

Na fali wznoszącej

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
■ Kontekst międzynarodowy	s. 7
■ Handel zagraniczny	s. 10
■ Najnowsze dane z gospodarki	s. 11
■ Gospodarka na żywo	s. 13
■ Rynek pracy	s. 14
■ Konsumpcja	s. 18
■ Inflacja	s. 19
■ Polityka fiskalna	s. 20
■ Unijny plan odbudowy	s. 21
■ Polityka pieniężna	s. 23
■ Wybory prezydenckie	s. 26
■ Rynki finansowe	s. 29
■ Tabela z prognozami	s. 40
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 43



Podsumowanie (makro)

Po bardzo głębokim spadku aktywności ekonomicznej w kwietniu, maj i czerwiec przyniosły sygnały odbicia od dna w miarę znoszenia ograniczeń w życiu społecznym i gospodarczym. Dane o wysokiej częstotliwości (m.in. nt mobilności, płatności kartowych, zużycia energii) wskazują, że gospodarka stopniowo wraca do życia, chociaż nie wszędzie w tym samym tempie. Być może zbliżamy się do punktu, kiedy fala rewizji prognoz (szczególnie tych bardziej pesymistycznych) zacznie iść w górę. Jednak jeszcze tam nie dotarliśmy, o czym świadczy m.in. najnowszy [raport MFW](#), z którego przebija większy niż w kwietniu pesymizm dot. perspektyw światowej gospodarki. Za dobrą monetę trzeba jednak przyjąć to, że prognozy MFW dla Polski jako jedne z nielicznych nie zostały obniżone. Głównym czynnikiem niepewności nadal jest rozwój pandemii. Mimo wygaszenia liczby nowych zakażeń w dużej części krajów rozwiniętych, w wielu krajach rozwijających się fala wciąż narasta. Niepokój budzą też sygnały ponownego wzrostu liczby infekcji w niektórych regionach, które wcześniej poradziły sobie z zahamowaniem pandemii i rozluźniły zasady społecznego dystansu. W Polsce trudno na razie mówić o drugiej fali zachorowań, skoro pierwsza fala (wprawdzie niezbyt wysoka) nie zaczęła jeszcze opadać (patrz str. 8).

Wciąż uważamy, że scenariusz wzrostu gospodarczego dla Polski może mieć kształt litery „V”: po spadku PKB w II kwartale o ok. 12% r/r, każdy kolejny kwartał powinien być nieco lepszy i w efekcie PKB może się skurczyć w tym roku o ok. 4%, ale w kolejnym wzrosnąć o blisko 6%. O ile mitem wydaje się twierdzenie, że Polska będzie znacznie mniej niż inne kraje dotknięta skutkami koronawirusa w tym roku (str. 9), to mamy szansę mocniej niż inni odbić się od dna w kolejnych latach. Będzie temu sprzyjać kilka czynników: relatywnie duża skala pakietów ratunkowych w Polsce i w Niemczech (nasz główny partner handlowy), globalna tendencja skracania łańcuchów dostaw, na której nasz kraj może skorzystać, a także duży pakiet odbudowy gospodarki zaproponowany przez Komisję Europejską, którego Polska może potencjalnie być znaczącym beneficjentem (str. 21-22).

Według Rady Polityki Pieniężnej tempo ożywienia gospodarczego w Polsce może być jednak ograniczane przez dość skromną skalę korekty kursu złotego. Takie stwierdzenie w ostatnim komunikacie RPP odczytujemy jako sygnał braku tolerancji ze strony banku centralnego dla mocniejszego PLN. Jeżeli tego typu interwencje werbalne okażą się mało skuteczne, nie można wykluczyć innych działań NBP, np. zwiększenia skali programu QE, zmniejszenia stopnia jego sterylizacji, „punktowych” interwencji walutowych, czy nawet wprowadzenia „podłogi” dla kursu EURPLN (str. 24). Wprowadzenie ujemnych stóp procentowych w Polsce uważamy za najmniej prawdopodobną opcję, możliwą raczej wyłącznie w sytuacji kolejnej fali obniżek stóp za granicą gdyby perspektywy światowej gospodarki mocno się pogorszyły (co obecnie nie jest naszym zdaniem scenariuszem bazowym).

Inflacja w Polsce jest obecnie najwyższa w UE (głównie za sprawą cen usług), a jej dotychczasowy spadek to przede wszystkim zasługa tańszych paliw. Jednak naszym zdaniem przyspieszenie dezinflacji to tylko kwestia czasu. Przewidujemy, że CPI oraz inflacja bazowa obniżą się w tym i przyszłym roku wyraźnie poniżej celu NBP m.in. za sprawą silnie ujemnej luki popytowej i spadku kosztów w firmach, a także tendencji globalnych (str. 19).

W obszarze polityki fiskalnej obraz się znacząco nie zmienia: w tym roku deficyt sektora publicznego zapewne przekroczy 10% PKB. Nowelizacja budżetu zapowiedziana na późny lipiec nie pokaże pełnego obrazu, ponieważ wiele wydatków związanych z pandemią zostało „wypchniętych” poza budżet centralny (str. 20).

Pierwsza tura wyborów prezydenckich nie przyniosła zaskoczenia i jeśli w dogrywce ponownie wygra Andrzej Duda, nie spodziewamy się reakcji rynkowej. Zwycięstwo Rafała Trzaskowskiego potencjalnie może być wstępem do istotnych zmian na scenie politycznej, a jego rynkowe implikacje nie są dla nas jednoznaczne (str. 26).

Pragniemy zwrócić uwagę, że w tej edycji MAKROskopu znajdują Państwo „Suplement sektorowy: Obraz eksportu w wybranych sektorach”, materiał opracowany przez Departament Sektorów Strategicznych naszego banku.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

W najbliższych miesiącach złoty może być bardziej podatny na osłabienie niż umocnienie ze względu na szereg czynników. Należą do nich m.in. najniższe stopy procentowe w regionie CEE i najmniej optymistycznie wyglądające dane nt. liczby nowych zakażeń Covid-19. Ponadto ostatnie komunikaty z RPP sugerują, że bank centralny widziałby większą rolę kanału kursowego we wsparciu ożywienia gospodarki. Z czynników globalnych do słabszego złota może przyczynić się spadający kurs EURUSD, który od końca maja bezskutecznie próbuje przebić poziom 1,14, a także możliwy wzrost awersji do ryzyka na skutek np. złych wieści o rozwoju pandemii na świecie lub na skutek napiętych relacji między USA, Chinami a Europą (str. 36).

Rynek stopy procentowej

NBP prawdopodobnie utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie (0,1%) do końca 2020 r a być może do końca 2021 r. W kolejnych kwartałach powolnemu odbiciu gospodarczemu będzie towarzyszyć dezinflacja.

Na krótkim końcu krzywej rentowności obligacji pozostaną niskie lub mogą dążyć w kierunku 0% w obliczu znacznej nadpłynności sektora bankowego. Kontrakty FRA oraz IRS mogą powoli podchodzić w górę w miarę normalizacji sytuacji gospodarczej.

O poziomie rentowności na długim końcu krzywej będzie decydować więcej czynników. Lokalnie, zwiększona pod koniec III kw., na skutek nadchodzącej lipcowej nowelizacji budżetu, emisja obligacji rządowych powinna być zaabsorbowana przez zakupy NBP. NBP po tym jak w maju i czerwcu kupował głównie obligacje PFR i BGK może znowu w większym stopniu kupować obligacje rządowe. Tym samym zwiększona podaż papierów nie powinna negatywnie wpływać na rentowności. Szacujemy, że w sumie NBP może zakupić nawet 200 mld zł obligacji. Z czynników globalnych, które na polskie rentowności mogą wpływać pośrednio poprzez rentowności na rynkach bazowych, istotne jest powodzenie uruchomienia funduszu KE o wielkości 750 mld euro (potencjał do zwiększenia rentowności) oraz anty-pandemiczny program skupu aktywów EBC o wielkości 1350 mld euro (potencjał do zawężenia spreadów).

W marcu nie oczekiwaliśmy cięć stóp NBP a oczekiwaliśmy rentowności 10L na poziomie 2%. W czerwcu, po nieoczekiwanych przez nas cięciach stopy referencyjnej do 0,1%, oczekujemy stabilizacji stóp NBP oraz rentowności utrzymanych w ryzach dzięki spadającej ku końcu roku inflacji oraz zakupom obligacji przez bank centralny (str. 34).



Prognozy 2020 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy pod koniec marca	Nasze prognozy pod koniec czerwca
PKB	Epidemia Covid-19 wywołała globalną recesję. Skala szoku zależy 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.	Dołek cyklu w II kw. zapewne był głębszy niż sądziliśmy kwartał temu, ale trajektoria „V” wciąż wydaje się wariantem bazowym (PKB ok -4% w 2020, +6% w 2021). Przemawiają za tym sygnały z najnowszych danych i rekordowa skala stymulacji fiskalno-monetarnej. Ryzykiem jest brak wyhamowania pandemii w Polsce oraz ponowny wzrost zachorowań w niektórych krajach.
Struktura PKB	Konsumpcja się załamała 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.	Prognozy w zasadzie aktualne. Słabość konsumpcji i inwestycji prywatnych tylko częściowo będzie kompensowana względną odpornością nakładów sektora publicznego oraz poprawą eksportu netto. Nadzieja na wyraźne ożywienie eksportu w 2021 dzięki niezłym perspektywom gospodarki niemieckiej (gigantyczny pakiet pomocowy), skracaniu łańcuchów dostaw.
Rynek pracy	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.	Sporo firm zamiast zwolnień wybiera zmniejszanie wymiaru pracy i/lub cięcia wynagrodzeń. Tak jak oczekiwaliśmy, pierwsza fala redukcji dotknęła w dużym stopniu migrantów. W sumie jednak efektem jest znaczne osłabienie dochodów gospodarstw domowych, a najgorsze na rynku pracy dopiero przed nami.
Inflacja	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.	Spadek CPI to na razie głównie zasługa niższych cen paliw i części towarów. Ceny usług jeszcze nie pozwoliły spaść inflacji bazowej ale wciąż uważamy, że to tylko kwestia czasu. Inflacja będzie wyraźnie poniżej celu w tym i przyszłym roku.
Polityka pieniężna	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.	Po redukcji stóp niemal do zera RPP zdaje się zniecierpliwiona brakiem reakcji kursowej, co może zapowiadać większą aktywność na tym polu. Naszym zdaniem ujemne stopy proc. w Polsce są na samym końcu listy możliwych opcji.
Polityka fiskalna	Deficyt fiskalny może wynieść 145 mld zł pod wpływem wzrostu wydatków (30 mld zł na tarczę antykryzysową) i spadku dochodów. Część z tego może być pokryta środkami z UE (ok. 33 mld zł).	Zakładamy, że łącznie rządowe programy zwiększą wydatki finansów publicznych (w ujęciu Eurostatu) o 115 mld zł w br. i szacujemy, że deficyt finansów publicznych (GG) przekroczy w tym roku 10% PKB.
Rynek stopy procentowej	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.	Krótki koniec krzywej bardzo nisko pod presją rosnącej nadpłynności sektora bankowego. Rentowności na długim końcu trzymane w ryzach przez zakupy NBP, mimo wzrostu podaży SPW po wakacjach.
Rynek walutowy	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 EURPLN w krótkim terminie. W II poł. 2020 złoty może zacząć odrabiać straty.	Złoty może być bardziej podatny na osłabienie niż umocnienie m.in. za sprawą bardzo niskich już stóp procentowych, rozwoju pandemii i sygnałów z RPP, że bank centralny widziałby większą rolę kanału kursowego we wsparciu ożywienia gospodarki. Możliwy też wzrost globalnej awersji do ryzyka.

Gospodarka

1



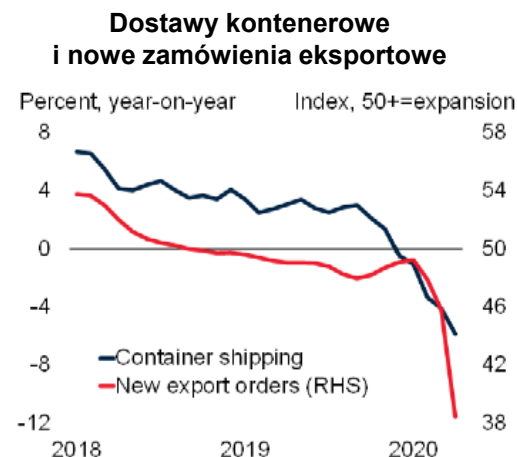
Kontekst międzynarodowy: efekt yo-yo?

Wciąż nie można mówić o globalnym sukcesie w walce z koronawirusem. Tam, gdzie sytuacja była jako tako pod kontrolą, zdecydowano się na poluzowanie restrykcji pod presją szkód gospodarczych i/lub oczekiwań społecznych. Część krajów odnalazła się w nowej rzeczywistości, jednak miejscami krzywe zachorowań przestały spadać, a niektóre zaczęły zakręcać na nowo w górę (patrz str. 7). Trzeba się liczyć z tym, że każdy sukces na tym polu będzie podlegał efektowi yo-yo, choć pewnie o malejącej amplitudzie wraz z rosnącą świadomością zapobiegania rozprzestrzenianiu się zarazy.

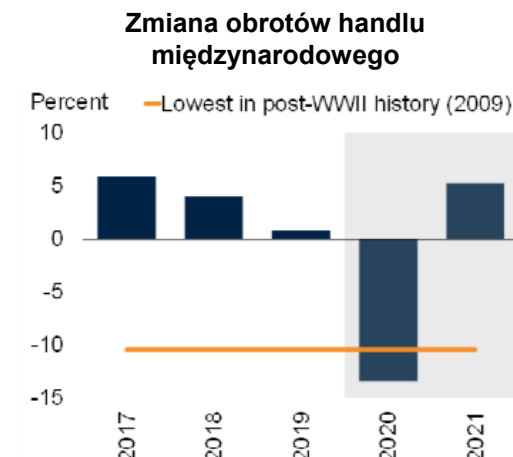
Wychodzenie z restrykcji to mechanizm zapadkowy – przywrócenie ostrzejszych rygorów byłoby przyznaniem się polityków do błędu i oznacza wymierne koszty. Samo wyznaczanie kalendarza odmrażania gospodarek i życia społecznego, a potem jego realizacja, dały silny pozytywny impuls rynkom finansowym. Zdejmovanie ograniczeń poprawiło wskaźniki aktywności, ale odbicie gospodarcze było niewspółmiernie mniejsze niż to na rynkach finansowych.

Oprócz rozmrażania przez znoszenie restrykcji mieliśmy też dalsze działania podgrzewające koniunkturę. Komisja Europejska zaprezentowała ogromny fundusz Recovery and Resilience Facility, Niemcy uzgodniły poważny pakiet fiskalny wbrew dotychczasowemu podejściu pilnowania równowagi budżetowej. Swoje trzy grosze dorzuciły też banki centralne. Mimo to konsensus prognoz wzrostu i wyliczenia głównych organizacji ponadnarodowych wciąż nie zaczęły być rewidowane w górę.

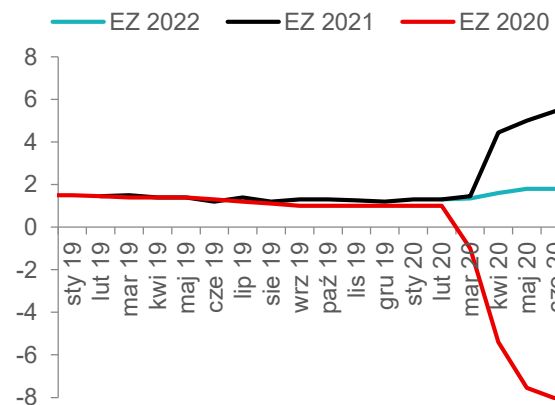
Dane i prognozy wskazują na mocny spadek obrotów w handlu międzynarodowym w br., po którym w 2021 r. powinno przyjść odbicie, jednak nie w pełni kompensujące obecną zapaść.



Źródło: World Bank, Global Economic Prospects June 2020



Mediana prognoz PKB strefy euro dla poszczególnych lat wg ankiety Bloomberg



Źródło: Bloomberg, Santander

Spadek zamówień w globalnym przemyśle zapowiada tąpnięcie w handlu światowym

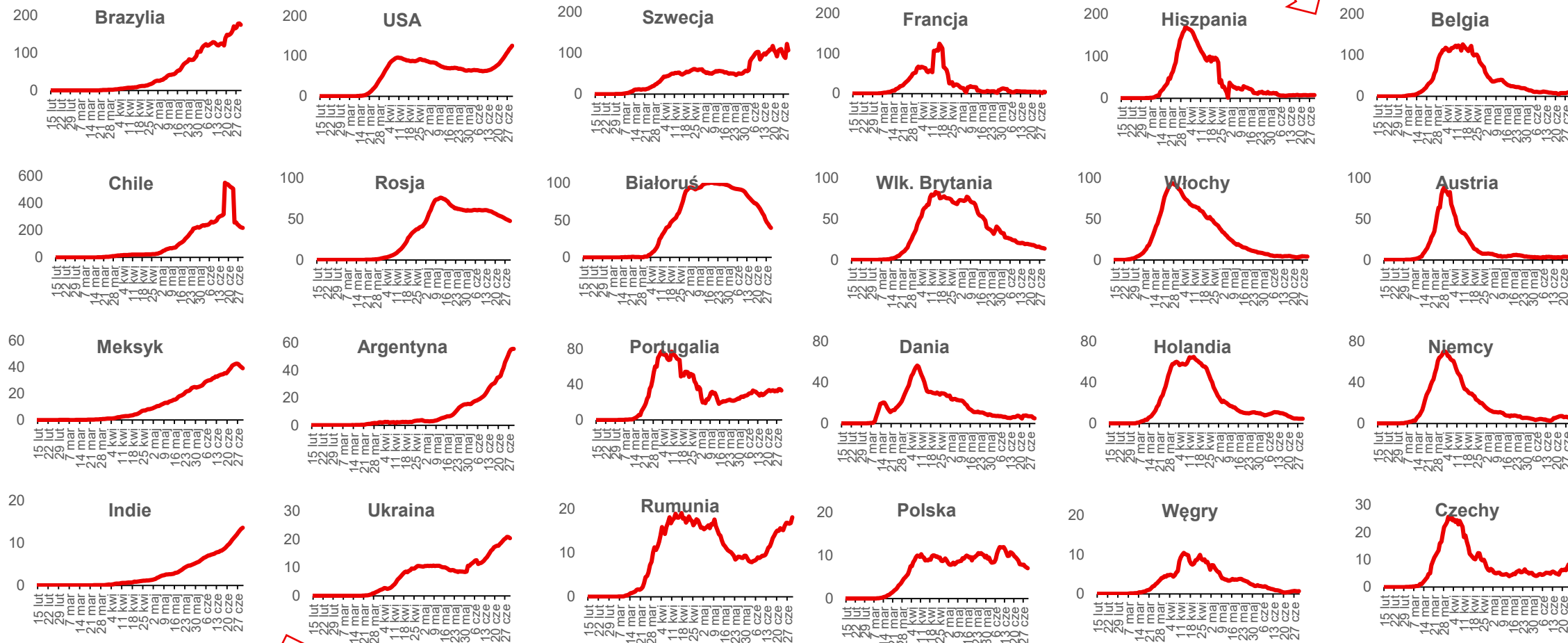


Źródło: IHS Markit

Kontekst międzynarodowy: rozwój pandemii

W większości krajów rozwiniętych wygaszanie

Dzienna liczba zakażeń Covid-19 na 1 mln mieszkańców, 7-dniowa średnia ruchoma:



Źródło: Johns Hopkins University, Santander

Kontekst międzynarodowy: prognozy PKB

Prognozy międzynarodowych instytucji nieco się różnią, ale w gruncie rzeczy przewidują podobną trajektorię, zgodną zresztą z konsensem rynkowym: głęboka recesja w 2020 w niemal wszystkich krajach oraz dość wyraźne odbicie w górę w 2021 (które jednak w większości przypadków nie wystarczy aby wrócić do poziomu PKB sprzed pandemii).

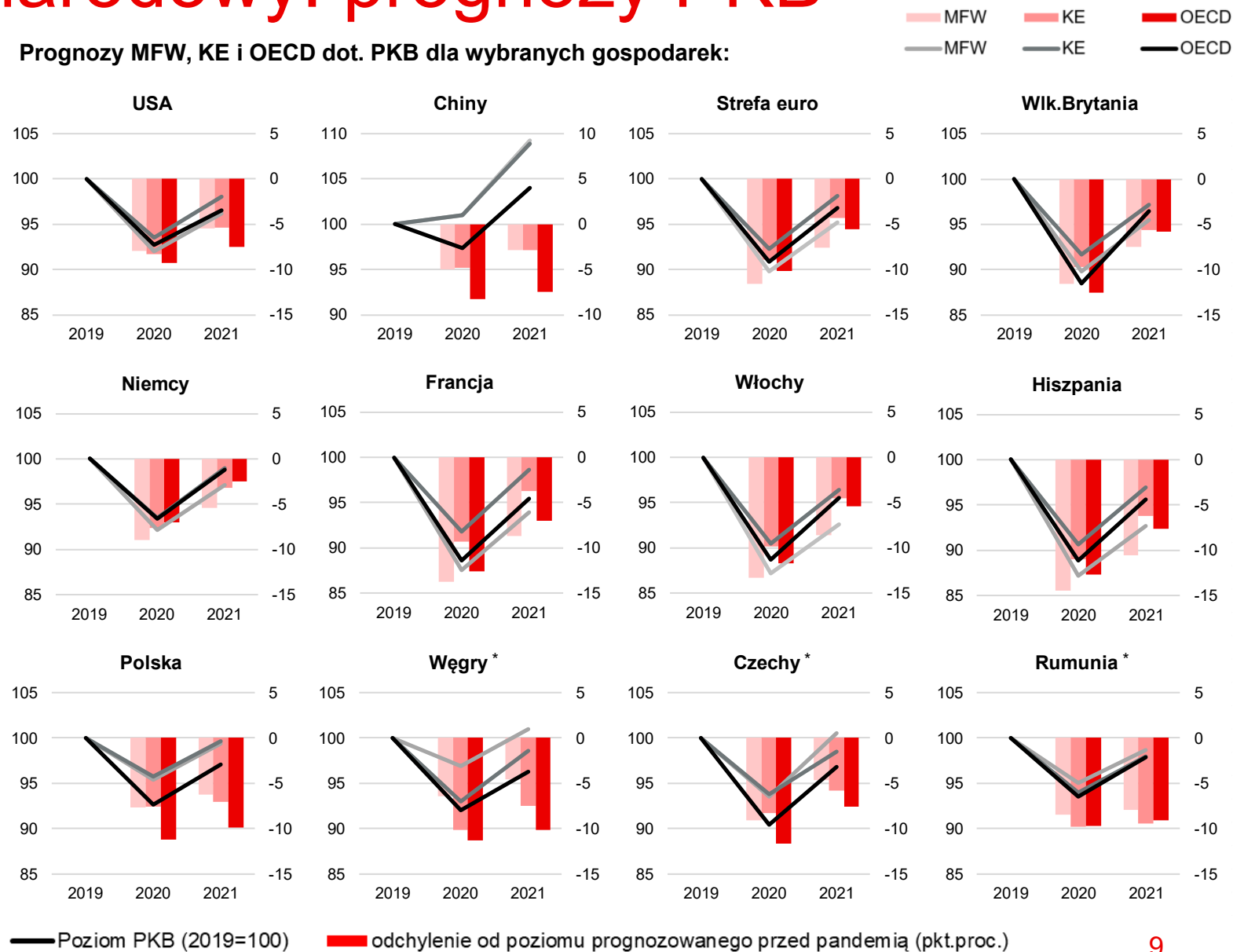
W większości gospodarek rozwiniętych przewidywana jest recesja w 2020 r. o skali między -5% a -10%.

Recesja w Polsce będzie zapewne należała do tych płytszych, ale to nie jest tożsame z twierdzeniem, że pandemia dotyka nas dużo łagodniej.

Porównanie ścieżek PKB z obecnymi prognoz i tych sprzed pandemii pokazuje utratę dochodu w Polsce (8-10%) nie odbiegającą mocno od średniej dla innych krajów europejskich.

Jesteśmy nieco bardziej od konsensusu optymistyczni co do siły odbicia polskiej gospodarki w 2021 – będzie mu sprzyjać relatywnie duża skala działań ratunkowych, silne powiązanie z gospodarką niemiecką, skracanie globalnych łańcuchów dostaw i pakiet odbudowy UE, którego możemy być dużym beneficjentem.

Prognozy MFW, KE i OECD dot. PKB dla wybranych gospodarek:



Źródło: Santander na podst. raportów MFW, KE, OECD

* Prognozy MFW z kwietnia 2020, pozostałe kraje: czerwiec 2020



Handel zagraniczny: tąpnięcie w kwietniu

Załamanie polskiego handlu zagranicznego sięgnęło w kwietniu prawie 30% r/r, podobnie jak podczas globalnego kryzysu finansowego. Zwraca uwagę relatywnie niewielki spadek eksportu do Niemiec (w porównaniu z resztą strefy euro) i to, że nasz największy partner relatywnie dobrze radzi sobie z pandemią. O ile w II poł. 2019 r. Niemcy ciążyły dynamice polskiego eksportu, to teraz mogą nam znacząco pomóc w wydobywaniu się z dołka.

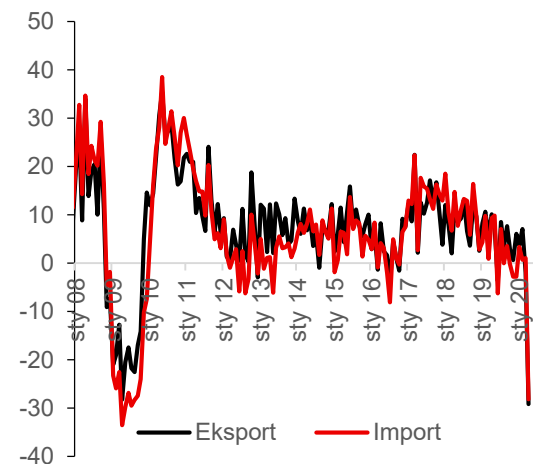
Relacja z krajami rozwijającymi się ma się dobrze, choć może już nie kwitnąć (w kwietniu minimalny spadek eksportu r/r i spadek importu mniejszy od odnotowanego z innymi grupami krajów).

Po stronie importu dużo niższe dostawy ropy zamazują obraz. Tymczasem w kwietniu z krajów rozwijających się sprowadziliśmy niewiele mniej dóbr pośrednich co przed rokiem (-5% z Chin, -2% z Indii, +54% z Korei), co sugeruje, że nie doszło do przerwania łańcuchów dostaw, a co więcej – polskie firmy widzą możliwość odbudowy produkcji.

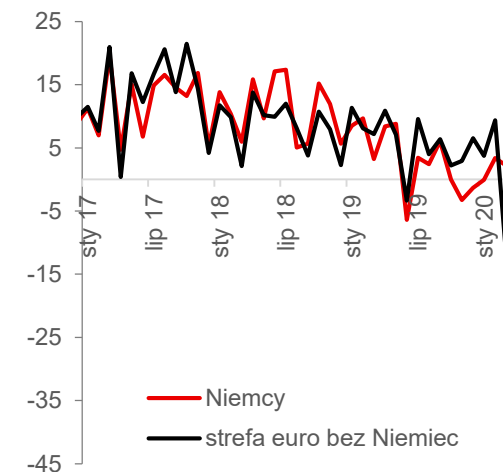
W maju wystąpiła wyraźna poprawa w polskiej produkcji konsumpcyjnych dóbr trwałych, których jesteśmy ważnym dostawcą dla Europy. Być może więc ten kryzys nie różni się od normalnego dołka koniunkturalnego w tym sensie, że Polscy eksporterzy również teraz dzięki efektowi substytucji zdołają zdobyć we wczesnej fazie ożywienia większe udziały w rynkach europejskich (które jednak wyraźnie się skurczyły, a prognozy ich wzrostu wciąż idą w dół). Większa skala deprecjacji PLN mogłaby w tym pomóc.

Kwiecień był zapewne najgorszym miesiącem w cyklu, więc skala spadku obrotów handlowych w II kw. będzie raczej mniejsza niż szacowaliśmy pod koniec marca (-50%). Na razie potwierdza się nasze założenie poprawy bilansu handlowego o 1-2 mld €. Ta „premia” może wygasnąć w połowie roku w miarę stopniowego odmrażania popytu krajowego, wychodzenie z ujemnej dynamiki eksportu i importu będzie jednak mozolne.

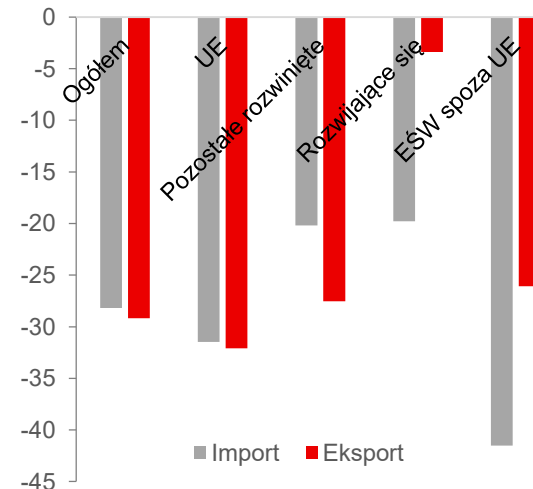
Eksport i import towarów, EUR, %/r



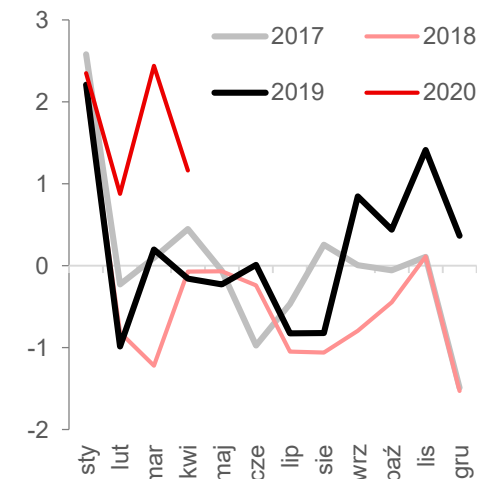
Eksport towarów, EUR, %/r



Handel zagraniczny wg grup krajów, kwiecień, EUR, %/r



Saldo handlu towarami, mld €



Po więcej informacji nt. eksportu w przekroju sektorowym, odsyłamy do [Suplementu](#) przygotowanego przez Departament Sektorów Strategicznych.

Źródło: GUS, NBP, Santander



Produkcja i sprzedaż: początek odbicia w maju

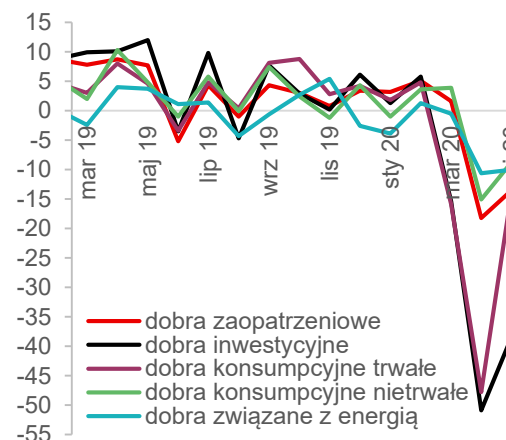
Produkcja przemysłowa i realna sprzedaż detaliczna spadły w kwietniu o ponad 20% r/r. Działy przemysłu z silną ekspozycją na popyt zagraniczny (auta, meble, elektronika, inne śr. transportu) ucierpiały bardziej niż te realizujące przychody raczej na rynku krajowym (żywność, leki). Pozytywny efekt Covid-19 dla tych ostatnich należy jednak traktować jako tymczasowy, związany z gromadzeniem zapasów. Podobne zróżnicowanie wystąpiło w przypadku sprzedaży detalicznej: auta, meble i sprzęt RTV/AGD (czyli dobra trwałego użytku) odnotowały większy spadek niż pozostałe kategorie.

W maju skala spadków była już wyraźnie mniejsza: produkcja przemysłowa -17% r/r, realna sprzedaż detaliczna -7.7% r/r. W tym miesiącu w produkcji nie było już widocznego związku skali załamania z orientacją pro-eksportową branż. Wprawdzie auta, maszyny i urządzenia oraz meble wciąż wykazywały największe spadki, ale w produkcji urządzeń elektrycznych wystąpił wzrost (+1,2% r/r) a w produkcji elektroniki stosunkowo mały spadek (-10,1% r/r). W odbiciu sprzedaży brały udział wszystkie kategorie, a szczególnie odzież i obuwiu oraz meble, RTV, AGD (realizacja odłożonego popytu). Na drodze do dalszej poprawy stoi gwałtowne słabnięcie dochodów gospodarstw domowych z pracy.

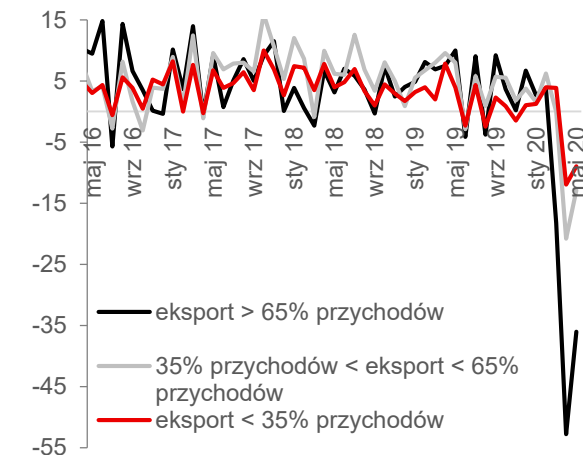
Produkcja budowlana wykazała większą bezwładność, spadając o zaledwie 0,9% r/r w kwietniu i 5,1% w maju. Wpływ Covid-19 widać tu raczej w spadku nowych pozwoleń na budowy i rozpoczętych budowach domów o ponad 28% r/r.

Opublikowane już wskaźniki miesięczne za kwiecień-maj i nasze prognozy na czerwiec potwierdzają, że II kw. br. zanotuje zapewne najgłębszy spadek PKB w tym cyklu, przekraczający 10% r/r.

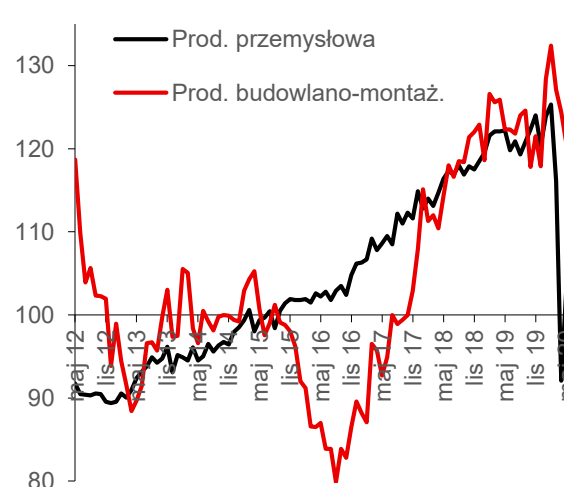
Produkcja przemysłowa wg grupowań, % r/r



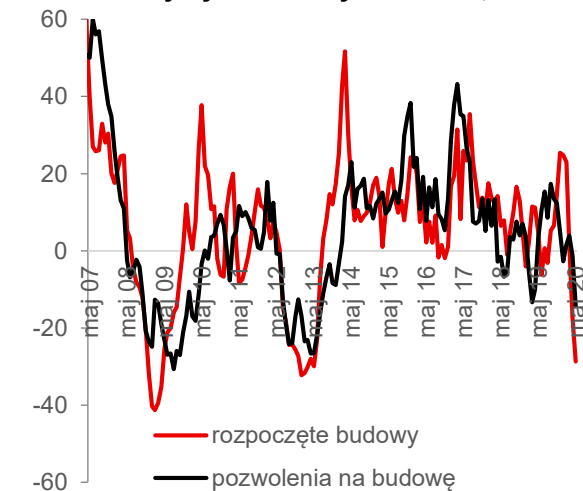
Produkcja w przemyśle przetwórczym, %r/r, działy pogrupowane wg ekspozycji na rynki zagraniczne



Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, wyr.sezon. (2015=100)



Statystyka budowy mieszkań, % r/r



Źródło: GUS, Santander



Wskaźniki koniunktury: dalsza poprawa w czerwcu

Kwietniowa skala spadku wskaźników koniunktury nie miała sobie podobnych w historii. W obliczu ogromu niewiadomych i zaskakujących decyzji o zamrożeniu gospodarki firmy masowo wskazywały na negatywny stan i perspektywy działalności. W maju minął pierwszy szok - poprawił się wskaźnik oczekiwań, ale nadal pogarszał wskaźnik bieżącej sytuacji. W czerwcu obie składowe już rosły.

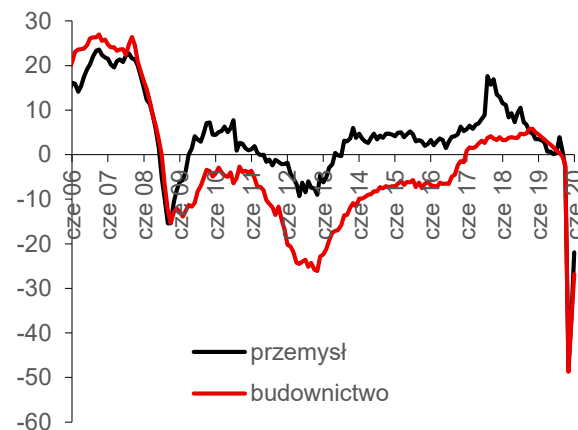
Szok uwidocznił się też w podejściu konsumentów. Początkowo odpowiednio ok. 50% i 45% widziało w pandemii poważne zagrożenie dla własnego zdrowia i finansów osobistych. W czerwcu było to już o ponad połowę mniej i nawet mniej niż odsetek wskazań na małe zagrożenie ze strony pandemii (wobec proporcji 5:1 i 3:1 w kwietniu).

W czerwcu składowe koniunktury konsumennej wróciły powyżej dołków z 2009 i 2013 r. a oceny bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej i gospodarczej niemal się zbiegły (wobec początkowego zupełnego załamania oczekiwań co do przyszłości). Wkrótce po odnotowaniu rekordu niechęci konsumentów do podejmowania dużych wydatków w kwietniu, wskaźnik wyraźnie odbił a realna sprzedaż detaliczna w kategorii „meble, RTV, AGD” skoczyła z -16,9% r/r do +14,4% r/r.

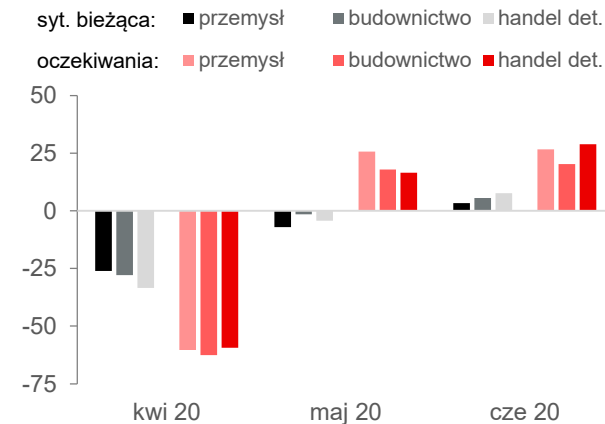
Realne szkody wywołane przez pandemię szybko nie znikną, ale wygląda na to, że firmy i konsumenci są już w stanie spokojniej i z większym rozeznaniem oceniać swoją sytuację – na ich aktywności będzie się odbijać nie tyle sam szok, co np. jego konsekwencje dla rynku pracy.

Na to, że gospodarka kontynuuje powrót do życia wskazują nie tylko badania ankietowe dot. koniunktury, ale też szereg mierników różnych aspektów aktywności ekonomicznej i społecznej, które możemy śledzić z wysoką częstotliwością (patrz kolejna strona).

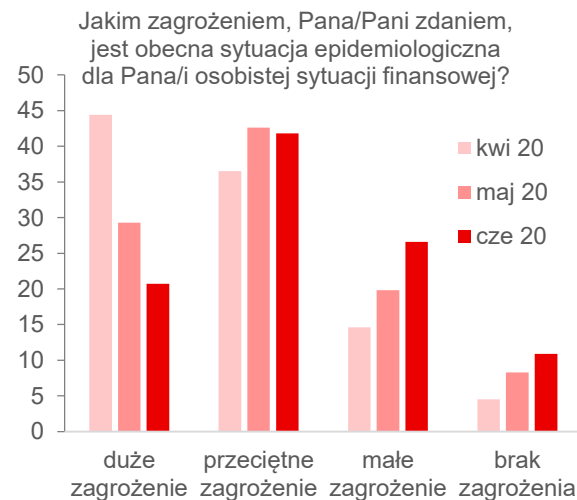
Koniunktura gospodarcza



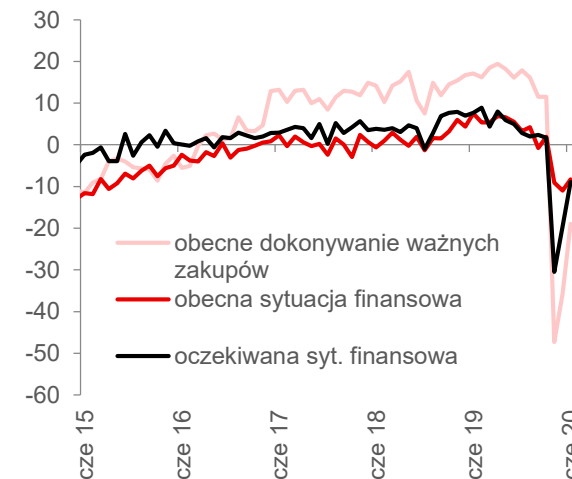
Koniunktura gospodarcza, zmiana m/m



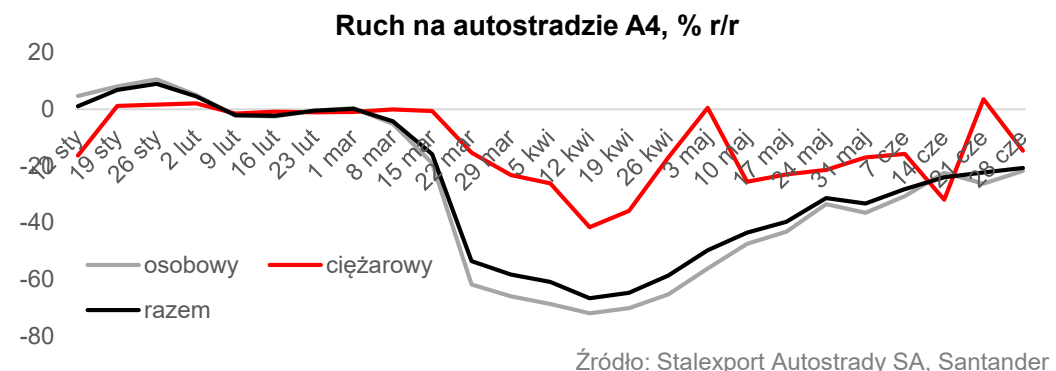
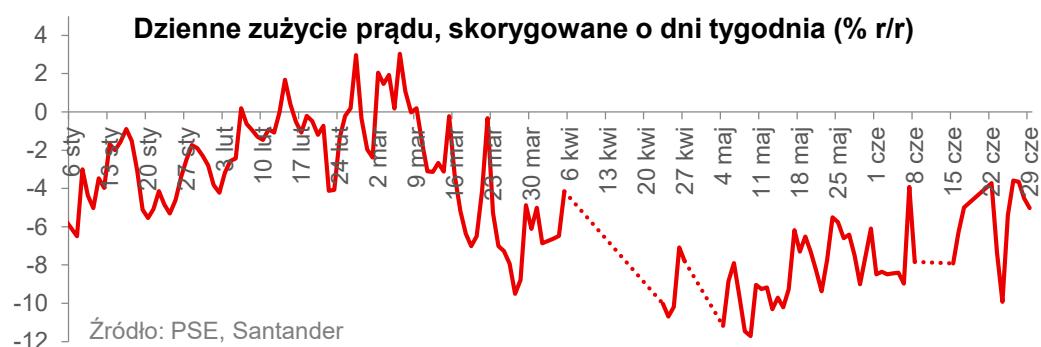
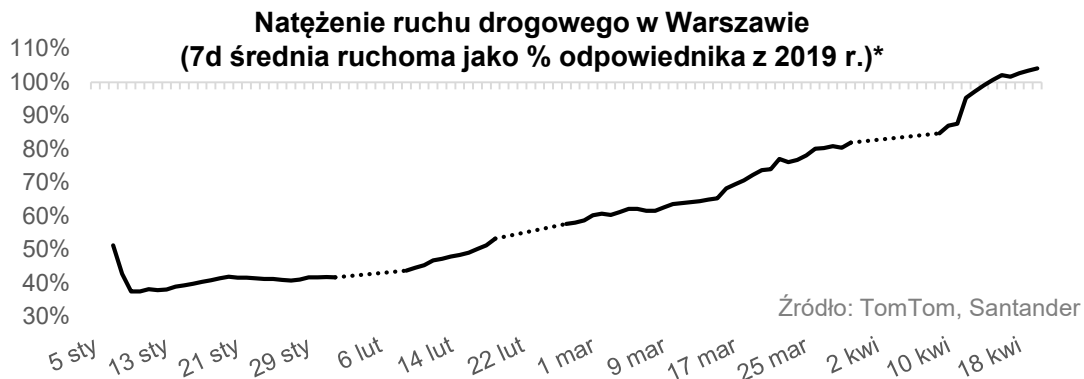
Postawa konsumentów wobec pandemii



Koniunktura konsumennej



Gospodarka na żywo: powoli w górę

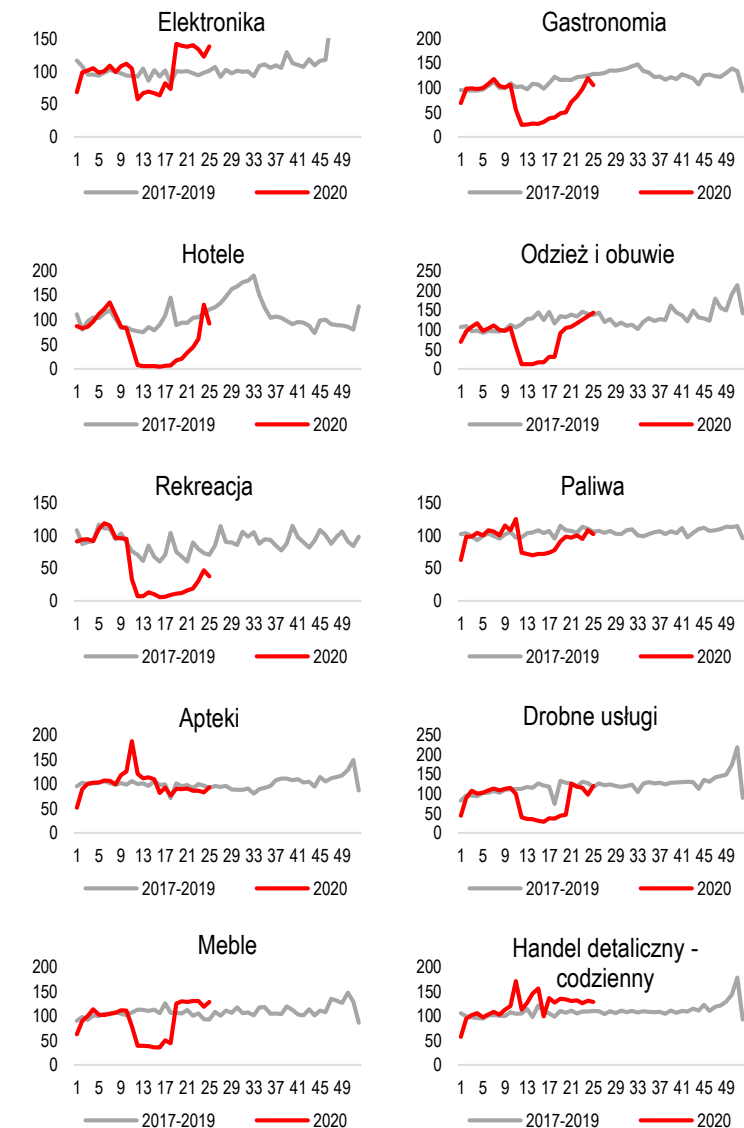


Report Google o mobilności



Źródło: Google

Płatności z kart kredytowych w wybranych kategoriach (pierwsze 10 tygodni roku = 100)



Źródło: Santander



* Dane z okresów świątecznych zastąpiliśmy linią przerywaną dla przejrzystości wniosków



Rynek pracy: znikający popyt, etaty i pracownicy

Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że reakcja rynku pracy była szybsza i mocniejsza niż w przypadku poprzednich kryzysów w polskiej gospodarce. Istotną różnicą wobec poprzednich okresów tego jest dywergencja w zachowaniu dwóch statystyk: liczby pracujących i zatrudnienia. W poprzednich kryzysach nie było istotnych różnic między tymi dwoma miarami. W obecnym: zatrudnienie spada dużo mocniej

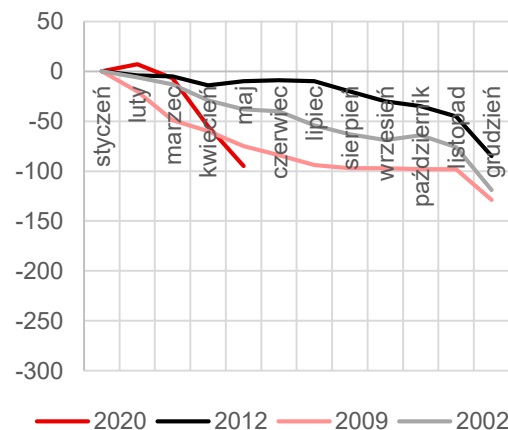
Przypomnijmy: liczba pracujących to po prostu suma osób zatrudnionych na umowę o pracę. Zatrudnienie to suma wymiaru pracy świadczonej przez zatrudnionych na umowę o pracę w przeliczeniu na pełne etaty. Druga z tych statystyk jest zatem wrażliwa na redukcje wymiaru czasu pracy oraz na nieobecności pracowników ze względu na urlopy chorobowe lub opiekuńcze.

Nasza interpretacja jest taka, że liczba pracujących opisuje faktyczne zmniejszenie liczby miejsc pracy (zwolnienia, dobrowolne odejścia, nieprzedłużanie umów terminowych), a różnica między tymi dwoma miarami opisuje redukcje wymiaru czasu pracy w związku z epidemią, które uważamy za przejściowe. Należy pamiętać, że to tylko przybliżenie, bo w praktyce nie wiemy w jakim wymiarze pracowały osoby zwolnione.

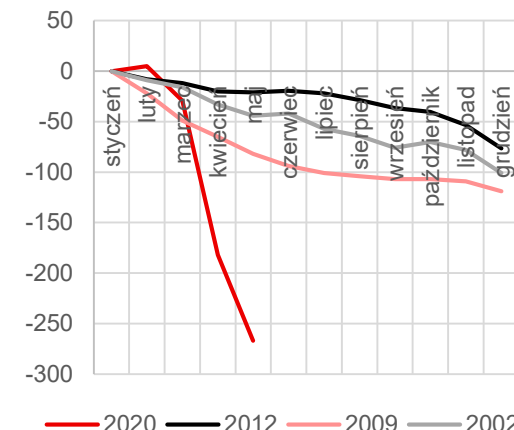
Szacujemy zatem, że ok. 1/3 redukcji zatrudnienia to faktyczne zwolnienia, przy czym spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach odsetek ten będzie się zwiększał, bo przedsiębiorcy będą przywracali firmy do normalnego trybu działania i jednocześnie podejmować decyzje co do docelowego poziomu załogi.

Które sektory redukowały zatrudnienie? Odpowiedź nie jest zaskakująca: przede wszystkim te, gdzie mocno spadła produkcja: produkcja skór, mebli, samochodów, górnictwo. Różne sektory natomiast różnie podchodziły kwestia zwalniać czy redukować czas pracy. Produkcja papieru, obsługa nieruchomości albo administrowanie w zasadzie tylko zwalniały, produkcja elektroniki, metali, produktów chemicznych – nie zwalniały a redukowały czas pracy.

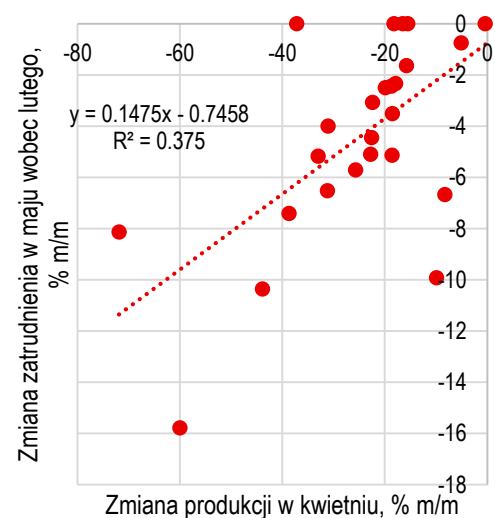
Liczba pracujących w sektorze przedsiębiorstw, różnica wobec stycznia w tys.



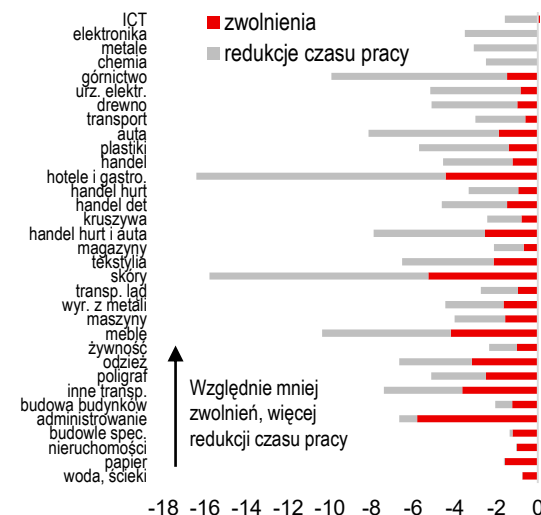
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, różnica wobec stycznia w tys.



Spadek zatrudnienia a produkcji



Dekompozycja redukcji zatrudnienia wg sektorów



Źródło: GUS, Santander



Rynek pracy: ile ubyło miejsc pracy? (1)

Dane z sektora przedsiębiorstw, które cytujemy na poprzednim slajdzie, to tylko wycinek gospodarki, jeśli zatem chcemy oszacować łączną liczbę miejsc pracy, która ubyła wskutek kryzysu, to musimy popatrzeć też na inne statystyki.

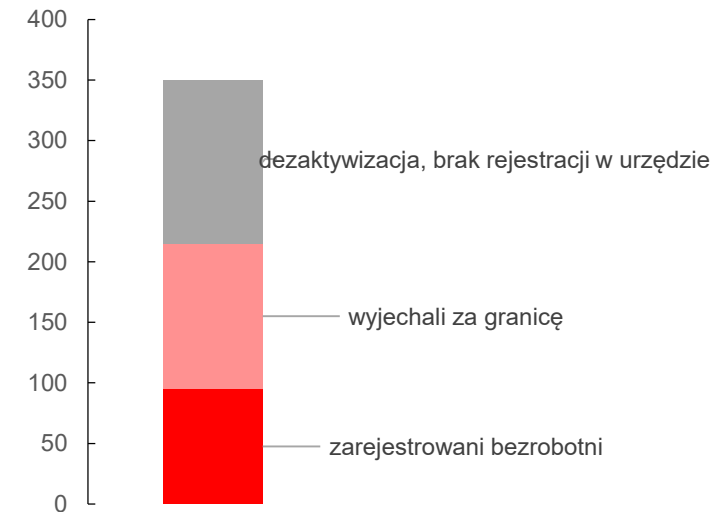
Dane o bezrobociu rejestrowanym wskazują na wzrost liczby bezrobotnych o 95 tys. między majem a lutym. Jednak naszym zdaniem ta statystyka tylko częściowo oddaje skalę ubytku miejsc pracy w polskiej gospodarce, o czym świadczą m.in. dane o masowych wyjazdach obcokrajowców (223 tys. w marcu i kwietniu, ok 10% całości) przy niemal zerowym przyroście liczby obcokrajowców zarejestrowanych jako bezrobotni w polskich urzędach (zaledwie +225 osób luty-kwiecień).

Dane o liczbie pracujących w sektorze przedsiębiorstw (ok. 40% zatrudnienia w gospodarce, dot. firm zatrudniających przynajmniej 9 osób) wskazują na spadek o 100 tys. w okresie luty-maj. Nawet jeśli założymy, że w małych firmach zwalniano w podobnej skali co w dużych (a to raczej zbyt optymistyczne założenie, bo mniejsze firmy dominują w sektorze usługowym, który był najmocniej dotknięty), to skalę zwolnień możemy szacować na ok. 250 tys. Ale ta statystyka nie bierze pod uwagę osób na umowach cywilnych, które najłatwiej zwolnić, ani samozatrudnionych, więc tym bardziej wydaje się zaniżona.

Dane ZUS o liczbie osób podlegających ubezpieczeniu emerytalnemu i rentowemu pokazują spadek o 216 tys. w okresie luty-maj i to naszym zdaniem jest właśnie ta statystyka, która może stanowić punkt wyjściowy dla dalszych rozważań, bo obejmuje największą część populacji pracujących. Ale, po pierwsze, bezrobotni również podlegają temu ubezpieczeniu, przynajmniej dopóki pobierają zasiłek (ten przysługuje standardowo przez 180 dni, więc cały okres epidemii w Polsce mieści się w tym czasie), należy więc ich doliczyć (95 tys.). Po drugie, wielu cudzoziemców nie jest zarejestrowanych w ZUS. Przykładowo, wg szacunków NBP w Polsce pracowało ok. 800 tys. Ukraińców, a liczba zarejestrowanych w ZUS to ok. 60% tej liczby. Ponieważ liczba cudzoziemców zarejestrowanych w ZUS spadła o 71 tys. (10%), to szacujemy, że w sumie obcokrajowców ubyło z rynku pracy ok. 110-130 tys. W sumie zatem nasz szacunek spadku liczby miejsc pracy do maja to ok. 350-370 tys. czyli ok. 2% liczby pracujących.

Nasza wcześniejsza prognoza łącznego spadku liczby etatów w I półroczu to 480 tys. (i dołek na 650 tys. w III kw. 2020 r.) i zdaje się, że byliśmy trochę zbyt pesymistyczni. Dane z czerwca, kiedy doszło do prawie całkowitego rozmrożenia gospodarki, będą kluczowe w ocenie perspektyw na kolejne miesiące.

Dekompozycja destrukcji miejsc pracy – suma za marzec-maj



Z naszych szacunków wynika, że ok. 1/3 osób, które straciły pracę, nie zarejestrowało się w urzędzie pracy. Dlaczego tak się stało? Wyjaśnienia są cztery: po pierwsze część osób mogła się zdezaktywizować, po drugie ok. 40% bezrobotnych w ogóle nie rejestruje się w urzędach (wg badań BARP), po trzecie część bezrobotnych nie mogła na początku epidemii się zarejestrować ze względu na zamknięcie urzędów pracy, po czwarte część bezrobotnych mogła opóźnić rejestrację, żeby otrzymać podwyższony zasiłek (obecnie 881,30 zł przez pierwsze trzy miesiące i 692 zł przez kolejne, od 1 września: odpowiednio 1200 zł i 942,30 zł)

Źródło: Santander



Rynek pracy: ile ubyło miejsc pracy? (2)

Warto pamiętać, że oszacowanie liczby osób, które straciły pracę to tylko jedna strona medalu. Druga to wpływ epidemii na tworzenie nowych miejsc pracy.

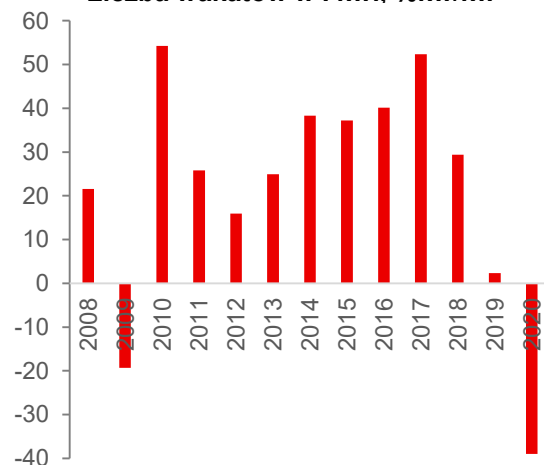
Popyt na pracę mierzony liczbą wakatów zmniejszył się już w I kw. 2020 r. o 46,3% r/r. Spadki występowały też w poprzednich kwartałach, ale o średnio 7% r/r. Pandemia wyraźnie nasiliła negatywną tendencję. W ujęciu kw/kw wystąpił spadek liczby wakatów o 39%, podczas gdy naturalne jest, że w I kw. ta statystyka istotnie rośnie (wyjątkiem był rok 2009).

Liczba nowo utworzonych miejsc pracy była o 35% niższa r/r (poprzedni odczyt -8,1%) za to liczba zlikwidowanych miejsc pracy wzrosła o 35,1% r/r do niemal 120 tys. i była najwyższa od IV kw. 2011 r. (badane firmy przyznały, że w związku z pandemią zlikwidowały w I kw. ok. 30 tys. miejsc pracy).

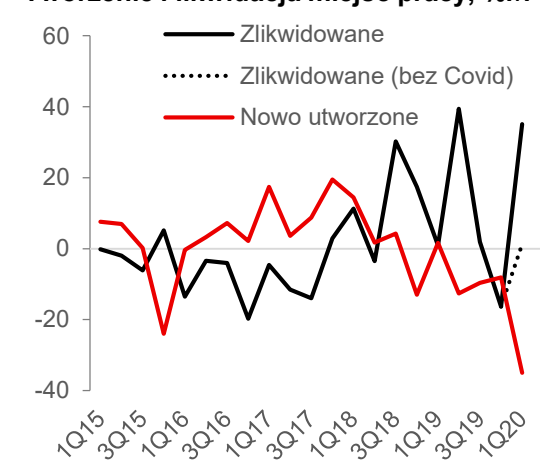
Podaż pracy została też zmniejszona w I kw. przez zasiłki opiekuńcze dla pracujących rodziców dzieci do 8 lat z uwagi na zamknięcie placówek opieki. Według danych BAEL, z tej opcji skorzystało 2,3% pracujących. Dalsze 0,6% pracujących nie świadczyło pracy w I kw. wskutek objęcia kwarantanną lub izolacją. Badanie koniunktury GUS wykazało ich znacznie wyższe odsetki w marcu i kwietniu oraz spadek od maja.

Nadzieje rodzi dość sprawne odbicie wskaźników koniunktury w biznesie opisujących przewidywane przyszłe zatrudnienie.

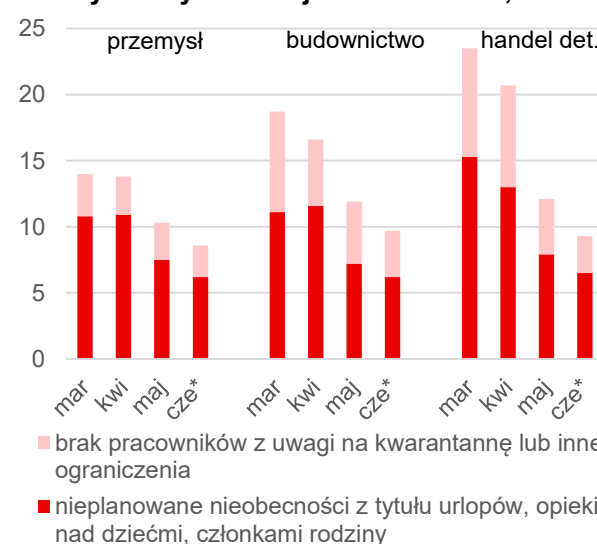
Liczba wakatów w I kw., %kw/kw



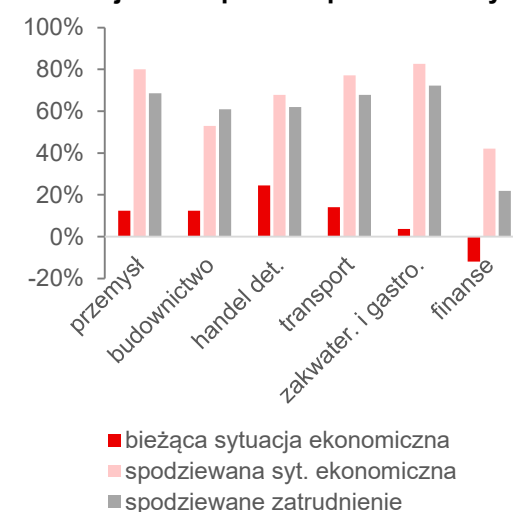
Tworzenie i likwidacja miejsc pracy, %/r



Ubytek siły roboczej wskutek Covid, %



Wskaźniki koniunktury: skala odbicia z dołka jako % spadku z poziomów sty-lut



Źródło: GUS, Santander



Rynek pracy: co z dochodami?

Oszacowanie liczby utraconych miejsc pracy to punkt wyjścia do oszacowania spadku dochodów do dyspozycji oraz do opracowania prognozy na kolejne kwartały. Wiemy, że dane GUS o zatrudnieniu w sektorze firm pokazały spadek około trzykrotnie silniejszy niż dane GUS o liczbie pracujących, gdyż te pierwsze biorą pod uwagę też obniżki wymiaru czasu pracy, urlopy opiekuńcze i chorobowe. Sądzymy, że ten wzorec można przenieść na całą gospodarkę, czyli redukcja wymiaru czasu pracy wyniosła ok. 1 mln pełnych etatów (ok. 6%). Przy czym nie mówimy tutaj o faktycznym przepracowanym czasie, a o płatnym czasie pracy.

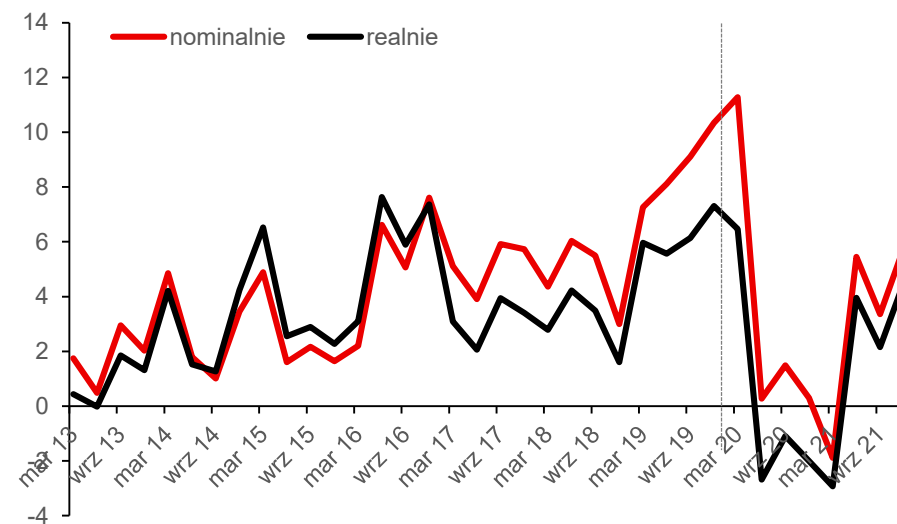
Tempo wzrostu wynagrodzeń obniżyło się do 1,2% w maju z ok. 7,5% w styczniu-lutym, czyli w przybliżeniu o 6 punktów procentowych. Dane te dotyczą tylko większych firm i osób pracujących na etat, ale z braku innych informacji ekstrapolujemy te dane na ogół pracujących. Złożenie danych o zatrudnieniu i płacach pokazuje spadek dochodu z pracy w maju o ok. 11% w porównaniu do scenariusza kontrfaktycznego bez epidemii.

Zakładamy, że dochody z działalności gospodarczej osób pracujących na własny rachunek będą zachowywały się zgodnie z historyczną relacją z PKB, przy czym korygujemy je o instrumenty tarczy kryzysowej przeznaczone dla tego sektora (zwolnienia ze składek ZUS, dofinansowanie działalności, pożyczki).

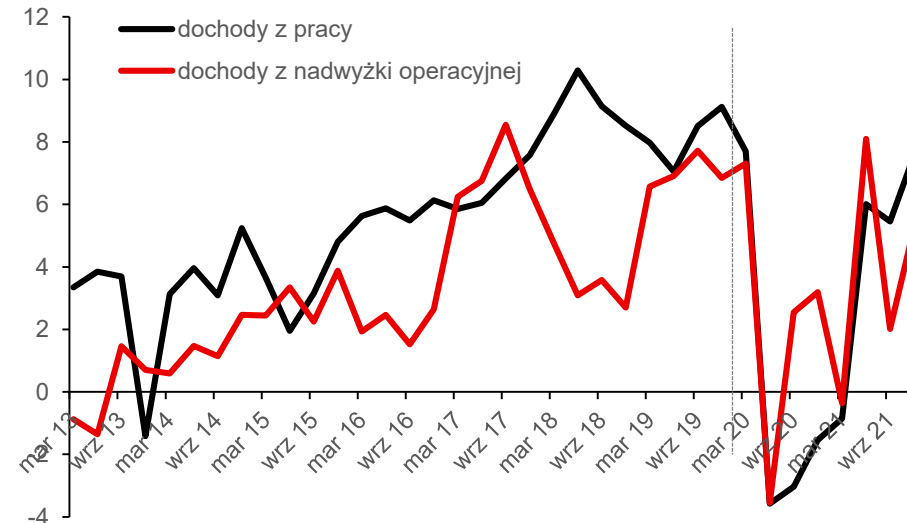
Do świadczeń społecznych dodajemy zasiłki chorobowe i opiekuńcze oraz efekt netto obniżek stóp, który szacujemy na + 1 mld zł kwartalnie.

Szacujemy, że dochody do dyspozycji w 2020 r. wzrosną realnie o 0,0% r/r a w 2021 r. o 2,1% r/r.

Wzrost dochodów do dyspozycji, % r/r



Nominalne dochody z pracy i z nadwyżki operacyjnej, % r/r



Źródło: GUS, Santander



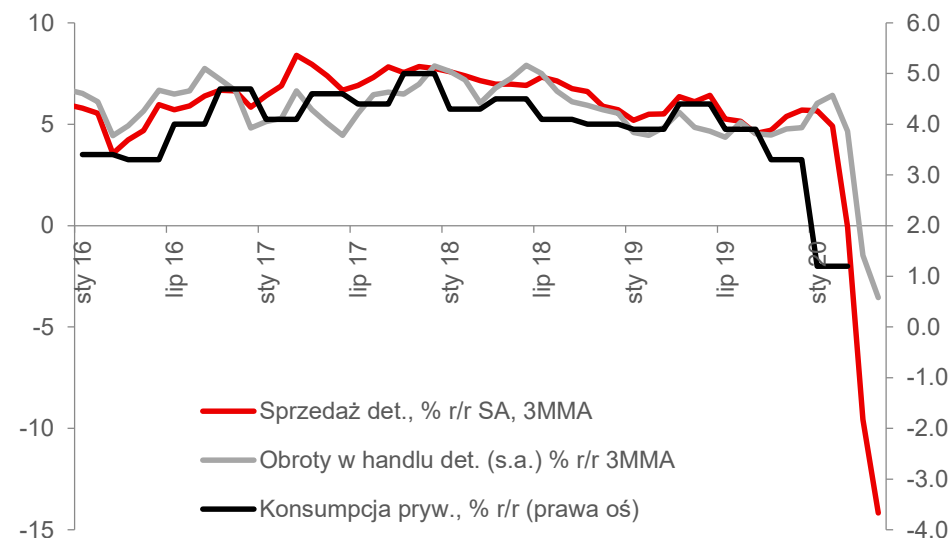
Konsumpcja: mocno poniżej zera

Kryzys epidemiczny i restrykcje miały niejednorodny wpływ na konsumpcję. Tymczasowo doszło do mocnego wzrostu sprzedaży niektórych produktów np. higienicznych i produktów żywnościowych o przedłużonej ważności, ale ogólnie szacujemy, że sprzedaż żywności, szczególnie w większych sklepach, nie odczuła skutków kryzysu. Niektóre produkty i usługi jak np. sprzęt AGD, obuwie, odzież, usługi kosmetyczne i fryzjerskie, zanotowały mocny spadek a potem szybkie odbicie, m. in. pod wpływem odłożonego popytu czy stworzenia nowych potrzeb (sprzęt do zdalnej komunikacji, komputery dla uczniów, dodatkowe meble). Niektóre dobra i usługi konsumpcyjne, jak np. rozrywka, restauracje czy hotele zanotowały niewielkie odbicie i wciąż są wyraźnie poniżej poziomów sprzed epidemii.

Dwie pierwsze z opisanych kategorii są naszym zdaniem mocniej reprezentowane w miesięcznych danych o obrotach w handlu detalicznym, niż ta ostatnia. Dlatego bardziej jesteśmy skłonni wierzyć wskazaniom sprzedaży detalicznej (w kwietniu i maju spadek średnio o 16,5% r/r) niż obrotów w handlu detalicznym (spadek o 4% r/r w kwietniu i maju). Z drugiej strony, konsumpcja prywatna jest mniej zmienna niż obroty w handlu czy sprzedaż detaliczna, m. in. ze względu na usługi, których w znacznej części w tych statystykach nie ma.

Biorąc jednak pod uwagę dość mocne hamowanie konsumpcji już w I kwartale br/, mocniejsze niż wynikałoby to z relacji ze sprzedażą detaliczną lub obrotami w handlu detalicznym (o ponad dwa punkty procentowe), spodziewamy się, że w II kw. 2020 r. konsumpcja może obniżyć się nawet o 8% r/r. Konsumpcja spadnie zatem mocniej niż dochody (-2,8% w całym 2020 r.), zakładamy więc wzrost stopy oszczędności, co umożliwi mocne odbicie konsumpcji w 2021 r. (+6,0% r/r).

Sprzedaż detaliczna i obroty w handlu detalicznym, % r/r



Konsumpcja a dochody, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Inflacja: ikarowy lot

Wysoki przebieg w ostatnich miesiącach inflacji cen usług, a przez to i całej inflacji bazowej, sprawia wrażenie, że pandemia jest inflacyjogenna.

Nie zgadzamy się z tym i uważamy, że w miarę dalszego odmrażania gospodarki coraz silniej ujawniać się będzie negatywny wpływ na dynamikę CPI. W błyskawicznym tempie rozwarła się bowiem negatywna luka popytowa. W rezultacie przed końcem br. inflacja znajdzie się poniżej celu 2,5%, a może nawet poniżej 2%. Wg nas na tym spadek się nie skończy i w I połowie 2021 trzeba liczyć się z dynamiką CPI w pobliżu 1% r/r.

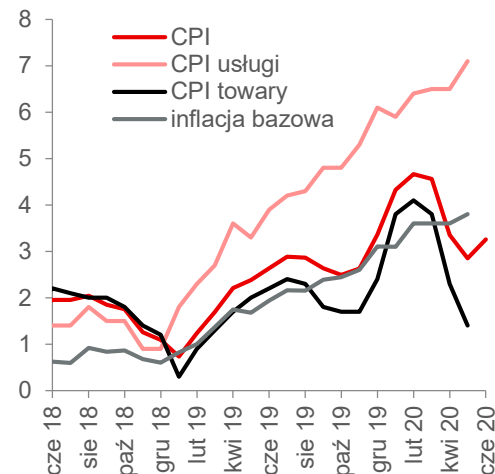
Czynniki, które mogą w tym roku przeszkadzać w spadku inflacji, będą miały charakter przejściowy, a tym samym przyczynią się przez efekt bazy do spychania niżej ścieżki CPI w 2021 r. Tak działać może m.in. przerzucanie kosztów reżimu sanitarnego na klientów, pogoda (susza, potem nawałnice, gradobicia, podtopienia), czy fala realizacji popytu wstrzymywanego wcześniej restrykcjami covidowymi.

Presję na spadek inflacji widać też w wyraźnej rozbieżności z dynamiką PPI (od marca ujemną).

Globalnie mamy do czynienia ze środowiskiem dezinflacyjnym a strefie euro niewiele brakuje do wejścia w deflację.

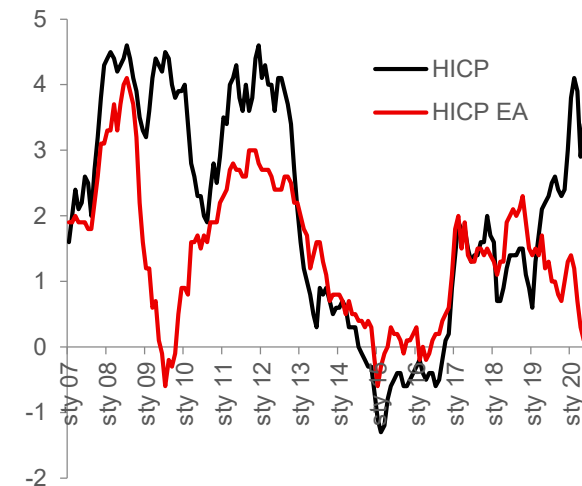
Podtrzymać inflację bliżej celu mógłby kurs walutowy, jednak póki co nie bardzo się do tego kwapi.

Wybrane składniki CPI, % r/r



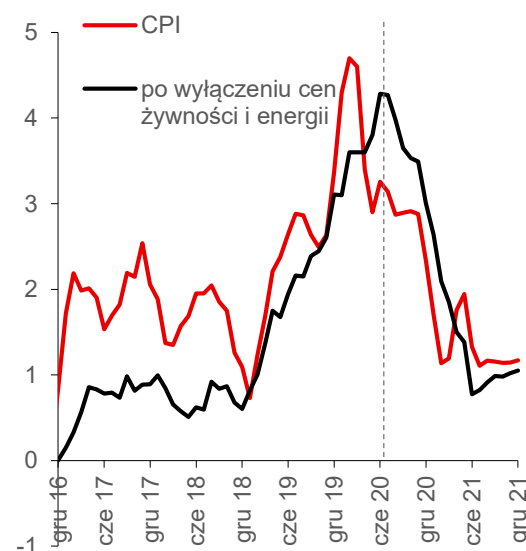
Źródło: GUS, NBP, Santander

Inflacja w Polsce i strefie euro, % r/r



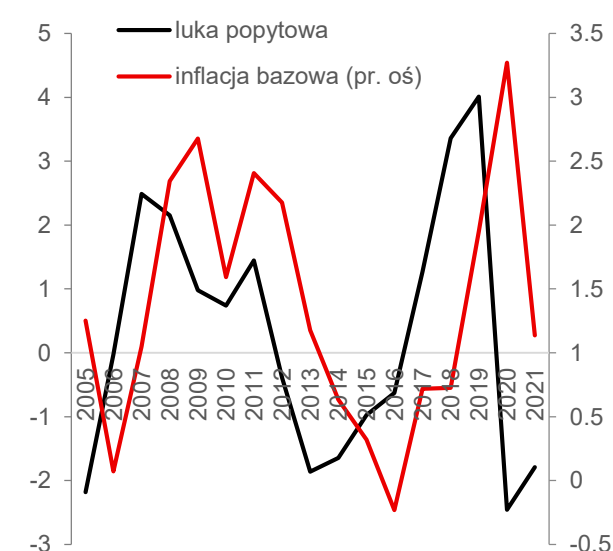
Źródło: Eurostat, Santander

Prognoza inflacji, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Inflacja a luka popytowa



Źródło: Komisja Europejska, GUS, Santander



Polityka fiskalna: budżet fasadowy

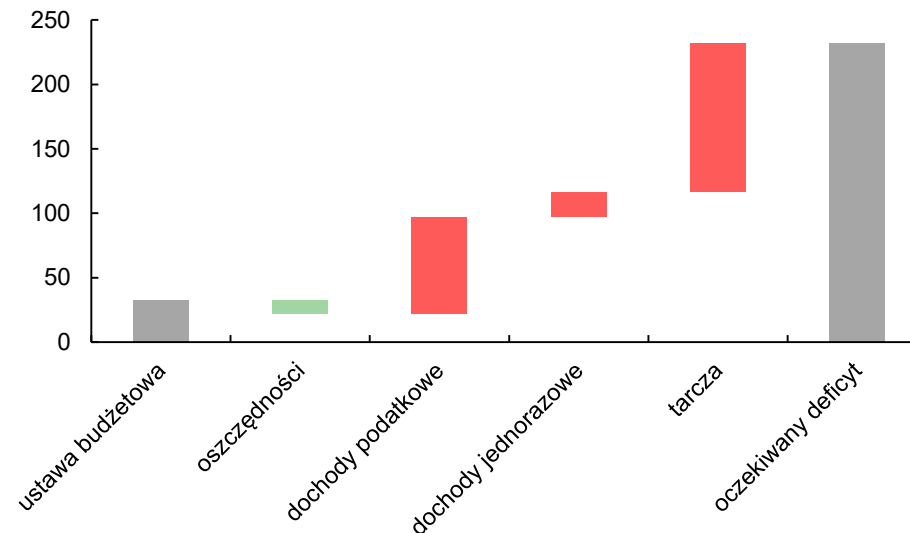
Budżet centralny pokazał po maju deficyt w wysokości 25,9 mld zł, jednak wartość informacyjna tej liczby jest w tym roku bardzo niewielka, gdyż rząd wypchnął prawie całe wydatki związane z przeciwdziałaniem kryzysowi poza budżet centralny. Na dzień 22 czerwca było to ok. 100 mld zł (w tym nieco powyżej 10 mld zł w gwarancjach BGK). Poza tym, funduszami covidowymi uzupełnia też inne fundusze, które normalnie potrzebowałyby dotacji z budżetu. Z tego też powodu nowelizacja budżetu, która ma być przedstawiona i przyjęta przed końcem lipca, to umiarkowanie istotne wydarzenie, bo rząd w ramach „kreatywnej księgowości” ma dużą swobodę w kształtowaniu deficytu budżetu. Ważniejsze będą fragmenty nowelizacji dotyczące planów podaży papierów skarbowych.

Istotniejszą sprawą wydaje się fakt, że obowiązująca obecnie reguła wydatkowa nie dopuszcza takiego wzrostu wydatków i rząd będzie musiał ją zmienić zanim znowelizuje budżet, aby uniknąć odpowiedzialności przed Trybunałem Stanu. Propozycja Ministerstwa Finansów zakładała możliwość zawieszenia reguły w przypadku epidemii (w obecnym stanie prawnym regułę zawiesza się podczas konstytucyjnego stanu nadzwyczajnego) i mechanizm stopniowego powrotu do normalnego przestrzegania reguły w ciągu 2-4 lat od wydarzenia, które ją dezaktywowało.

Jedyną w miarę przydatną statystyką w danych o budżecie centralnym są liczby dotyczące dochodów podatkowych (choć PIT i CIT są zaburzone przez wydłużenie terminów rozliczeń). Pokazują one załamanie w kwietniu i maju. Szacujemy, że łączny ubytek dochodów finansów publicznych z PIT, CIT, VAT i akcyzy w tych dwóch miesiącach to ok. 22 mld zł wobec planu (do oszacowania planu przyjmujemy założone przez rząd roczne stopy wzrostu). Zakładamy pewną poprawę w kolejnych miesiącach i utrzymujemy nasze szacunki, że tegoroczny ubytek finansów publicznych w podatkach i składkach wyniesie w sumie ok. 75 mld zł.

Zakładamy, że łącznie rządowe programy zwiększą wydatki finansów publicznych (w ujęciu Eurostatu) o 115 mld zł w tym roku i podtrzymujemy nasz szacunek, że deficyt finansów publicznych (GG) przekroczy w tym roku 10% PKB. Dług finansów publicznych (również w definicji Eurostatu) otrze się natomiast o 59% PKB.

Nasze prognozy deficytu sektora finansów publicznych w 2020 r., mld zł



Źródło: Santander

Niedobór dochodów podatkowych budżetu centralnego w kwietniu i maju wobec planu, mld zł

	Realizacja	Plan	Różnica
VAT	21,9	33,3	-11,4
PIT	9,8	12,0	-2,2
CIT	7,0	9,6	-2,6
akcyza	9,8	12,9	-3,2
Łącznie	48,5	67,9	-19,4

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



Unijny plan odbudowy (1)

Komisja Europejska przedstawiła założenia nowego programu Next Generation EU, którego celem jest wsparcie gospodarki europejskiej po okresie epidemii. Łączna wartość funduszu to 750 mld euro, z czego 500 mld euro stanowią dotacje (w tym 66,8 mld euro gwarancje kredytowe) a 250 mld euro pożyczki. Wydatki z funduszu mają być skoncentrowane w latach 2021-2024. Założenia programu będą podlegać jeszcze negocjacom, więc jego kształt nie jest ostateczny. Zakładamy zatem, że liczby przedstawione dotychczas to wariant maksimum, które może ulegać redukcji pod presją „oszczędnej czwórki” (Holandia, Dania, Szwecja, Austria).

Program Next Generation EU stanowi uzupełnienie perspektywy finansowej 2021-2027, ale w istotny sposób różni się wobec dotychczasowych budżetów unijnych: będzie sfinansowany emisją obligacji unijnych, a nie – jak dotychczas – składkami państw UE. Emitentem obligacji będzie Komisja Europejska, a ich zapadalność wyniesie od 3 do 30 lat. Obligacje będą wykupywane w okresie 2028-2058 za pomocą środków ze składek państw członkowskich. Jeśli obligacje spotkają się z zainteresowaniem inwestorów (a prawdopodobnie tak będzie, bo będą uważane za bardzo bezpieczne), to nie można wykluczyć ich rolowania. W takim przypadku na kwoty wydatków przypadające na poszczególne państwa należy patrzeć w ujęciu brutto, a nie netto (tzn. po odjęciu składki), tak jak w przypadku innych środków unijnych.

Ze wstępnych propozycji i informacji wynika, że Polsce może przypaść ok. 64 mld euro, w tym 26,8 mld euro w ramach dotacji Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności, 6 mld euro w ramach Funduszu Sprawiedliwej Transformacji. Polski wkład finansowy może wynieść ok. 28,5 mld euro, przy czym – jak zaznaczyliśmy wcześniej – uważamy, że środki te zostaną zrolowane i składka stanie się de facto gwarancją budżetową.

Plan Next Generation EU

	Cel	Kwota
I filar	Wspieranie odbudowy krajów EU	655 mld euro
Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności	Na inwestycje i reformy, w tym zieloną i cyfrową transformację	310 mld euro dotacji, 250 mld euro pożyczek
REACT-EU	Uzupełnienie polityki spójności w latach 2020-22: dotacje dla gmin, szpitali, firm: subsydiowanie zatrudnienia, elastycznych form pracy, płynność dla MŚP	50 mld euro
Wsparcie zielonej transformacji	Fundusz Sprawiedliwej Transformacji	30 mld euro
	Europejski Fundusz Rolny na rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich	15 mld euro
II filar	Rozpoczęcie odbudowy gospodarki i wspierania inwestycji prywatnych	56,3 mld euro
Zasilenie InvestEU i Instrument na rzecz Inwestycji Strategicznych	Gwarancje na finansowanie inwestycji w digitalizację, infrastrukturę, badania, umiejętności za pośrednictwem EBI i banków	15,3 + 15,0 mld euro
Instrument Wsparcia Wypłacalności	Gwarancja budżetowa UE za pośrednictwem EBI – wsparcie kapitałowe dla spółek z problemami płynnościowymi, wsparcie zielonej i cyfrowej transformacji	26 mld euro
III filar	Wyciągnięcie wniosków z kryzysu	38,7 mld euro
Program dla zdrowia	Bezpieczeństwo zdrowotne, szybka reakcja na kryzys, prewencja chorób przewlekłych, diagnostyka i leczenie	7,7 mld euro
rescEU i Europejski Mechanizm Ochrony Ludności	Dotacje i zamówienia publiczne w gestii KE: Infrastruktura reagowania na zagrożenie, systemy transportu leków, lekarzy, pacjentów	2,0 mld euro
Horizon Europe	Badania zdrowotne i klimatyczne, innowacje	13,5 mld euro
Pomoc humanitarna	Pomoc dla zagrożonych regionów świata	5,0 mld euro
NDICI	Pomoc dla innych krajów, w tym Bałkanów i Afryki	10,5 mld euro



Unijny plan odbudowy (2)

Niższe środki unijne w perspektywie 2021-27 wymienialiśmy jako jeden z czynników ryzyka dla wzrostu w Polsce. Nowy program Komisji Europejskiej znacząco zmniejsza to ryzyka, bo suma środków dla Polski może okazać się wyższa niż w perspektywie 2014-20.

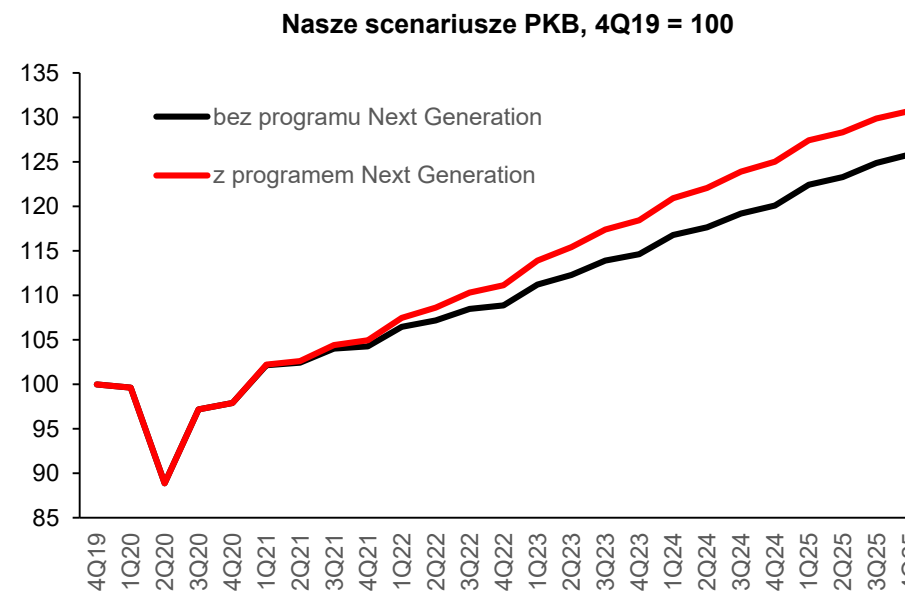
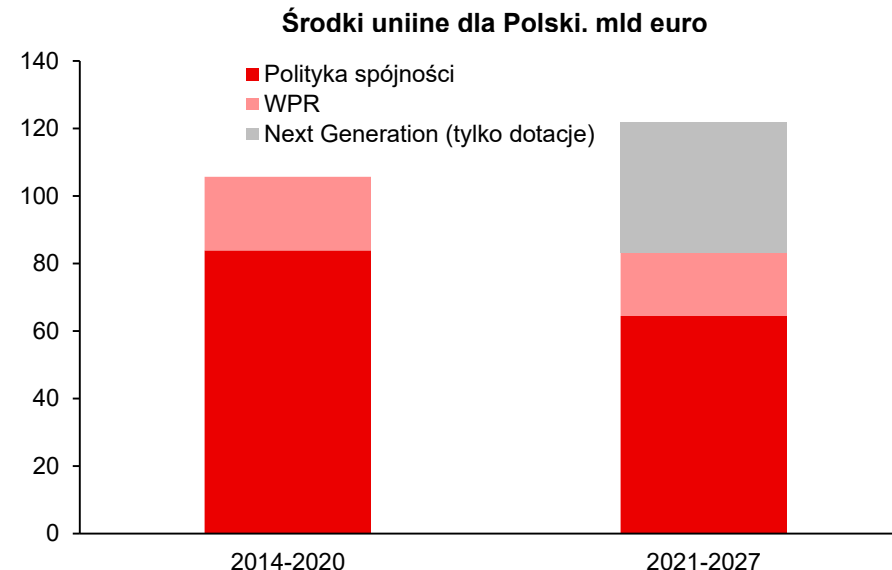
Zakładamy, że program „Next Generation EU” będzie działał na podobnych zasadach co dotychczasowe perspektywy finansowe, tj. pierwszym krokiem w całym procesie jest złożenie wniosku o dofinansowanie, potem dochodzi do podpisania umowy (dla ok. 60% wartości wniosków) i w kolejnym kroku dopiero zaczyna się wydatkowanie.

Historia pokazuje, że unijne perspektywy finansowe rozkręcają się wolno: w perspektywie 2014-2020 szczyt wartości podpisanych umów na dofinansowanie przypadł dopiero na jej czwarty rok, a w pierwszych dwóch latach podpisano umowy opiewające na mniej niż 5% dostępnych środków.

Od umowy do wydatkowania jeszcze długa droga, przynajmniej jeśli mowa o dużych inwestycjach w infrastrukturę. Ponadto można się spodziewać, że nowe środki wyprą część inwestycji publicznych i prywatnych (z wypowiedzi premiera Morawieckiego wynika, że z funduszy unijnych może zostać sfinansowany antykrzysowy pakiet inwestycyjny o wartości 30 mld zł).

Zakładamy, że w tym przypadku podpisywanie umów pójdzie sprawniej ze względu na większą mobilizację w dobie kryzysu i krótszy horyzont dostępności środków.

Szacujemy, że polski PKB będzie w 2025 r. o ok. 4% wyższy niż w scenariuszu bez programu Next Generation EU. W 2021 r. program doda do krajowej stopy wzrostu 0,3 punktu procentowego, w 2022 r. – 1,2 pp a w 2023 r. – 1,4 pp (w tym roku szczyt pozytywnego wpływu na stopę wzrostu).





Polityka pieniężna: ujemne stopy ostatecznością?

Rada Polityki Pieniężnej zdołała nas kilka razy zaskoczyć w ostatnich miesiącach. Najpierw obniżając stopy procentowe praktycznie do zera w maju, a ostatnio dodając do komunikatu po posiedzeniu w czerwcu spostrzeżenie, że „tempo ożywienia gospodarczego może być ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP”.

Tego typu sygnały w komunikacji banku centralnego raczej nie pojawiają się przypadkiem. Odczytujemy to jako słowną interwencję i zapowiedź możliwej większej aktywności NBP w kierunku osłabiania krajowej waluty. Listę możliwych opcji, z których RPP może skorzystać, dyskutujemy na kolejnej stronie.

Naszym zdaniem Rada wyczerpała już pole do działania w zakresie stóp procentowych i sprowadzenie ich poniżej zera uważamy za bardzo mało prawdopodobną / ostateczną opcję, możliwą raczej wyłącznie w sytuacji kolejnej fali obniżek stóp za granicą, gdyby perspektywy światowej gospodarki mocno się pogorszyły (co obecnie nie jest naszym zdaniem scenariuszem bazowym).

Trzeba jednak przyznać, że odczytywanie intencji i zamiarów banku centralnego jest wyjątkowo utrudnione. W obliczu rezygnacji RPP z konferencji prasowych po posiedzeniach pozostaje nam bazować na oficjalnych dokumentach i wywiadach dla mediów. Te ostatnie zdają się dość jednoznaczne – 7 z 10 członków RPP wypowiedziało się w ostatnim miesiącu (mniej lub bardziej stanowczo) przeciw wprowadzeniu ujemnych stóp (patrz obok). A dwóch kolejnych (Hardt, Zubelewicz) tym bardziej nie podejrzewamy o poparcie takiej decyzji. Warto jednak przypomnieć, że przed obniżką stóp w maju wypowiedzi członków Rady (w tym tych najbardziej gołębich) też sugerowały brak potrzeby dalszych cięć. A jednocześnie, wśród uczestników rynku krąży opowieść o wyjątkowo „gołębim” przekazie z niedawnej wideokonferencji NBP z inwestorami, gdzie dalsze redukcje stóp nie były wykluczane.

Komunikacja niewątpliwie nie jest mocną stroną RPP, szczególnie w czasie kryzysu. Może to ograniczyć skuteczność tych strategii polityki pieniężnej, które opierają się na wiarygodności sygnałów banku centralnego i kształtowaniu oczekiwań.

Jerzy Kropiwnicki (Bloomberg, 24/06): W [2021 r.] musimy ostrożnie, stopniowo, łagodnie wrócić ze stopami procentowymi banku centralnego do poziomów z 2019 r., które przez wiele lat dobrze służyły gospodarce.

Eryk Łon (Radio Maryja, 23/06): Mogę ogólnie powiedzieć, że nasz bank centralny wykonał już wiele i skala obniżek stóp wydaje się być odpowiednia do skali wyzwań przed jaką stoi polska gospodarka. (...) Ujemne stopy procentowe obok pozytywnych mogą mieć także swoje negatywne strony. (Reuters, 4/06): Nie widzę argumentów za dalszą potrzebą obniżania stóp procentowych. Wygląda na to, że pozostaną one na obecnym poziomie przez dłuższy czas, również w 2021 r.

Eugeniusz Gatnar (PAP, 9/06): Jeśli chodzi o dokonaną przez RPP redukcję stóp procentowych, to uważam ją za zbyt głęboką. Wystarczyłaby sumaryczna obniżka o 50 pb, przede wszystkim ze względów psychologicznych. (...) [Jestem zdecydowanym przeciwnikiem] ujemnych stóp procentowych. Mogą one osłabić zaufanie do polskiej waluty, spowodować wycofywanie depozytów, i zachęcać do ucieczki do obcych walut. Mogą także doprowadzić do poważnej destabilizacji sektora bankowego.

Jerzy Żyżyński (PAP, 8/06): Zeszliśmy ze stopami procentowymi efektywnie do dolnego ograniczenia, nie ma już przestrzeni na dalsze ich cięcie - ewentualne obniżenie stopy referencyjnej do zera nic by nie dało. Warto zauważyć, że realnie stopy procentowe banku centralnego są ujemne już od dłuższego czasu. Rada nie dyskutowała nad możliwością wprowadzenia w Polsce nominalnie ujemnych stóp procentowych, a osobiście jestem przeciwnikiem takich rozwiązań. Moim zdaniem nie grozi nam tego typu scenariusz.

Cezary Kochalski (PAP, 3/06): Mamy w tej chwili stopy procentowe na bardzo niskim poziomie i jednocześnie bank centralny podejmuje inne niestandardowe działania. Nie widzę w tej chwili przesłanek, by dyskutować o ujemnych stopach procentowych.

Rafał Sura (PAP, 2/06): Na dzień dzisiejszy zastosowane przez NBP instrumenty są wystarczające. Teraz trzeba obserwować jak zareaguje gospodarka. Z tego punktu widzenia, odnosząc się do hipotetycznej możliwości wprowadzenia w Polsce ujemnych nominalnych stóp procentowych, nie zamykałbym się na żadne instrumenty, jednak póki co, nie ma nawet potrzeby prowadzenia na ten temat szerszej dyskusji, nie mówiąc o perspektywach zastosowania takiego rozwiązania. (...) Pewne osłabienie złotego przyczyniłoby się do wzrostu konkurencyjności cenowej polskich produktów, co jest niezmiernie istotne dla utrzymania rynków zbytu przez eksporterów i szybszego ożywienia gospodarczego po zakończeniu pandemii. Jednocześnie obniżyłoby się ryzyko wyraźnego spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Jednakże – pomimo istotnego poluzowania polityki pieniężnej przez NBP – kurs złotego wobec głównych walut pozostał w ostatnim okresie relatywnie stabilny. NBP będzie analizował przyczyny takiej sytuacji na rynkach walutowych, a jej wyniki mogą zostać uwzględnione w decyzjach dotyczących ewentualnych dalszych działań banku centralnego.

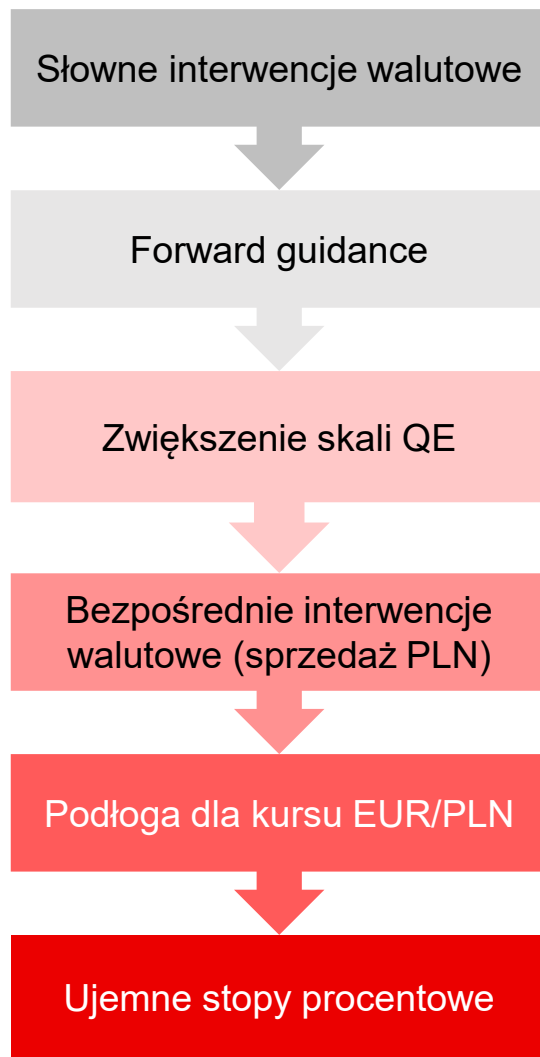
Grażyna Ancyparowicz (PAP, 1/06): Nie chciałabym jeszcze bardziej obniżać stóp, ale jeżeli okaże się, że nie mamy innych instrumentów, to wszystkie opcje są na stole. Nie można hipotetycznie wykluczyć wystąpienia bardzo negatywnego scenariusza, kiedy okaże się, że cięcie stóp poniżej zera to jedyna możliwość, choć prawdopodobieństwo tej sytuacji jest bardzo niskie. Na dzień dzisiejszy nie można z całą pewnością stwierdzić, że nie będzie potrzeby wprowadzenia ujemnych stóp procentowych. Warto natomiast odnotować, że nie poruszałam w posiedzeniach Rady tej kwestii.



Polityka pieniężna: możliwe opcje dla RPP

Ostatnia zmiana w komunikacji RPP sugeruje ograniczoną tolerancję banku centralnego dla aprecjacji złotego. Co jednak jeśli krajowa waluta nie zacznie się osłabiać?

Po prawej przedstawiamy listę możliwych naszym zdaniem działań NBP, uporządkowaną wg tego jak oceniamy prawdopodobieństwo osiągnięcia po dane rozwiązanie. Wskazujemy też pokrótce plusy i minusy poszczególnych opcji.



- ⊕ Nie generuje kosztów

⊖ Potencjalnie mało skuteczne, jeśli w ostateczności nie idzie za tym faktyczne działanie. Nietrwały (jeśli w ogóle) wpływ na walutę, szczególnie w sytuacji gdy jakość komunikacji banku centralnego budzi wątpliwości
- ⊕ Nie generuje kosztów, zwiększa przewidywalność polityki pieniężnej

⊖ Rynek już teraz wycenia stabilne stopy NBP do końca kadencji obecnej RPP (początek 2022). Wydłużenie tego horyzontu w forward guidance mało wiarygodne. RPP mogłaby wpływać na oczekiwania np. nie wykluczając dalszych obniżek stóp, ale wówczas pytanie o faktyczną gotowość do wprowadzenia ujemnych stóp i sprecyzowania warunków do tego – inaczej sygnał mało wiarygodny.
- ⊕ Mało kontrowersyjne w obecnych uwarunkowaniach globalnych. Jednocześnie możliwa mniejsza sterylizacja QE (mniej emisji bonów NBP). Pomoże obniżyć koszty emisji długu publicznego. W sytuacji dużej skali QE za granicą (m.in. z EBC) być może kluczowe dla kursu walutowego i niezbędne np. dla wprowadzenia „podłogi” kursowej – patrz dalej.

⊖ Łatwo rozpocząć, trudniej skończyć. Im większa skala programu, tym większym wyzwaniem może być wyjście z tej polityki bez silnego zaburzenia dla rynku aktywów.
- ⊕ Niezapowiedziane, punktowe interwencje NBP mogą studzić zapędy inwestorów do gry w stronę aprecjacji złotego. Potencjalnie nieograniczona amunicja,

⊖ Zatrzymanie/odwrócenie silnego trendu może wymagać dużej skali operacji. Pojawienie się NBP na rynku może skłonić inwestorów do testowania prognozy o cierpliwości banku centralnego.
- ⊕ Alternatywa dla ujemnych stóp stosowana przez jakiś czas z powodzeniem przez SNB i CNB. Potencjalnie nieograniczona amunicja

⊖ Wymaga nadążania ze skalą QE za EBC. Może wymagać dużej akumulacji rezerw walutowych. Powrót do w pełni płynnego kursu może być trudny (ryzyko krótkoterminowej turbulencji na rynku).
- ⊕ Obniżenie kosztów wychodzenia z kryzysu dla rządu i NBP

⊖ Ryzyko dla stabilności sektora bankowego. Ryzyko baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów. Spadkowi krótkoterminowych stóp nie musi towarzyszyć spadek długiego końca krzywej. Ryzyko spadku dostępności kredytu, co może utrudnić wychodzenie gospodarki z zapaści. Trudne do wytłumaczenia społeczeństwu, zaburzenie „narracji sukcesu” (Polska radzi sobie znacznie lepiej niż inni)



Zalew nowego pieniądza

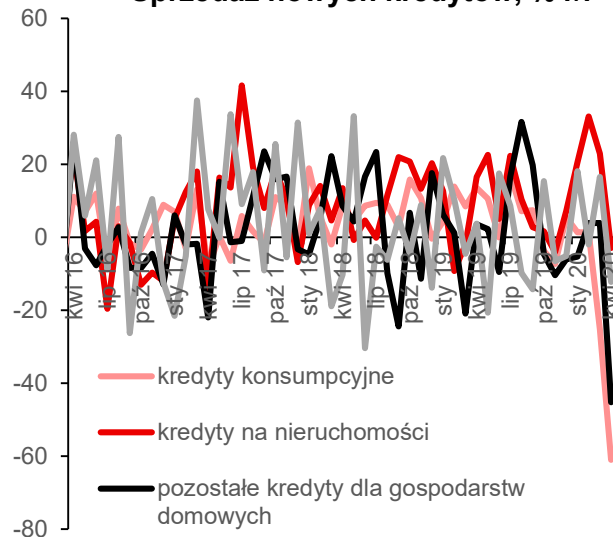
Epidemia koronawirusa znacząco obniżyła popyt na kredyt w gospodarce i jednocześnie skłoniła banki do zacieśnienia polityki kredytowej, co przełożyło się na spadki w sprzedaży nowych kredytów (wykres na górze po lewej).

Z drugiej strony korzystnie na wolumen kredytów systemie wpływa zawieszenie spłat w związku z epidemią. Szacujemy, że zawieszeniu mogło ulec 10-15% kredytów dla gospodarstw domowych oraz ok. 20-25% kredytów dla firm, w tym ponad 30% kredytów dla sektora MŚP.

Kreacja pieniądza w sektorze bankowym poprzez kanał kredytowy dla gospodarstw domowych i firm uległa wyraźnemu osłabieniu, więc rolę stymulowania kreacji pieniądza przejął rząd wraz z NBP. Rząd wyraźnie poluzował politykę fiskalną i żeby sfinansować tę ekspansję emituje pokaźne ilości obligacji, w tym większość poprzez PFR i BGK. Nowy pieniądz pojawia się w momencie, gdy obligacje te są kupowane przez sektor bankowy (choć w przypadku obligacji skarbowych i BGK dzieje się tak dopiero gdy kwota, za którą banki kupiły obligacje, wyjdzie z rachunku rządowego na rachunek firmy lub osób prywatnych). Wówczas NBP odkupuje rzeczony obligacje od banków, dostarczając im w ten sposób płynnych środków, które banki mogą spożytkować na dalszy zakup rządowych obligacji i na dalszą kreację pieniądza.

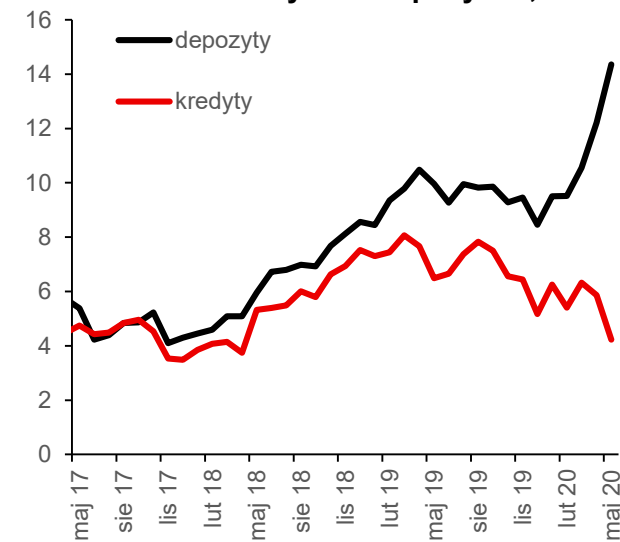
Ze względu na skalę programu rządowego wzrost podaży pieniądza zaczął przyspieszać mimo słabszego wzrostu akcji kredytowej (wykres na dole), pojawił się wyraźny rozjazd między wzrostem depozytów a kredytów (wykres na górze po prawej).

Sprzedaż nowych kredytów, % r/r



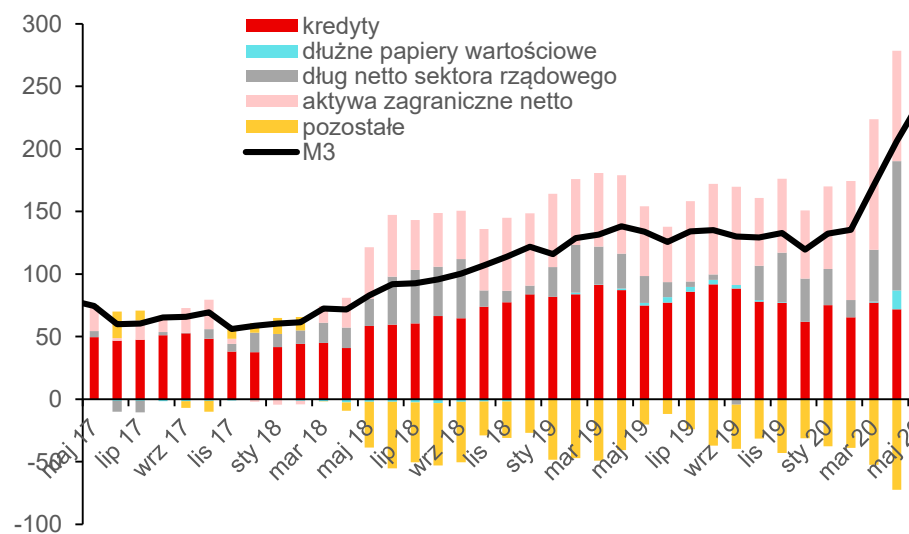
Źródło: NBP, Santander

Wzrost kredytów i depozytów, % r/r



Źródło: NBP, Santander

Podaż pieniądza M3 i czynniki jego kreacji, zmiana r/r, mld zł



Źródło: NBP, Santander



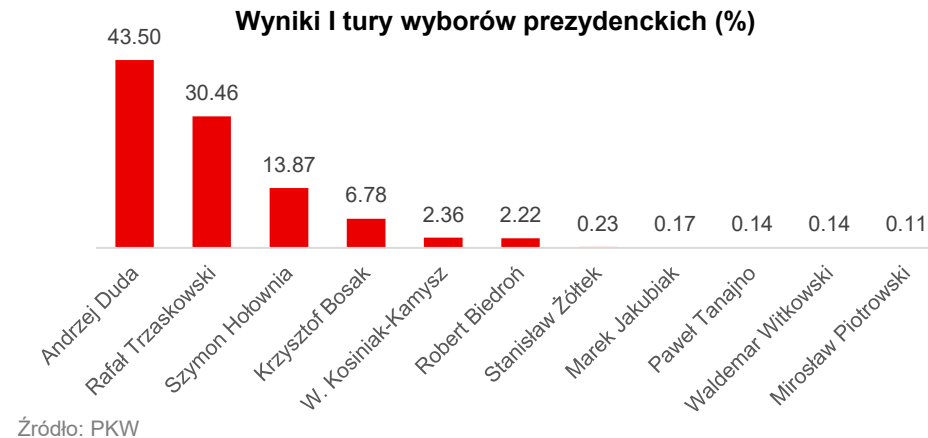
Polityka: wybory prezydenckie na ostatniej prostej

W pierwszej turze wyborów prezydenckich obecny prezydent Andrzej Duda zdobył 43,5% głosów, a Rafał Trzaskowski 30,5% (przy wysokiej frekwencji 64,5%) i obaj zmierzają się w drugiej rundzie 12 lipca.

Spora przewaga Dudy nad Trzaskowskim (13 pkt. proc.) wydaje się dawać mu sporą szansę na wygraną w drugiej rundzie, chociaż z drugiej strony sondaże (szczegóły w tabeli) sugerują, że szanse obu kandydatów w II turze mogą być wyrównane. Wyniki z pewnością nie są przesądzone i walka o głosy będzie się toczyła do ostatniej chwili. Trudno w tej chwili przewidzieć, czy dwutygodniowa ostatnia prosta w kampanii wyborczej przyniesie istotne zwroty akcji, w tym np. obietnice niosące ze sobą istotne skutki fiskalne. Doświadczenia ostatnich tygodni sugerują, że partia rządząca zdaje sobie sprawę, że możliwości dalszego znacznego zwiększania wydatków są coraz bardziej ograniczone.

Reelekcja Andrzeja Dudy będzie potwierdzeniem status quo i powinna być naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

Co mogłaby zmienić wygrana Rafała Trzaskowskiego? Kompetencje Prezydenta RP nie są duże, a kluczowe z nich – z rynkowego punktu widzenia – sprowadzają się do obsady kilku stanowisk oraz możliwości wetowania ustaw (szczegóły na kolejnej stronie). Z jednej strony, inwestorzy pozytywnie mogą odebrać mniejsze ryzyko dalszych kontrowersyjnych zmian w zakresie praworządności, czy ekspansji fiskalnej, które nowy prezydent mógłby wetować. Z drugiej strony, taka zmiana konfiguracji niesie ze sobą mniejszą przewidywalność polityczną w krótkim okresie (mniejsza sprawność rządu obecnej ekipy w obliczu grożącego weta, ewentualnie ryzyko przyspieszonych wyborów i być może kolejnej populistycznej kampanii wyborczej), co mogłoby przejściowo obniżyć apetyt inwestorów zagranicznych na polskie aktywa.



Sondaże poparcia w II turze wyborów prezydenckich (%)

	PUBL.	TERMIN	RAFAŁ TRZASKOWSKI	ANDRZEJ DUDA	NIEZDECYDOWANI	NIE ZAGŁOSUJĄ
IBRIS	29.06	28.06	48.1	45.6	6.1	-
Kantar/CATI+CAWI	28.06	28.06	44.7	45.4	9.9	-
IBSP	28.06	25-26.06	51.5	48.5	-	-
Indicator	26.06	23-26.06	49.1	50.9	-	-
Estymator	26.06	24-25.06	49.4	50.6	-	-
Pollster	25.06	24-25.06	46.48	44.83	8.69	-
Kantar/CATI	25.06	24-25.06	45	47	8	-
IBRIS	26.06	24.06	47.5	48.7	3.8	-
IPSOS	24.06	22-23.06	47	43		9
Social Changes	24.06	19-23.06	44	46	6	4
Pollster	22.06	-	49	51	-	-
IBRIS	21.06	20.06	45.5	45.6	5.4	3.5
IBRIS	23.06	19-20.06	46.0	45.2	8.8	-
United Survey	22.06	19.06	46.9	45.8	4.4	3.0
Estymator	20.06	18-19.06	49.1	50.9	-	-

Źródło: ewybory.eu



Polityka: co może Prezydent RP?

Kluczowe kompetencje Prezydenta RP (nominacje, obsada stanowisk):

- Desygnuje i powołuje Premiera w zasadniczej procedurze powoływania Rządu
- Przyjmuje dymisję Rady Ministrów i powierza jej dalsze sprawowanie funkcji do czasu powołania nowej Rady Ministrów: obligatoryjnie: jeśli wobec Rządu uchwalono wotum nieufności lub nie uchwalono wotum zaufania, fakultatywnie: jeśli jedyną przyczyną wręczenia Prezydentowi dymisji Rządu jest rezygnacja Premiera,
- na wniosek Premiera w czasie stanu wojny powołuje i odwołuje Naczelnego Dowódcę Sił Zbrojnych,
- na wniosek Ministra Obrony Narodowej powołuje i odwołuje Szefa Sztabu Generalnego Wojska Polskiego,
- na wniosek Ministra Obrony Narodowej powołuje i odwołuje dowódców rodzajów sił zbrojnych,
- powołuje i odwołuje członków Rady Bezpieczeństwa Narodowego,
- mianuje i odwołuje ambasadorów RP w innych państwach (wymagana kontrasygnata)
- przyjmuje listy uwierzytelniające i odwołujące akredytowanych przy nim przedstawicieli państw obcych,
- **wnioskuje do Sejmu o powołanie Prezesa Narodowego Banku Polskiego,**
- **powołuje 3 członków Rady Polityki Pieniężnej,**
- powołuje 2 członków Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji,
- powołuje 2 członków Rady Mediów Narodowych spośród kandydatów zgłoszonych przez kluby parlamentarne lub poselskie tworzone przez ugrupowania, których przedstawiciele nie wchodzi w skład Rady Ministrów (wymagana kontrasygnata)
- powołuje i odwołuje członków Rady Dialogu Społecznego
- na wniosek Krajowej Rady Sądownictwa mianuje sędziów
- wskazuje 1 członka Krajowej Rady Sądownictwa (wymaga kontrasygnaty)
- **powołuje 1 Prezesa Sądu Najwyższego** spośród kandydatów przedstawionych przez Zgromadzenie Ogólne Sędziów Sądu Najwyższego
- powołuje prezesów Sądu Najwyższego,
- powołuje Prezesa Naczelnego Sądu Administracyjnego spośród kandydatów przedstawionych przez Zgromadzenie Ogólne Sędziów Naczelnego Sądu Administracyjnego,
- powołuje wiceprezesów Naczelnego Sądu Administracyjnego,
- **powołuje Prezesa i Wiceprezesa Trybunału Konstytucyjnego** spośród kandydatów przedstawionych przez Zgromadzenie Ogólne Sędziów Trybunału Konstytucyjnego,
- nadaje stopnie profesorskie pracownikom nauki i sztuki oraz nauczycielom akademickim,

Kluczowe kompetencje Prezydenta RP (pozostałe):

- **Ma prawo weta ustawodawczego** -- przekazania Sejmowi ustawy do ponownego rozpatrzenia. Sejm może to weto odrzucić większością kwalifikowaną 3/5 głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów.
- Przed podpisaniem ustawy ma prawo zwrócić się do Trybunału Konstytucyjnego o zbadanie konstytucyjności ustawy.
- Może skrócić kadencję parlamentu jeśli w ciągu 4 miesięcy od dnia przedłożenia Sejmowi projektu ustawy budżetowej przez Radę Ministrów nie zostanie ona przekazana Prezydentowi do podpisu
- Skraca kadencję parlamentu jeżeli zasadnicza i obie rezerwowe procedury powoływania Rady Ministrów zakończą się fiaskiem.
- jest najwyższym zwierzchnikiem sił zbrojnych – w czasie pokoju sprawuje zwierzchnictwo nad siłami zbrojnymi za pośrednictwem Ministra Obrony Narodowej,
- Ratyfikuje i wypowiada umowy międzynarodowe (wymagana kontrasygnata); niektóre umowy międzynarodowe mogą zostać ratyfikowane i wypowiedziane tylko na podstawie upoważnienia ustawowego.
- ma prawo zlecać Najwyższej Izbie Kontroli przeprowadzenie kontroli,
- wnioskuje do Trybunału Konstytucyjnego o: zbadanie konstytucyjności aktu normatywnego, rozstrzygnięcie sporu kompetencyjnego,
- ma prawo złożyć wstępny wniosek o pociągnięcie do odpowiedzialności konstytucyjnej członka Rządu,
- ma prawo złożyć wstępny wniosek o pociągnięcie do odpowiedzialności konstytucyjnej osób zajmujących następujące stanowiska (wymaga kontrasygnaty): Prezes Najwyższej Izby Kontroli, Prezes Narodowego Banku Polskiego, Naczelnego Dowódcę Sił Zbrojnych, ministra resortowego, członka Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji,
- nadaje ordery i odznaczenia,
- dysponuje prawem łaski,
- nadaje według uznania obywatelstwo polskie.

Źródło: Santander, na podst. odpowiednich aktów prawnych

Rynki finansowe

2



W reakcji na pandemię stopy ścięto blisko zera...

W obliczu kryzysu związanego z pandemią Covid-19, banki centralne na świecie zaczęły intensywnie obniżać stopy procentowe.

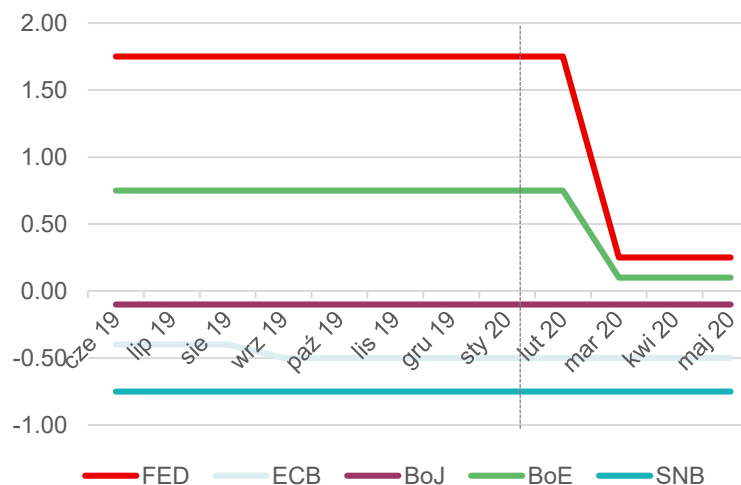
W krajach rozwiniętych stopy obniżały wszystkie kraje, z wyjątkiem tych, których banki centralne już osiągnęły poziom zera lub poniżej (SNB, EBC) lub je niedawno celowo do tego poziomu podniosły (Riksbank).

W obliczu stóp procentowych w okolicy zera bankom centralnym krajów rozwiniętych pozostały głównie niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej.

W krajach rozwijających się o wysokich stopach procentowych proces dezinflacji następował już od jakiegoś czasu i banki centralne znajdowały się w cyklu obniżek stóp. Tym samym pandemia tylko przyspieszyła dalsze obniżki, które trwają do dziś. Warto podkreślić, że cięcia stóp następują pomimo znacznego osłabienia lokalnych walut rzędu 15-20%.

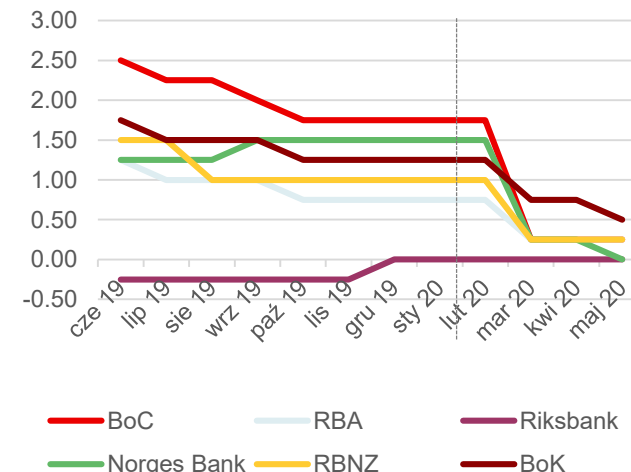
W krajach rozwijających się o niższych stopach procentowych, pandemia uruchomiła cykl cięć stóp, a w jednym przypadku (Czechy) je odwróciła. W rezultacie w części krajów (np. regionie CEE) stopy procentowe również zbliżyły się do zera i - podobnie jak w krajach rozwiniętych - wskazują że do dalszej stymulacji gospodarek konieczne są niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej.

Stopy procentowe – DM G5



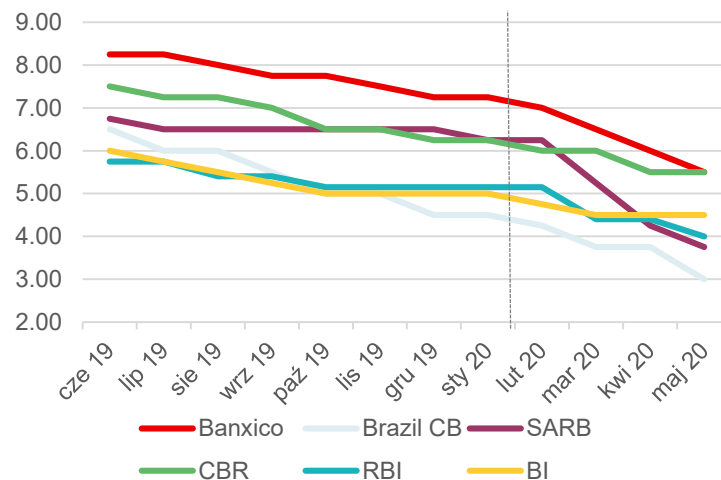
Źródło: Bloomberg, Santander

Stopy procentowe – DM bez G5



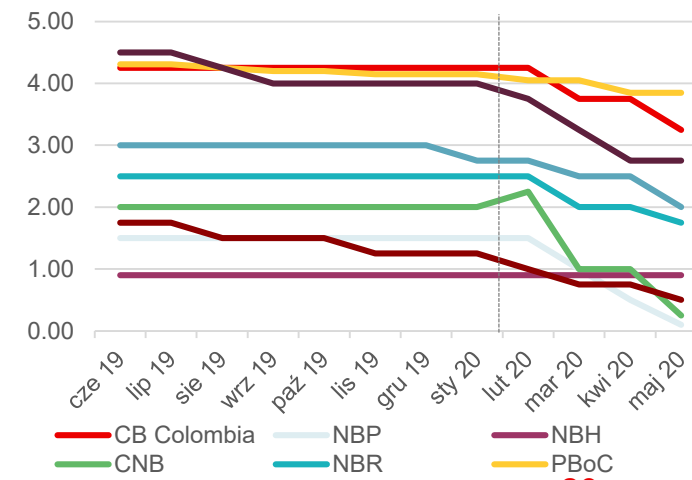
Źródło: Bloomberg, Santander

Stopy procentowe – EM High Yield



Źródło: Bloomberg, Santander

Stopy procentowe – EM Low Yield



Źródło: Bloomberg, Santander



...co wymusiło zwiększenie lub uruchomienie QE...

W obliczu stóp procentowych w okolicy zera, banki centralne uruchomiły lub przyspieszyły programy skupów aktywów.

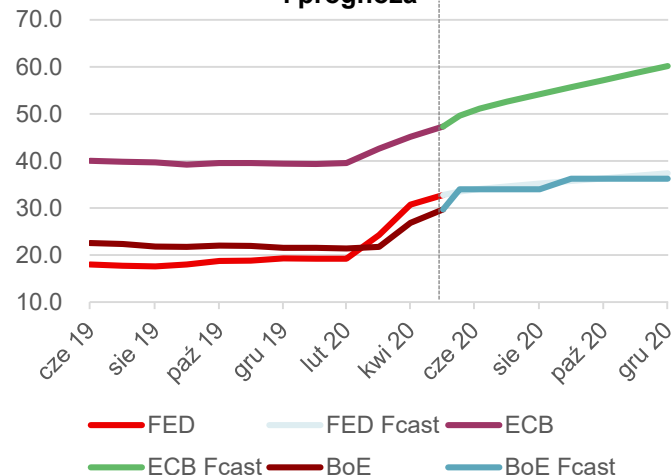
Zakładając, że banki centralne trzymają deklarowane tempo zakupów można oczekiwać, że bilanse zbliżą się do poziomów ok 40% PKB dla USA oraz Wielkiej Brytanii, 60% dla EBC (wykres u góry, po lewej).

W krajach rozwiniętych prym wiodą USA, gdzie licząc od początku roku Fed zwiększył bilans o ponad 14pp PKB, oraz (tradycyjnie) Japonia gdzie BoJ wprowadził szybkie tempo skupu pomimo wysokiego poziomu początkowego. W strefie euro oraz Wielkiej Brytanii zarówno EBC jak i BoE zwiększyły bilanse od początku roku o ok 7pp PKB (wykres u góry, po prawej).

W Polsce, NBP skupił już (na 17 czerwca) 95 mld zł co stanowi 4,3% PKB. Ze względu na fakt, iż NBP nie stosował tej polityki, przyrost bilansu banku od początku roku również wynosi 4,3pp (wykres na dole, po lewej). O strukturze bilansu NBP piszemy na następnych slajdach.

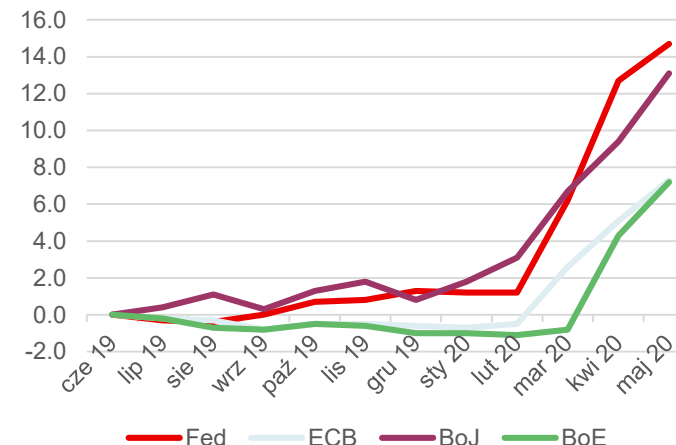
W sytuacji gdy stopy procentowe zbiegły do zera i ich różnice przestają być znaczące oraz zmienne, być może to relatywna różnica przyrostów bilansów banków centralnych będzie stanowić istotny czynnik tłumaczący zachowanie cen lokalnych aktywów jak obligacje czy kurs walutowy. W Polsce ok 3.5pp w tyle za EBC (Wykres na dole po lewej).

Bilanse banków centralnych jako % PKB historia i prognoza



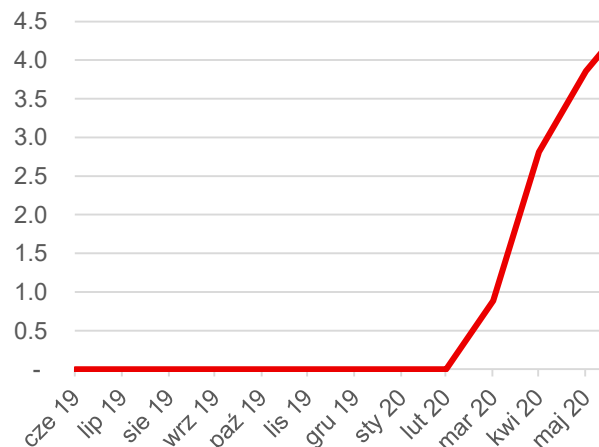
Źródło: Bloomberg, Santander

Bilanse banków centralnych, przyrost w p.p.



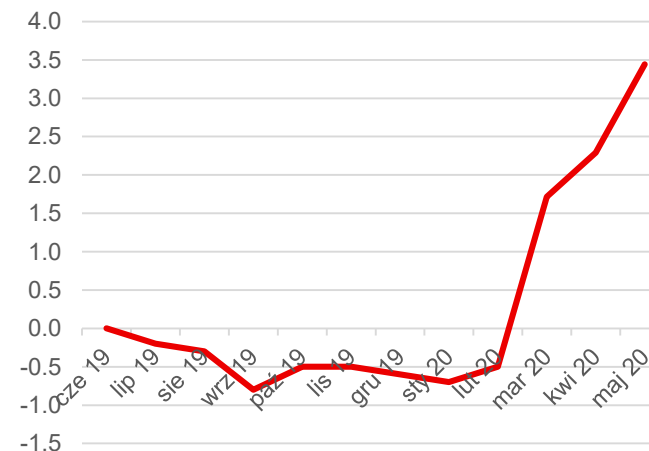
Źródło: Bloomberg, Santander

NBP Przyrost bilansu jako % PKB



Źródło: Bloomberg, Santander

Bilans EBC (% PKB) – Bilans NBP (% PKB), w p.p.



Źródło: Eurostat, Santander



...co pomogło aktywom szybko odrobić straty - „V”

Krótko po mocnym załamaniu, rynek uspokoił się i zaczął wyceniać scenariusz V-kształtnego ożywienia gospodarczego.

W efekcie, wiele indeksów giełdowych wróciło do lub jest tylko nieznacznie poniżej poziomów przed-wirusowych.

Indeks S&P500



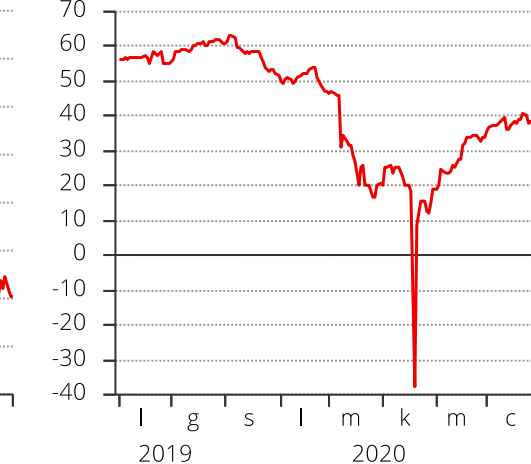
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

VIX



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

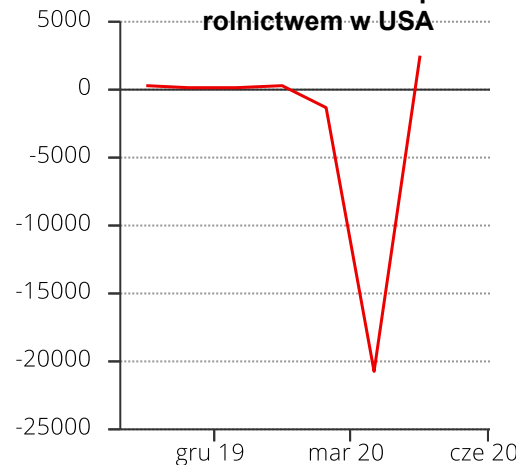
WTI



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

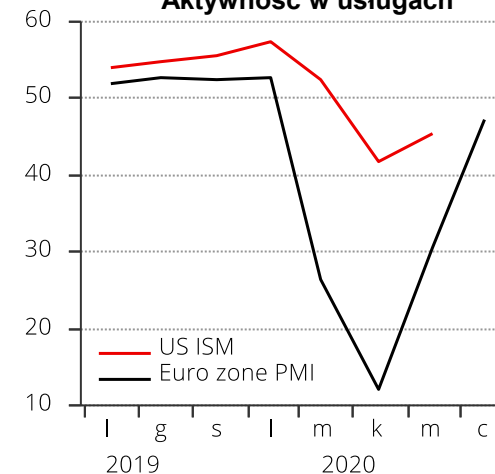
Dla wielu obserwatorów, tak szybkie odreagowanie ryzykownych aktywów było nieuzasadnione. Może ono jednak dziwić mniej jeśli weźmie się pod uwagę mocne poluzowanie polityki pieniężnej przez największe banki centralne oraz V-kształtne odbicie niektórych indeksów nastroju.

Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Aktywność w usługach



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



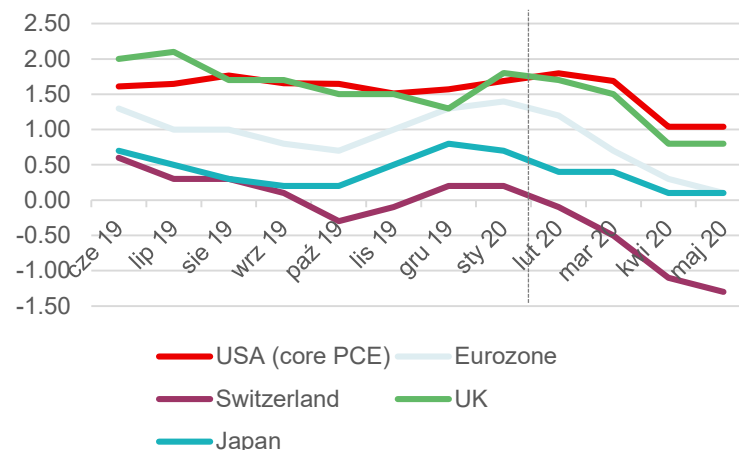
Na świecie pandemia jest mocno dezinflacyjna...

Dla krajów rozwiniętych pandemia Covid-19 okazała się mocno dezinflacyjna (wykresy w górnej części).

Obniżająca się inflacja, raptowne cięcia stóp procentowych (zilustrowane na poprzednich slajdach), uruchomienie programów skupów aktywów sprzyjały instrumentom *fixed income*. Nic dziwnego, że 10L rentowności obligacji uległy znacznemu obniżeniu (wykresy w dolnej części).

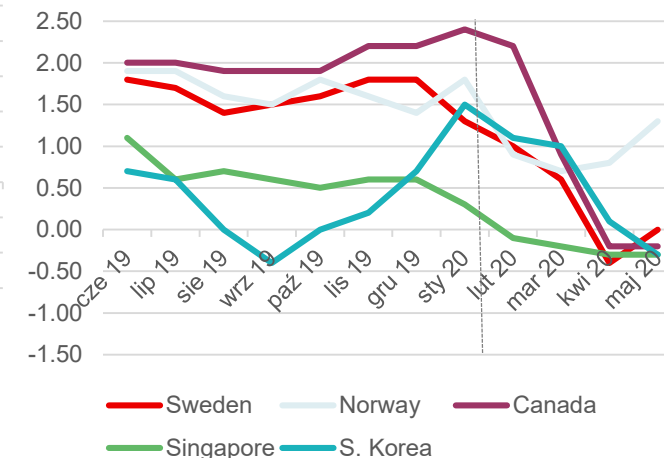
Na koniec roku 2020 prognozujemy rentowności obligacji 10L UST na poziomie 1,0% (względem obecnych ok 0,7%), a 10L niemieckiego Bunda na poziomie -0,25% (względem obecnych ok. -0,45%).

Kraje G5 – CPI r/r



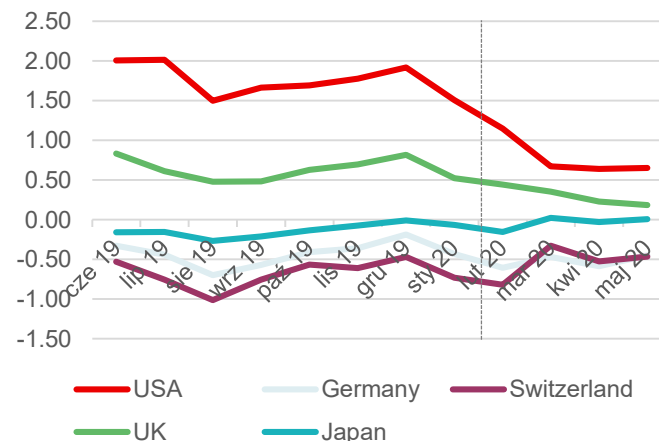
Źródło: Bloomberg, Santander

Kraje DM oprócz G5 – CPI r/r



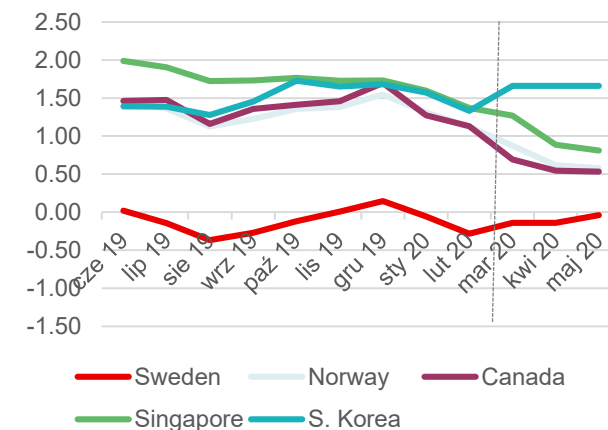
Źródło: Bloomberg, Santander

Kraje G5 – rentowności 10L



Źródło: Bloomberg, Santander

Kraje DM oprócz G5 – rentowności 10L



Źródło: Bloomberg, Santander



... rentowności obligacji mocno spadły w EM...

Podobnie jak dla krajów rozwiniętych, w krajach rozwijających się pandemia okazała się dezinflacyjna, szczególnie widoczne jest to w krajach o i tak już niskich stopach procentowych (wykres u góry po lewej).

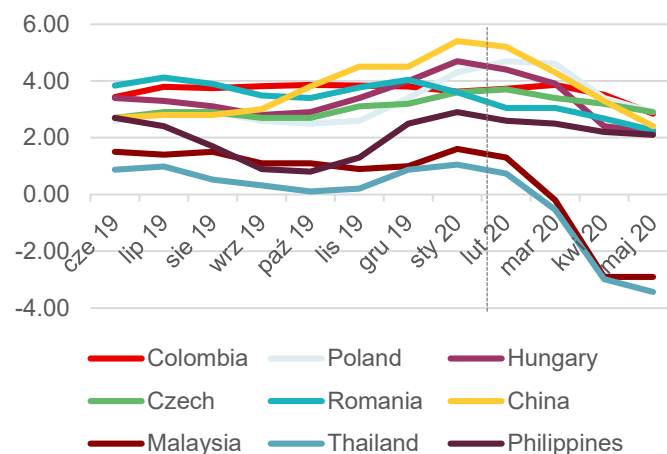
Dodatkowo, niektóre kraje jak np. Polska, Węgry, Rumunia, Chorwacja, Kolumbia (i być może wkrótce Brazylia) wznowiły, uruchomiły lub rozważają uruchomienie programów QE na wzór krajów rozwiniętych.

Warto zwrócić uwagę na zachowanie rentowności obligacji rynków wschodzących w okresie kryzysu:

- W pierwszej, typowej fazie 10L rentowności dynamicznie wzrastały na skutek likwidacji pozycji przez inwestorów. Fазie tej towarzyszyło znaczne osłabienie walut EM, dla krajów uzależnionych od cen surowców nawet do 30%.
- W drugiej fazie, 10L rentowności ponownie obniżyły się i to do poziomów *poniżej* tych pierwotnych. Wszystko na skutek mocnej dezinflacji, i to pomimo dużo słabszych walut (krótkotrwały efekt, który po korekcie walut niżej dodatkowo zbija inflację w dół)

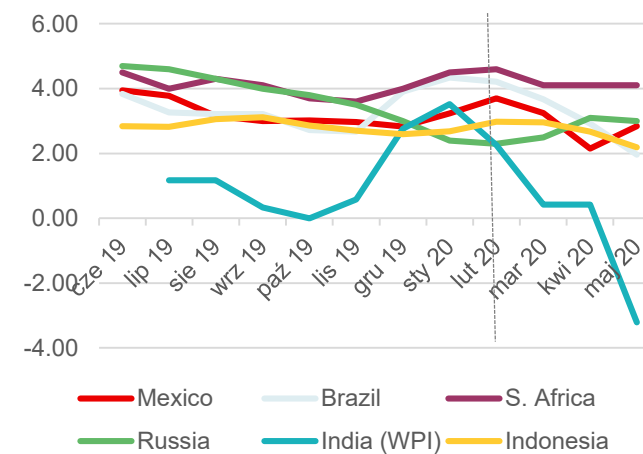
Wszystko to wskazuje na wyjątkowo dezinflacyjny charakter kryzysu i sugeruje że niskie stopy, niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej oraz niskie rentowności mogą pozostać z nami na dłużej.

Kraje EM o niskich stopach % – CPI r/r



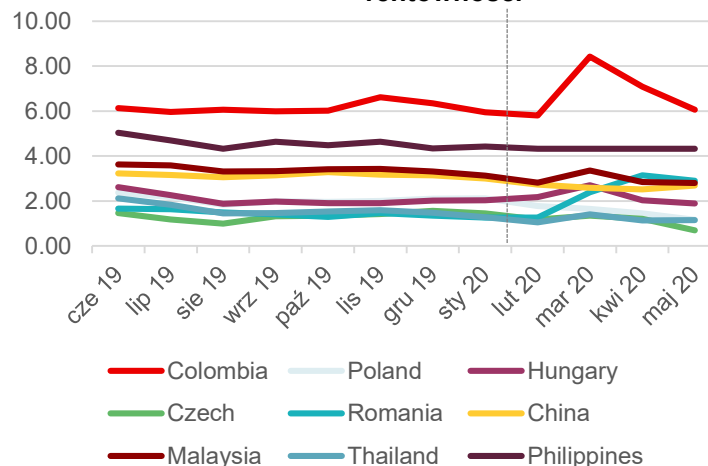
Źródło: Bloomberg, Santander

Kraje EM o wysokich stopach % – CPI r/r



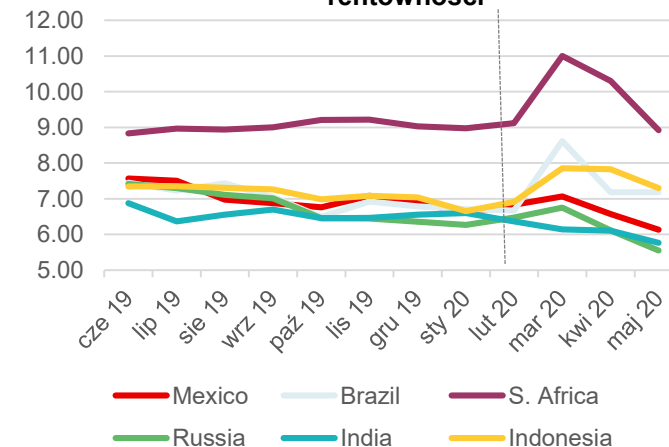
Źródło: Bloomberg, Santander

Kraje EM o niskich stopach % – 10L rentowności



Źródło: Bloomberg, Santander

Kraje EM o wysokich stopach % – 10L rentowności



Źródło: Eurostat, Santander



...w tym w Polsce, a krzywa się wystromiła

Cztery wykresy po prawej stronie przedstawiają zachowanie polskich rentowności w Q2'20 w kontekście poprzednich 4 kwartałów.

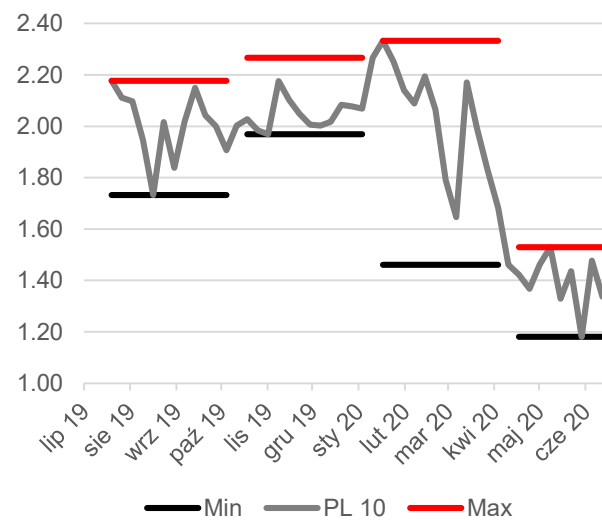
Poziom stóp procentowych uległ znacznemu obniżeniu (#1) m.in. dzięki cięciom stóp przez NBP. Warto zwrócić uwagę, że NBP uciął stopy z 1,50% do 0,10%, w sumie o 140pb. Podczas gdy 10L rentowności obligacji spadły tylko z ok 2,0% do obecnych ok 1,40%, mniej niż proporcjonalnie względem cięcia stóp.

Asset swapy (#2) w klasycznym odruchu pierwotnie się rozszerzyły po czym w II kw. ponownie zaczęły zawężać. Jednak nie powróciły jeszcze do poziomów sprzed pandemii.

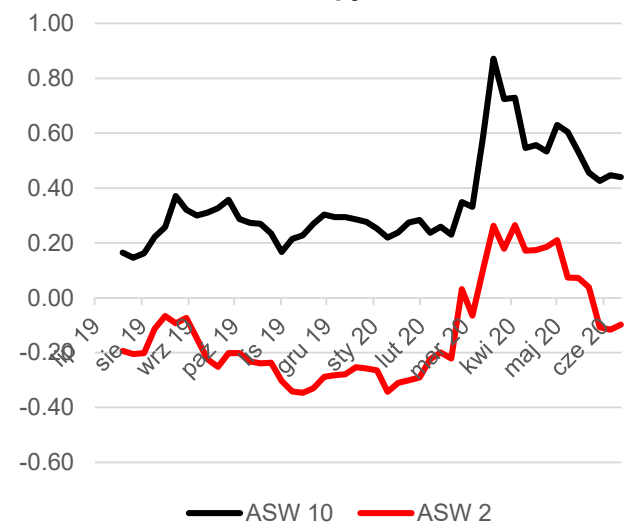
Spready rentowności polskich obligacji do obligacji niemieckich (#3) w naturalny sposób (cięcia stóp przez NBP, przy stabilnych stopach EBC) zawężyły się. Spready 10L w mniejszym stopniu, choć trzeba przyznać ich zawężeniu sprzyjały informacje o planowanym uruchomieniu przez KE funduszu o wielkości 750 mld eur, zwiększenie programu pandemicznego EBC do 1350 mld eur i tym samym czasowe zażegnanie ryzyka szerszych spreadów peryferyjnych, które groziło na skutek orzeczenia niemieckiego sądu konstytucyjnego.

W konsekwencji szybkich cięć stóp, krzywe dochodowości uległy wystromieniu (#4) jak np. w USA i PL. W Niemczech nachylenie krzywej pozostało bez większych zmian.

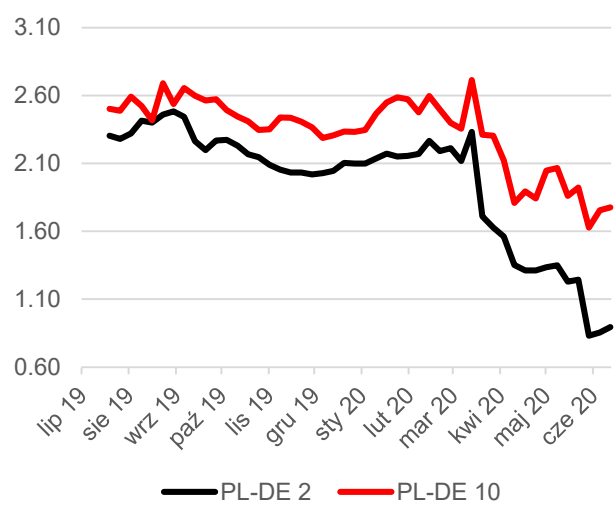
#1. Kwartalne zakresy 10L rentownosci



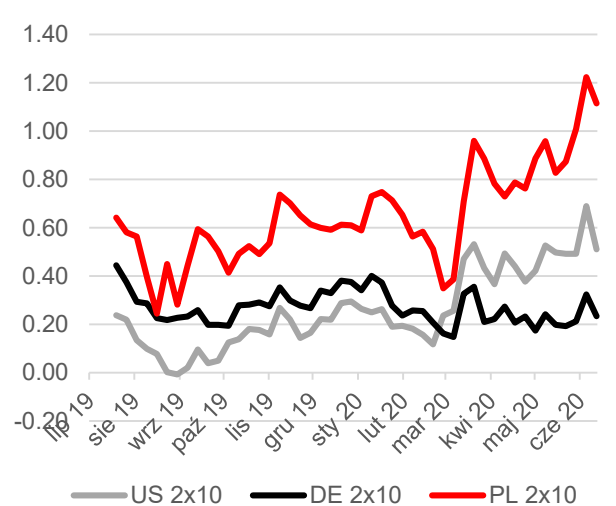
#2. Asset swapy: 2L i 10L



#3. Spread do Niemiec: 2L i 10L



#4. Nachylenie 2x10: US, Niemcy, Polska



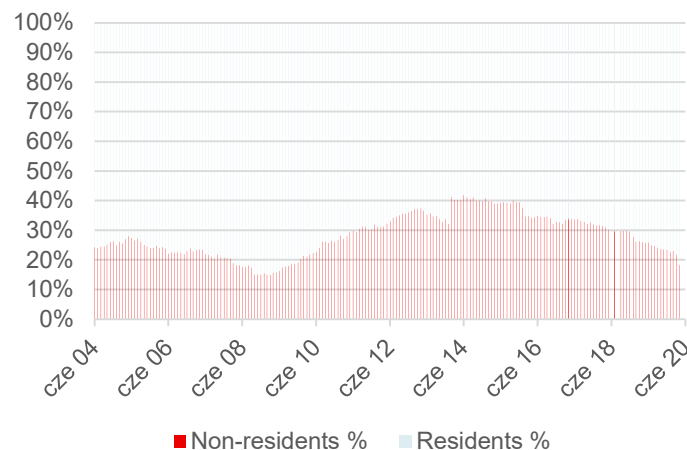


Zmniejsza się udział zagranicy w rynku długu

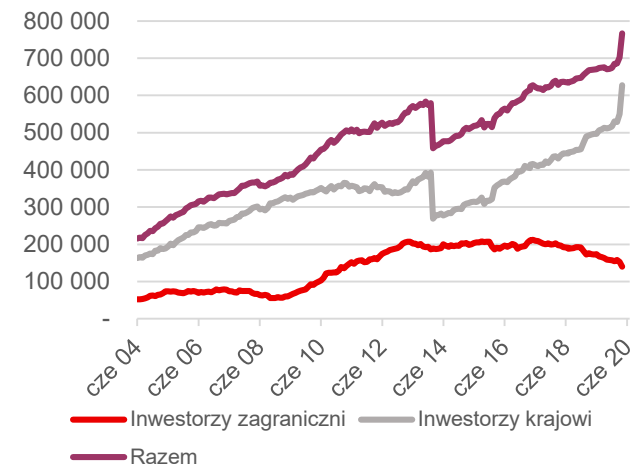
Jeśli chodzi o II kw. to dysponujemy danymi jedynie do 30 kwietnia włącznie. Wg Ministerstwa Finansów:

- Udział inwestorów zagranicznych spadł do 18,2% - jest to najniższy poziom od września 2009 r. (wykres u góry, po lewej).
- Wzrost ilości obligacji w obiegu wystąpił na skutek przyrostu zakupów krajowych (wykres u góry, po prawej).
- Spojrzenie po typach inwestorów (wykres na dole, po lewej) wskazuje, że za znakomitą większość przyrostu odpowiedzialne są banki komercyjne, podczas gdy podmioty innego typu, w szczególności fundusze inwestycyjne, oraz zakłady ubezpieczeniowe, które trzymają odpowiednio 51,3 oraz 64,4 mld zł obligacji, mniej. Ilość obligacji trzymana w bankach wzrosła do 420,8 mld zł.

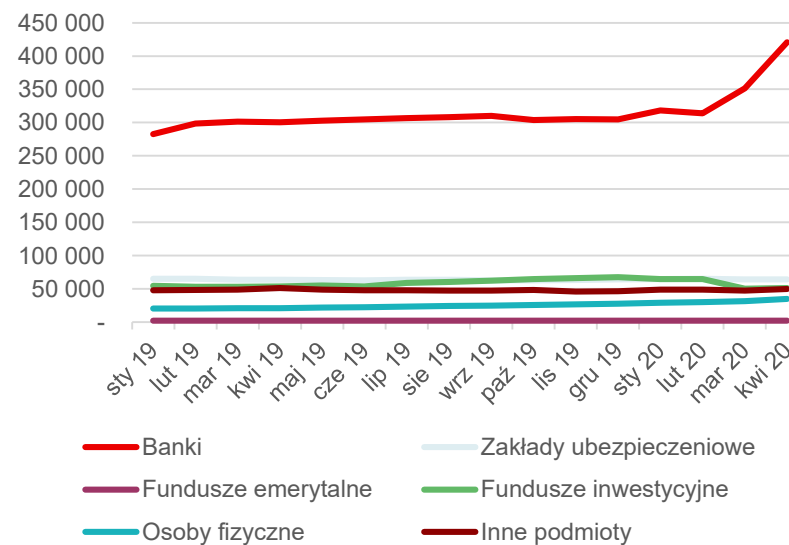
Struktura własnościowa obligacji, % całości



Struktura własnościowa obligacji, mld zł



Struktura własnościowa obligacji - inwestorzy krajowi, mld zł





Prognozy stóp procentowych i rentowności

Wg nas **NBP utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie 0,1%** na pewno do końca 2020 r. a być może do końca 2021 r. Nasze oczekiwania są spójne z obecnymi (na II poł czerwca) wartościami kontraktów FRA. Do końca 2020 roku powolnemu odbiciu gospodarczemu będzie towarzyszyć dezinflacja.

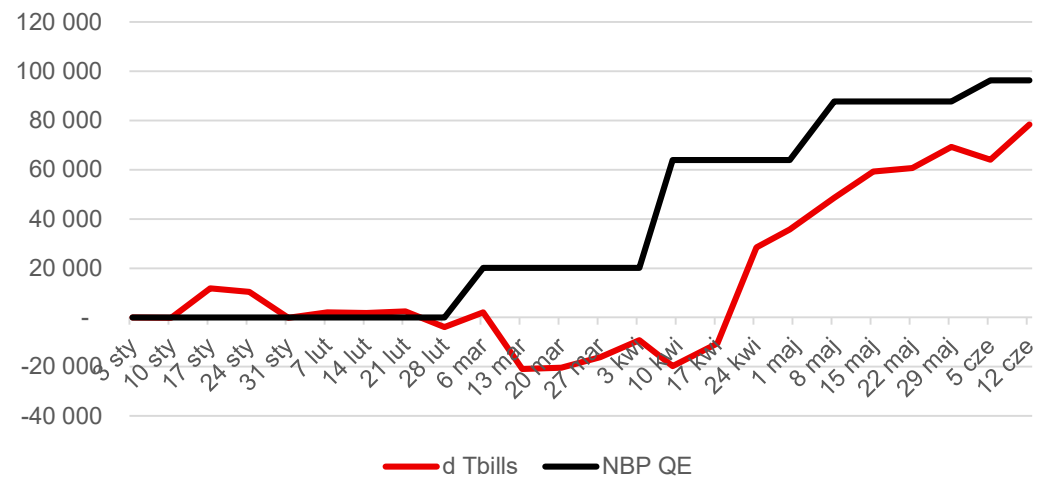
Krótką krzywą pozostanie blisko obecnych poziomów przy czym kontrakty IRS mogą powoli podchodzić w górę (z obecnych np. 2L 0,30%) w miarę normalizacji sytuacji gospodarczej podczas gdy **rentowności obligacji (obecnie 1L po 0,05%, 2L po 0,15%) pozostaną niskie lub mogą zbliżyć się do 0,0% w obliczu znacznej nadpłynności sektora bankowego**. Dotychczasowe zakupy NBP (95 mld zł) trafiły w dużej części do systemu bankowego a stamtąd do bonów pieniężnych NBP, których zasób wzrósł od początku roku o ok 80 mld zł. Tym samym większość QE jest na bieżąco sterylizowana (wykres u góry).

Długa krzywa zależeć będzie od czynników lokalnych i globalnych, na koniec roku oczekujemy rentowności 10L na poziomie 1,20%.

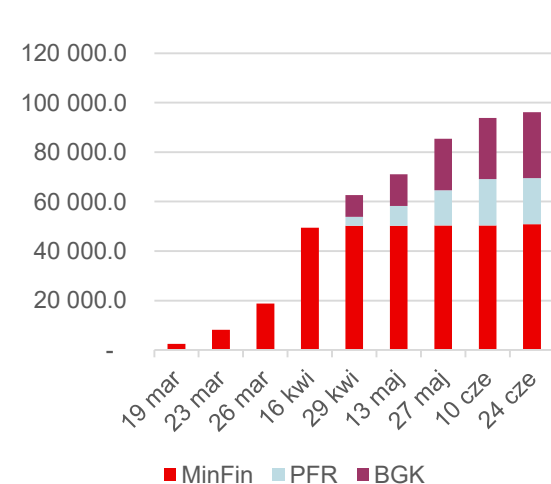
Z lokalnych czynników istotne będzie tempo kontynuacji programu QE. Struktura dotychczasowych zakupów NBP wskazuje, że od maja starano się głównie kupować obligacje PFR i BGK. Lipcowa nowelizacja budżetu może uruchomić większą ilość aukcji sprzedaży MinFin pod koniec kwartału i przestawienie programu QE ponownie na obligacje rządowe. Tym samym zwiększona podaż papierów nie powinna negatywnie wpływać na rentowności. Szacujemy, że NBP może kupić w sumie nawet 200 mld zł obligacji.

Z globalnych czynników istotne jest powodzenie uruchomienia i szczegóły implementacyjne funduszu KE o wielkości 750 mld eur (potencjał wyższych rentowności na rynkach bazowych), a także utrzymywanie spreadów peryferyjnych UE w ryzach przez antypandemiczny program skupu aktywów EBC (obecnie 1350 mld eur) w kontekście orzeczenia niemieckiego sądu konstytucyjnego (ryzyko szerszych spreadów kredytowych).

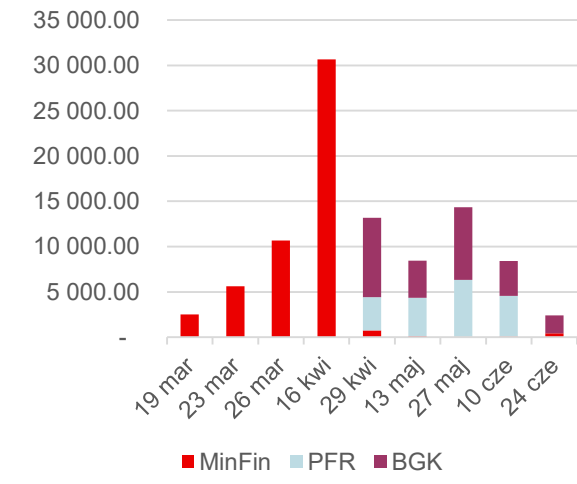
Zakupy NBP w ramach QE vs przyrost średniej wielkości aukcji bonów NBP, mln zł



Skumulowane zakupy NBP na 9 przetargach, Mln zł



Zakupy NBP na 9 przetargach, Mln zł





Waluty rynków EM w tyle za odreagowaniem

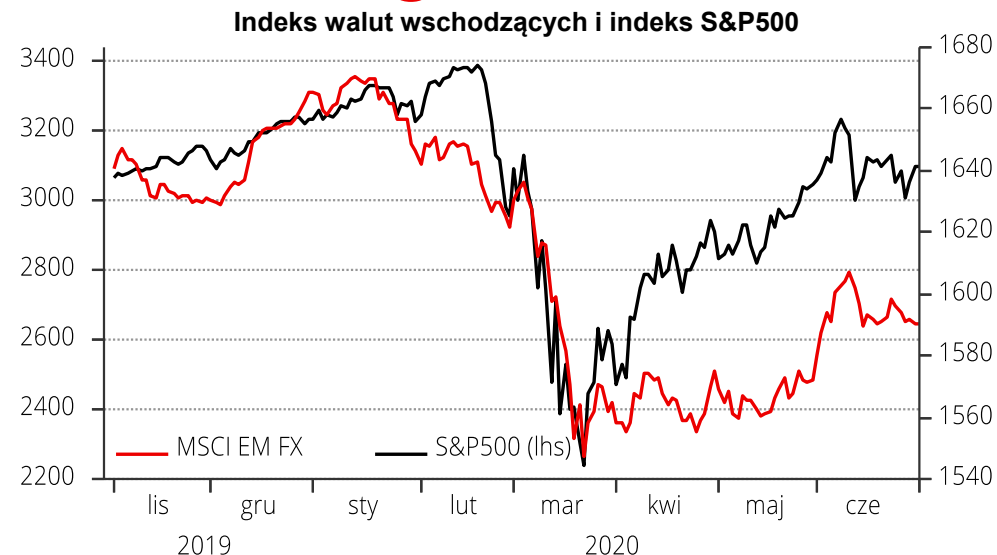
Mimo odrodzenia się globalnego apetytu na ryzyko, waluty z rynków wschodzących zdołały odrobić mniej niż połowę strat poniesionych w trakcie marcowej awersji do ryzyka.

Stało za tym kilka czynników, m.in. dynamiczny rozwój pandemii w wielu krajach rozwijających się (m.in. LatAm, Indie), którego nie zdołano na razie skutecznie przyhamować, znacznie mniejsza odporność ich gospodarek na sposoby walki z koronawirusem (social distancing), czy obawy o jakość zarządzania kryzysowego lokalnych władz.

Największe osłabienie w trakcie marcowej awersji do ryzyka zanotowały waluty państw eksportujących surowce. Po tym jak radziły sobie najstabiliej pod koniec I kw., w kolejnych miesiącach były liderami w odrabianiu strat.

Waluty CEE (które wcześniej zanotowały straty bliskie średniej dla grupy walut z rynków wschodzących) również zanotowały wyraźne umocnienie po okresie stabilizacji.

Notowania złotego nie odbiegały istotnie od innych walut CEE mimo najniższych stóp procentowych w regionie i coraz bardziej wyraźnej niezdolności Polski do zatrzymania rozprzestrzeniania się Covid-19.



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Zmiana kursów walut z rynków rozwijających się od szczytu sprzedaży w II poł. marca



Źródło: Bloomberg

Złoty skazany na osłabienie?

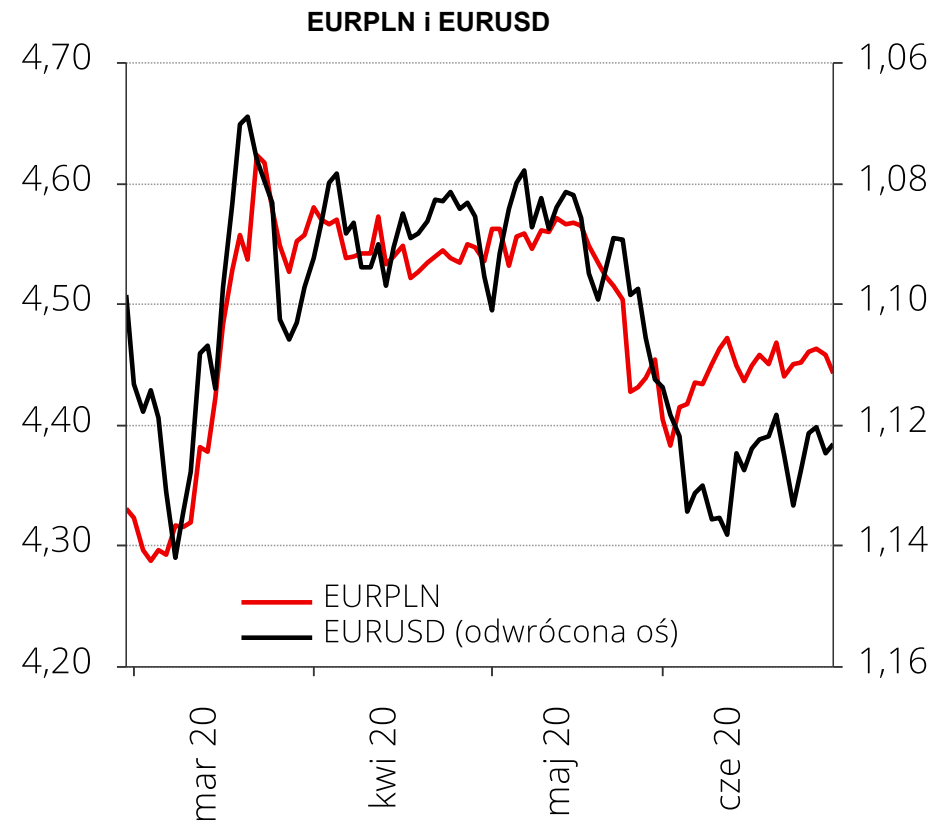
Naszym zdaniem złoty będzie w najbliższych miesiącach bardziej podatny na osłabienie niż umocnienie. Stoi za tym kilka czynników:

Polska ma najniższe stopy procentowe w regionie CEE i najmniej widoczny postęp w wygaszaniu pandemii.

Tempo wzrostów na światowych giełdach zwolniło i niewykluczona jest korekta globalnych nastrojów, a wraz z nią wzrost awersji do ryzyka (choć widać trudno powiedzieć co dokładnie będzie katalizatorem: czy informacje o rozwoju pandemii, czy brak postępu w negocjacjach UE-Wielka Brytania, czy napięte relacje między USA a Chinami i Europą).

EURUSD po silnym odbiciu z przełomu maja i czerwca kilkakrotnie próbował przebić opór na 1,14, ale bez powodzenia i rośnie w naszej ocenie ryzyko umocnienia dolara w krótkim terminie. Zazwyczaj mocniejszy dolar nie jest korzystny dla złotego.

Dodatkowo, ostatnie komunikaty z RPP sugerują, że jej członkowie po zejściu ze stopami procentowymi praktycznie do zera, widzieliby większą rolę kanału kursowego we wsparciu ożywienia gospodarki. Listę działań, którymi może posłużyć się bank centralny – o ile nie wyręczy go w tym zakresie pogorszenie nastrojów globalnych – omawiamy na stronie [24](#). Tak czy inaczej, widzimy spore prawdopodobieństwo wzrostu EURPLN w najbliższych tygodniach w kierunku 4,60.



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Prognozy

3

Prognozy

		2018	2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PKB	mld PLN	2 120.5	2 273.6	2,266.7	2,425.9	552.2	509.1	560.5	644.8	562.3	581.2	600.8	681.6
PKB	% r/r	5.3	4.1	-3.8	5.8	2.0	-11.4	-4.1	-1.8	0.4	14.8	5.5	3.5
Popyt krajowy	% r/r	5.6	3.0	-3.7	5.0	1.7	-10.1	-4.2	-2.2	-1.0	11.7	5.5	4.2
Spożycie indywidualne	% r/r	4.2	3.9	-2.8	6.0	1.2	-8.0	-3.0	-1.3	0.8	12.4	7.0	4.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9.4	7.2	-6.9	6.6	0.9	-12.0	-9.0	-6.0	-6.0	13.0	10.0	7.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5.9	4.2	-6.1	5.9	1.1	-17.8	-5.2	-2.5	-4.1	21.3	5.3	3.8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19.7	3.6	-0.6	5.1	5.0	-2.6	-3.8	0.9	-2.4	4.8	5.6	9.2
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	6.5	5.1	-1.5	3.5	0.2	-11.7	3.5	1.8	2.0	8.0	2.0	2.0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	7.2	3.5	4.8	7.7	1.2	2.6	2.7	2.2	6.7	5.1	5.1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.6	2.2	-2.2	-1.1	0.5	-2.4	-3.3	-3.6	-4.7	-0.9	0.5	0.7
Stopa bezrobocia*	%	5.8	5.2	8.1	8.4	5.4	6.2	7.1	8.1	8.5	7.9	8.1	8.4
Rachunek bieżący	mln EUR	-5 046	2 179	5,793	3,860	4,488	3,092	-2,208	421	2,865	-782	-474	2,251
Rachunek bieżący	% PKB	-1.0	0.4	1.1	0.7	1.0	1.7	1.4	1.1	0.8	0.1	0.4	0.7
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.2	-0.7	-10.2	-2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	1.6	2.3	3.3	1.3	4.5	3.2	3.0	2.7	1.3	1.7	1.1	1.2
CPI *	% r/r	1.1	3.4	2.3	1.2	4.6	3.3	2.9	2.3	1.3	1.7	1.1	1.2
Inflacja bazowa	% r/r	0.7	2.0	3.7	1.3	3.4	3.9	4.0	3.3	2.2	1.2	0.9	1.0

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2018	2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Stopa referencyjna NBP *	%	1.50	1.50	0.10	0.10	1.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
WIBOR 3M	%	1.71	1.72	0.69	0.28	1.62	0.59	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
Rentowność obligacji 2L	%	1.59	1.57	0.68	0.15	1.39	0.48	0.44	0.43	0.08	0.12	0.20	0.20
Rentowność obligacji 5L	%	2.51	1.97	0.86	0.65	1.55	0.79	0.55	0.55	0.65	0.65	0.65	0.65
Rentowność obligacji 10L	%	3.21	2.38	1.40	1.30	1.87	1.34	1.20	1.20	1.30	1.30	1.30	1.30
IRS 2L	%	1.92	1.75	0.65	0.39	1.53	0.43	0.30	0.34	0.35	0.39	0.40	0.40
IRS 5L	%	2.43	1.84	0.86	0.94	1.58	0.62	0.58	0.68	0.78	0.87	0.99	1.13
IRS 10L	%	2.89	2.03	1.07	1.20	1.67	0.89	0.83	0.90	1.08	1.19	1.21	1.33
EUR/PLN	PLN	4.26	4.30	4.47	4.49	4.32	4.51	4.52	4.55	4.53	4.53	4.48	4.43
USD/PLN	PLN	3.61	3.84	4.02	3.90	3.92	4.09	4.03	4.03	3.97	3.95	3.87	3.80
CHF/PLN	PLN	3.69	3.86	4.13	3.93	4.05	4.24	4.16	4.08	4.02	3.97	3.89	3.83
GBP/PLN	PLN	4.81	4.90	5.05	5.21	5.02	5.08	5.00	5.11	5.20	5.29	5.23	5.12

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **30.06.2020** 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



#2 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



Suplement Sektorowy

Obraz eksportu w wybranych sektorach

Departament Sektorów Strategicznych

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

Podsumowanie

Prezentowane sektory historycznie były motorami napędowymi polskiego eksportu. Ich sprzedaż zagraniczna rozwijała się szybciej od eksportu ogółem, zapewniając polskim przedsiębiorstwom wysokie stopy wzrostu. Wyraźnie widać, że koronawirus zmienił obraz sprzedaży zagranicznej – obserwujemy wyraźne spowolnienie nie tylko w kategoriach produktów mocno cyklicznych, jak pojazdy samochodowe, czy meble, ale również w sektorach dotychczas uznawanych za odporne na wahania koniunktury, jak opakowania czy żywność.

W przypadku artykułów rolno-spożywczych istotną zmianą po stronie popytowej było administracyjne ograniczenie funkcjonowania branży hotelarsko-gastronomicznej, która jest ważnym pośrednim odbiorcą produktów z Polski. Pierwsze kwietniowe wyniki wskazują na znaczne spadki w wolumenach wywozu m.in. mięsa drobiowego, wołowego czy produktów mleczarskich. Z drugiej strony utrzymująca się na wysokim poziomie sprzedaż detaliczna żywności na rynku unijnym powinna sprzyjać odbudowie sprzedaży zagranicznej.

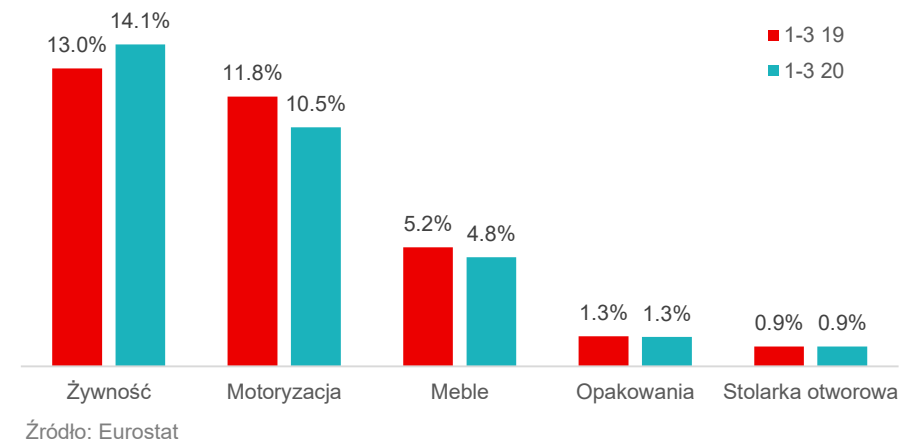
Na skutek pandemii popyt na nowe samochody w Europie gwałtownie spadł, a fabryki aut wstrzymały produkcję. W efekcie doszło do załamania eksportu polskiego sektora motoryzacyjnego, zależnego od sytuacji na rynku europejskim. Dane za maj pokazują, że skala spadków się zmniejsza, choć nadal jest duża. Przewiduje się, że sektor będzie relatywnie powoli wracał do stanu sprzed kryzysu.

Producenci mebli bardzo odczuli ograniczenia popytowe na rynkach unijnych. Polski sektor meblarski w bardzo dużym stopniu polega na odbiorcach na rynku niemieckim i ostre spadki eksportu w kwietniu obrazują skalę problemów, jakie spotkały polskich producentów w momencie gdy odbiorcy przestali przyjmować meble ze względu na wypełnione magazyny i niemal zupełny brak sprzedaży.

W przypadku producentów stolarki otworowej koronawirus zatrzymał śmiałą ekspansję na rynkach unijnych. Konsumenci i deweloperzy na niektórych rynkach (przede wszystkim Francja, Włochy) wstrzymywali swoje inwestycje, zaś masowe przestawienie się na pracę zdalną nie spowodowało na zachodzie impulsu remontowego, który obserwowaliśmy w Polsce i niektórych rynkach CEE.

Opakowania potwierdziły swoją pozycję branży relatywnie odpornej na kryzysy, jednak nawet tutaj kwiecień przyniósł spadki eksportu, m. in. ze względu na ograniczenie konsumpcji na rynkach UE. Konsumenci pozostawali w domach, co w zupełności wyhamowało trend convenience (częste, szybkie i wygodne zakupy), który był jednym z motorów napędowych popytu na opakowania. W niektórych kategoriach opakowań, jak przede wszystkim opakowania do środków czystości, zapotrzebowanie na rynkach UE było ogromne, zaś dane o eksporcie pokazują jednorazowe skoki eksportu między rynkami unijnymi do państw, w których dynamicznie rosła liczba zakażeń koronawirusem.

Udział głównych sektorów eksportowych w eksporcie Polski



Koronawirus odśłonił nasze uzależnienie od rynku UE

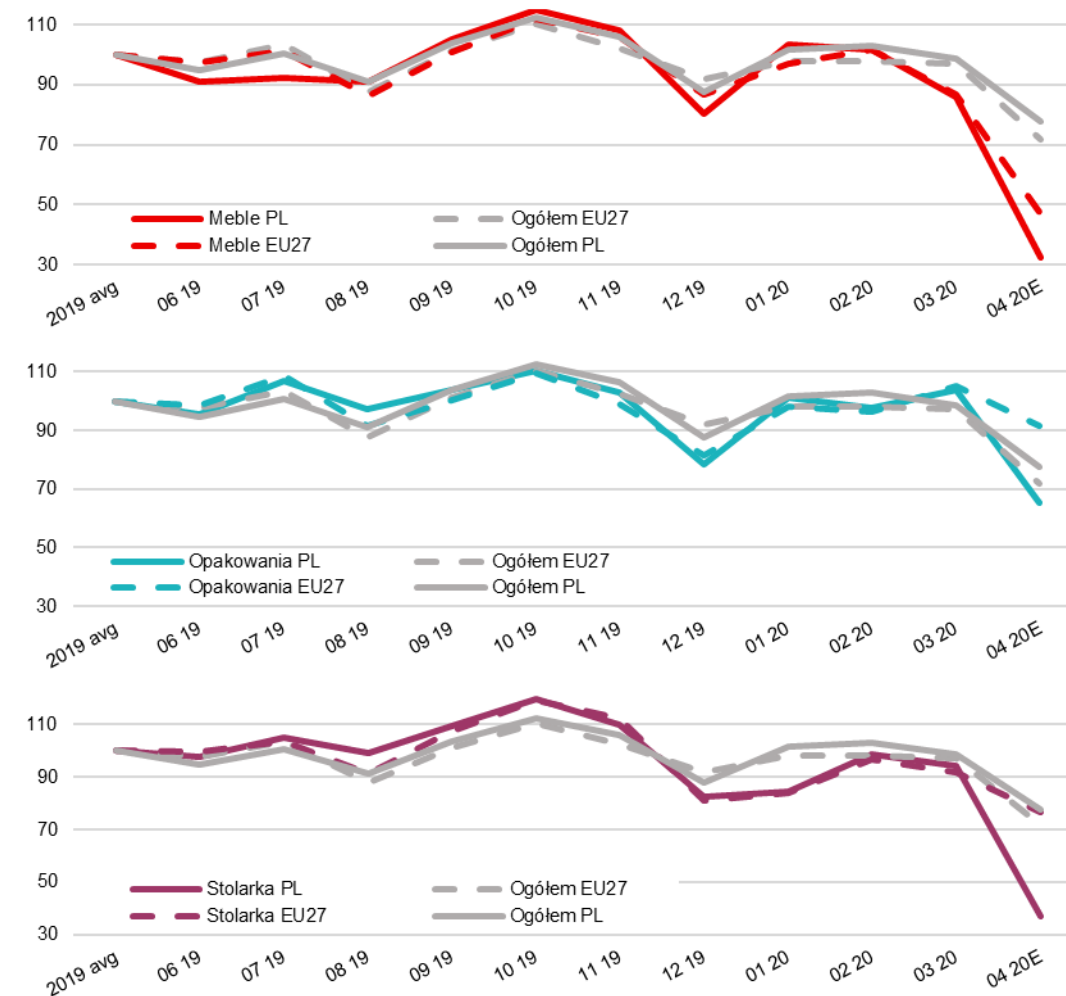
Wśród wybranych sektorów poddanych analizie największe spadki obserwowaliśmy w przypadku branży meblarskiej i stolarki otworowej. Co zastanawiające, w obu przypadkach spadki były głębsze niż średnia unijna dla danego sektora. Ponieważ są to sektory które stanowią widoczną specjalizację polskiej gospodarki na mapie Europy i świata (bazując na pozycji Polski w eksporcie tych produktów), można się było spodziewać odwrotnego wyniku. Ponieważ dostępne są jeszcze tylko dane dotyczące eksportu na rynki pozaunijne, przyjęliśmy założenie że eksport na rynek wewnętrzny UE spadnie w analogicznym stopniu. Polscy eksporterzy polegają właśnie na popycie z rynków unijnych i w przeważającej większości dopiero budują swoją obecność na rynkach pozaunijnych. W innej sytuacji są firmy z gospodarek tzw. starej Unii, które zdążyły już zbudować swoje marki na tych rynkach, co okazało się przewagą w dobie pandemii i zamrożenia popytu w UE.

W przypadku branży meblarskiej kierunki, które w największym stopniu przyczyniły się do ograniczenia skali spadków eksportu europejskiego w marcu to przede wszystkim Senegal, Egipt, Katar, czy Wybrzeże Kości Słoniowej. W tym czasie polscy producenci mebli zwiększali sprzedaż przede wszystkim do Rosji, Estonii i dopiero na trzecim miejscu do Egiptu (przy czym było to aż 39% wzrostu sprzedaży na tym kierunku w skali całej UE), który dodatkowo okazał się zaskakująco odporny na spadki również w kwietniu.

W branży produkcji stolarki otworowej zbawieniem dla zachodnioeuropejskich firm był popyt z Azji, m. in. Chin, Singapuru i Tajwanu, oraz z Bliskiego Wschodu – Arabii Saudyjskiej. W tym czasie polscy producenci stolarki wyszli na takie rynki jak m. in. Kanada, czy Australia. Chiny były w kwietniu rynkiem o trzecim największym wzroście sprzedaży r/r, jednak był to jedyny z kierunków azjatyckich na których sprzedawała się polska stolarka otworowa, nie byliśmy również obecni na Bliskim Wschodzie, gdzie prowadzone są duże programy inwestycyjne.

Producenci opakowań potwierdzili swoją odporność na kryzysy gospodarcze – na poziomie UE eksport opakowań notował znacznie mniejsze spadki niż eksport ogółem i był powiązany z rynkami, na których obserwowano wzrosty zachorowań.

Indeks wartości eksportu Polski i UE w wybranych sektorach (średni poziom 2019 = 100)



Źródło: Eurostat, Santander

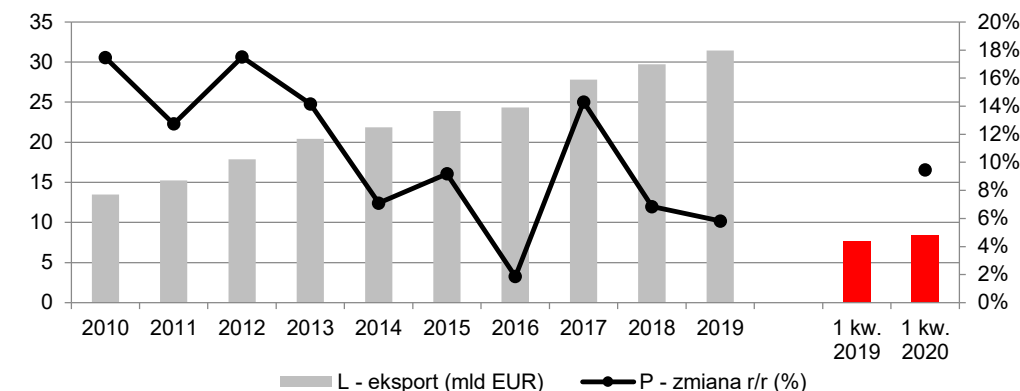
Walka z pandemią odbiła się na handlu żywnością

Jak pokazują historyczne dane eksport żywności jest dosyć odporny na wahania cykliczne gospodarki. Od momentu akcesji Polski do UE, wartości sprzedaży zagranicznej artykułów rolno-spożywczych z Polski spadła tylko jeden raz, w 2009 r., podczas kryzysu. Spadek ten był niewielki i wyniósł 2% r/r. W ubiegłym roku został osiągnięty kolejny rekord, a wartość eksportu osiągnęła 31,4 mld euro.

Również początek 2020 r. był obiecujący dla polskiej branży rolno-spożywczej. Po pierwszym kwartale wartość eksportu była wyższa o 9,5% w relacji rocznej. W lutym i w marcu, pod względem wartości, wzrost r/r wyniósł 11-12%. Najwyższą dodatnią dynamikę odnotowano w przypadku zbóż (+166%), których sprzedaż była wspierana przez wysoki popyt na rynku światowym oraz wzrost cen transakcyjnych. Spośród pozostałych głównych grup towarowych, niewielkie jednoprocetowe wzrosty odnotowano w przypadku mięsa oraz produktów mleczarskich, głównie dzięki sprzedaży w styczniu oraz w lutym. W całym pierwszym kwartale mocno zwiększył się eksport wyrobów tytoniowych, o 20%. We wskazanym okresie przyspieszyła sprzedaż zagraniczna towarów wysokoprzetworzonych. W marcu dynamika wzrostu eksportu w tej grupie produktów osiągnęła 13%, a ich udział w łącznej wartości eksportu wyniósł 52%.

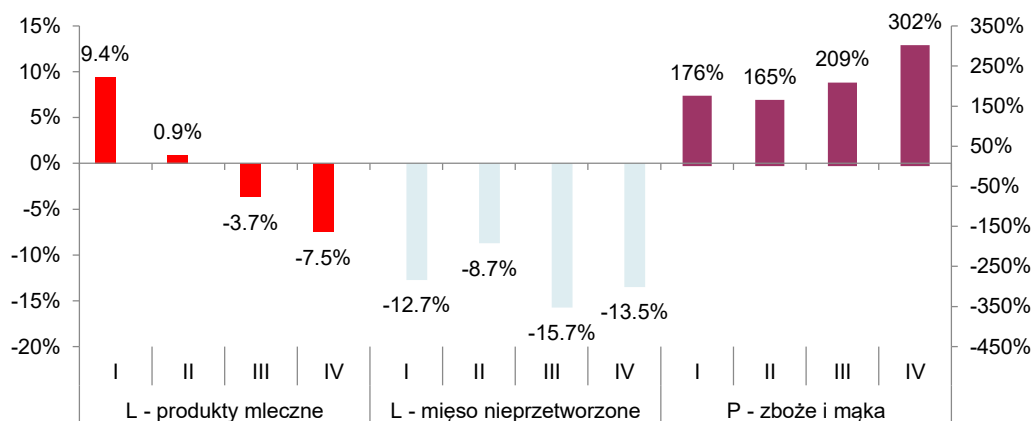
Kwiecień był pierwszym miesiącem, w którym społeczeństwa krajów UE pozostawało w izolacji społecznej, a w dodatku w większości państw wprowadzono ograniczenia w działalności sektora HoReCa, - ważnego odbiorcy dla części branż polskiego przemysłu spożywczego, m. in. mięsnej oraz mleczarskiej. W rezultacie pogorszyły się wyniki eksportu tych produktów. Jednak ocenę łącznej sprzedaży w kwietniu będzie można przeprowadzić dopiero po publikacji pełnych danych o eksporcie.

Wartość eksportu żywności z Polski



Źródło: Eurostat, obliczenia Santander

Zmiana wolumenu eksportu wg. ważniejszych grup towarowych w 2020 r. (r/r)



Źródło: MinRol, MinFin, obliczenia Santander

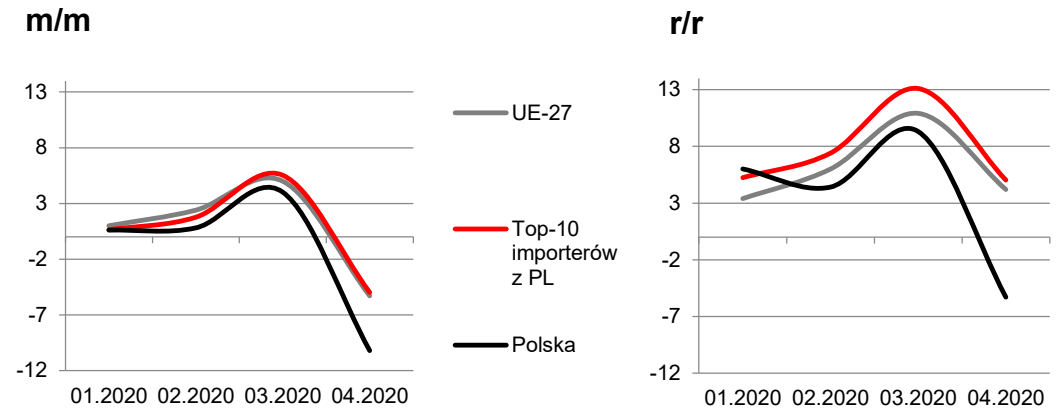
Sprzedaż detaliczna w UE wsparciem eksportu?

W kontekście eksportu żywności pozytywnym sygnałem jest utrzymujący się na dosyć wysokim poziomie popyt konsumencki w Europie. Sprzedaż detaliczna żywności ulegała wprawdzie wysokim wahaniom na przełomie pierwszego i drugiego kwartału, zachowując jednak dużą odporność na pandemię. Dynamika sprzedaży detalicznej żywności w marcu (według metodologii Eurostat) wzrosła w UE, pod wpływem gromadzenia zapasów przez konsumentów, co było wywołane niepewnością związaną z pogorszeniem sytuacji epidemicznej. Z kolei w kwietniu popyt osłabł wraz z uspokojeniem nastrojów. Był to również miesiąc, w którym mieszkańcy Unii przebywali w izolacji społecznej. Co jednak istotne, pomimo spadku, wartość sprzedaży detalicznej żywności w kwietniu w grupie 27 państw Unii była wyższa o 4,2% (w cenach bieżących) niż w analogicznym miesiącu 2019 r. Dodatnią dynamikę roczną odnotowano również w grupie 10 największych odbiorców żywności z Polski (+5%).

Jeśli ten trend utrzymał się w kolejnych miesiącach, silny popyt na żywność na naszych rynkach eksportowych może być ważnym czynnikiem wspierającym eksport z Polski. Wstępne dane z rynku brytyjskiego wskazują właśnie na utrzymanie tego kierunku w maju (+7,1% r/r).

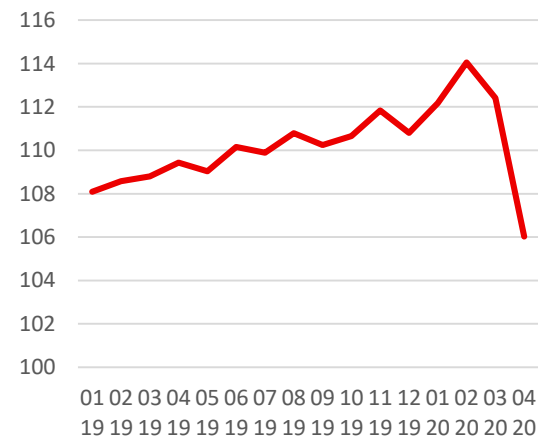
Ponieważ żywność odpowiada nawet za ponad 60% popytu na opakowania, istotne spadki zanotowane w kwietniu rzutują na cały ich rynek. Polscy producenci opakowań dzielą swoją produkcję niemal po równo między rynek krajowy a eksport, przede wszystkim do państw UE. Spadki widoczne w kwietniu miały również miejsce w Polsce i tylko częściowo zrównoważył je wzrost sprzedaży opakowań do środków czystości. Szacujemy że polscy producenci opakowań utrzymali w okresie styczeń-kwiecień 2020 pozytywną dynamikę sprzedaży, jednak kwiecień obniżył dynamikę wzrostu być może nawet poniżej 3% r/r. Szczególnie w marcu wzrost popytu na opakowania z tworzyw wpłynął na wzrost cen w niektórych kategoriach, niemniej jednak kwiecień był trudny dla całej branży, również opakowań z papieru (pomimo dynamicznego wzrostu e-commerce).

Dynamika sprzedaży detalicznej żywności w Europie (ceny bieżące)



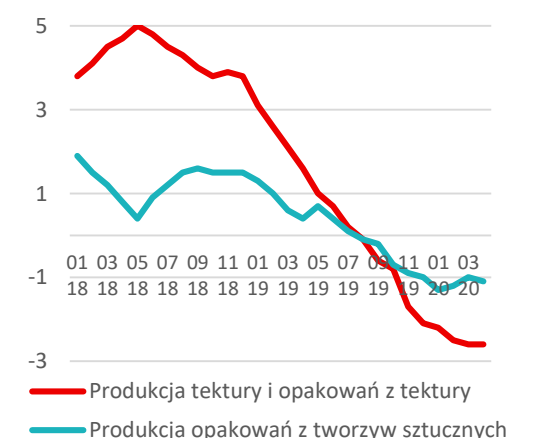
Źródło: Eurostat, obliczenia Santander

Indeks sprzedaży detalicznej opakowań w Europie (2015 = 100)



Źródło: Eurostat, Santander

Zmiana R/R cen producentów opakowań, średnia UE



Załamanie popytu na auta. Możliwy scenariusz Chin?

Popyt na samochody w Europie gwałtownie spadł, a to najważniejszy czynnik napędzający eksport polskiej motoryzacji. Liczba rejestracji nowych aut osobowych w szczycie lockdownu, tj. w kwietniu, zmalała o 78% r/r. Maj przyniósł dalsze spadki, choć mniej gwałtowne, bo o 57% r/r. Sytuacja jest jednak zróżnicowana w poszczególnych krajach. W Niemczech, Francji i Włoszech spadek wyniósł w maju około 50% r/r, ale Wielka Brytania nadal była w stagnacji z dynamiką -89% r/r.

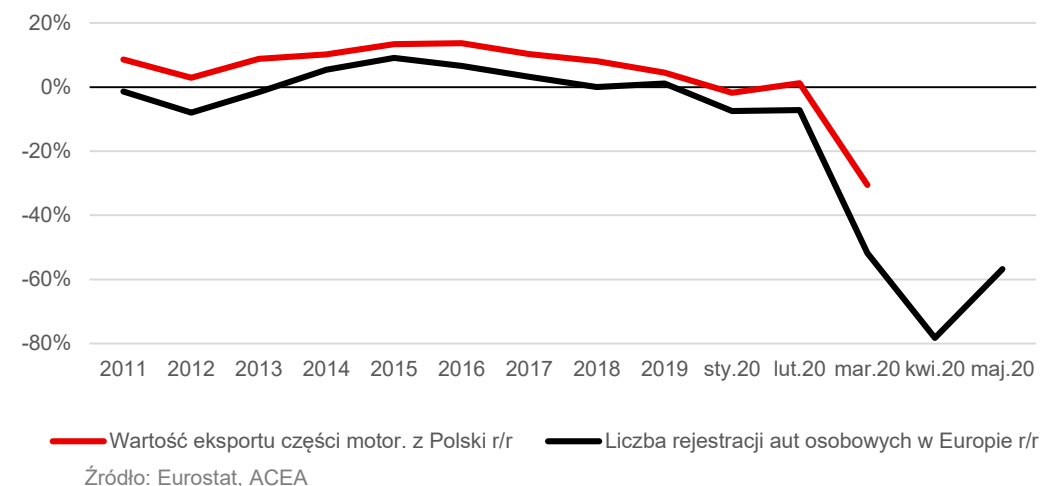
Eksport polskiej produkcji motoryzacyjnej może się odbijać od dna w różnym tempie w zależności od popytu w poszczególnych jej segmentach. Ulokowane w Polsce fabryki aut osobowych były jednymi z najdłużej unieruchomionych w Europie, a po restarcie pracują na ograniczonych mocach. Wynikało to z niskiego popytu na produkowane w nich modele, przede wszystkim zaawansowane wiekiem Opla Astrę i Fiata 500. Z kolei sytuacja producentów części zależy od tempa restartu produkcji w europejskich fabrykach aut, również wynikającego z popytu na wytwarzane tam modele.

Rządy m.in. Niemiec i Francji zapowiedziały zakrojone na dużą skalę pakiety pomocowe dla motoryzacji, w tym stymulujące popyt dopłaty do zakupu nowych aut, głównie elektrycznych i hybrydowych. Mimo tego prognozy zakładają spadek liczby rejestracji aut osobowych w Europie w całym 2020 r. o 20-26%*.

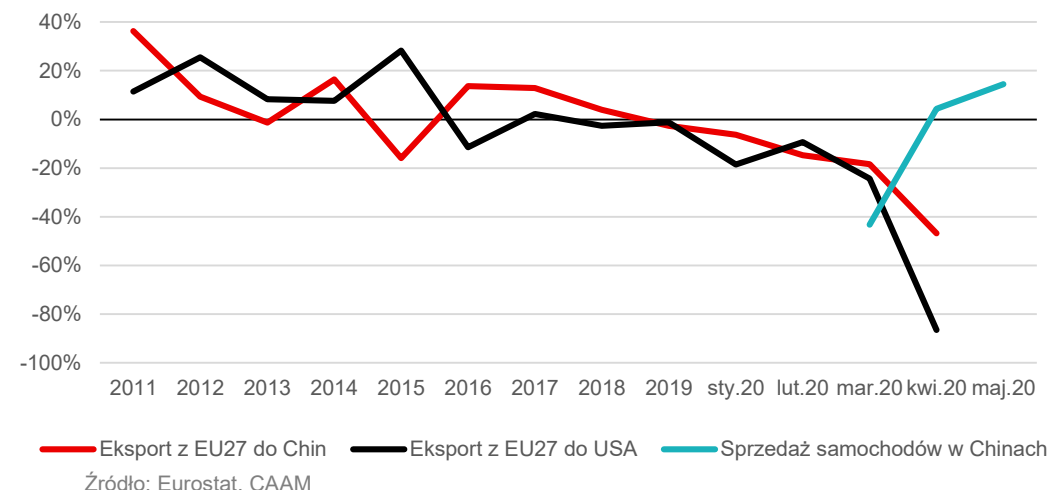
Załamano się również popyt na dwóch najważniejszych rynkach eksportowych Europy, tj. w USA i Chinach. Dostępne dane o sprzedaży samochodów w Chinach wskazują jednak na powrót tamtego rynku do stanu sprzed kryzysu. Mimo tego w kwietniu import Chin z Europy mocno spadł. Słabsze spadki z początku kryzysu mogły wynikać m.in. z realizacji wcześniejszych zamówień, a ożywienie jest zaspokajane zapasami i produkcją krajową. Niemniej jednak, skłonność chińskich konsumentów do szybkiej odbudowy popytu może być dobrym prognostykiem dla sektora globalnie, w tym dla sprzedaży samochodów w Europie.

* Prognozy ACEA, Bloomberg, LMC Automotive

Eksport autoczęści z Polski i rejestracje aut w Europie



Dynamika r/r wartości eksportu sektora motoryzacji z EU27 do USA i Chin oraz wolumenów sprzedaży w Chinach



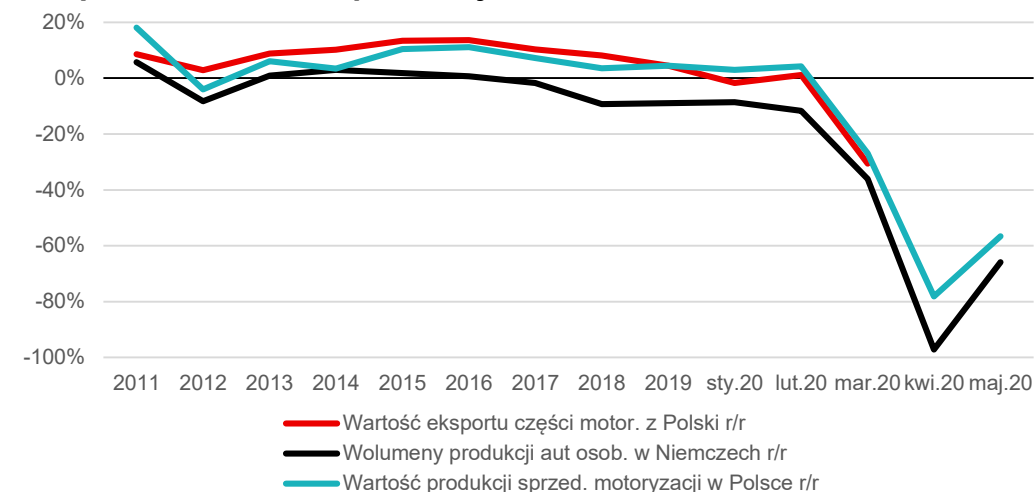
Powolne wznowianie produkcji samochodów

Polska jest dużym eksporterem części samochodowych, których bezpośrednim odbiorcą są przede wszystkim fabryki samochodów w Europie. Produkcja samochodów w europejskich zakładach w marcu została zatrzymana. Restart następował od końca kwietnia do czerwca, często z opóźnieniami, w większości przypadków ze stopniowym uruchamianiem mocy produkcyjnych. Średni czas przestoju wynosił 30 dni roboczych, najwyższy notowały Włochy (41 dni) i Wielka Brytania (40 dni). Utraconą w tym czasie produkcję szacowano na 2,4 mln aut (przy produkcji 15,8 mln w 2019 r.).

Największym importerem polskich komponentów są Niemcy, gdzie produkcja aut osobowych w kwietniu niemalże zupełnie stanęła. W maju większość niemieckich fabryk już pracowała, ale najczęściej na niepełnych mocach, stąd produkcja była nadal niższa o 66% r/r. Spośród największych importerów polskich części wznowiały pracę także zakłady w Czechach (spadek ilościowo w maju „tylko” o 52,9%, w porównaniu do -90% r/r w kwietniu), ale produkcja w Wielkiej Brytanii nadal utrzymywała się na bardzo niskim poziomie (w kwietniu -99,7%, w maju -95,4% ilościowo r/r). Majowe wolumeny niemieckiej produkcji samochodów osobowych oraz produkcja sprzedana polskiego sektora motoryzacyjnego, której około 4/5 jest kierowana za granicę, wskazują, że sytuacja polskiego eksportu uległa poprawie, choć spadki są nadal duże.

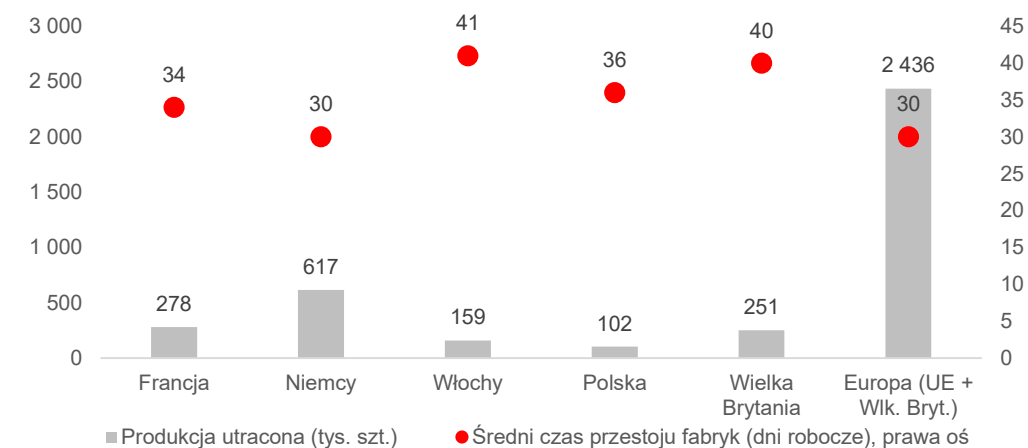
Instytut Ifo przewiduje, że niemiecka branża motoryzacyjna będzie się podnosić najdłużej ze wszystkich sektorów. Najbardziej prawdopodobny termin to 12 miesięcy. Trudno jednak przewidzieć, czy produkcja sektora wróci w tym horyzoncie czasowym do poziomów sprzed kryzysu. Niektóre globalne koncerny, obawiając się długotrwałych skutków kryzysu, uruchamiają programy restrukturyzacyjne. W przypadku producentów niemieckich obejmują one głównie redukcję zatrudnienia (m.in. BMW, Volkswagen), w innych - szersze spektrum działań optymalizacyjnych i naprawczych (Nissan, Renault). Na kryzysie może skorzystać eksport baterii do aut elektrycznych, których Polska jest dużym producentem. Sprzedaż elektryków w Europie dynamicznie rośnie (+101% r/r w I kw. 2020 r.), wspierana rządowymi dopłatami.

Eksport z Polski oraz produkcja w Niemczech i Polsce



Źródło: Eurostat, GUS, VDA

Produkcja utracona i przestoje fabryk samochodów w Europie



Źródło: ACEA

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **26.06.2020** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT SEKTORÓW STRATEGICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: sektory@santander.pl

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

Analizy sektorowe:

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

Kontakt biznesowy:

Bartosz Toczony	dyrektor departamentu	+48 693 220 698
Martyna Dziubak	motoryzacja, transport, logistyka	+48 727 570 319
Renata Dutkiewicz	przemysł spożywczy, kosmetyki	+48 607 083 699
Małgorzata Nesterowicz	usługi i firmy rodzinne	+48 695 201 053
Kamil Mikołajczyk	przetwórstwo przemysłowe	+48 661 381 827

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

