do zmian stóp, jakie faktycznie wprowadziła RPP (w tym ćwiczeniu celowo zawężamy pole widzenia do samej ścieżki inflacji, pomijając inne sygnały zawarte w projekcjach).

Analizę powtórzyliśmy w dwóch wariantach „pożądanego” poziomu inflacji (jeden to cel inflacyjny 2,5%, drugi to górny przedział odchyień od celu tj. 3,5%) oraz trzech wariantach horyzontu czasowego, w którym Rada chciałaby osiągnąć docelowy poziom (jako że RPP wyraźnie komunikowała rosnącą tolerancję dla wydłużonego okresu dezinflacji) – obok standardowo przyjmowanego okna 6-8 kwartałów, wynikającego z horyzontu najsilniejszego oddziaływania zmian polityki pieniężnej (w tym wariantcie celem jest sprowadzenie średniej inflacji w tym oknie do celu) spojrzeliśmy, jak wnioski z badania zmieniają się, gdyby celem było sprowadzenie CPI do celu w 8. kwartale projekcji oraz w 10. kwartale.

Nasza analiza sugeruje, że funkcja reakcji RPP ulegała ewolucji (ścieżka „zmiennie podejście” na wykresie obok). Po początkowym ignorowaniu sygnałów z projekcji (projekcje z mar’21 i lip’21 sugerowały podwyżki po ok. 200 pb, gdyby kierować się celem 2,5%) Rada podniosła stopy zgodnie ze wskazaniem projekcji z lis’21. W obliczu dalszych sygnałów do mocnych podwyżek ale też wyraźnej spadkowej trajektorii inflacji w dalszych okresach, reakcje RPP stały się spójne z celowaniem w górny przedział celu (3,5%) a następnie z wydłużeniem perspektywy sprowadzenia CPI do 3,5% do 10 kwartałów.

W listopadzie dodatkowym bodźcem do odcięcia się od wskazań projekcji do intensywnych podwyżek stóp (przy standardowym celu i horyzoncie) było rozszerzenie się względem lipcowej projekcji luki na bezrobociu (tj stopa bezrobocia uciekła dalej powyżej neutralnego poziomu) i luki popytowej.

Skala podwyżek stóp implikowana przez odchylenia inflacji od celu w kolejnych projekcjach NBP a faktyczne decyzje RPP między projekcjami



Zmienne podejście – ścieżka zakładająca w 2022 r. przejście RPP na celowanie w sprowadzenie inflacji do lub poniżej 3,5% oraz wydłużenie od połowy 2022 r. horyzontu czasowego na to do 10 kwartałów.

Wybrane miary nierównowagi gospodarczej z projekcji NBP z lipca i listopada 2022 r.



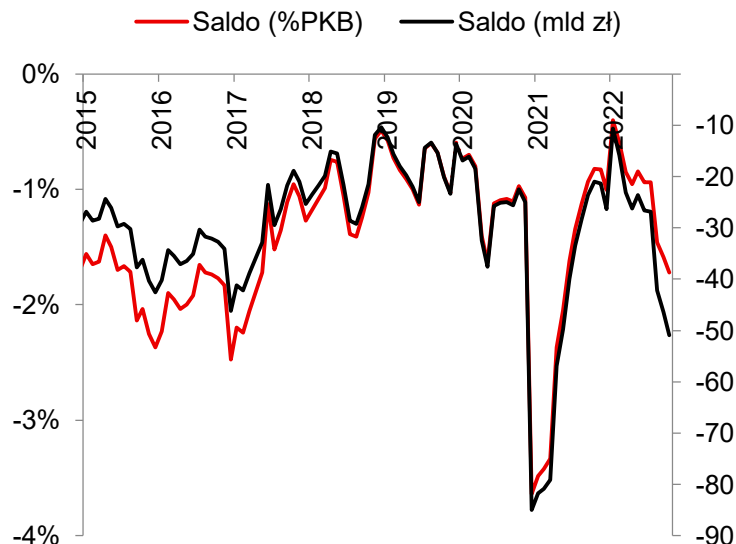


Polityka fiskalna: budżet zaczyna czuć spowolnienie

Wyniki finansów publicznych w tym roku wyglądają na razie całkiem dobrze – budżet państwa po 10 miesiącach ma nadwyżkę 27 mld zł, a deficyt sektora publicznego (GG) mierzony wg metodologii UE na koniec II kw.2022 wyniósł 1,5% PKB - najmniej od początku pandemii. Jednak w kolejnych kwartałach deficyt z pewnością wzrośnie. Już teraz widać, że **dochody budżetowe w relacji do PKB słabną znacznie szybciej niż wydatki**, co po części jest efektem cykliczności wpływów podatkowych, a poza tym wynika z wprowadzonych w br. obniżek podatków (tarcze antyinflacyjne, Polski Ład). Pomimo nadwyżki w okresie styczeń-październik, skumulowany wynik budżetu centralnego za ostatnie 12 miesięcy wyniósł -50 mld zł (ok. -1,7% PKB).

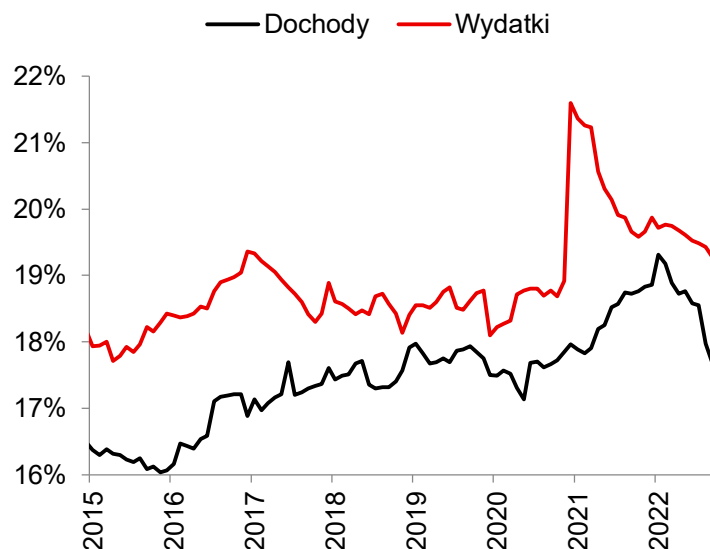
Wynik na koniec tego roku w dużym stopniu zależy od dyskrecjonalnej decyzji MF w zakresie tego w jakim stopniu „odciążyc” rok 2023 poprzez przerzucenie części wydatków na grudzień (w dwóch poprzednich latach w grudniu wydatki podskoczyły o ok. 70 mld zł). Jednak rząd nie może przekroczyć kwoty wydatków zapisanej w ustawie budżetowej (522 mld zł) bez nowelizacji budżetu, więc dopóki jej nie ma w planie, dopóty zakładamy, że **deficyt centralny na koniec 2022 r. nie przekroczy 23 mld zł**. To jednak nie musi być dla rządu dużym utrudnieniem w sytuacji, kiedy znaczącą część wydatków publicznych wypchnięto do jednostek i funduszy pozabudżetowych.

Saldo budżetu centralnego, 12-mies. suma krocząca



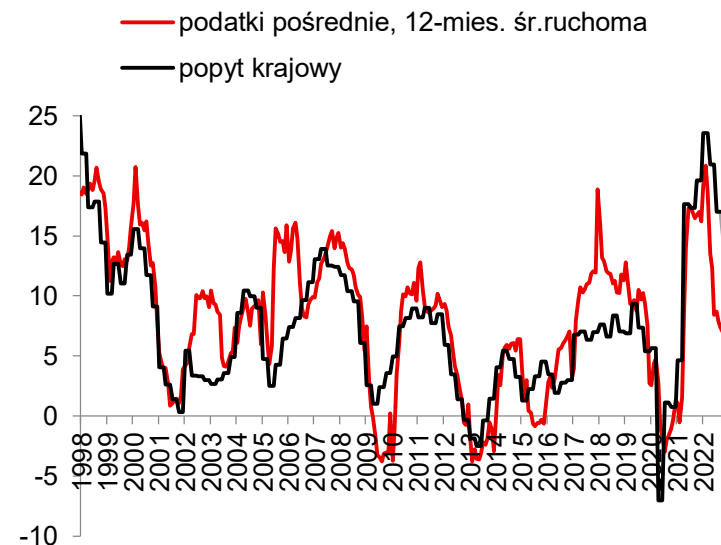
Źródło: MF, GUS, Santander

Dochody i wydatki budżetu jako % PKB, 12-mies. suma krocząca



Źródło: MF, GUS, Santander

Dochody podatkowe słabną wyraźnie szybciej niż hamuje wzrost PKB w cenach bieżących (% r/r)



Źródło: MF, GUS, Santander



Polityka fiskalna: wysyp dodatkowych kosztów

Wybuch wojny w Ukrainie i kryzys energetyczny spowodowały podjęcie przez rząd w trakcie 2022 roku szeregu działań pociągających za sobą znaczne koszty dla finansów publicznych. **Łączne koszty tych działań, które już znamy, szacujemy na ok. 3% PKB w 2022 i ok. 1,5% PKB w 2023 r.** (szczegóły w tabeli obok, na podstawie dostępnych projektów ustaw). Żadna z pozycji, które dotyczą roku 2023 nie była uwzględniona w projekcie budżetu, niemniej wszystkie obciążają wyniki funduszy pozabudżetowych, a nie budżet centralny.

W październiku wyraźnie zmieniło się deklarowane podejście rządu do dyscypliny fiskalnej, na co wpłynęła trudna sytuacja rynkowa. W efekcie, pojawiły się zapowiedzi „szukania oszczędności” w celu ograniczenia potrzeb pożyczkowych na 2023 r. Premier sugerował cięcia wydatków na kwotę „kilkunastu mld zł”, choć na razie nie pojawiły się szczegółowe propozycje. Wg deklaracji cięcia mają ominąć obronność i świadczenia socjalne.

Jednym z przejawów szukania oszczędności było częściowe wycofanie obniżek podatków pośrednich w ramach tarczy antyinflacyjnej, co powiększy dochody podatkowe w 2023 r. o ok. 20 mld zł. W nowo zgłaszanych regulacjach dot. zamrożenia cen prądu i gazu znalazły się też rozwiązania, które mają przerzucić część kosztów na sektor prywatny (odpisy spółek energetycznych na Fundusz Wypłaty Różnicy Cen). Oszacowanie, jak duże kwoty uda się zgromadzić w tym funduszu, jest obarczone dużą niepewnością. Zarówno koszty rekompensat z tytułu zamrożenia cen, jak i wysokości odpisów będą zależały od rynkowych cen energii. Zakładamy roboczo, że odpisy z firm pokryją ok 2/3 kosztów zamrożenia cen prądu i gazu.

Część z rządowych inicjatyw (np. dopłaty do węgla i innych źródeł ciepła, dodatki osłonowe, wydatki związane z napływem migrantów) dotyczy tylko tego roku i nie jest obecnie planowana na 2023 r. Ryzyko ponowienia takich działań osłonowych w wyniku wydłużenia kryzysu energetycznego i/lub pogłębienia kryzysu migracyjnego wydaje się niezerowe, ale obecnie nie bierzemy tego pod uwagę.

Większe ryzyko widzimy po stronie wydatków na obronność i energetykę, w związku z dużymi planami zakupowymi i inwestycyjnymi rządu w tym zakresie. Np. ostatnie wypowiedzi władz mówią o wydatkach na zbrojenia rządu 4% PKB w 2023 wobec 3% planowanych w budżecie.

Koszty działań osłonowych związanych z kryzysem energetycznym i innych inicjatyw rządu dla finansów publicznych 2022-23 (mld zł)

	2022	2023	RAZEM
wydatki związane z wojną (migranci, dopłaty nawozowe)	23.0		23.0
14. emerytury	10.0	10.0	20.0
tarcza antyinflacyjna* **	35.0	10.0	45.0
dodatki osłonowe*	4.7		4.7
dopłaty węglowe	11.5		11.5
węgiel samorządowy	4.0		4.0
dopłaty do innych źródeł ciepła	6.2	3.8	10.0
zamrożenie cen prądu poniżej limitu		24.0	24.0
maksymalne ceny prądu powyżej limitu	1.4	13.8	15.1
zamrożenie cen gazu		30.0	30.0
<i>odpisy na Fundusz Wypłaty Różnicy Cen</i>		-40 ?	-40 ?
Suma w mld zł	95.8	50.2	145.9
Suma jako procent PKB	3.2%	1.5%	

* Obciąża budżet państwa, a nie fundusze pozabudżetowe.

** Po uwzględnieniu wycofania obniżek podatków z wyjątkiem VAT na żywność od 2023 r.

Źródło: sejm.gov.pl, rcl.gov.pl, Santander



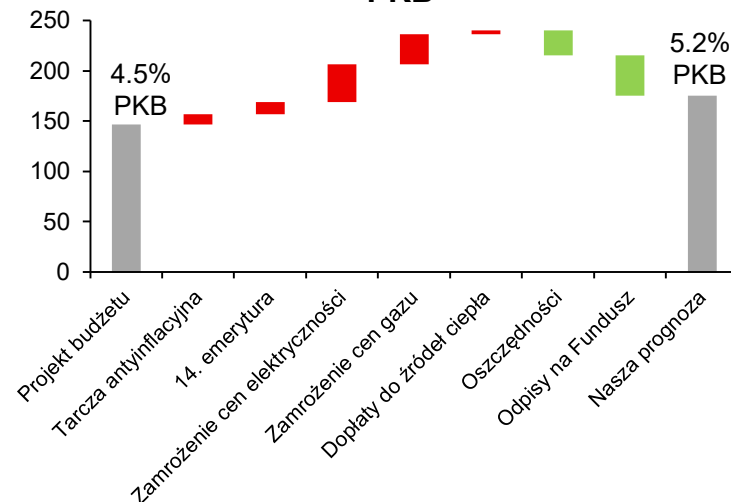
Polityka fiskalna: jaki deficyt 2022-23

Notyfikacja fiskalna MF z października przewiduje deficyt GG w 2022 r. na poziomie 4,7% PKB, ale od 2017 r. notyfikacje fiskalne mocno przeszacowują skalę deficytu. Przewidujemy, że **deficyt fiskalny w 2022 r. może wynieść ok. 3% PKB** (wobec 1,5% PKB po pierwszym półroczu).

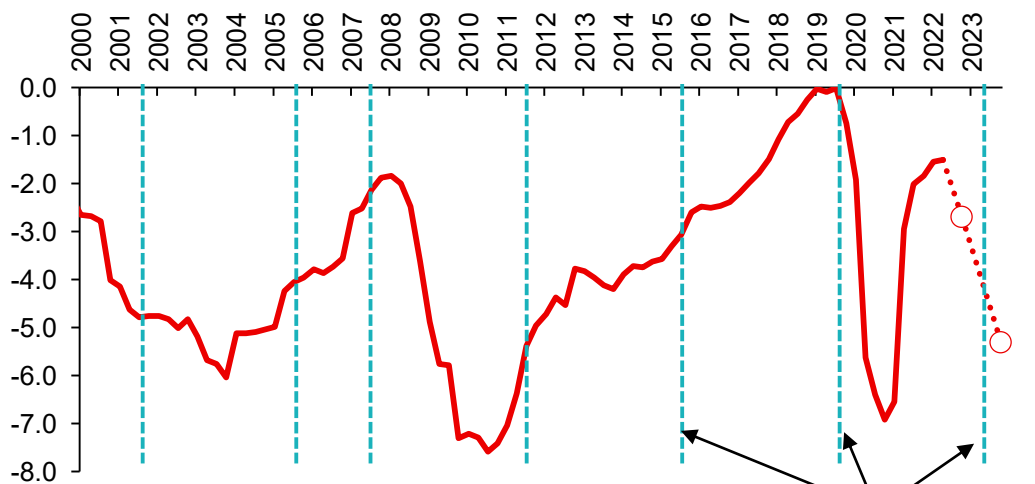
Projekt budżetu na rok 2023 zakłada deficyt fiskalny 4,5% PKB. Projekt nie uwzględnia szeregu kosztownych działań m.in. chroniących gospodarstwa domowe i firmy przed szokiem energetycznym (patrz poprzednia strona). Ale z drugiej strony premier obiecuje wprowadzić niesprecyzowane na razie działania mające przynieść oszczędności. Naszym zdaniem te czynniki ograniczają ryzyko mocnego wzrostu nierównowagi w finansach i **w 2023 r. deficyt sektora publicznego może nieco przekroczyć 5% PKB**. Szanse na znaczące przycięcie wydatków wydają się być ograniczone ze względu na perspektywę wyborów parlamentarnych. Należy jednak mieć świadomość, że dane z ostatnich dwóch dekad nie wskazują na silny związek między okresem wyborczym a wzrostem ekspansji fiskalnej.

Deficyt blisko 5% PKB oznacza stabilizację długu publicznego w pobliżu 50% PKB, o ile tempo wzrostu PKB w cenach bieżących nie spowolni wyraźnie poniżej 10%.

Deficyt fiskalny (GG) w 2023 r. – założenie z projektu budżetu vs nasz szacunek, mld zł i % PKB



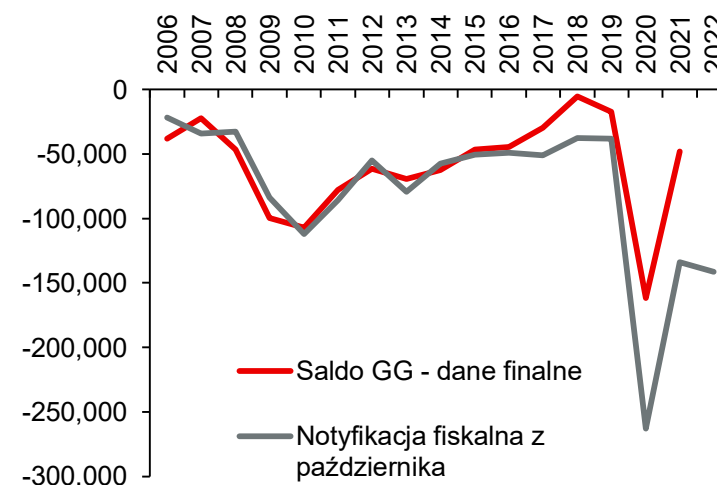
Saldo finansów publicznych (GG) jako % PKB, 4-kw. suma krocząca



Źródło: Eurostat, Santander

Lata wyborów parlamentarnych

Saldo GG – dane finalne vs notyfikacja fiskalna MF z października danego roku, mln zł



Źródło: MF, Eurostat Santander

Rynek finansowy

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

5

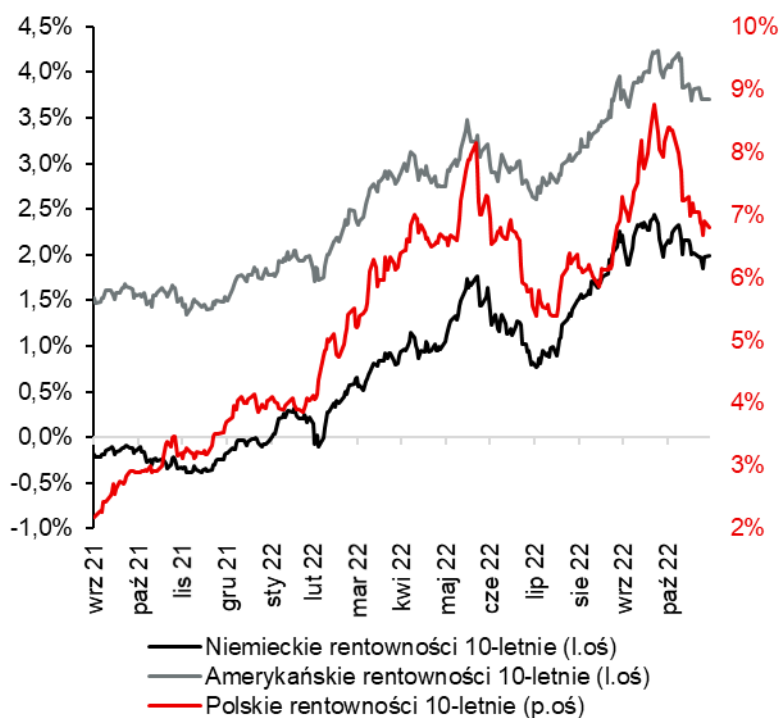


Rynek długu w trendzie spadkowym w 2023 roku

Oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego krajowych rentowności obligacji w 2023 roku. Sprzyjać temu powinny procesy dezinflacyjne, zarówno w kraju, jak i za granicą.

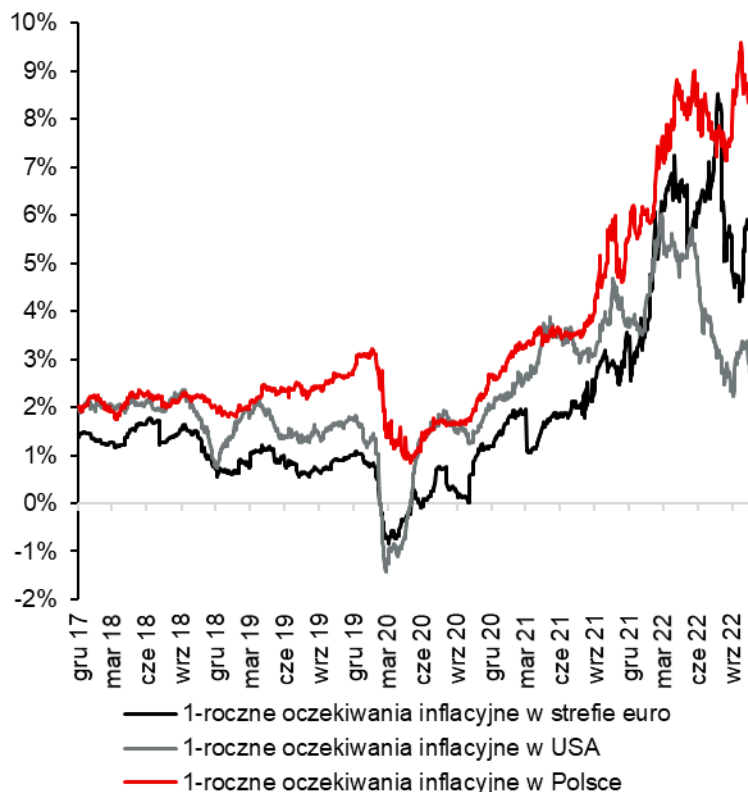
Planowany duży wzrost emisji brutto obligacji na potrzeby finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu na 2023 może być czynnikiem spowalniającym tempo umacniania się polskiego długu w przyszłym roku.

Trendy na krajowym rynku długu są podobne do tych na rynkach głównych.



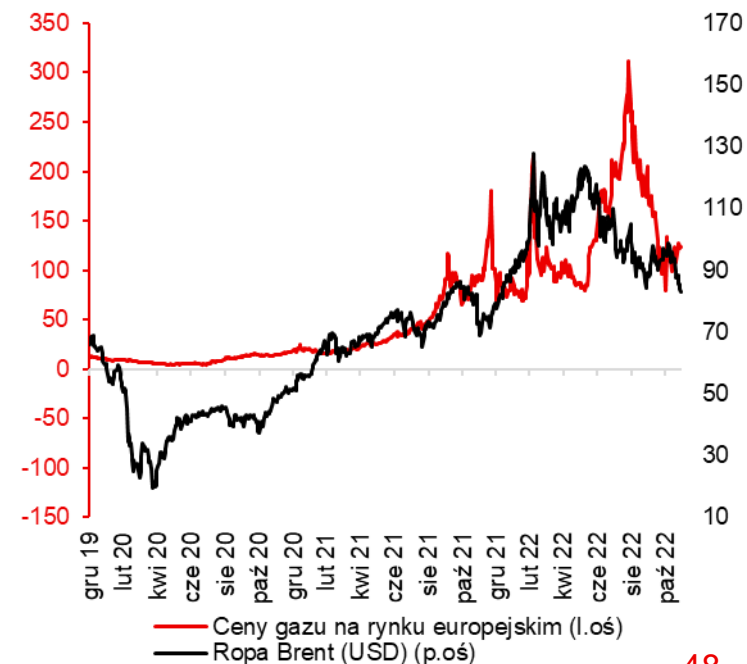
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rynkowe oczekiwania inflacyjne stopniowo spadają, nie tylko na rynkach głównych ale również w Polsce



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Niższe ceny surowców energetycznych sprzyjają spadkom rentowności, ale czynnikiem ryzyka jest możliwość wystąpienia niedoborów gazu na europejskim rynku w początkach I kwartału 2023 r., który może tymczasowo podbić rentowności w tym okresie.



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



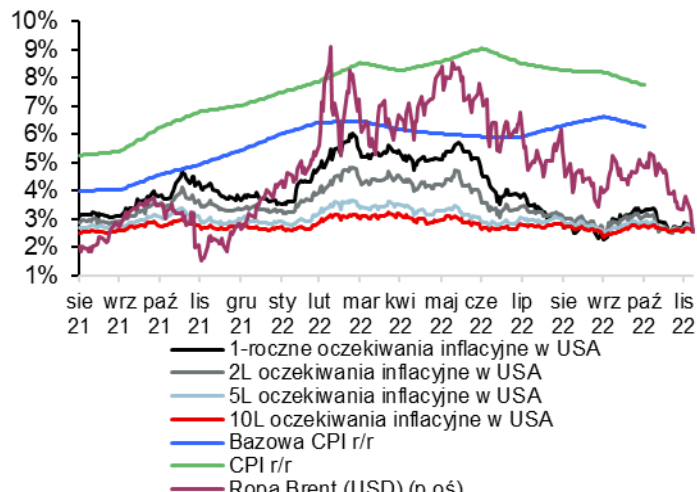
Rynek długu i jego oczekiwania inflacyjne

Rynkowe oczekiwania inflacyjne na rynkach głównych oraz w Polsce są silnie skorelowane z cenami surowców: w USA z cenami ropy naftowej, w strefie euro, z cenami gazu na rynku europejskim, w kraju z cenami ropy Brent na światowych rynkach.

W USA spadek rynkowych oczekiwań inflacyjnych zgrał się zarówno ze spadkiem cen ropy na światowych rynkach jak i szczytowym punktem inflacji CPI (dane za maj opublikowane w czerwcu). W strefie euro szczytowy punkt oczekiwań inflacyjnych został osiągnięty wraz z maksymalnym poziomem cen gazu na rynku europejskim ale na kilka miesięcy przed pierwszym niższym odczytem inflacji HICP. Z kolei na polskim rynku długu, szczytowy poziom rynkowych oczekiwań inflacyjnych przypadł co prawda w miesiącu, za który zanotowano najwyższy jak dotąd poziom inflacji w 2022 roku (październik), ale należy pokreślić, że: (1) w miesiącach lipiec – wrzesień rynkowe oczekiwania inflacyjne na rynku krajowym spadały wraz z cenami ropy naftowej, pomimo postępującego wzrostu inflacji w kraju, (2) chociaż w okresie wrzesień – październik nastąpił ponowny wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz ustanowienie ich najwyższego jak dotąd poziomu, to należy zwrócić uwagę na nieproporcjonalnie mały przyrost oczekiwań inflacyjnych w Polsce w tym okresie względem zmian inflacji CPI: między szczytowym poziomem oczekiwań inflacyjnych w czerwcu, a maksymalnym poziomem osiągniętym w październiku różnica wynosi 8,98% vs. 9,58% czerwcu podczas gdy, w tym samym okresie inflacja CPI wzrosła z 15,6% do 18%. **Wynika, z tego że rynki globalne na tyle silnie oddziałują na oczekiwania inflacyjne krajowego rynku długu, że mogą osłabiać wpływ na niego czynników krajowych, a czasami wręcz narzucać trendy sprzeczne z lokalnymi fundamentami (np. okres lipiec – sierpień 2022).**

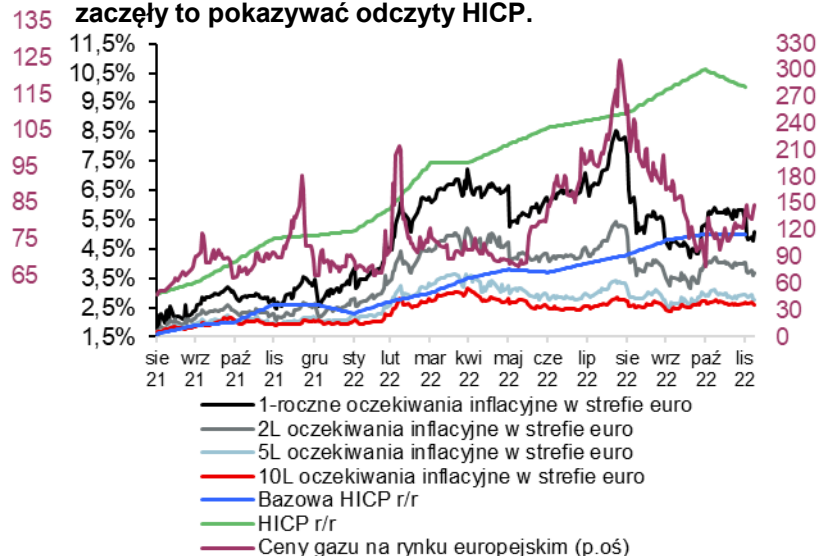
Biorąc to pod uwagę, oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego rentowności obligacji w 2023 roku.

Rynkowe oczekiwania inflacyjne w USA zaczęły silniej spadać niż wskaźniki inflacji CPI.



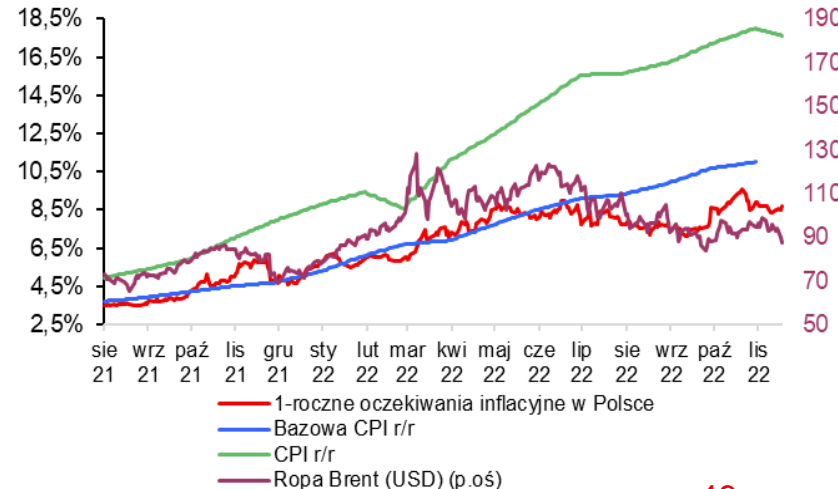
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rynkowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro spadły wraz z cenami gazu na europejskich rynkach dużo szybciej niż zaczęły to pokazywać odczyty HICP.



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Wraz ze spadkiem oczekiwań inflacyjnych na rynkach głównych oraz obniżaniem się cen ropy, rynkowe oczekiwania inflacyjne w Polsce również zaczęły spadać ale proces ten rozpoczął się stosunkowo niedawno.



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rynek długu: więcej emisji obligacji w 2023 roku



Plany emisji obligacji na 2023 rok są wyraźnie wyższe niż w poprzednich latach.

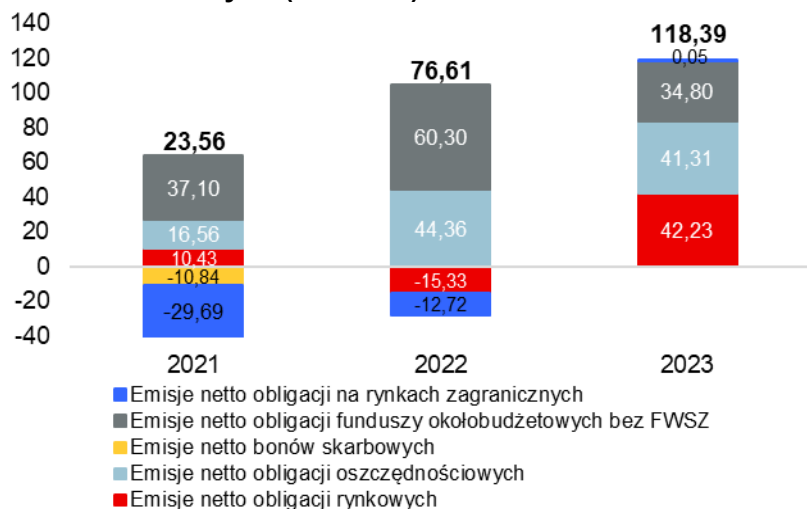
Kwestią otwartą pozostaje sposób finansowania Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. Wydaje się jednak prawdopodobne, że może on być finansowany z zagranicznych kredytów oraz z zysku NBP. W takim wariancie wpłynęłoby to na obniżenie skali emisji obligacji w 2023 roku.

Do tej pory w ramach prefinansowania przyszłorocznego budżetu pozyskano z rynku około 38 - 40 mld złotych.

W razie ewentualnych problemów z finansowaniem przyszłorocznego budżetu poprzez rynek rząd może dodatkowo podeprzeć się „poduszką płynnościową” budżetu, niemniej byłoby to działanie wyłącznie doraźne i niewystarczające ze względu na jej skalę.

Planowany wzrost emisji obligacji jest czynnikiem, który może wywierać presję na rozszerzanie się asset swapów, spowalniając w ten sposób zakładany trend spadku rentowności krajowych obligacji w 2023 roku.

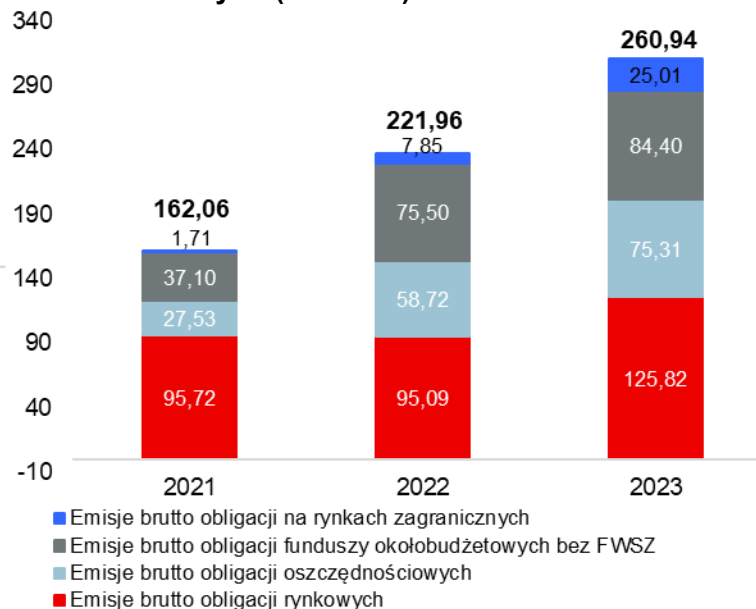
Emisje netto obligacji na potrzeby budżetu i funduszy okołobudżetowych (mld PLN).



* Poziomy emisji netto w 2022 i 2023 są obliczone przy założeniu, że kwoty 15,2 mld zł w 2022 oraz 49,6 mld zł w 2023 roku zaplanowane dla Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ) nie będą finansowane rynkowymi emisjami obligacji.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

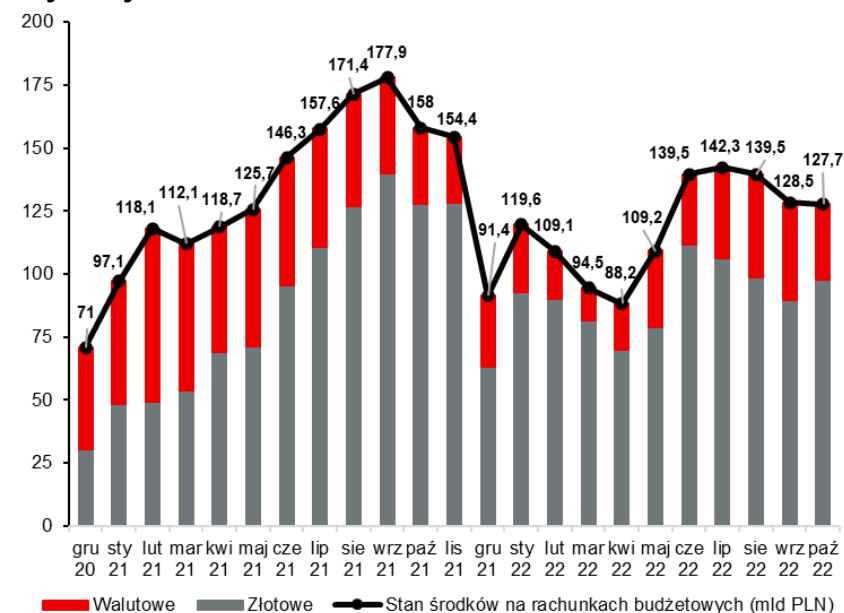
Emisje brutto obligacji na potrzeby budżetu i funduszy okołobudżetowych (mld PLN).



* Poziomy emisji brutto w 2022 i 2023 są obliczone przy założeniu, że kwoty 15,2 mld zł w 2022 oraz 49,6 mld zł w 2023 roku zaplanowane dla Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ) nie będą finansowane rynkowymi emisjami obligacji.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Poduszką płynnościową może być częściowo wykorzystana do finansowania budżetu na 2023 rok.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska





Rynek długu: krajowy popyt na obligacje

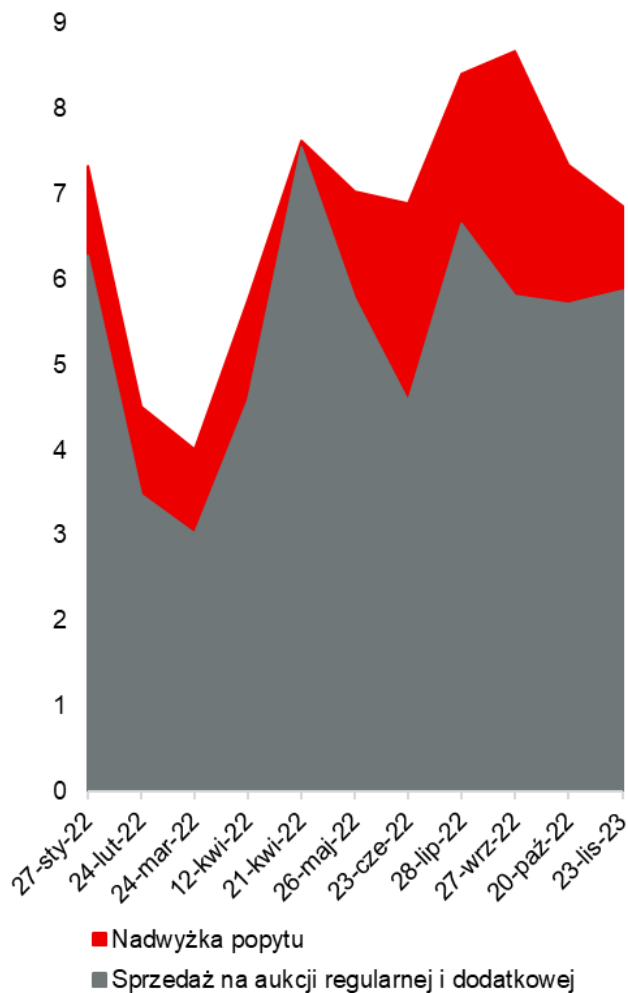
Popyt na dług na aukcjach sprzedaży obligacji w 2022 roku kształtował się na wystarczających poziomach, aby bez problemu sfinansować zakładaną podaż. Sygnalizowane przez NBP kończenie cyklu podwyżek pozytywnie wpłynęło na popyt.

Sfinansowanie zakładanej na 2023 rok emisji netto obligacji rynkowych na poziomie 42 mld zł rolowania nie powinno napotkać większych problemów popytowych ze strony sektora bankowego, podobnie jak zrolowanie zapadających w przyszłym roku obligacji.

W przypadku obligacji detalicznych, po wysokiej sprzedaży w okresie czerwiec-sierpień nastąpiło wyraźne spowolnienie wraz z uatrakcyjnieniem oferty depozytowej banków komercyjnych. Zakładane w budżecie ich sprzedaż wraz z wykupami na poziomie ok. 75,3 mld zł może być trudna do zrealizowania. Ponadto efektem ubocznym większej sprzedaży obligacji detalicznych jest wypieranie płynności z sektora bankowego, więc większa sprzedaż w segmencie obligacji detalicznych może skutkować niższym popytem na obligacje hurtowe.

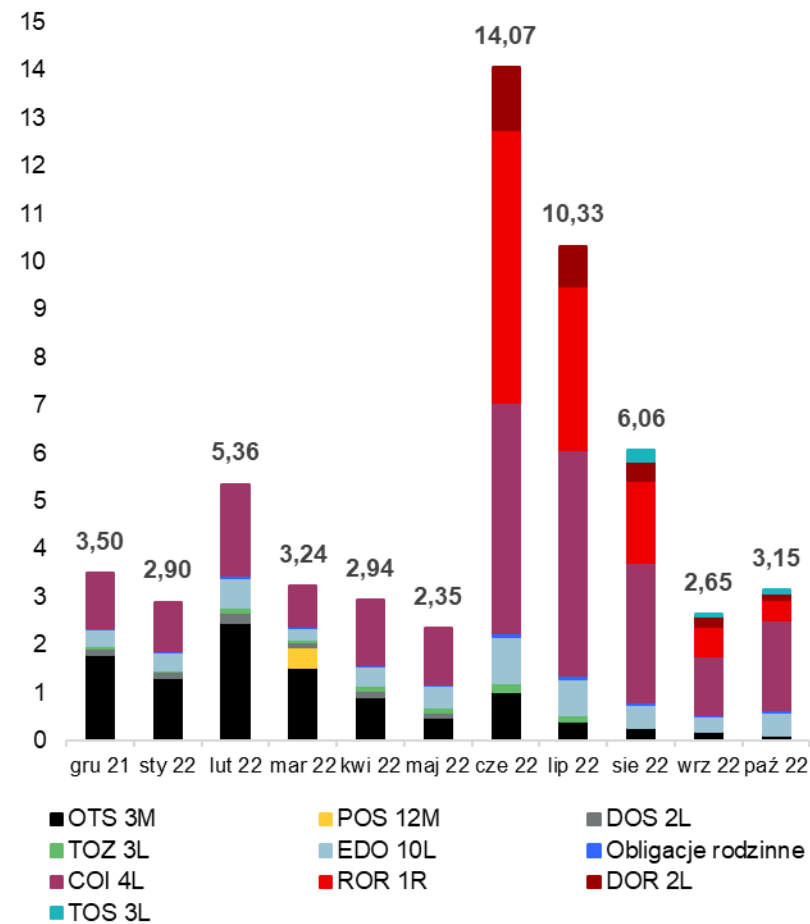
Zrealizowanie większej sprzedaży zarówno obligacji hurtowych jak i detalicznych może wymagać znaczącego zwiększenia płynności złotego na krajowym rynku przez BGK, jednak o tym czy przełoży się to na wzrost presji na osłabienie złotego będzie zależało również od trendów na globalnych rynkach finansowych – te jednak w perspektywie całego 2023 roku powinny sprzyjać złotemu.

Nadwyżka popytu na aukcjach sprzedaży obligacji względem podaży (mld PLN).



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Sprzedaż obligacji oszczędnościowych (mld PLN) osłabła, co nie jest dobrym prognostykiem na 2023 rok, w którym ich emisje brutto mają jeszcze wzrosnąć.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Rynek długu: zagraniczny popyt na polski dług

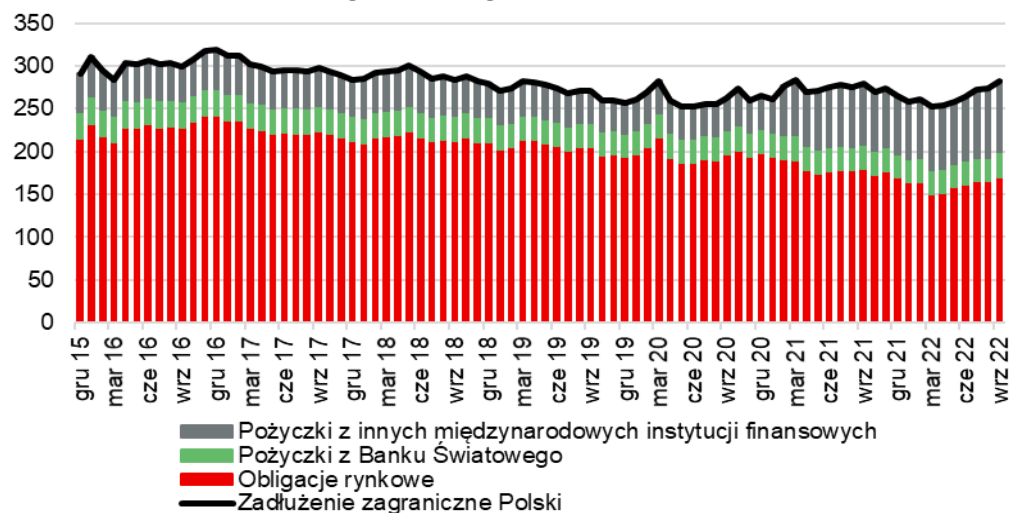
Alternatywną formą finansowania emisji długu mogą być rynki zagraniczne. Od końca 2016 roku stan zadłużenia z tytułu obligacji wyemitowanych za granicą ulegał stopniowemu zmniejszeniu, co daje Ministerstwu Finansów spory bufor.

Listopadową emisję obligacji na amerykańskim rynku o wartości 3 mld dolarów z przeznaczeniem na finansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych należy traktować jako forpocztę dla ewentualnych dalszych emisji tego rodzaju w 2023 roku w przypadku, gdyby pojawił się problem z finansowaniem długu poprzez krajowe emisje obligacji.

Postrzeganie polskiego długu zarówno na rynkach krajowych i zagranicznych w dużym stopniu zależy od trendów globalnych tj. bieżącego stanu percepcji ryzyka inwestycyjnego – świadczy o tym duża korelacja między spreadem asset swap, a kursem złotego wobec euro. W warunkach większych globalnych apetytów na ryzyko, polski dług jest zwykle postrzegany jako mniej ryzykowny, w sytuacji odwrotnej jako bardziej.

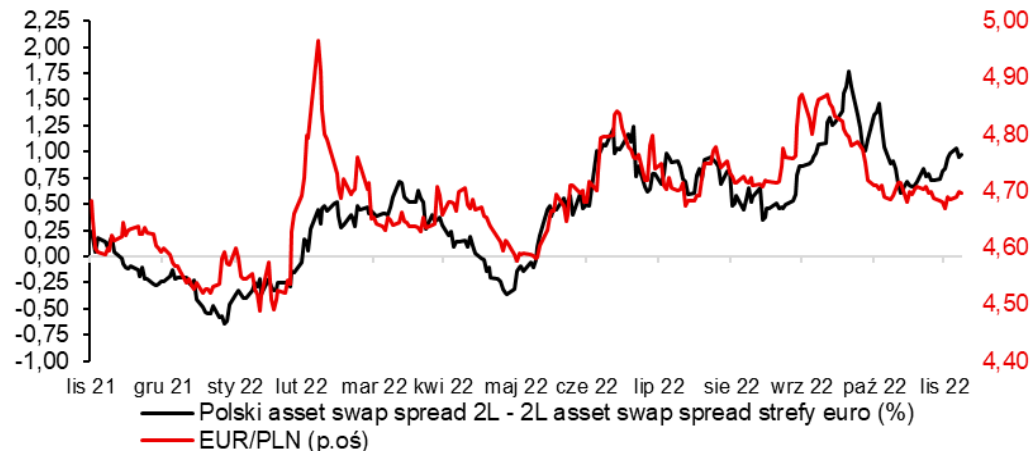
Stopień trudności finansowania emisji obligacji na potrzeby budżetu będzie w dużym stopniu zależny od krajowych i zagranicznych nastrojów inwestycyjnych na rynkach finansowych.

Struktura zadłużenia zagranicznego Polski (mld PLN)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Postrzeganie polskiego długu w dużym stopniu zależy od trendów globalnych, które wpływają również na złotego.



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rynek walutowy: PLN wsparty rynkami globalnymi

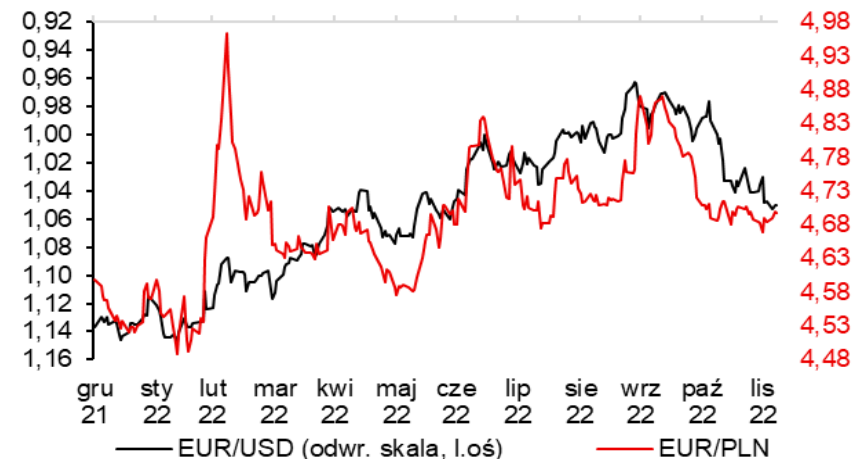


Wstrzymanie cyklu podwyżek stóp przez NBP w warunkach ich dalszej kontynuacji na rynkach głównych oraz oczekiwane spowolnienie gospodarcze przekładające się na spadek oczekiwań poziomu stóp procentowych w dłuższych terminach wywiera presję na osłabienie złotego.

Brak wyraźnego osłabienia złotego z tego tytułu to efekt niskiej płynności złotego na krajowym rynku, która utrudnia długotrwałą spekulację przeciwko złotemu, a także rosnących apetytów na ryzyko na rynkach globalnych (słabnący dolar). **Zakładamy, że w perspektywie 2023 roku te dwa czynniki będą miały dominujący wpływ na kurs złotego, prowadząc do jego stopniowej aprecjacji od końca I kwartału.**

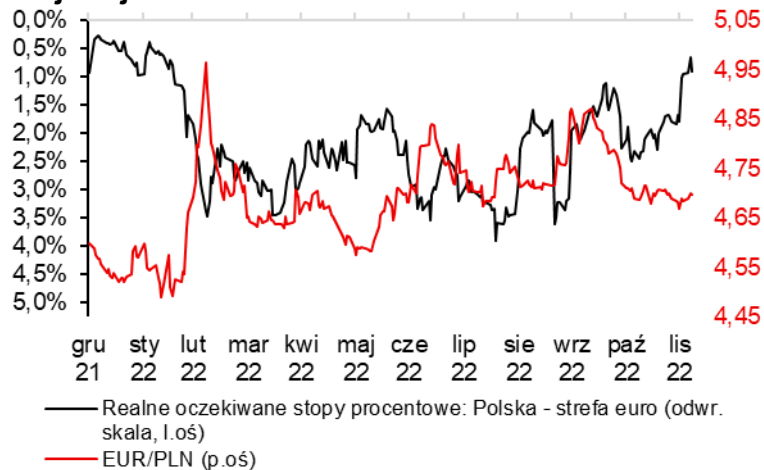
Pewnym wyjątkiem od tej reguły mogą być jedynie pierwsze miesiące 2023 roku, ze względu na wyraźne spowolnienie gospodarcze w I kwartale oraz możliwe problemy z dostępnością gazu na europejskich rynkach.

Słabszy dolar w 2023 roku będzie sprzyjał złotemu



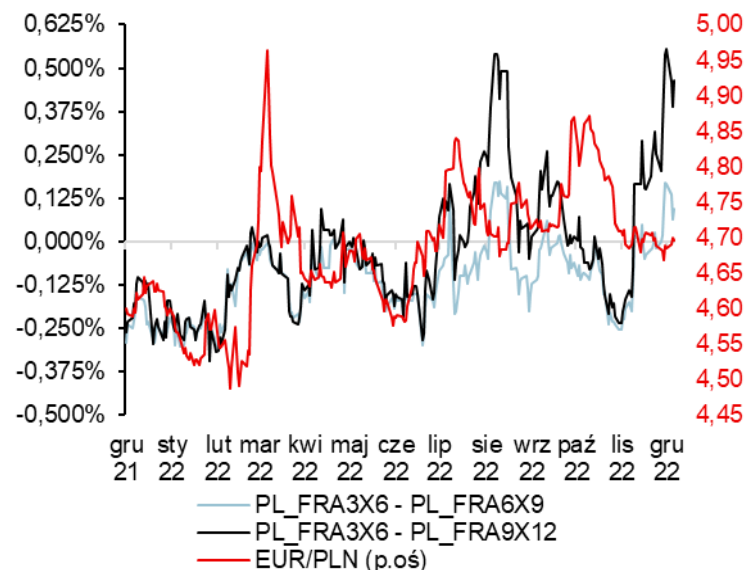
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Relacja oczekiwanych realnych rynkowych stóp procentowych w Polsce i strefie euro nie sprzyja krajowej walucie.



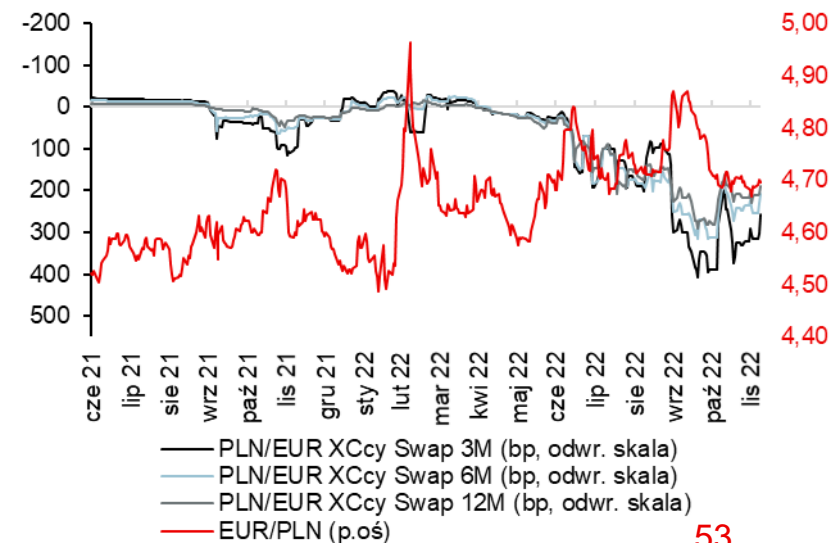
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Oczekiwany spadek stóp procentowych w dłuższym terminie działa potencjalnie przeciwko złotemu.



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Niska płynność złotego na krajowym rynku utrudnia długotrwałą spekulację przeciwko złotemu.



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Prognozy

6



Prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	mld PLN	2,337.7	2,623.9	3,045.8	3,380.0	691.5	723.3	779.1	852.0	777.7	802.4	865.6	934.3
PKB	% r/r	-2.0	6.8	4.7	0.1	8.6	5.8	3.6	1.8	-2.9	0.0	0.3	2.4
Popyt krajowy	% r/r	-2.7	8.4	4.5	-0.9	12.0	6.9	3.1	-1.7	-4.6	-2.4	0.6	2.0
Spożycie indywidualne	% r/r	-3.6	6.3	3.4	1.1	6.7	6.4	0.9	0.0	-1.0	-1.0	3.0	3.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-2.3	2.1	2.5	-1.2	4.7	6.6	2.0	-0.5	-3.0	-4.5	0.0	1.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1.1	14.5	10.3	0.4	16.8	12.5	9.3	3.6	-3.0	-1.7	1.0	5.4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3.5	1.6	6.5	-5.2	23.7	9.2	3.3	-1.3	-12.5	-8.7	-2.9	0.3
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3.0	7.4	5.5	0.6	9.7	9.7	3.4	0.1	-3.1	-1.1	1.1	5.0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5.3	8.9	11.9	10.6	9.7	11.8	14.6	11.5	11.8	10.1	9.5	10.8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1.0	0.4	2.0	-0.2	1.9	2.0	2.4	1.7	0.3	-0.3	-0.4	-0.5
Stopa bezrobocia*	%	6.8	5.8	5.2	5.9	5.8	5.2	5.1	5.2	5.6	5.5	5.6	5.9
Rachunek bieżący	mln EUR	12,811	-8,261	-25,873	-35,361	-7,402	-4,726	-6,780	-6,965	-8,968	-5,883	-9,097	-11,412
Rachunek bieżący	% PKB	2.4	-1.4	-4.0	-4.9	-2.7	-3.5	-3.7	-4.0	-4.1	-4.2	-4.4	-4.9
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-6.9	-1.8	-2.6	-5.2	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	3.4	5.1	14.4	14.5	9.6	13.9	16.3	17.6	18.8	15.1	13.2	10.9
CPI *	% r/r	2.4	8.8	17.3	10.9	11.0	15.5	17.2	17.3	17.4	14.1	12.2	10.8
Inflacja bazowa	% r/r	3.9	4.1	9.1	8.7	6.6	8.4	10.0	11.3	10.8	9.5	8.1	6.4

* 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	6.75	6.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M	%	0.67	0.54	6.03	7.00	3.46	6.25	7.08	7.34	7.06	6.98	6.98	6.98
Rentowność obligacji 2L	%	0.50	0.79	6.35	6.69	4.07	6.78	7.06	7.48	6.83	6.83	6.65	6.45
Rentowność obligacji 5L	%	0.96	1.39	6.37	6.59	4.41	7.01	6.57	7.48	6.73	6.73	6.55	6.35
Rentowność obligacji 10L	%	1.52	1.97	6.09	6.44	4.29	6.63	6.19	7.23	6.58	6.58	6.40	6.20
IRS 2L	%	0.62	1.19	6.61	6.55	4.68	7.21	7.21	7.33	6.66	6.69	6.53	6.34
IRS 5L	%	0.80	1.69	5.91	5.68	4.31	6.53	6.22	6.59	5.77	5.80	5.66	5.49
IRS 10L	%	1.15	2.01	5.67	5.75	4.10	6.16	5.95	6.47	5.83	5.87	5.73	5.56
EUR/PLN	PLN	4.44	4.57	4.68	4.67	4.62	4.65	4.75	4.71	4.71	4.69	4.66	4.63
USD/PLN	PLN	3.89	3.86	4.46	4.43	4.11	4.36	4.71	4.64	4.50	4.50	4.39	4.31
CHF/PLN	PLN	4.15	4.22	4.66	4.66	4.46	4.52	4.88	4.79	4.78	4.73	4.61	4.52
GBP/PLN	PLN	5.00	5.31	5.50	5.27	5.52	5.48	5.55	5.44	5.57	5.45	5.17	4.93

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **9.12.2022** 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>

Piotr Bielski, dyrektor

691 393 119

Jarosław Kosaty

887 842 480

Marcin Luzziński

510 027 662

Grzegorz Ogonek

887 842 480

Suplement Sektorowy

Sektory Strategiczne

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

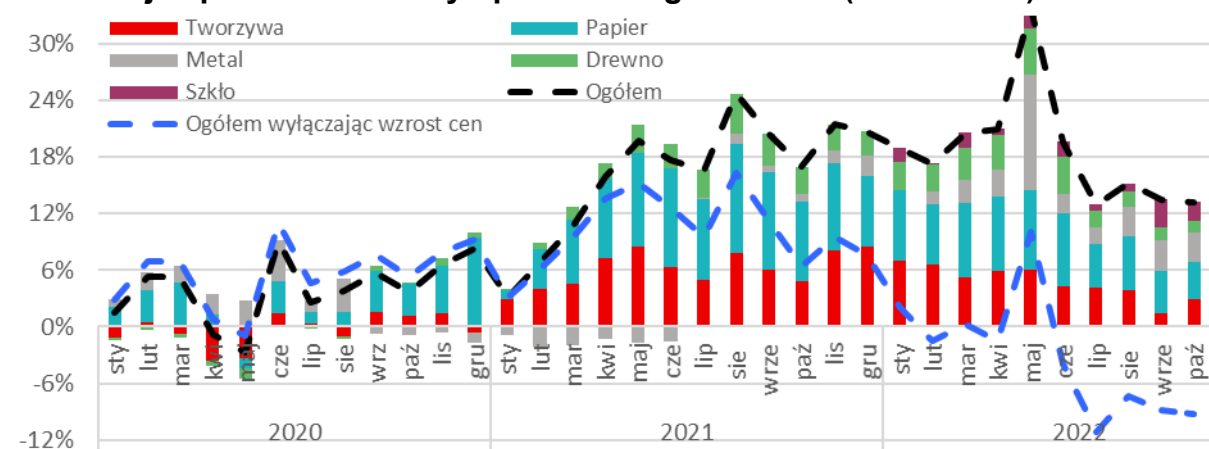
Opakowania z papieru utrzymają dużą „siłę” cenową

Branża opakowań utrzymuje po 10 m-cach br. dwucyfrowy wzrost produkcji sprzedanej, równy ok. 19% R/R. Jednak od czerwca, miesięczna dynamika spadła do 13-15%, co pokazuje spowolnienie branży opakowań w ślad za wskaźnikami makroekonomicznymi. Najbardziej niepokoi nas spadek dynamiki wzrostu poniżej zera po oczyszczeniu z efektu wzrostu cen, co wskazuje słabnący popyt. Oznacza to również, że ceny są głównym motorem wzrostu.

W ostatnich 2 latach obserwowaliśmy gwałtowny wzrost cen opakowań, przy czym surowce i materiały rosły w szczytowym momencie nawet o 120-130% R/R. Jedną z głównych sił napędowych tego trendu była inflacja cen gazu od początku 2021 r. Na tej podstawie oszacowaliśmy poziom oczekiwań cenowych firm w sektorach przemysłu obejmujących produkcję opakowań. W efekcie widzimy, że poza inflacją kosztów, producenci opakowań z papieru i tektury cieszyli się największą „siłą” cenową, gdzie wzrost cen wyprzedzał poziom jaki w naszej ocenie wynikałby z samych cen gazu. Obrazuje to jak silny popyt notowano na te opakowania w 2021 i 1H 21. Taką tezę również wspiera fakt, że marża EBITDA w tym segmencie nie zmieniła się znacząco od 1Q 21 aż do końca 1H 21, co potwierdza że firmy były w stanie przenieść znaczną większość kosztów. W przypadku opakowań z tworzyw sztucznych siła cenowa jest niższa, a oczekiwania cenowe bliżej poziomów jakie oszacowaliśmy na podstawie cen gazu. Bazując na kontraktach terminowych na dostawę gazu w 2023 r. spodziewamy się że ceny opakowań pozostaną wysokie, z niewielką przestrzenią do obniżek.

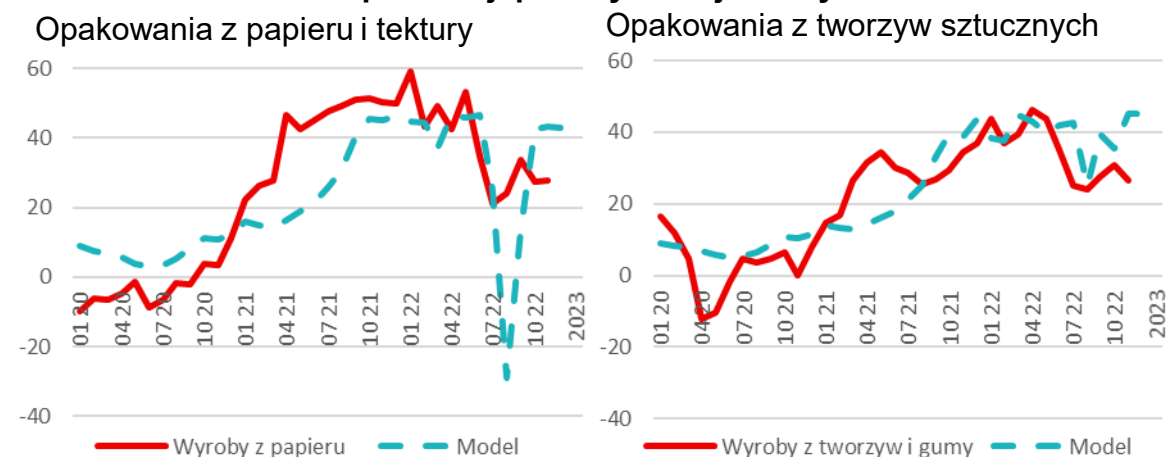
Unijne regulacje dotyczące opakowań jednorazowego użytku z tworzyw sztucznych i gospodarki odpadami zajmują powoli czołowe miejsce wśród czynników wpływających na branżę opakowań. Przez duże opóźnienie w przenoszeniu do krajowego prawodawstwa unijnych nakłady inwestycyjne producentów opakowań z tworzyw spadły poniżej poziomu pozwalającego odnawiać majątek produkcyjny. Jednocześnie producenci opakowań z papieru i tektury zajmują czołowe miejsce w branży pod względem inwestycji, co pokazuje jak zmienia się percepcja kwestii środowiskowych przez konsumentów.

Produkcja sprzedana* branży opakowań wg materiału (zmiana R/R)



Źródło: GUS, Eurostat, Santander *do 2021 r. produkcja wytworzona, od 2022 r. produkcja sprzedana

Oczekiwania cenowe produkcji przemysłowej – faktyczne i szacowane



Źródło: GUS, TGE, Santander

Źródło: GUS, TGE, Santander

Ekspert wciąż wspiera producentów mebli

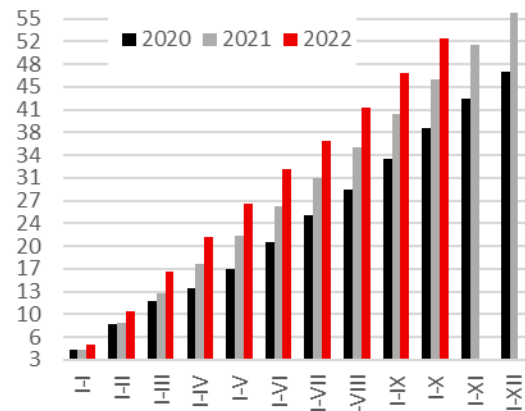
Po 10-ciu miesiącach br. produkcja sprzedana branży meblarskiej wzrosła o ok. 14% R/R, przy czym w samym październiku wzrost wyniósł już tylko 0,3% R/R, co podkreśla hamowanie popytu na meble w związku ze wzrostem stóp procentowych i kosztów życia nie tylko w Polsce, ale również w strefie Euro. Niemniej jednak, odczytujemy październikowy „wzrost” jako umiarkowanie pozytywny. W 4Q 22 spodziewaliśmy się już ujemnej dynamiki w ujęciu R/R, co nastąpi zapewne dopiero w kolejnych miesiącach. Ponadto, wyczerpuje się efekt wzrostu cen, jako od sierpnia br. obserwujemy spadki cen producentów w ujęciu M/M. Wszystko to wskazuje na hamowanie popytu, jednak przebiega to w bardziej umiarkowany sposób niż oczekiwaliśmy.

Indeks obrotów producentów mebli w Polsce wygląda co najmniej przyzwoicie w porównaniu do głównych konkurentów z rynków zachodnich, gdzie od maja/czerwca widoczne jest wypłaszczenie wzrostu M/M. Pokazuje to jak mocno branża korzysta na osłabieniu PLN i niższej bazie kosztowej. Potwierdza to porównanie indeksów obrotów w kanale krajowym i zagranicznym – eksport w br. rośnie wyraźnie powyżej średniej z okresu 2019-2021, podczas gdy sprzedaż krajowa znajduje się poniżej tego trendu.

Rentowność sprzedaży w branży obniżyła się nieznacznie w 3Q 22 do 5,1% wobec 5,6% w 1H 22, przy czym firmy notujące straty odpowiadają już za ok 17% obrotów w branży. W obu przypadkach wskaźniki te pokazują, że branża jest w trudnej sytuacji, jednak skala problemów nie jest bezprecedensowa – podobne poziomy były notowane w 2018 r.

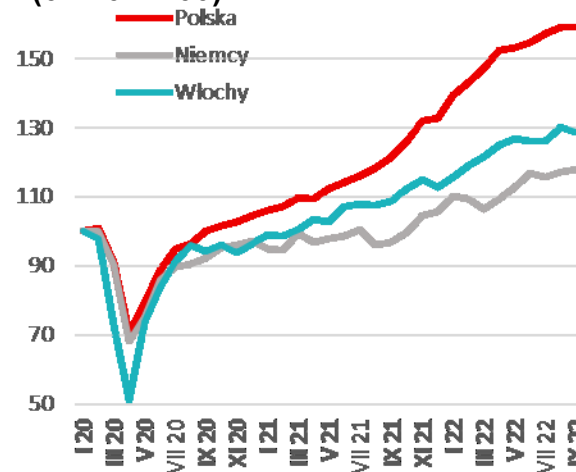
Na koniec roku niezmiennie spodziewamy się dynamiki sprzedaży na poziomie ok. 10-11% R/R, w przeważającej mierze za sprawą wzrostów w 1H 22. Mocne wyhamowanie rynku deweloperskiego i wzrost kosztów życia powodują że trudno jest oczekiwać wzrostów sprzedaży na rynku krajowym, szczególnie że obecnie w koniunkturze konsumenckiej przeważa pesymizm. Niemniej jednak, zarówno w PL jak i całej UE widzimy że wskaźniki skłonności do zakupów w horyzoncie 12 m-cy odbiły w górę, co może oznaczać że konsumenci zakupy przekładają, ale z nich nie rezygnują.

Produkcja sprzedana branży meblarskiej (mld PLN)



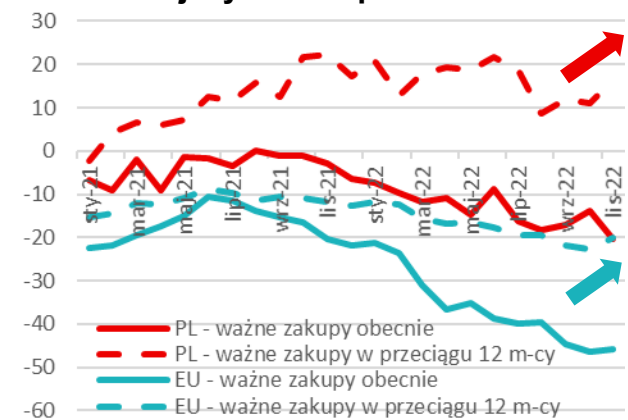
Źródło: GUS, obliczenia Santander

Indeks obrotów producentów mebli (01.20 = 100)



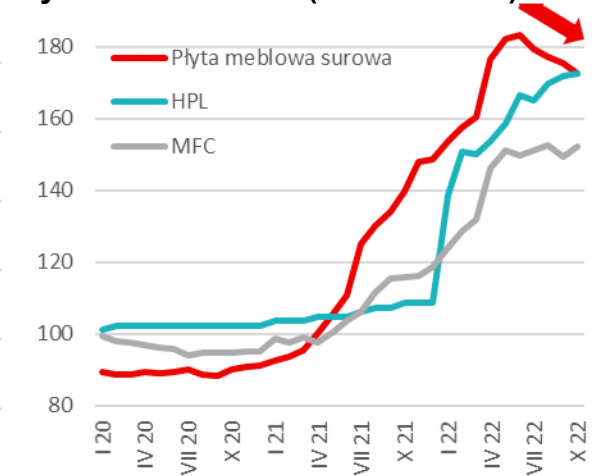
Źródło: Eurostat

Koniunktura konsumencka - skłonność do ważniejszych zakupów



Źródło: Eurostat

Zmiana cen płyt meblowych na rynku niemieckim (śr 2015 = 100)



Źródło: Destatis

E-commerce zwalnia w EU ale Polska pozostaje liderem wzrostu

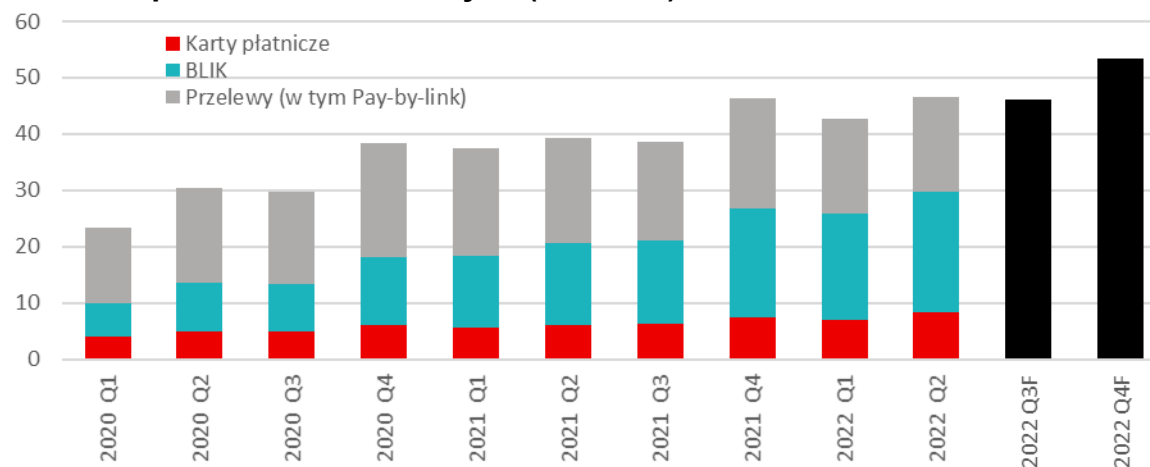
Motywnym przewodnim analiz sprzedaży internetowej w tym roku jest „powrót do normalności”. Bez dodatkowego paliwa w postaci pandemii, wzrost sprzedaży internetowej na wielu rynkach wyhamował, lub wręcz odnotował spadki, pomimo wzrostu inflacji. Bazując na danych Eurostatu, szacujemy że sprzedaż wysyłkowa na poziomie całej Unii spadła po 10 m-cach br. o 6% R/R (po odsezonowaniu), zaś w samej strefie Euro spadek wyniósł 7%.

Polski rynek pozytywnie wyróżnia się na tym tle – dane Eurostatu wskazują na 15% wzrost po 10 m-cach br. Z kolei bazując na danych GUS za ten okres, szacujemy wzrost obrotów sprzedaży internetowej o ok. 25% R/R w cenach bieżących. Uważamy że wysoka inflacja sprzyja e-sprzedawcom, jako że udział e-commerce w sprzedaży detalicznej wzrósł w tym roku do średniego poziomu ok. 11% vs ~9% w analogicznym okresie ub. r. W samym październiku udział ten wzrósł do rekordowego poziomu 14%, co bardzo dobrze rokuje dla e-sprzedaży w całym 4Q 22. Spodziewamy się, że w całym 2022 wartość e-commerce sięgnie ok. 112-113 mld PLN, co jest wyraźnie powyżej naszej prognozy z 1Q 22 na poziomie 101-108 mld PLN.

Głównym motorem e-sprzedaży w tym roku są bezdyskusyjnie ubrania, odzież i obuwie, notujące ~27% wzrostu R/R, osiągając ok. 30% udział w całej sprzedaży internetowej. Na drugim miejscu znajduje się sprzedaż produktów spożywczych z ok. 25% wzrostem, jednak przy pomijalnym, ~1% udziale w obrotach e-handlu. Widzimy również 13-15% wzrost w kategorii kosmetyków i farmaceutyków, podczas gdy sprzedaż mebli i elektrycznych artykułów gospodarstwa domowego notuje jedynie 5% wzrost R/R. Potwierdza to widoczne pogorszenie koniunktury konsumenckiej i odkładanie w czasie większych zakupów.

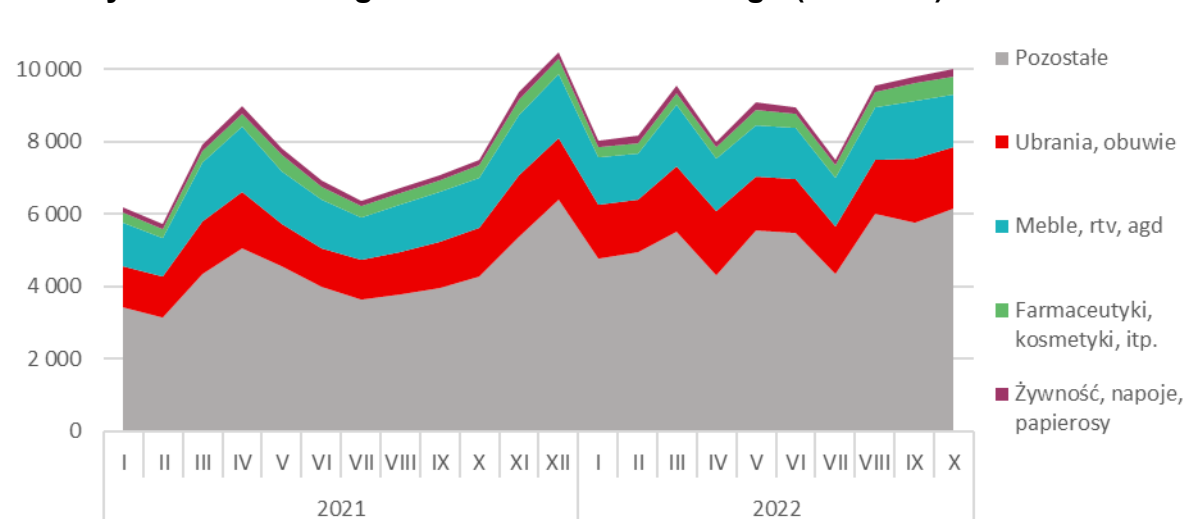
Analizując płatności za zakupy internetowe widzimy wzrost w 1H 22 o 16,6% R/R, spodziewamy się że do końca roku dynamika ta sięgnie 17%, a łączna wartość płatności może wynieść nawet 190 mld PLN. BLIK pozostaje preferowaną formą płatności przy 47% wzroście R/R w 1H 22, na drugim miejscu znajdują się płatności kartowe z 32% wzrostem. Jednocześnie widzimy 10% spadek wartości przelewów, w tym typu pay-by-link.

Wartość płatności internetowych (mld PLN)



Źródło: NBP, Santander

Obroty e-commerce wg branż handlu detalicznego (mld PLN)



Źródło: GUS, Santander

Możliwy spadek rentowność przewoźników drogowych

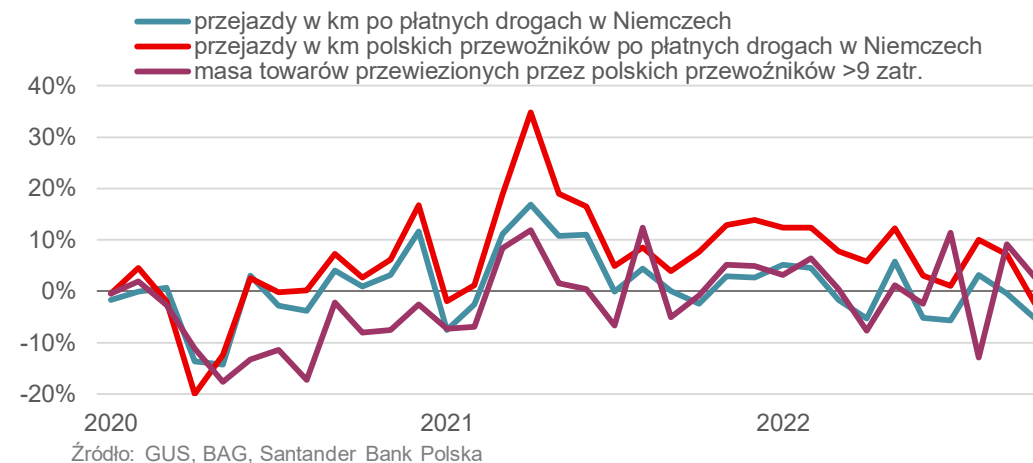
Transport drogowy towarów w Europie w 2022 roku wolumenowo nie uległ istotnym zmianom. Ruch na drogach w Niemczech w okresie od stycznia do października spadł o 1% r/r, z kolei Transport Intelligence w listopadowej prognozie zakładał wzrost w Europie o 3% w całym 2022 roku. Dane dla Polski wskazują na wyższą dynamikę. Ruch polskich ciężarówek w Niemczech wzrósł o 7% r/r, a masa przewiezionych towarów przez przewoźników >9 zatrudnionych o 1% r/r. Na wysoki popyt wskazywał także niski odsetek przewoźników wskazujących na niedostateczny popyt jako barierę ograniczającą działalność.

Mimo przewidywanego spowolnienia w gospodarce europejskiej, wolumeny w transporcie drogowym powinny utrzymać dodatnią dynamikę. Transport Intelligence w bazowym scenariuszu zakłada wzrost wolumenu o 1% w roku 2023, a długookresowo, tj. do 2026 roku, przewiduje CAGR na poziomie 3%.

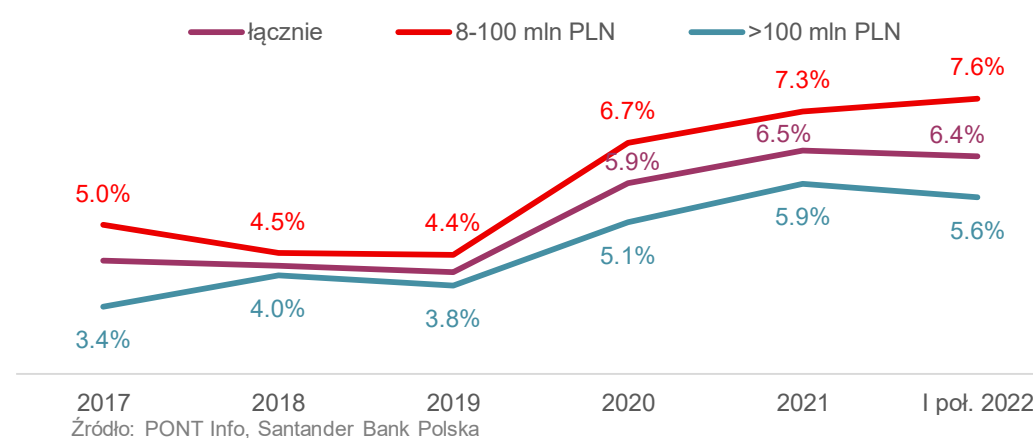
Wciąż największym wyzwaniem dla przewoźników był niedobór kierowców. Wysoki popyt w 2022 roku i wybuch wojny dodatkowo pogłębiły ten problem. Po stronie podażowej ograniczaniem była także niska dostępność pojazdów. Co prawda liczba zarejestrowanych nowych pojazdów ciężarowych w Polsce wzrosła do października o 6% r/r (+12% wobec 2019 r.), ale czas oczekiwania na dostawę był długi.

Przewaga popytu pozwalała przewoźnikom przerzucać rosnące koszty na odbiorców i utrzymać wysoką rentowność na poziomie operacyjnym w I połowie 2022 roku. Wzrosła jednak różnica w rentowność między przewoźnikami średnimi (przychody 8-100 mln PLN) a dużymi (przychody >100 mln PLN). Przyczyną mógł być większy udział zleceń kontraktowych w portfelu dużych, które mogły być mniej rentowne wobec zleceń giełdowych przy szybko rosnących cenach paliw, gdyż stawki kontraktowe reagują z opóźnieniem. Do tego duży mogli mieć większy udział cross-trade'u i kabotażu, w których po wejściu w życie kolejnych regulacji Pakietu Mobilności nastąpił znaczny wzrost kosztów wynagrodzeń. Wpływ mogła mieć także większa ekspozycja dużych podmiotów na kierowców z Ukrainy, których dostępność spadła po wybuchu wojny, co spowodowało tymczasowe unieruchomienie części floty. Należy zakładać, że ewentualny większy spadek popytu w kolejnych kwartałach może spowodować osłabienie pozycji przewoźników i spadek rentowności.

Przejazdy (km) przewoźników towarowych po płatnych drogach w Niemczech i masa przewiezionych towarów ogółem (zmiana r/r)



Rentowność działalności operacyjnej przewoźników drogowych towarów w Polsce (PKD 49.4) >9 zatrudnionych wg przychodów



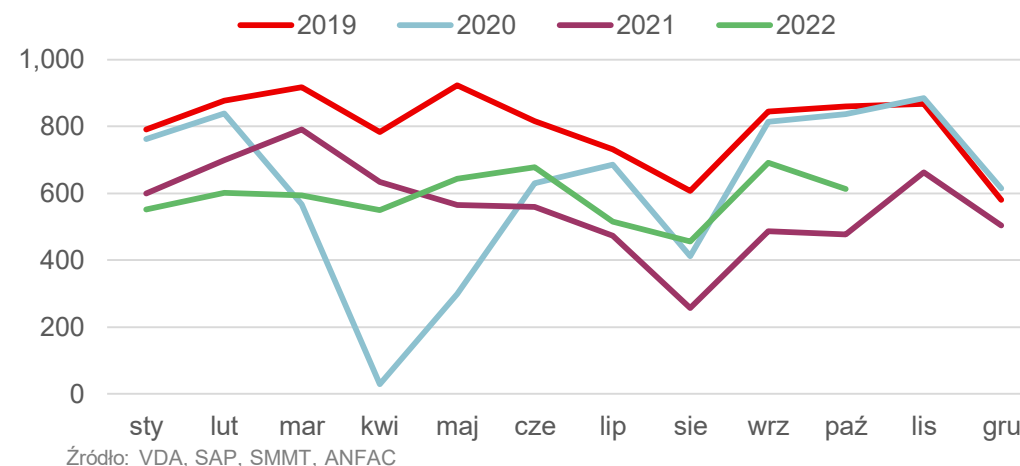
Trudny czas producentów części motoryzacyjnych

Wielkość produkcji samochodów osobowych w Niemczech, Czechach, Hiszpanii i Wlk. Brytanii w okresie styczeń-październik 2022 roku wzrosła o 6% r/r, ale była o 28% niższa wobec analogicznego okresu w roku 2019. Znacznie lepiej radził sobie drugi segment odbiorców producentów części, czyli rynek części zamiennych. W I połowie bieżącego roku wolumeny były tu na poziomie UE o około 4% wyższe wobec poziomów sprzed pandemii. Wielkość produkcji części ogółem była niższa w UE o 7% wobec poziomów z roku 2019.

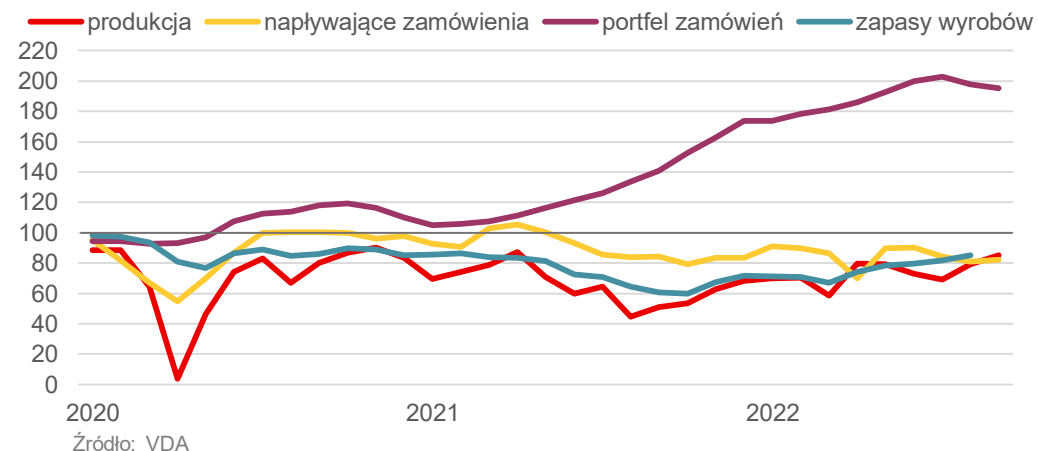
Trwająca od 2020 roku przewaga zamówień napływających do producentów samochodów w Niemczech wobec produkcji, ograniczanej dostępnością materiałów produkcyjnych (surowce, komponenty, półprodukty), powodowała systematyczny wzrost portfela zamówień. W tej sytuacji producenci samochodów mieli dogodnie warunki do sterowania strukturą produkcji w kierunku modeli/wersji wyżej marżowych. Duży portfel może też przez pewien czas kompensować ewentualny znaczny spadek popytu na auta i zamówień w kolejnych kwartałach. We wrześniu po raz pierwszy od 2020 roku, pomijając kwietniowy efekt wybuchu wojny, bieżące zamówienia w Niemczech były poniżej poziomów produkcji.

Warunki rynkowe są szczególnie dotkliwe dla producentów części motoryzacyjnych wytwarzających przede wszystkim na pierwszy montaż. Przy niskich wolumenach zamówień jeszcze trudniej jest im przerzucać wysokie koszty na producentów samochodów. Na pewno w dużo lepszym położeniu są producenci części skupieni przede wszystkim na rynku wtórnym. Rentowność działalności operacyjnej producentów części ogółem w Polsce w pierwszej połowie 2022 roku wyniosła 3%, co było rezultatem znacznie niższym niż w okresie przed wybuchem pandemii (około 5%). Niepokojąco wygląda struktura populacji – odsetek podmiotów rentownych na poziomie wyniku netto spadł z 77% w 2019 r. do 68% w I połowie br., a udział przychodów producentów rentownych z 87% do 62%. Spadek rentowności producentów części pokazuje ich słabą pozycję przetargową w ramach łańcucha wartości motoryzacji. W ubiegłym i obecnym roku zarówno producenci samochodów i dystrybutorzy części zamiennych, jak również wiele sektorów dostarczających producentom części surowce i komponenty do produkcji, podwyższyło rentowność. Co więcej, rentowność dostawców i odbiorców była wyraźnie wyższa niż producentów części.

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



Wielkość zamówień, produkcji i zapasów w sektorze produkcji samochodów w Niemczech (indeksy, 2019=100)



Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **9.12.2022** 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:

Maciej Nałęcz

Radosław Pelc

przetwórstwo przemysłowe, usługi

motoryzacja, transport, logistyka

+48 665 615 384

+48 887 845 708

Thank You.

Our purpose is to help people
and business prosper.

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

Simple Personal Fair



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

