

# Krucze ożywienie

Polska gospodarka i rynki finansowe

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

## Index

■ <a href="#">Podsumowanie</a>	s. 3
■ <a href="#">Przegląd prognoz</a>	s. 5
■ <a href="#">Aktywność gospodarcza</a>	s. 7
■ <a href="#">Handel zagraniczny</a>	s. 14
■ <a href="#">Rynek pracy</a>	s. 15
■ <a href="#">Inflacja</a>	s. 19
■ <a href="#">Polityka pieniężna</a>	s. 21
■ <a href="#">Polityka fiskalna</a>	s. 22
■ <a href="#">Rynki finansowe</a>	s. 23
■ <a href="#">Tabela z prognozami</a>	s. 33
■ <a href="#">SUPLEMENT SEKTOROWY</a>	s. 37



# Podsumowanie (makro)

Ledwo co zakończony trzeci kwartał doświadczył mocnego odbicia aktywności gospodarczej po spektakularnym spadku w II kw., w związku z czym podnosimy nasz szacunek wzrostu PKB w III kw. do -3% r/r. Jednakże nie oznacza to wcale polepszenia perspektyw na kolejne kwartały, a narastająca druga fala zachorowań na Covid-19 oznacza wręcz rosnące ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Nawet jeśli rząd będzie niechętny do wprowadzania daleko idących restrykcji, to aktywność gospodarcza może ucierpieć ze względu na niższy potencjał wytwórczy, jeśli liczba osób na kwarantannie będzie szybko rosła, i/lub osłabione wydatki konsumpcyjne, gdy druga fala pandemii uderzy w nastroje konsumentów. Nie spodziewamy się jednak drugiej fali recesji, a raczej spowolnienia procesu odbicia, zwłaszcza w IV kw. Ogólnie nasze prognozy na 2020 i 2021 pozostają z grubsza bez zmian, na -3% i +4,8%.

Jesteśmy w miarę optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy dla polskiego eksportu i branż nastawionych na sprzedaż za granicą, które ucierpiały najmocniej we wczesnych fazach epidemii, ale dały radę szybko się odbić i teraz są w fazie wzrostowej, możliwe że dzięki efektowi substytucyjnemu (polskie firmy wypierają konkurencję z rynków Zachodniej Europy podczas okresów spowolnienia ze względu na wyższą konkurencyjność cenową). Zachęcamy do zapoznania się z [suplementem sektorowym](#), gdzie znaleźć można więcej przykładów szybkiej ekspansji eksportu w poszczególnych branżach. Osłabienie złotego, gdyby było trwalsze, mogłoby jeszcze w tym pomóc.

Reakcja rynku pracy na zawirowania gospodarcze była jak dotąd przytłumiona. Możliwe, że szczyt stopy bezrobocia jest jeszcze przed nami, ale wydaje się, że będzie on znacznie niższy niż wydawało się na początku epidemii, gdyż działania rządowe wpłynęły na ograniczenie skali zwolnień. Mimo to siła nabywczą konsumentów pozostanie pod presją a proces dostosowywania się firm do szoku będzie miał negatywne przełożenie na wzrost płac, który prawdopodobnie nieprędko wróci do poziomów sprzed pandemii.

Podczas gdy w zachodniej Europie postępuje dezinflacja, Polska znowu poszła w inną stronę a wrześniowa dynamika CPI podskoczyła do 3,2% r/r (inflacja bazowa prawdopodobnie odbiła do 4,2%). Uważamy, że inflacja będzie się obniżać w nadchodzących miesiącach i kwartałach i będzie wyraźnie poniżej celu NBP w 2021 r. Ruch w dół będzie napędzany słabszym popytem w okresie popandemicznym, słabszą presją kosztową i przez prawdopodobny spadek cen żywności w związku z chińskim zakazem importu wieprzowiny z Niemiec, co obniży ceny mięsa.

Perspektywy dla polityki pieniężnej pozostają bez zmian: uważamy, że stopy procentowe pozostaną „niżej na dłużej”, co oznacza, że nie zmienią się przed końcem 2021 r., a możliwe, że nawet i dłużej. Po pierwsze, jak już napisaliśmy wcześniej, inflacja pozostanie poniżej celu. Po drugie, nawet gdyby wzrosła, to banki centralne w krajach rozwiniętych raczej przyjmują coraz bardziej gołębnie stanowisko i sygnalizują większą tolerancję dla tymczasowych odchyleń inflacji od celu. NBP prawdopodobnie też pójdzie tym śladem. To zdecydowanie stoi w opozycji do działań niektórych banków centralnych z gospodarek rozwijających się (np. Węgier), które już zaczęły zacieśniać politykę w odpowiedzi na osłabienie swoich walut. Naszym zdaniem NBP daleko od zaniepokojenia z powodu słabości złotego (tak naprawdę RPP tego właśnie sobie życzyła zaledwie parę miesięcy temu).



# Podsumowanie (rynki)

## Rynek walutowy

Postrzegamy ostatnie pogorszenie nastrojów jako tymczasowe zjawisko. Dane z Polski i za granicą pokażą zapewne normalizację tempa odbicia gospodarczego, ale nie powinno to być dla rynku powodem by zacząć wyceniać scenariusz „W”-kształtne ożywienia. Liczba nowych przypadków COVID-19 będzie zapewne jeszcze rosła, ale wprowadzenie obostrzeń w takiej samej skali jak wiosną wydaje się być mało prawdopodobne. Jednocześnie, rynek może zacząć wyceniać zwiększenie skali monetarnej stymulacji przez banki centralne by wesprzeć gospodarkę, co powinno uchronić ryzykowne aktywa przed przeceną podobną do tej z marca. Dlatego podtrzymujemy prognozę mocniejszego złotego na koniec roku. Czynnikiem ryzyka jest wzrost napięcia między Armenią i Azerbejdżanem, które prowadzi do pogorszenia nastroju w regionie. Dodatkowo, kilka banków centralnych stało się w ostatnim czasie mniej gołębich, by powstrzymać swoje waluty przed osłabieniem w warunkach wysokiej inflacji. Rynek może testować na ile są gotowi posunąć się broniąc walut przed deprecjacją.

## Rynek stopy procentowej

Trzeci kwartał br. należał do jednego z najmniej zmiennych od lat jeśli chodzi o rynek stopy procentowej. Banki centralne raczej nie zmieniały stóp, a rentowności poruszały się w wąskim trendzie bocznym. W Polsce nadmiar płynności w sektorze bankowym utrzymuje się w związku z czym oczekujemy utrzymywania się rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej jedynie odrobinę powyżej zera. Wzrastająca liczba przypadków Covid-19 zwiększa ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że NBP nie zmieni stóp procentowych do końca 2021, oraz utrzymywania się kontraktów FRA poniżej 3M Wibor do końca roku. Udział inwestorów zagranicznych w obligacjach skarbowych wciąż się obniża i pozostaje na wieloletnim minimum. Nadwyżkę kupuje polski sektor bankowy oraz fundusze dłużne.

Odnosnie emisji obligacji do końca roku – Ministerstwo Finansów zapowiedziało jedną aukcję sprzedaży w grudniu w kwocie do 5mld zł. Szacujemy, że BGK wykorzysta cały dostępny limit 100mld zł co oznacza do końca roku dodatkowe emisje 18,0 mld zł. PFR w ramach tarczy dla dużych przedsiębiorstw zapowiedział emisje obligacji o wartości 15 mld zł w pierwszej połowie października. Uważamy, że w sumie emisje te pozostaną bez wpływu na rentowności (oczekujemy 10L na koniec roku po 1,50%) jednak równocześnie potencjał do ich wzrostu pozostaje ograniczony ze względu na wciąż działający program QE z NBP.



# Prognozy 2020 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy pod koniec czerwca	Nasze prognozy pod koniec września
PKB	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.	Dołek w II kw. był płytszy od oczekiwań, a odbicie w III kw. silniejsze. Jednak tempo ożywienia hamuje wobec nasilającej się nowej fali pandemii. PKB może naszym zdaniem spaść o 3% w 2020 i wzrosnąć o 4,8% w 2021 r.
Struktura PKB	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.	Część gospodarki zorientowana na eksport prawdopodobnie będzie nadawać ton ożywieniu, podczas gdy popyt krajowy pozostanie przytłumiony jeszcze przez dłuższy czas.
Rynek pracy	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.	Wzrost bezrobocia dużo mniejszy niż wstępnie zakładano, bo rządowe programy antykryzysowe zapobiegły masowym zwolnieniom. Mimo to dochody gospodarstw domowych znacząco osłabły przez stagnację w płacach.
Inflacja	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.	Inflacja pozostaje uporczywie wysoka, ale wciąż zakładamy, że w 2021 będzie dużo niższa z uwagi na ujemną lukę popytową i niższe ceny żywności. Spadek będzie spowalniany podwyżkami podatków i opłat administracyjnych.
Polityka pieniężna	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.	Wciąż uważamy, że główne stopy procentowe pozostaną nisko przez dłuższy czas. Obawy RPP o zbyt silnego złotego już nie aktualne wobec solidnego odbicia eksportu i ostatniej deprecjacji PLN.
Polityka fiskalna	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.	Rząd oficjalnie zaplanował deficyt sektora finansów publicznych (GG) na 12% PKB w 202 i 6,2% w 2021, ale dziura budżetowa prawdopodobnie będzie w tym roku mniejsza (ok. 10%), bo nie wszystkie działania uda się wdrożyć.
Rynek stopy procentowej	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.	Krótki koniec krzywej pozostanie blisko zera (obligacje) lub nieco poniżej 3M WIBORu (kontrakty FRA) przez utrzymującą się obfitość płynności w sektorze bankowym. Rentowności na długim końcu będą stopniowo się podnosić do 1,50% na koniec roku przy dalszych emisjach ze strony BGK i PFR.
Rynek walutowy	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.	Oslabienie złotego faktycznie miało miejsce pod koniec III kw. wobec nasilenia się globalnej awersji do ryzyka. Zakładamy, że polska waluta odrobi straty jeszcze w tym roku, dzięki stabilizacji globalnych nastrojów i spodziewanemu ustępowaniu obaw o wzrosty zachorowań na Covid-19.



# Gospodarka

1

# Pierwsza mocna recesja od początku lat 90.

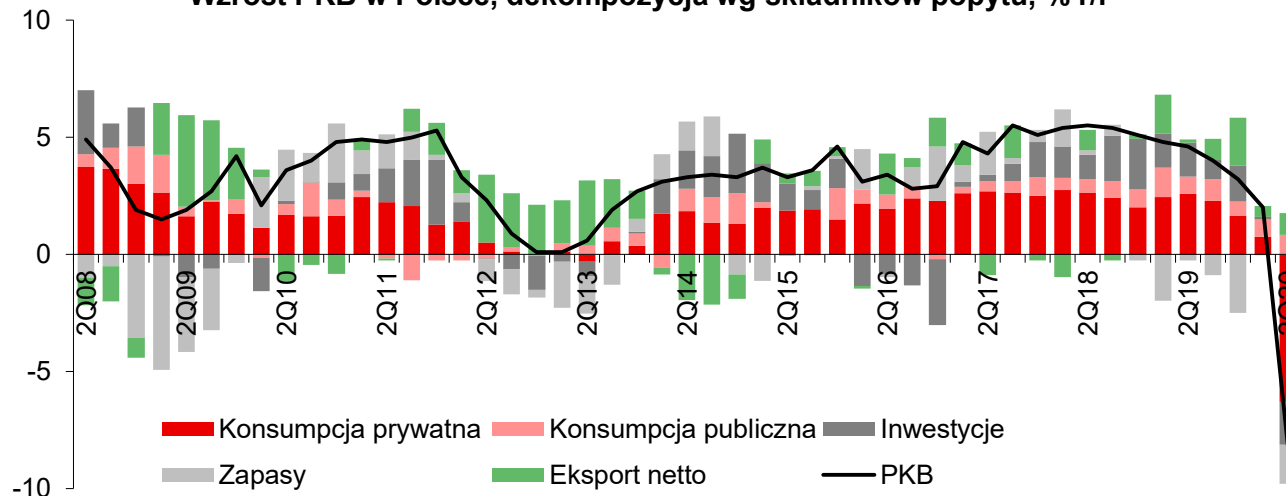
Dane o PKB za II kw. 2020 r. pokazały, że dołek recesji był płytszy niż oczekiwano: spadek wyniósł 8,2% r/r lub 8,9% kw/kw (dane odsezonowane).

Chociaż spadek PKB był mniejszy od oczekiwań, to jednak najmocniejszy od początku lat 90. Ponadto, był to drugi ujemny odczyt z rzędu (-0,4% w I kw. 2020 r.), co oznacza, że w II kw. 2020 Polska była w technicznej recesji.

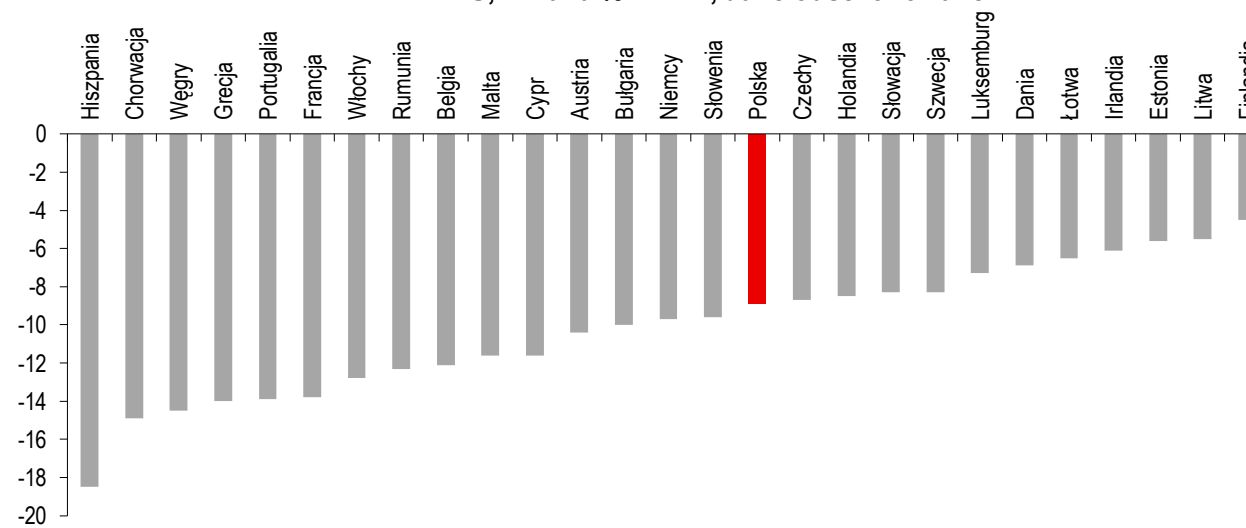
Konsumpcja prywatna i inwestycje spadły o 10,9% r/r w II kw. W przypadku konsumpcji był to największy spadek od kiedy dostępne są dane (1996) a dla inwestycji od 2002 r. Zapasy również miały ujemny wkład we wzrost (odjęły 1,7 pp). Z drugiej strony, konsumpcja publiczna poprawiła się do 4,8% r/r. Eksport netto dodał 0,8 pp do wzrostu, gdyż import spadł mocniej niż eksport (odpowiednio -17,5% r/r i -14,5% r/r).

Głębokość spadku PKB w ujęciu kw/kw sytuuje Polskę na 12. miejscu pośród 27 państw UE (1. miejsce = najmniejszy spadek). Połowa państw Unii doświadczyła spadku dwucyfrowego, a najbardziej oberwała Hiszpania: -18,5% kw/kw.

Wzrost PKB w Polsce, dekompozycja wg składników popytu, % r/r



PKB w EU, zmiana % kw/kw, dane odsezonowane



Źródło: GUS, Santander

# Struktura gospodarki spotęgowała siłę szoku

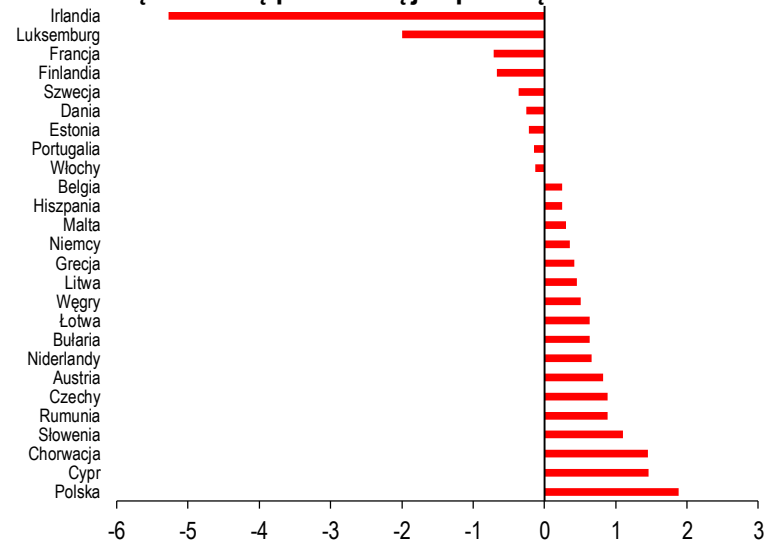
Sugerowaliśmy wcześniej, że kraje bardziej zależne od turystyki ucierpią od Covid-19 relatywnie mocniej. W związku z tym twierdziliśmy, że małe rozmiary polskiego sektora turystycznego oznaczają większą odporność Polski na szok. I o ile faktycznie kraje z większym udziałem gastronomii i hotelarstwa w PKB ucierpiały mocniej, to jednak struktura gospodarcza Polski czyniła ją nie mniej, a bardziej podatną na kryzys Covid-19.

Zsumowaliśmy stopy wzrostu wartości dodanej w sektorach gospodarczych wg podziału podażowego (10 sektorów w podziale Eurostatu), ale używając przeciętnych wag sektorów z pozostałych krajów UE. Okazało się, że spadek PKB w Polsce byłby o ok. 2 punkty procentowe mniejszy, gdyby struktura polskiej gospodarki była taka jak średnio w UE. I odwrotnie; gdyby UE miała taką strukturę jak Polska, odczułaby mocniejszy spadek PKB. Jest tak dlatego, że Polska bardziej opiera się na sektorach, które w II kw. ucierpiały względnie mocniej od innych: przemyśle (26,4% PKB w Polsce, 18,4% w innych krajach) i szerokim sektorze zdefiniowanym jako suma handlu, transportu i gastronomii / zakwaterowania (26,4% w Polsce, 18,4% w innych krajach). Ten negatywny efekt wynikający ze struktury sektorowej jest w Polsce większy niż we wszystkich innych krajach UE.

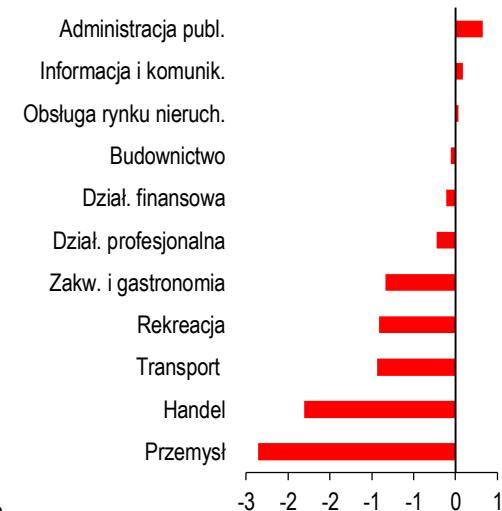
Jeśli powtórzymy to ćwiczenie dla wszystkich krajów i uporządkujemy je według spadku PKB po oczyszczeniu z efektu struktury, Polska ląduje na czwartym miejscu, co oznacza, że poszczególne sektory radziły sobie lepiej niż przeciętnie w UE.

Rozrywka i rekreacja jak oraz usługi finansowe zanotowały mocniejszy spadek wartości dodanej niż w innych krajach UE i były to jedyne dwa sektory, które odchyliły się od trendu mocniej niż przeciętna w UE. Pozostałe radziły sobie lepiej, a usługi profesjonalne i administracja publiczna były wręcz wyraźnie lepsze.

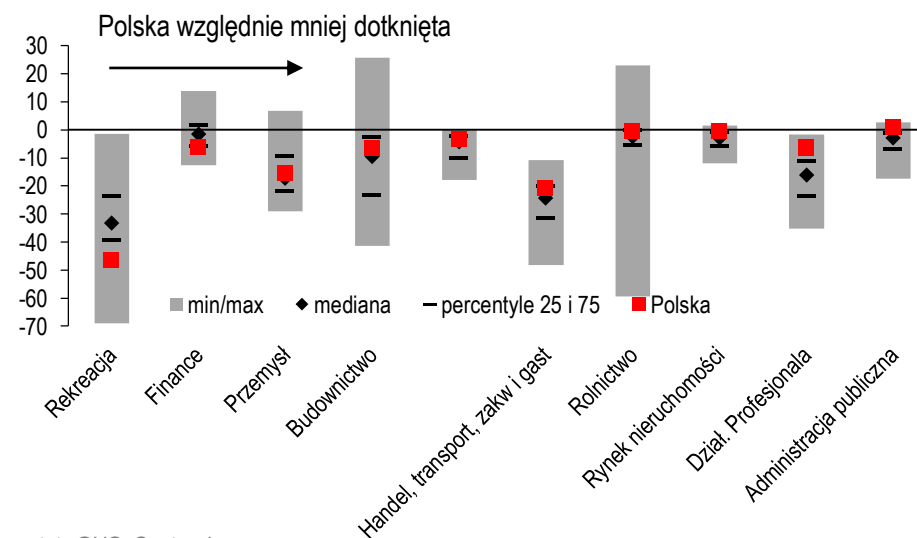
Jak zmieniłyby się wzrost PKB w II kw. 2020 gdyby dane państwo miało taką strukturę podażową jak przeciętnie w UE



Wkład sektorów do wzrostu PKB



% odchylenie wartości dodane w sektorze od trendu w II kw. 2020 r., państwa





# Wyraźne odbicie w III kw.

Przemysł, handel, transport, zakwaterowanie / gastronomia oraz rozrywka były odpowiedzialne za lwią część spadku PKB w II kw. 2020 r. Te sektory zdjęły ze wzrostu 6,8 punktu procentowego (łącznie wartość dodana odjęła 6,9 pp). Najnowsze dane sugerują, że przemysł i handel odbiły szybko i mocno. Ponieważ w polskiej gospodarce ich rola jest większa niż w innych krajach UE, to i odbicie w Polsce powinno być bardziej dynamiczne. W sumie spodziewamy, że 5 sektorów wymienionych powyżej nie powinno odjąć od wzrostu więcej niż 1,5 punktu procentowego.

**Przemysł:** zanotował mocny spadek w kwietniu, głównie w branżach nastawionych na eksport, dobra trwałość użytku i inwestycyjne. Potem nastąpiło dynamiczne odbicie. Tempo poprawy osłabło jednak w sierpniu.

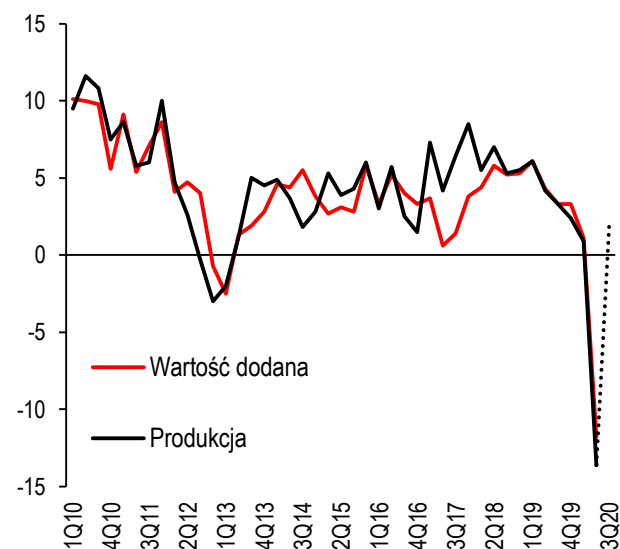
**Handel:** inaczej niż podczas wcześniejszych okresów spowolnienia, teraz ucierpiał od razu wskutek zamknięcia gospodarki. Sprzedaż detaliczna odbiła szybko i mocno, chociaż częściowo był to skutek realizacji odłożonego popytu. Tymczasowo wzrosła sprzedaż w internecie. Mniejsza siła nabywca konsumentów przełoży się negatywnie na popyt w kolejnych miesiącach.

**Transport:** zamknięcie gospodarki uderzyło przede wszystkim w transport osobowy, który – pomimo odbicia – pozostaje wyraźnie poniżej poziomów sprzed epidemii, co wynika z ograniczeń w transporcie lotniczym i niższego popytu na podróże prywatne i służbowe. Transport towarów nie ucierpiał aż tak mocno, ale i nie zarejestrował mocniejszego wybicia.

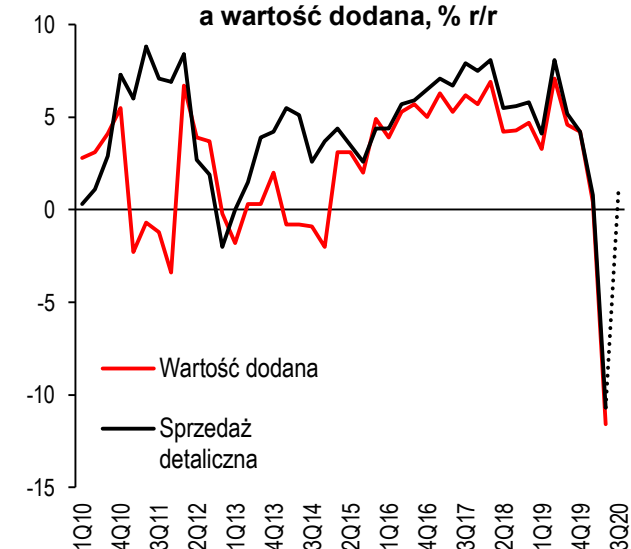
**Zakwaterowanie i gastronomia:** o ile nasze wewnętrzne dane o transakcjach kartami sugerują stan bliski normalizacji od wczesnego lipca, to jednak dane o ruchu turystycznym wciąż pokazują, że aktywność jest wyraźnie niższa niż przed rokiem, choć tempo poprawy szybkie. Spodziewamy się zatem, że sektor pozostanie pod kreską w III kw. 2020 r.

**Rozrywka:** nie mamy na ten temat dużo danych, więc ostrożnie nie zakładamy wyraźnego odbicia.

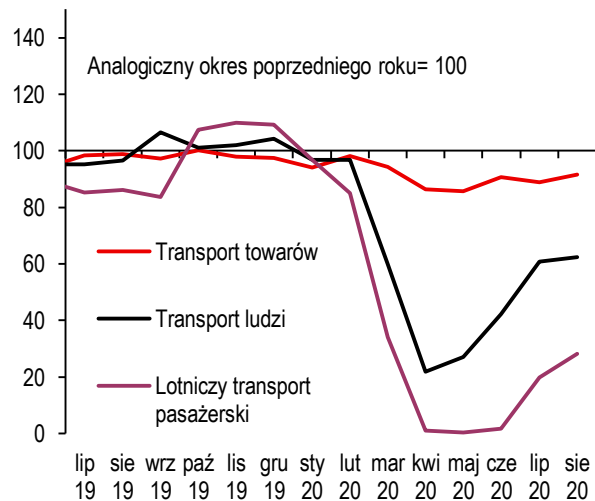
Przemysł: produkcja a wartość dodana, % r/r



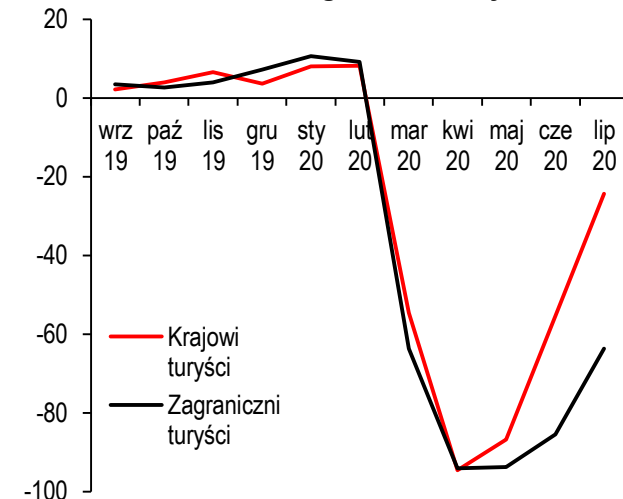
Handel: sprzedaż detaliczna a wartość dodana, % r/r



Transport towarów (w tonach) i osób



Liczba noclegów udzielonych, % r/r



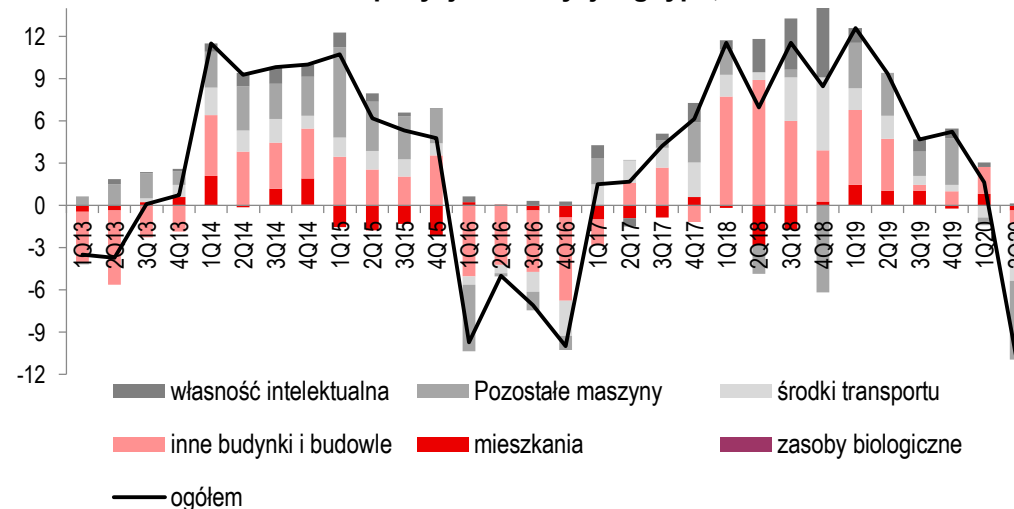
# Budownictwo słabiej w III kw.

Dla pozostałych sektorów spodziewamy się lekkiej poprawy sytuacji w ujęciu r/r w III kw. 2020 r. Jest jednak jeden warty uwagi wyjątek: budownictwo, w którym produkcja uległa załamaniu w III kw. 2020. Ten sektor prawdopodobnie będzie najmocniej ujemnie wpływał na strukturę wzrostu PKB w III kw. i naszym zdaniem może odjąć od niego nawet 1 punkt procentowy.

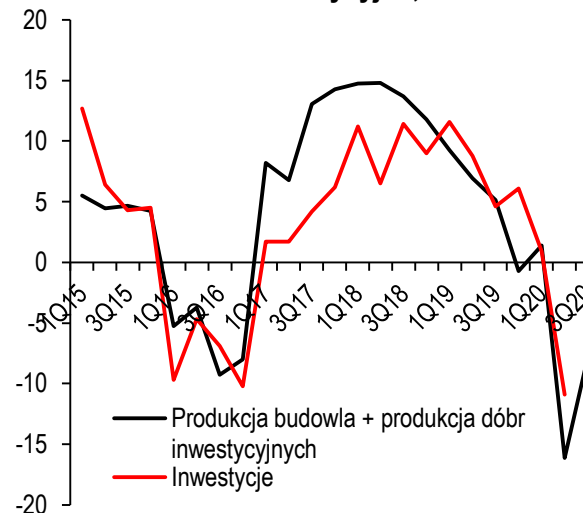
Spadek produkcji budowlanej to też zły znak dla inwestycji w III kw. W II kw. spadek nakładów inwestycyjnych głównie wynikał z niższych nakładów na maszyny i środki transportu. A o ile ten sektor zanotował całkiem niezły odbicie w III kw., co można wnioskować na podstawie produkcji przemysłowej dóbr inwestycyjnych, to jednak budownictwo będzie ciągnęło inwestycje w dół.

Słabe są też perspektywy dla inwestycji. Firmy optymalizują koszty, a nakłady inwestycyjne zapewne jako pierwsze pójdą pod nóż. NBPowski wskaźnik nowych i kontynuowanych inwestycji w firmach spadł w III kw. 2020 r. do najniższego poziomu w historii. Ponadto niższe wpływy podatkowe przełożą się na słabszą sytuację budżetową w samorządach., co zapewne i tutaj przełoży się na niższą działalność inwestycyjną. Jest pewna szansa na lepsze wyniki sektora centralnego ze względu na nowe plany inwestycji infrastrukturalnych i program Next Generation EU, ale te potrzebują czasu by nabrać rozpędu.

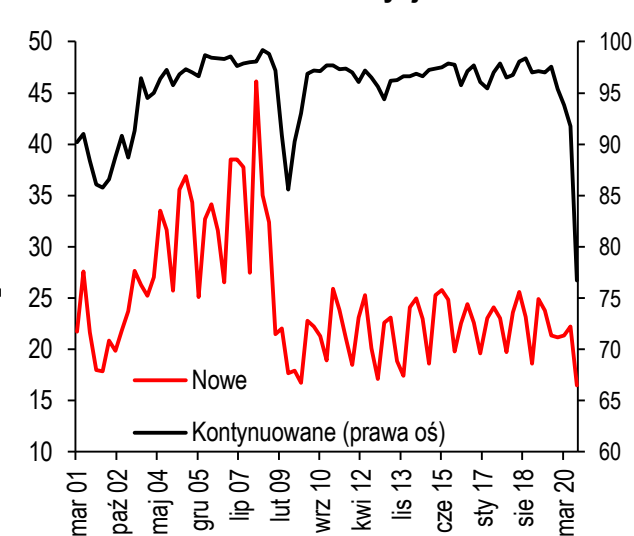
Dekompozycja inwestycji wg typu, % r/r



Inwestycje vs produkcja budowlana i dobra inwestycyjne, % r/r



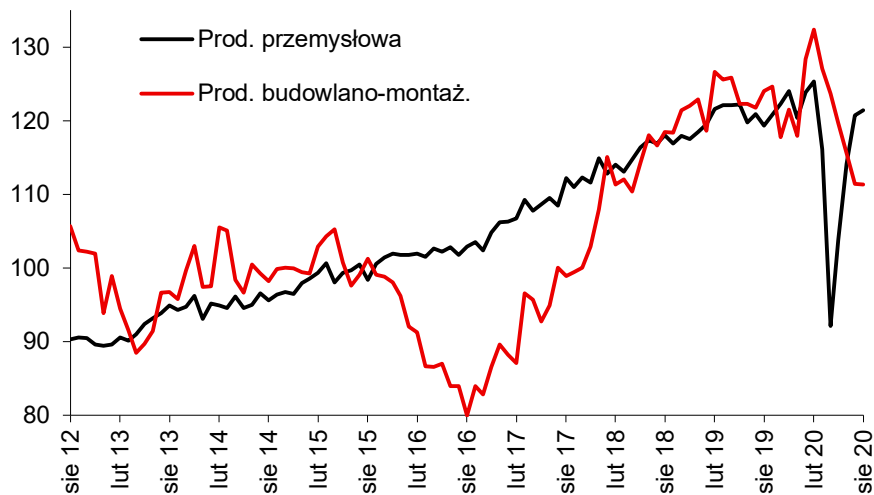
Wskaźnik inwestycji NBP





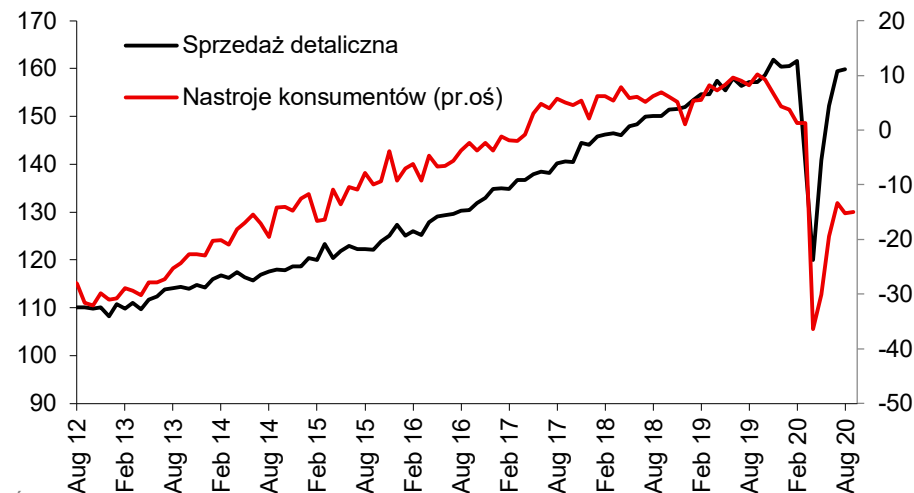
# Szybkie (choć nierówne) wyjście z dołka

Produkcja przemysłowa i budowlana, 2015=100 (dane odsezonowane)



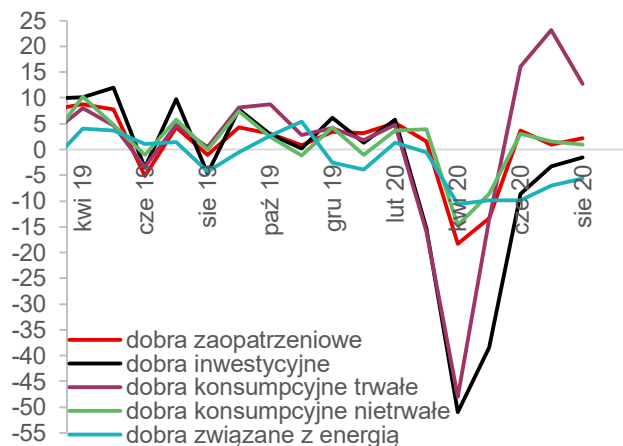
Źródło: GUS, Santander

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych, 2015=100 (dane odsezonowane) i nastroje konsumentów



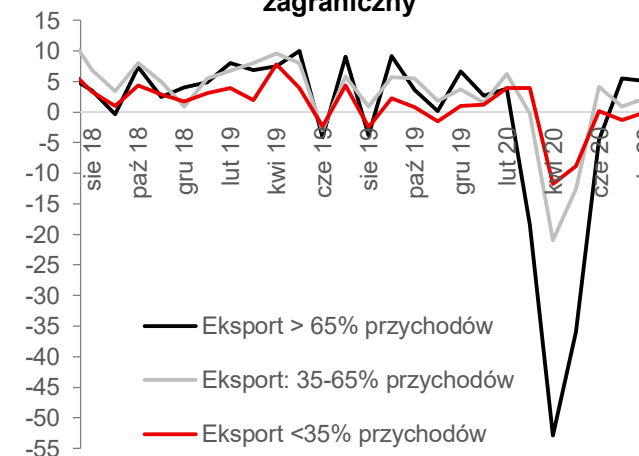
Źródło: GUS, Santander

Produkcja wg głównych grupowań, %r/r



Źródło: GUS, Santander

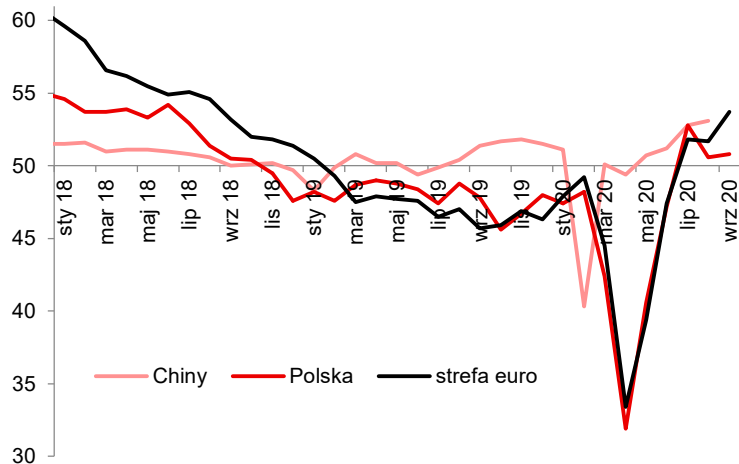
Produkcja przetwórcza, %r/r, Przemysły pogrupowane wg ekspozycji na popyt zagraniczny



Źródło: GUS, Santander

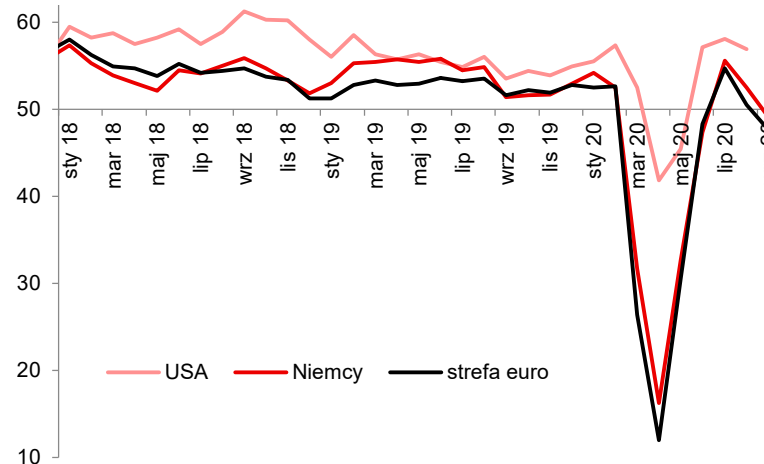
# Wskaźniki wyprzedzające sygnalizują wyhamowanie

Wskaźniki PMI w przemyśle



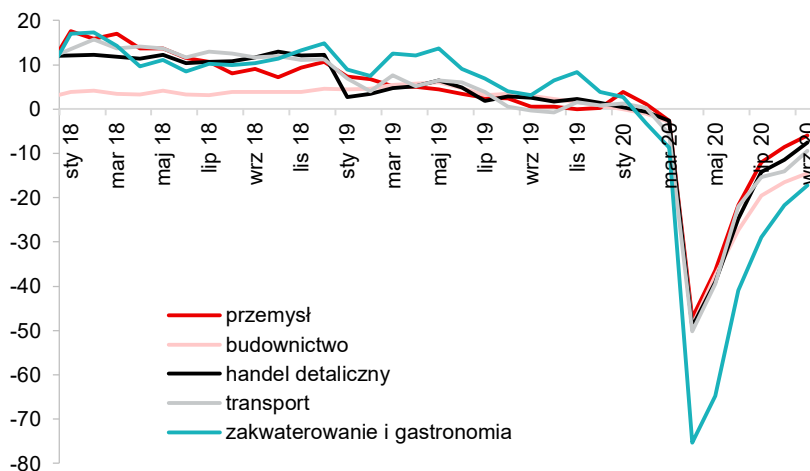
Źródło: Markit, Santander

Wskaźniki PMI w usługach



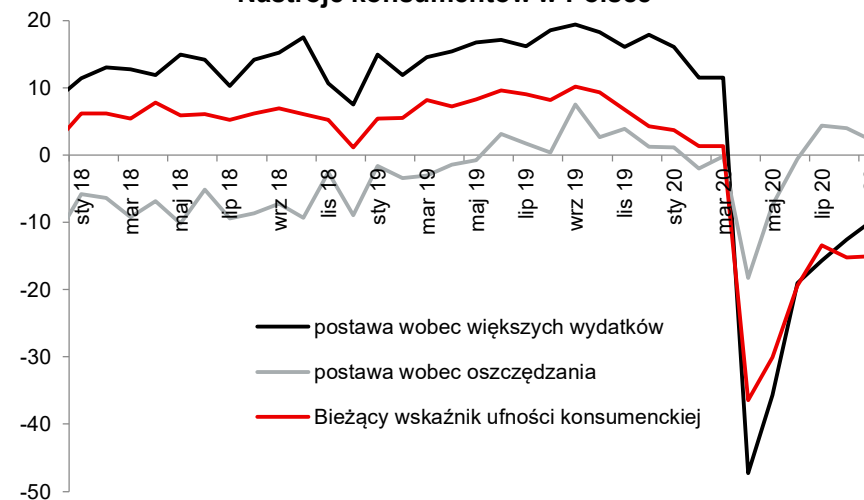
Źródło: Markit, Santander

Sektorowe wskaźniki koniunktury w Polsce



Źródło: GUS, Santander

Nastroje konsumentów w Polsce

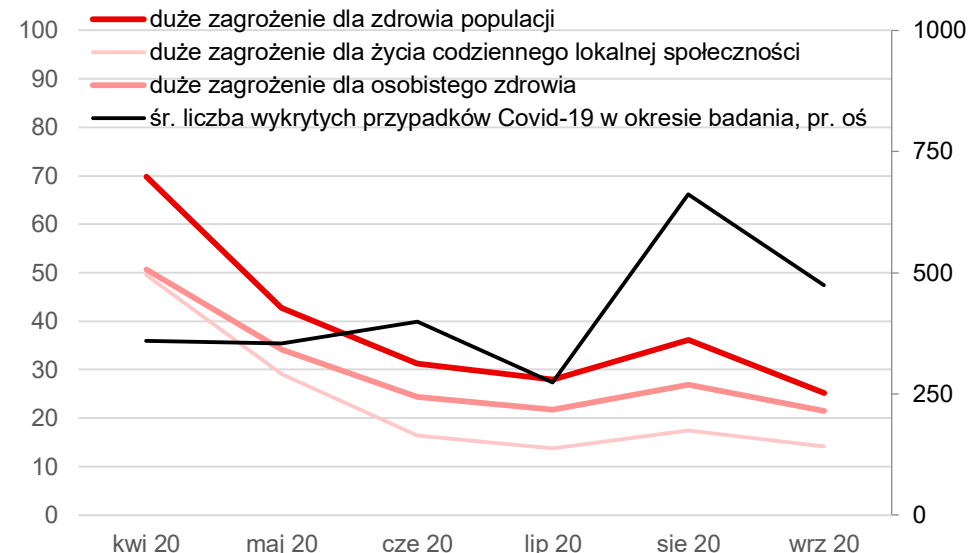


Źródło: GUS, Santander

# Nastroje odporne na wzrost zachorowań

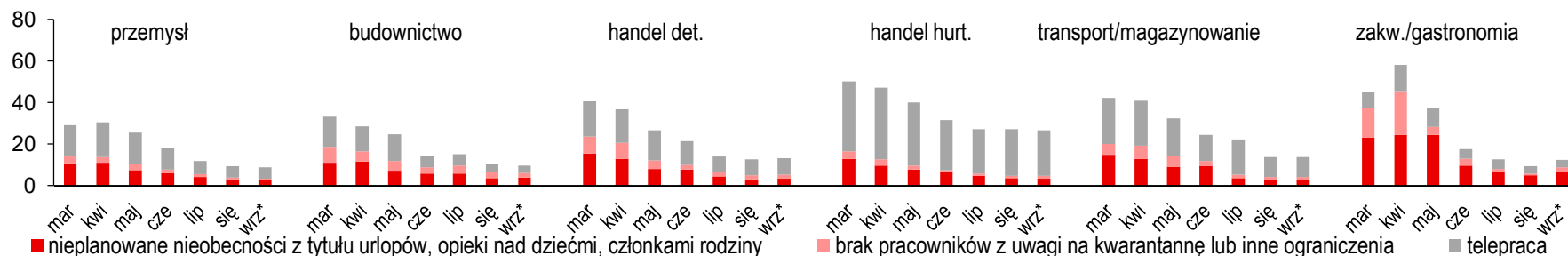
- Większa wiedza nt. zagrożenia i brak elementu zaskoczenia powodują, że konsumenci, firmy i rząd mogą nie zdecydować się tym razem na drastyczne środki „na wszelki wypadek”. Obecnie wprowadzane ograniczenia dotyczą wybranych powiatów i są mniejszym obciążeniem dla aktywności gospodarczej.
- Wg nas rosnące zachorowania (i wyniki z nich zmiany zachowania konsumentów i firm, więcej absencji w pracy i szersze restrykcje) mogą doprowadzić do spłaszczenia ścieżki gospodarczego odbicia, ale nie popchną gospodarki ku pogłębionej recesji.
- Choć obecna fala zachorowań jest dużo silniejsza niż ta wiosenna, w niewielkim stopniu odbiła się jak dotąd na nastrojach konsumentów. Zwracamy jednak uwagę, że pomiar nastrojów we wrześniu zakończono tuż przed nasileniem się epidemii.
- Wyższe statystyki Covid-19 na początku sierpnia wpłynęły na postawę konsumentów, ale ich reakcja była dużo mniejsza niż ta pierwotna mająca znamiona paniki. Oddają to opinie nt. wpływu pandemii na zdrowie osobiste i populacji oraz na życie codzienne lokalnych społeczności ankietowanych.
- Raport PMI za sierpień wspominał nasilenie zachorowań w Europie jako czynnik pogarszający warunki działalności polskiego przemysłu. Jednak wskaźniki koniunktury GUS i ESI wciąż rosły w tym czasie.
- Nie ma jeszcze potwierdzenia w danych że nasilone zachorowania odbijają się na dostępności pracowników w firmach.

Opinie konsumentów a intensywność zachorowań na Covid-19



Źródło: NBP, Santander

Wpływ pandemii na obecność w pracy, % załogi



\* oczekiwania firm

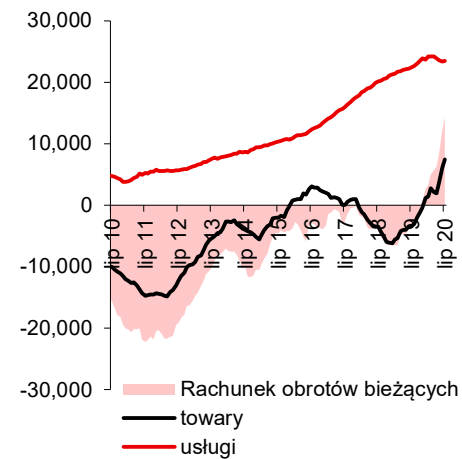
Źródło: GUS, Santander



# Handel zagraniczny: ostro w dół, ostro w górę

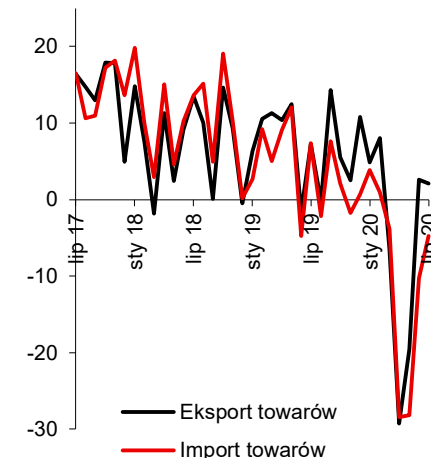
- Pandemia przyniosła znaczną poprawę równowagi zewnętrznej dzięki rekordowej nadwyżce w handlu towarowym i pomimo uszczerbku w nadwyżce handlu usługami.
- Na początku pandemii tak eksport jak i import zapadły się o ok. 30% r/r, ale eksport odbił zdecydowanie szybciej, tak że w czerwcu i lipcu rósł już o ok. 3% r/r. Perspektywy eksportu pozostają dobre a dodatnia luka względem dynamiki importu powinna się utrzymać, pomagając Polsce w wydostaniu się z recesji.
- Wskaźniki PMI i ESI sygnalizują postępujące ożywienie w Europie co powinno przełożyć się na wyższy popyt na polskie towary. Zwykle też w tej fazie cyklu polskim eksporterom udaje się zwiększyć udział w rynkach UE (zapewne dzięki ofercie tańszych substytutów dla firm i konsumentów) – Polska już skorzystała na skumulowaniu się popytu na dobra trwałe takie jak m.in. meble, sprzęt IT i inną elektronikę użytkową a także części samochodowe. Więcej na ten temat w [sektorowej części naszego raportu](#).
- Odporność niemieckiej gospodarki – najważniejszego partnera handlowego Polski – okazała się kluczowa dla odbicia polskiego eksportu. Sprzedaż do Niemiec zaczęła rosnąć w ujęciu r/r już w czerwcu (w przypadku Włoch i Francji początkowy spadek eksportu był dużo głębszy a jeszcze w lipcu dynamika r/r pozostawała ujemna. Niemcy odgrywają wiodącą rolę w ożywieniu w Europie co dobrze wróży polskiemu eksportowi.
- Załamanie importu Polski szczególnie mocno dotknęło relacji handlowych z Rosją (głównie za sprawą ropy, przez co spadek importu ogółem pogłębił się o dodatkowe 5pp) a wychodzenie z dołka przychodzi z trudem. Z drugiej strony, dostawy z Chin i Korei Płd. nie wyglądają na osłabione pandemią: z dwucyfrowym wzrostem importu dóbr kapitałowych z obu krajów, dóbr pośrednich z Korei i dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku z Chin. Wg nas to znak, że polskie firmy chcą wykorzystać szanse biznesowe stwarzane przez ożywienie, nie poprzestają na defensywnym podejściu.

12M suma krocząca sald, mIn EUR



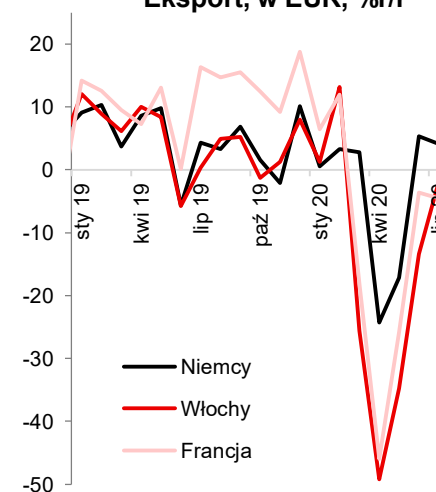
Źródło: NBP, Santander

Handel zagraniczny, bilans płatniczy, w EUR, %r/r



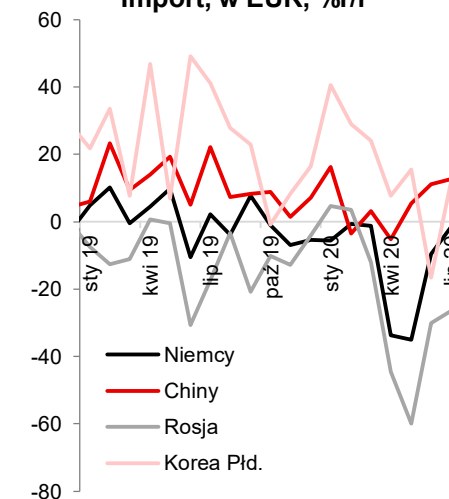
Źródło: NBP, Santander

Eksport, w EUR, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Import, w EUR, %r/r

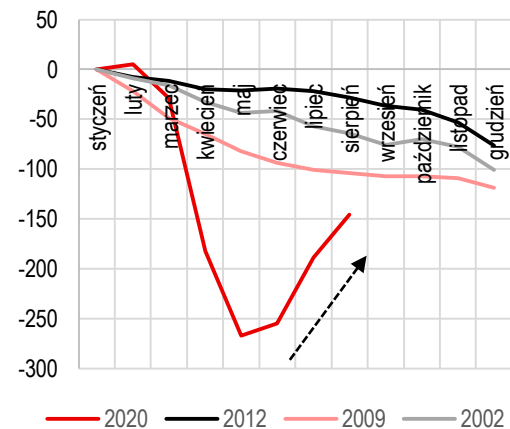


Źródło: GUS, Santander

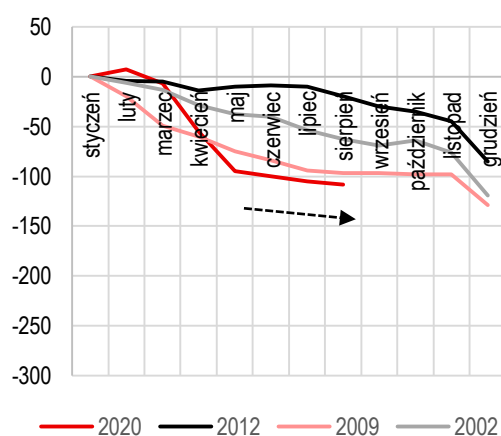
# Rynek pracy uniknął negatywnego scenariusza

- Przeciętne zatrudnienie w firmach spadło, ale według naszych szacunków w początkowej fazie spowolnienia jedynie 1/3 z tego stanowiły faktyczne redukcje miejsc pracy. Pozostała część to zmniejszenie godzinowego wymiaru pracy. Spadek zatrudnienia częściej dotyczył firmy, które jeszcze przed pandemią borykały się z wysokimi kosztami pracy i słabą kondycją finansową.
- W czerwcu-lipcu, przeciętne zatrudnienie zaczęło rosnąć (pod wpływem zwiększania godzinowego wymiaru pracy), ale jednocześnie liczba miejsc pracy nadal spadała.
- Jak do tej pory, stopa bezrobocia wzrosła tylko nieznacznie, ale oficjalne dane niedoszacowują obecnego stanu rynku pracy i pełen wpływ pandemii na rynek pracy jeszcze się nie ujawnił. Jednocześnie, stopa bezrobocia raczej nie osiągnie dwucyfrowego poziomu.
- Ograniczone zwolnienia były możliwe za cenę znacznego spowolnienia płac. W efekcie, siła nabywczą konsumentów istotnie się obniżyła i przez następne kilka kwartałów sytuacja nie ulegnie poprawie bowiem problem niedoboru siły roboczej już nie jest tak istotny, a firmy skupiają się teraz na obniżeniu kosztów.

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, różnica w stosunku do stycznia (tys).



Liczba zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw, różnica w stosunku do stycznia (tys).



Źródło: GUS, Santander

Łączny fundusz pracy w sektorze przedsiębiorstw, % r/r

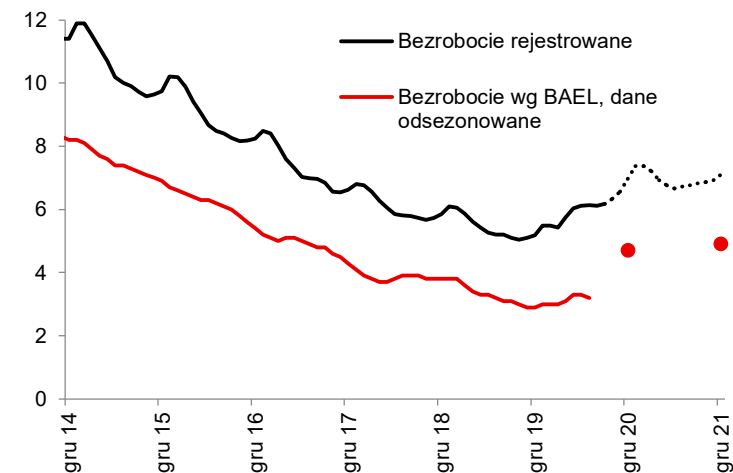


Źródło: GUS, Santander

# Bezrobocie jeszcze wzrośnie

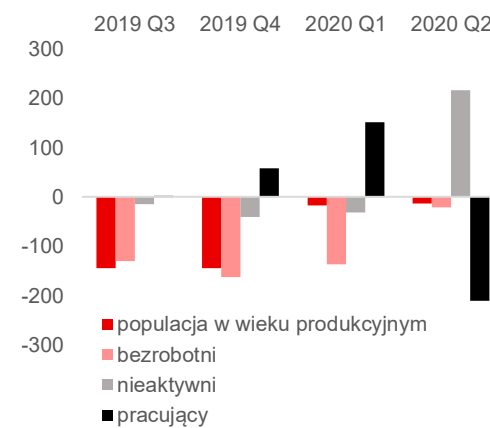
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w sierpniu 6,1% wobec średnio 5,5% w I kw. Bezrobocie BAEL urosło z 3% w I kw. do zaledwie 3,3% w II kw. Czy rynek pracy naprawdę jest aż tak odporny na załamanie gospodarcze?
- Narzędzia rządowe na rzecz ochrony zatrudnienia i dochodów gospodarstw domowych, z kosztem przekraczającym 100 mld zł, pomogły uniknąć natychmiastowych masowych bankructw i skokowego przyrostu bezrobocia. Ich ochronny wpływ przestaje jednak działać.
- Większość narzędzi w ramach tarczy antykryzysowej (koszt 40-50 mld zł) była dostępna przez trzy miesiące i uruchamiana w II kw., zatem coraz większa część z nich już wygasa. Opóźnienie w reakcji bezrobocia wprowadzały też umowy z trzymiesięcznym okresem wypowiedzenia. Tarcza finansowa (60 mld zł dla mikro- i MŚP) na rzecz zachowania zatrudnienia będzie miała punkt kontrolny dopiero w połowie 2021 r. (im mniej redukcji tym większe umorzenie pożyczki) więc wciąż działa na rzecz chomikowania pracy.
- Niektóre działania pomocowe zniechęcały do rejestrowania się jako bezrobotny przed wrześniem 2020 r.: zasiłek solidarnościowy dostępny między czerwcem a sierpniem przewyższał zasiłek dla bezrobotnych, ale odbierać można było tylko jeden z nich. Do tego zapowiadano wzrost zasiłku dla bezrobotnych o 36% od września. Stopę bezrobocia dodatkowo stabilizował odpływ pracujących migrantów.
- Powodem stabilności bezrobocia BAEL była metoda badania: ankietowani muszą aktywnie szukać pracy, żeby być uznani za bezrobotnych – załamanie popytu na pracę i lockdown zapewne silnie zniechęcały do aktywnego poszukiwania zatrudnienia przez pewien czas (wzrost nieaktywnych raczej niż bezrobotnych).
- Wskaźniki popytu na pracę w dużym stopniu odrobiły spadki, ale wg nas nie na tyle, żeby zapobiec wzrostowi bezrobocia. Oceniamy, że miara BAEL osiągnie 4,7% jeszcze w tym roku i 4,9% na koniec 2021 r. Bezrobocie rejestrowane może dojść do 7% w grudniu br., osiągnąć szczyt na 7,4% w I kw. 21 r. a na koniec przyszłego roku wycofać się na 7,1%.

Reakcja stopy bezrobocia na pandemię



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

BAEL – zmiany statusu na rynku pracy, r/r (tys.)



Źródło: GUS, Santander

Wskaźnik zatrudnienia ESI a zatrudnienie

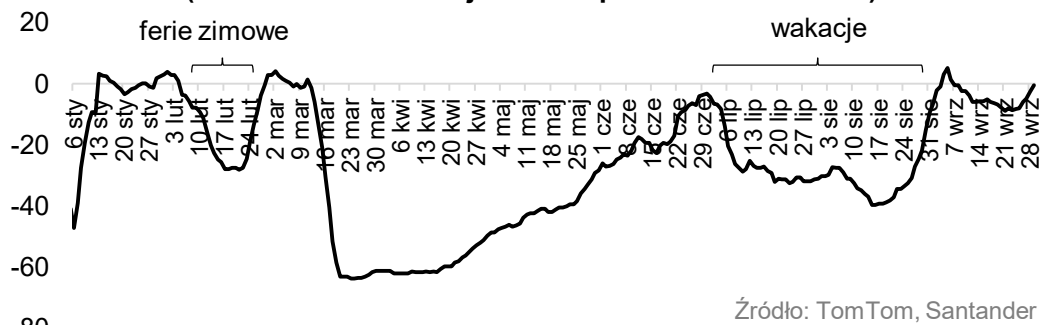


Źródło: GUS, Komisja Europejska, Santander

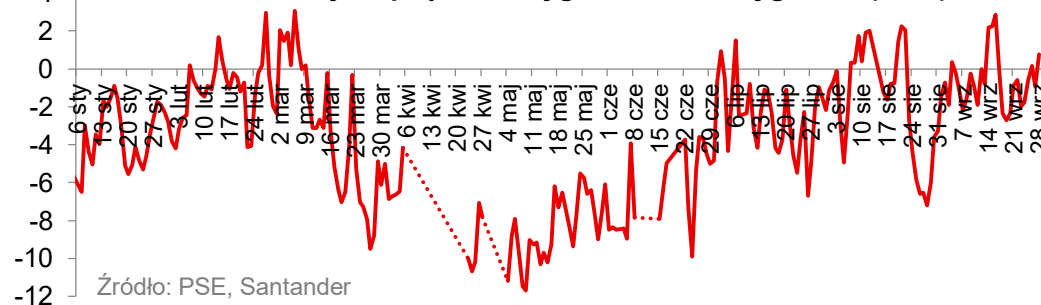


# Gospodarka na żywo: wyplaszczenie?

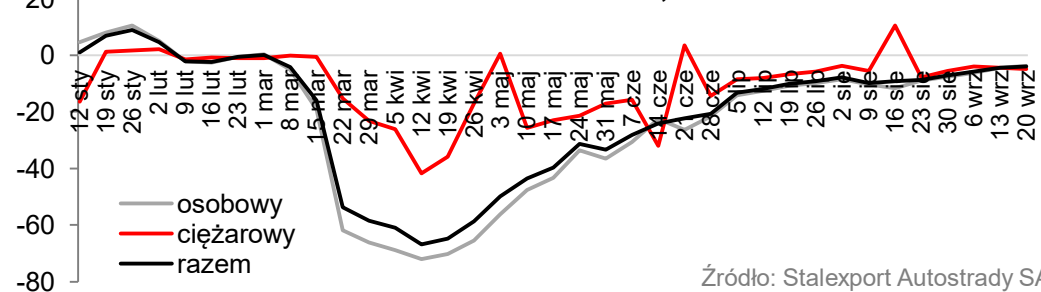
### Natężenie ruchu drogowego w Warszawie (7d średnia ruchoma jako % odpowiednika z 2019 r.)



### Dzienne zużycie prądu, skorygowane o dni tygodnia (% r/r)



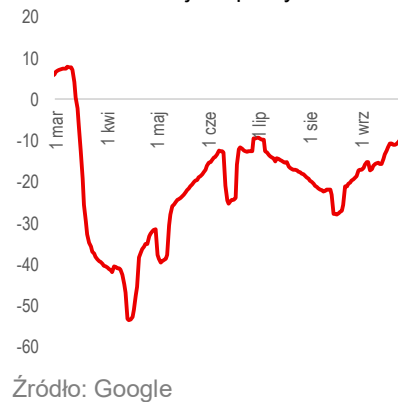
### Ruch na autostradzie A4, % r/r



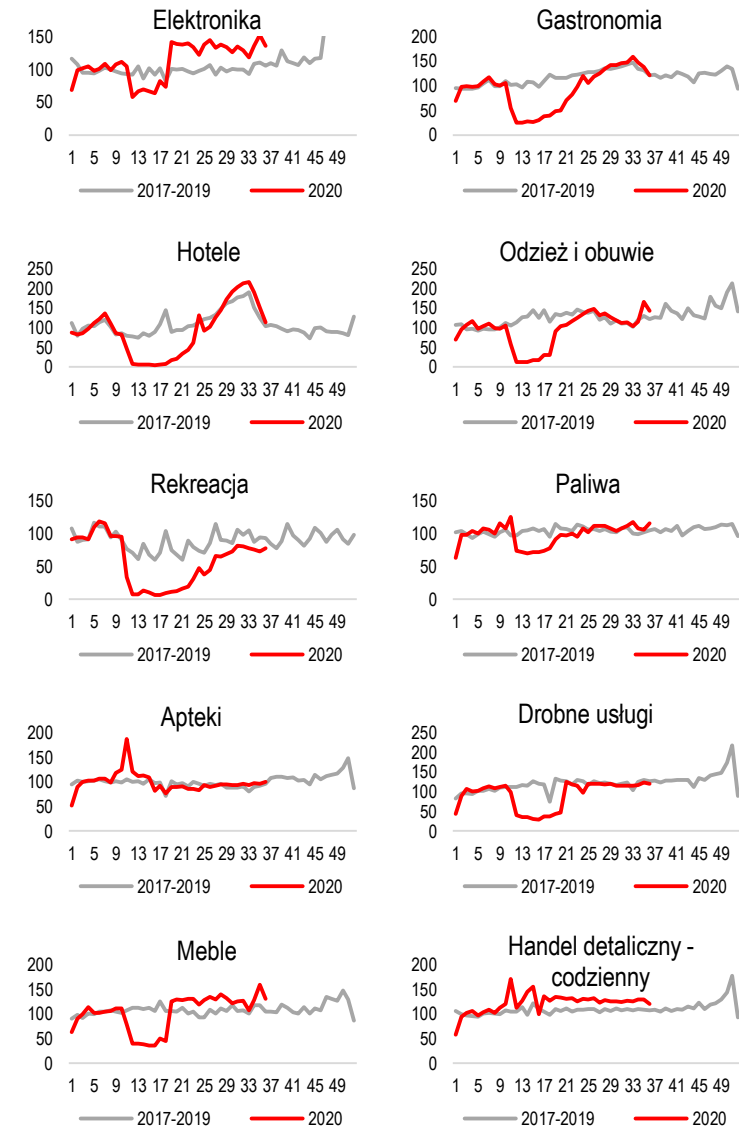
### Report Google o mobilności 7d średnia ruchoma odchylenie wobec stycznia



### Miejsca pracy



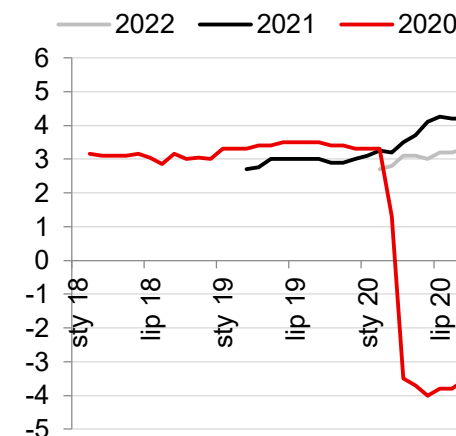
### Płatności z kart kredytowych w wybranych kategoriach (pierwsze 10 tygodni roku = 100)



# Dlaczego Polska może dość szybko wrócić do formy :

- 🦠 Wyjątkowo mały udział sektorów związanych z turystyką i podróżowaniem, relatywnie duży udział przemysłu i handlu
- 🦠 Bardzo zdywersyfikowana i uniwersalna gospodarka; elastyczni przedsiębiorcy gotowi wykorzystywać szanse
- 🦠 Konkurencyjność cenowa => efekt substytucji  
(Polskie firmy zazwyczaj wypychają konkurencję z rynków UE w trudnych czasach)
- 🦠 Brak nierównowag ekonomicznych przed kryzysem
- 🦠 Relatywnie duże (w relacji do PKB) wsparcie w czasie kryzysu ze strony rządu i banku centralnego
- 🦠 Silne powiązania z gospodarką Niemiec, która może być liderem ożywienia w Europie
- 🦠 Skrócenie globalnego łańcucha dostaw (Polska może umocnić swoją pozycję ośrodka przemysłowego w Europie)
- 🦠 Potencjalnie duży przydział dla Polski środków ze nowego unijnego pakietu pomocowego (ryzyko znacznego spadku środków dla Polski w kolejnych siedmiu latach zniknęło po tym jak na lipcowym szczycie osiągnięto porozumienie ws. budżetu)

**Konsensusu Bloomberg  
dla PKB Polski:**



Kropki to bieżące prognozy Santander Bank Polska  
Źródło: Bloomberg, Santander





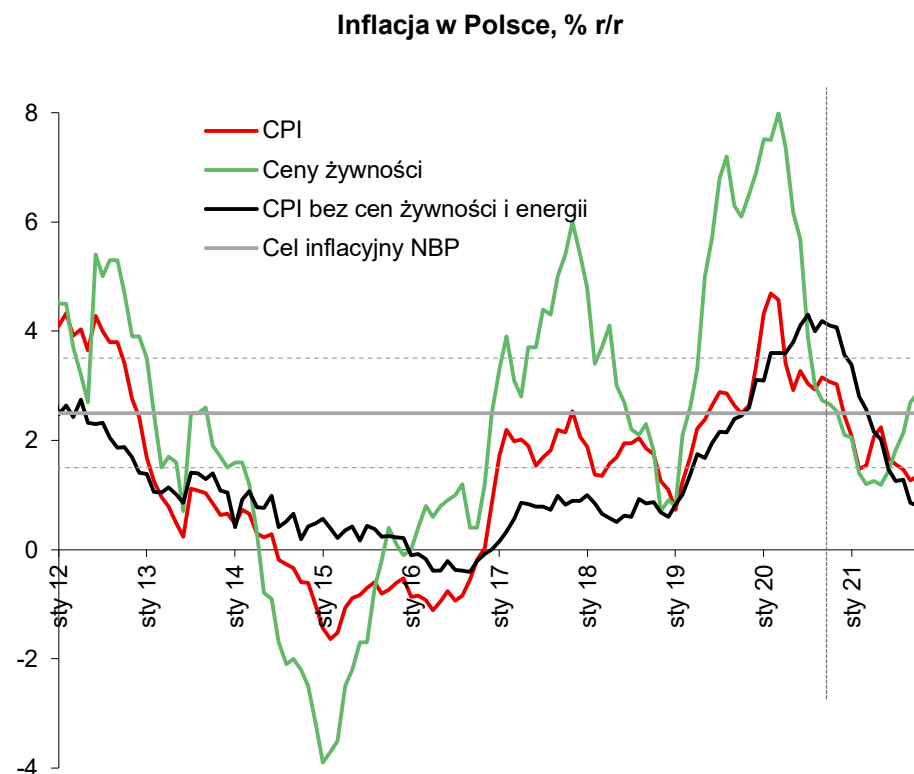
# Dezynflacyjny wpływ Covid-19

Według nas, szok gospodarczy wywołany przez pandemię Covid-19 będzie miał ostatecznie efekt dezynflacyjny. W wielu krajach miary inflacji pierwotnie uległy obniżeniu, ale następnie odbiły na skutek przejściowych zakłóceń (problemy z pomiarem, podwyższone opłaty na skutek Covid-19).

Inflacja w Polsce pozostaje na podwyższonym poziomie, ale powinna zacząć zakręcać w dół mniej więcej teraz – inflacja bazowa wzrosła do 4,3% r/r w lipcu, najwyższej od 18 lat, jednak w sierpniu obniżyła się po raz pierwszy od grudnia 2018 a we wrześniu prawdopodobnie utrzymała się poniżej maksimum.

Inflacja powinna obniżać się w nadchodzących kwartałach, z dużym prawdopodobieństwem do poniżej 2% r/r w 2021. Inflacji bazowej schodzenie w dół może zająć więcej czasu, jednak w grudniu 2020 już powinna być poniżej 3,5% r/r a w połowie 2021 roku może nawet spaść do poniżej 1,5% r/r.

Oprócz obniżającej się inflacji bazowej, inflacja będzie spychana w dół przez ceny żywności, w szczególności po wprowadzeniu przez Chiny zakazu importu wieprzowiny z Niemiec, który przyczyni się do spadku cen mięsa na rynkach europejskich.

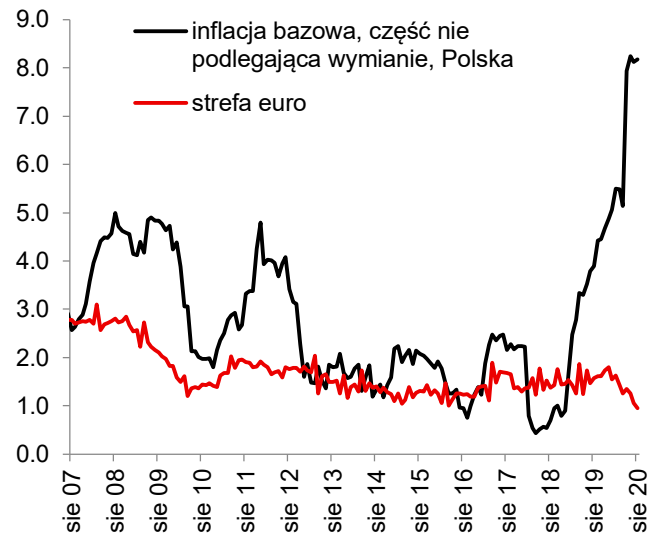


Source: GUS, NBP, Santander

# Zwrot w cenach usług i importowanej inflacji

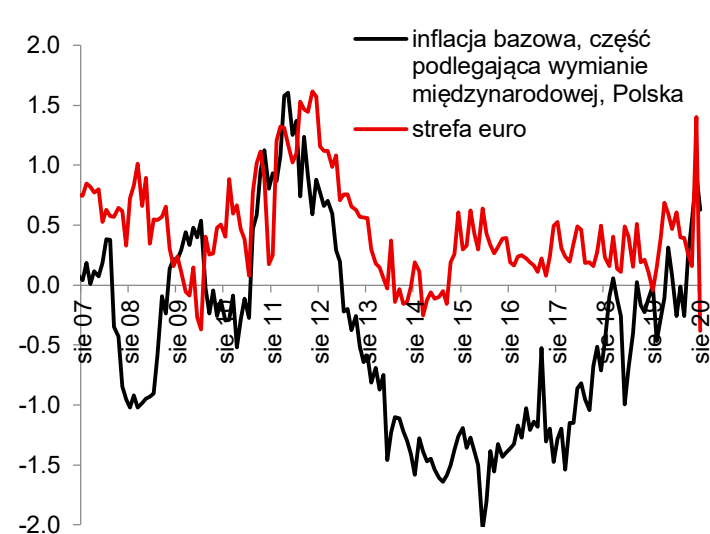
- Inflacja cen usług w Polsce obniżyła się w sierpniu, ale nie był to jeszcze szeroki zwrot w dół. Za spadek odpowiadały usługi transportowe i wczasy, podczas gdy inne kategorie usługowe pozostały na historycznie wysokich poziomach nie spadając.
- Zwracamy uwagę, że to zjawisko intensywnego wzrostu cen usług (czy nieco szerzej: części inflacji bazowej nie podlegającej wymianie międzynarodowej), które wystąpiło w Polsce, nie było obserwowane w strefie euro. Zamiast tego, inflacja cen usług była tam stabilna od marca do czerwca a potem zaczęła spadać. Generalnie polska inflacja dóbr i usług nie podlegających wymianie zwykle powraca do poziomu strefy euro i podąża za jej trendem, choć czasami dywergencja potrafi się długo utrzymywać (a do tego ta obecna jest wyjątkowo silna).
- Nagłe przyspieszenie w strefie euro części inflacji bazowej podlegającej wymianie międzynarodowej w lipcu zamieniło się w sierpniu w jeszcze silniejszy spadek, co pokazuje, że presja z zagranicy na krajowe ceny staje się istotnie ujemna. Z drugiej strony ostatnia deprecjacja złotego działa w przeciwnym kierunku.
- Szerokie spadki PPI również sugerują nasiloną konkurencję cenową w warunkach ograniczonego popytu. W sierpniu obniżyła się dynamika PPI dla wszystkich 22 kategorii przemysłu pokrytych w Biuletynie Statystycznym a w 14 przypadkach była poniżej zera.

Inflacja HICP w Polsce i strefie euro, % r/r



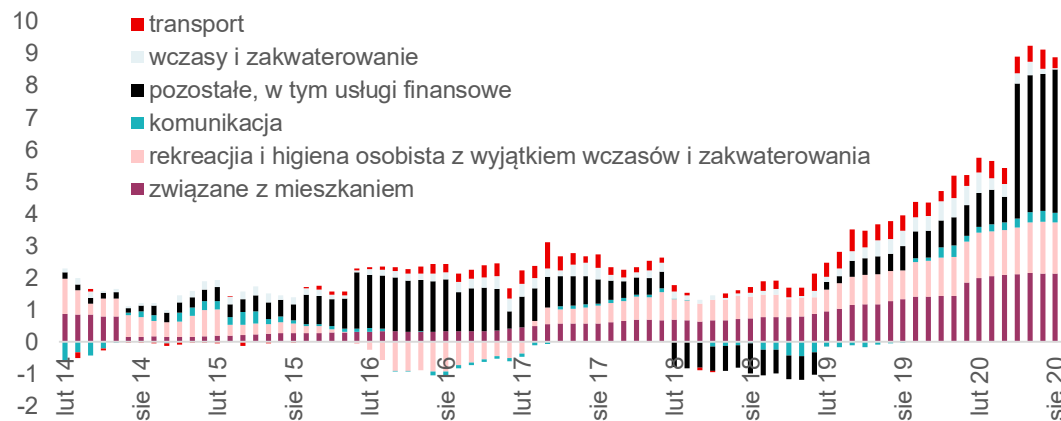
Źródło: Eurostat, Santander

Inflacja HICP w Polsce i strefie euro, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

Struktura inflacji cen usług HICP w Polsce, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

# Polityka pieniężna: stopy niżej na dłużej

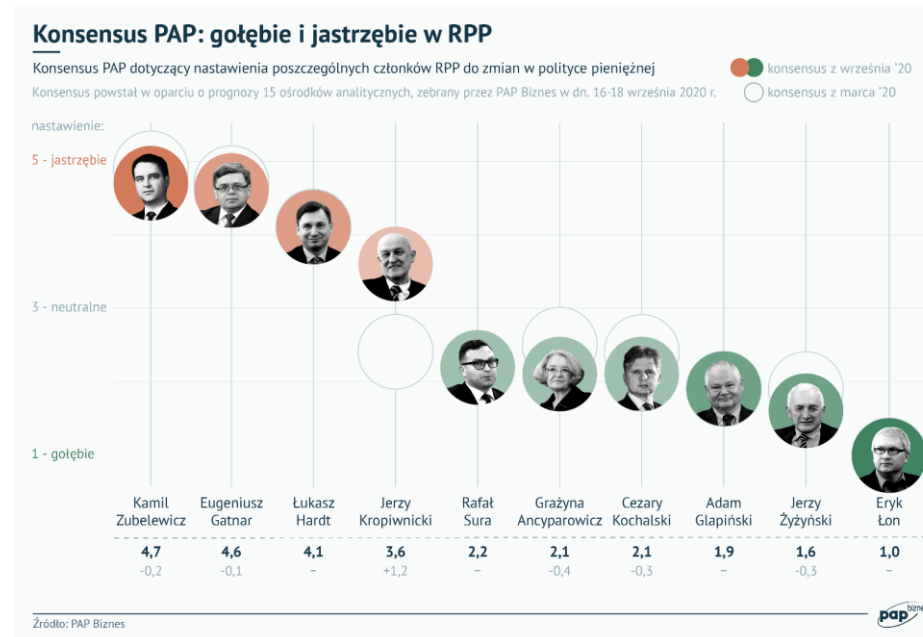
Po pełnym wrażeń drugim kwartale przez kolejne kilka miesięcy wiało nudą w polityce pieniężnej w Polsce. O ile gospodarka wracała do życia, to bank centralny wciąż pracował jak w szczycie epidemii: posiedzenia RPP skrócono do jednego dnia i zrezygnowano ze wszystkich konferencji, więc komunikacja z rynkiem była szczątkowa.

[Założenia polityki pieniężnej na 2021 r.](#) nie wprowadziły zmianie w strategii NBP czy w jego instrumentarium, jedynie formalnie dodano instrumenty już użyte w tym roku (skup aktywów).

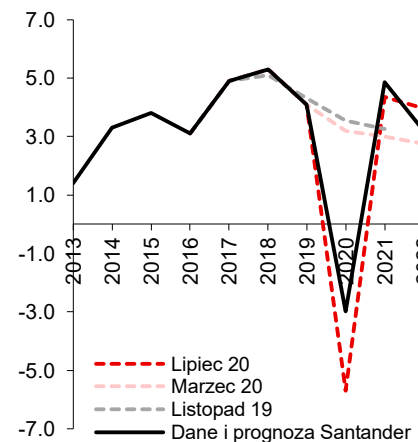
Ostatnie komentarze członków RPP sugerują rosnącą polaryzację poglądów, przy czym większość wciąż jest zgromadzona wokół prezesa NBP Adama Glapińskiego i wspiera stabilizację stóp przez dłuższy czas, możliwe że nawet do końca kadencji (co wydaje nam się najbardziej wiarygodnym scenariuszem). Mniejszość z kolei chciałaby normalizacji stóp w 2021 r.

Uważamy, że RPP nie będzie zbyt martwiła się ostatnim osłabieniem złotego, gdyż właśnie na to liczyła w połowie roku. Badania NBP wskazują, że mechanizm pass-through z kursu do inflacji jest raczej słaby podczas spowolnienia. A nawet jeśli taki efekt się pojawi, to naszym zdaniem tolerancja banku centralnego na tymczasowe odchylenia inflacji od celu może być większa niż wcześniej, podobnie jak ma to miejsce w przypadku Fedu.

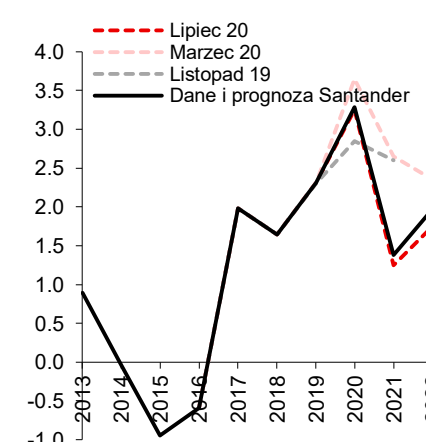
Obecnie wydaje się oczywiste, że prognozy NBP co do wzrostu PKB i inflacji z lipca były zbyt pesymistyczne, ale to raczej nie wpłynie na perspektywę polityki pieniężnej.



Prognozy PKB wg NBP a nasze obecne prognozy



Prognozy CPI wg NBP a nasze obecne prognozy



Źródło: NBP, Santander

# Polityka fiskalna: duże deficyty w latach 2020-21

Rząd zatwierdził nowelizację budżetu na 2020 r. oraz projekt budżetu na 2021 r. Limit deficytu na 2020 r. został podniesiony z 0 do 109,3 mld zł, podczas gdy deficyt na 2021 r. zaplanowano na 82,3 mld zł. Więcej na temat budżetu w 2020 r. napisaliśmy [tutaj](#) a w 2021 r. [tutaj](#).

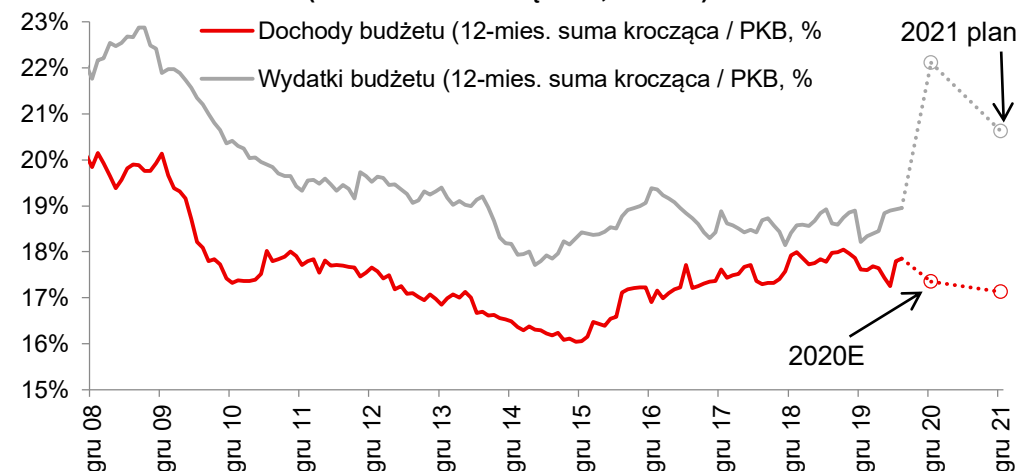
Deficyty całego sektora finansów publicznych według metodologii Eurostatu (GG) są pokaźne: 12% PKB w tym roku i 6% w przyszłym, podobnie jak i potrzeby pożyczkowe (> 100 mld zł netto w każdym roku). Jednakże, do sierpnia deficyt budżetu centralnego był raczej pod kontrolą (13,3 mld zł), a naszym zdaniem programy wsparcia PFR i BGK nie zostaną w całości wykorzystane (maksymalnie 80% z 200 mld zł) a rząd prawdopodobnie nie zrealizuje programu inwestycji infrastrukturalnych (12,1 mld zł). A zatem, nie zdziwilibyśmy się, gdyby ostatecznie deficyt w 2020 r. był bliżej 10% PKB.

Większa część tegorocznej emisji długu już miała miejsce i rząd nie powinien mieć żadnych problemów z finansowaniem ze względu na wysoką nadpłynność sektora bankowego, program skupu aktywów NBP oraz bufor płynności Ministerstwa Finansów (>120 mld zł).

Efektorem wysokich deficytów będzie bezprecedensowy skok długu publicznego: o prawie 20 punktów procentowych w dwa lata, z 46,0% w 2019 r. do 61,9% w 2020 r. i 64,1% w 2021, tak przynajmniej zakładają rządowe prognozy.

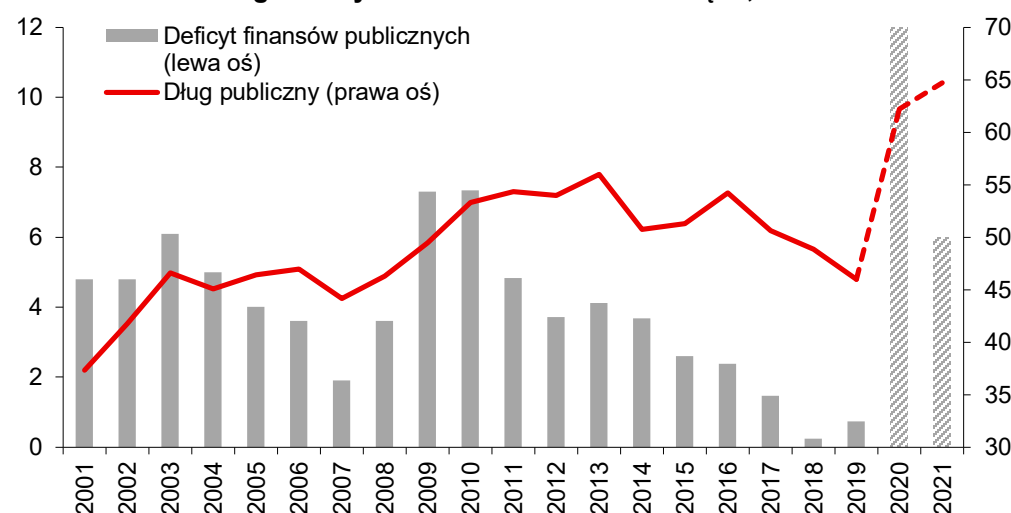
Jednak dług według krajowej definicji (wyłączającej niektóre fundusze i agencje, jak np. PFR) wzrośnie mniej wyraźnie: z 43,6% PKB w 2019 r. do 50,4% w 2020 r. i 52,7% w 2021 r. Do konstytucyjnego limitu 60% PKB wciąż daleko.

Dochody i wydatki budżetu centralnego do PKB  
(suma w 12 miesiącach, % PKB)



Źródło: Ministerstwo Finansów,, Santander

Dług i deficyt sektora GG – szacunki rządu, % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



# Rynki finansowe

A blurred background image showing a desk with financial documents, a pen, and various charts and graphs. The focus is on the text and the large number '2'.

2





# Rynek FX – EUR/PLN na covidowym szczycie

Złoty osłabił się wyraźnie we wrześniu wskutek pogorszenia nastroju na globalnym rynku.

Awersja do ryzyka nasiliła się w wyniku wzrostu liczby nowych przypadków COVID-19 w niektórych rejonach świata (w tym w Europie Wschodniej) i danych wskazujących na spowolnienie tempa odbicia gospodarczego.

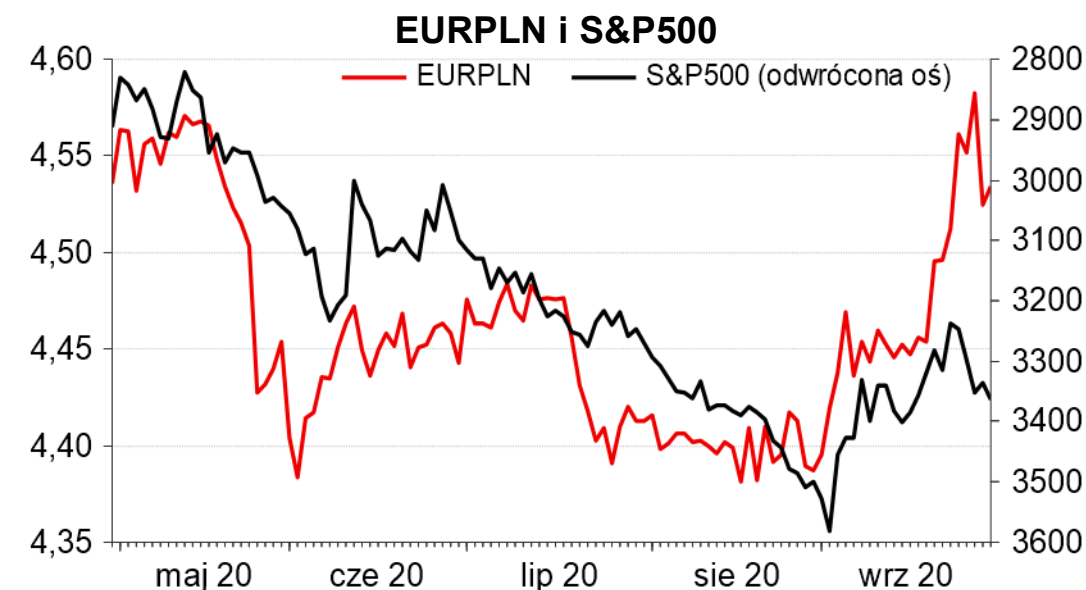
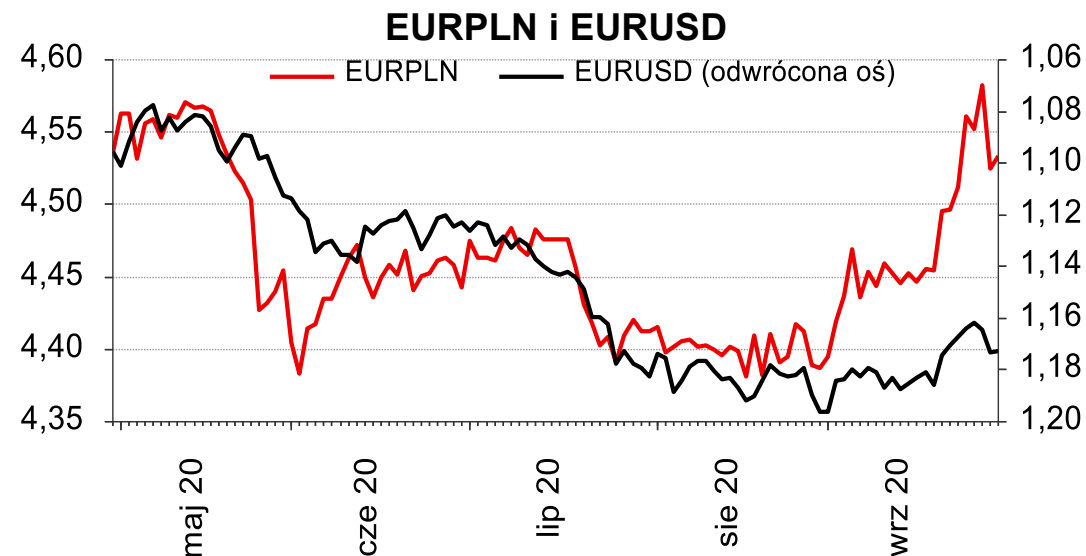
W rezultacie, kurs EURPLN odbił do 4,60, tylko nieco poniżej wielomiesięcznego maksimum na 4,63 z marca osiągniętego w szczycie awersji do ryzyka napędzanej pandemią COVID-19.

Patrząc na grupę walut z rynków wschodzących widać, że waluty z regionu CEE radziły sobie we wrześniu słabiej niż ich odpowiedniki z Ameryki Południowej czy Azji.

Tempo odbicia gospodarczego może spowolnić pod wpływem wzrostu liczby nowych przypadków COVID-19, ale nie sądzimy, by restrykcje wróciły w takiej skali jak w marcu.

Dodatkowo, obecna korekta na giełdach jest na razie mniejsza niż te z ostatnich miesięcy lub zatrzymała się powyżej ważnych poziomów wsparcia. Nawet jeśli indeksy będą dalej spadać, to nie zakładamy, że zniżki przyjmą podobne rozmiary do tych z marca.

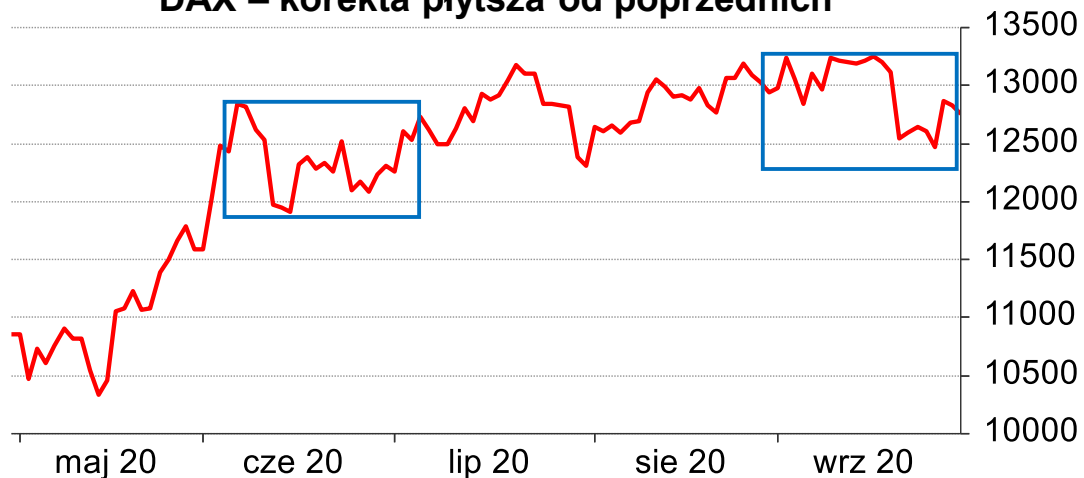
Dlatego podtrzymujemy naszą prognozę mocniejszego złotego w horyzoncie do końca roku.





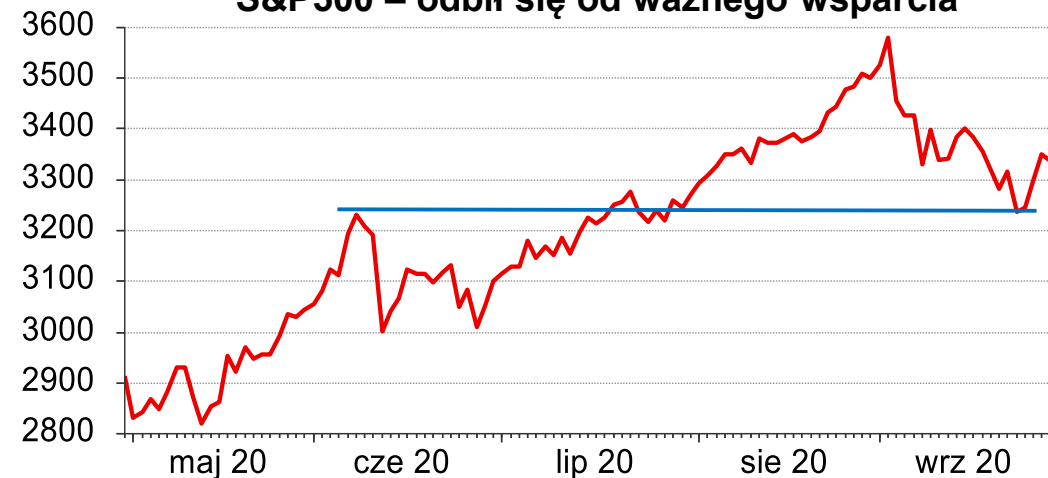
# Rynek FX – Tylko przejściowe pogorszenie nastrojów

## DAX – korekta płytsza od poprzednich



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## S&P500 – odbił się od ważnego wsparcia



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Złoto – coraz mniejsze zainteresowanie



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## VIX – przejściowy wzrost poniżej poprzedniego szczytu



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



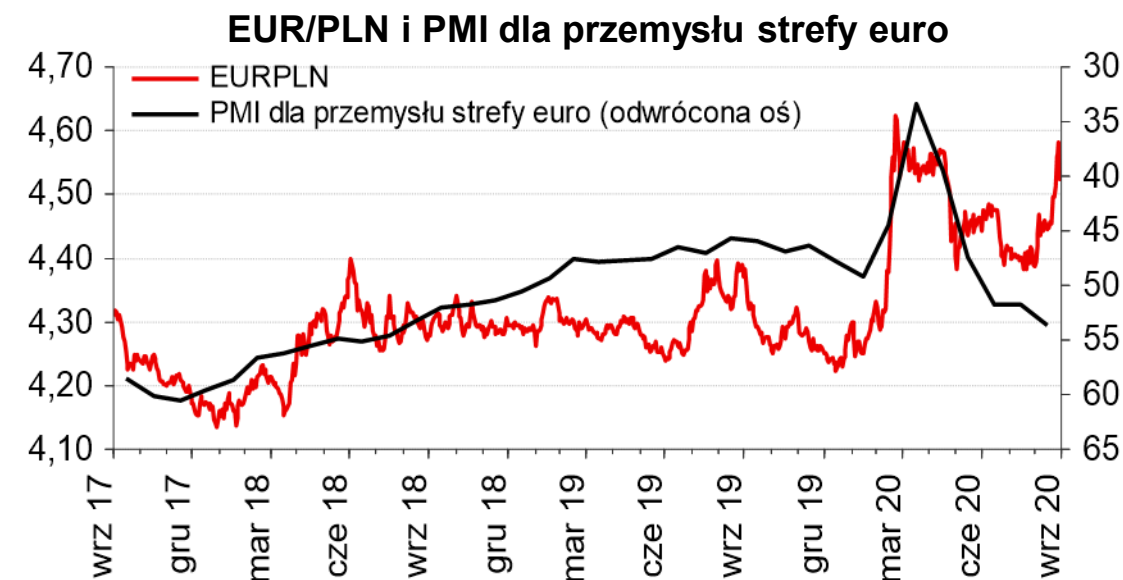
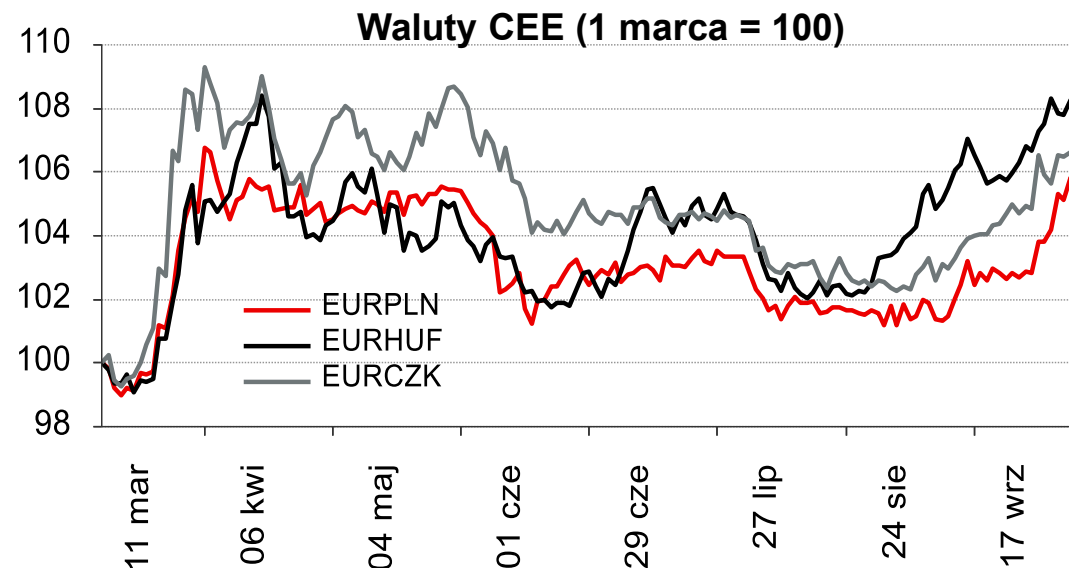
# Rynek FX – Osłabienie złotego przesadzone

Złoty, korona, forint i rubel oraz kilka innych walut z rynków są obecnie na minimach z marca, osiągniętych w szczycie awersji do ryzyka wywołanej pandemią koronawirusa.

Chociaż nie jest to odzwierciedlone w notowaniach indeksów giełdowych, rynek walutowy mógł zacząć wyceniać scenariusz, w którym kolejna fala zachorowań w dużym stopniu negatywnie wpłynie na globalny wzrost gospodarczy.

Sądzymy, że obecny poziom złotego i innych walut z rynków wschodzących nie jest uzasadniony biorąc pod uwagę bieżącą i oczekiwaną tendencją na giełdach (brak dalszych spadków) i EURUSD (powrót do 1,18 na koniec roku). Powrócić mogą restrykcje w celu uzyskania większego dystansu społecznego i spaść może aktywność konsumentów, ale dynamiki wzrostu raczej nie wrócą do minimów obecnego cyklu.

Warto przypomnieć, że wyprzedaż ryzykownych aktywów z pierwszej połowy br. była mniejsza niż ta z 2007/2008, choć teraz recesja jest dużo głębsza niż w następstwie światowego kryzysu finansowego. W naszej ocenie, mniejsza reakcja rynku może wynikać z faktu wprowadzenia przez banki centralne niestandardowych działań w poprzednich latach, które nauczyły inwestorów, że banki pomogą w razie potrzeby.





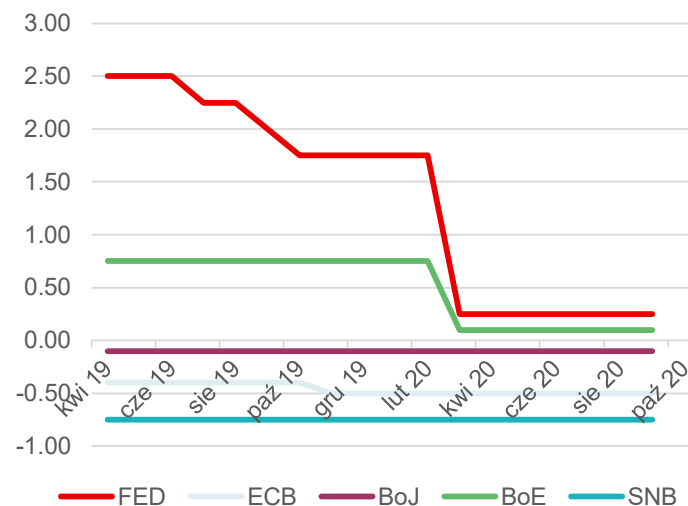
# W III kw. banki centralne nie zmieniały stóp...

Na skutek pandemii w II kw. banki centralne mocno cięły stopy procentowe. Jednak w III kw. stopy procentowe ustabilizowały się, w szczególności:

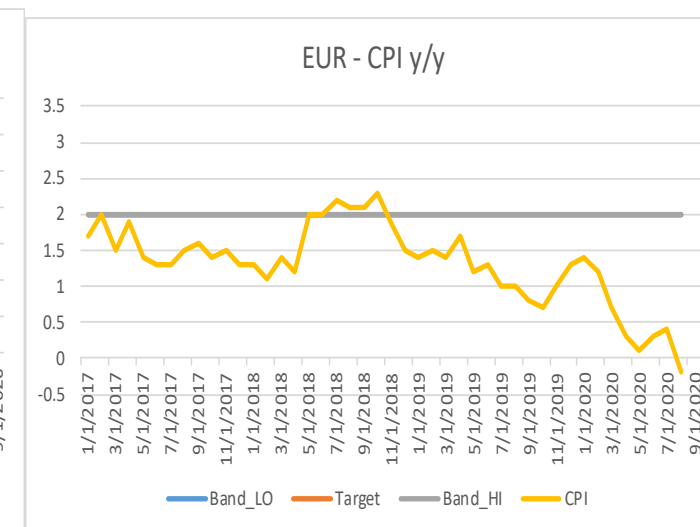
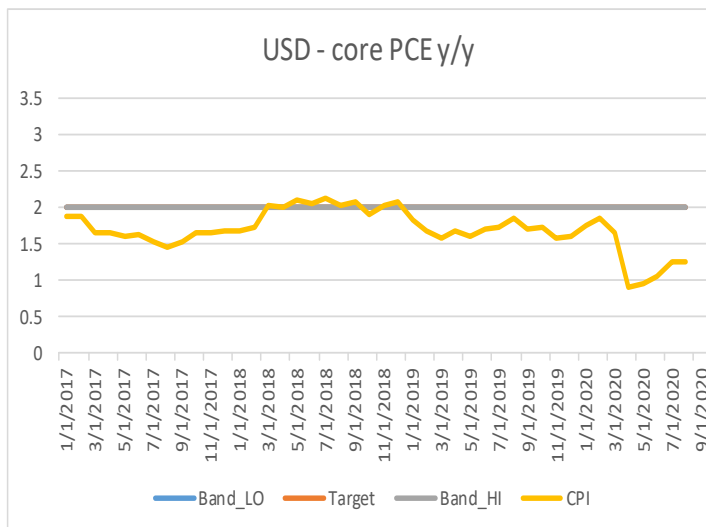
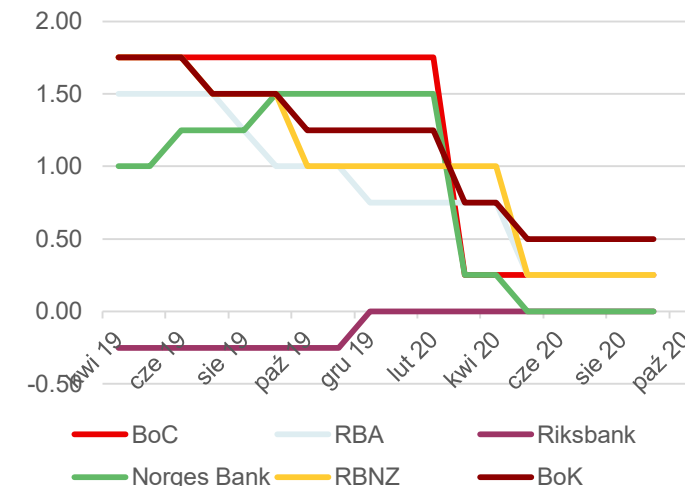
Banki centralne w krajach rozwiniętych utrzymały stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednak na skutek stóp inflacji kształtujących się dość daleko od celu (wykresy na dole) banki wspierały gospodarkę na inne sposoby:

- Fed na wrześniowym posiedzeniu zmienił strategię polityki pieniężnej (co wcześniej, w sierpniu sygnalizowano podczas sympozjum ekonomicznego w Jackson Hole) na tzw. *average inflation targeting*. Bank będzie tolerował wyższe stopy inflacji i zwracał większą uwagę na rozwój sytuacji na rynku pracy.
- ECB uruchomił, a następnie powiększył do 1300 mld euro program pandemiczny. Być może zostanie on powiększony w grudniu o kolejne 500 mld zł.
- BoE wspominał o rozważaniu ujemnych stóp procentowych.

### Stopy procentowe banków – kraje G5



### Stopy procentowe banków – pozostałe kraje G5





# ...jednak inne muszą uważać na inflację.

W krajach rozwijających się banki centralne również w większości nie zmieniały stóp procentowych. Wyjątki to np. Meksyk oraz Kolumbia gdzie obniżano stopy w kontekście słabego wzrostu gospodarczego oraz Węgry czy Turcja, które podniosły stopy.

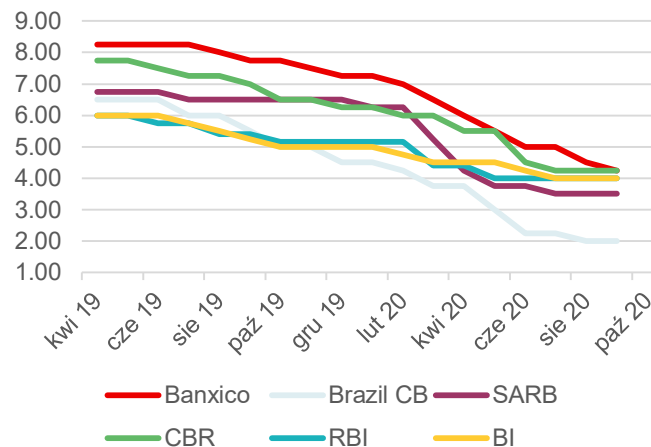
W wielu krajach rozwijających się banki centralne zachowały się bardziej jastrzębio niż wynikałoby to z samego kontekstu gospodarczego. Powodem głównie wysokie stopy inflacji, które często znalazły się przy górnej granicy przedziału celu inflacyjnego:

- Rosja. 18 września CBR nie zmienił stóp procentowych (4,25%) wbrew oczekiwaniom obniżek o 25pb przez większość ekonomistów.
- Turcja. 24 września, CBT podniósł stopy o 200pb do 10,25% wbrew konsensusowi, który nie oczekiwał zmian stóp.
- Węgry. 22 września, NBH utrzymał stopy na poziomie 0.60% jednak odmówił uruchomienia dodatkowych narzędzi luzowania polityki pieniężnej. Zaledwie 2 dni później NBH podniósł stopy o 15pb do 0,75%
- Meksyk. 24 września Banxico obciął stopy o 25pb do 4,25% zgodnie z oczekiwaniami, jednak mniej niż 50pb oczekiwane przez niektórych ekonomistów.

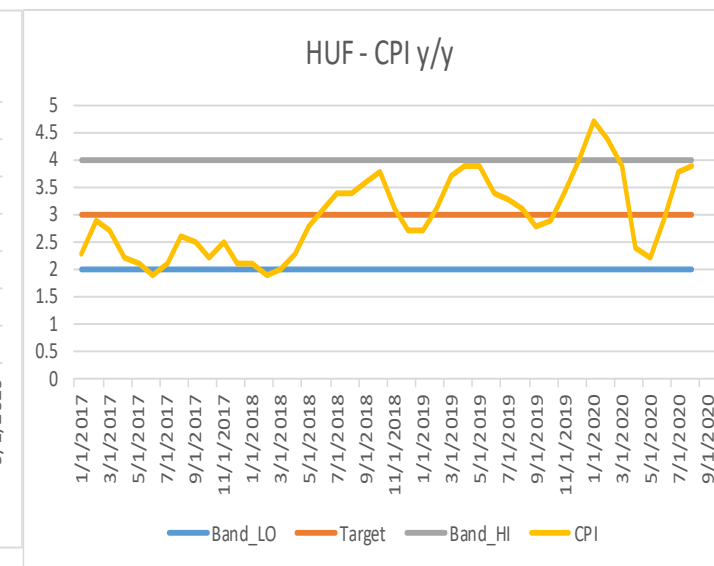
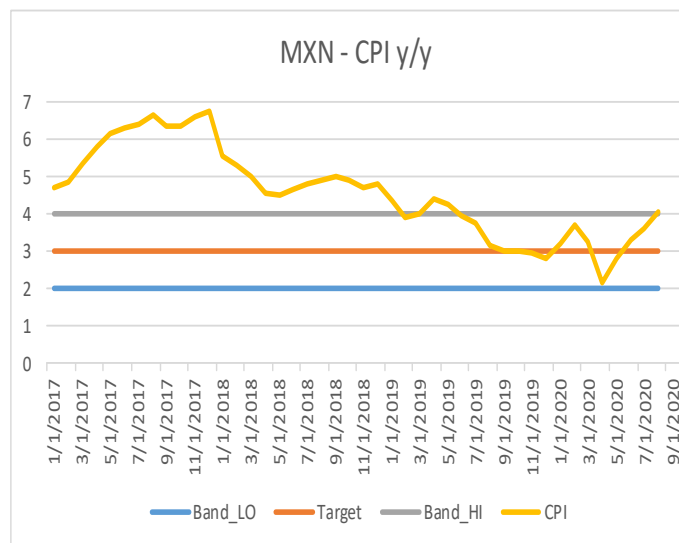
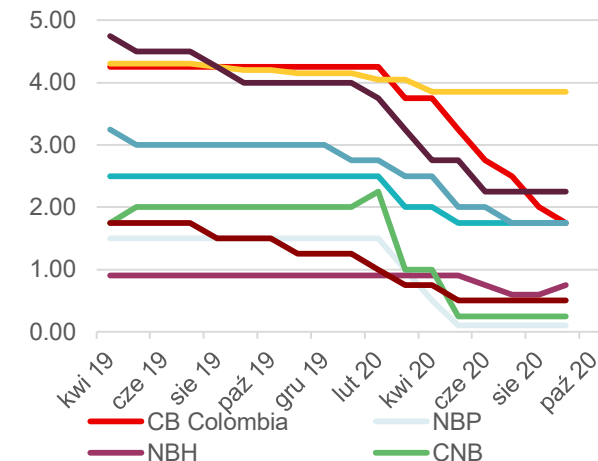
Zachowanie w/w banków wskazuje, że to słabnące waluty stanowią dla nich największy potencjalny problem.

Wysoka inflacja nie stanowi w tym momencie problemu dla NBP jednak złoty może być narażony na osłabianie walut EM.

### Stopy procentowe w krajach rozwijających



### Stopy procentowe w krajach rozwijających



Source: Bloomberg, Santander

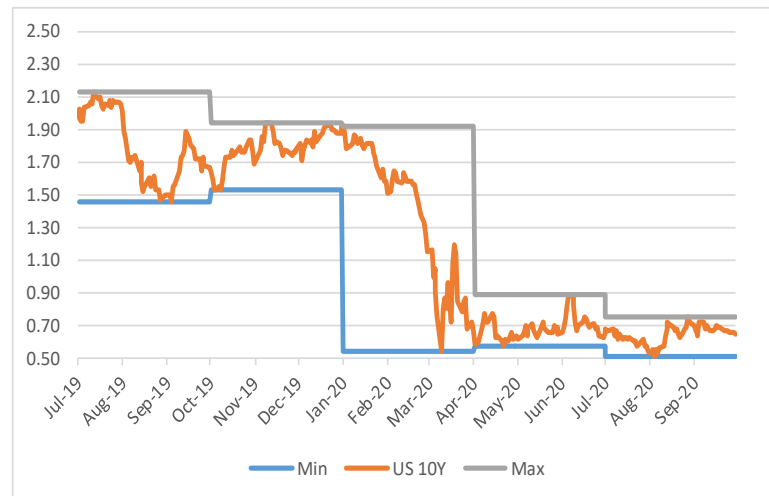




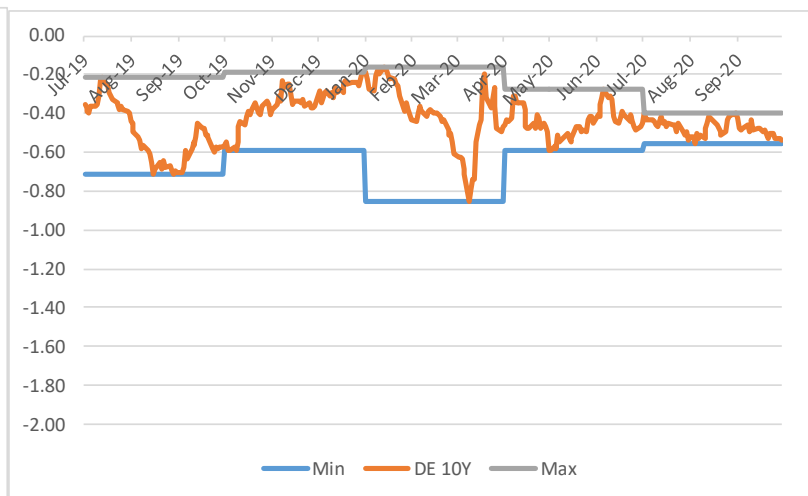
# W III kw. rekordowo niska zmienność

- W III kw 2020 zakres rentowności obligacji 10L był najniższy od wielu kwartałów.
- W USA (G,L) kwartalny zakres wyniósł 25pb i stanowił 18% zakresu z I kw. 2020 w wysokości 138pb.
- W Niemczech (G,P) kwartalny zakres wyniósł 16pb i stanowił 23% zakresu z I kw. 2020 w wysokości 70pb.
- W Polsce (D,P) kwartalny zakres wyniósł 17pb i stanowił 18% zakresu z I kw. 2020 w wysokości 90pb.
- W Chinach (D,L) kwartalny zakres wyniósł 30pb i stanowił 50% zakresu z I kw 2020 w wysokości 61pb. Było to skutkiem relatywnie niskiej zmienności w I kw. 2020.
- Przeciętny poziom rentowności właściwie nie uległ zmianie przez prawie 2 kwartały z rządu (II oraz III kw.) w USA, Niemczech i Polsce.
- Rentowności jednakże wzrastały w Chinach i to pomimo napływów kapitału zagranicznego. 10L spread rentowności Chiny-USA wzrósł do rekordowych 250pb.

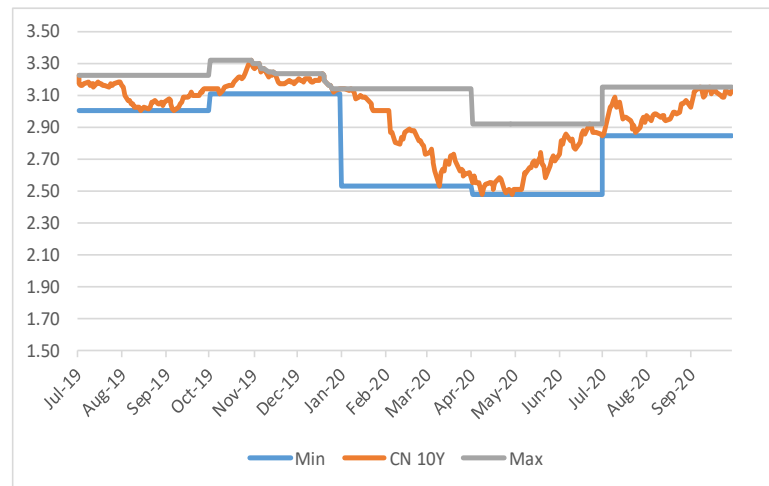
### 10L rentowność - USA



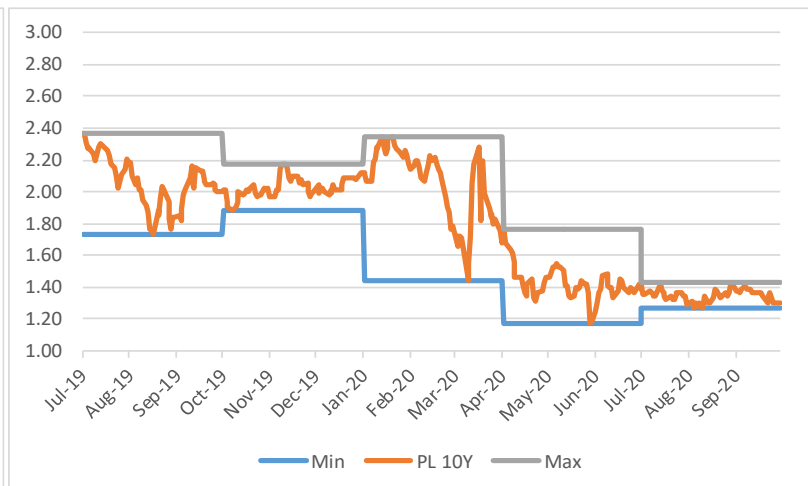
### 10L rentowność - Niemcy



### 10L rentowność - Chiny



### 10L rentowność - Polska



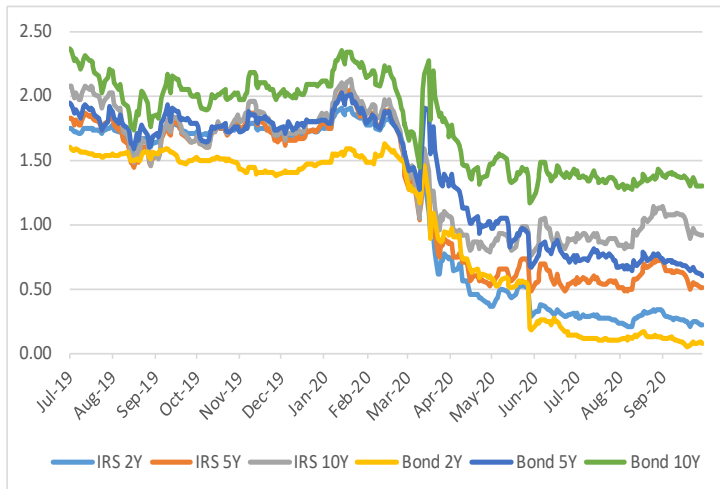
Source: Bloomberg, Santander



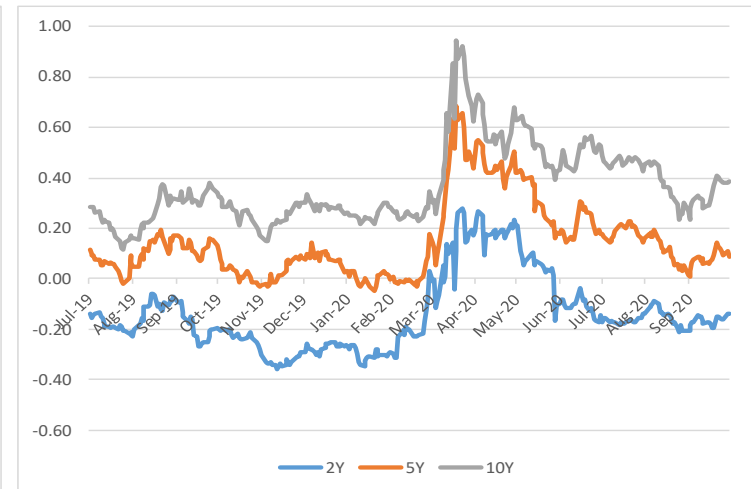
# Polskie rentowności w III kw. 2020

- Wykresy obok obrazują zachowanie polskich rentowności w III kw. 2020 w kontekście całego roku.
- Poziom stóp** (G,L), przeciętnie, pozostał na poziomach z II kw. z małymi okresami zmienności (np. wzrostów rentowności pod koniec sierpnia na skutek optymizmu związanego ze zmianą strategii polityki pieniężnej Fed-u). 10L zamknęła kwartał po 1,30%.
- Polskie **asset swapy** (G,P) jeszcze bardziej zbliżyły się do poziomów sprzed pandemii i ich obecne poziomy są *de facto* takie same jak wtedy.
- Różnica rentowności obligacji polskich i niemieckich** (D,L) była stabilna. Wyjątek stanowiły tenory 5L – tam spread zawęził się o 10pb.
- Nachylenie polskiej krzywej obligacyjnej **2x10** (D,P) po wystromieniu w II kw. do ~120pb pozostaje stabilne jednak na podwyższonym poziomie. Kontrastuje to z nachyleniem krzywych w USA oraz Niemczech które są płaskie i, jak np. w Niemczech, jeszcze bardziej się wypłaszczają.

Polskie IRS oraz rentowności obligacji – 2L, 5L, 10L



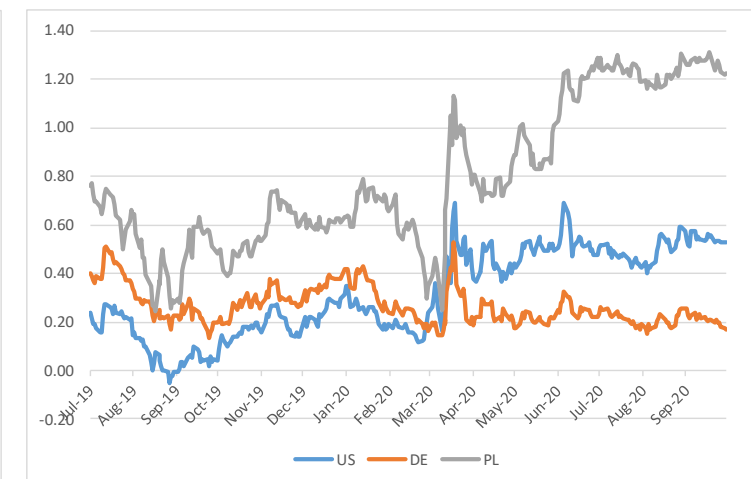
Polskie asset swapy: 2L, 5L, 10L



Spread do obligacji niemieckich: 2L, 5L 10L



Nachylenie 2x10 krzywych: USA, Niemcy, Polska



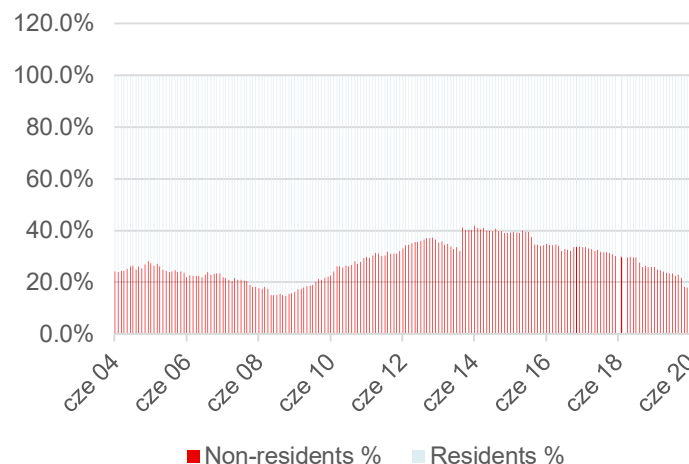


# % udział inwestorów zagranicznych w POLGB spada

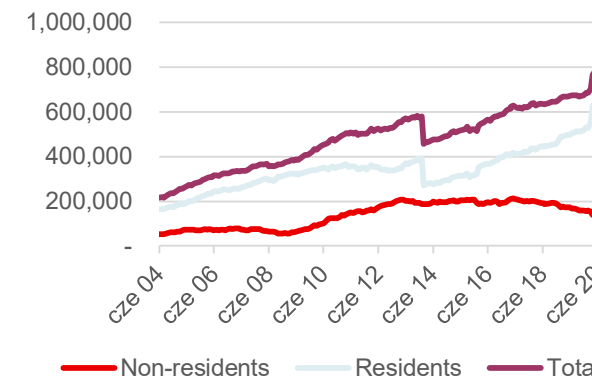
Na koniec lipca 2020 dane Ministerstwa Finansów wskazują:

- % udział inwestorów zagranicznych (G,L) w POLGB spadł do 17,5% najniższego poziomu od 2009 r.. W samym 2020 spadek wyniósł 5,1pp.
- Struktura własności POLGB w mln zł (G,P) wskazuje na wzrost ilość obligacji kupowanych przez inwestorów krajowych. Od początku roku ilość POLGB zwiększyła się o 134 mld zł.
- Stuktura własności POLGB według rodzaju nabywcy (D,L) wskazuje jednoznacznie na fakt, iż większość zakupów obligacji zrobił sektor bankowy. Na koniec lipca sektor bankowy posiada 442,6mld zł obligacji, a przyrost od początku roku wyniósł 137,7 mld zł.
- Pozostałe informacje o obligacjach jak kupony i zapadalności wskazują (D,P) na relatywnie spokojny IV kw. 2020.

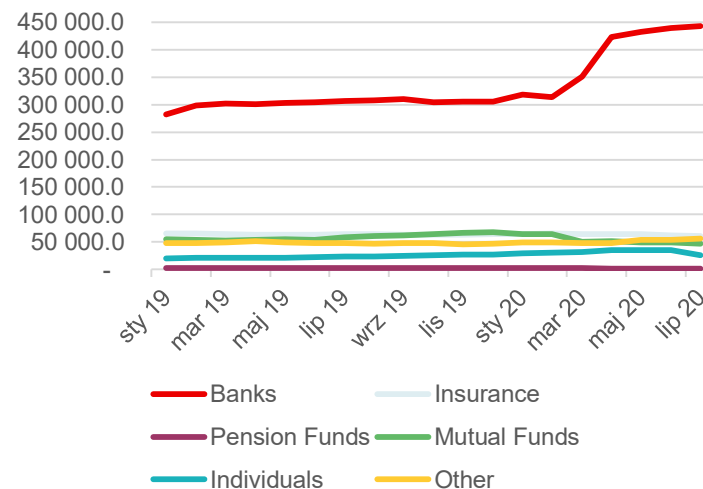
### Struktura własności POLGB, % całości



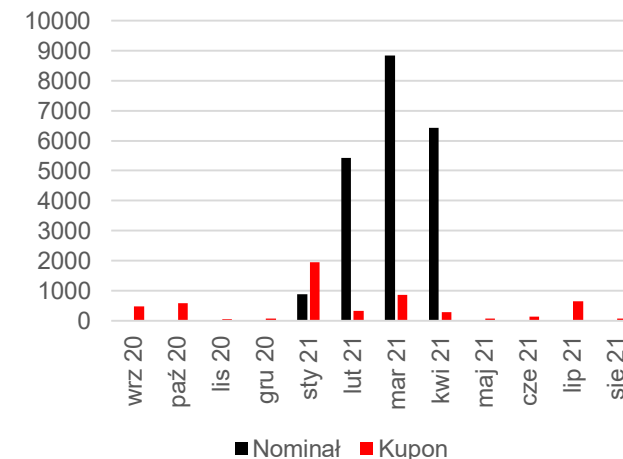
### Struktura własności POLGB, PLN mln



### Struktura własności POLGB – po typie, PLN mln



### Wykupy obligacji i płatności odsetkowe

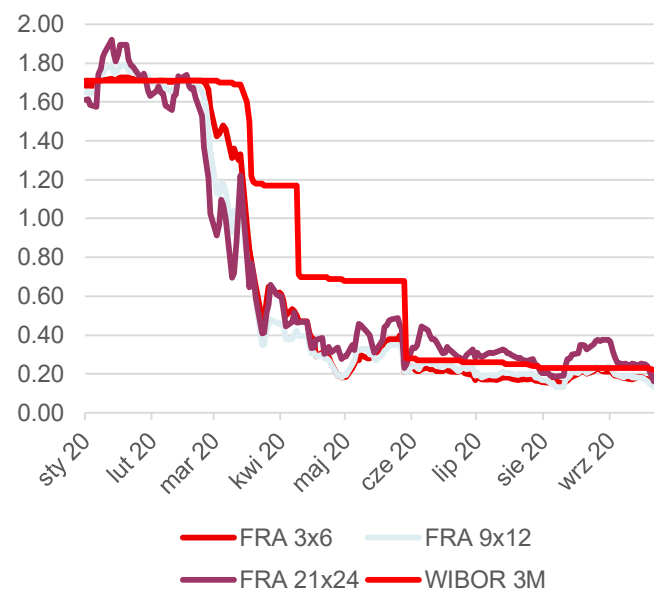




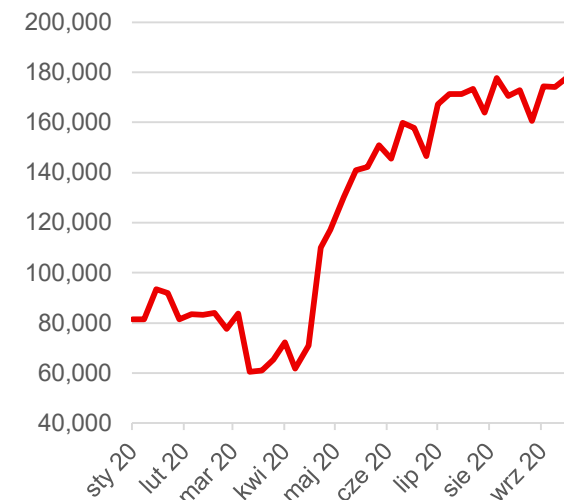
# Prognozy rentowności na IV kw.

- Wciąż oczekujemy, że NBP nie zmieni stóp procentowych (0,1%) do końca 2021 roku. Obecnie 3M Wibor wynosi 0,22% i na przestrzeni III kw. obniżył się o 4pb.
- **Rynki FRA (G,L)** obecnie znajdują się poniżej 3M Wibor at ~0,16%, (dla 3x6, 9x12 and 21x24). Ilość zachorowań na Covid-19 wzrasta w Europie oraz Polsce w miarę zbliżania się zimy co pogarsza perspektywy gospodarcze oraz naszą prognozę inflacji. **W związku z tym oczekujemy, że FRA pozostaną w IV kw. poniżej 3M Wibor..**
- Płynność w sektorze bankowym pozostaje wysoka a wielkość przetargów 7-dniowych bonów pieniężnych NBP (G,P) utrzymuje się przy rekordowych poziomach ok 180 mld zł. Sytuacja może się utrzymać w IV kw. i wpłynąć na rentowności obligacji na krótkim końcu – spodziewamy się niewiele powyżej zera.
- Popyt od strony inwestorów krajowych pochodzi głównie z sektora bankowego, jednak obserwuje się napływy do funduszy dłużnych (D,P).
- Odnośnie emisji, Ministerstwo Finansów ma komfortową sytuację z poduszką płynnościową >100mld zł. Zgodnie z zapowiedziami MF przeprowadzi pod koniec roku aukcję sprzedaży do 5mld zł. Uważamy, że BGK wyemituje do końca roku pozostałe 18mld zł. Z kolei PFR w kontekście tarczy dla dużych przedsiębiorstw wyemituje 15 mld zł, prawdopodobnie jeszcze w październiku. Wpływ na rynek w/w emisji powinien być zauważalny jednak ograniczony gdyż ilość obligacji której nie kupi rynek zapewne NBP.
- Oczekujemy, że 10L rentowności będą powoli wzrastać i na koniec roku osiągną poziom 1,50%.

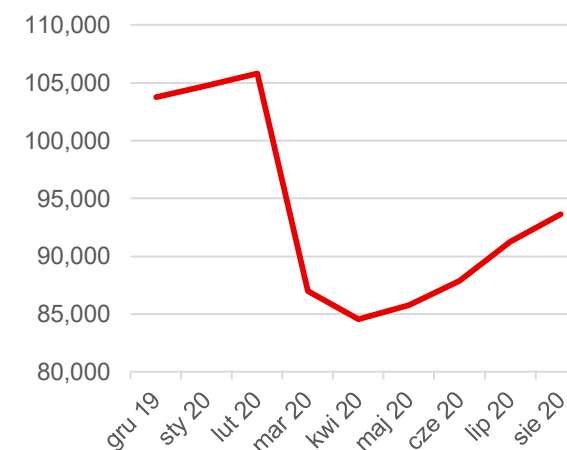
### 3M Wibor vs FRA



### Size of the 7-day NBP bills weekly auctions, PLN mio



### Fixed income mutual funds AuM, PLN mio





Prognozy

3





# Prognozy

		2018	2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PKB	mld PLN	2,120.5	2,273.6	2,288.2	2,404.4	552.2	524.9	572.9	638.2	555.0	573.1	603.9	672.4
PKB	% r/r	5.3	4.1	-3.0	4.8	2.0	-8.2	-3.0	-2.6	0.5	9.4	5.4	4.4
Popyt krajowy	% r/r	5.6	3.0	-3.6	5.3	1.7	-9.5	-3.8	-2.7	0.9	10.1	5.8	4.7
Spożycie indywidualne	% r/r	4.2	3.9	-3.4	5.3	1.2	-10.9	-2.2	-2.0	1.0	12.0	5.0	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9.4	7.2	-7.2	5.4	0.9	-10.9	-8.0	-8.0	-5.0	9.0	9.0	6.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5.9	4.2	-2.0	7.3	0.9	-13.6	1.9	2.9	1.4	22.6	3.6	4.1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19.7	3.6	-6.6	1.9	5.0	-2.8	-12.8	-10.3	-11.1	-4.4	6.1	11.8
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	6.5	5.1	-3.1	4.7	0.8	-10.7	1.0	-2.6	1.6	13.3	-0.5	4.3
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	7.2	5.0	4.6	7.7	3.8	4.4	4.3	3.2	6.4	4.2	4.6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.6	2.2	-0.9	0.7	0.6	-1.7	-1.3	-1.0	-1.4	2.4	1.1	0.7
Stopa bezrobocia*	%	5.8	5.2	7.0	7.1	5.4	6.1	6.2	7.0	7.2	6.7	6.8	7.1
Rachunek bieżący	mln EUR	-6,518	2,611	19,677	6,746	4,623	6,576	5,224	3,254	1,884	-2,219	4,029	3,052
Rachunek bieżący	% PKB	-1.3	0.5	3.8	1.2	1.1	2.3	3.4	3.8	3.3	1.5	1.3	1.2
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.2	-0.7	-10.5	-6.0	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	1.6	2.3	3.4	1.6	4.5	3.2	3.0	2.9	1.7	2.0	1.4	1.4
CPI *	% r/r	1.1	3.4	2.5	1.4	4.6	3.3	3.2	2.5	1.7	2.0	1.4	1.4
Inflacja bazowa	% r/r	0.7	2.0	3.8	1.7	3.4	3.8	4.2	3.9	2.9	1.9	1.1	0.8

\* 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	0.66	0.20	1.62	0.59	0.23	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Rentowność obligacji 2L	%	1.59	1.56	0.53	0.16	1.39	0.48	0.14	0.10	0.10	0.14	0.19	0.20
Rentowność obligacji 5L	%	2.51	1.99	1.00	0.73	1.72	0.94	0.73	0.62	0.72	0.79	0.78	0.65
Rentowność obligacji 10L	%	3.21	2.41	1.56	1.50	2.05	1.43	1.36	1.40	1.50	1.50	1.50	1.50
IRS 2L	%	1.92	1.74	0.63	0.34	1.53	0.43	0.28	0.28	0.31	0.35	0.35	0.35
IRS 5L	%	2.43	1.85	0.85	0.69	1.58	0.62	0.60	0.59	0.68	0.70	0.70	0.70
IRS 10L	%	2.89	2.05	1.11	1.09	1.67	0.89	0.95	0.93	1.05	1.10	1.10	1.10
EUR/PLN	PLN	4.26	4.30	4.42	4.32	4.32	4.50	4.44	4.43	4.35	4.33	4.30	4.30
USD/PLN	PLN	3.61	3.84	3.90	3.63	3.92	4.09	3.79	3.78	3.69	3.65	3.60	3.57
CHF/PLN	PLN	3.69	3.86	4.12	3.85	4.05	4.24	4.12	4.06	3.94	3.86	3.81	3.79
GBP/PLN	PLN	4.81	4.90	4.94	4.85	5.02	5.07	4.88	4.78	4.83	4.89	4.86	4.80

\* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **1.10.2020** r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: [ekonomia@santander.pl](mailto: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

## Sektory, które pozytywnie zaskoczyły

Departament Sektorów Strategicznych

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

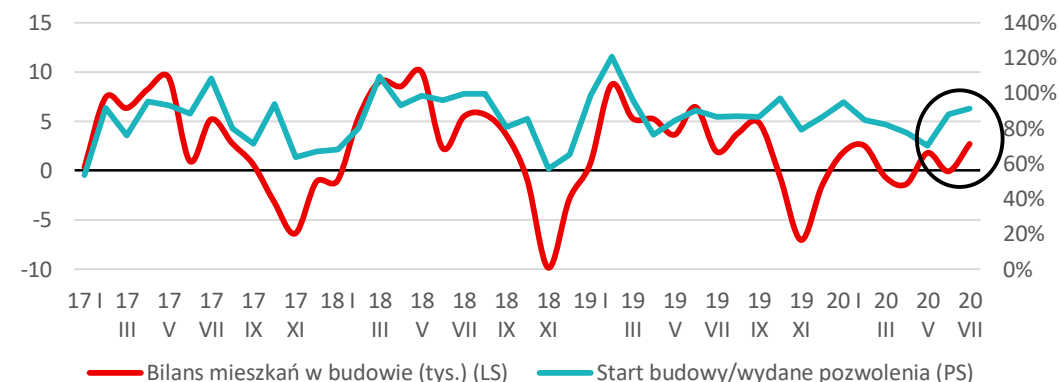
# Rynek mieszkaniowy odbił po kwarantannie

Wydawało się, że wpływ koronawirusa na rynek mieszkaniowy będzie silny – z dnia na dzień telefony w biurach sprzedaży zamilkły, stawki najmu krótkoterminowego spadły, a poziom konwersji wydanych pozwoleń na budowę uległ wyraźnemu osłabieniu, co miało zapowiadać spadek podaży mieszkań i zakończenie kolejnych lat rekordów pod względem liczby wybudowanych mieszkań. Była to naturalna konsekwencja obaw o wzrost bezrobocia, mniejszej skłonności konsumentów do podejmowania dużych wydatków oraz ograniczenia podaży ze strony deweloperów mieszkaniowych w celu uniknięcia nadpodaży oferty mieszkaniowej.

Spadki nie okazały się tak głębokie, jak się pierwotnie spodziewano. Spadek konwersji wydanych pozwoleń na budowę był raczej stopniowy i nie tak głęboki, jak typowy sezonowy trend widoczny na przełomie 4Q/1Q. Co ważniejsze, wskaźnik ten szybko odwrócił trend spadkowy i już w czerwcu powrócił do przed-pandemicznych poziomów. W lipcu liczba mieszkań oddanych do użytkowania zanotowała 40% wzrost r/r, zaś w sierpniu zanotowano trzeci najwyższy poziom liczby mieszkań w budowie. Zakończenie roku nie będzie już tak mocne, jak dane za 3Q, ze względu na wysoką bazę z ub. r. Na budowę czeka wciąż 16,5 tys. mieszkań z gotowym pozwoleniem wydanym w czasie lockdownu. Gdyby zrealizowały się one w 88% (średni poziom konwersji z ost. 6 m-cy przed pandemią), to spadek liczby mieszkań w budowie nie przekroczyłby -0,5% wobec rekordowego 2019 r.

Rynek unijny również wygląda obiecująco pod względem podaży nowej powierzchni mieszkaniowej. W Niemczech, tj. najważniejszym rynku eksportowym polskich producentów mebli oraz stolarki otworowej, powierzchnia budynków mieszkalnych, na których budowę wydano pozwolenie zachowała trend wzrostowy w każdym z ostatnich 4 kwartałów. Państwa takie jak Francja, Włochy zostały najmocniej dotknięte skutkami pandemii, przez co sprzedaż eksportowa na tych kierunkach wyraźnie wolniej wychodzi z kwietniowego załamania. W efekcie spada ich rola w polskim eksporcie, m. in. na rzecz Holandii, czy Luksemburga.

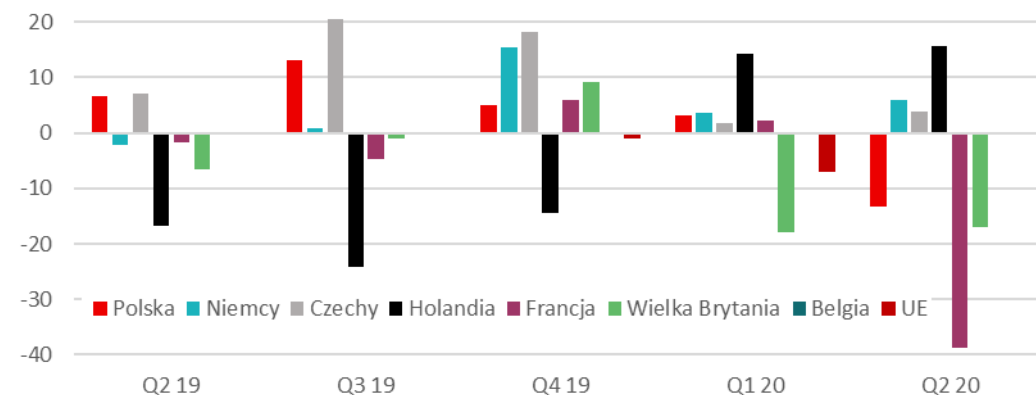
**Bilans mieszkań w budowie w Polsce (tys.), konwersja wydanych pozwoleń na budowę**



Źródło: GUS, obliczenia Santander

\*Różnica rozpoczętych budów mieszkań i mieszkań oddanych do użytkowania

**Podaż pozwoleń na budowę na głównych rynkach eksportowych\* (zmiana r/r)**



\*Główne rynki eksportowe mebli i stolarki otworowej

Źródło: Eurostat, obliczenia Santander;



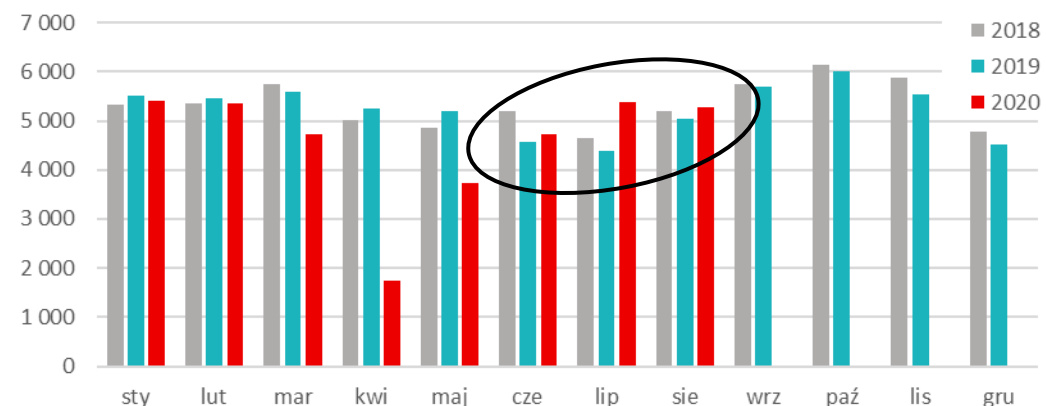
# Polskie meble podbijają Holandię

Meble nie są towarem pierwszej potrzeby – nie stanowi to tajemnicy, lecz decyduje o pro-cyklicznym charakterze tego rynku. Dlatego w kwietniu scenariusz na 2020 r. rysował się dla branży w bardzo czarnych barwach. Wbrew tym przewidywaniom, polscy producenci bardzo szybko zaczęli odrabiać straty – w drugim półroczu produkcja pozostaje na poziomach wyższych od ub. r., zaś eksport, z uwagi na bardzo duży udział w produkcji, podąża w przybliżeniu tą samą ścieżką. Spodziewamy się, że branża może na koniec roku bardzo się zbliżyć lub wyrównać wynik z ub. r.

Na tak zaskakująco pozytywny obraz składa się szereg czynników. Po pierwsze, zamówienia eksportowe do Niemiec, które odpowiadają za blisko 40% polskiego eksportu mebli, spadły w mniejszym stopniu niż na innych rynkach. Odbicie popytu po kwietniowym dołku również następuje nieznacznie szybciej, niż średnia dla wszystkich rynków eksportowych. Jednak nie tylko zamówienia z Niemiec postawiły polski przemysł meblarski na nogi. Na drugim miejscu znalazły się zamówienia krajowe. Odbicie to mogło mieć miejsce dzięki ponownemu otwarciu największych sklepów meblowych, do których ustawiły się długie kolejki osób zainteresowanych meblami do pracy w domu.

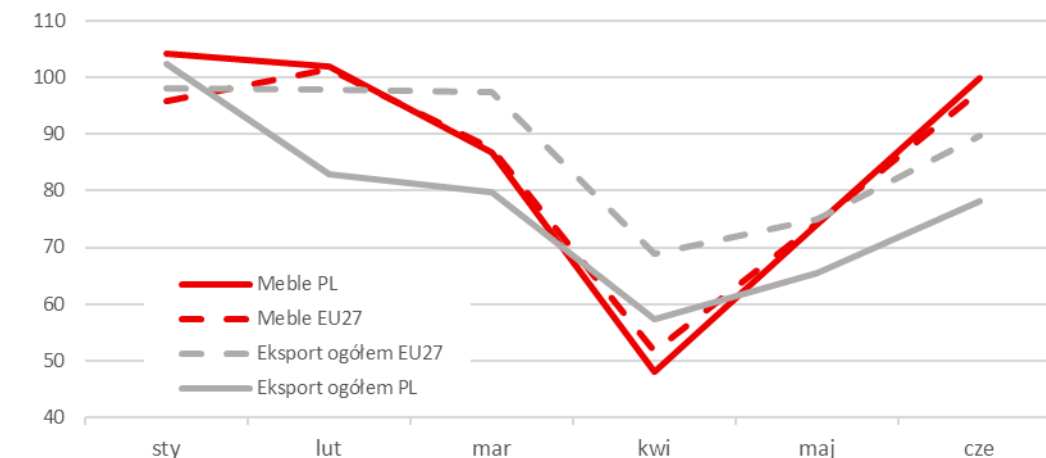
Po trzecie, strategię rządów nastawione na ograniczenie rozprzestrzeniania się koronawirusa miały różne skutki dla poszczególnych gospodarek, przez co doszło do zmian wśród czołowych rynków eksportowych polskich mebli. Holandia, gdzie odgórne ograniczenia w związku z pandemią były relatywnie mało restrykcyjne, awansowała na miejsce trzeciego największego importera polskich mebli. Sprzedaż na tym kierunku rosła dynamicznie jeszcze przed pandemią dzięki ożywieniu na tamtejszym rynku nieruchomości. W marcu i kwietniu eksport mebli był nieznacznie niższy r/r, jednak były to spadki dużo płytsze od średniej. Podobna ścieżka była widoczna w przypadku Szwecji. Natomiast dotknięty pandemią rynek francuski zanotował bardzo głęboki spadek sprzedaży w kwietniu, zaś ścieżka odbicia jest dużo niższa od średniej. Podobny scenariusz obserwujemy dla Wielkiej Brytanii, czy Włoch. W efekcie eksport polskich mebli odbija szybciej od unijnej średniej.

Wolumen produkcji mebli (tys. szt)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Indeks sprzedaży eksportowej mebli oraz towarów ogółem



\*100 = średniomiesięczna wartość eksportu w 2019 r.

Źródło: Eurostat; obliczenia Santander

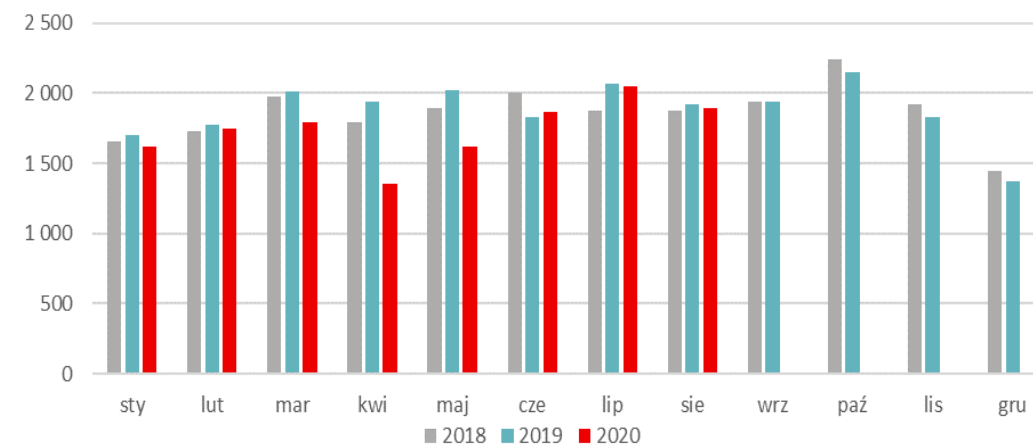
# Stolarka otworowa otwarta na nowe rynki

Z uwagi na relatywnie długi cykl życia okien i drzwi, dużą rolę w budowaniu wzrostu sprzedaży odgrywa rynek pierwotny, tzw. inwestycyjny. Biorąc pod uwagę wzrost bezrobocia na poziomie całej UE można się było spodziewać, że producenci okien i drzwi będą mieli przed sobą trudny okres. Jednak polscy producenci stolarki otworowej wyraźnie wyszli z kryzysu obronną ręką. Spadek wolumenu produkcji w samym kwietniu wyniósł „tylko” 30% r/r, co jest spektakularnym wynikiem w porównaniu np. do produkcji mebli, która spadła w tym miesiącu o blisko 70% r/r. Jednak po rozbiciu wyniku dla całej branży na poszczególne segmenty, widać przyspieszenie trendu który był już wcześniej obecny. Spadki w najmniejszym stopniu dotknęły producentów stolarki aluminiowej (-11% r/r) oraz z tworzyw sztucznych (-20% r/r).

Korzystny dla branży był trwający już od kilku lat boom mieszkaniowy na rodzimym rynku. Stosunkowo płytki spadek podaży nowych mieszkań oraz szybki powrót decyzji o nowych budowach do poziomów przedpandemicznych pozwoliły utrzymać w dużej mierze wolumeny produkcji. Największym zaskoczeniem może się jednak okazać sukces eksportowy krajowych przedsiębiorców. Szczególnie, że wbrew trendom obserwowanym w regionie CEE, na Zachodzie pandemia nie wpłynęła znacząco na skłonność do przeprowadzania remontów. Nie przeszkodziło to jednak producentom stolarki w zwiększeniu udziału w unijnym eksporcie – z ok. 25% przed pandemią do prawie 27,5% w maju. Sprzedaż eksportowa stolarki otworowej w czerwcu była już 8% powyżej średniego poziomu z ub. r.

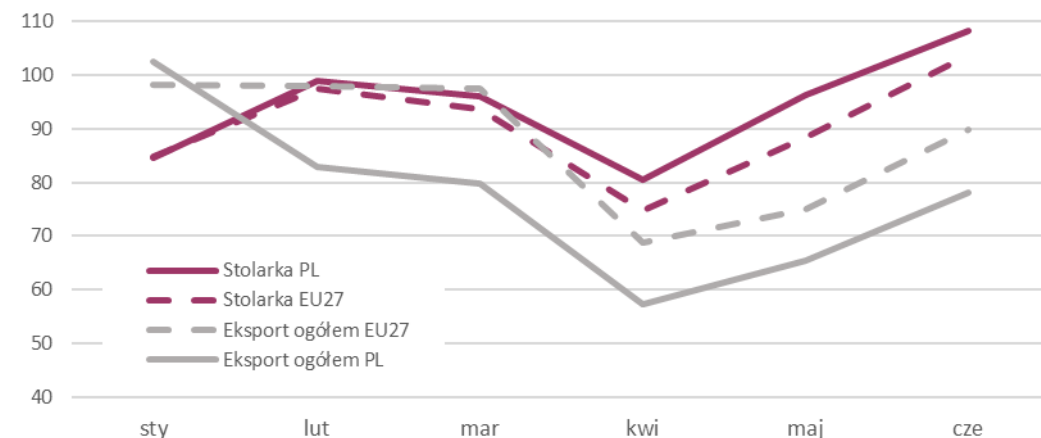
Motorem wzrostu okazały się niezawodne pod względem importu polskiej stolarki Niemcy – wzrost zamówień odpowiadał za 28% wzrostu na wszystkich pozostałych kierunkach. Kolejne 28% wzrostu wypracowano na rynkach Irlandii, Holandii i USA. Na uwagę zasługuje wzrost sprzedaży do Rumunii (o 12% r/r). Biorąc pod uwagę, że rumuńskich producentów uważa się za mocno konkurencyjnych cenowo, ekspansja na tym rynku jest nie lada osiągnięciem.

Wolumen produkcji stolarki otworowej (tys. szt)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Indeks\* sprzedaży eksportowej okien i drzwi oraz towarów ogółem



\*100 = średniomiesięczna wartość eksportu w 2019 r.

Źródło: Eurostat; obliczenia Santander

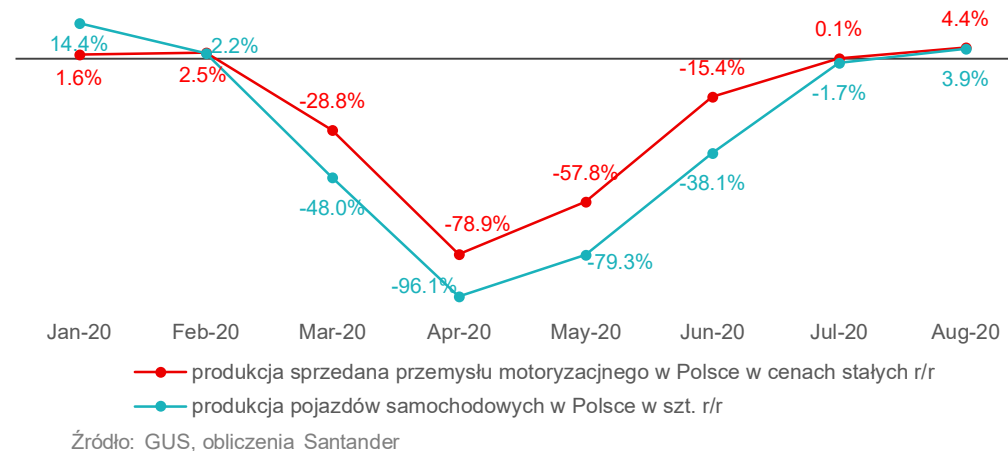
# Przemysł motoryzacyjny już na plusie

Dynamika produkcji sprzedanej polskiego przemysłu motoryzacyjnego była drugi miesiąc pod rząd na plusie, a sierpniowy wzrost (4,4% r/r w cenach stałych) przewyższył lipcowy (0,1% r/r). Wzrost nastąpił wbrew wcześniejszym założeniom, wg których powrót do poziomów z 2019 r. miał nastąpić w bardziej odległej perspektywie, ale też nieco wbrew tendencji w Europie. Co prawda dynamika wolumenów rejestracji i produkcji aut osobowych w Europie ulegała poprawie, jednak tempo odbudowy było niższe od krajowej produkcji i dotychczas nie pozwoliło uzyskać wartości dodatnich, a w sierpniu doszło nawet do korekty trendu i pogłębienia spadków.

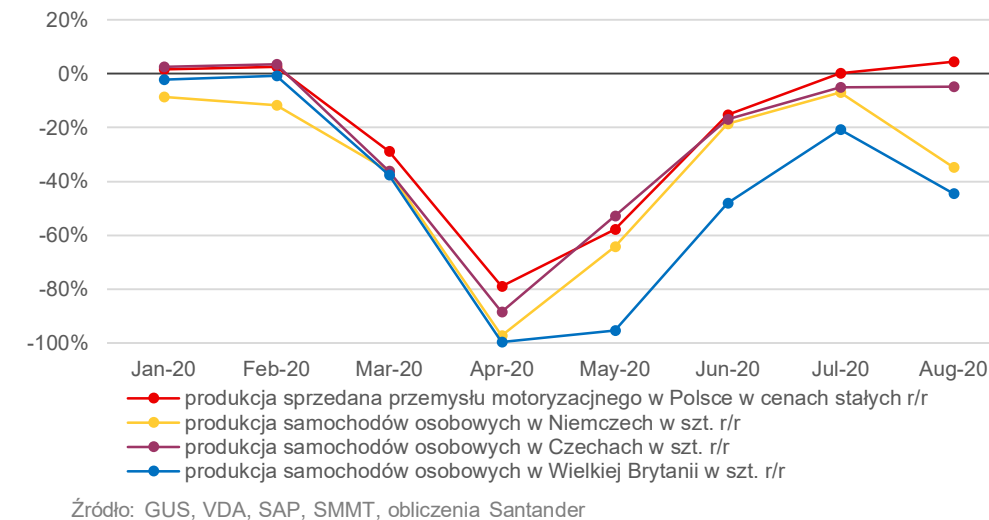
Dane o produkcji sprzedanej motoryzacji w zestawieniu z wolumenami produkcji pojazdów samochodowych prowadzą do wniosku, że producenci części mniej odczuli skutki pandemii. Zmiany wolumenu produkcji aut zbliżyły się do dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu dopiero w lipcu i sierpniu, wcześniej notując większe spadki. Producentom części na pewno pomógł rynek aftermarket, który był bardziej stabilny niż produkcja na pierwszy montaż, o czym świadczą choćby dobre wyniki dystrybutorów części i informacje o sprzedaży usług serwisowych. Rynek części aftermarket był z kolei wspierany przez również bardziej stabilny import aut używanych.

Trwałe alokowanie łańcuchów logistycznych motoryzacji bliżej miejsc produkcji to perspektywa kilku lat, ale wiele wskazuje na to, że koncerny już teraz, poszukując możliwości obniżania kosztów przy spadających przychodach i marżach, zwiększają udział zamówień do dostawców z Polski. Z niedawnego badania VDA wynika, że 2/3 niemieckich dostawców branży motoryzacyjnej miało moce produkcyjne wypełnione w 50-75%. W tym czasie produkcja aut na głównych rynkach odbioru polskich części (Niemcy, Czechy, Wlk. Brytania) nadal notowała spadki r/r, przy rosnącej sprzedaży polskich dostawców części. Producenci części z Niemiec są świadomi, że stają się mniej konkurencyjni. 42% badanych firm jeszcze przed kryzysem planowało przenieść produkcję za granicę, a ponad 2/3 z nich obecnie zamierza przyspieszyć realizację tych zamiarów. Zatem nasz region, w tym Polska, ma szansę docelowo przejąć znaczną część produkcji z Europy Zachodniej oraz dostaw z Azji.

## Produkcja przemysłu motoryzacyjnego w Polsce



## Produkcja w Polsce vs produkcja głównych importerów polskich części



# E-commerce napędza magazyny

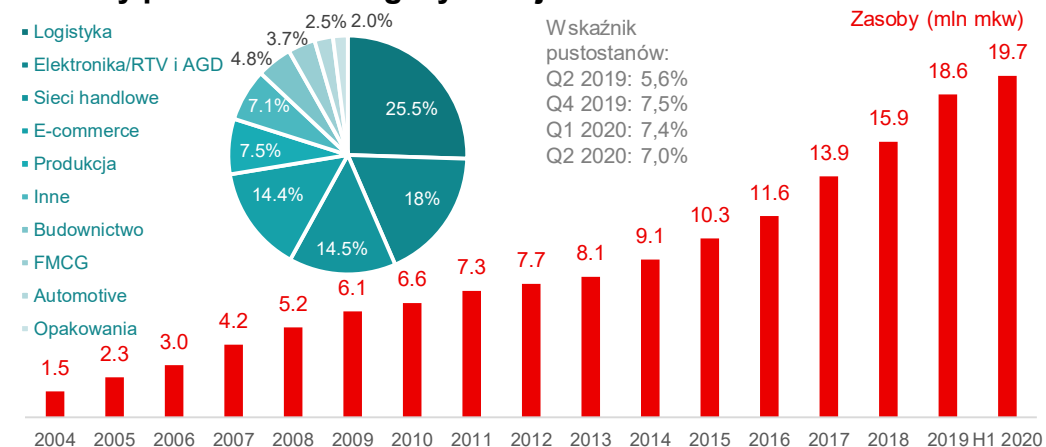
I połowa 2020 r. była kolejnym rekordowym okresem pod względem podaży powierzchni magazynowych w Polsce. Zasoby wzrosły do 19,7 mln mkw, a w budowie pozostawało kolejne 1,9 mln. Popyt na nowe powierzchnie wyniósł 2,3 mln mkw, co jest rezultatem o 23% wyższym niż rok wcześniej. Aż 74% całkowitego popytu stanowiły nowe umowy i ekspansje, a tylko 26% renegecje umów. Działo się tak przy spadającym drugim kwartał pod rząd wskaźniku pustostanów. Dane te świadczą o dobrej sytuacji w logistyce. Pandemia odcisnęła jednak swoje piętno na rynku. Część popytu na nowe powierzchnie generowana była przez umowy zawarte na preferencyjnych warunkach, zmniejszyła się też liczba inwestycji o charakterze spekulacyjnym.

Coraz więcej się mówi o przenoszeniu łańcuchów dostaw bliżej miejsc produkcji, tj. z Azji do Europy, w tym do Polski, co może stanowić szansę dla logistyki. Pewność dostaw staje się coraz ważniejszym czynnikiem, nawet za cenę wyższego kosztu produkcji. Zauważalnym trendem jest wzrost zainteresowania małymi magazynami miejskimi, głównie na potrzeby e-commerce. Nasz kraj umacnia pozycję centrum logistycznego regionu, w tym na potrzeby e-commerce w krajach sąsiadujących.

Rozwój e-commerce w sytuacji zamknięcia sklepów trudno nazwać zaskoczeniem, jednak skala tego wzrostu przekroczyła nasze oczekiwania. W szczytowym momencie wzrost wartości transakcji internetowych przekraczał 140% r/r. Bez odpowiedniej bazy logistycznej tak dynamiczny wzrost byłby nie od osiągnięcia.

W drugim półroczu obserwujemy stopniowy spadek udziału e-handlu w sprzedaży detalicznej, w dużej mierze ze względu na wzrost sprzedaży żywności w kanale tradycyjnym. Co ciekawe, od lipca obserwujemy rozbieżne dynamiki danych płatniczych i statystyk ogólnokrajowych. Od września spodziewamy się stopniowego wzrostu sprzedaży internetowej i zwiększenie jej znaczenia w handlu, w miarę zbliżania się Świąt Bożego Narodzenia. Cały rok 2020 r. może zamknąć się wzrostem na poziomie 100+% r/r.

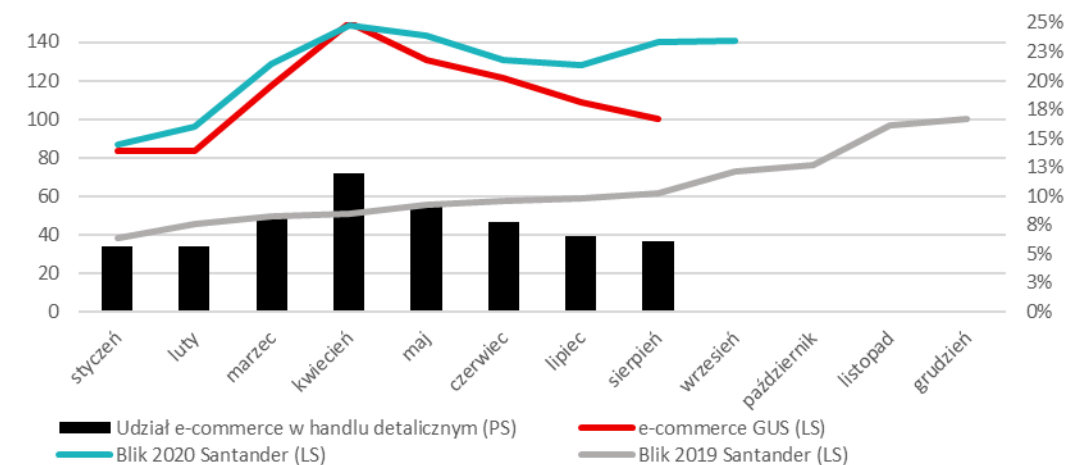
## Zasoby powierzchni magazynowej w Polsce



Wskaźnik pustostanów:  
 Q2 2019: 5,6%  
 Q4 2019: 7,5%  
 Q1 2020: 7,4%  
 Q2 2020: 7,0%

Źródło: Cushman & Wakefield, AXI IMMO, obliczenia Santander

## Indeks wartości transakcji internetowych, udział e-commerce w handlu



Źródło: GUS, Santander

# Szybkie odbicie w polskim eksporcie żywności

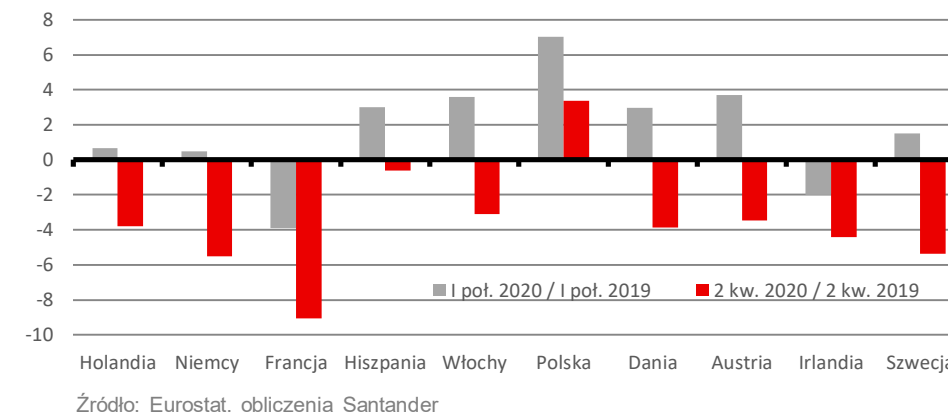
Polski eksport żywności nadspodziewanie dobrze poradził sobie w okresie lock-down-u w Unii Europejskiej oraz tuż po nim. Wprawdzie w kwietniu nastąpił silny, 15-procentowy, spadek w relacji do wysokiego poziomu z marca, to jednak wartość eksportu obniżyła się jedynie o 3% względem zarejestrowanej rok wcześniej. W maju sprzedaż zagraniczna była już nieco wyższa r/r (+1%). Przyspieszenie nastąpiło w czerwcu, kiedy to dynamika roczna zbliżyła się do 13%.

Krajowy przemysł spożywczy nie tylko wrócił do ubiegłorocznych poziomów eksportu szybciej niż polska gospodarka, to jeszcze wyróżnia się pozytywnie również na tle swoich konkurentów z innych krajów Unii Europejskiej. Wśród dziesięciu największych eksporterów żywności w UE, Polska jest jedynym krajem, którego wartość sprzedaży zagranicznej żywności w drugim kwartale br., była wyższa w relacji rocznej. W miesiącach kwiecień-czerwiec sprzedaż zagraniczna artykułów rolno-spożywczych z Polski osiągnęła 7,9 mld euro i była wyższa o 3,4% r/r. Dla porównania, we wskazanym okresie eksport z Holandii był niższy o 3,8%, z Niemiec o 5,5%, a z Francji aż o 9,1%.

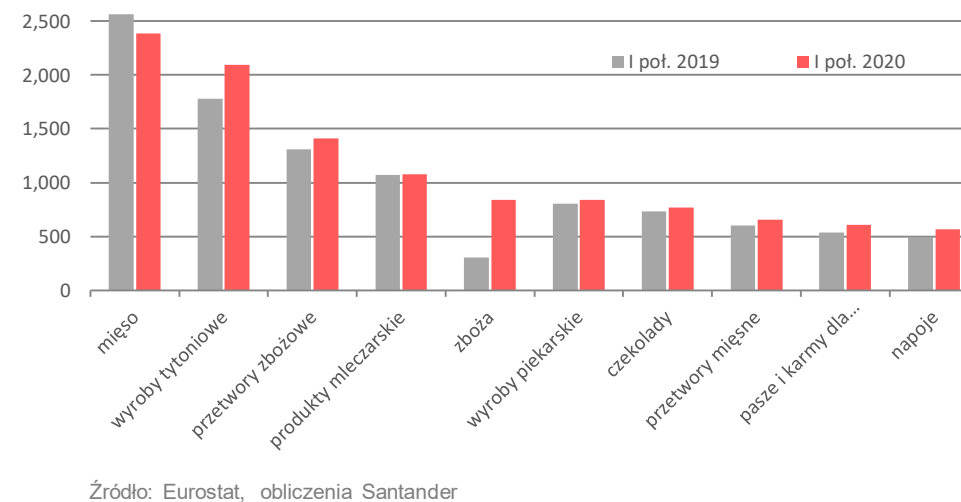
Polska wyróżnia się na tle UE również pod względem eksportu w całym pierwszym półroczu 2020 r. Łączna wartość sprzedaży zagranicznej z Polski w tym okresie była wyższa o 7% r/r i była to najwyższa dynamika w grupie największych eksporterów w Unii.

Spośród wyników poszczególnych grup towarowych uwagę zwraca wysoki wzrost sprzedaży zbóż. Eksport tej kategorii w I poł. br. był wyższy o 173% r/r., czemu sprzyjała niepewność związana z pandemią COVID-19 (popyt w krajach importujących zboże) oraz korzystny kurs złotego. Znaczny wzrost odnotowano również w przypadku wyrobów tytoniowych (o 18%) i to pomimo wprowadzonego w UE zakazu sprzedaży papierosów mentolowych. Mocno wzrosła też m.in. sprzedaż wyrobów zbożowych (o 18%), napojów (o 14%), pasz i karm zwierzęcych (o 13%) oraz przetworów mięsnych (o 10%).

**Dynamika roczna zmian wartości eksportu żywności w krajach, będących największymi eksporterami w UE-27 (%)**



**Wartość eksportu głównych grup towarowych I poł. 2020 r. (mln euro)**





# Niższy krajowy popyt na żywność w sierpniu?

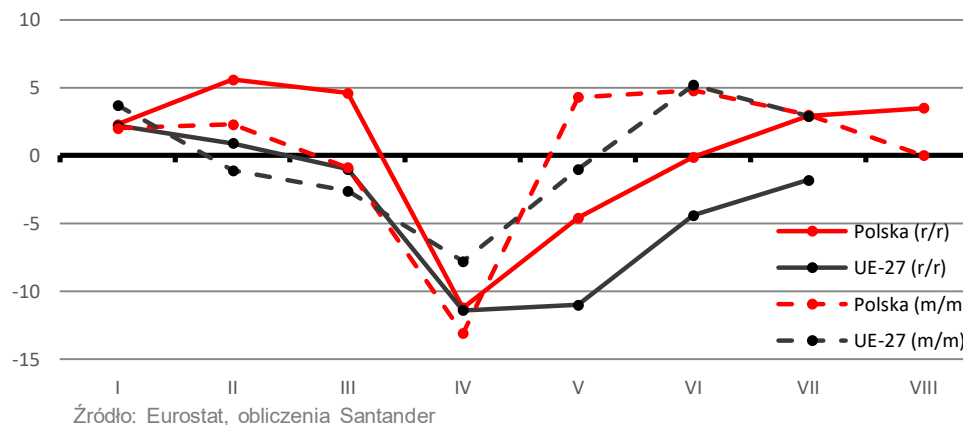
Po osłabieniu popytu i w efekcie silnym spadku produkcji sprzedanej przemysłu spożywczego (artykuły spoż., napoje, wyroby tytoniowe) w kwietniu, w kolejnych miesiącach odnotowano stopniowy wzrost. Jak pokazuje wyrównany sezonowo indeks produkcji sprzedanej Eurostat, w średnich i dużych firmach w maju, czerwcu oraz lipcu odnotowano wzrosty produkcji sprzedanej w relacji do poprzedniego miesiąca. O ile spadek w kwietniu był w Polsce głębszy niż średnio w UE-27, to już dynamika wzrostu w kolejnych trzech miesiącach w Polsce była wyższa niż przeciętnie w Unii. W lipcu, zarówno w Polsce, jak i w UE, odnotowano spowolnienie dynamiki wzrostu. Z kolei w sierpniu wyrównany sezonowo wskaźnik Eurostat wskazał dla Polski stabilizację na poziomie z lipca, zaś dane GUS, nieuwzględniające czynników sezonowych, pokazały 4-procentowy spadek m/m.

Co istotne, pomimo widocznego spowolnienia, produkcja sprzedana w Polsce w lipcu i sierpniu pozostała powyżej poziomu z analogicznych miesięcy 2019 r., co pozytywnie wyróżniało Polskę na tle Unii.

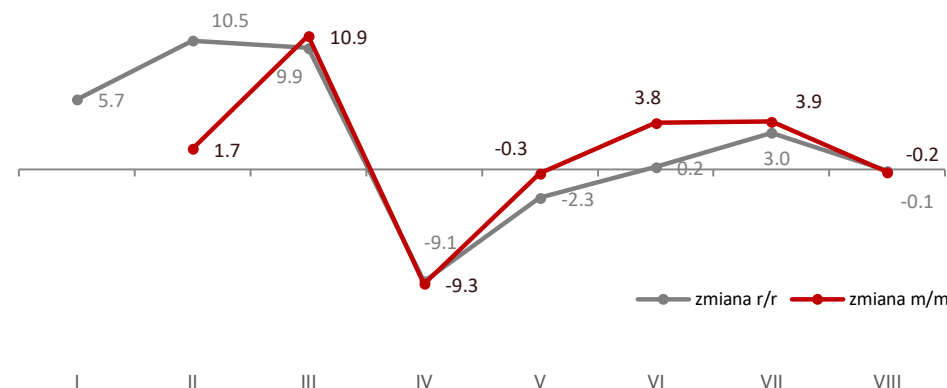
Uwagę zwraca niewielki spadek wartości sprzedaży detalicznej. Jak wynika z danych GUS, w sierpniu miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej żywności była ujemna, wynosząc (w cenach bieżących) -0,2%. Sprzedaż była niższa również w ujęciu rocznym (o 0,1%), co może zastanawiać, biorąc pod uwagę wzrost produkcji sprzedanej r/r. Może to wskazywać na nieco słabszy popyt na rynku krajowym i większą sprzedaż z Polski na rynki zagraniczne. Takiemu rozwiązaniu sprzyjały w sierpniu utrzymująca się na wyższym, niż rok wcześniej, poziomie sprzedaż detaliczna żywności na głównych rynkach zbytu w UE oraz stopniowa odbudowa obrotów w segmencie HoReCa w Unii.

W kolejnych miesiącach obrotom w branży spożywczej powinna sprzyjać wyższa, niż rok wcześniej, produkcja roślinna. Na obecnym etapie szacuje się wzrost zbiorów zbóż oraz owoców i warzyw. Z kolei w przetwórstwie mięsa spory wpływ może mieć ewentualny głębszy spadek cen mięsa wieprzowego, związane ze stwierdzeniem ognisk ASF w Niemczech.

**Dynamiki produkcji sprzedanej branży spożywczej w Polsce oraz w UE-27 w 2020 r. (%)**



**Dynamika sprzedaży detalicznej żywności w Polsce, ceny bieżące (%)**



Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **30.09.2020** r. zostało przygotowane przez:

## **DEPARTAMENT SEKTORÓW STRATEGICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: [sektory@santander.pl](mailto:sektory@santander.pl)

Rozwiązania sektorowe w Internecie: [www.santander.pl/korporacje/rozwiazania-sektorowe](http://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

# 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

