

Koronakryzys: scenariusz v-, V-, czy U-kształtny?

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

Index

■ Podsumowanie	s. 3
■ Przegląd prognoz	s. 5
■ Gospodarka przed pandemią	s. 6
■ Efekty gospodarcze epidemii	s. 7
■ Rynek pracy	s. 10
■ Inflacja	s. 11
■ Handel zagraniczny	s. 12
■ Polityka fiskalna	s. 13
■ Tarcza rządowa	s. 14
■ Polityka pieniężna	s. 15
■ Mocne i słabe strony Polski	s. 16
■ Rynek walutowy	s. 18
■ Rynek stopy procentowej	s. 19
■ Przegląd rynkowy	s. 20
■ Tabela z prognozami	s. 24



Podsumowanie (makro)

Gospodarka światowa weszła w kryzys, jakiego do tej pory nie doświadczyliśmy. Szok nie tylko dotyka zarówno strony popytowej jak i podażowej, ale jednocześnie praktycznie wszystkich krajów na świecie. Skala wpływu na gospodarkę będzie zależała w dużym stopniu od tego jak szybko uda się opanować rozwój epidemii, a to jest bardzo trudne do przewidzenia. Przygotowaliśmy różne scenariusze rozwoju sytuacji ekonomicznej w Polsce. Ten, który uznaliśmy za bazowy, zakłada, że aktywność gospodarcza pozostaje wygaszona do początku czerwca, po czym stosunkowo szybko odbija w górę (V-kształtne ożywienie). W tym scenariuszu PKB kurczy się w br. o ok. 1%, po czym rośnie o prawie 5% w 2021. Jednak jeśli z różnych powodów (problemy z łańcuchami dostaw, bardzo powolne ożywienie popytu) przywracanie gospodarki do życia będzie spowolnione, możemy przesunąć się w stronę scenariusza w kształcie U, zakładającego spadek PKB w br. o 2,5% i wzrost o 2,2% w 2021 r. Oba warianty należy traktować z ostrożnością, ponieważ niepewność dot. rozwoju epidemii i jej skutków jest wyjątkowo wysoka. Nie da się wykluczyć, że zarówno głębokość szoku dla gospodarki, jak i jego długość mogą się okazać silniejsze niż obecnie zakładamy.

Bezrobocie z pewnością wzrośnie, ale przynajmniej w krótkim okresie ten wzrost może być spowalniany faktem, że pierwsza fala redukcji etatów może dotknąć głównie migrantów zarobkowych (część obywateli Ukrainy wyjechała do domu już w ostatnich tygodniach). Rządowa tarcza antykryzysowa również może w pewnym stopniu złagodzić, albo chociaż spowolnić negatywne zmiany na rynku pracy. W scenariuszu V-kształtnym przewidujemy, że stopa bezrobocia BAEL podwoi się z obecnego poziomu ok. 3%. W scenariuszu U spodziewamy się wzrostu liczby bezrobotnych o 1 milion i stopy bezrobocia sięgającej 9% w br.

Globalna recesja oznacza naszym zdaniem silnie dezinflacyjne środowisko. Nawet jeżeli duże zmiany cen względnych niektórych towarów żywnościowych wprowadzą trochę krótkoterminowej zmienności w CPI, to w kolejnych miesiącach inflacja powinna szybko spadać. Będzie temu sprzyjać mocny spadek cen paliwa (mimo słabszego złotego) i powszechna tendencja oferowania dużych promocji w handlu internetowym, w miarę jak firmy będą się bronić przed utratą tradycyjnych kanałów sprzedaży. Przewidujemy, że CPI i inflacja bazowa zakończą ten rok blisko 2% r/r.

W sytuacji mocnego tąpnięcia PKB i hamowania inflacji, rynek finansowy będzie zapewne wyceniał kolejne obniżki stóp procentowych NBP. Naszym zdaniem w bazowym scenariuszu (V) bank centralny nie obniży już stóp procentowych, koncentrując się na działaniach niekonwencjonalnych. Kluczowa dla reakcji RPP będzie jednak skala recesji i jeśli okaże się, że przesuwamy się w stronę dużo gorszych prognoz PKB, kolejna obniżka o 50pb może się pojawić na horyzoncie.

Saldo budżetu mocno się w tym roku pogorszy pod wpływem (a) cyklicznego spadku wpływów podatkowych, (b) utraty części wpływów jednorazowych (prawdopodobne opóźnienie zmian w OFE, możliwe mniejsze wpływy z aukcji CO2, 5G), (c) nowych wydatków związanych z działaniami antykryzysowymi. Deficyt całego sektora General Government (GG) może sięgnąć 145 mld zł, tj. ponad 6% PKB. Jednak w świecie dotkniętym epidemią Covid-19 duża skala ekspansji fiskalnej mająca na celu złagodzenie skutków zaburzeń w funkcjonowaniu gospodarki nie będzie niczym kontrowersyjnym. Stabilizująca Reguła Wydatkowa (SRW) zostanie zapewne zawieszona, aby umożliwić zwiększoną skalę wydatków publicznych. Relacja długu do PKB wzrośnie, ale na szczęście odległość pomiędzy poziomem 44% PKB z końca 2019 r., a konstytucyjnym limitem 60% PKB jest stosunkowo duża.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Nagły i znaczący wzrost awersji do ryzyka uderzył w złotego pchając EURPLN do ponad 4,60 z 4,25 jeszcze pod koniec stycznia. W porównaniu do do innych walut CEE, od początku roku złoty stracił do euro ok. 7,3%, czeska korona ok. 7,5%, forint ok. 10%, a rubel ok. 20%. Nie zakładamy, by EURPLN podążał w górę wyjątkowo stromą ścieżką analogiczną do tej z lat 2008/2009. Bezprecedensowe działania podjęte od tego czasu przez banki centralne w odpowiedzi na światowy kryzys finansowy przyczyniły się do tego, że fale awersji do ryzyka jakie pojawiały się w kolejnych latach (np. w związku z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro) były mniejsze niż ta sprzed ponad 10 lat. W dodatku, w 2009 dodatkową presję na złotego wywierała kwestia opcji walutowych. Wydaje się, że wciąż jest silna wiara w to, że banki centralne i rządy mają wystarczająco dużo amunicji by pokonać skutki jakie epidemia koronawirusa ma na globalną gospodarkę. Działania ogłoszone do tej pory pomogły ustabilizować lub przynajmniej spowolnić trend spadkowy cen akcji, ale zakładamy, że możemy jeszcze zobaczyć jedną falę spadków indeksów giełdowych, co pchnie EURPLN w górę zanim złoty zacznie się bardziej trwale umacniać w drugiej połowie roku.

Rynek stopy procentowej

Aktywa z rynków wschodzących były jak dotąd w tym roku pod presją z powodu dwóch czynników: 1) spowolnienia gospodarczego wywołanego koronawirusem i 2) załamania cen ropy naftowej. Polska nie należy do grupy państw eksportujących surowce i złoty stracił relatywnie niewiele, a rentowność długoterminowych obligacji zachowywała się dość dobrze. W I kw. 2020 rentowności polskich obligacji spadły (najmocniej na krótkim końcu), spready asset swap mocno wzrosły, ale spread do krzywej niemieckiej się zawęził. Kwartalny zakres zmian rentowności – po spokojnej drugiej połowie 2019 – wzrósł do poziomu z pierwszej połowy 2019.

W scenariuszu dość szybkiej poprawy koniunktury po okresie epidemii („V”), nie oczekujemy dalszych cięć stóp NBP, krótki koniec pozostanie dobrze zakotwiczony, a długi też powinien się utrzymać na niskich poziomach dzięki programowi QE z NBP, który z łatwością zaabsorbuje wyższe emisje obligacji. Według naszych szacunków, w tym roku emisje obligacji będą o ok. 100 mld zł wyższe od założonych w budżecie (deficyt centralny 130 mld zł minus ok. 33 mld zł środków z UE). Wyliczenia te są zbieżne z wypowiedziami wiceministra finansów Piotra Nowaka.

W przypadku powolnego wychodzenia z recesji („U”), RPP mogłaby obniżyć stopy o kolejne 50 pb, co w podobnej skali obniżyłoby rentowności na krótkim końcu, a na długim pozostałyby na niskich poziomach. Nawet jeszcze większa emisja obligacji – łącznie powyżej 130 mld zł – też zostałaby pokryta przez NBP, ale spread asset swap mógłby się wówczas rozszerzyć do powyżej 100 pb.



Prognozy 2020 - rewizja

Wskaźnik	Nasze prognozy w styczniu	Nasza prognoza teraz
PKB	Stopniowe spowolnienie (normalizacja?) wzrostu gospodarczego będzie kontynuowane, sprowadzając go z ok. 5% w 2018 i ok. 4% w 2019 r. i do ok. 3% - blisko (lub tylko nieco poniżej) wzrostu potencjalnego. To powinien być dobry punkt startowy do lekkiego ożywienia w 2021 r., o ile światowa gospodarka przyspieszy.	Epidemia Covid-19 wywołała globalną recesję. Skala szoku zależeć będzie od długości trwania epidemii i ograniczeń dla biznesu. Liczymy na realizację scenariusza „V” z solidnym odbiciem aktywności od II poł. br. Prognozy PKB w takim przypadku zakładają spadek o 1% w 2020 i odbicie o prawie 5% w 2021.
Struktura PKB	Konsumpcja prywatna nadal głównym motorem wzrostu, wspierana przez dochody gospodarstw domowych. Stagnacja w inwestycjach, przez cięcia w sektorze publicznym i nakłady firm ograniczane opóźnionym wpływem globalnej niepewności. Zapasy w dół. Eksport netto dodatni dla PKB, przy powolnym ożywieniu eksportu i imporcie spowolnionym słabszym popytem krajowym.	Konsumpcja się załamie wobec pogorszenia nastrojów, restrykcji i spadku dochodów gospodarstw za sprawą wzrostu bezrobocia i/lub obniżek płac. Inwestycje prywatne spadną mocno, co tylko częściowo może być zastąpione nakładami publicznymi kiedy restrykcje znikną. Nadwyżka w eksporcie netto może jeszcze wzrosnąć za sprawą spadku importu w większej skali niż eksportu.
Rynek pracy	Napięcia na rynku pracy będą słabły w miarę jak spowolnienie gospodarki zmniejsza popyt na pracę. Wzrost płac stabilny blisko 6%, z czego za ok. 1pp odpowiada podwyżka płacy minimalnej. Wzrost zatrudnienia bliski zera, stopa bezrobocia stabilna na rekordowo niskim poziomie.	W scenariuszu „V” zakładamy wzrost liczby bezrobotnych o 500-600 tys., co daje podwojenie stopy bezrobocia z obecnych 3%. Wzrost stopy bezrobocia będzie nieco osłabiony przez to, że pierwsza fala redukcji etatów dotknie zapewne w dużym stopniu migrantów zarobkowych.
Inflacja	Inflacja CPI osiągnie szczyt w I kw. 2020, być może dotykając 4% r/r, za sprawą podwyżek cen prądu i innych decyzji administracyjnych. W dalszej części roku inflacja przyhamuje, stabilizując się blisko celu.	Przejściowe zakłócenia cen żywności raczej nie przesłonią deflacyjnych trendów – wiele firm oferuje znaczne zniżki online w celu podtrzymania obrotów. CPI może zbliżyć się do 2% na koniec roku.
Polityka pieniężna	Bank centralny pozostanie w trybie wait-and-see, nie reagując na (przejściowe) przekroczenie celu inflacyjnego, w obliczu hamowania wzrostu gospodarczego.	Główna stopa NBP pozostanie na poziomie 1,0%, pod warunkiem, że nie zmaterializuje się bardziej negatywny scenariusz. Rynki będą wciąż wyceniać bardziej łagodne nastawienie polityki pieniężnej.
Polityka fiskalna	Zrównoważony budżet centralny nie oznacza zerowego bilansu sektora GG, ale niedobór nie powinien przekroczyć 1% PKB. To oznacza niską podaż SPW i jest dobrą wiadomością dla inwestorów. Jak zwykle, wyzwaniem wydaje się budżet na rok kolejny, kiedy znikną jednorazowe wpływy finansujące transfery społeczne.	Deficyt fiskalny może wynieść 145 mld zł pod wpływem wzrostu wydatków (30 mld zł na tarczę anty kryzysową) i spadku dochodów. Część z tego może być pokryta środkami z UE (ok. 33 mld zł).
Rynek stopy procentowej	Krótki koniec krzywej pozostanie zakotwiczony blisko stopy NBP, która pozostanie bez zmian. Rentowności na długim końcu wzrosną do 2,40%-2,50% pod wpływem wyższych rentowności za granicą (wpływ +20pb) i normalizacji krzywej (+20-30pb).	RPP obniżyła stopę referencyjną o 50 pb do 1% i uruchomiono program QE. W bazowym scenariuszu nie zakładamy dalszych obniżek stóp, krótki koniec będzie dobrze zakotwiczony, a długi pod wpływem skupu obligacji przez NBP, który z łatwością zaabsorbuje wyższe emisje obligacji.
Rynek walutowy	Poprawa globalnych nastrojów po zmniejszeniu ryzyk związanych z Brexitem i wojnami handlowymi umocni złotego na początku 2020 r., ale później EUR/PLN powinien wrócić w pobliże średniej z ostatnich lat, tj. 4,30.	Globalna odpowiedź polityki pieniężnej na dużą skalę ustabilizowała PLN po ostatniej deprecjacji, jednak uważamy, że po przerwie możemy zobaczyć kolejną falę spadków cen akcji. To powinno spowodować dalsze wzrosty EUR/PLN w krótkim terminie. W II poł. 2020 złoty może zacząć odrabiać straty.



Punkt startowy: gospodarka w przededniu epidemii

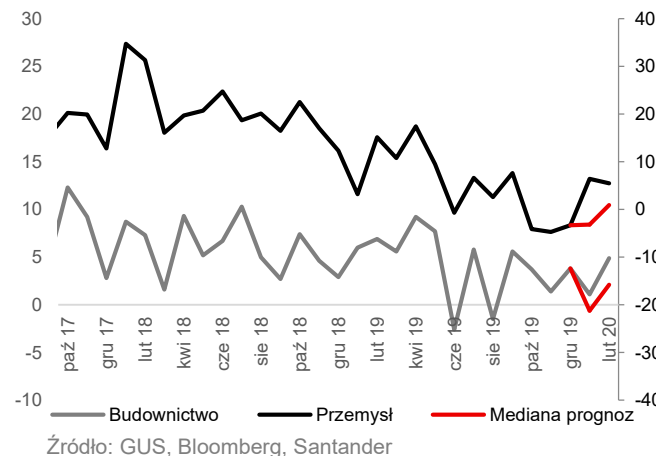
Produkcja przemysłowa zdołała zaskoczyć pozytywnie w dwóch pierwszych miesiącach br., dla których są już dostępne dane. W tym samym czasie doszło do pozytywnego zwrotu w europejskich wskaźnikach PMI dla przemysłu, co pozostawiło wrażenie, że niektóre sektory polskiej gospodarki miały szansę na odzyskanie wigoru po słabszej II poł. 2019 r.

Początek 2020 r. był natomiast nie lepszy pod kątem wydatków konsumentów niż IV kw. – z zaskakująco słabą konsumpcją prywatną. Za to w lutym sprzedaż detaliczna przebiła oczekiwania, pomimo trendu spadkowego we wskaźnikach nastrojów wśród konsumentów i w sektorze handlu detalicznego. W szczegółach tego odczytu można się jednak było dopatrzeć paniki zakupowej powiązanej z epidemią.

Spadek już i tak rekordowo niskiej stopy bezrobocia był kontynuowany a dynamika płac powróciła powyżej 7% r/r dzięki pokaźnej podwyżce płacy minimalnej.

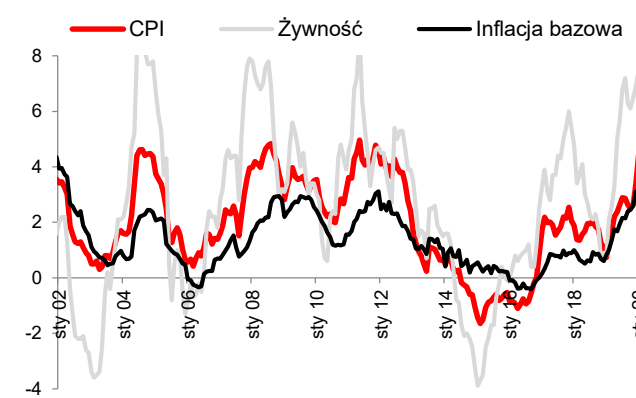
Inflacja przyspieszyła na przełomie roku gwałtowniej niż to było oczekiwane i do lutego dotarła do 4,7% r/r. Inflacja bazowa osiągnęła 3,6% r/r a dynamika cen usług 6,4% r/r – dla obu to najwyższe odczyty od ok. 18 lat. Inflacja cen żywności powiększyła się do 7,5% r/r (poziom nieobserwowany od 2008 r.) a decyzja administracyjna o podwyżce cen prądu wystąpiła je 13,2% wyżej r/r.

Dynamika produkcji r/r a oczekiwania rynkowe



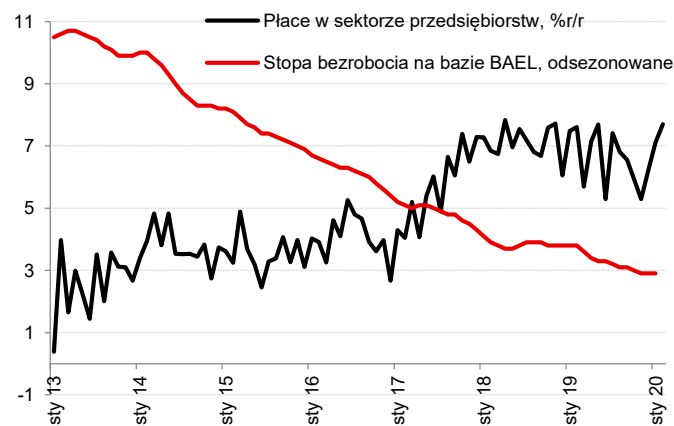
Źródło: GUS, Bloomberg, Santander

Inflacja CPI i wybrane składniki, %r/r



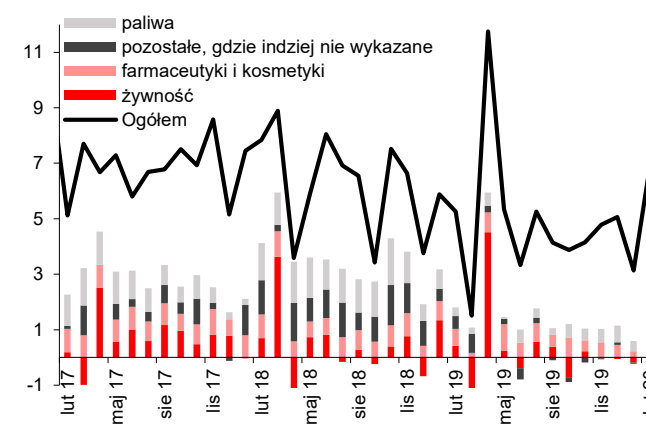
Źródło: GUS, NBP, Santander

Dane z rynku pracy



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Sprzedaż detaliczna i wkłady wybranych kategorii, %r/r



Źródło: GUS, Santander



Epidemia Covid-19 zatrzymała gospodarkę

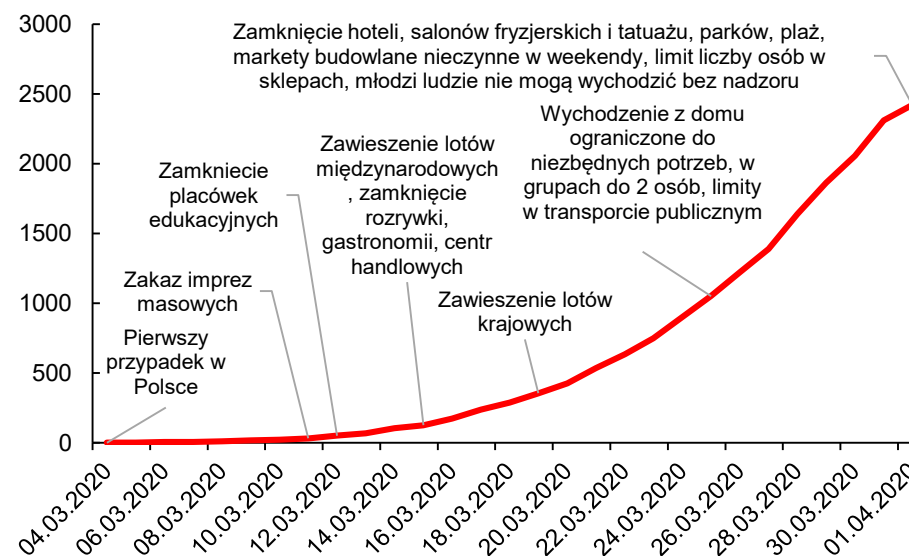
W marcu 2020 r. polską gospodarkę, podobnie jak wiele innych, dotknęły efekty epidemii koronawirusa. Rząd zareagował wieloma ograniczeniami w przestrzeni publicznej, nakazując zamknięcie lokali rozrywkowych i gastronomicznych, większości sklepów w centrach handlowych, sugerując mieszkańcom pozostawanie w domach i zakazując podróży międzynarodowych od 15 marca (placówki edukacyjne zamknięto 12 marca, imprezy masowe odwołano 11 marca).

Ten szok różni się od zaburzeń gospodarczych, z którymi mieliśmy do czynienia do tej pory, ze względu na cechę „nagłego zatrzymania” (sudden stop) i wpływ w pierwszej kolejności na usługi konsumpcyjne. Szok ten ma wpływ zarówno na popyt, jak i na podaż: skłania konsumentów do pozostania w domach i uniemożliwia im korzystanie z niektórych usług czy zakup niektórych produktów. Firmy z kolei borykają się ze spadkiem podaży pracy, bo niektórzy rodzice muszą pozostać w domu by opiekować się dziećmi, są chorzy lub w kwarantannie. Ponadto, doniesienia medialne wskazują na to, że wielu pracowników z Ukrainy wróciło do swojej ojczyzny przed zamknięciem ukraińskich granic 28 marca. Dodatkowo, zakłady są zagrożone ryzykiem czasowego zamknięcia w razie wykrycia wirusa SARS-CoV-2 wśród pracowników. Jakby tego było mało, ten szok dotyczy wielu partnerów handlowych Polski, co jeszcze wzmacnia negatywny wpływ gospodarczy.

Dwa procesy opisane powyżej prowadzą do przerwania łańcuchów dostaw. Niektóre sektory, np. produkcja samochodów czy sprzętów AGD już zdecydowały o zawieszeniu produkcji w obliczu spadku popytu i braku surowców.

Na kolejnych slajdach prezentujemy nasze przewidywania dot. rozwoju sytuacji ekonomicznej po szoku związanym z wirusem.

Kalendarium epidemii SARS-CoV-2 w Polsce, liczba potwierdzonych przypadków na 01/04/2020 15:00



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Kancelaria Premiera, Santander



Jak głęboki może być spadek wartości dodanej?

W sytuacji głębokiego szoku, z jaką mamy do czynienia obecnie, modelowanie składowych popytowych PKB wydaje się wyjątkowo trudne i obciążone wysoką niepewnością. W związku z tym zdecydowaliśmy się skupić na podażowej stronie gospodarki i oszacować możliwą skalę spowolnienia wzrostu, aplikując szoki o określonej skali do poszczególnych sektorów i branż.

Szoki w odpowiednich obszarach gospodarki (na poziomie szczegółowości NACE Rev 2, drugi poziom) skalibrowaliśmy na podstawie doniesień medialnych, danych bankowych na temat wartości transakcji oraz wiedzy eksperckiej.

Uważamy, że najbardziej ucierpią usługi konsumenckie. Szok przeniesie się do przetwórstwa z pewnym opóźnieniem i w mniejszej skali, ale bardziej ucierpią sektory produkujące towary konsumpcyjne, np. meblarstwo czy produkcja samochodów. Istnieją też branże, które na obecnej sytuacji mogą zyskać, np. handel internetowy albo usługi pocztowe i kurierskie.

Zakładamy, że w ciągu najbliższych tygodni 95% gospodarki odczuje spadek wartości dodanej ze względu na wprowadzone ograniczenia. W 60% gospodarki spadek ten będzie większy niż 5%, w 40% większy niż 10%, w 25% większy niż 15% a w 5% większy niż 50%.

Lista sektorów gospodarczych które najmocniej odczują szok:

Sektor	Udział w wartości dodanej
Narażone na najmocniejszy spadek wartości dodanej:	
Sprzedaż pojazdów samochod.; napr. pojazdów	2.0%
Transport wodny i lotniczy	0.2%
Usługi związane z zakwaterowaniem	0.5%
Usługi związane z żywieniem	0.7%
Usługi organizatorów turystyki	0.1%
Usługi kulturalne i rozrywkowe	0.4%
Usługi bibliotek, archiwów i muzeów	0.1%
Usługi związane z gramami i zakładami wzajemn.	0.1%
Usługi związane ze sportem, rozryw. i rekr.	0.2%
Pozostałe usługi indywidualne	0.8%
Razem	5.1%
Narażone na mocny spadek wartości dodanej:	
Wyroby tekstylne	0.2%
Odzież	0.4%
Skóry i wyroby ze skór wyprawionych	0.1%
Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne	0.4%
Urządzenia elektr. i nieelektr., sprz. gosp. dom.	1.0%
Maszyny i urządzenia gdzie indziej niesklas.	1.1%
Pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy	1.2%
Pozostały sprzęt transportowy	0.5%
Meble	0.9%
Obiekty budowlane i roboty budowlane	8.4%
Usługi organizacji członkowskich	0.1%
Usł. napraw i konserw. komp. i art. użytku dom.	0.6%
Usługi świadczone przez gospodarstwa domowe	0.1%
Usł. reklamowe; usł. badania rynku i opinii publ.	1.3%
Transport lądowy i rurociągowy	3.9%
Razem	20.3%

Źródło: GUS, Santander



Scenariusze wzrostu PKB: v, V, U?

Chińskie władze zaplanowały zakończenie ograniczeń w Wuhan w dniu 8 kwietnia, czyli około 80 dni od daty przekroczenia liczby 100 infekcji.

W naszej analizie zakładamy dwie wersje długości trwania zakłóceń w związku z wprowadzonymi ograniczeniami w Polsce: (1) 55 dni od 15 marca (scenariusz optymistyczny) i (2) 85 dni – do wczesnego czerwca (scenariusz bardziej realistyczny).

W kolejnym kroku zakładamy dwa typy reakcji gospodarki: odbicie w kształcie litery V, czyli wyraźne przyśpieszenie w III kw. 2020 r., oraz w kształcie litery U, czyli wolniejsze ożywienie, więcej bankructw i więcej zwolnień.

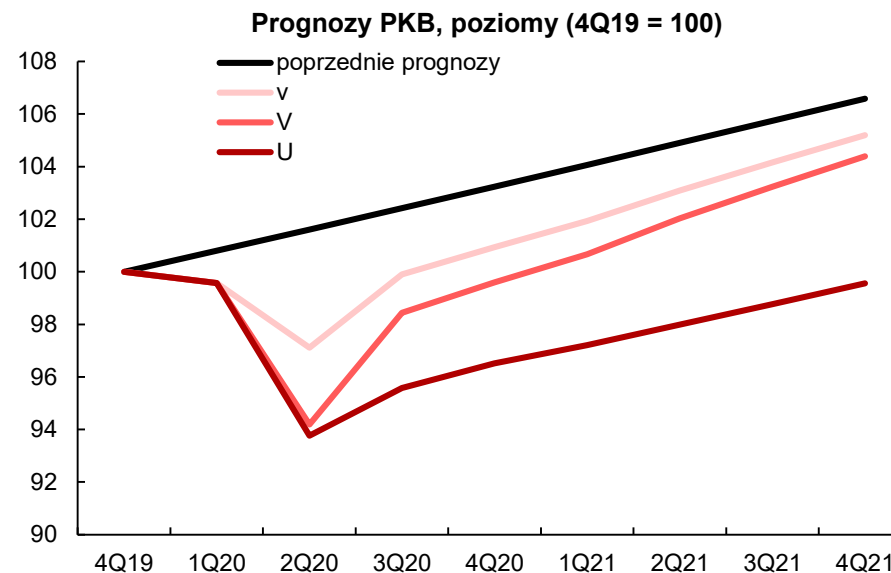
Razem przedstawiamy trzy scenariusze:

„v” – 55 dni zakłóceń, szybkie odbicie,

„V” – 85 dni zakłóceń, szybkie odbicie,

„U” – 85 dni zakłóceń, wolne odbicie.

Uważamy, że scenariusz „V” jest obecnie bazowy. Jednak niepewność co do tych ścieżek jest wysoka i jak dotąd prawdopodobieństwo przesuwania się w stronę mniej optymistycznych scenariuszy. Wraz z napływem danych może być konieczna rewizja prognoz, a zarówno skala jak i długość trwania szoku mogą okazać się większe niż teraz założyliśmy.

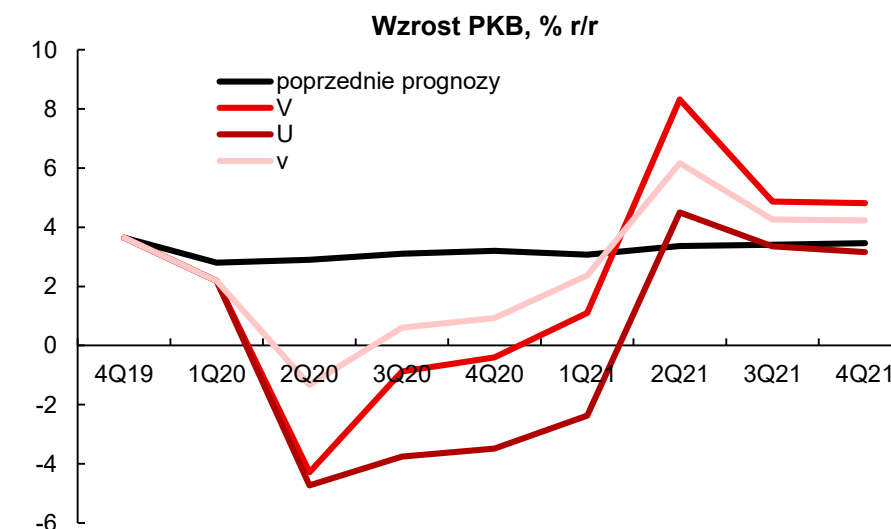


Źródło: Santander

Roczny PKB, % r/r

	2020	2021
v	0.6	4.3
V	-0.9	4.8
U	-2.5	2.2

Źródło: Santander



Źródło: Santander

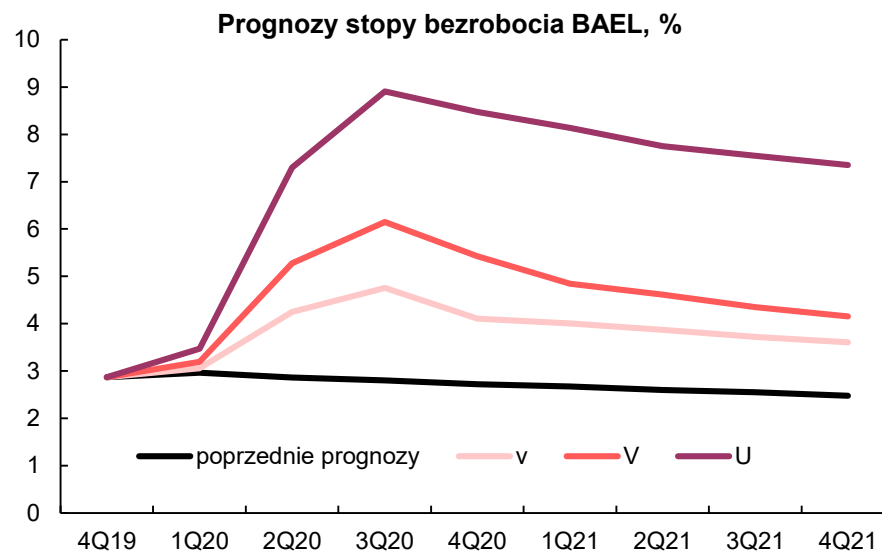


Rynek pracy: bezrobocie w górę, płace w dół

Po latach spadku bezrobocia i szybkiego wzrostu płac, teraz sytuacja na polskim rynku pracy odwróci się do góry nogami. Najnowsze sondaże pokazują, że od 1/3 do 2/3 polskich firm rozważa redukcję zatrudnienia w związku z Covid-19.

Jeśli szok będzie wystarczająco krótki (ścieżka V), na naszym zdaniem destrukcja miejsc pracy będzie ograniczona. Po pierwsze, uważamy, że pierwszą reakcją będzie zwalnianie imigrantów. Zresztą, wielu Ukraińców już wróciło do ojczyzny, by zdążyć przed zamknięciem granic. Wielu z nich w ogóle nie było widocznych w krajowych statystykach rynku pracy (niespełna 500 tys. było zarejestrowanych w ZUS), więc analogicznie raczej nie pojawią się w statystykach bezrobocia. Ponadto myślimy, że podobnie jak w 2009 r. część firm będzie starała się uniknąć redukcji zatrudnienia, przynajmniej dopóki będą wierzyć w krótkotrwałość szoku. Pracownicy będą wszakże potrzebni gdy epidemia się skończy, zwłaszcza że imigranci wrócą zapewne z opóźnieniem. O skuteczności rządowych działań nacelowanych na ratowanie miejsc pracy dopiero się przekonamy, ale trudno założyć, by nie miała żadnych pozytywnych skutków.

W każdym razie gospodarstwa domowe odczują obniżenie dochodów z pracy. Według naszych szacunków same zwolnienia mogą obniżyć fundusz płac o od 4% (w scenariuszu V) do 10% (w scenariuszu U). Dodatkowo należy spodziewać się obniżek płac (miejmy nadzieję tymczasowych) w firmach dotkniętych kryzysem. Zresztą sam rząd zachęca do takiego działania sugerując przedsiębiorcom zmniejszenie wypłat o 20%. Ponadto w Polsce relatywnie dużo osób funkcjonuje w ramach elastycznych form zatrudnienia: jako samozatrudnieni (1,3 mln wyjąwszy rolników), na umowach cywilnoprawnych (1,7 mln w tym 0,4 mln emerytów i rencistów) czy na umowach czasowych (3,1 mln). Dla nich ryzyko utraty dochodów wydaje się być szczególnie wysokie. Obniżenie dochodów ludności wraz z załamaniem optymizmu konsumentów przełoży się na osłabienie konsumpcji prywatnej. Z drugiej strony, w 2019 r. gospodarstwa domowe zaczęły budować oszczędności, m. in. z pomocą transferów społecznych, co daje pewien bufor na trudne czasy przed nami.



Źródło: Santander

**Stopa bezrobocia BAEL, %
koniec roku**

	2020	2021
v	4.1	3.6
V	5.4	4.2
U	8.5	7.4

Źródło: Santander

Liczebność grup najbardziej narażonych na utratę dochodu/pracy:

Umowy cywilne bez emerytów i rencistów:	1,3 mln
Umowy cywilne: emeryci i renciści:	0,4 mln
Zatrudnieni emeryci i renciści:	1 mln
Zatrudnieni w ciągu ostatnich 3 miesięcy:	463 tys.
Umowy na czas określony:	3,1 mln
Zatrudnienie w mikrofirmach:	4,2 mln
Samozatrudnieni poza rolnictwem:	1,3 mln
Pomagający członkowie rodzin:	360 tys.

Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Inflacja: ze szczytu w dół

Epidemia koronawirusa skłoniła nas do obniżenia oczekiwanej ścieżki inflacji CPI. Obecnie spodziewamy się średniej inflacji 3,0% w 2020 r. i 2,1% r/r w grudniu wobec wcześniejszej prognozy 3,6% średnio w roku i 3,1% w grudniu, zaprezentowanej w poprzednim MAKROskopie. W scenariuszu U spodziewamy się inflacji 2,6% średnio w roku i 1,1% w grudniu.

O ile w przypadku niektórych produktów (żywność, higiena) ceny wzrosły pod wpływem ostatniej fali zakupów (choć zapewne krótkotrwale), to spadek cen surowców i usług oraz ogólnie słabsza presja popytowa wpłyną naszym zdaniem na obniżenie cen.

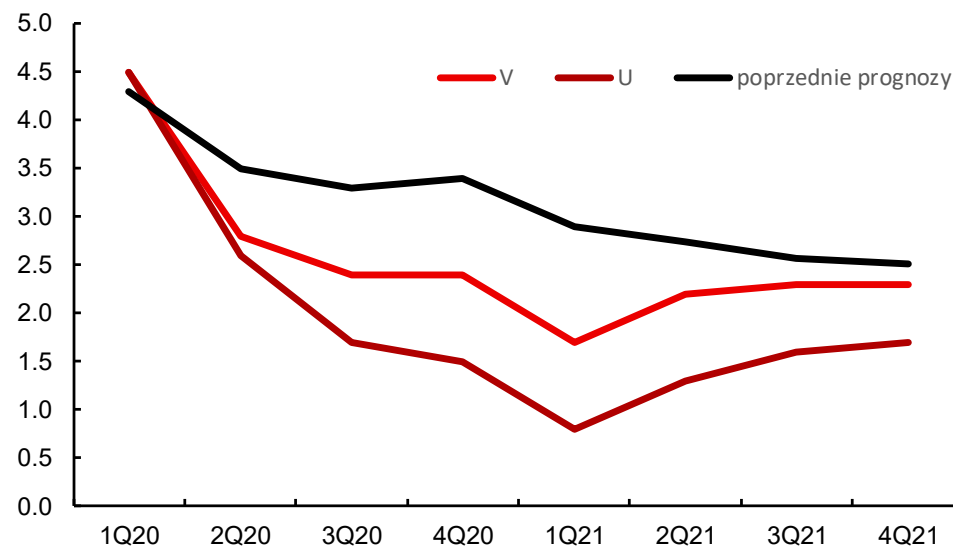
Jednym z podstawowych źródeł obniżki prognoz jest ropa naftowa, która naszym zdaniem będzie w tym roku kosztowała średnio 32,5 \$ za baryłkę (130 zł), podczas gdy wcześniej spodziewaliśmy się 60 \$ (230 zł). Ta zmiana odejmuje 0,5 pp od naszej prognozy CPI na 2020 r.

Prognozy inflacji bazowej obniżyliśmy z 3,1% do 2,6% średnio w 2020 r., co od inflacji CPI odejmuje 0,3 pp.

Spodziewamy się wzrostu cen żywności średnio o 6,4% r/r w 2020 r. wobec 5,7% r/r wcześniej, co do CPI dodaje 0,2 pp.

Uważamy, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie się obniżała. Należy się jednak liczyć z tym, że krótkookresowo może wystąpić podwyższona zmienność wskaźnika CPI, nie tylko ze względu na mocne zmiany cen, ale też ze względu na większe potencjalne błędy pomiaru – GUS będzie zmuszony polegać na badaniu cen zdalnie.

Nasze prognozy CPI, % r/r



Źródło: Santander



Handel zagraniczny: nadwyżka może wzrosnąć

Przeprowadziliśmy symulację wpływu koronawirusa na polskie więzi handlowe na większym poziomie szczegółowości. W oparciu o informacje w mediach i własną ocenę ustaliliśmy zróżnicowane poziomy szoku w poszczególnych kategoriach klasyfikacji Broad Economic Categories (takich jak dobra inwestycyjne, dobra pośrednie, dobra konsumpcyjne). Wprowadziliśmy też różne założenia co do tempa podnoszenia się po szoku grup polskich partnerów handlowych.

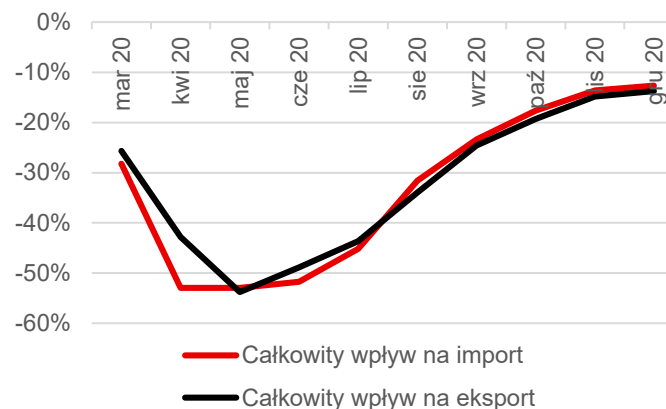
Po stronie importu przyjęliśmy różną skalę załamania i różne tempo odbudowy popytu dla poszczególnych kategorii BEC. Wynikowa ścieżka importu jest więc wypadkową ograniczeń zarówno po stronie podaży jak i popytu.

Negatywny efekt jest skoncentrowany na najbliższych trzech miesiącach a odchylenie w dół od ścieżek eksportu i importu z 2019 r. sięga ok. 50%.

W pierwszych miesiącach epidemii może dojść do poprawy bilansu handlowego w zakresie towarów. Założenie, że Azja szybciej wraca do formy niż Europa prowadzi w dalszych miesiącach do nieco gorszego salda handlowego niż w wyjściowej ścieżce.

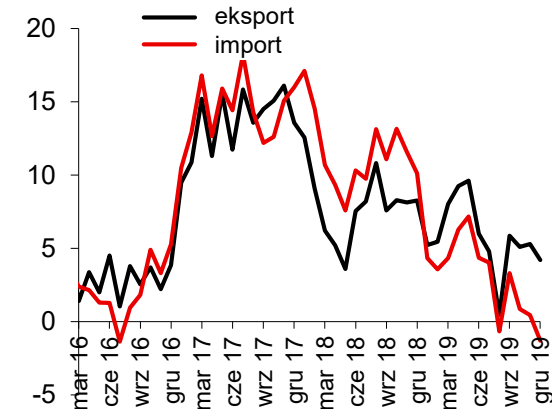
Ograniczeniem w naszym ćwiczeniu jest statyczne ujęcie udziałów partnerów handlowych, podczas gdy polscy producenci pokazali w poprzednich latach, że potrafią dostosowywać się do warunków popytowych przez geograficzne zróżnicowanie więzi handlowych. Wg nas był to jeden z głównych powodów czemu Polsce udało się systematycznie wykazywać wyższy wzrost produkcji i eksportu niż w Niemczech i regionie w latach 2018-2019. Z uwagi na to ograniczenie model może przeszacowywać negatywny skutek epidemii.

Szacunkowy wpływ Covid-19 na polski handel zagraniczny



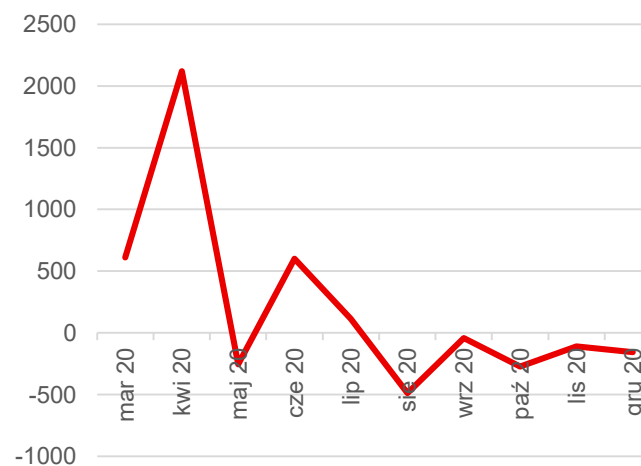
Źródło: Santander

Eksport i import towarów, %r/r, 3M średnia ruchoma



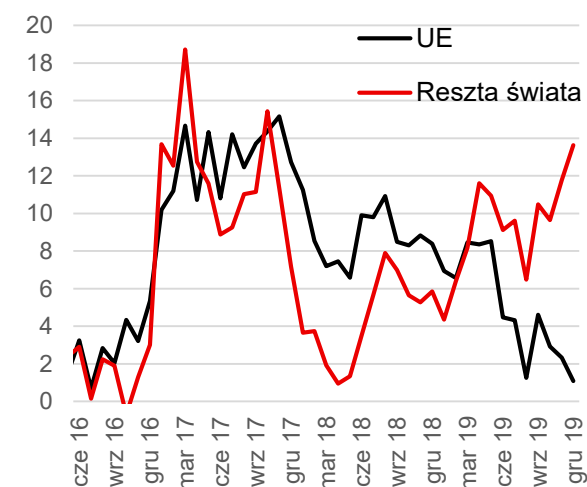
Źródło: NBP, Santander

Efekt netto szoku na bilans handlowy, mln €



Źródło: Santander

Wzrost polskiego eksportu, % r/r 3M śr.ruch.



Źródło: Eurostat, Santander



Polityka fiskalna: deficyt wystrzeli w górę

Epidemia koronawirusa mocno pogorszy saldo finansów publicznych. Nasz szacunek deficytu General Government w br. to 145 mld zł (6,3% PKB) wobec 32,2 mld zł (1,4% PKB) założonych w ustawie budżetowej. Spodziewamy się wzrostu długu publicznego w ujęciu GG do 52% PKB w 2020 r. z 46% w 2019 r.

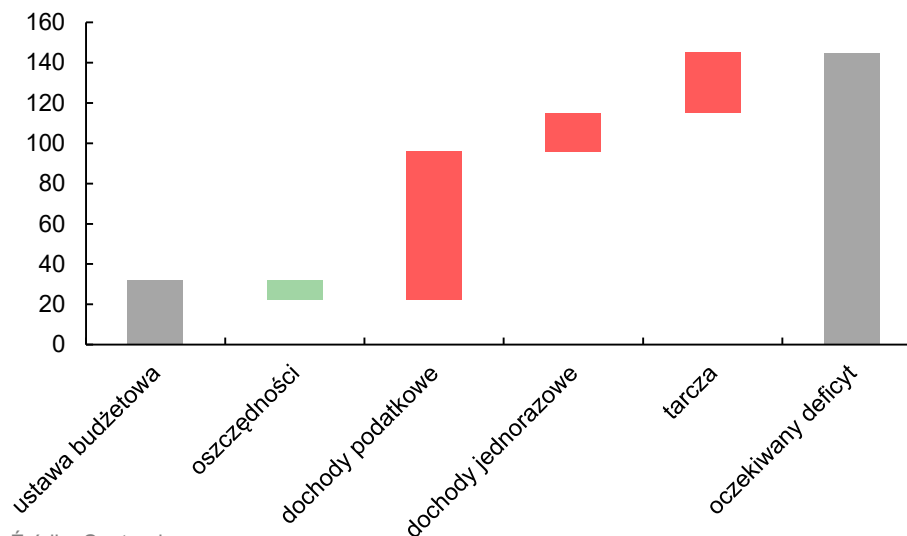
Powyższe szacunki oparliśmy o scenariusz V. Zakładamy, że dochody z podatków i składek będą w tym wariancie o 75 mld zł niższe od oczekiwań, do tego rząd zrezygnuje z transformacji OFE (19 mld zł) i wyda 30 mld zł na pakiet ratunkowy (zgodnie z rządowym OSR). Dodatkowo, oszczędności netto w innych sektorach pozwolą ograniczyć wydatki o 10 mld zł. Zakładamy też, że w tym roku rząd nie zrealizuje inwestycyjnej części pakietu wsparcia gospodarki.

Stabilizująca Reguła Wydatkowa zostanie zapewne zawieszona. Nie powinno to być negatywne dla krajowego ratingu kredytowego, o ile zawieszenie to będzie czasowe.

Ustawa o finansach publicznych zakłada próg ostrożnościowy na poziomie 55% długu do PKB. Jego przekroczenie wiąże się z koniecznością zaplanowania budżetu bez deficytu sektora centralnego i samorządów w kolejnym roku. Warto jednak podkreślić, że zapis ten można dość łatwo zmienić.

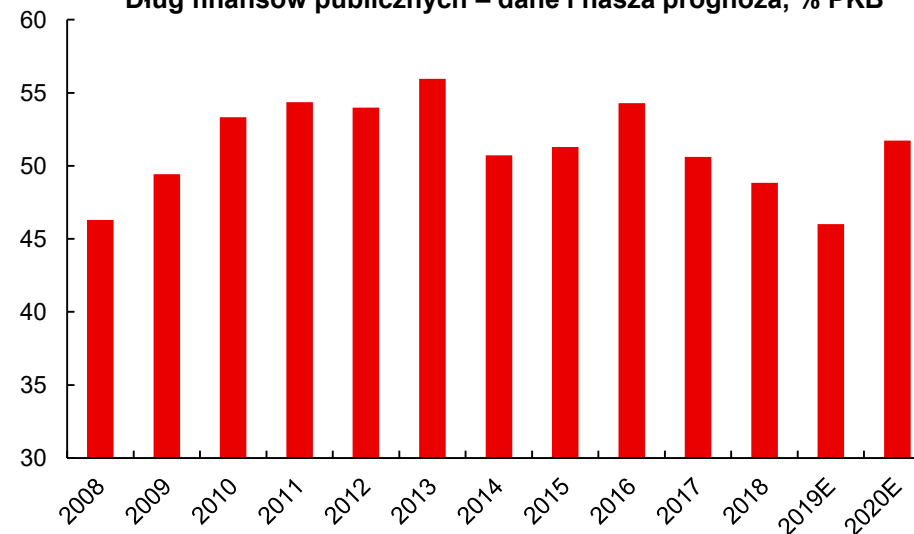
Kolejny próg to 60% i ten już znajduje się w Konstytucji, nie spodziewamy się zatem by został zmieniony. Ten przepis uniemożliwia rządowi zadłużanie się po przekroczeniu progu 60%. Warto jednak podkreślić, że dla obliczania progów ostrożnościowych stosuje się krajową definicję długu. Na koniec 2019 r. było to 43,7% PKB.

Nasze prognozy deficytu budżetowego w 2020 r., mld zł



Źródło: Santander

Dług finansów publicznych – dane i nasza prognoza, % PKB



Źródło: Eurostat, Santander



Rządowa tarcza antykryzysowa

Rząd przygotował tarczę antykryzysową, której wartość wynosi ok. 212 mld zł (ok. 10% polskiego PKB), z czego 67 mld zł to dodatkowe wydatki (ok. 3% PKB), 75 mld zł to rządowy program wsparcia płynności, a 70 mld zł to wsparcie płynnościowe ze strony NBP. Pierwotną wersję pakietu w szczegółach opisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Kluczowe obszary, których dotyczy wsparcie:

- Utrzymanie miejsc pracy i dochodów (dotacje do płac, ograniczony czas pracy, środki dla samozatrudnionych i osób na umowach cywilnych, odłożenie do czerwca płatności opłat, podatków, składek na ZUS;
- Wsparcie płynnościowe dla firm (wydłużone gwarancje, mikropożyczki, pokrycie przez państwo składek na ZUS dla mikro firm i samozatrudnionych przez trzy miesiące);
- Dodatkowe środki na opiekę zdrowotną;
- Wsparcie płynnościowe dla sektora finansowego (np. rozszerzone gwarancje, mikropożyczki, państwo płaci za 3 miesiące składek społecznych dla mikrofirm oraz jednoosobowych działalności gospodarczych).
- Program inwestycyjny (np. na infrastrukturę, szkoły, szpitale) w celu przyspieszenia odbicia gospodarki gdy zakończy się już tzw. lockdown.

Nałożono wiele restrykcji w kwestii przemieszania się i spotykania.

Ta część tarczy, która stanowi wydatki do realizacji w krótkim okresie (instrumenty rynku pracy oraz zdrowie) mierzona jako procent PKB jest niewiele większa niż w takich krajach jak Włochy, Hiszpania, Wielka Brytania czy Kanada, porównywalna z pakietem czeskim a mniejsza niż w USA, Niemczech, Francji, Austrii, Szwecji oraz Szwajcarii. Jednakże Polska dodała do tego długoterminowy program inwestycyjny. Z kolei ta część pakietu, która koncentruje się na polepszaniu płynności i gwarancjach (nie uwzględniając narzędzi NBP) wygląda na relatywnie małą w porównaniu wobec działań głównych krajów UE. Podkreślamy tu, że porównywanie wielkości poszczególnych pakietów może nie być precyzyjne ze względu na ich różne składowe.

Tarcza została zaprojektowana na zatrzymanie gospodarki trwające nie więcej niż 3 miesiące i zakłada się, że pakiet zostanie powiększony jeśli kryzys miałby się przedłużyć.

**Wielkość programu, wg głównych elementów, mld zł
(wg informacji z konferencji prasowej na której
prezentowano program)**

Utrzymanie miejsc pracy i dochodów	30
Wsparcie płynnościowe dla firm	74
Płynność dla sektora finansowego	70
Opieka zdrowotna	7.5
Program inwestycyjny	30
Łącznie	212

**Łączny wpływ na wydatki sektora GG, mld zł
(według ustawy wprowadzającej pakiet)**

	2020	2021	2020-2030
Budżet centralny	10,2	3,3	28,1
Samorządy	0,0	0,0	0,0
FUS	2,5	0,0	2,5
FGŚP	2,7	0,0	2,7
Fundusz Pracy	14,9	0,0	14,9
PFRON	0,2	0,4	4,1
Łącznie	30,5	3,6	52,3

Polityka pieniężna mniej konwencjonalna

Gwałtowna zmiana perspektyw gospodarczych wywołała równie nagły zwrot w polityce pieniężnej. W połowie marca RPP obniżyła stopę referencyjną o 50 pb do 1% i podjęła dodatkowe kroki:

- obniżka stopy rezerw obowiązkowych do 0,5% z 3,5% i wzrost oprocentowania płaconego od tych rezerw do 1% z 0,5%,
- rozpoczęcie operacji repo dostarczających bankom płynność (potencjalnie w nieograniczonej skali)
- Rozpoczęcie program skupu obligacji (polskie QE),
- Wprowadzenie rozwiązania wzorowanego na TLTRO, które ma umożliwić bankom refinansowanie pożyczek dla firm (na razie brak szczegółów).

Pojawiły się też decyzje regulacyjne ze strony innych instytucji (KNF, BFG): m.in. obniżono bufor ryzyka systemowego, zmieniono zasady tworzenia rezerw, zmieniono podejście do wymogów płynnościowych; to wszystko w celu ułatwienia bankom finansowania gospodarki.

Polityka pieniężna stała się niekonwencjonalna i uważamy, że te niestandardowe działania (które stały się już tak powszechne, że trudno je wciąż nazywać niestandardowymi) będą używane w pierwszej kolejności by ograniczyć negatywne skutki pandemii.

W obliczu silnego spowolnienia gospodarczego i oczekiwanego spadku inflacji, rynek zapewne będzie dalej wyceniał kolejne cięcia stóp NBP. Sądzymy, że w naszym bazowym scenariuszu „V” RPP nie będzie skłonna dalej obniżać stóp. Głębokość recesji będzie jednak naszym zdaniem kluczowa i jeśli okaże się, że kierujemy się w stronę bardziej pesymistycznych scenariuszy wzrostu, to cięcia stóp o kolejne 50 pb może być rozważane.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

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

Konsensu powstał w oparciu o prognozy 14 ekonomistów zbierane przez PAP Biznes w dniach 25-28.03.2020 r.

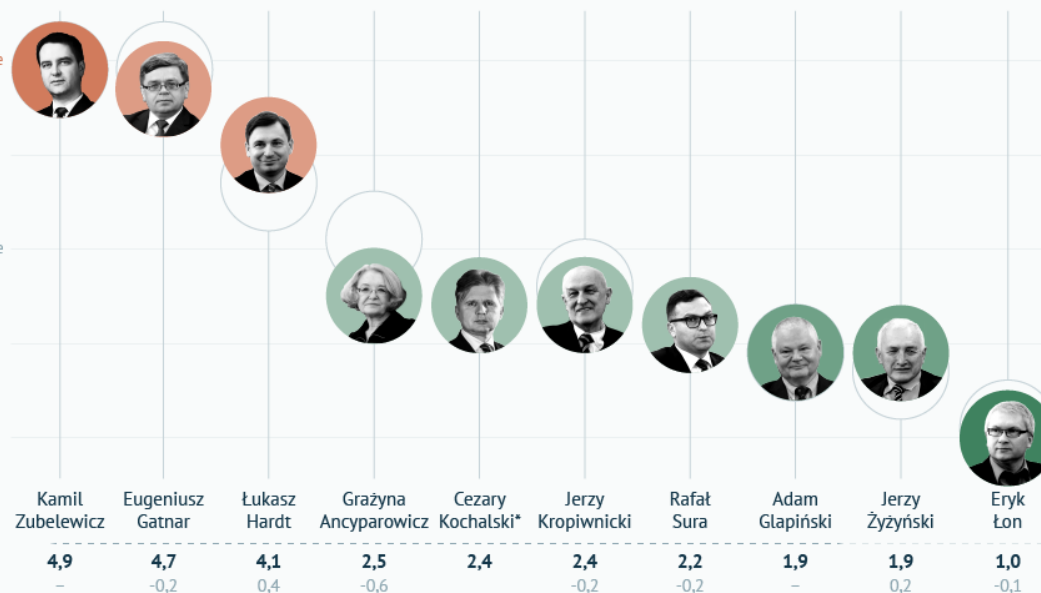
● konsensus z marca '20
○ konsensus z września '19

nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



*C. Kochalski został powołany w skład RPP w grudniu 2019 r., po upływie kadencji J. Osiatyńskiego

Źródło: PAP Biznes





Polska - mocne strony

Te czynniki mogą złagodzić szok i wspierać relatywnie szybką odbudowę koniunktury:

Dywersyfikacja więzi handlowych poza Europę zanim wybuchła epidemia oznacza, że Polska jest teraz lepiej przygotowana, żeby skorzystać z wcześniejszego wychodzenia z zapaści niektórych gospodarek zanim ruszy Europa (Azja, Australia?).

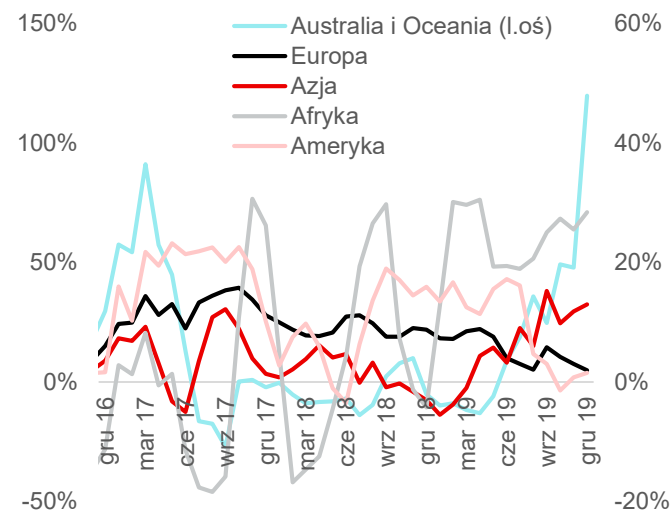
Od pięciu lat w Polsce intensywnie rozwija się sektor BPO/SSC (outsourcing procesów biznesowych/centra usług wspólnych). Ta strukturalna zmiana ma duże pozytywne znaczenie dla wyniku na rachunku obrotów bieżących. Rozwijający się sektor wydaje się dość odporny na ograniczenia narzucone w związku z epidemią i przystosowany do trybu pracy zdalnej.

Konsumenci mogli zdążyć z powiększeniem oszczędności zanim zaczęła się epidemia. Konsumpcja prywatna była w II poł. 2019 r. słabsza niż sugerowała strona dochodowa (w tym wyższe transfery socjalne). Dzięki temu teraz gospodarstwom domowym może być łatwiej wygładzać ścieżkę konsumpcji.

Stosunkowo niskie zatrudnienie i wartość dodana generowana przez branżę turystyczną. Polacy często spędzają wakacje za granicą, ale tym razem raczej zostaną, co oznacza potencjalnie wyższe wydatki wakacyjne w kraju i niższy popyt na walutę w związku z wyjazdami. Wg wag HICP Polacy wydają na wczasy zagraniczne 1,05% dochodu.

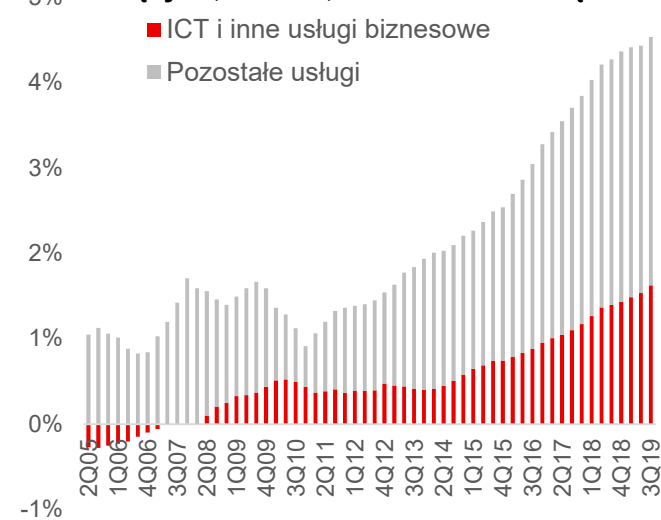
Polska jest dużym importem netto surowców energetycznych, które doznały drastycznego spadku cen od wybuchu epidemii. Polska gospodarka doznaje więc pozytywnego szoku podażowego.

Eksport wg kontynentów, % r/r, 3M średnia ruchoma



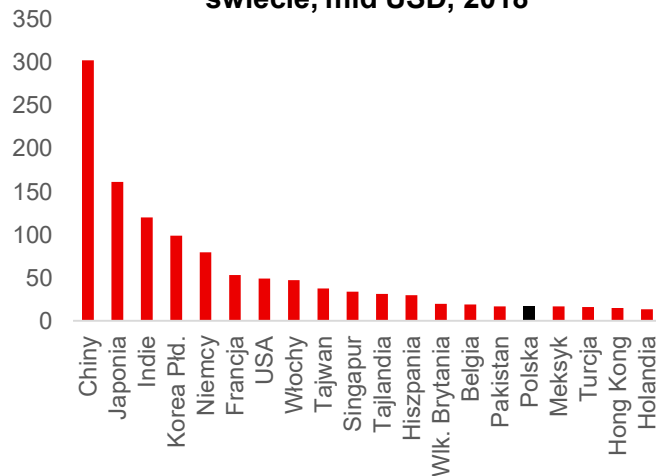
Źródło: GUS, Santander

Bilans usług w rachunku obrotów bieżących, % PKB, 4kw suma krocząca



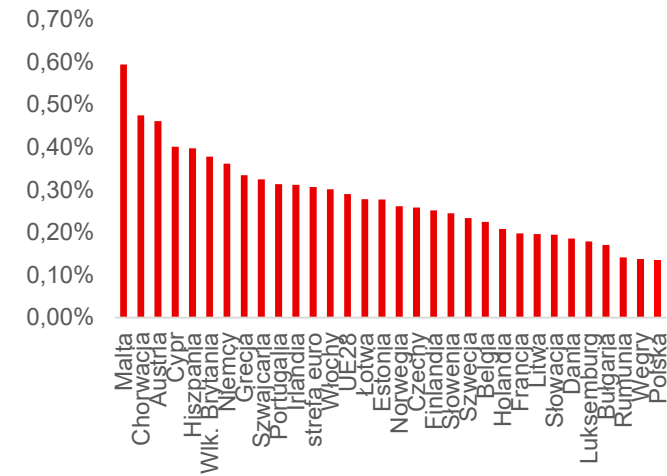
Źródło: NBP, Santander

Czołowi importerzy netto paliw na świecie, mld USD, 2018



Źródło: WTO, Santander

Udział pracujących w turystyce, 2018



Źródło: Eurostat, Santander

Polska – słabe strony

Te czynniki mogą sprawić, że polskiej gospodarce trudniej będzie opierać się szokowi i sprawnie się z niego otrząsnąć:

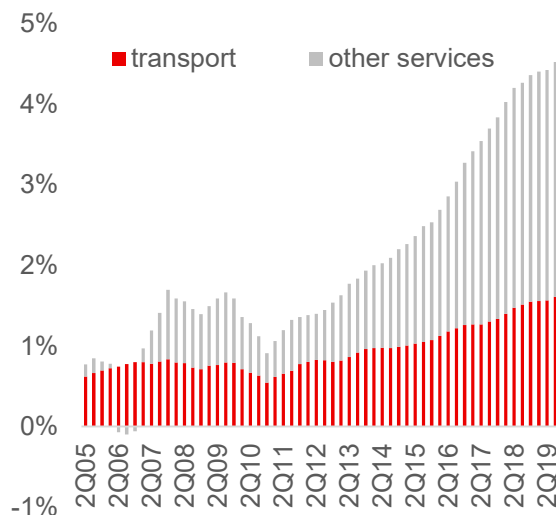
Rosnące znaczenie Polski na rynku usług z zakresu transportu międzynarodowego w ostatnich latach – sektor ten wnosi duży wkład do wartości dodanej i do bilansu na rachunku obrotów bieżących.

Stosunkowo duży udział samozatrudnionych w ogóle pracujących. Ta grupa jest teraz szczególnie zagrożona upadłością, brakiem płynności i bezrobociem.

Pracownicy z Ukrainy to istotne wsparcie dla gospodarki. Blokada kraju i gospodarczy szok mogą przeszkodzić im w powrotach do pracy w Polsce (muszą regularnie wracać na Ukrainę przedłużać pozwolenia na pracę). Generalnie spadku popytu na pracę zapewne nie da się uniknąć, ale w krótkim okresie utrudniony dostęp do ukraińskiej siły roboczej może okazać się wąskim gardłem w niektórych sektorach (rolnictwo, budownictwo).

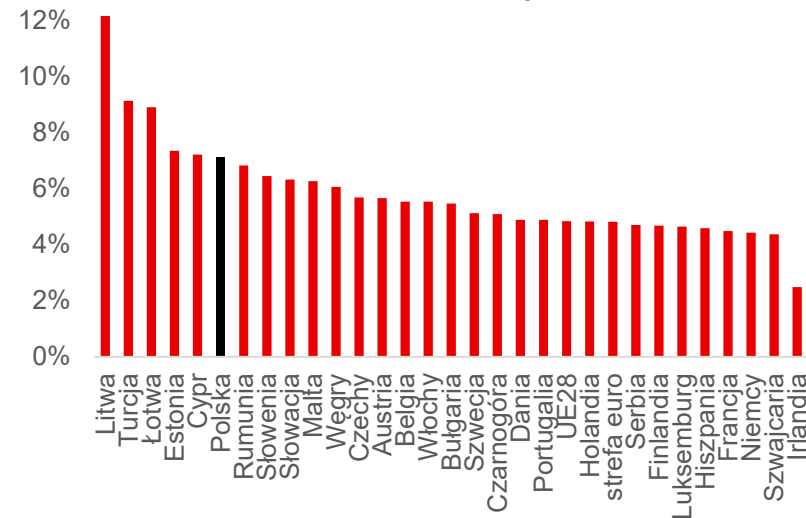
W dłuższym terminie, osłabiony napływ Ukraińców oznaczałby mniej dynamiczne odbicie gospodarki i niższy wzrost potencjalny. Epidemia na Ukrainie rozwija się z opóźnieniem wobec Polski. Może to spowodować, że gdy Polska będzie już wychodzić z choroby, pojawi się opór przed otwarciem granicy z obawy przed wtórnym zarażeniem.

Bilans usług w rachunku obrotów bieżących, % PKB, 4kw suma krocząca



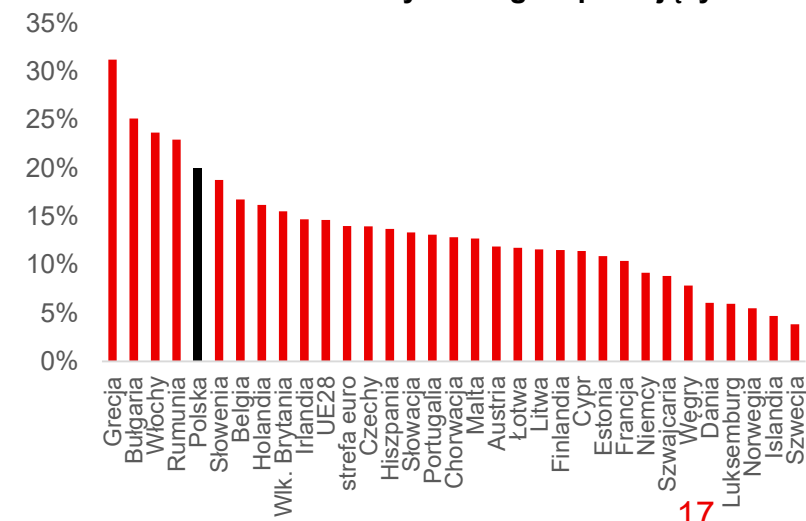
Źródło: NBP, Santander

Udział sektora transportu i magazynowania w wartości dodanej



Źródło: Eurostat, Santander

Udział samozatrudnionych w ogóle pracujących



Źródło: Eurostat, Santander



FX – Złoty może jeszcze stracić zanim się umocni

Wzrost awersji do ryzyka na świecie uderzył w złotego pchając kurs EURPLN do 4,60 z 4,25 pod koniec stycznia (+9%).

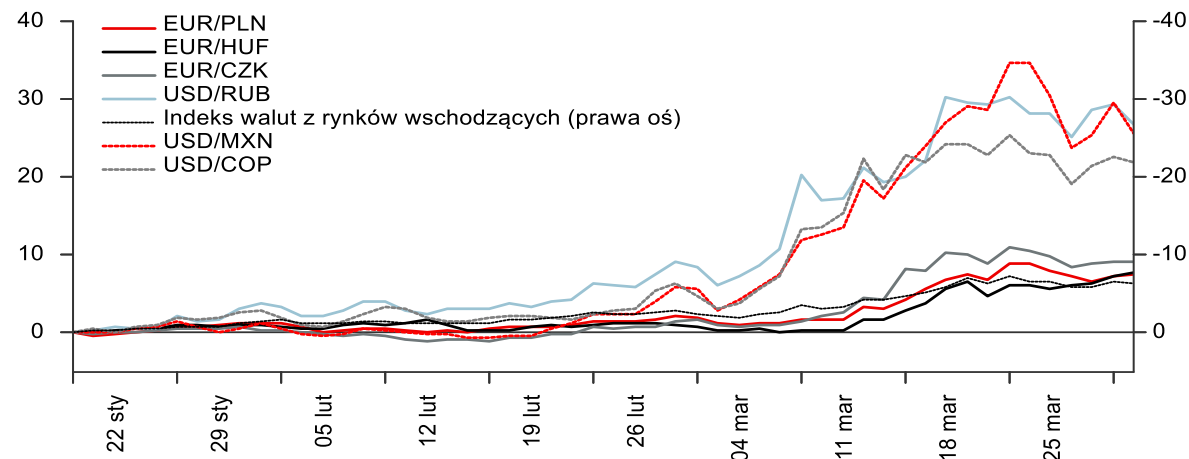
Oslabienie złotego może wyglądać na znaczne, ale w porównaniu do innych walut z rynków wschodzących ruch EURPLN plasuje się w połowie stawki. Niektóre waluty straciły dużo więcej i wydaje się, że fakt bycia eksporterem surowców mógł wyrzucić dodatkową presję na walutę. Jednocześnie, liczba zarażeń koronawirusem czy udział turystyki w PKB nie wydają się być istotnymi zmiennymi wyjaśniającymi ruch waluty od końca stycznia.

Jak widać na drugim wykresie, w przeszłości EURPLN doświadczał silnych fal wzrostowych wywoływanych głównie przez czynniki zewnętrzne. Ruch wzrostowy obserwowany od końca stycznia do początku kwietnia najbardziej przypomina przebieg notowań z 2012 (korelacja 95%). W takim scenariuszu, złoty nie traciłby teraz już więcej. Bieżąca ścieżka jest jednak też bardzo podobna do tej z 2011/2012 (73%) i 2008/2009 (83%).

Nie sądzimy, by EURPLN podążał ścieżką z 2008/2009. Od kryzysu finansowego sprzed 10 lat, paradygmat rynku finansowego zmienił się dość istotnie – kiedy tylko pojawia się czynnik ryzyka, inwestorzy szukają pomocy z banków centralnych. Jeśli złoty miałby się osłabić podobnie jak w 2011/2012, to EURPLN mógłby osiągnąć ok 5,0 w ciągu najbliższych dwóch miesięcy. Na ten moment, nie jest to nasz scenariusz bazowy.

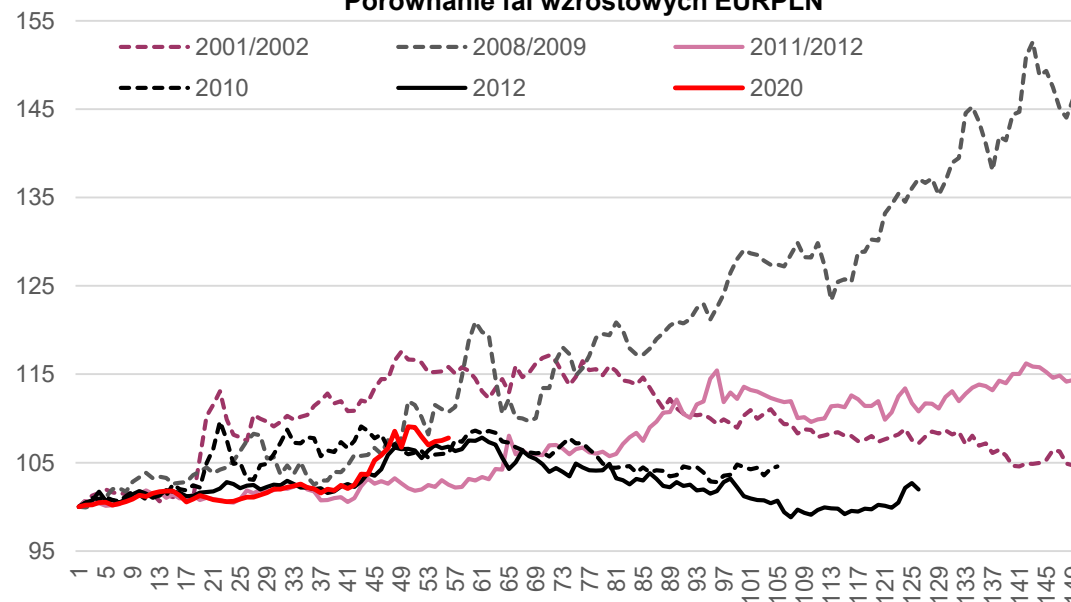
Banki centralne i rządy państw podjęły już działania mające na celu wsparcie gospodarki zmagającej się z koronawirusem. Decyzje te zdołały na ten moment zatrzymać lub spowolnić impuls spadkowy na giełdach. Naszym zdaniem, jest to jednak tylko korekta i indeksy cen akcji mogą zanotować kolejną spadkową falę, co w krótkim terminie mogłoby pchnąć EURPLN jeszcze w górę, zanim złoty zacznie się trwale umacniać w drugiej połowie roku.

Waluty z rynków wschodzących (20 stycznia 2020 = 100)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Porównanie fal wzrostowych EURPLN

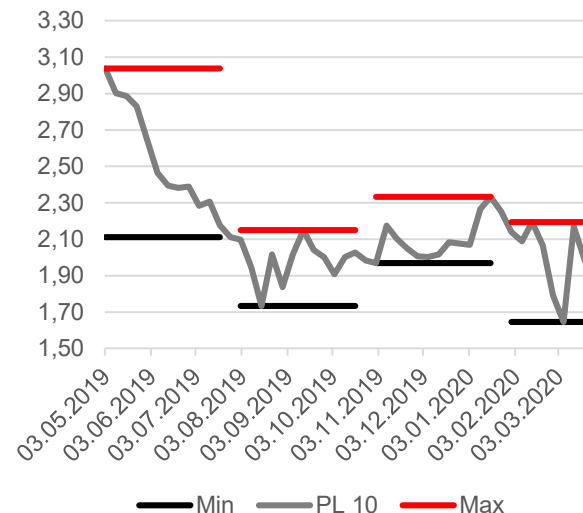




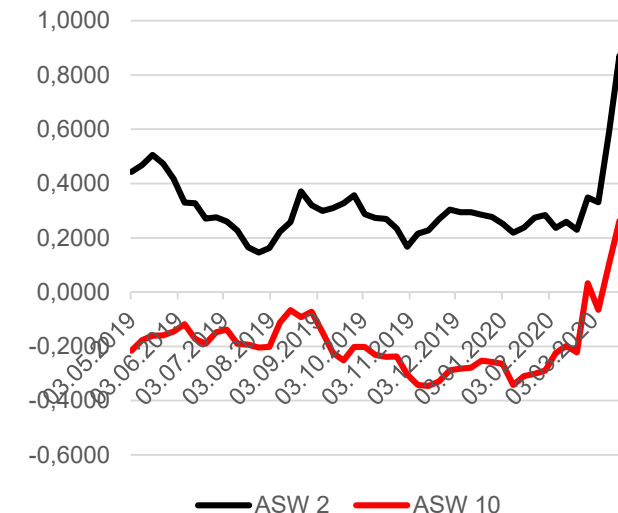
Polski rynek FI prognozy

- Cztery wykresy przedstawiają zachowanie polskich rentowności w I kw. br. w kontekście ubiegłego roku. Jak można zauważyć: poziom stóp procentowych ogólnie uległ obniżeniu (#1), poszerzyły się asset swapy (#2) jednak spready do krzywej niemieckiej uległy zawężeniu (#3). Krzywa też się wystromiła (#4) a kwartalny zakres 10L rentowności na poziomie 55 pb wzrósł do najwyższych poziomów od H1 2019 (#1) wtedy po 93 pb.
- W scenariuszu „V” (odbicie wzrostu w II poł. roku) oczekujemy:
 - NBP nie zmieni stóp procentowych (pozostawi na 1,0%)
 - Krótka krzywa pozostanie w pobliżu stopy NBP
 - Długa krzywa nie wzrośnie gdyż zostanie przytrzymana przez program zakupów obligacji NBP. Jeśli NBP utrzyma obecne tempo zakupów (20 mld zł póki co) to nadchodząca większa podaż obligacji rządowych szacowana na 100 mld zł w tym roku będzie z łatwością zaabsorbowana przez NBP do połowy maja.
- W scenariuszu „U” (recesja do I poł. 2021) oczekujemy:
 - NBP obetnie stopy o kolejne 50 pb
 - Krótka krzywa obniży się do poziomu nowej stopy NBP
 - Długa krzywa nie wzrośnie gdyż zostanie przytrzymana przez program zakupów obligacji NBP. Nawet podaż obligacji powyżej 130 mld zł mogłaby w ten sposób być kupiona. W scenariuszu silnej recesji rentowności obligacji prawdopodobnie by się obniżyły, ale swapów jeszcze bardziej (poszerzenie ASW do powyżej 100 pb)

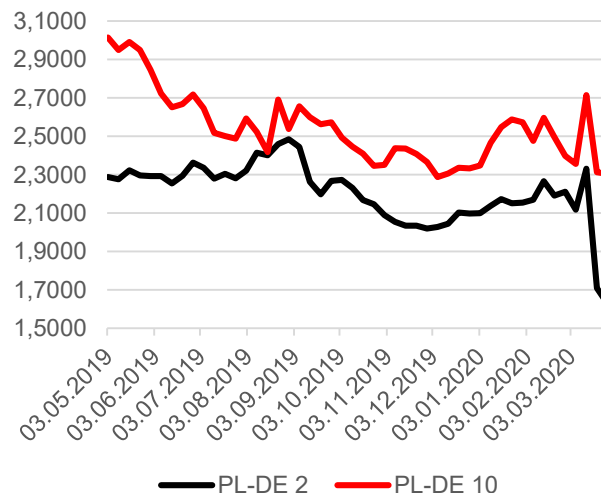
Kwartalne zakresy 10L rentowności



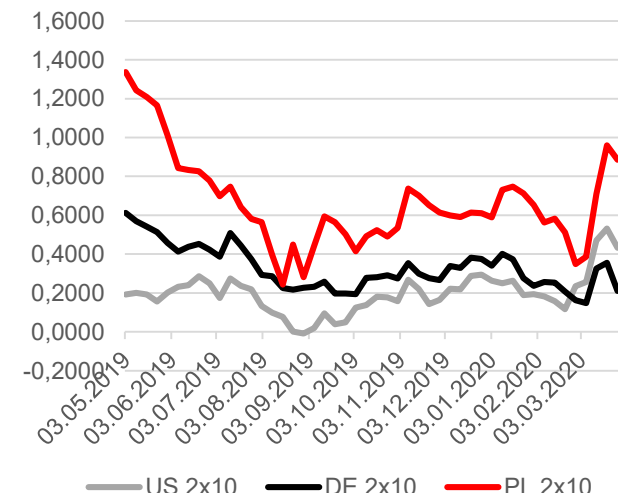
Asset swapy: 2L oraz 10L



Spread do Niemiec: 2L i 10L



Nachylenie 2x10: US, Niemcy, Polska





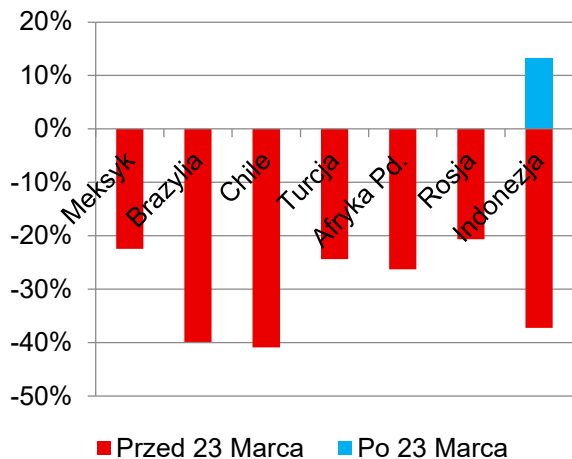
Wyprzedaż na rynkach wschodzących w tym roku

- Na następnym slajdzie przyglądamy się zachowaniu cen aktywów rynków wschodzących od początku roku w podziale na klasy aktywów. Czas ten dzielimy na dwa okresy:
 - (31 grudnia 2019 – 23 marca 2020) w celu uwypuklenia zakresu **pierwszej fali wyprzedaży** (na czerwono)
 - (23 – 30 marca 2020) w celu zobrazowania **późniejszego odbicia** (na niebiesko)
- Data odcięcia to 23 marca 2020 – w tym dniu indeks S&P500 osiągnął roczne minimum na poziomie 2200 pkt.
- Osiem wykresów zostało podzielone po klasach aktywów (kolumnami od lewej: akcje, rentowności, waluty) oraz ze względu na to czy kraj jest istotnym eksporterem surowców (górny wiersz – tak, dolny wiersz – nie) i tym samym czy duże spadki cen surowców jak np. ropy w tym roku będą na nie wpływać.
- W przypadku **indeksów giełdowych (1-sza kolumna z lewej)** oraz **rentowności na krótkim końcu (2-ga kolumna z lewej)** – właściwie nie ma różnicy pomiędzy eksporterami surowców oraz pozostałymi krajami:
 - Większość indeksów giełdowych mocno się wyprzedała. Następnie odbiła, jednak tylko nieznacznie.
 - Większość rentowności na krótkim końcu (z nielicznymi wyjątkami) obniżała się w miarę jak rynki wyceniały nadchodzące cięcia stóp banków centralnych.
- W przypadku **rentowności na długim końcu (3-cia kolumna)** oraz **walut (4-ta kolumna)** – **ewidentnie widać różnicę** pomiędzy eksporterami surowców a pozostałymi krajami:
 - Pary walutowe USD/xxx krajów będących eksporterami surowców wzrosły bardzo znacznie (25-30%) podczas gdy w pozostałych krajach rynków wschodzących zaledwie o ok (5-10%)
 - Rentowności na długim końcu najwięcej wzrosły w krajach będących eksporterami surowców po tym jak rynki wyceniały coraz większe ryzyko kredytowe krajów. W pozostałych krajach rentowności podążały niżej za rentownościami na rynkach bazowych.
 - W Polsce, która nie należy do eksporterów surowców waluta osłabiła się jedynie 8% a krzywa dochodowości obniżyła się wzdłuż całej krzywej (także dzięki programowi skupu obligacji NBP). W przypadku nasilenia się awersji do ryzyka widzimy istotne ryzyko, że waluty krajów takich jak Polska będą jeszcze tracić z obecnych poziomów.

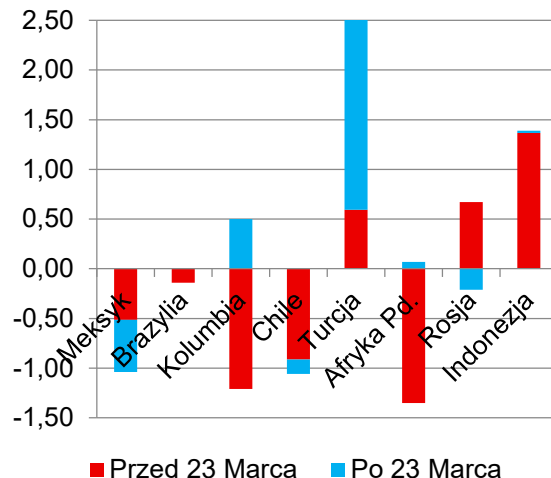


Wyprzedaż na rynkach wschodzących - klasy aktywów

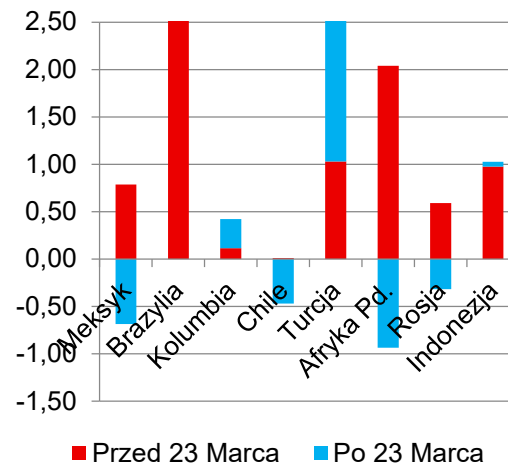
Indeksy giełdowe



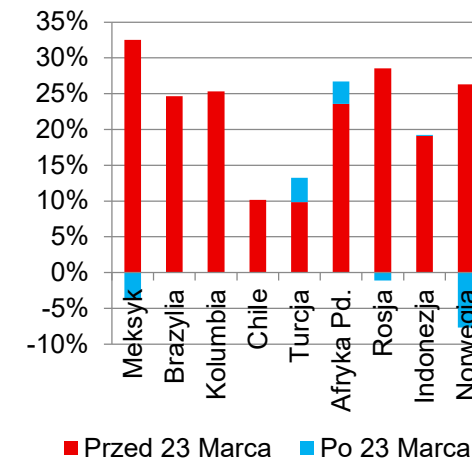
FI: 2L rentowności



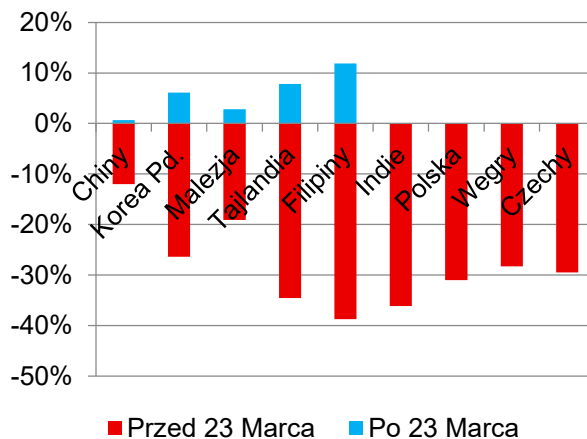
FI: 10L rentowności



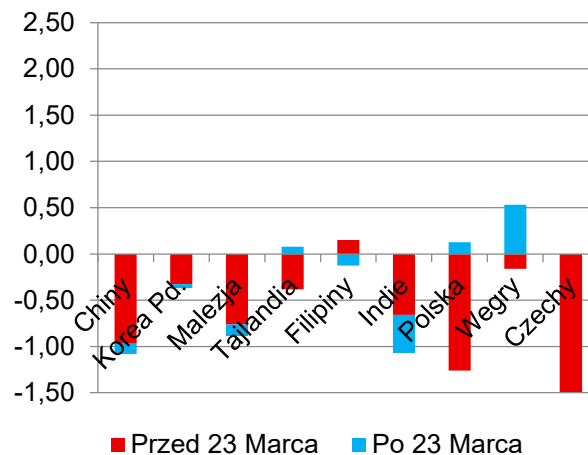
FX: USD/xxx



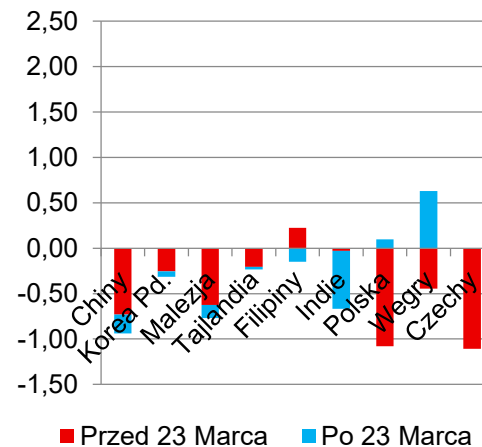
Indeksy giełdowe



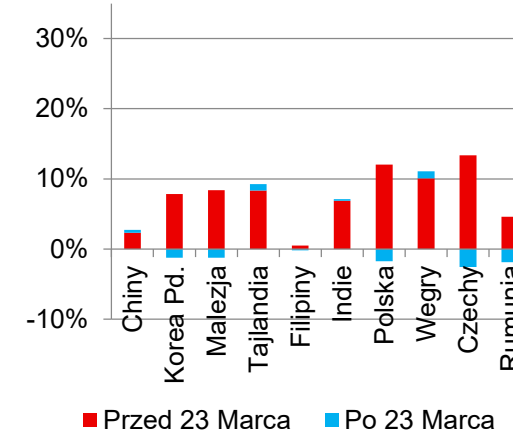
FI: 2L rentowności



FI: 10L rentowności

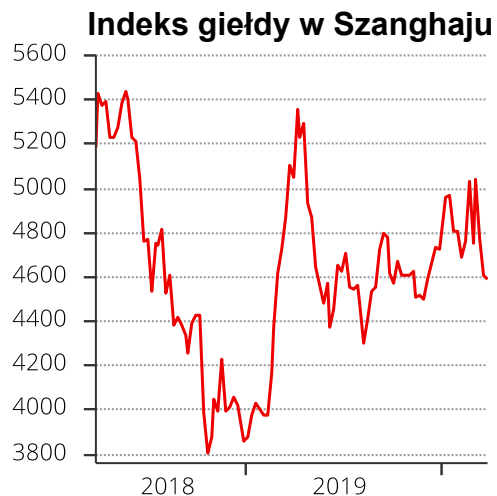


FX: USD/xxx

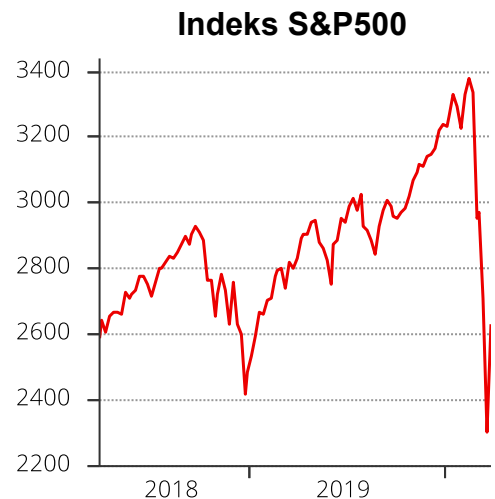




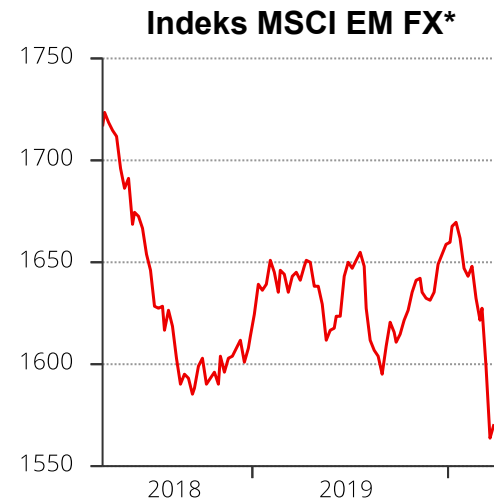
Rynek globalny – przegląd graficzny



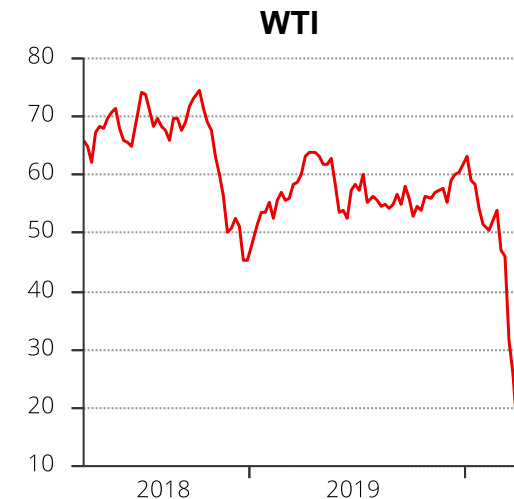
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



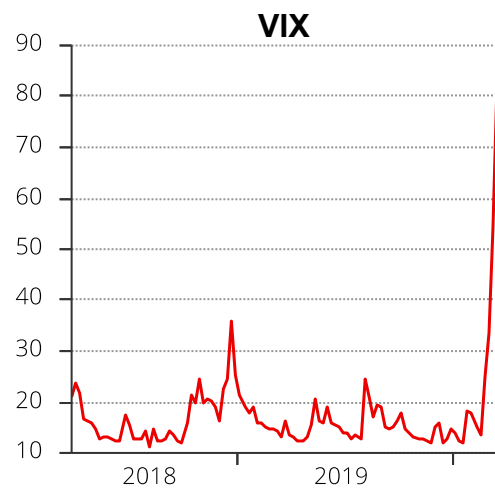
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



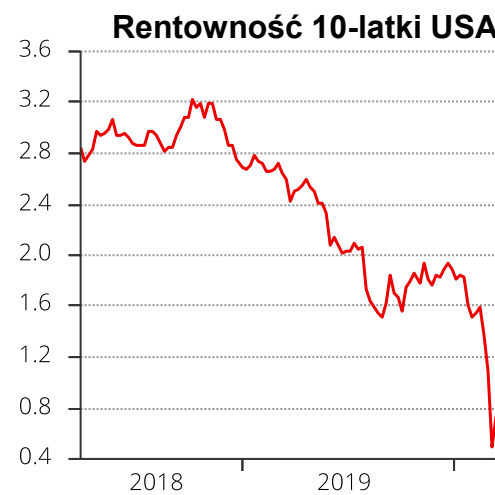
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

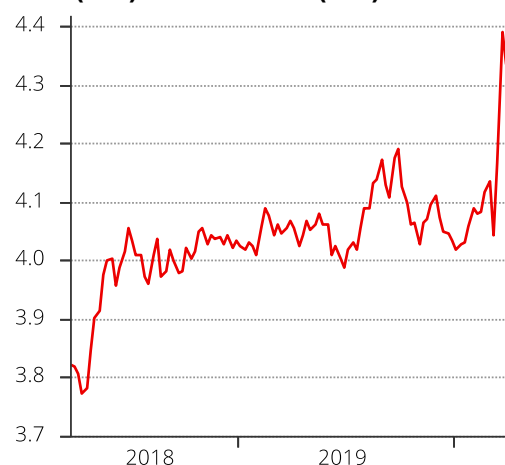


Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



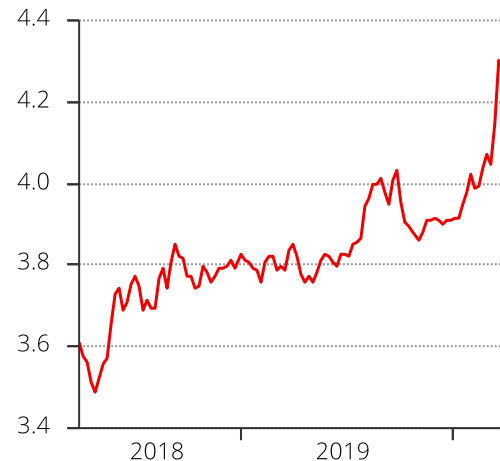
Rynek polski – przegląd graficzny

(1/2) EURPLN + (1/2) USDPLN



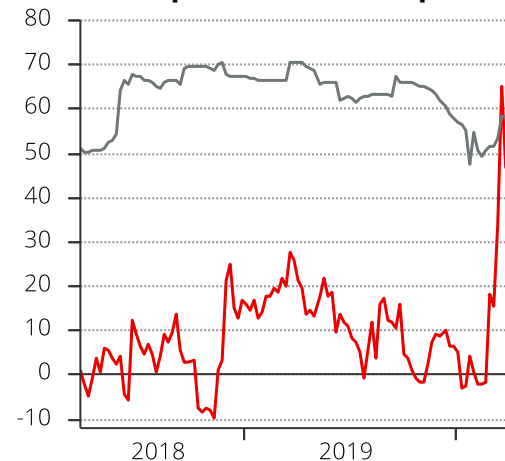
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

CHFPLN



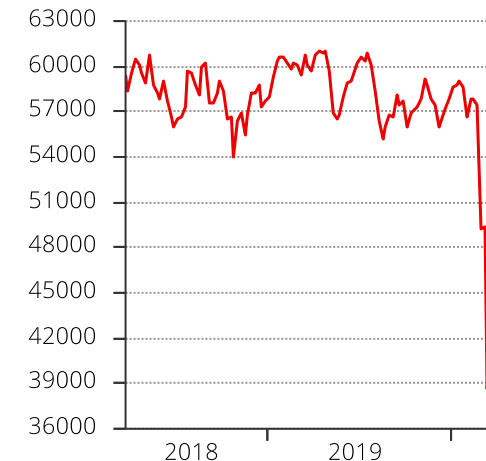
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

5-letnie spread asset swap i CDS



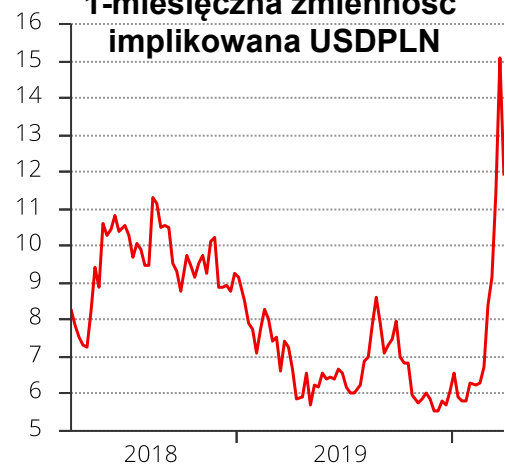
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Indeks WIG



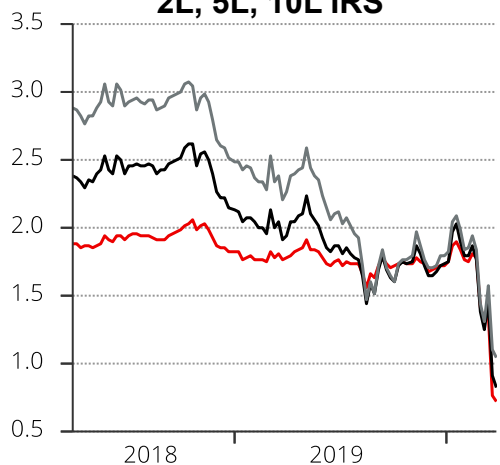
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

1-miesięczna zmienność implikowana USDPLN



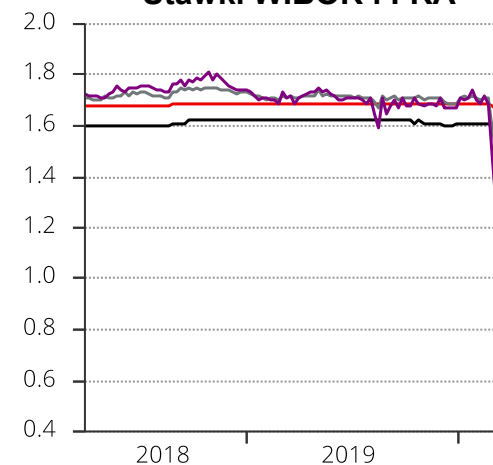
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

2L, 5L, 10L IRS



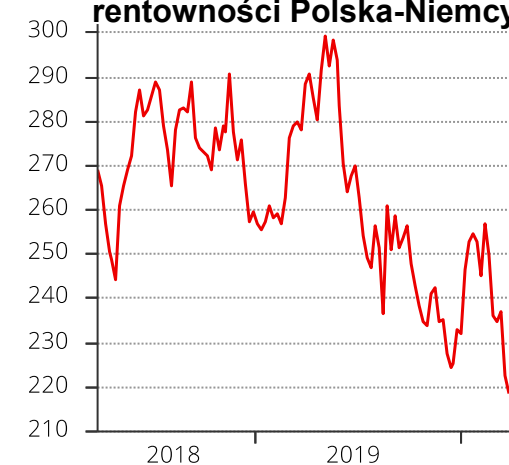
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stawki WIBOR i FRA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

10-letni spread rentowności Polska-Niemcy



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Prognozy

		2018	2019	2020	2021	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
PKB	mld PLN	2,115.2	2,265.0	2,316.3	2,473.5	520.0	545.7	561.0	638.3	558.8	536.3	568.6	652.5
PKB	% r/r	5.1	4.1	-0.9	4.8	4.8	4.6	3.9	3.2	2.2	-4.3	-0.9	-0.4
Stopa bezrobocia BAEL *	%	3.8	2.9	5.4	4.2	3.6	3.3	3.1	2.9	3.2	5.3	6.1	5.4
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.2	-0.7	-6.3	-2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	1.6	2.3	3.0	2.2	1.2	2.4	2.8	2.8	4.5	2.7	2.3	2.4
CPI *	% r/r	1.1	3.4	2.1	2.4	1.7	2.6	2.6	3.4	4.4	2.6	2.3	2.1
Inflacja bazowa	% r/r	0.7	2.0	2.6	1.6	1.1	1.8	2.2	2.7	3.4	2.6	2.3	2.1
Stopa referencyjna NBP *	%	1.50	1.50	1.00	1.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00
WIBOR 3M	%	1.71	1.72	1.29	1.18	1.72	1.72	1.72	1.71	1.62	1.25	1.15	1.15
Rentowność obligacji 2L	%	1.59	1.57	1.24	1.18	1.64	1.65	1.53	1.45	1.39	1.15	1.20	1.20
Rentowność obligacji 5L	%	2.51	1.97	1.62	1.64	2.23	2.14	1.76	1.76	1.55	1.63	1.65	1.65
Rentowność obligacji 10L	%	3.21	2.38	1.97	2.00	2.84	2.68	1.99	2.03	1.87	2.00	2.00	2.00
EUR/PLN	PLN	4.26	4.30	4.47	4.51	4.30	4.28	4.32	4.29	4.33	4.59	4.55	4.40
USD/PLN	PLN	3.61	3.84	4.04	4.08	3.79	3.81	3.89	3.87	3.93	4.22	4.12	3.89
CHF/PLN	PLN	3.69	3.86	4.14	4.17	3.80	3.80	3.94	3.91	4.05	4.35	4.21	3.95
GBP/PLN	PLN	4.81	4.90	4.97	4.96	4.93	4.90	4.79	4.99	5.02	4.96	4.97	4.94

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **31.03.2020** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

serwis ekonomiczny w Internecie: <http://www.skarb.santander.pl>

Maciej Reluga, 22 534 18 88
Główny ekonomista, CFO

Piotr Bielski, dyrektor 22 534 18 87

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86

Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl

Thank You.

Our purpose is to help people
and business prosper.

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

Simple Personal Fair



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

