

Byle do wiosny

Polska: Perspektywy 2021

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

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ 2020: Nasz prognozy a rzeczywistość	s. 5
■ 2021: Nasze prognozy i główne ryzyka	s. 6
■ Szczepienia	s. 8
■ Pierwsza fala Covid-19	s. 10
■ Druga fala Covid-19	s. 12
■ PKB	s. 13
■ Handel zagraniczny	s. 16
■ Inwestycje	s. 19
■ Konsumpcja	s. 21
■ Rynek pracy	s. 22
■ Inflacja	s. 25
■ Kredyty	s. 28
■ Polityka pieniężna	s. 29
■ Polityka fiskalna	s. 31
■ Rynek walutowy	s. 34
■ Rynek długu	s. 38
■ Tabela z prognozami	s. 47
■ SUPLEMENT SEKTOROWY	s. 50



Podsumowanie (makro)

Covid-19 był głównym wyzwaniem 2020 r. i pozostanie nim także w 2021 r. Założenia co do rozwoju pandemii pozostają kluczowe dla scenariuszy makroekonomicznych. O ile wciąż jest wiele znaków zapytania, na przykład dot. szybkości dystrybucji szczepionek i liczby chętnych do zaszczepienia, to naszym zdaniem **racjonalne jest założenie, że w połowie 2021 roku stopień wyszczepienia społeczeństw będzie wystarczający, by obniżyć ryzyko kolejnych fal pandemii i zamknąć gospodarek** ([patrz strony 8-9](#)).

Jak dotąd, Polska radziła sobie z kryzysem gospodarczym lepiej niż inne kraje europejskie ([strona 10](#)) i wydaje się, że **kiedy zagrożenie chorobą minie, staniemy przed szansą mocnego odbicia napędzanego odłożonym popytem, efektami substytucyjnymi i hojnym strumieniem środków z UE**. Na początku 2021 r. aktywność gospodarcza będzie wciąż stłumiona a zagrożenie koronawirusem będzie się utrzymywało przez zimę, ale spodziewamy się mocniejszego odbicia w II poł. 2021 r. **Na poziomie zagregowanym najlepszym opisem scenariusza gospodarczego będą litery „Vu” – drugi dołek koniunktury będzie płytszy, ale dłuższy niż pierwszy, a wzrost PKB odbije do +4,6% w 2021 r. z -3% w 2020 r.** ([strona 13](#)).

Jednak nie we wszystkich sektorach scenariusz będzie wyglądał tak samo. Przetwórstwo zdaje się najmniej dotknięte drugą falą pandemii i jego perspektywy wyglądają nieźle w obliczu ożywienia w handlu międzynarodowym. Natomiast gastronomia, hotele i budownictwo cierpią najmocniej ([strona 15](#)). **Zapraszamy także do zapoznania się z Suplementem Sektorowym, w którym znajduje się pogłębiona analiza wybranych działów krajowej gospodarki** ([strona 50](#)).

Reakcja rynku pracy była jak dotąd łagodna i **choć szczyt bezrobocia może jeszcze być przed nami, to naszym zdaniem nie będzie on wysoki**. Z drugiej strony, chomikowanie pracy podczas pandemii oznacza, że nie ma wiele miejsca na wzrost zatrudnienia wraz z przyspieszeniem gospodarczym, a presja płacowa nie powinna w najbliższym czasie rosnąć. ([strony 22-23](#)).

Wciąż uważamy, że w 2021 r. **inflacja powinna zejść poniżej celu NBP 2,5%**, co będzie opóźnionym efektem spadku popytu krajowego, ale też niższej presji kosztowej, dobrych wyników firm, efektu wysokiej bazy i słabszego wzrostu cen żywności ([strony 25-27](#)).

To zostawi bankowi centralnemu komfort **utrzymywania stóp procentowych bez zmian, nawet do końca kadencji obecnej RPP** (początek 2022 r.). O ile kilku członków Rady już wspomniało o normalizacji polityki w 2021 r., to takie poglądy są na razie w mniejszości ([strony 29-30](#)). Zmianie ulec może rozmiar programu skupu obligacji NBP wraz z potrzebami rządu w zakresie finansowania kolejnych działań antykryzysowych.

Deficyt sektora General Government wyniesie naszym zdaniem ok. 6% PKB w 2021 r. (zgodnie z założeniami rządowymi), wobec 8-9% w 2020 r. (mniej niż planowano w nowelizacji budżetu) ([strona 31](#)). Dług publiczny powinien stabilizować się w okolicy 57% w metodologii Eurostatu (dzięki przyspieszeniu nominalnego PKB w przyszłym roku), podczas gdy krajowa miara długu (podlegająca limitowi 60% zapisanemu w konstytucji) może być nawet poniżej 50%, gdyż finansowanie programów antykryzysowych zostało przepchnięte do rządowych agencji, które już temu limitowi nie podlegają.

Porozumienie w kwestii Perspektywy Finansowej UE i Programu Odbudowy, osiągnięte podczas grudniowego szczytu Rady Europejskiej, oznacza, że **Polska skorzysta ze wzrostu finansowania z UE w latach 2021-2027** (alokacja dla Polski: 75 mld euro w funduszach spójności, 31 mld euro w fundusze na rolnictwo, 64 mld euro w Next Generation EU). Według naszych szacunków, sam program Next Generation może dodać 4-5% do polskiego PKB do 2025 z szczytowym wpływem na wzrost PKB w 2022 i 2023 r. ([strona 32](#)).



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Rok 2020 przyniósł znaczący wzrost wahań na rynku walut państw rozwijających się. Na moment publikacji tego raportu, od początku roku wszystkie znaczące waluty z rynków rozwijających się osłabiły się do euro, mniej niż połowa umocniła się do dolara. Złoty stracił ok. 3,8% do euro i zyskał 3,6% do dolara co daje krajowej walucie czwarte miejsce wśród wszystkich walut z rynków rozwijających się.

Według naszych prognoz w 2021 r. EURPLN powróci do ok. 4,30, tj. środka przedziału 4,25-4,35, w którym poruszał się przez większość czasu od połowy 2018 do wybuchu kryzysu spowodowanego przez Covid-19. Kluczowymi założeniami są pozytywny nastrój na rynku utrzymujący się przez większość 2021, wyjście Wielkiej Brytanii z UE z umową handlową (lub podpisanie takiej najpóźniej na samym początku 2021) i brak kolejnych napięć na linii Polska-UE. ([strony 34-37](#))

Rynek stopy procentowej

W 2020 r. rentowności obligacji obniżyły się w ślad za rynkami bazowymi i ustabilizowały się w II półroczu. Polskie obligacje stały się drogie patrząc z perspektywy asset swap.

W 2021 r. spodziewamy się wzrostu rentowności 10L obligacji do 1.75% głównie na skutek wzrostu rentowności na rynkach bazowych ale także lepszego od oczekiwań rynkowych wzrostu gospodarczego oraz pojawienia się podaży obligacji skarbowych i covidowych. Spadająca inflacja oraz utrzymywanie programu QE NBP może stabilizować rentowności lub nawet je lekko obniżyć. Krótki koniec krzywej pozostanie stabilny, a NBP utrzyma stopy procentowe bez zmian przez cały 2021 r. ([strony 38-41](#))

Procentowy udział inwestorów zagranicznych w krajowych obligacjach skarbowych jest historycznie niski (17%) jednak niektóre serie obligacji skoncentrowane wokół tenoru 10L mają wyraźnie wyższy udział zagranicy (40-50%) co powoduje, że są znacznie bardziej wrażliwe na wzrosty rentowności na rynkach globalnych. Podobnie, większe zaangażowanie zagranicy ma miejsce na obligacjach BGK niż PFR. Polska krzywa może w rezultacie stać się w 2021 r. bardziej stroma.

Na podstawie projektu budżetu na 2021 opublikowanego na początku września i po uwzględnieniu zakupów obligacji przez MinFin w ramach aukcji zamiany od tego czasu, szacujemy podaż netto obligacji w 2021 r. na 40mld zł w podziale na 15mld zł obligacji stało-kuponowych oraz 25mld zł zmienno-kuponowych. Większość zapadalności obligacji przypada na I poł roku. ([strony 42-45](#))



2020: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasza prognoza (w czerwcu 2020)	Rzeczywistość
PKB	Dołek cyklu w II kw. zapewne był głębszy niż sądziliśmy, 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.	Trajektoria „V” okazała się zbyt optymistyczna, gdyż nowa fala Covid-19 obniżyła aktywność gospodarczą w IV kw. Jednak zarówno II jak i III kw. były lepsze od naszych oczekiwań, więc w sumie tegoroczny spadek PKB będzie mniejszy niż oczekiwaliśmy w połowie roku (-3% zamiast -4%).
Struktura PKB	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.	Popyt krajowy i jego główne składowe były słabsze niż oczekiwaliśmy, co jednak zostało zrównoważone z nawiązką poprawą bilansu handlowego, gdyż eksport radził sobie całkiem dobrze a import wyraźnie spowolnił.
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.	Reakcja bezrobocia łagodniejsza niż się obawialiśmy. Wzrost płac spowolnił, co obniżyło siłę nabywczą gospodarstw domowych, ale nie tak wyraźnie, jak się spodziewaliśmy.
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 faktycznie obniżyła się, ale mniej niż prognozowaliśmy.
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.	Bez zaskoczeń. Stopy procentowe zakotwiczone blisko zera i raczej nie spadną niżej. Aktywność NBP na rynku FX nie była niezbędna wobec dobrych wyników eksportu i braku dalszego umocnienia złotego.
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.	Deficyt prawdopodobnie będzie nieco mniejszy, w okolicy 8-9% PKB. Część niewykorzystanych środków znajdzie zastosowanie w przyszłorocznym pakiecie pomocowym.
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 spadł nawet mocniej niż się spodziewaliśmy, długi koniec był nieco wyżej wobec nadziei na ożywienie w 2021 r. Podaż obligacji skarbowych w zasadzie wyszła po lecie.
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.	Potencjał dla mocniejszego złotego faktycznie był niewielki, choć średnio w II połowie 2020 r. złoty był nieco mocniejszy niż spodziewaliśmy się w czerwcu.



2021: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Po wciąż słabym I kw. spodziewamy się silniejszego ożywienia gospodarki w II poł. 2021 r. – po tym jak masowe szczepienia usuną obawy o kolejne fale pandemii. Wzrost r/r PKB w kwartałach będzie zaburzony efektami bazy; średnia roczna +4,6%.	Główne ryzyka dotyczą szybkości i zasięgu szczepień. Jeśli odporności zbiorowej nie uda się osiągnąć do jesieni to możemy zapętlić się w kolejną rundę pandemicznych restrykcji.
Struktura PKB	Konsumpcja będzie najsilniejszym motorem ożywienia, wspierana odłożonym popytem, zerowymi stopami procentowymi i łagodną reakcją rynku pracy. Inwestycje będą zdławione dłużej, ale przed końcem roku zaczną odbijać. Eksport niezmiennie będzie sobie radził dobrze, ale import odbije w II poł. roku przez co bilans handlowy zaciąży na wroście PKB.	Odbicie konsumpcji i inwestycji może być niemrawe póki nie zostanie osiągnięty dostateczny postęp w walce z pandemią. Jeśli to potrwa za długo, to rządowe tarcze mogą już nie chronić skutecznie przed trwałymi zniszczeniami w gospodarce w postaci upadłości firm i bezrobocia.
Rynek pracy	Stopa bezrobocia powinna osiągnąć szczyt, wciąż dość niski, w I kw. 2021. Przez „chomikowanie pracy” w trakcie kryzysu ciężko liczyć na wyskok popytu na pracę gdy gospodarka zacznie przyspieszać. Presja płacowa prędko nie wzrośnie, co oznacza ograniczony wzrost realnego dochodu z pracy gospodarstw domowych.	Jeśli nadzieje na szybkie szczepienie okażą się płonne, firmy mogą skończyć z chomikowaniem pracy i może dojść do wysokotu bezrobocia. Z drugiej strony silne odbicie gospodarcze przy podwyższonej skali nieaktywności zawodowej może spowodować, że problem niedoborów pracowników wróci szybciej niż się wydaje.
Inflacja	Inflacja spadnie w kierunku 2% wobec osłabionego popytu, niższej presji kosztowej na firmy, spadającej dynamiki cen żywności. Kolejna runda podwyżek opłat administracyjnych i podatków spowolni opadanie inflacji, ale go nie powstrzyma, gdyż skala tych działań ma być mniejsza niż w 2020.	Nasza prognoza jest poniżej konsensusu rynkowego oraz projekcji NBP i może się nie zrealizować jeśli z jakiegoś powodu ceny usług nie wyhamują. Znacząca podwyżka cen prądu i/lub istotna deprecjacja złotego mogą przesunąć ścieżkę CPI wyżej.
Polityka pieniężna	Główne stopy procentowe zapewne pozostaną bez zmian do końca kadencji RPP. Ujemne stopy to raczej nie jest realna opcja. Skup obligacji przez NBP przedłużony w I kw. 2021 kiedy rząd uruchomi kolejną rundę wsparcia dla gospodarki.	Ryzyko ujemnych stóp wydaje się bardzo niskie, bo nawet gołębi członkowie RPP widzą wady takiego rozwiązania. W przypadku szybszego od prognoz ożywienia i trwałego odbicia inflacji, w II poł. nasilić się może dyskusja nt. podwyżek stóp.
Polityka fiskalna	Deficyt GG blisko 6% PKB (jak zakłada rząd) po 8-9% w 2020 (niżej od planu). Przyjęty budżet UE implikuje duży napływ środków do Polski w latach 2021-2027, co wspiera perspektywy gospodarcze.	Wolniejszy nominalny wzrost PKB i opóźniony / nieefektywnie prowadzony proces szczepień to główne ryzyka dla finansów publicznych.
Rynek stopy procentowej	Gospodarka polska i światowa zaczną się normalizować w 2021 i podobnie będzie z rentownościami. NBP nie zmieni stóp w 2021 ale duży udział inwestorów zagranicznych w papierach 10-letnich sugeruje, że wystromienie to najbardziej realny scenariusz na 2021. Potencjał do wzrostu rentowności będzie ograniczany przez program skupu obligacji przez NBP.	Nadzieje na szybki wpływ szczepionki mogą okazać się przedwczesne i wówczas światowy wzrost gospodarczy może być obniżony na dłużej, co spowoduje konieczność dodatkowych działań ze strony banków centralnych (w przypadku NBP, większe zakupy obligacji).
Rynek walutowy	Oczekujemy umocnienia złotego i powrotu EUR/PLN do 4,30 na koniec roku. Poziom ten był środkiem przedziału, w którym kurs poruszał się przed kryzysem.	Główne ryzyka dla waluty to globalna awersja do ryzyka, umocnienie dolara, Brexit bez umowy handlowej, rozczarowanie tempem szczepień w Polsce w porównaniu do innych państw.

Gospodarka

1



Covid-19: falochron w budowie

Pierwsza fala pandemii Covid-19 przebiegła w Polsce łagodnie. Rząd zareagował szybko nakładając dotkliwe restrykcje na mobilność społeczną i działalność gospodarczą. Wynikiem było mało zarażeń (wiosną liczba nowych przypadków Covid-19 wahała się blisko 10 na 1 mln mieszkańców, dużo niżej niż gdziekolwiek indziej w Europie), ale też pokaźny ubytek w aktywności gospodarczej w II kw. (patrz str.10).

Podczas drugiej fali sytuacja była zupełnie inna – Polska okazała się jednym z najsilniej dotkniętych krajów Europy jeśli chodzi o nowe przypadki i zgony (szczyt nowych dziennych zachorowań w listopadzie wyniósł niemal 700 na 1 mln osób). Tymczasem nowe restrykcje wprowadzone przez rząd jesienią były bardziej wybiórcze i mniej dotkliwe dla większości firm niż te wiosenne.

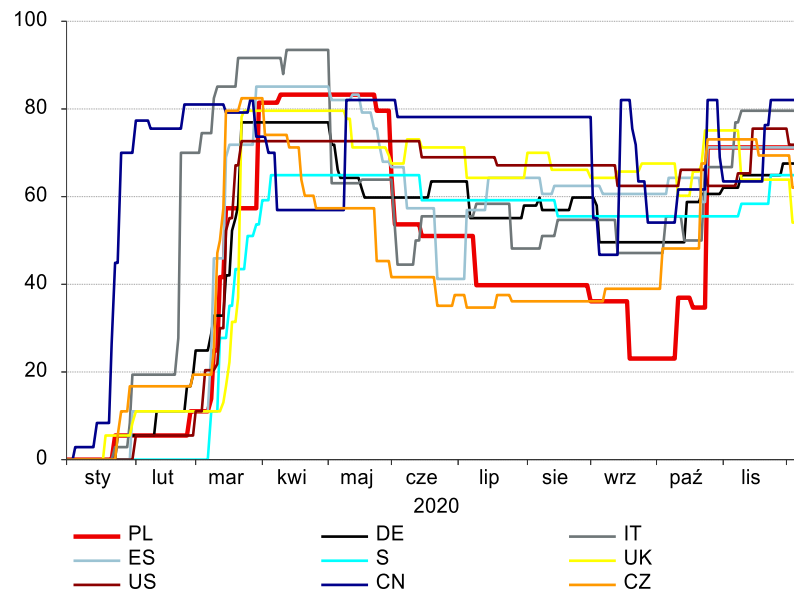
Obecnie rozprzestrzenianie pandemii znów przyhamowało a liczba nowych przypadków spadła do poziomów wskazanych przez rząd jako dostateczne do poluzowania restrykcji (rząd oznajmił jednak, że nie zamierza jednak ich łagodzić przed końcem tego roku).

Za wcześnie by mówić, że zagrożenie minęło i wg nas racjonalne jest założenie, że **czeka nas trzecia fala pandemii Covid-19 zimą/wczesną wiosną, zanim dostatecznie duża część populacji zostanie zaszczepiona przeciw koronawirusowi.**

Sytuacja może się zmienić w trakcie 2021. Chociaż wciąż jest duża niepewność dot. implementacji strategii szczepień (jak szybko i jak efektywnie będzie postępował ten proces) to **naszym zdaniem w bazowym scenariuszu należy przyjąć, że w okolicy połowy 2021 r. zaszczepione zostaną najbardziej zagrożone grupy i życie zacznie wracać do normalności.**

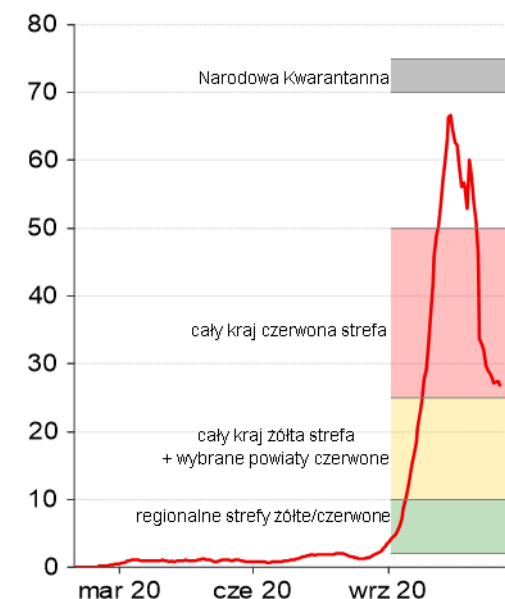


Indeks restrykcji Uniwersytetu Oksfordzkiego



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

Covid-19 w Polsce: nowe przypadki (7d śr ruchoma) i rządowe progi do luzowania restrykcji



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

Wytyczne rządowe do luzowania restrykcji:

Narodowa kwarantanna: wyjścia z domu tylko w niezbędnych sprawach; instytucje kultury: zamknięte; transport publiczny: 50% siedzeń / 30% miejsc; kościoły: 1os./20m2; zgromadzenia: maks. 5 osób; wesela: zakazane; targi, eventy: on-line; edukacja: zdalna; galerie handlowe: tylko wybrane sklepy, 1os./20m2; hotele: tylko podróże służbowe; gastronomia: tylko na wynos; zakłady fryzjerskie: zamknięte; siłownie, aquaparki: zamknięte;

Czerwona strefa: wyjścia z domu: ograniczone dla dzieci <16l; instytucje kultury: 25% widowni; transport publiczny: 50% siedzeń / 30% miejsc; kościoły: 1os./15m2; zgromadzenia: maks. 5 osób; wesela: zakazane; targi, eventy: on-line; edukacja: klasy 1-3 w szkole; galerie handlowe: otwarte, 1os./15m2; hotele: tylko podróże służbowe; gastronomia: tylko na wynos; zakłady fryzjerskie: dystans 1.5m; siłownie, aquaparki: zamknięte;

Żółta strefa: wyjścia z domu: bez ograniczeń; instytucje kultury: 25% widowni; transport publiczny: 50% siedzeń / 30% miejsc; kościoły: 1os./7m2; zgromadzenia: maks. 25 osób; wesela: maks 50 osób; targi, eventy: on-line; edukacja: hybrydowo; galerie handlowe: otwarte, 1os./7m2; hotele: bez ograniczeń; gastronomia: otwarta 6:00-21:00; zakłady fryzjerskie: bez ograniczeń; siłownie, aquaparki: otwarte, 1os./7m2 lub 50% pojemności;

Zielona strefa: wyjścia z domu: bez ograniczeń; instytucje kultury: 50% widowni; transport publiczny: 100% siedzeń / 50% miejsc; kościoły: 1os./4m2; zgromadzenia: maks. 100 osób; wesela: maks. 100 osób; targi, eventy: 1os./4m2; edukacja: hybrydowo; galerie handlowe: bez ograniczeń; hotele: bez ograniczeń; gastronomia: bez ograniczeń; zakłady fryzjerskie: bez ograniczeń; siłownie, aquaparki: otwarte, 1os./7m2 lub 50% pojemności;



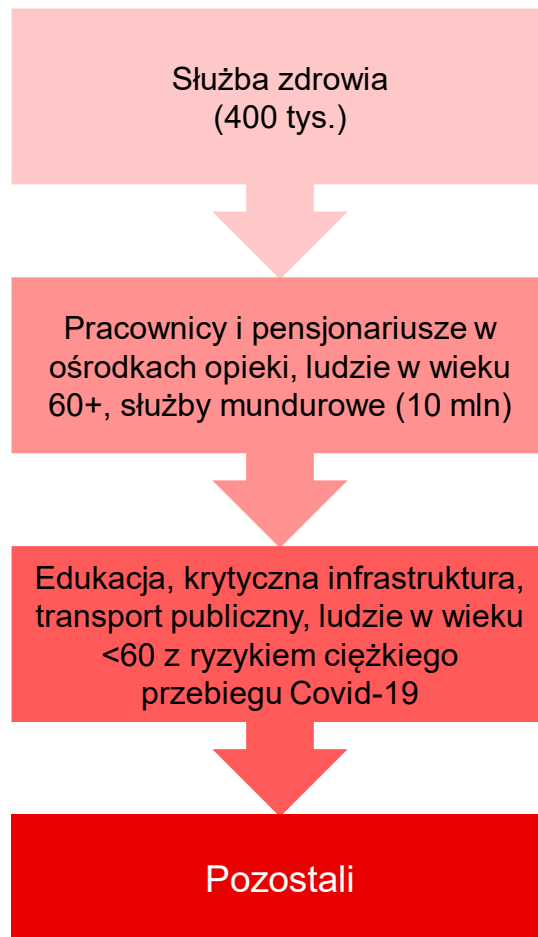
Covid-19: szybkość szczepień jest kluczowa

Rząd zaprezentował wstępną strategię szczepień wraz z kolejnością szczepienia grup społeczno-demograficznych. **Celem jest osiągnięcie odporności zbiorowej.**

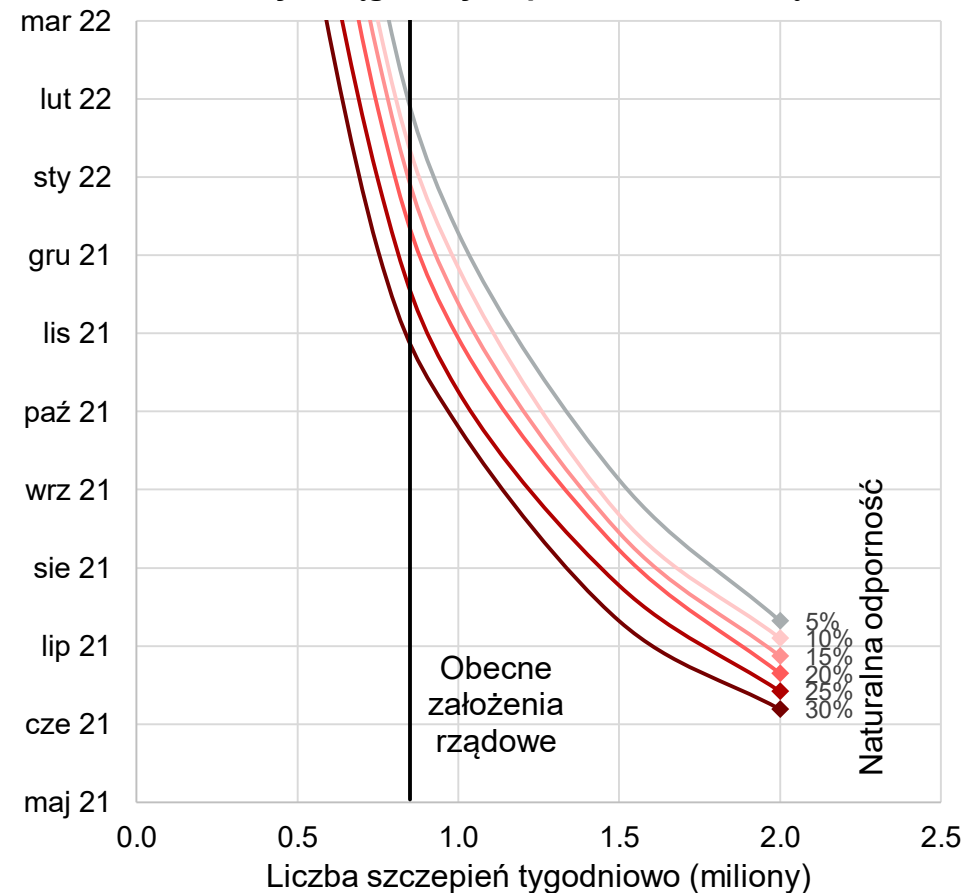
Rząd planuje sfinansować szczepienia i dystrybuować szczepionki bez opłat. Zarezerwowano już 62 mln dawek u producentów. Trwa proces rejestracji punktów szczepień. Według rzecznika rządu obecnie możliwe jest wydanie 3,4 mln dawek miesięcznie (850 tys. tygodniowo). Ta liczba może jeszcze ulec zmianie wraz z rejestracją kolejnych punktów.

Według naszych symulacji 850 tys. dawek tygodniowo dałoby polskiej populacji odporność stałą pod koniec 2021 / na początku 2022, w zależności od naturalnej odporności (uważamy, że 10-15% jest rozsądnym założeniem) i od długości trwania odporności poszczepiennej (zakładamy ponad rok). Liczba szczepień musi przekroczyć 2 mln tygodniowo, by możliwe było osiągnięcie celu w I poł. 2021 r. Jednak zakładana obecnie szybkość szczepień jest wystarczająca, by zaszczepić wszystkich seniorów do sierpnia/września. Ponieważ ta grupa demograficzna jest najbardziej podatna na Covid-19, to uważamy, że pozwoli to uniknąć zamykania gospodarki na podobieństwo działań z 2020 r. w drugiej połowie 2021 r.

Kolejność szczepień wg założeń rządowych



Kiedy osiągniemy odporność zbiorową?



Założenia: efektywność szczepionki – 95% (po dwóch dawkach), odporność poszczepienna (>1 rok), R0 – 2,5 (odporność stała przy 60%), start szczepień: 1 lutego. Naturalna odporność = odporność po przechorowaniu Covid-19



Pierwsza fala: ostry spadek, ostre odbicie

Pierwsza fala pandemii Covid-19, prowadząca do powszechnego ogłaszania krajowych lockdownów i zaburzeń w łańcuchach dostaw, zdewastowała gospodarki europejskie w II kw. Wszystkie kraje odczuły wiosną ostry spadek aktywności gospodarczej, po którym – na szczęście – przyszło latem całkiem żwawe odbicie po tym jak lockdowny i obostrzenia zostały zniesione.

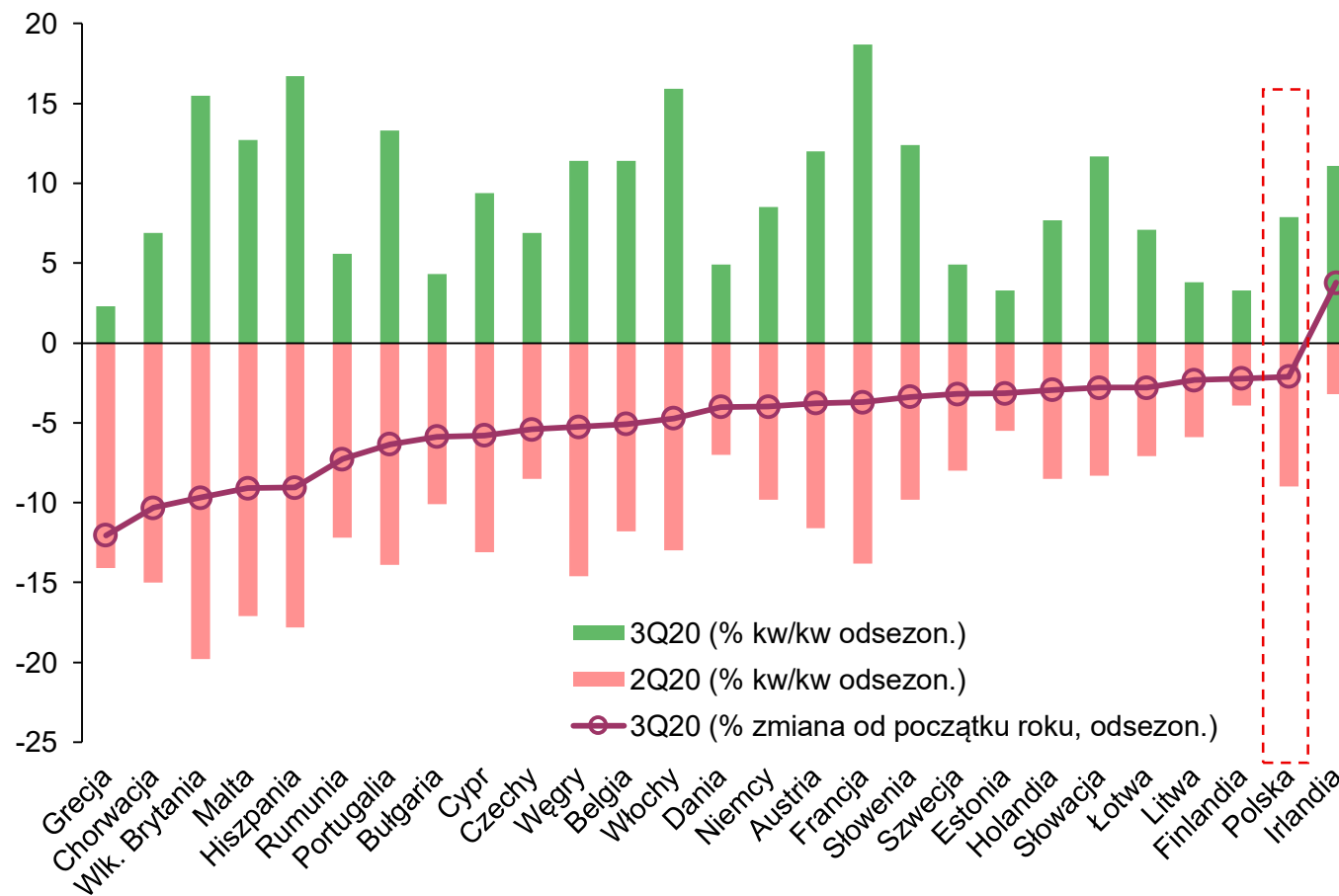
Polska znalazła się w środku stawki krajów UE27 pod względem rozmiaru strat w PKB w samym II kw., ale jeśli spojrzeć na łączną zmianę PKB w I-III kw. to odnotowała drugi najlepszy wynik ze wszystkich krajów europejskich.

Zarówno II kw. jaki i III kw. nie były tak złe dla gospodarki jak się obawialiśmy na początku pandemii – i to jest dobra wiadomość.

Jak wskazaliśmy w [poprzednim MAKROskopie](#), struktura polskiej gospodarki wzmocniła szok w II kw.: choć znaczenie podróży i turystyki jest wyjątkowo niskie, to Polska w relatywnie dużym stopniu opiera się na przemyśle (24,6% PKB wobec 19,2% średnio w innych krajach UE), który w II kw. mocno cierpiał przez szeroko zakrojone restrykcje.

Jednakże, taka struktura gospodarki powinna nam sprzyjać w kolejnej fali/falach pandemii, skoro przetwórstwo przemysłowe jest już o wiele mniej (jeśli w ogóle) dotknięte (patrz: kolejne slajdy).

Zmiana PKB w 1Q-3Q 2020 – wpływ pierwszej fali pandemii Covid-19



Źródło: Eurostat, Santander

Pierwsza fala: szerokie zaburzenie popytu

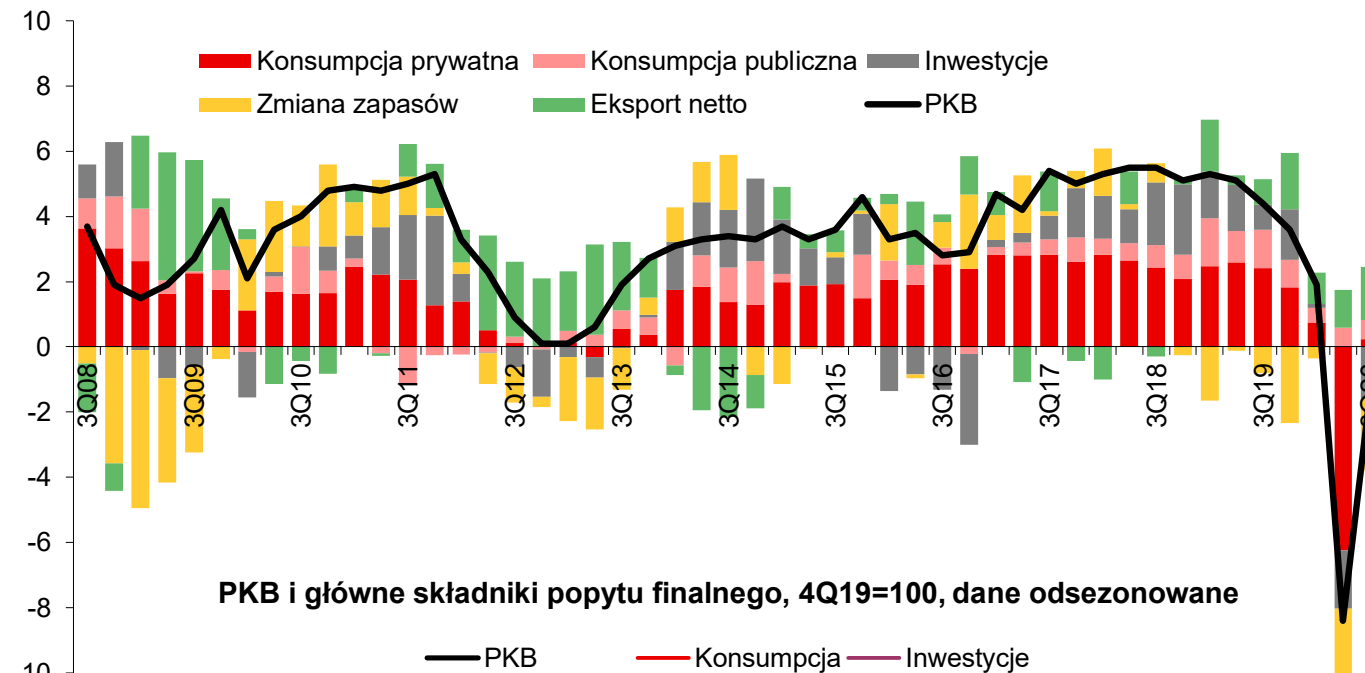


Natura gospodarczego zaburzenia w II kw. 2020 r. nie przypominała niczego znanego z przeszłości. Wszystkie składniki popytu finalnego załamały się wskutek nałożenia szeroko zakrojonych restrykcji na mobilność społeczną i działalność gospodarczą.

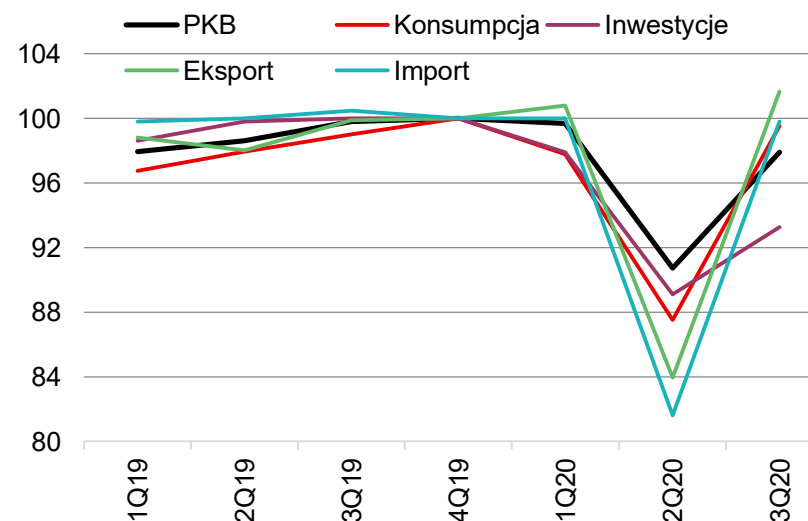
Pierwszy raz w historii konsumpcja prywatna, która zwykle przyczynia się do wygładzania cykli, spadła bardziej niż inwestycje, które zwykle mają większą zmienność. Co ciekawe, zaburzenie w handlu zagranicznym było nawet silniejsze niż w popycie krajowym, ale też o wiele krócej trwało.

Dotychczasowe doświadczenie pokazuje, że – wbrew pewnym hipotezom z początku pandemii – **pandemia nie wywołała zasadniczych strukturalnych zmian w zachowaniu konsumentów i firm, które miałyby długotrwały negatywny wpływ na wzrost gospodarczy.** Gdy zniesiono lockdown, zakumulowany popyt ujawnił się i aktywność wzrosła w większości obszarów (z wyjątkiem tych, które wciąż podlegają regulacyjnym ograniczeniom).

Struktura polskiego wzrostu PKB wg składników popytowych, % r/r



PKB i główne składniki popytu finalnego, 4Q19=100, dane odsezonowane





Druga fala: tym razem jest inaczej

Jak napisaliśmy na początku, choć druga fala pandemii uderzyła Polskę zdecydowanie mocniej pod względem liczby zachorowań, to jej negatywny wpływ na gospodarkę zdaje się być o wiele łagodniejszy. Zdecydował o tym splot kilku czynników:

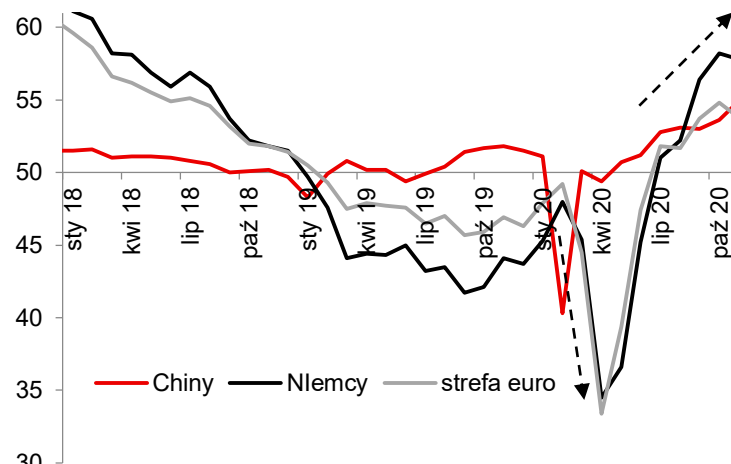
Po pierwsze, inaczej niż wiosną, kiedy to doszło do nagłego zatrzymania handlu zagranicznego, teraz kanały handlowe i międzynarodowe łańcuchy dostaw działają bez przeszkód. Obroty w handlu międzynarodowym i globalne zamówienia eksportowe szybko odzyskują siłę, wspierane silnym popytem z Azji (która uniknęła nowej fali pandemii).

W rezultacie tego, a także dzięki temu, że restrykcje nakładane przez rządy były generalnie bardziej selektywne i mniej dotkliwe, sektory przemysłowe Europy wydają się w większości niedotknięte i kontynuują ekspansję. Sektor przemysłowy Niemiec zdaje się przodować, co jest dobrą wiadomością dla Polski, skoro to nasz największy partner handlowy (trafia tam blisko 1/3 eksportu ogółem).

Nawet w usługach, gdzie odnowione restrykcje znów zredukowały aktywność, skala spadku jest wyraźnie mniejsza niż wiosną.

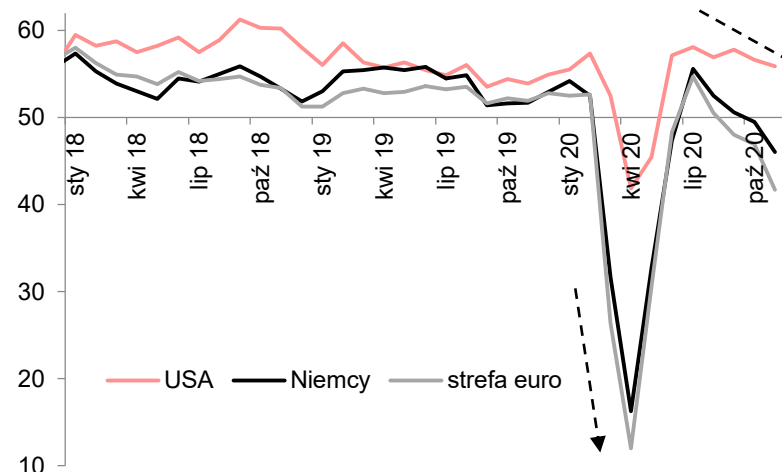
Wg nas nawet jeśli w I kw. 2021 r. przyjdzie nam mierzyć się z kolejną falą zachorowań, to natura gospodarczego zaburzenia powinna być podobna do tej z drugiej fali, tj. o wiele łagodniejsza i z mniej rozległymi konsekwencjami dla gospodarki niż ta wiosenna.

Przemysłowe wskaźniki PMI



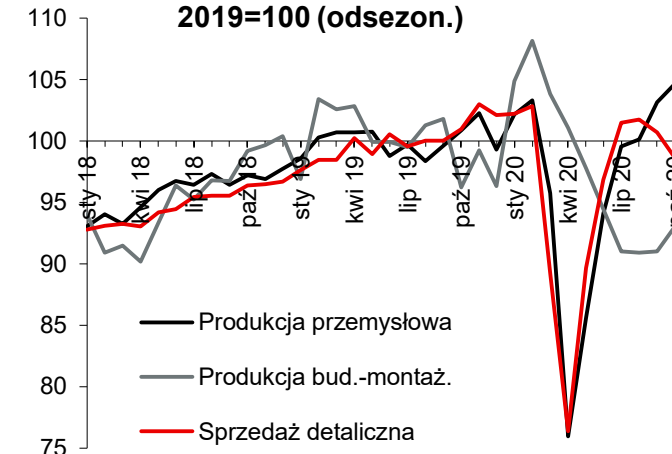
Źródło: IHS Markit, Santander

Usługowe wskaźniki PMI



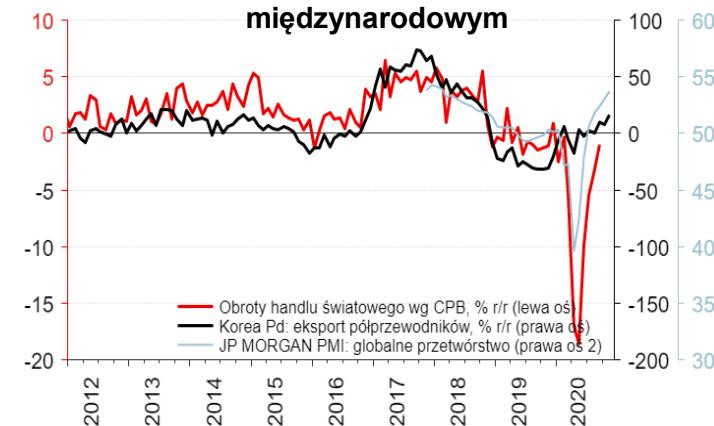
Źródło: IHS Markit, Santander

Polska: produkcja przemysłowa i budowlana oraz sprzedaż detaliczna, w cenach stałych, 2019=100 (odsezon.)



Źródło: GUS, Santander

Aktywność w handlu międzynarodowym



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander



Prognozy PKB: scenariusz w kształcie Vu?

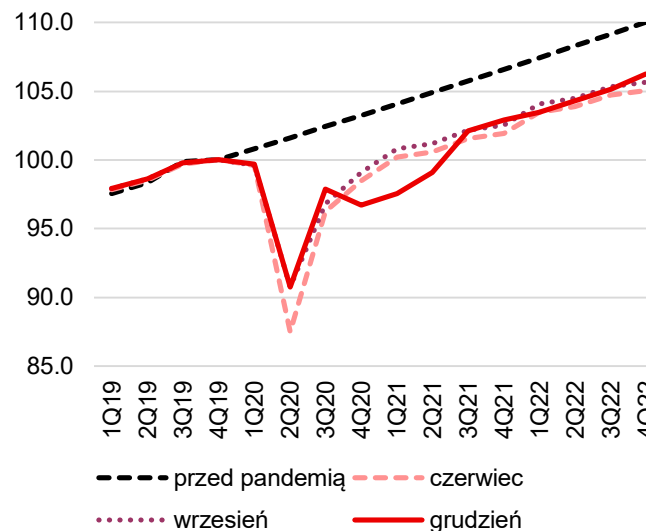
Wcześniej w tym roku mieliśmy nadzieję na scenariusz dla wzrostu PKB w kształcie litery V. Jednak rzeczywistość okazała się bardziej skomplikowana i trudna do opisaną jedną literą. Gdybyśmy wciąż mieli szukać skrótu, który najlepiej oddaje prawdopodobny scenariusz dla wzrostu gospodarczego to byłoby to "Vu".

Znajdujemy się obecnie w środku drugiego dołka w tym cyklu – dołka, który powinien być płytszy ale dłuższy niż ten pierwszy. Wg nas aktywność będzie osłabiona również w I kw. 2021 r., ponieważ zagrożenie pandemią raczej nie zniknie przez zimę. Wybiegając w przód, spodziewamy się wyraźniejszego odbicia aktywności gospodarczej w II poł. 2021 r., gdy postępy w masowym szczepieniu doprowadzą do rozwiania obaw o kolejne fale pandemii, odblokują zakumulowany popyt i przywrócą przed-pandemiczny poziom aktywności gospodarczej.

Wg nas wzrost PKB w przyszłym roku może wynieść średnio 4,6% r/r (czyli bardzo blisko 4,7% z 2019 r.) i będzie podsyćany głównie przez zdecydowane odbicie popytu krajowego, a szczególnie konsumpcji prywatnej, z nieco słabszym i przychodzącym nieco później odbiciem inwestycji. Choć w eksporcie netto wciąż będzie duża nadwyżka to ten składnik będzie negatywnie wpływał na wzrost PKB pomimo solidnych wyników samego eksportu, gdyż spodziewamy się przyspieszenia w imporcie w II poł. roku.

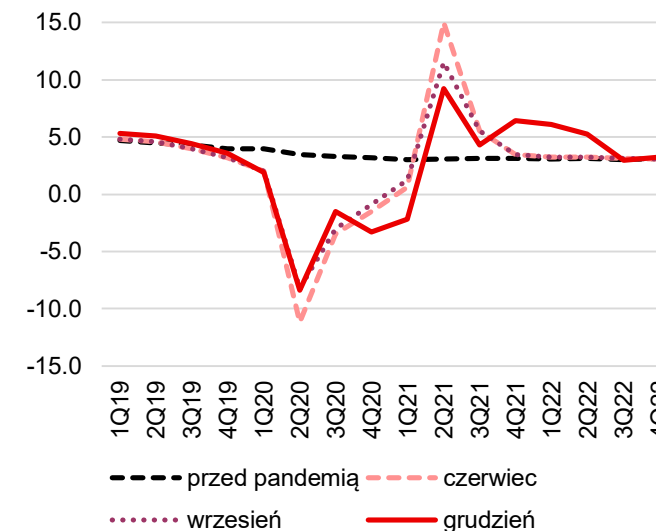
Z uwagi na ekstremalnie duże wahnięcia w poziomie PKB w ostatnich (ale też kolejnych) kwartałach, stopy wzrostu r/r w latach 2021-2022 będą podlegały silnym efektom bazy, przez co mogą dawać mylne pojęcie o zachowaniu gospodarki. Dlatego też, wolimy patrzeć, tam gdzie to możliwe, na (oczyszczone z wahań sezonowych) poziomy produkcji i PKB, żeby właściwie ocenić faktyczną naturę trendów.

Prognozy PKB (4Q19=100, odsezon.)



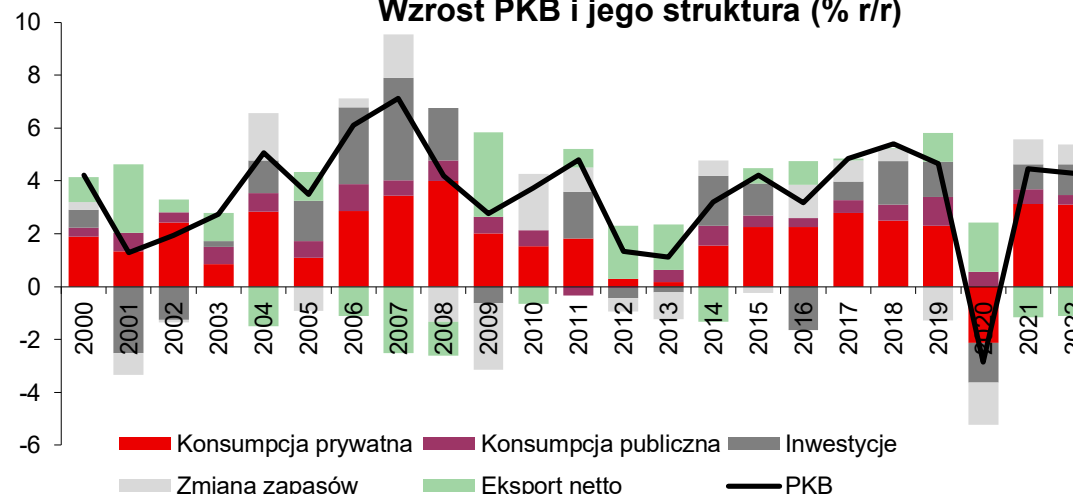
Źródło: Santander

Prognozy PKB (% r/r)



Źródło: Santander

Wzrost PKB i jego struktura (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

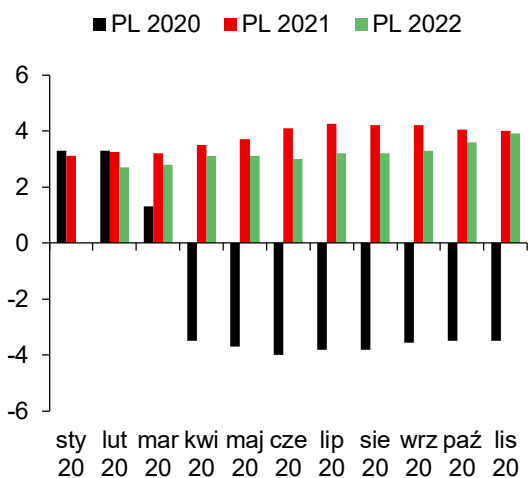


Prognozy PKB: nasze prognozy na tle innych

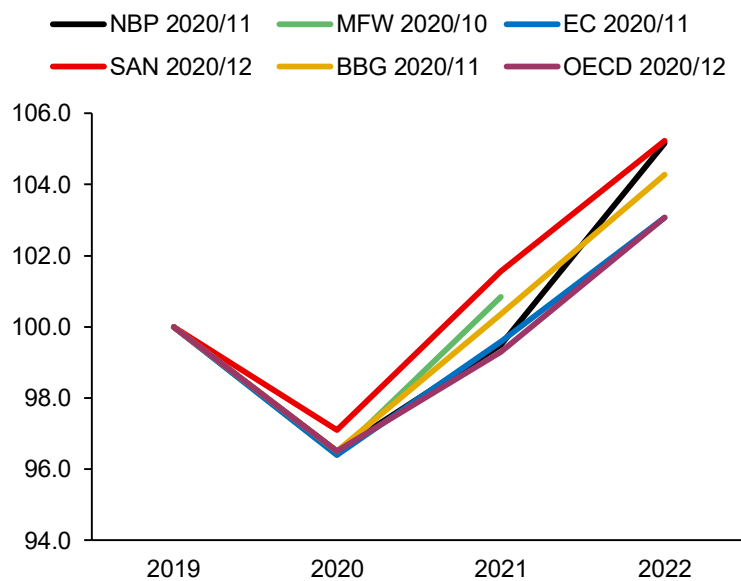
Prognozy gospodarcze fluktuowały w ostatnich miesiącach w takt nowych informacji. Z jednej strony dane z II i III kw. zaskoczyły w górę, z drugiej nowa groźniejsza fala epidemii jesienią obniżyła szacunki na IV kw. Wreszcie najnowsze doniesienia o skutecznej szczepionce dały paliwo optymistom co do perspektyw pokonania wirusa. Obecnie prognozy dla Polski są bardziej optymistyczne niż były w połowie roku... przynajmniej jeśli chodzi o poziom PKB w 2020-2022, nie stopy wzrostu r/r

Nasza prognoza, która przez większość czasu była powyżej konsensusu rynkowego, wciąż należy do jednej z najbardziej optymistycznych, mimo że spodziewany przez nas poziom PKB 2021 r. nie zmienił się wiele od czerwca/lipca.

Wzrost PKB w Polsce, mediana prognoz wg Bloomberga

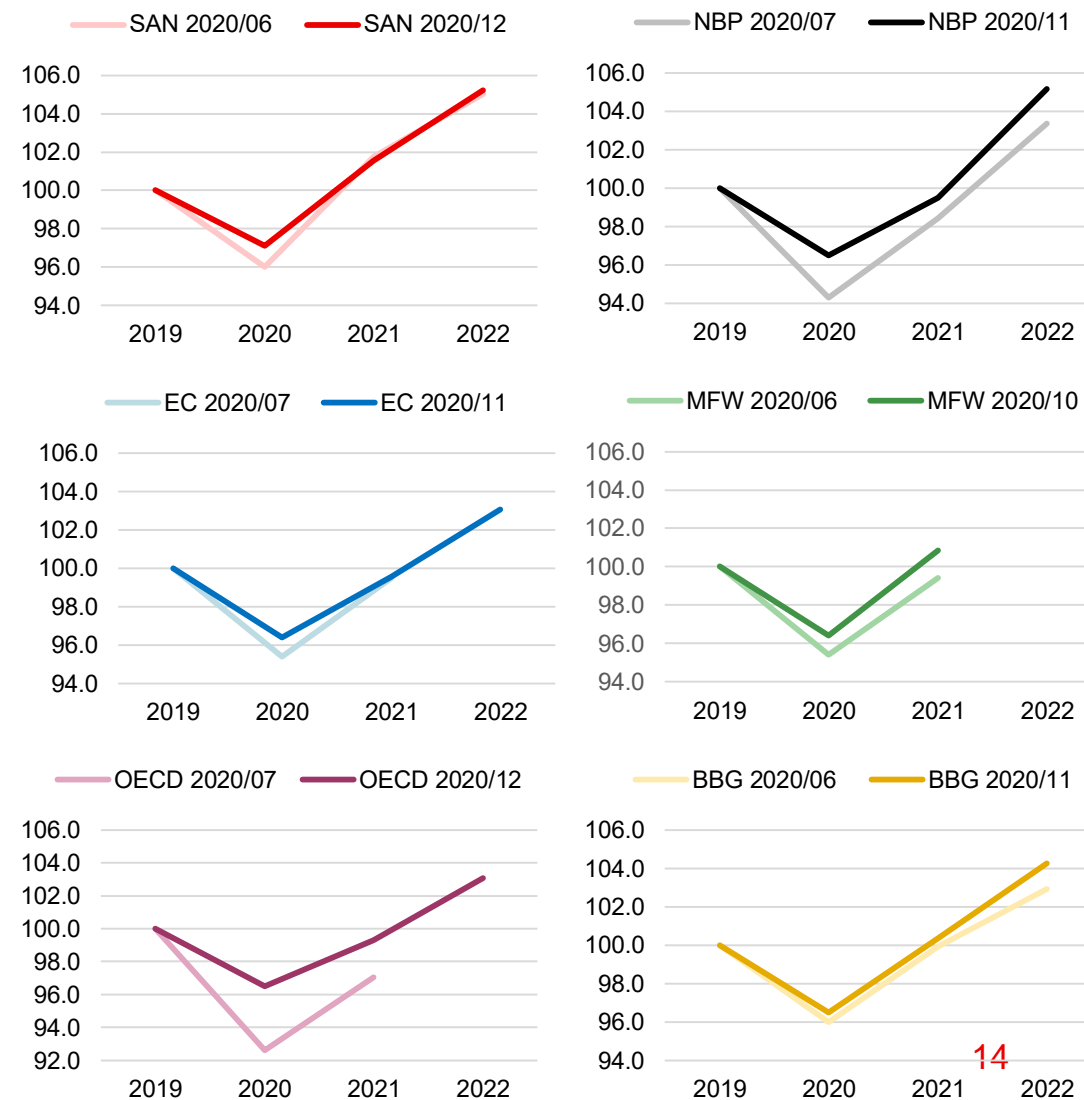


Prognozy PKB dla Polski, 2019=100



Źródła: NBP, IMF, EC, OECD, Bloomberg, Santander

Prognozy PKB dla Polski, 2019=100





Struktura PKB: każdy sektor ma swoją historię

O ile scenariusz „Vu” pasuje do zagregowanego PKB, to do poszczególnych branż można dopasować różne wzory w zależności od ich cech i odporności na epidemię. Wykresy obok prezentują nasze prognozy wartości dodanej dla wybranych sektorów:

Przemysł: odbicie w kształcie V, odporny na drugą falę dzięki utrzymaniu przepustowości handlu zagranicznego

Handel detaliczny: scenariusz Vu – druga fala, dłuższa ale płytsza, wymusiła ponowny wzrost stopnia restrykcji (zamknięcie sklepów, spadek mobilności)

Transport, magazynowanie: V/Vu – transport osobowy ucierpiał podobnie jak handel detaliczny, ale już transport komercyjny i logistyka powinny korzystać ze wzrostu handlu międzynarodowego i internetowego

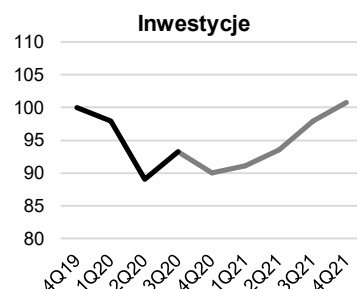
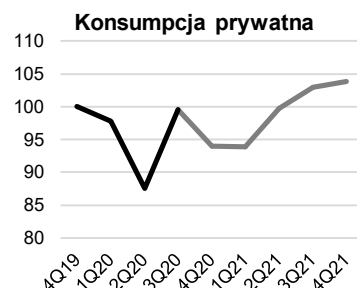
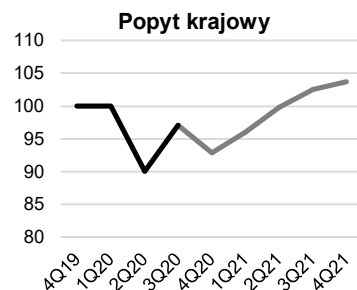
Hotele i gastronomia: scenariusz W z drugim dołkiem tak samo głębokim jak za pierwszym razem (sezon zimowy wygląda na stracony dla turystyki)

Budownictwo: kształt U – stagnacja będzie dłuższa, ale odbicie powinno zacząć się przed końcem 2021 r.

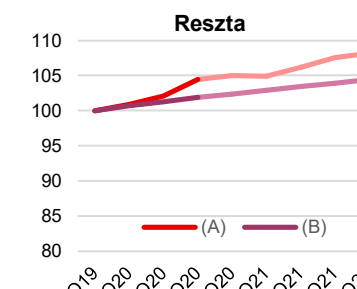
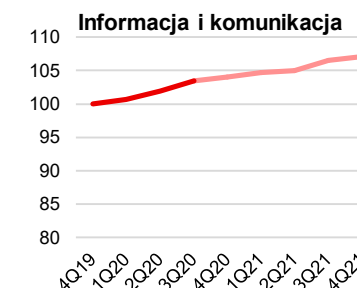
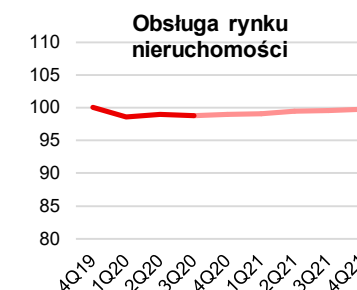
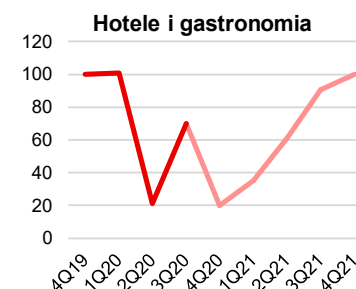
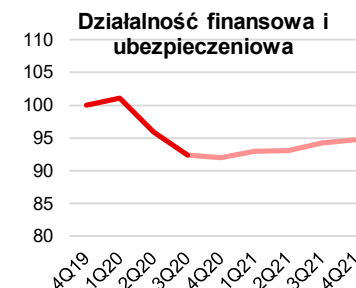
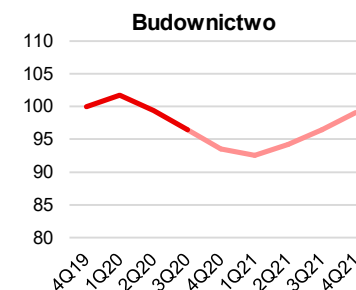
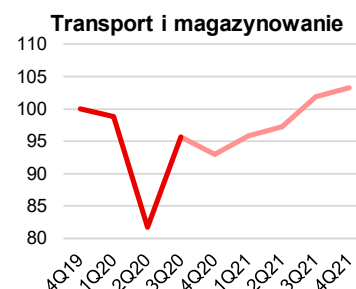
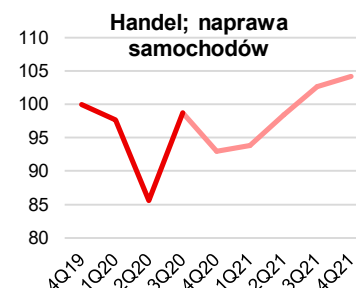
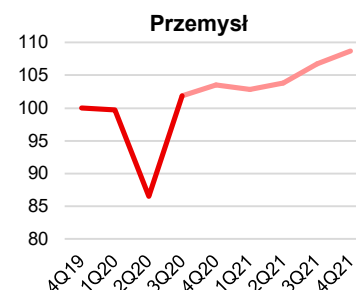
Działalność finansowa: U – prawie zerowe stopy procentowe utrzymają się dłużej co stanowi strukturalny negatywny czynnik dla sektora

Komunikacja, informacja, działalność profesjonalna i techniczna: albo nie ucierpiał przez pandemię, albo nawet zyskały dzięki automatyzacji i cyfryzacji

Główne składowe popytu (4Q19=100, s.a.)



Wartość dodana brutto w poszczególnych sektorach (4Q19=100, s.a.)



Źródło: GUS, Santander



Uwaga: Zobacz też Suplement Sektorowy (str. 50) z bardziej szczegółowym omówieniem sytuacji w wybranych działach gospodarki

(A) = Działalność profesjonalna i techniczna. Usługi administrowania i wspierające
(B) = Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe ubezpieczenia społeczne. Edukacja. Ochrona zdrowia i działalność społeczna



Handel zagraniczny: zwawy eksport, wolny import

Eksport towarów zaskoczył pozytywnie w 2020 r. Ten sektor odżył szybciej w Polsce niż w innych krajach UE. Szczególnie silny okazał się wzrost konsumpcyjnych dóbr trwałych, których Polska jest jednym z wiodących dostawców na rynek UE (meble, elektronika, sektor samochodowy).

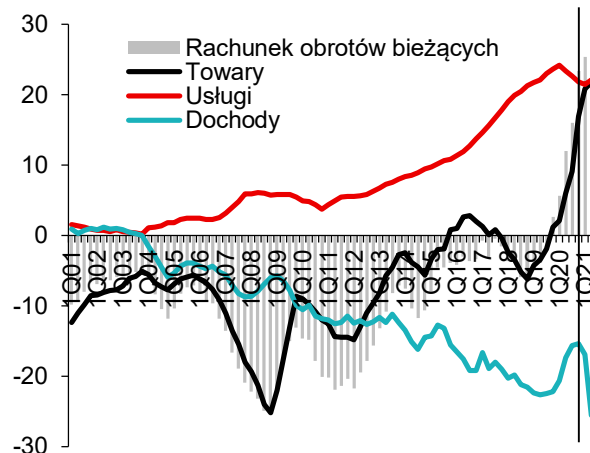
Dobra konsumpcyjne dają już większy wkład do łącznego wzrostu eksportu r/r niż przed pandemią i są jego podporą, wspierane w tym przez produkty żywnościowe.

W miarę jak globalna gospodarka będzie odczuwała szersze ożywienie w 2021 r., pozostałe kategorie dóbr eksportowych również powinny nabrać wigoru (dobra pośrednie i kapitałowe). Dotychczas popyt na nie tłumili lockdowny i gospodarcza niepewność. Pandemia przeszkadza też wyraźnie w odbudowie obrotów w międzynarodowym handlu usługami.

Import jak dotąd odradzał się dużo wolniej niż eksport. Stały za tym surowce energetyczne i sprzęt transportowy. Obniżona mobilność to niższy popyt na paliwa. Niska cena baryłki dodatkowo redukuje rachunek Polski za ropę. Do poprawy popytu na auta ze strony firm i osób prywatnych potrzeba stabilniejszego środowiska gospodarczego – wg nas warunek ten będzie spełniony w przyszłym roku.

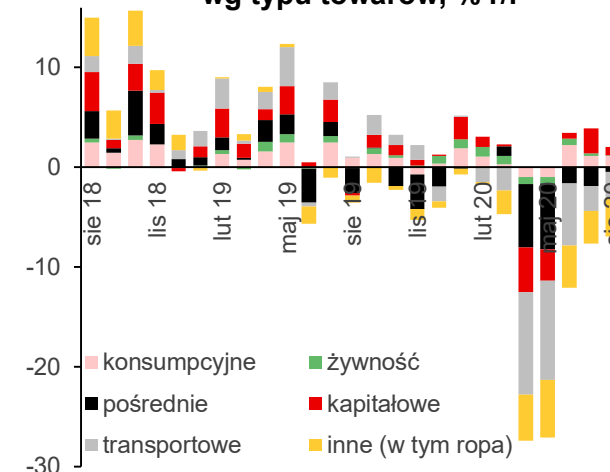
W rezultacie **popandemiczny powrót do normalności powinien prowadzić do zmniejszenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących**, w miarę doganiania eksportu przez import przy silnym popycie krajowym. Zanim do tego dojdzie, będziemy mogli oglądać ciąg dalszy rekordowych nadwyżek, bo druga fala Covid-19 osłabi import bardziej niż eksport. Pod koniec 2020 r. dodatkowy popyt na polskie towary zapewnią przygotowania Wlk. Brytanii do Brexitu.

Saldo na rachunku obrotów bieżących, 4kw suma, mld euro



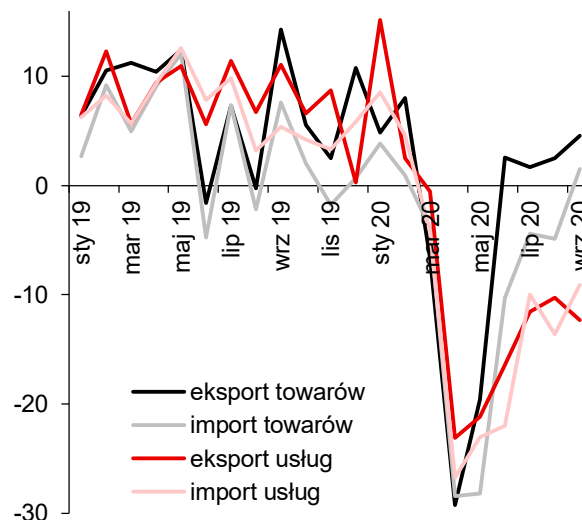
Źródło: NBP, Santander

Import – wkłady do wzrostu wg typu towarów, % r/r



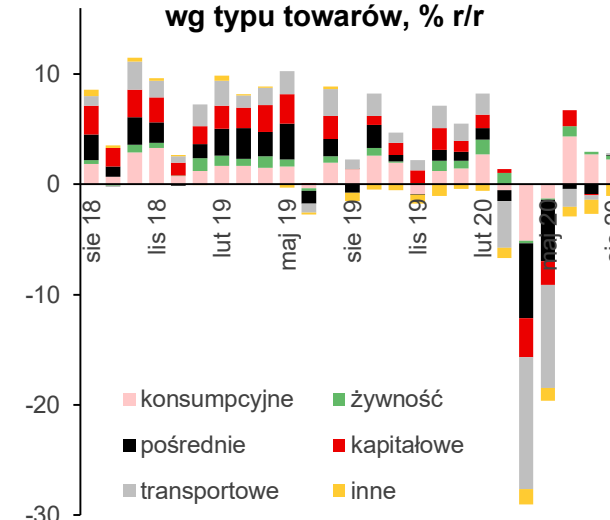
Źródło: NBP, Santander

Handel zagraniczny, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

Eksport – wkłady do wzrostu wg typu towarów, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

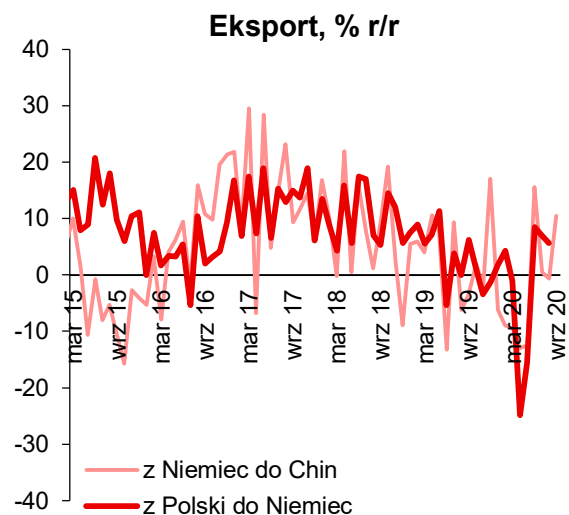


Handel zagraniczny: globalne ożywienie i substytucja

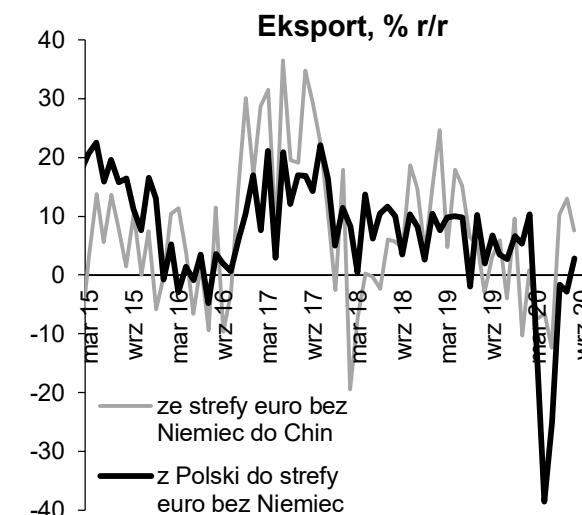
W strefie euro spodziewany jest wzrost gospodarczy -7.3% w 2020 r. i +4.6% w 2021 r. (konsensus Bloomberg). Odbicie w 2021 r. powinno zapewnić dalszy wzrost polskiego eksportu, nawet gdy efekt bazy zacznie zmniejszać wkład dóbr konsumpcyjnych w połowie przyszłego roku. **Popyt z Europy powinien powracać stopniowo w trakcie 2021 r. i obejmować coraz szersze klasy towarów** w miarę jak pandemia będzie pokonywana z pomocą masowych szczepień.

Oprócz rosnącej dynamiki gospodarki europejskiej, wsparciem dla polskiego eksportu będzie też Azja, już wykazująca solidne odbicie, zapewniające stabilny popyt w 2021 r. (zwracamy uwagę na mały spadek wysyłki do Azji wiosną, gdy handel z Europą i Amerykami załamał się). Wiele z tego popytu pokaże się pośrednio w statystykach – w handlu Polski z Niemcami – stopy wzrostu eksportu z Polski do Niemiec i z Niemiec do Chin są w ostatnich latach bardzo zbliżone.

Jak już widzieliśmy podczas ostatnich kryzysów w Europie, **polscy eksporterzy potrafią przejąć większy kawałek rynku UE we wczesnej fazie ożywienia gospodarczego**. Określamy to jako efekt substytucyjny, gdyż zakładamy, że opiera się na pilnowaniu kosztów przez partnerów handlowych i szukania tańszych alternatyw produktów - które Polska może zapewnić. W okresie czerwiec-sierpień 2020 r. średnia dynamika r/r importu ogółem każdego z krajów UE wciąż była ujemna, jednak ich import z Polski w wielu przypadkach rósł już w ujęciu r/r a w innych spadał mniej niż import ogółem (co wystarcza do zwiększania udziału w rynku przez polskich eksporterów).

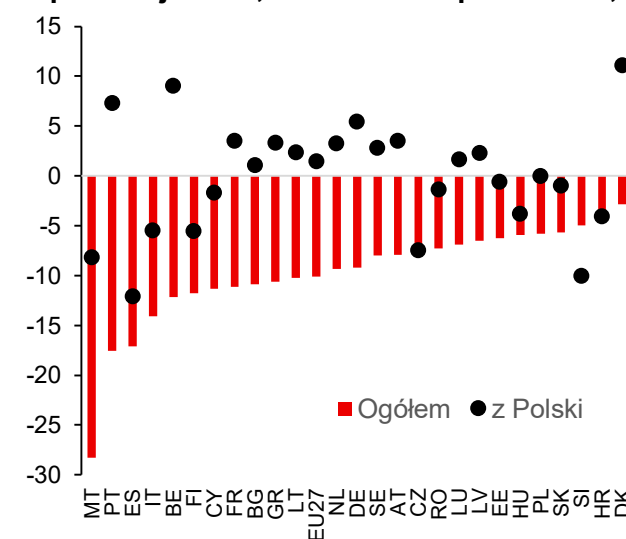


Źródło: GUS, Eurostat, Santander



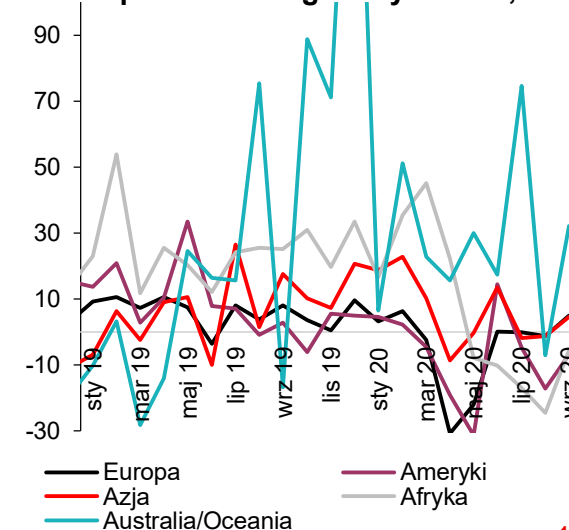
Źródło: Eurostat, Santander

Import krajów UE, czerwiec-sierpień 2020 r., % r/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Eksport Polski wg kontynentów, % r/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Przemysł: Polska na prowadzeniu

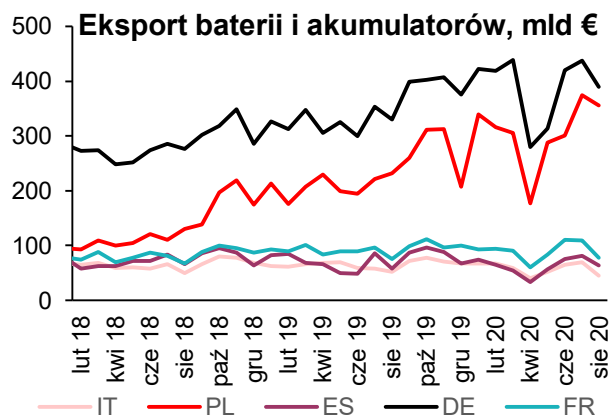
Rozruch przemysłu po wiosennym lockdownie przyszedł w Polsce **szybciej niż w innych krajach UE**. Do przywrócenia dodatniego wzrostu r/r produkcji doszło już w lipcu. Od tego czasu Polska nieprzerwanie cieszy się dodatnim wzrostem produkcji, jako jedyny kraj w UE.

Cztery największe gospodarki strefy euro wciąż zmagają się z przywróceniem produkcji w kategoriach takich jak meble czy elektronika konsumencka do poziomu sprzed roku. Z kolei w Polsce te działy przemysłu przewodziły całemu ożywieniu.

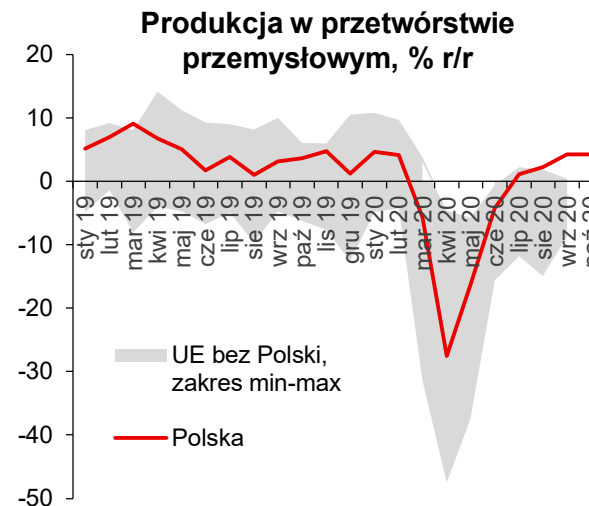
W miarę przywracania potencjału produkcyjnego przez konkurencję ze strefy euro warunki prowadzenia biznesu na rynku europejskim staną się trudniejsze, np. ważny dostawca mebli, Włochy, odnotował w sierpniu wzrost produkcji w tej kategorii o ok. 40% r/r, choć wcześniej wyraźnie odstawał w dół w aktywności produkcyjnej. Na szczęście ożywienie w Europie oznacza też więcej popytu na polskie dobra pośrednie i inwestycyjne – a te kategorie jak dotąd regenerowały się w wolniejszym tempie.

Kierunki europejskiego ożywienia będzie wyznaczać program Next Generation EU, wspierający m.in. cyfrową i zieloną transformację. **Polska jest w doskonałej pozycji, żeby pośrednio skorzystać z programu**, jako jeden z głównych dostawców sprzętu IT oraz części i baterii do aut hybrydowych i elektrycznych.

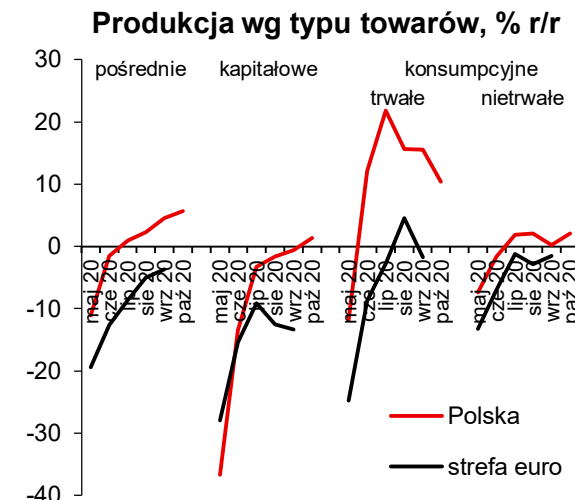
Choć baterie to wciąż mały kawałek polskiego eksportu (1,9% wobec 0,5% 2-3 lata temu), to przy wzrostach rzędu ok. 50% r/r odnotowywanych co miesiąc od maja, ich wpływ na dynamikę eksportu ogółem jest zauważalny.



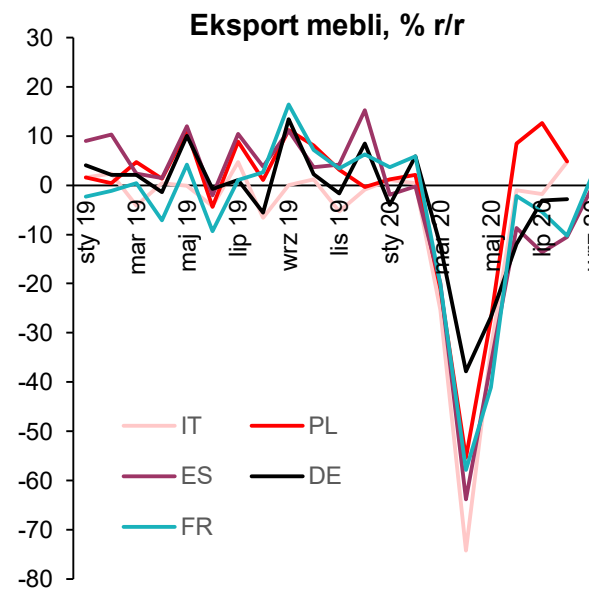
Źródło: Eurostat, Santander



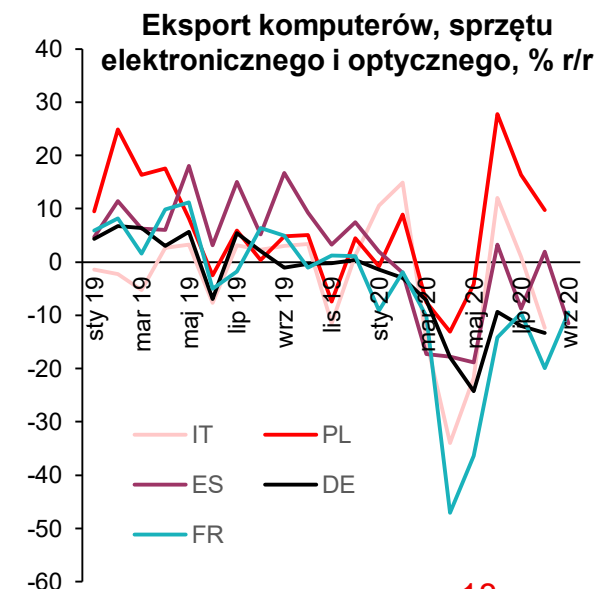
Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



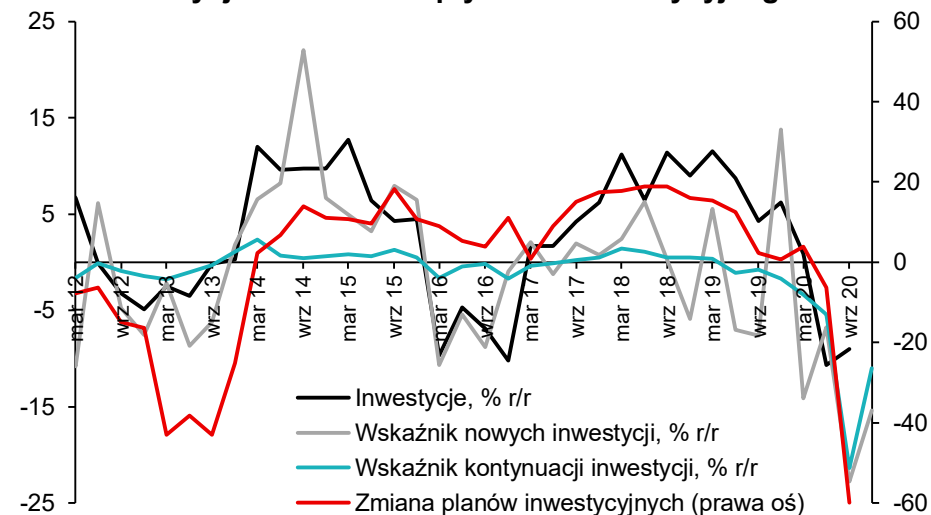
Inwestycje odbiją w II poł. 2021...

Naszym zdaniem roczna stopa wzrostu inwestycji utrzyma się poniżej zera na początku 2021 i potem odbije się aż do wartości dwucyfrowych pod koniec roku. Poniżej i na następnej stronie przedstawiamy nasze poglądy na nakłady inwestycyjne w poszczególnych częściach gospodarki.

Firmy, które odpowiadają za ok. 55-60% łącznych inwestycji w gospodarce, zanotowały katastrofalny spadek optymizmu co do inwestycji, mocniejszy niż podczas kryzysu w 2008 r. Wskaźniki optymizmu często jednak reagują nadmiernie, a sytuacja finansowa polskich firm jest całkiem niezła (strona 24), więc naszym zdaniem sektor jest w stanie dość szybko zwiększyć swoje nakłady inwestycyjne. O ile nie znamy jeszcze szczegółowych danych o inwestycjach firm w II i III kw. 2020 r., to liczby z największych firm (zatrudnienie 50+) i te o rozbięciu inwestycji wg typu aktywów sugerują, że już w III kw. doszło do wyraźnego odbicia po spadku w II kw. To wspiera naszą wiarę w możliwość szybkiego przejścia sektora w tryb inwestycyjny. **O ile zatem aktywność sektora zapewne znowu spadła w IV kw. 2020 r. wobec zamknięcia gospodarki, spodziewamy się lekkiego odbicia w I poł. 2021 r. i potem przyspieszenia w drugiej połowie roku wraz z malejącym ryzykiem związanym z Covid-19.**

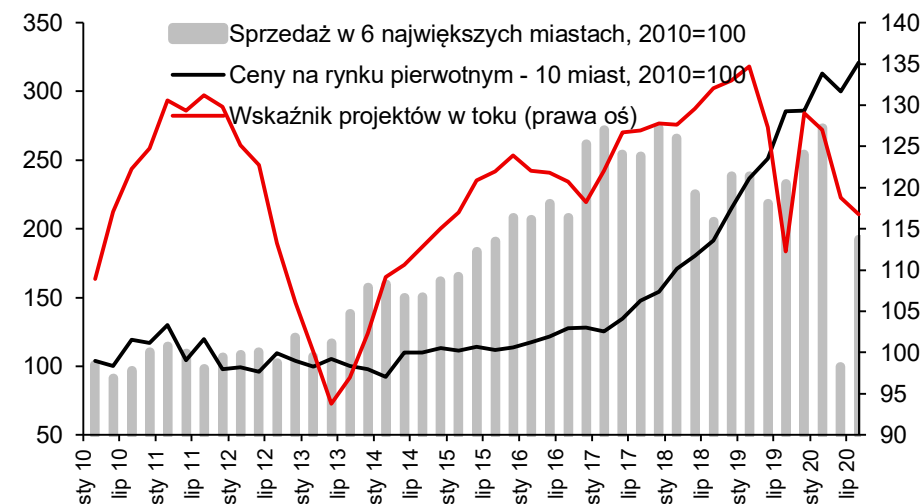
Inwestycje gospodarstw domowych, które stanowią ok. 18-20% całości, to głównie nakłady na mieszkania, więc na tym sektorze skupiamy się w tym akapicie. W II kw. sprzedaż mieszkań poszła mocno w dół, nieco obniżył się ceny, ale już III kw. był świadkiem odbicia, również cen. Ożywienie rynku w III kw. świadczy naszym zdaniem o tym, że gospodarstwa domowe nie straciły apetytu na nowe mieszkania. O ile sytuacja rynku pracy nieco się pogorszyła (ale i tak jest dużo lepsza niż zakładaliśmy), to niskie stopy procentowe zapewniają tanie finansowanie i zachęcają do poszukiwania lokat kapitału, a pracownicy zagraniczni wrócili do Polski (strona 23), co naszym zdaniem przemawia za wciąż silnym popytem. Deweloperzy ograniczają jednak podaż, więc o ile spodziewamy się **szybkiego i mocnego ożywienia, to łączne nakłady inwestycyjne gospodarstw domowych będą niższe niż w 2019 r. (w ujęciu realnym).**

Inwestycje i wskaźniki optymizmu inwestycyjnego NBP



Źródło: GUS, NBP, Santander

Wskaźniki rynku mieszkaniowego



Źródło: JLL, NBP, GUS, Santander



... ale sektor publiczny zostanie z tyłu

Naszym zdaniem inwestycje publiczne pozostaną pod kreską w I poł. 2021 r., ale nieco nabiorą tempa w II poł. 2021 r. pod wpływem wyższych nakładów na infrastrukturę drogową. Dynamika będzie jednak niższa niż w sektorze prywatnym.

Sektor publiczny, który odpowiada za ok. 25% łącznych inwestycji, jest mocno skorelowany z budową obiektów inżynierskich (dróg, kolei itd.) i był gwiazdą inwestycji w II kw. 2020 r. To jednak naszym zdaniem efekt realizacji projektów jeszcze z 2019 r. i II poł. 2020 r. prawdopodobnie pokaże wyraźnie słabsze wyniki.

Samorządy (które stanowią połowę nakładów publicznych) na 2021 r. zaplanowały inwestycje niższe niż na 2020 r. Ponieważ korelacja między planami a faktycznymi realizacjami była historycznie wysoka, to założenie lekkiego spadku inwestycji samorządów wydaje się mieć solidne uzasadnienie.

Jeśli zaś chodzi o sektor centralny, to kluczowa jest aktywność GDDKiA i PLK. GDDKiA ma ambitne plany na 2021 z przetargami o wartości ok. 20 mld zł wobec 12,2 mld zł w 2020 r. i 20 mld zł w 2019 r. Tyle że, po pierwsze, długa jest droga od przetargu do budowy. Po drugie, obecna aktywność przetargowa GDDKiA jest niska (przejrzeliśmy zakończone przetargi z kilku ostatnich miesięcy i jest ich mniej niż w analogicznym okresie 2019 r.), uważamy zatem, że na budowach dróg nie będzie się wiele działo w I połowie 2021 r., ale w drugiej może dojść do przyspieszenia.

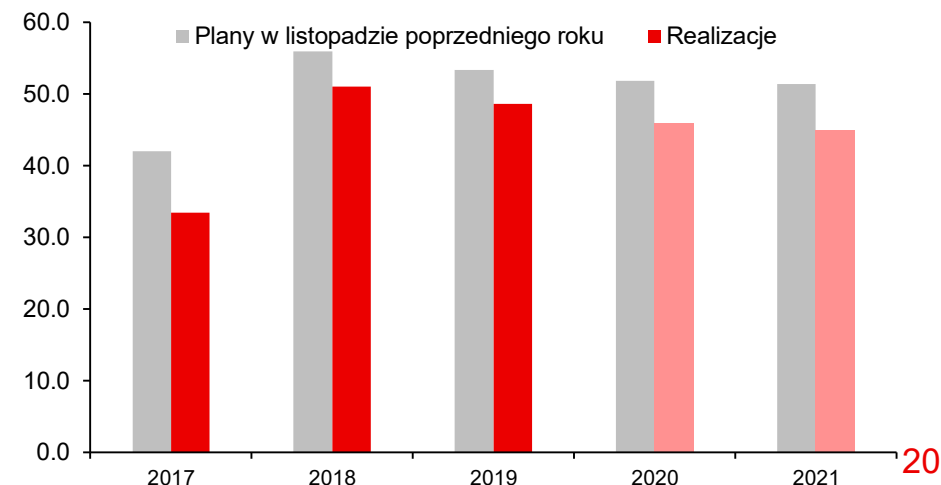
PLK również ma ambitne plany przetargowe na 2021 r. o wartości 16,5 mld zł. Jednak 75% tych przetargów ma odbyć się w dopiero drugiej połowie roku, więc realne efekty pojawią się dopiero w 2022 r. Nie jesteśmy zatem wielkimi optymistami jeśli chodzi o budownictwo kolejowe w 2021 r.

Inwestycje publiczne a budowa obiektów inżynierskich



Źródło: Eurostat, GUS, Santander

Inwestycje w samorządach – plany i realizacje, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

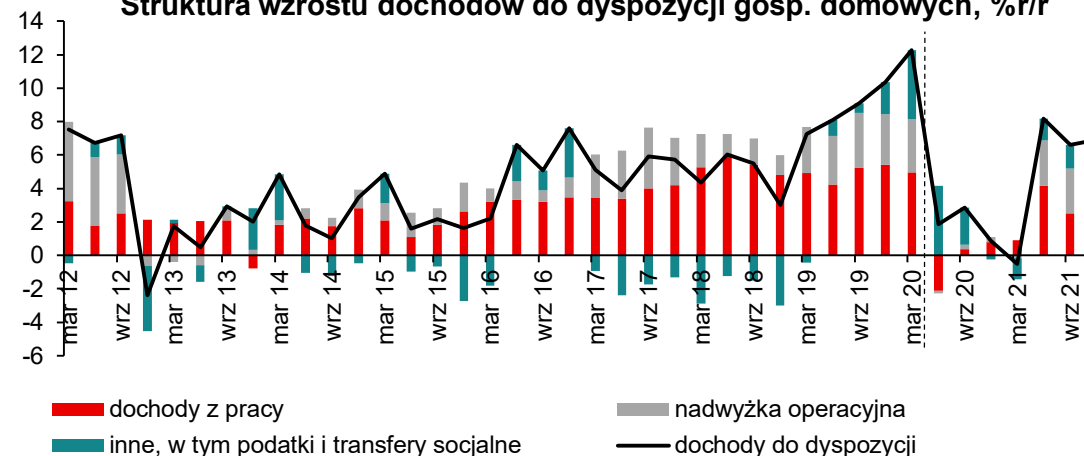


Konsumpcja: uwolnić nagromadzony popyt

Pandemia zaburzyła wzorzec wydatków gospodarstw domowych. Przez lockdown nie dało się wygładzać konsumpcji, przez co nagromadził się niezrealizowany popyt. Konsumentów zostali zmuszeni okolicznościami do oszczędzania. **Wzrost stopy oszczędzania wynika wg nas głównie z tych wyjątkowych okoliczności i wkrótce się cofnie.** Co więcej, odporność rynku pracy, kolejna spora podwyżka płacy minimalnej (7,7%) i dodatkowe świadczenia socjalne dla emerytów (13. i 14. emerytura) utworzą **przyzwoitą podstawę dochodową dla konsumpcji w 2021 r.**

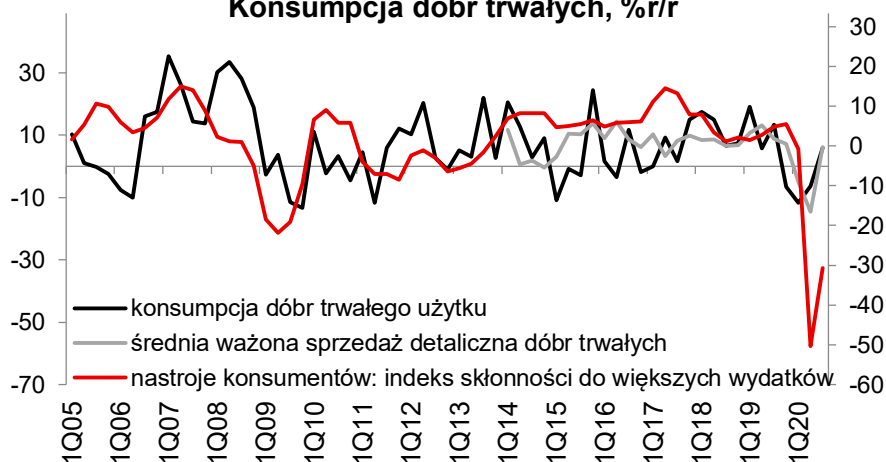
Niepewność gospodarcza teoretycznie powinna zniechęcać do zakupów dóbr trwałych...które jednak radziły sobie świetnie w 2020 r. pomimo deklarowanej przez konsumentów ostrożności w wydawaniu (podwyższony indeks oszczędzania pierwszy raz w historii był wyższy od załamane indeksu większych wydatków). Wg nas ważne jest, że wskaźnik oceny bieżącej sytuacji finansowej obniżył się umiarkowanie, zaledwie do poziomu długookresowej średniej, podczas gdy wiele innych miar nastrojów konsumentów znalazło się rekordowo nisko. To sugeruje, że **w 2021 r. możliwe jest porządne odbicie konsumpcji wbrew deklaracjom woli ostrożnościowego oszczędzania.**

Struktura wzrostu dochodów do dyspozycji gosp. domowych, %/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Konsumpcja dóbr trwałych, %/r

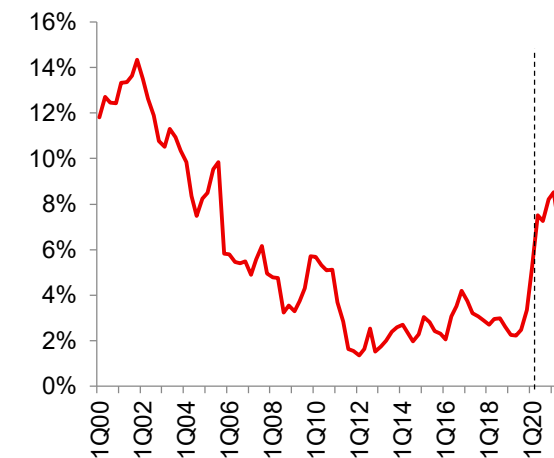


Koniunktura konsumenta

indeks oszczędzania i dużych wydatków



Stopa oszczędzania, %





Rynek pracy: odporność się utrzyma

Rynek pracy okazał się zaskakująco odporny częściowo zapewne dzięki rządowym działaniom wspierającym chomikowanie pracy i cięcie czasu pracy zamiast etatów (co widać w danych o przeciętnym zatrudnieniu).

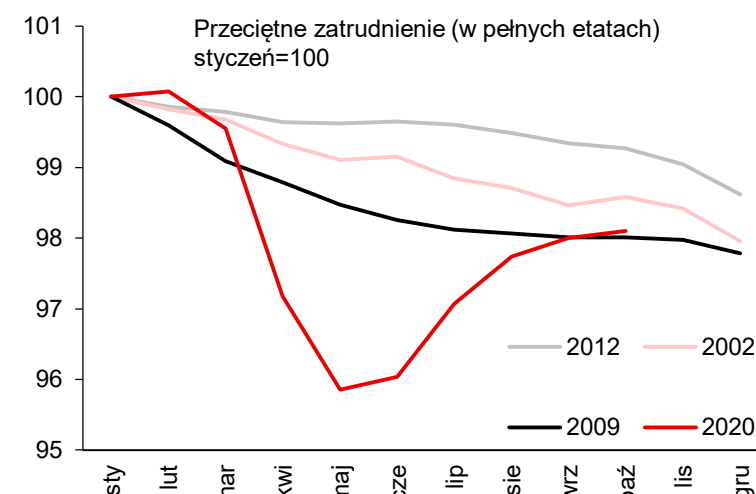
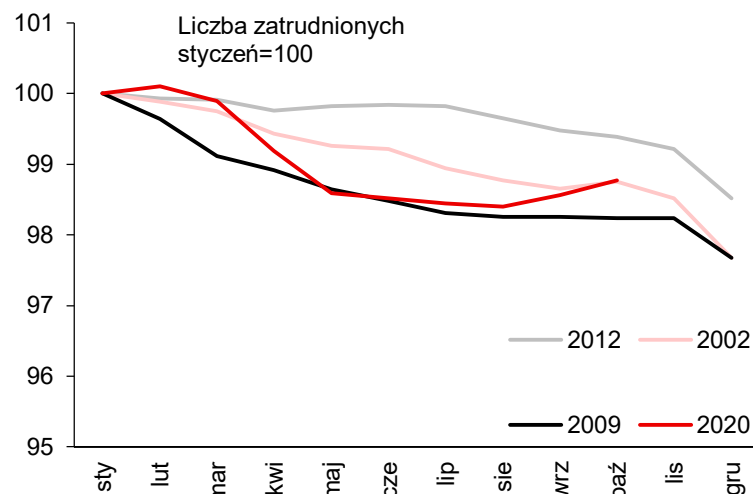
Rządowa Tarcza Finansowa może stabilizować rynek pracy w MŚP jeszcze w I poł. 2021 r., bo w połowie roku kontrolowany będzie warunek umorzenia pożyczek z Tarczy. Korzyść z utrzymania zatrudnienia jeszcze wzrośnie w 2021 r., gdy ruszy Tarcza 2.0 (dopuszczony zostanie wyższy stopień umorzenia).

Rynek pracy odpowiedział szybko na poprawę w gospodarce w III kw. br.: liczba miejsc pracy likwidowanych przez firmy była o 24% niższa r/r wobec +14,3% r/r w II kw.

Liczba zatrudnionych już zaczęła rosnąć a ostatnie raporty PMI wspominają o świeżym popycie na pracę (dla wypełnienia luk w kadrach wywołanych kwarantanną), pomimo drugiej fali pandemii.

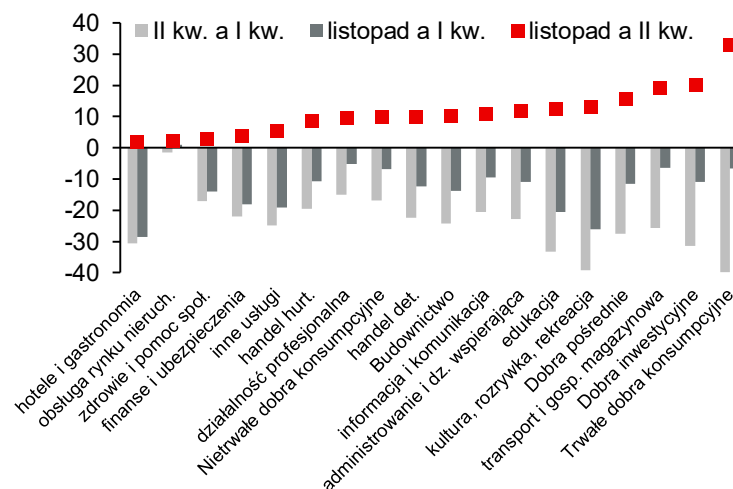
Jednak wg nas, wzrost liczby miejsc pracy będzie skromny w 2021 r. – uniknięcie masowych zwolnień w szczycie pandemii oznacza, że firmy nie będą musiały rekrutować, żeby zaspokoić odradzający się popyt.

Przejęciowe obniżenie wymiaru czasu pracy i chomikowanie pracy



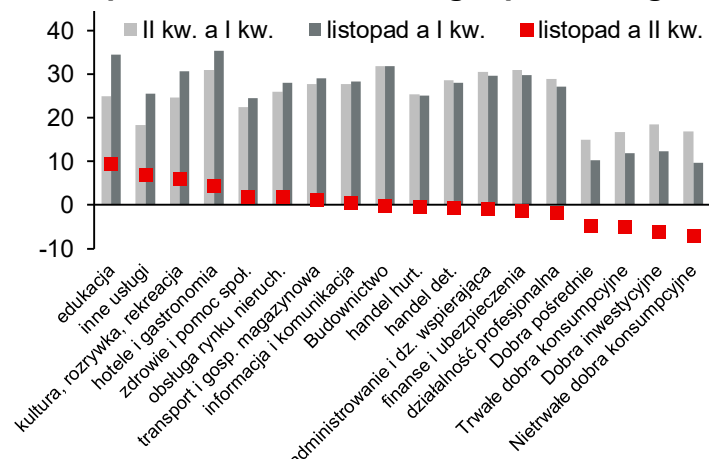
Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki koniunktury: zmiany wsk. zatrudnienia



Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki koniunktury: zmiany wsk. niepewności środowiska gospodarczego



Źródło: GUS, Santander



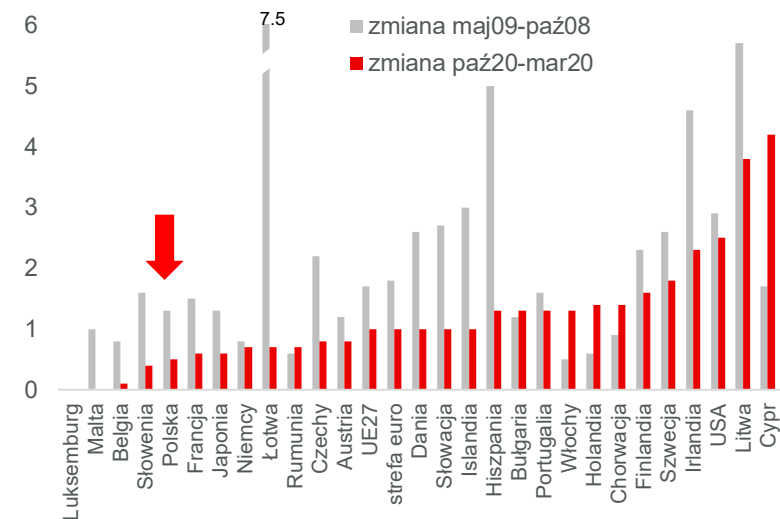
Rynek pracy: łagodna reakcja, póki co

Reakcja bezrobocia na kryzys wywołany pandemią była jak dotąd bardzo ograniczona – liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy była w październiku o 180 tys. wyższa r/r, podczas gdy wg danych BAEL bezrobocie wzrosło o 90 tys. r/r. Tak łagodny przebieg kryzysu na rynku pracy można tłumaczyć kilkoma czynnikami: (1) chomikowanie pracy przez firmy i ograniczona likwidacja etatów, o czym pisaliśmy na poprzednim slajdzie; (2) znaczna część zwalnianych uciekła w nieaktywność zawodową (prawy dolny wykres); (3) migranci zarobkowi często w pierwszej kolejności tracili pracę i część z nich na jakiś czas wróciła do własnego kraju. Dane o ubezpieczeniach społecznych pokazują jednak, że do września cały odływ został już odwrócony (lewy dolny wykres).

Szczyt stopy bezrobocia może wciąż być przed nami, ale nie wydaje nam się, żeby miał być dużo powyżej obecnego poziomu. Gdy gospodarka odżyje w II poł. 2021 r., stopa bezrobocia powinna się ustabilizować na wciąż umiarkowanie niskim poziomie.

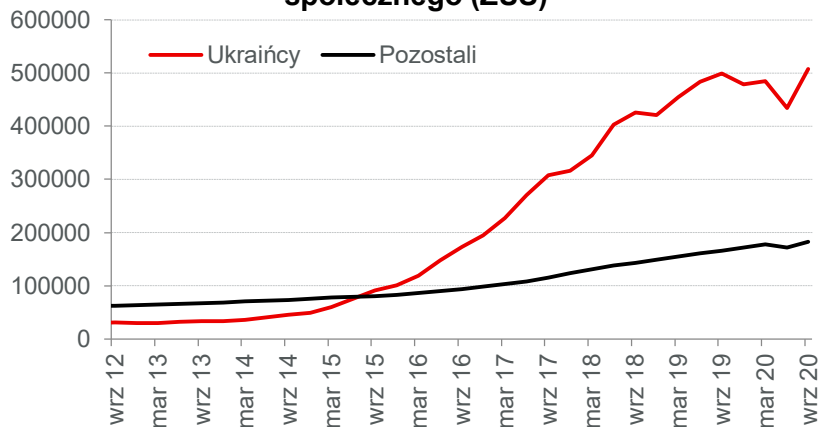
Relatywnie mała reakcja rynku pracy na obecny szok gospodarczy nie jest zjawiskiem obserwowanym tylko w Polsce (prawy górny wykres) – rekordowo szybkie i silne interwencje rządów ukierunkowane na ograniczenie strat wywołanych pandemią miały podobny efekt w wielu krajach.

Zmiana stopy bezrobocia BAEL wg krajów: Kryzys Covid-19 vs Globalny Kryzys Finansowy (pierwsze 8 mies.)



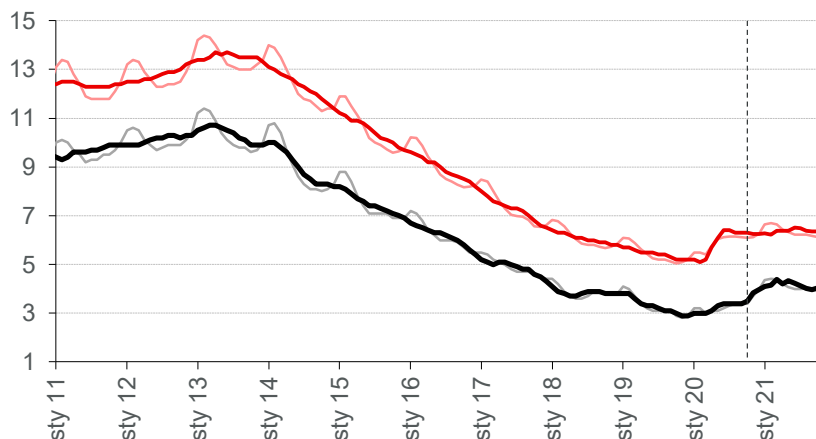
Źródło: Eurostat, Santander

Pracownicy nierezydenci zgłoszeni do ubezpieczenia społecznego (ZUS)



Źródło: ZUS, Santander

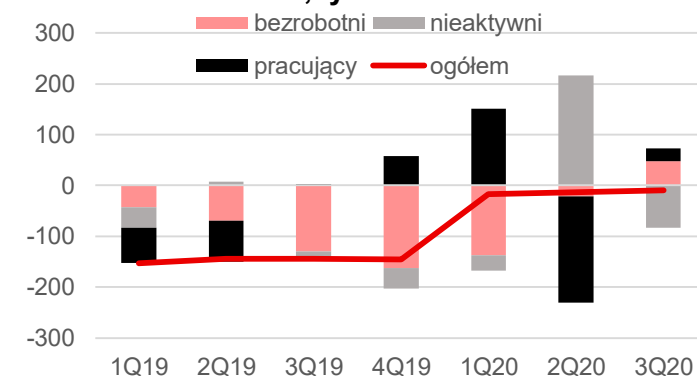
Stopa bezrobocia, %



— Bezrobocie rejestrowane — Bezrobocie BAEL
— Bezrobocie rejestrowane, odsezon. — Bezrobocie BAEL, odsezon.

Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Zmiana statusu na rynku pracy wg BAEL, r/r, tys. osób



Źródło: GUS, Santander

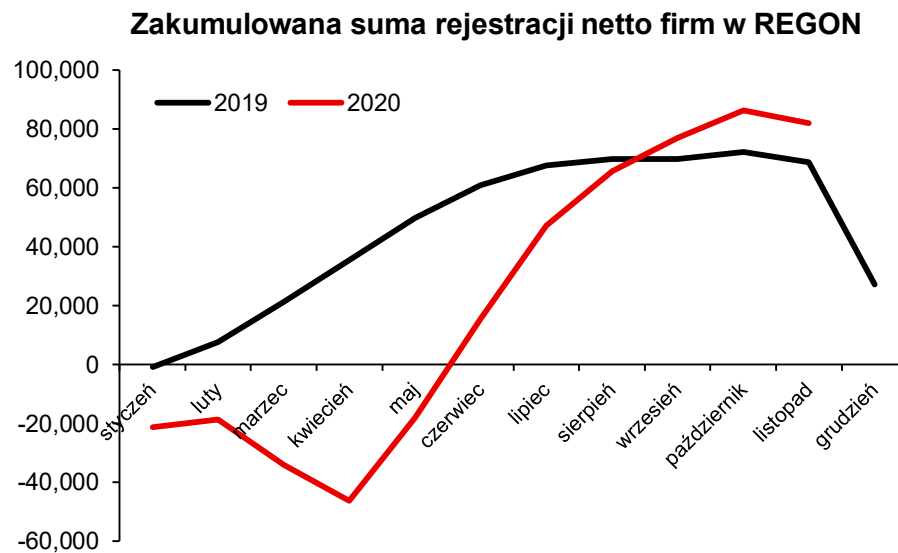


Sektor firm w niezłej formie



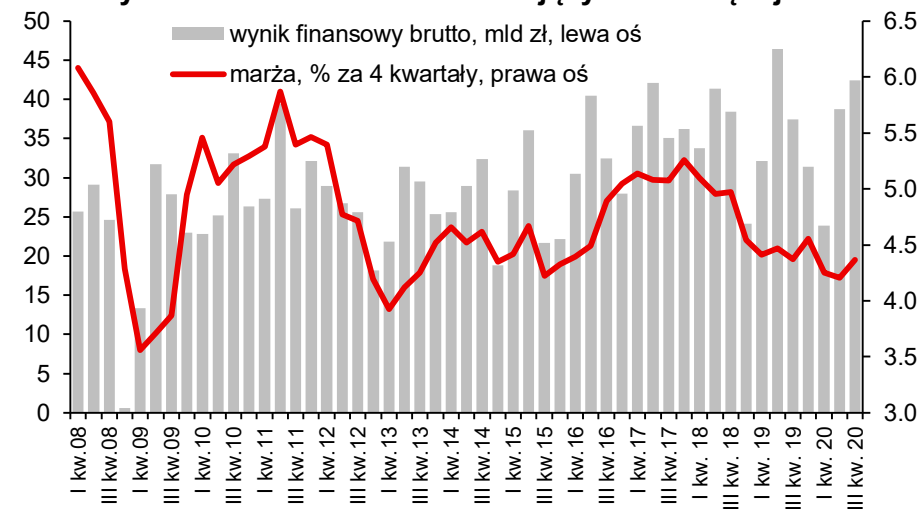
Wyniki finansowe firm pokazują, że sektor nie ucierpiał mocno w wyniku pandemii. O ile widoczny jest pewien wzrost wariacji (więcej firm z większymi stratami), to jednak średnia idzie w górę. Największe firmy (zatrudniające 50 i więcej osób) doświadczyły pogorszenia wyników i marż w II kw., ale w porównaniu do wydarzeń z IV kw. 2008 i kolejnych kwartałów było to mało znaczące potknięcie. W III kw. 2020 wyniki firm były już lepsze niż rok wcześniej. Z kolei MŚP zatrudniające 10 do 49 osób zanotowały poprawę wyników i rentowności już w I połowie 2020 r. Nie mamy jeszcze danych o najmniejszych firmach, ale baza REGON (zdominowana przez jednoosobowe działalności) pokazująca ich liczebność, wskazała na spadek w marcu i kwietniu, po którym nastąpiło odbicie, które z nawiązką zrekompensowało ubytek firm na wiosnę.

Całkiem dobre wyniki firm oznaczają, że sektor będzie w stanie wejść w stan wysokiej aktywności inwestycyjnej dość szybko i nie będzie skłonny do zwolnień. Częściowo jest w tym zasługa programów rządowych, ale jeszcze nie potrafimy tego wyrazić numerycznie.



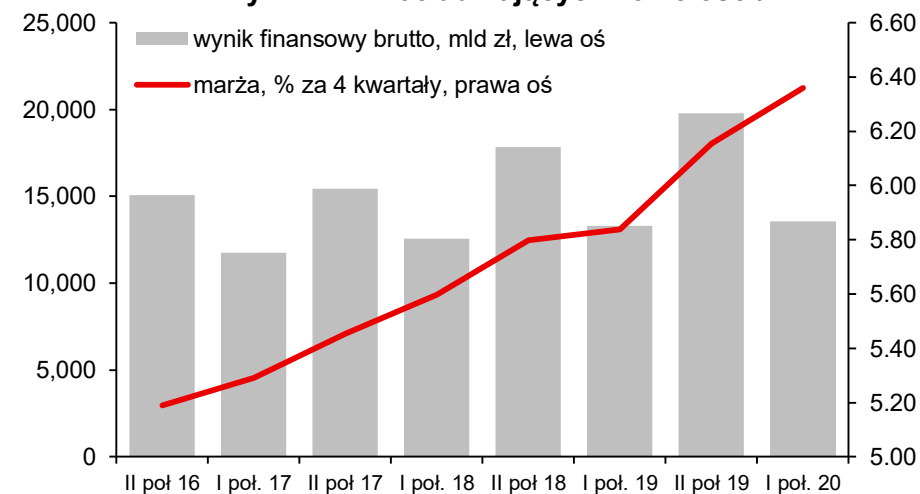
Źródło: GUS, Santander

Wyniki finansowe firm zatrudniających 50 i więcej osób



Źródło: GUS, Santander

Wyniki firm zatrudniających 10-49 osób



Źródło: GUS, Santander



Inflacja: obniży się w 2021...

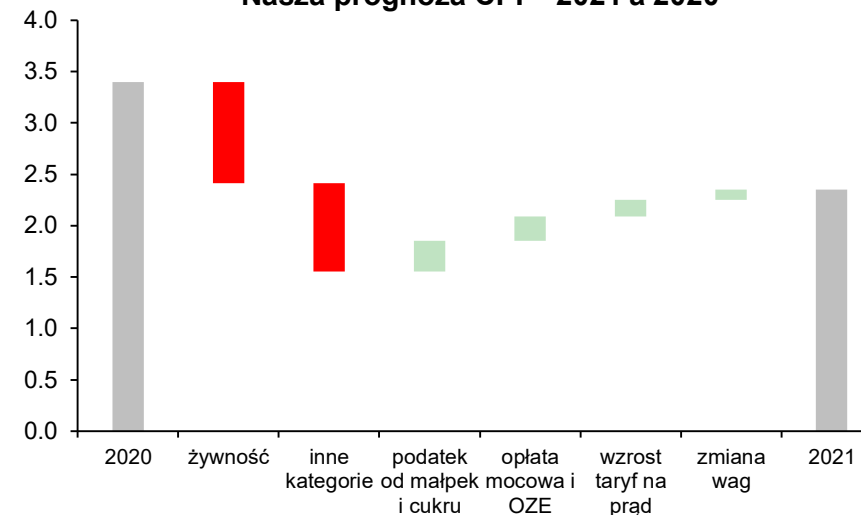
Prognozujemy, że w 2021 r. inflacja CPI obniży się do 2,3% z 3,4% w 2020 r. Głównym czynnikiem stojącym za spadkiem inflacji będą ceny żywności, którym poświęcamy więcej miejsca na kolejnej stronie. Wzrost cen w innych kategoriach również osłabnie, głównie ze względu na wciąż ujemną lukę popytową w Polsce i globalnie. Pojawi się jednak sporo czynników administracyjnych, które będą dodawały do wzrostu cen w 2021 r.:

- 1) Wprowadzenie opłaty mocowej (+6% do cen energii, +0,25 pp do CPI)
- 2) Podwyżka cen energii elektrycznej (+3%, +0,1 pp do CPI)
- 3) Wprowadzenie podatku od słodkich napojów i alkoholu w małych butelkach (+0,3 pp do CPI)
- 4) Dalszy wzrost cen wywozu śmieci, podwyżki podatków lokalnych i opłat RTV (+0,1 pp do CPI)
- 5) Nowy koszyk inflacyjny. O ile zwykle aktualizacja koszyka nie ma przełomowego wpływu na CPI, to tym razem epidemia wstrząsnęła popytem konsumpcyjnym i jego strukturą. Dlatego zmiany koszyka mogą być mocniejsze niż zazwyczaj, o ile GUS nie zdecyduje się na korektę tych tymczasowych zaburzeń. Spodziewamy się wzrostu wag żywności i kosztów utrzymania mieszkania przy spadku wag pozostałych kategorii. Podkreślamy jednak, że do mocnych zmian może dojść także wewnątrz kategorii – np. w rozrywce i kulturze spadnie waga wyjść do kina i teatru, a wzrośnie waga abonamentów TV i trwałych dóbr rozrywkowych. Naszym zdaniem ten efekt doda 0,1 pp do CPI.

Ryzyko dla naszych prognoz zdaje się być zbilansowane. Jeśli proces szczepienia nie będzie przebiegał gładko i pojawią się kolejne zamknięcia gospodarki, to pojawić się może presja w dół na ceny. Z drugiej strony, jeśli odbicie gospodarcze będzie mocniejsze od oczekiwań, to firmy będą bardziej skłonne do odbudowy swojej rentowności i podwyżek cen.



Nasza prognoza CPI – 2021 a 2020*



Źródło: GUS, Santander * zielony = dodatni wkład, czerwony = ujemny wkład

Planowane podwyżki opłat za wywóz śmieci w 2021 r. %



Źródło: Santander



... głównie ze względu na ceny żywności

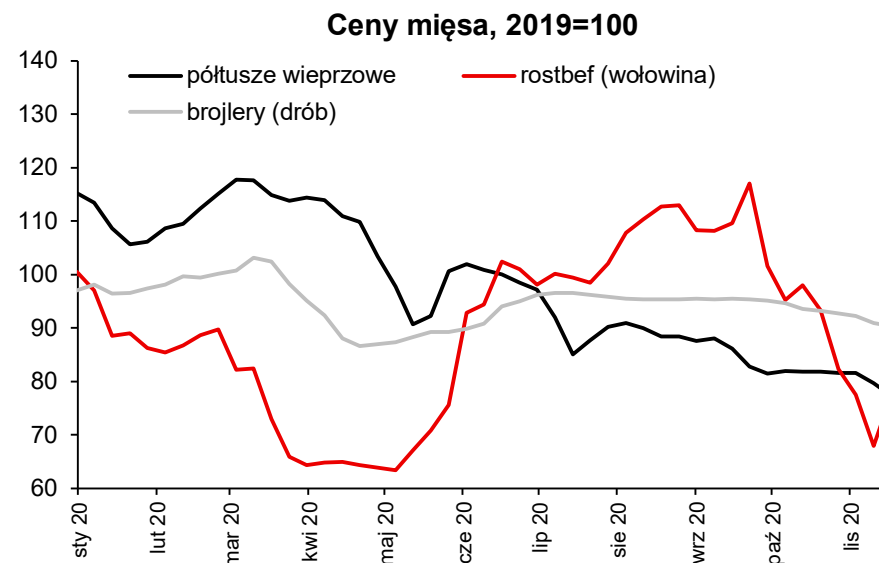
Oczekujemy wzrostu cen żywności o 1,7% r/r w 2021 r. wobec 4,8% w 2020 r., co odejmie 1,0 pp od prognozy CPI. Niski wzrost żywności ogółem będzie wynikał przede wszystkim ze tego, co dzieje się na rynku mięsa oraz warzyw i owoców.

Ceny **mięsa** spadły wyraźnie w 2020 r., głównie ze względu na słabszy popyt wynikający z zamknięcia restauracji i hoteli (wpływ głównie na bardziej luksusowe mięsa np. wołowinę) oraz ograniczeń eksportowych ze względu na pojawienie się chorób: ASF w Niemczech (wieprzowina) i ptasiej grypy (drób), w momencie, gdy rynek był w fazie nadprodukcji. Te czynniki wciąż będą obecne w pierwszej połowie 2021 r. W drugiej połowie roku podaź prawdopodobnie ulegnie zmniejszeniu a popyt będzie wracał wraz ze spadkiem ryzyka w związku z Covid-19, co powinno wesprzeć ceny mięsa. Naszym zdaniem przeciętne ceny w tej kategorii powinny jednak być niższe niż w 2020 r.

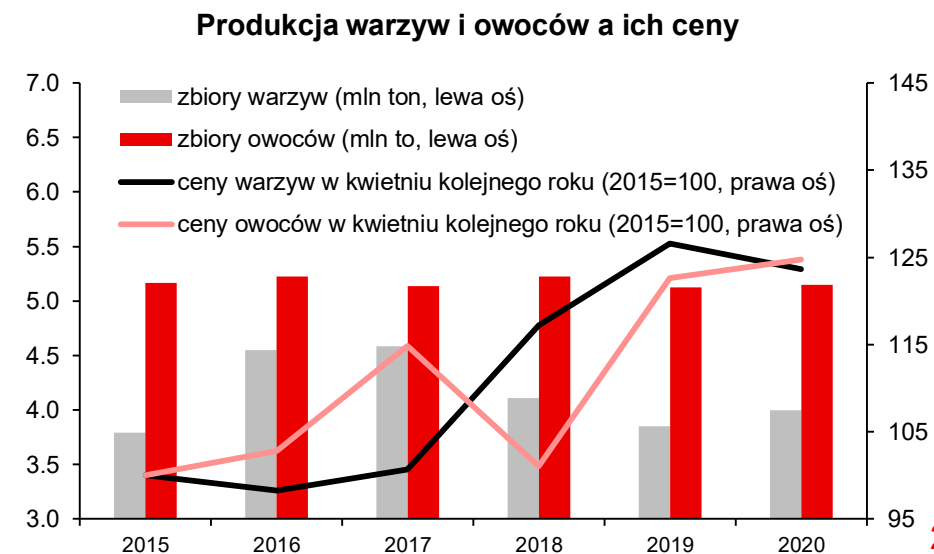
Produkcja **warzyw i owoców** wyglądała całkiem nieźle w 2020 r. i to ograniczy wzrost cen tych produktów, przynajmniej w I połowie 2021 r. Produkcja w danym roku jest dobrze skorelowana ze zmianą cen do kwietnia kolejnego roku. W drugiej połowie roku kluczowe będą warunki pogodowe w 2021 r. i tutaj należy podkreślić ryzyko w górę wobec częstszego występowania susz.

Ceny **zbóż** wzrosły w obliczu słabszej podaży (niższa produkcja pszenicy w UE i zbóż na Ukrainie) oraz silnego popytu (wzrost produkcji zwierzęcej w Chinach). Naszym zdaniem ten proces będzie kontynuowany w 2021, co wpłynie na ceny pieczywa w kraju.

Ceny **produktów mlecznych** obniżyły się podczas pandemii, ale potem stopniowo odbijały. Spodziewamy się kontynuacji tego trendu w 2021 r. Odbicie gospodarcze powinno być korzystne dla konsumpcji tego typu produktów, zatem wzrost cen powinien nabrać tempa w 2021 r.



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, Santander



Źródło: GUS, Santander



Inflacja: domykanie luk

W 2020 r. polska inflacja zachowywała się odmiennie niż ta w strefie euro: najpierw wzrosła a potem uporczywie trzymała się na wysokim poziomie pomimo pandemii. Polski CPI oderwał się też od PPI. **Zidentyfikowaliśmy kilka takich luk i wszystkie wskazują, że inflacja CPI zaszła za wysoko. Wg nas w 2021 powinno dojść do jej dostosowania w dół.**

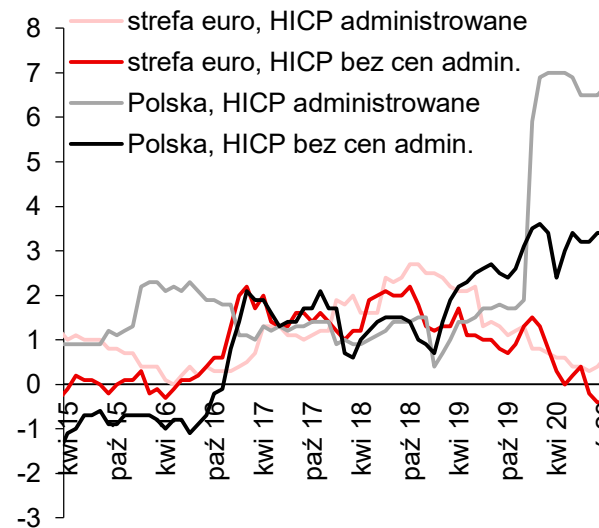
Część luki Polska-strefa euro to wynik decyzji administracyjnych a nie czynników rynkowych. Inaczej niż w strefie euro, wzrost cen administrowanych w Polsce poszybował wysoko w 2020 i raczej nie cofnie się całkowicie w 2021, ale przynajmniej ta luka powinna się zawęzić.

Spojrzenie na część inflacji HICP po wyłączeniu cen administrowanych ujawnia drugą lukę. Krajowa inflacja cen usług narastała w 2019 przez wysokie koszty pracy. Pandemia przyspieszyła jej wzrost w Polsce, a zdusiła w strefie euro. Polska inflacja cen usług zasadniczo podąża za trendem wyznaczonym przez tę dla strefy euro, chociaż zdarzają się jej ucieczki w górę (a w dół rzadko). Wyższe ceny energii i prognozowany umiarkowany wzrost płac w 2021 (chomikowanie pracy może opóźnić narastanie presji płacowej podczas odbicia gospodarki, najpierw musi odbudować się produktywność) mogą prowadzić do wciąż dodatniego, ale jednak mniejszego wzrostu cen usług w Polsce.

Niebazowa część inflacji polskiej poruszają się razem z tą dla strefy euro. Luka wystąpiła podczas globalnego kryzysu finansowego przez silną deprecjację złotego. Ten czynnik tylko częściowo może wyjaśnić obecną lukę. Polska energetyka węglowa (relatywnie droga z uwagi na ceny pozwoleń CO2) może przeszkadzać w całkowitym zbiegnięciu się ścieżek.

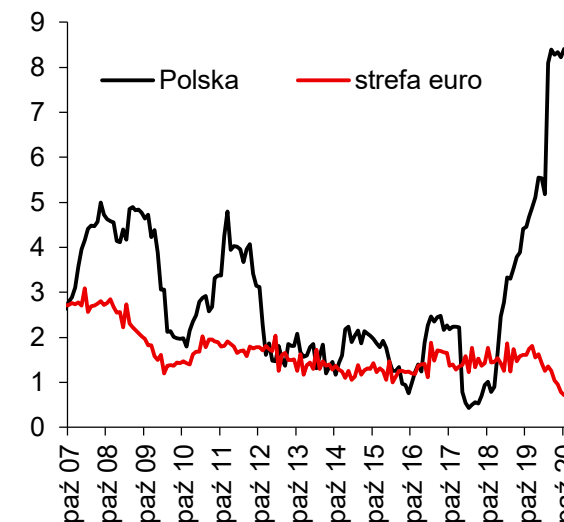
Historycznie PPI działał jak wskaźnik wyprzedzający dla inflacji cen konsumenckich. Tymczasem luka między nimi jest już całkiem szeroka, sygnalizując ograniczoną presję kosztową na podwyżki cen własnych przez firmy. Solidny poziom marż firm zdaje się to potwierdzać.

Ceny administrowane, %r/r



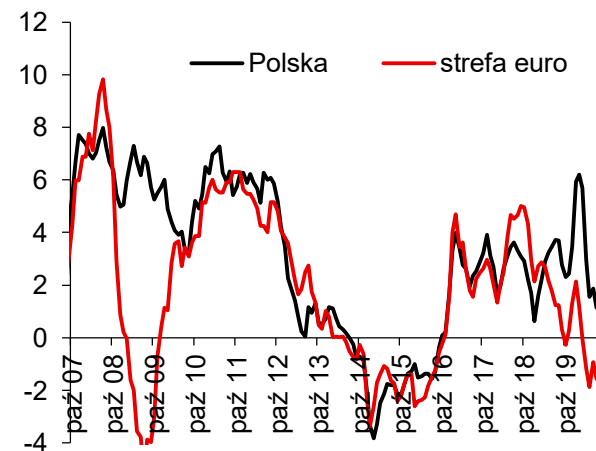
Źródło: Eurostat, Santander

HICP inflacja bazowa część niehandlowa, %y/y



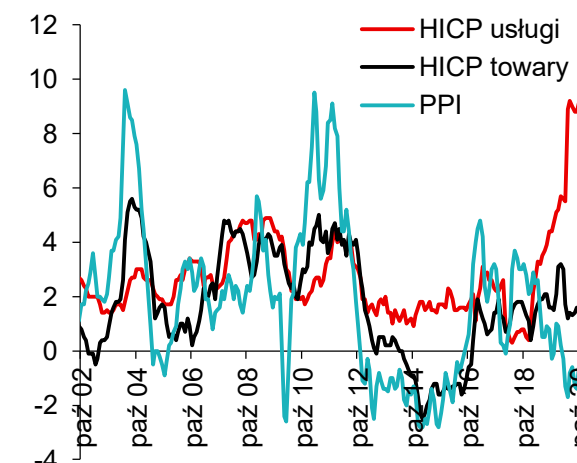
Źródło: Eurostat, Santander

HICP inflacja niebazowa, %r/r



Źródło: Eurostat, Santander

PPI a kategorie cen konsumenckich, %r/r



Źródło: Eurostat, GUS, Santander



Powolne odbicie kredytów

Prognozujemy, że wzrost kredytów w skali rocznej wróci powyżej zera w 2021 r., ale pozostanie dość nisko. Z kolei depozyty będą rosły o wiele szybciej i ich dynamika powinna utrzymać się blisko 10% r/r.

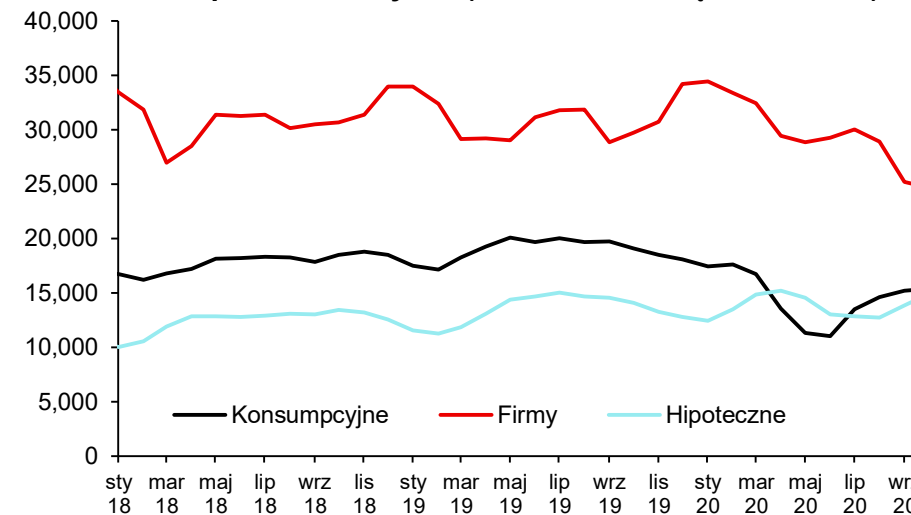
Epidemia Covid-19 uderzyła w sprzedaż kredytów w Polsce, głównie poprzez kanał popytowy. Kredyty hipoteczne ucierpiały najmniej i naszym zdaniem popyt na nie pozostanie mocny, wobec dobrej sytuacji rynku mieszkaniowego. Kredyty konsumpcyjne dość szybko odbiły się po mocnym spadku ale pozostały poniżej poziomów sprzed epidemii. Ponowne zamknięcie gospodarki w IV kw. 2020 prawdopodobnie znowu obniży ich sprzedaż. Później jednak spodziewamy się odbicia wraz ze wzrostem konsumpcji prywatnej. Natomiast popyt firm na kredyt ucierpiał nie tylko ze względu na pandemię, ale też przez program PFR, który go po prostu nasycił. Druga runda programu PFR, która zacznie się w styczniu, ponownie przydusi sprzedaż kredytów. Niższa aktywność inwestycyjna również nie będzie sprzyjająca.

Pomimo raczej słabego wzrostu akcji kredytowej, depozyty będą rosły w solidnym tempie wobec kreacji pieniądza w ramach programów pomocowych, wysokiego deficytu finansów publicznych i oczekiwanego przez nas popytu banków na obligacje skarbowe.

Współczynniki kredytów niepracujących (NPL) nieco wzrosły, najmocniej w przypadku kredytów hipotecznych w CHF (względnie) i w przypadku kredytów dla MŚP w PLN (bezwzględnie). Nie były to jednak znaczne ruchy a łączna wartość NPL wzrosła do 6,9% w październiku z 6,6% w lutym. Dość wyraźny był jednak wzrost kredytów w obserwacji, zwłaszcza w przypadku firm. Według NBP na koniec I poł. 2020 r. moratorium obejmowało 12,3% kredytów dla firm i 8,4% kredytów dla gospodarstw domowych. Wzrost wartości NPL po pierwszej fali pandemii był ograniczony przez moratoria kredytowe.

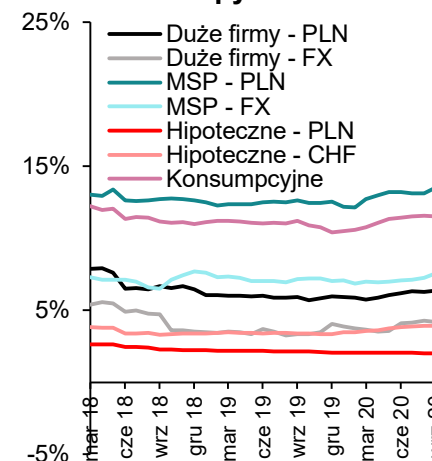
[Zdaniem NBP](#) Covid-19 nie zagroził stabilności finansowej sektora finansowego pomimo wzrostu odpisów i spadku przychodów. Nie widać także ryzyka tzw. credit crunch (nadmiernego ograniczenia podaży kredytów).

Sprzedaż kredytów (suma w 3 miesiącach, mln zł)



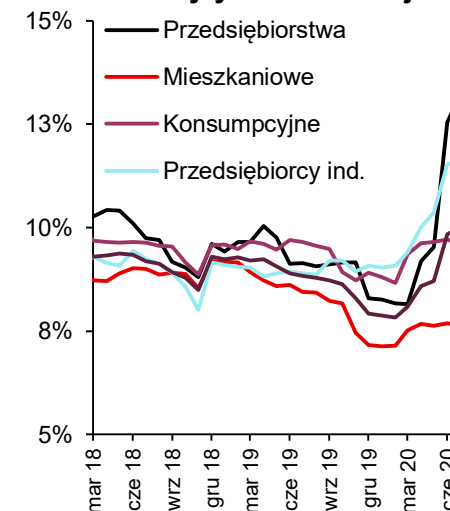
Źródło: NBP, Santander

Stopy NPL



Źródło: NBP, Santander

Kredyty w obserwacji



Źródło: NBP, Santander



Polityka pieniężna: nic tylko czekać

Redukując główną stopę referencyjną o 140pb do prawie zera w II kw. 2020 r. w odpowiedzi na pierwszą falę Covid-19, Rada Polityki Pieniężnej zasadniczo wyczerpała możliwość działania, przynajmniej w obszarze konwencjonalnej polityki. Oceniając po licznych komentarzach i wywiadach prasowych przedstawicieli banku centralnego, **jedna rzecz, co do której wszyscy członkowie RPP są zgodni to pogląd, że zejście ze stopami poniżej zera jest złym pomysłem, nawet w przypadku dalszego znacznego pogorszenia sytuacji gospodarczej** (wg niektórych z nich, może to być nawet niezgodne z polskim prawem). A zatem dalsze obniżki stóp w Polsce nie wchodzą w grę.

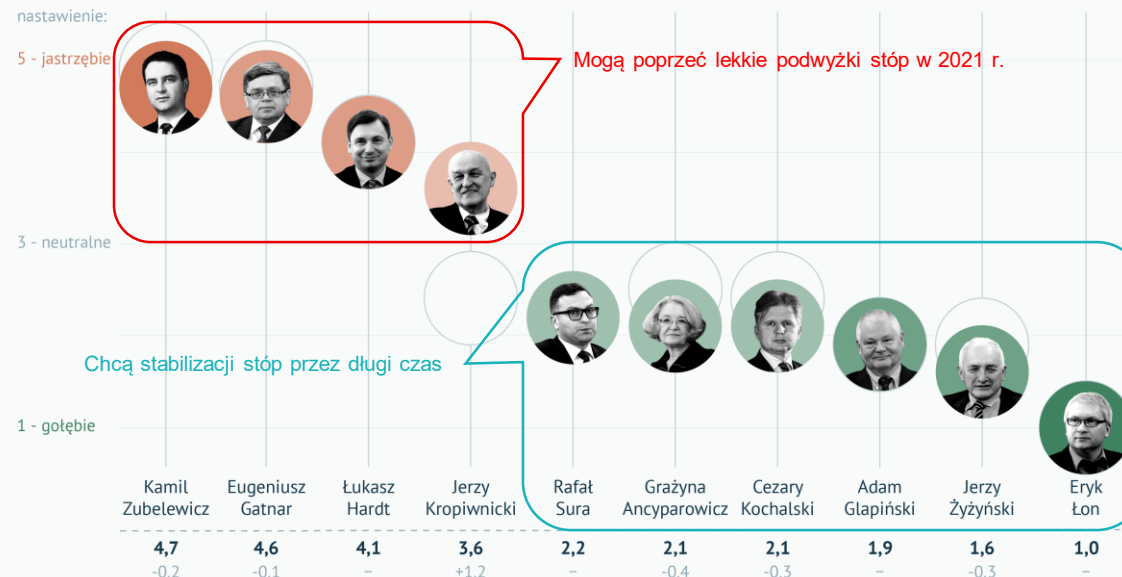
Wydaje nam się, że zamiast tego, gdy gospodarka zacznie stawać z powrotem na własne nogi, może ożywić się dyskusja nad normalizacją polityki. Trzech lub czterech członków RPP zasygnalizowało już ewentualne poparcie delikatnych podwyżek stóp w 2021, jednak większość zdaje się podzielać silne przekonanie, że należy unikać w tej kwestii pośpiechu. **Wg nas stopy NBP pozostaną bez zmian co najmniej do końca obecnej kadencji Rady** (większość członków kończy kadencję na początku 2022 r. – patrz tabela po prawej stronie). Niższa inflacja (poniżej celu 2.5% w 2021, wg naszej prognozy) powinna pozwolić RPP czuć się komfortowo z takim poglądem. Ale nawet jeśli inflacja się nie obniży, to NBP zapewne będzie brać przykład z głównych banków centralnych, które zadeklarowały większą tolerancję dla tymczasowych odchyień inflacji w górę po pandemicznym szoku.

Kształt polityki pieniężnej po 2021 r. będzie zależał od tempa gospodarczej normalizacji i będzie projektowany przez nowy zespół decydentów (tylko prezes NBP może być powołany na drugą kadencję). Uważamy, że jest o wiele za wcześnie, żeby robić duże zakłady co dokładnie przyniesie wymiana członków RPP. Bezpiecznym wydaje nam się jednak stwierdzenie, że raczej nie będzie to Rada o bardziej „jastrzębich” poglądach (o ile do tego czasu nie dojdzie do poważnego przetasowania w parlamencie).

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej
Konsensus powstał w oparciu o prognozy 15 ośrodków analitycznych, zebrany przez PAP Biznes w dn. 16-18 września 2020 r.

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



Źródło: PAP Biznes



Kończy kadencję:	20 lut 2022	25 sty 2022	20 lut 2022	21 sty 2022	16 lis 2022	9 lut 2022	21 gru 2025	21 cze 2022	30 mar 2022	9 lut 2022
Powołany/a przez:	Prezydent	Senat	Prezydent	Senat	Senat	Sejm	Prezydent	Sejm *	Sejm	Sejm

Źródło: PAP, NBP, Santander

* Nominowany przez Prezydenta



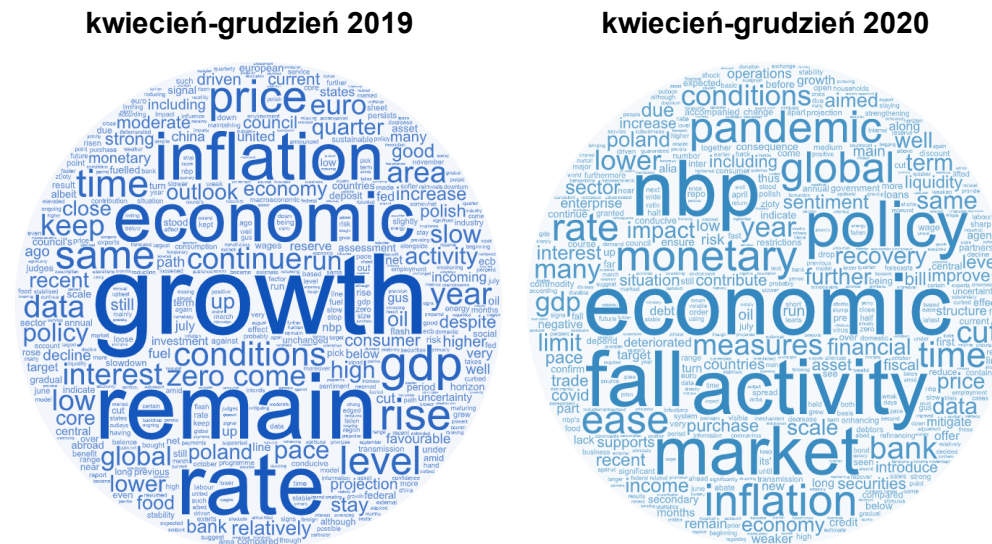
Polityka pieniężna: czy mamy łączność?

Od samego początku pandemii Covid-19 NBP prowadzi intrygujący eksperyment na temat znaczenia (lub jego braku) komunikacji. Od marca RPP nie organizuje konferencji prasowych po swoich posiedzeniach, bank przeprowadził kilka (niewyjaśnionych) zmian w kalendarzu spotkań w ostatniej chwili, szef banku centralnego – najbardziej wpływowa osoba w Radzie – unika kontaktu na żywo z dziennikarzami ekonomicznymi, uczestnikami rynku oraz szeroką publiką. Co więcej, decyzje RPP pojawiają się w coraz późniejszych porach.

Naszym zdaniem żadna z tych zmian nie służy komunikacji banku centralnego, jej przejrzystości i czytelności, które – wg literatury ekonomicznej – powinny być sednem współczesnych strategii polityki pieniężnej, szczególnie tych opartych na bezpośrednim celu inflacyjnym. NBP nie wydaje się tym przejmować i wg zatwierdzonego dopiero co [kalendarza posiedzeń](#) nie planuje przywrócić konferencji prasowych RPP w 2021 r. Czy może to w pewnym momencie nabrać znaczenia? Może nie, jeśli polityka pieniężna ma rzeczywiście być jeszcze przez długi czas nudna i stabilna. Ale jeśli z jakiegoś powodu bank centralny uzna, że potrzebna jest zmiana, to sygnalizacja zamiarów i sterowanie oczekiwaniami rynkowymi mogą okazać się o wiele trudniejsze w warunkach skutecznie zaburzonych kanałów komunikacji.

Długość oficjalnych komunikatów RPP wzrosła o ok. 40% odkąd zaczęła się pandemia, ale ciężko pokusić się o stwierdzenie, że dzięki temu dowiadujemy się z nich więcej nt. funkcji reakcji banku centralnego. Język komunikatów ewoluował w stronę bardziej gołębiego przekazu, z jeszcze mniejszym kierowaniem uwagi na inflację niż wcześniej (ilustrujemy to chmurą słów). W połowie roku pojawił się nowy element: zaniepokojenie, że ożywienie gospodarcze może być osłabiane niedostateczną deprecjacją krajowej waluty. Zdawało się to odzwierciedlać tolerancję RPP dla słabszego złotego. Ta zmiana nie prowadziła jednak do żadnych bardziej zdecydowanych interwencji.

Chmura słów z komunikatów RPP *



Źródło: wordart.com, Santander

* Ćwiczenie w języku angielskim, w celu wyeliminowania wpływu odmiany słów na wyniki

Godziny ogłaszania decyzji RPP



Źródło: Santander

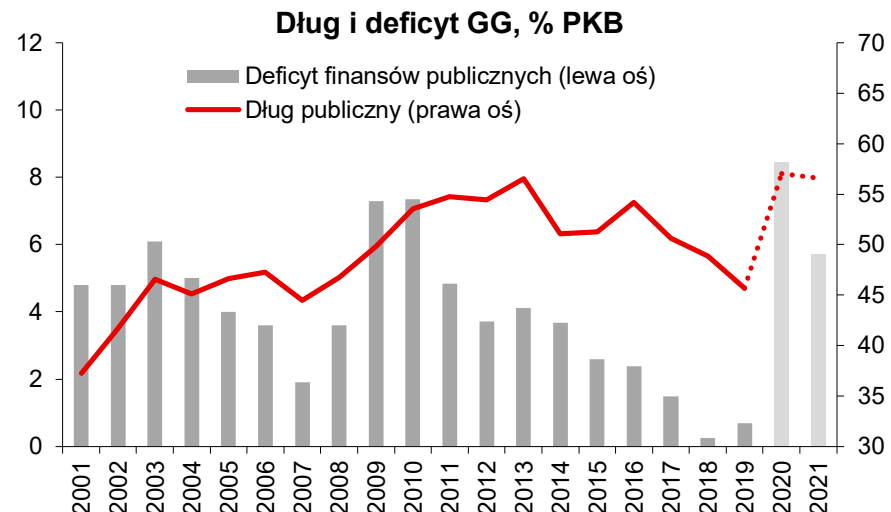


Polityka fiskalna: deficyt poniżej oczekiwań?

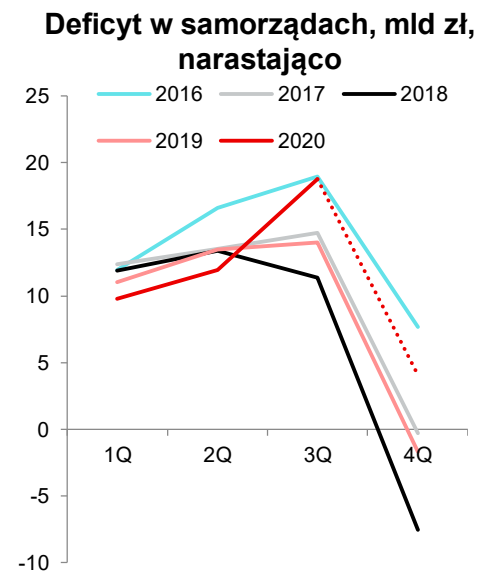
Podtrzymujemy prognozę, że w 2020 r. deficyt General Government będzie niższy niż 12% PKB założone przez rząd i znajdzie się w przedziale 8-9% (i tak będzie to rekord). Nasza prognoza na 2021 r. to natomiast 6% PKB. W 2020 r. budżet był obciążony kosztami pomocy w związku z Covid-19, które szacujemy w sumie na ok. 150 mld zł. Wpływ pandemii na inne kategorie budżetowe, zwłaszcza dochody, był ujemny, ale nie tak, jak się obawialiśmy. Ponadto rząd nie zrealizował programu inwestycyjnego zapowiedzianego na początku epidemii, ale tego akurat się spodziewaliśmy. Sporo zależy od tego, jak Eurostat potraktuje subwencje do funduszy pokrywające przyszłoroczne wydatki (ok. 40 mld zł) zaplanowane na koniec roku. Naszym zdaniem pojawią one się w deficycie na 2021 r. Ze względu na te czynniki spodziewamy się niższej realizacji deficytu w 2020 r. Druga runda pomocy PFR obciąży budżet na 2021 r., ale zostanie to zrównoważone lepszymi dochodami i niższymi wydatkami w innych kategoriach oraz lepszym wynikiem samorządów.

Budżet centralny miał się w 2020 r. całkiem nieźle. Do znużenia powtarzamy, że nie ma w nim wydatków związanych z epidemią, ale dobre dochody już coś mówią. W październiku w ujęciu zagregowanym dochody z VAT i CIT były bliskie 0% r/r, z PIT niższe o 5% r/r a z akcyzy o 1,6% r/r. Pewnie te liczby nieco się pogorszą w IV kw., ale ponieważ dotychczas radziły sobie dobrze, to nie spodziewamy się załamania. O ile w październiku deficyt wyniósł 12 mld zł, to w grudniu pewnie podskoczy w kierunku 100 mld zł, gdy rząd zaksięguje subwencje do funduszy społecznych przeznaczone na wydatki w 2021 r., zgodnie z naszą interpretacją ustaw budżetowych na [2020](#) i [2021](#) r.

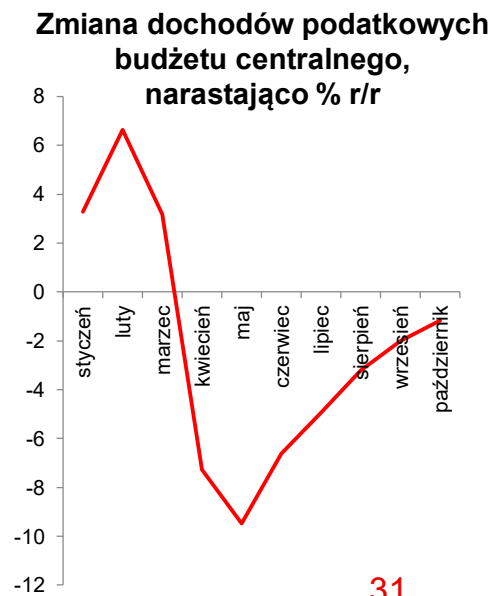
W 2020 r. **samorządy** nie zanotowały pogorszenia sytuacji budżetowej. Po III kw. wykazały nadwyżkę 18,8 mld zł w porównaniu do 14,0 mld zł po III kw. 2019 r. Wynik na koniec roku prawdopodobnie będzie bliski zera. Do III kw. dochody z PIT, istotny fragment dochodów samorządów (ok. 20%) spadły o 5,4% r/r, ale zostało to zrównoważone wyższymi subwencjami rządowymi (+21% r/r), razem zatem dochody poprawiły się o 10,5% r/r. Na 2021 r. samorządy zaplanowały niewielki deficyt, przy czym w ostatnich latach faktyczna realizacja była regularnie lepsza od planu.



Źródło: Eurostat, GUS, Santander



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



Budżet UE: wzrost finansowania dla Polski

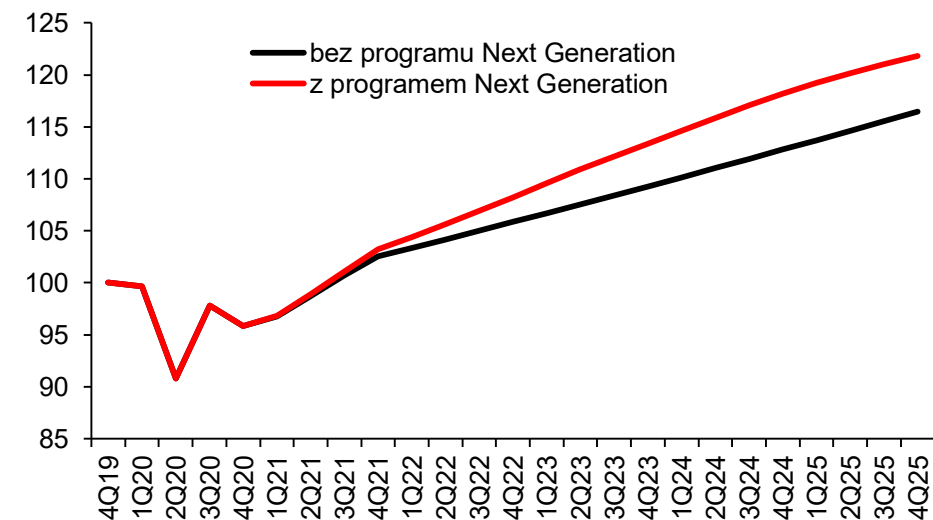
Perspektywa budżetowa 2021-2027 jest dla Polski najhojniejsza z dotychczasowych i prawdopodobnie ostatnia w takiej skali. Komisja Europejska przeznaczyła dla Polski 75 mld euro w funduszach spójności, 31 mld euro w funduszach dla rolnictwa i 64 mld euro w Next Generation EU (w cenach bieżących). Część tego ostatniego funduszu będzie podlegała przeliczeniu w 2022 r. w celu uwzględnienia popandemicznego stanu gospodarek. Dla Polski ta część to ok. 6 mld euro.

Wyższe fundusze unijne na 2021-2027 będą istotnym wsparciem dla krajowego wzrostu PKB i przesuną na później średnioterminowe ryzyko związane z ich spadkiem. Według naszych szacunków program Next Generation doda ok. 4-5% do krajowego PKB do 2025 r., a szczyt pozytywnego wpływu na stopy wzrostu pojawi się w 2022 i 2023 r.

Na grudniowym posiedzeniu Rady Europejskiej doszło do zatwierdzenia unijnego budżetu, pomimo groźby wniesienia weta przez Polskę i Węgry. Rządy tych dwóch krajów chciały wycofania rezolucji Parlamentu Europejskiego w sprawie powiązania środków unijnych z kryteriami dotyczącymi rządów prawa. Ostatecznie to powiązanie nie zostało usunięte, ale uzupełniono je o deklarację polityczną dot. późniejszego wprowadzenia go w życie. W efekcie, ryzyko, że Polska straci dostęp do środków unijnych ze względu na zastrzeżenia dot. praworządności, nie jest wysokie.

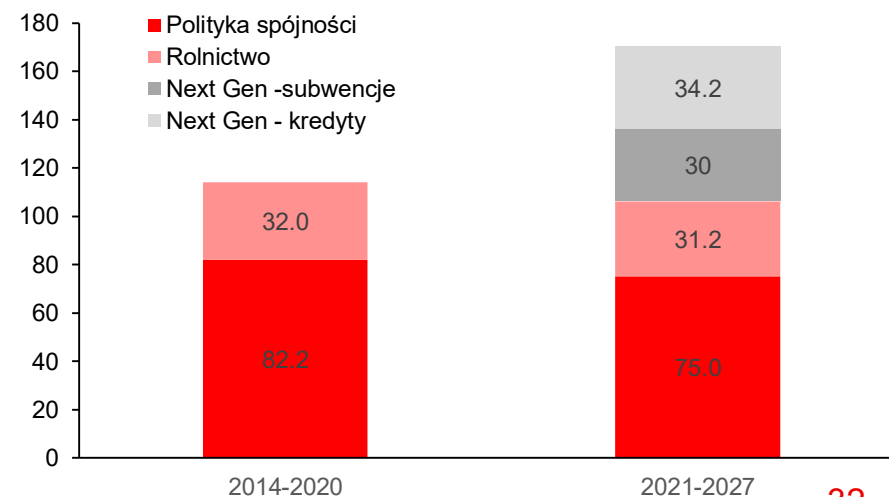
W Polsce środki unijne są przeznaczone głównie na infrastrukturę drogową i kolejową, kwestie środowiskowe i wsparcie innowacji i badań w przedsiębiorstwach. Nowy budżet UE przykłada nieco większą wagę do działań środowiskowych niż poprzednie.

Krajowy PKB z i bez programu Next Generation (nasze szacunki)



Źródło: GUS, Santander

Fundusze UE dla Polski, mld euro (ceny bieżące)



Źródło: Komisja Europejska, Santander

Rynek finansowy

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

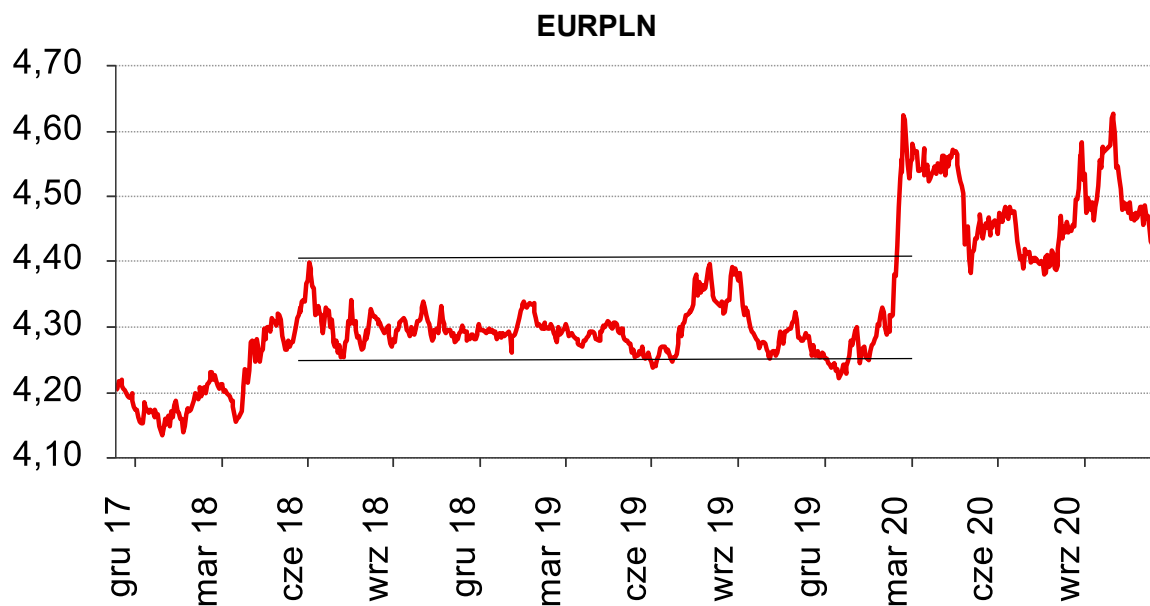
2



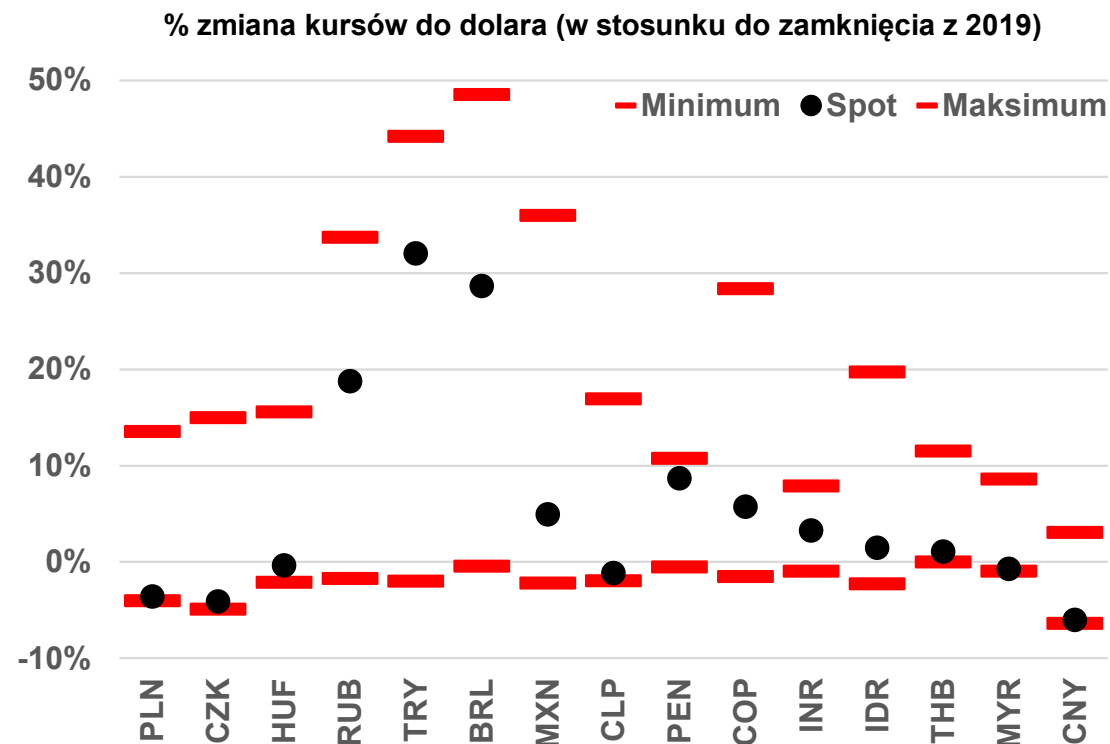
Rynek walutowy: zmienny 2020

Rok 2020 przyniósł znaczący wzrost wahań na rynku walut krajów rozwijających się. W relacji do dolara kursy walut regionu CEE zanotowały największe zmiany w ostatnich 3-4 latach a waluty państw Ameryki Południowej od 5 lat (meksykańskie peso nawet od kryzysu finansowego w 2008 r.).

Na moment publikacji tego raportu, od początku roku wszystkie znaczące waluty z rynków rozwijających się osłabiły się do euro, mniej niż połowa umocniła się do dolara. Złoty stracił ok. 3,8% do euro i zyskał 3,6% do dolara co daje krajowej walucie czwarte miejsce wśród wszystkich walut z rynków rozwijających się.



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Źródło: Refinitiv, Santander Bank Polska



Rynek walutowy: powrót do przeszłości?

Według naszych prognoz na 2021, **EURPLN powróci do ok. 4,30, tj. środka przedziału 4,25-4,35**, w którym poruszał się przez większość czasu od połowy 2018 do wybuchu kryzysu spowodowanego przez Covid-19. Kluczowymi założeniami są **pozytywny nastrój na rynku utrzymujący się przez większość 2021, wyjście Wielkiej Brytanii z UE z umową handlową** (lub podpisanie takiej w pierwszej części 2021) i **brak kolejnych napięć na linii Polska-UE**.

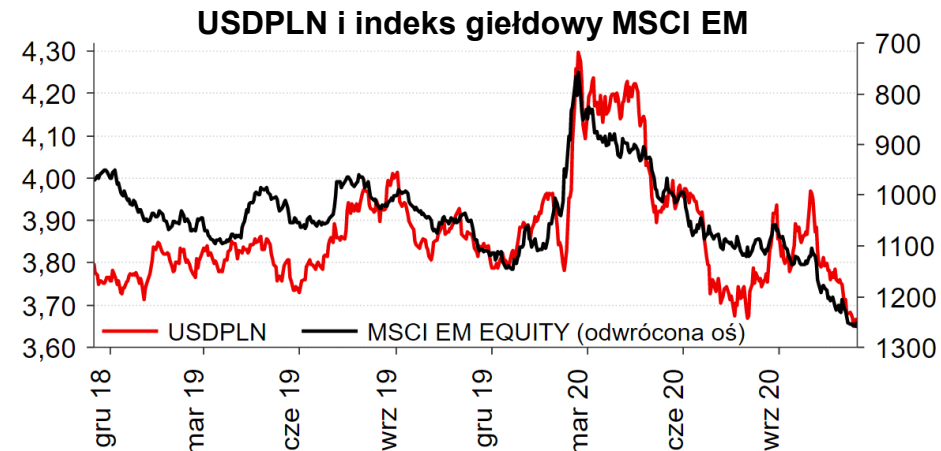
Dlaczego oczekujemy powrotu EURPLN tylko do środka przedziału? W tabeli na kolejnej stronie prezentujemy jak wygląda Polska na tle innych państw rozwijających się pod kątem wskaźników makro/rynkowych. Widać, że nie ma szczególnego powodu by inwestorzy mieli preferować złotego względem innych walut z rynków wschodzących i by w notowaniach EURPLN zaszły przełomowe zmiany. Zwłaszcza, że w krótkim terminie złoty może zostać w tyle z powodu ujemnych realnych stóp procentowych i mało atrakcyjnego carry na tle innych walut EM.

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA

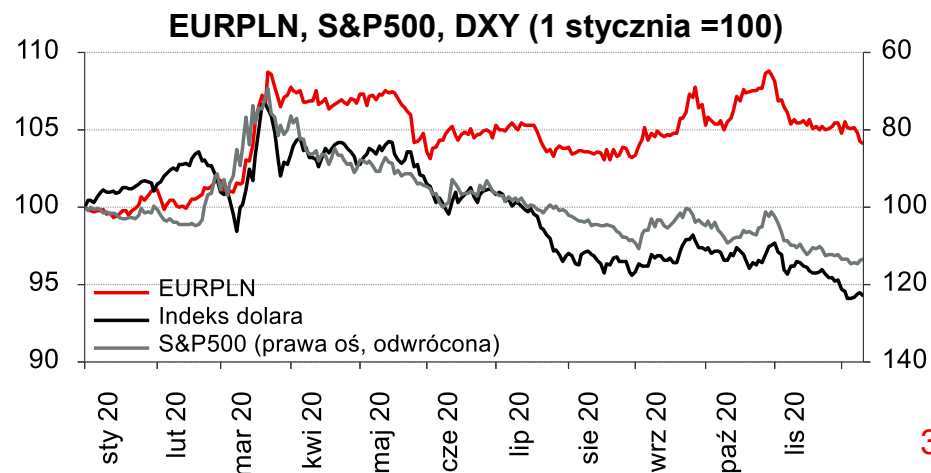
- Odbicie wzrostu w Polsce i za granicą dzięki znoszeniu restrykcji.
- Luźna polityka pieniężna głównych banków centralnych tworząca korzystne warunki do ożywienia gospodarczego
- Słabość dolara powinna wspierać waluty z rynków rozwijających się.
- Wysoka nadwyżka rachunku obrotów bieżących jako % PKB (dalsza poprawa na początku 2021, potem lekka korekta ale wciąż na wysokim poziomie)
- Stabilne stopy procentowe w Polsce.

CZYNNIKI RYZYKA

- Brak umowy handlowej Wielka Brytania - UE.
- Wolne tempo szczepień w Polsce skutkujące przedłużaniem obowiązywania obostrzeń dłużej niż w innych krajach regionu.
- Niskie realne stopy procentowe w Polsce w porównaniu do innych państw CEE i rozwijających się. Niemal zerowe szanse na podwyżkę stóp w 2021.



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Rynek walutowy: czynniki fundamentalne (1)

Poniższa tabela zawiera czynniki wskazywane przez literaturę jako istotne dla notowań walut. Podzieliliśmy je na te ważne w dłuższej perspektywie i te, które mają większe znaczenie w krótkim terminie. Widać jak wartości te różnią się dla walut z różnych regionów świata i pokazujemy trzy najlepsze i najgorsze wyniki by spróbować ocenić które waluty mogą być szczególnie atrakcyjne dla inwestorów.

		DŁUGI TERMIN		ŚREDNI TERMIN			KRÓTKI TERMIN				
		PKB na głowę (tys. USD)	Dług publiczny (% PKB)	Saldo obrotów bieżących (% PKB)	Zmiana rocznej dynamiki PKB (pkt. proc.) ²⁾	Oczekiwana zmiana dynamiki PKB (pkt. proc.) ³⁾	Rating kraju ⁴⁾	Realna stopa procentowa (pkt. proc.) ⁵⁾	Rentowność 10-letniej obligacji rządowej	Carry trade dostosowane o zmienność (pb) ⁶⁾	Wskaźnik pokrycia importu ⁷⁾
CEE	PLN	15.0	45	2.7%	-4	-1	A-	-3	1.31	-6	189%
	CZK	20.1	30	2.4%	-3	0	AA-	-2	1.32	2	399%
	HUF	15.0	65	-0.9%	-6	-1	BBB	-2	2.26	76	176%
	RUB	9.9	14	2.4%	-5	1	BBB-	0	5.84	381	702%
	TRY	9.2	-	-2.4%	2	-6	BB-	1	12.88	1160	73%
LatAm	BRL	8.6	74	-2.0%	-4	2.1	BB-	-2	7.34	354	869%
	MXN	9.8	47	1.3%	-6	2.5	BBB	1	5.45	364	183%
	CLP	13.9	28	0.1%	-9	6.2	A+	1	2.99	31	260%
	PEN	6.7	27	-0.1%	-6	12.7	BBB+	-2	3.67	54	802%
	COP	6.4	52	-2.5%	-10	6.7	BBB-	0	4.98	209	513%
Asia	INR	2.0	47	0.4%	-11	19.8	BBB-	-3	5.95	358	545%
	IDR	3.9	35	-1.1%	-6	2.8	BBB	2	6.16	440	359%
	THB	6.6	34	6.4%	-4	3.9	BBB+	1	1.26	35	503%
	MYR	11.4	52	3.1%	-3	2.0	A-	3	2.76	164	252%
	CNY	9.9	38	0.0%	12	14.0	A+	4	3.31	267	554%

Źródło: Refinitiv, Santander Bank Polska

 - 3 najlepsze wyniki

 - 3 najgorsze wyniki



1) Suma salda obrotów bieżących z 4 kwartałów podzielona przez sumę PKB z 4 kwartałów (oba w USD)

2) PKB(t)-PKB(t-2), pkt. proc.

3) PKB(t+2)-PKB(t), PKB(t+2) z Oxford Economics

4) Mediana spośród Moody's, Fitch and S&P (notacja S&P)

5) Główna stopa banku centralnego minus bieżąca inflacja

6) Różnica rentowności 2L (3L dla Węgier i całej Azji) obligacji minus Treasuries pomnożone przez (100 minus 1M ATM VOL dla danej waluty)

7) Suma 3-miesięcznego importu podzielona przez rezerwy walutowe (oba w USD)



Rynek walutowy: czynniki fundamentalne (2)

Jak pokazaliśmy na poprzedniej stronie, krótkoterminowe czynniki fundamentalne nie są zbyt korzystne dla złotego i jest to spójne z niedowartościowaniem waluty w ujęciu REER (w stosunku do średniej), chociaż obecnie niedowartościowanie jest większe niż średnio w przeszłości.

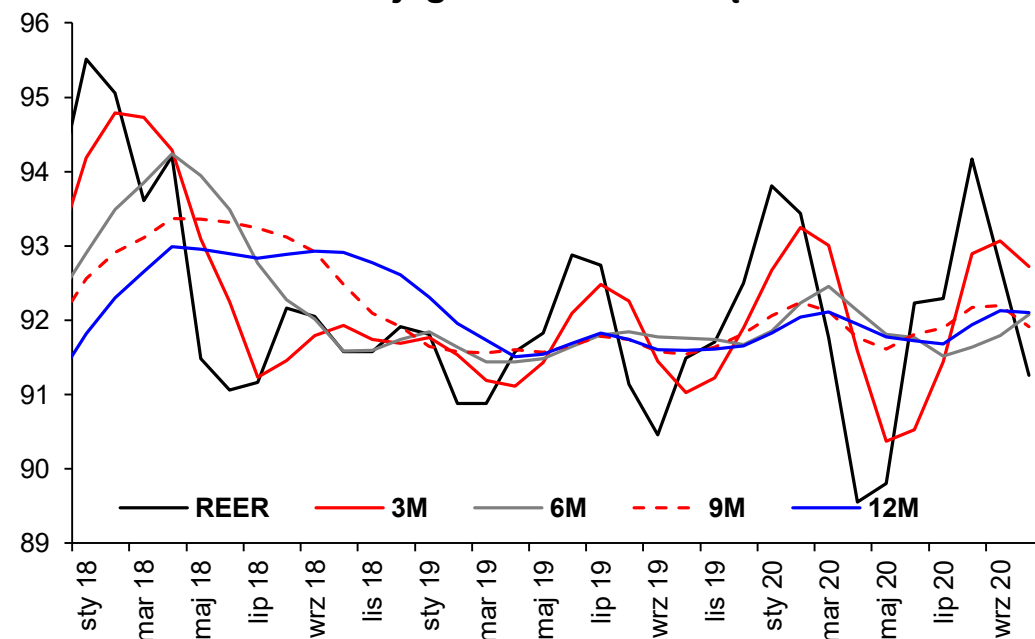
Natomiast w przypadku średnio- oraz długoterminowych wskaźników, Polska nie wydaje się być wyraźnie poniżej czy powyżej średniej, **więc nie widzimy tutaj dodatkowego ryzyka dla złotego w górę lub w dół w najbliższych miesiącach**. Ponadprzeciętne niedowartościowanie w ujęciu REER powinno zostać przynajmniej zmniejszone dzięki dobremu nastrojowi, jakiego oczekujemy przez większą część 2021. Jednocześnie, wg [modelu fair value walut EM](#) z IIF, złoty był w listopadzie niedowartościowany w skali ok. 11% wobec fundamentów ekonomicznych.

Jeśli zaś chodzi o inne waluty, to indonezyjska rupia (IDR) wyróżnia się pozytywnie w krótkoterminowych wskaźnikach oraz jest niedowartościowana w ujęciu REER (jeśli porównamy odchylenie obecnego kursu od średniej).

		REER vs średnia krocząca				sty 13 - paź 20 średnie odchylenie			
		3M	6M	9M	12M	3M	6M	9M	12M
CEE	PLN	-1,6%	-0,9%	-0,7%	-0,9%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,3%
	CZK	-2,1%	-1,3%	-1,1%	-1,5%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%
	HUF	-1,5%	-1,7%	-1,5%	-2,1%	-0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,8%
	RUB	-2,3%	-7,0%	-8,4%	-11,2%	-0,5%	-1,0%	-1,6%	-2,1%
	TRY	-3,1%	-8,2%	-11,4%	-14,1%	-0,7%	-1,6%	-2,4%	-3,1%
LatAm	BRL	-2,1%	-4,0%	-8,1%	-13,3%	-0,6%	-1,4%	-2,0%	-2,6%
	MXN	2,2%	4,0%	3,1%	-0,3%	-0,3%	-0,9%	-1,4%	-1,9%
	CLP	-0,7%	-0,7%	0,8%	0,6%	-0,2%	-0,6%	-0,8%	-1,2%
	PEN	-1,1%	-3,9%	-4,7%	-4,8%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,1%
	COP	-1,7%	-3,7%	-4,1%	-5,9%	-0,4%	-1,0%	-1,6%	-2,2%
Azja	INR	1,3%	2,3%	2,6%	2,2%	0,1%	0,3%	0,6%	0,9%
	IDR	-0,4%	-2,8%	-2,7%	-3,6%	-0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,1%
	THB	-0,5%	-1,0%	-0,9%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%
	MYR	-0,3%	0,2%	-0,2%	-1,2%	-0,2%	-0,5%	-0,7%	-1,0%
	CNY	1,0%	1,8%	1,0%	1,3%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%

Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Santander Bank Polska
 Minus oznacza, że REER jest poniżej średniej – quasi miara niedowartościowania waluty
 Plus oznacza, że REER jest powyżej średniej – quasi miara przewartościowania waluty

REER i jego średnie kroczące



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Santander Bank Polska



Rynek stóp procentowych: 2020 w retrospekcji (1)

W 2020 r. rentowności 10-letnich obligacji na rynkach bazowych obniżyły się, a polskie papiery podążyły za nimi:

- W USA w dół o 95bp do 0,95% (G-L*)
- W Niemczech w dół o 60bp do -0,60% (G-P),
- W Polsce w dół do 70bp do 1,40% (D-P).

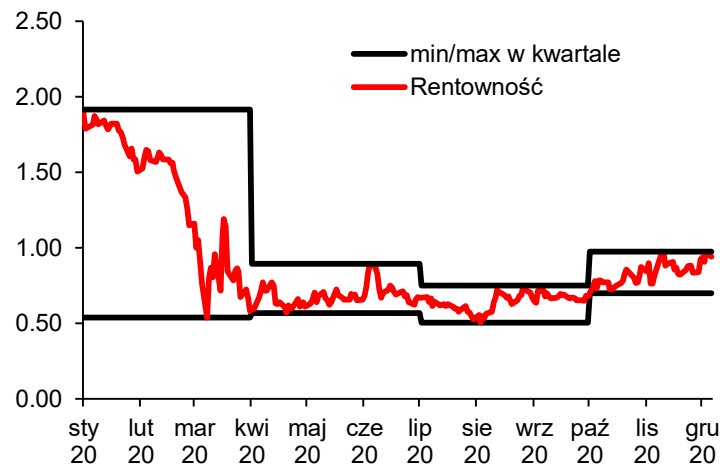
Co ciekawe, rentowność 10L obligacji chińskich w tym samym okresie wzrosła o 15bp do 3.30% (D-L).

Największy kwartalny zakres zmienności miał oczywiście miejsce w I kw. 2020 kiedy pandemia się rozpoczynała a niektóre banki centralne rozpoczynały cięcia stóp (FED, NBP).

W dalszej części roku zmienność obniżyła się oraz utrzymywała się na niskim poziomie, gdyż programy skupu aktywów banków centralnych pomagały utrzymać rentowności w ryzach, a niepewność co do wzrostu gospodarczego pozostawała wysoka.

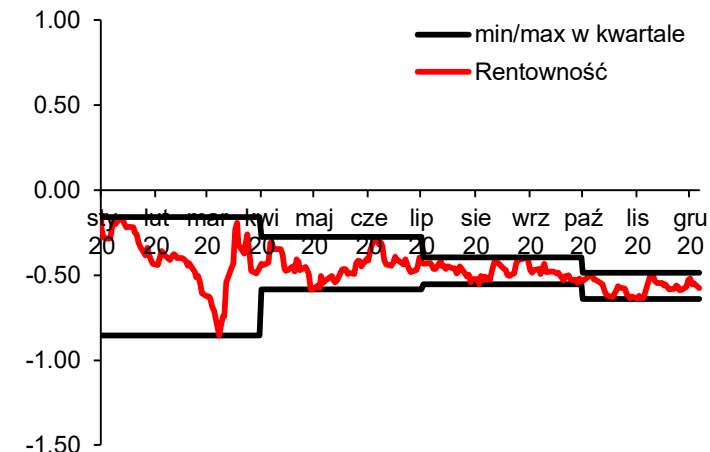
*G-L = góra, lewa
 G-P = góra, prawa
 D-L = dół, lewa
 D-P = dół, prawa

Rentowność 10L obligacji USA



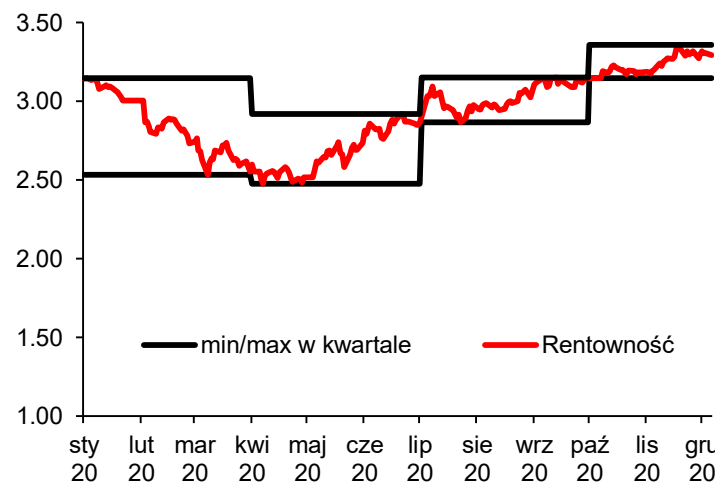
Źródło: Bloomberg, Santander

Rentowność 10L obligacji Niemiec



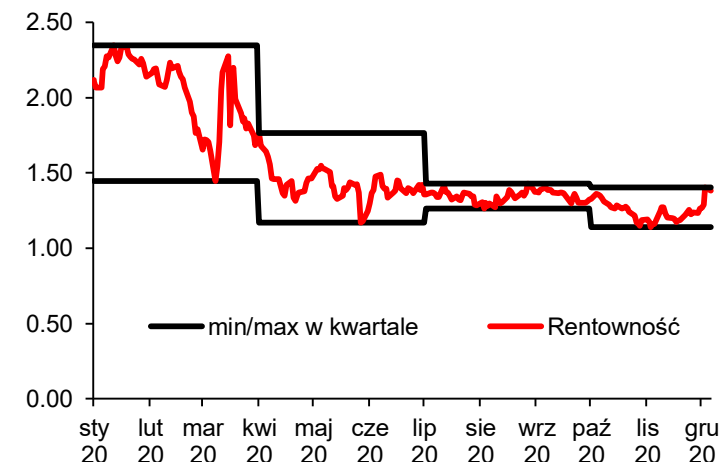
Źródło : Bloomberg, Santander

Rentowność 10L obligacji Chin



Źródło : Bloomberg, Santander

Rentowność 10L obligacji Polski



Źródło : Bloomberg, Santander



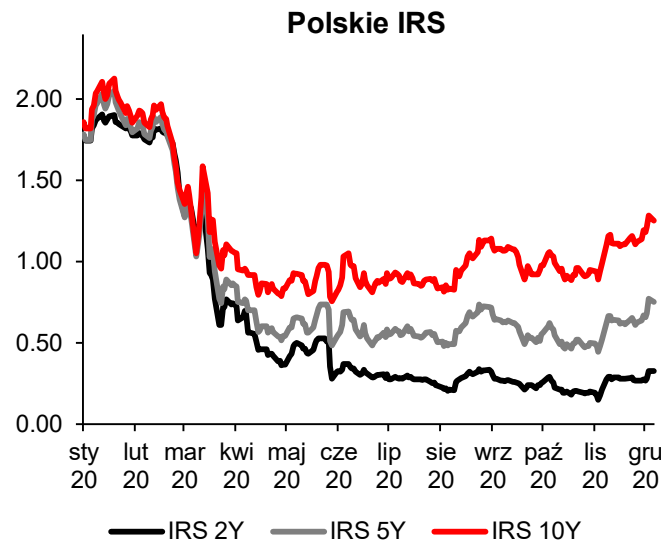
Rynek stóp procentowych: 2020 w retrospekcji (2)

Cztery wykresy po prawej stronie opisują zachowanie polskich rentowności w 2020 r.

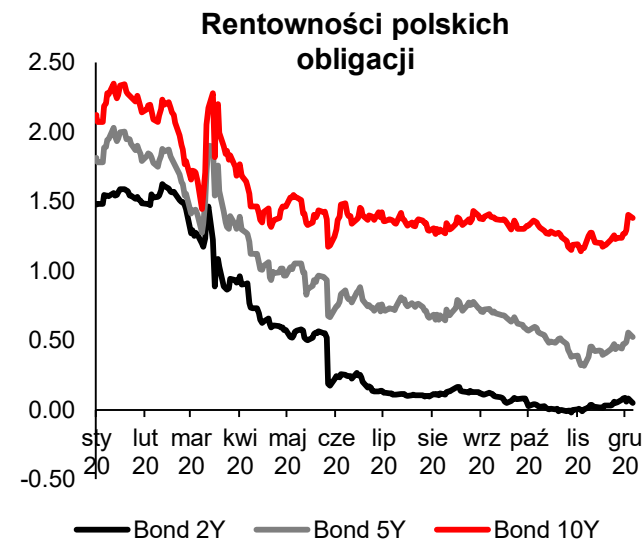
Poziom **IRS** (G-L) oraz **rentowność obligacji** (G-P) obniżyły się w bezpośrednim następstwie pandemii na wiosnę. Od tego czasu tenor 2L pozostawał nisko i stabilnie, podczas gdy środek krzywej znajdował się w trendzie bocznym (IRS) lub lekko obniżał się (obligacje). Długi koniec krzywej IRS powoli wspinał się w górę, w szczególności pod koniec 2020 r. po danych o skutecznej szczepionce przeciw Covid-19.

Polskie **asset swapy** (D-L) rozszerzyły się znacznie w I poł 2020 r. a następnie zaczęły się zawężać, w szczególności pod koniec roku gdy wzrastająca liczba zachorowań na Covid-19 wzmogła oczekiwania na jeszcze bardziej luźną politykę pieniężną (wraz z programem QE). Dopiero na wieść o szczepionce długoterminowe ASW zaczęły się powoli stabilizować. **Trzeba jednak podkreślić, że POLGB pozostają wciąż bardzo drogie z perspektywy ASW.**

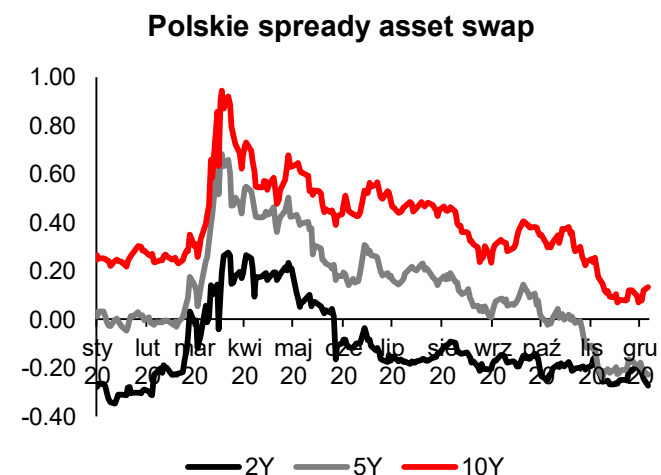
Spread rentowności polskich obligacji nad niemieckimi (D-P) zawężał się przez cały rok na skutek cięć stóp przez NBP, a także uruchomienia programów BGK i PFR, które w ok 1/3 zostały sfinansowane przez NBP dzięki czemu znacznie wzrosła płynność i poszukiwanie stóp zwrotów przez inwestorów. Spread poszerzył się w grudniu 2020 w kontekście negocjacji Polski i Węgier z UE o budżet oraz Fundusz Odbudowy.



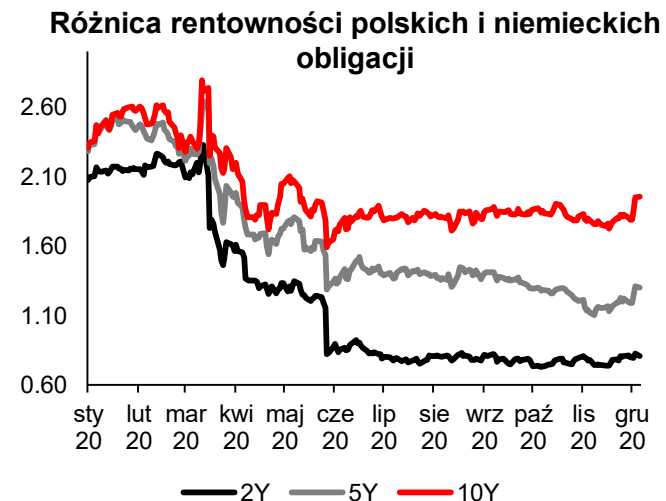
Źródło: Bloomberg, Santander



Źródło : Bloomberg, Santander



Źródło: Bloomberg, Santander



Źródło : Bloomberg, Santander

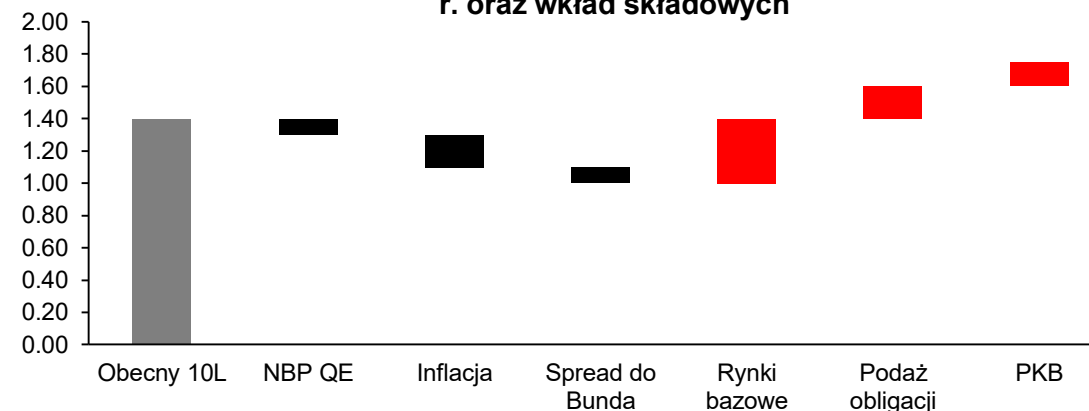


Prognoza rentowności na długim końcu krzywej

Na koniec 2021 r. oczekujemy wzrostu rentowności do 1,75% (z obecnych ok. 1,40%). Główne czynniki stojące za tą prognozą to:

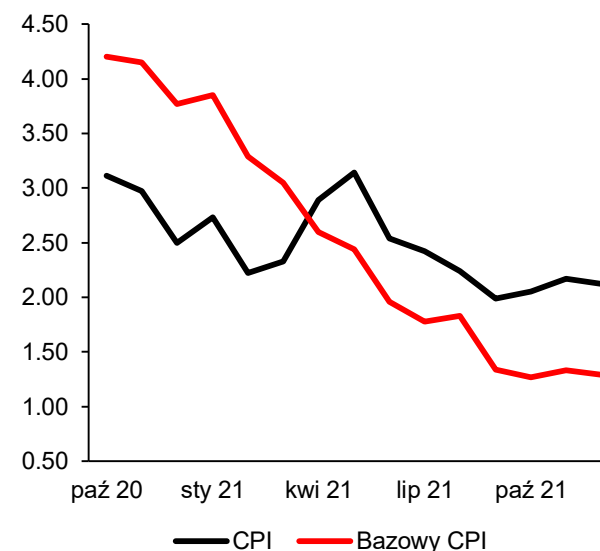
- **NBP QE.** Program zakupów aktywów NBP jest w potencjalnie nieograniczony (nie ma zadeklarowanej wielkości). Może przyczynić się do poskromienia wzrostów rentowności lub nawet ich spadków.
- **Inflacja w Polsce (D-L).** Efekty bazowe nasilają się w 2021 r. a inflacja może spaść do poniżej 2,0% we wrześniu 2021 r. Inflacja bazowa, zwykle skorelowana z luką popytową, spadnie do końca 2021 r. poniżej 1,5%. Więcej detali na slajdach 26-29.
- **Spread do Bunda.** W miarę poprawy wzrostu gospodarczego w Europie, percepcja ryzyka kredytowego krajów powinna spadać i w rezultacie prowadzić do zawężenia spreadu do niemieckich obligacji.
- **Rynki bazowe.** Oczekujemy wzrostu rentowności na rynkach bazowych w trakcie 2021 r. jak na wykresie (D-P).
- **Podaż obligacji.** Bankowi BGK pozostało jeszcze 14 mld zł do osiągnięcia emisji na poziomie 112 mld zł. W 2021 r. PFR wyemituje do 35 mld zł. Ponadto Ministerstwo Finansów znów powinno zacząć emisje obligacji z emisjami netto obligacji skarbowych rządu 40 mld zł (co wynika z wrześniowego projektu budżetu skorygowanego o sumę skupów obligacji zapadających w 2021 r. na aukcjach w ostatnich miesiącach 2020 r.).
- **Polskie PKB.** Jesteśmy bardziej optymistycznie nastawieni co do wzrostu w 2021 r. niż rynkowy konsensus (4,6% vs 3,9%) W związku z tym, jeśli okaże się, że mamy rację, wyższe rentowności są tego naturalnym następstwem. Więcej na stronach 13-21.

Prognoza rentowności 10-letnich obligacji na koniec 2021 r. oraz wkład składowych



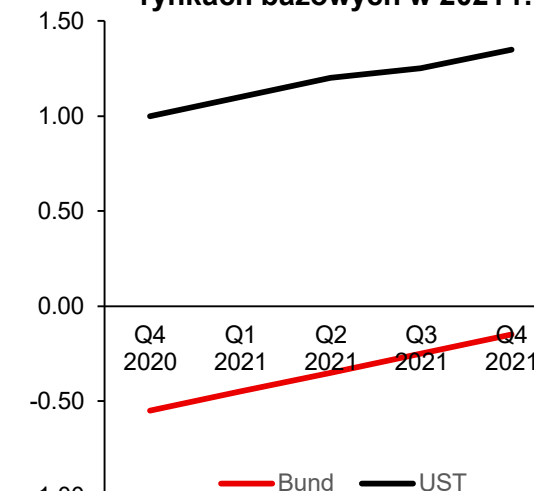
Źródło : Bloomberg, Santander

Nasza prognoza inflacji w 2021 r.



Źródło : Bloomberg, Santander

Nasza prognoza rentowności na rynkach bazowych w 2021 r.



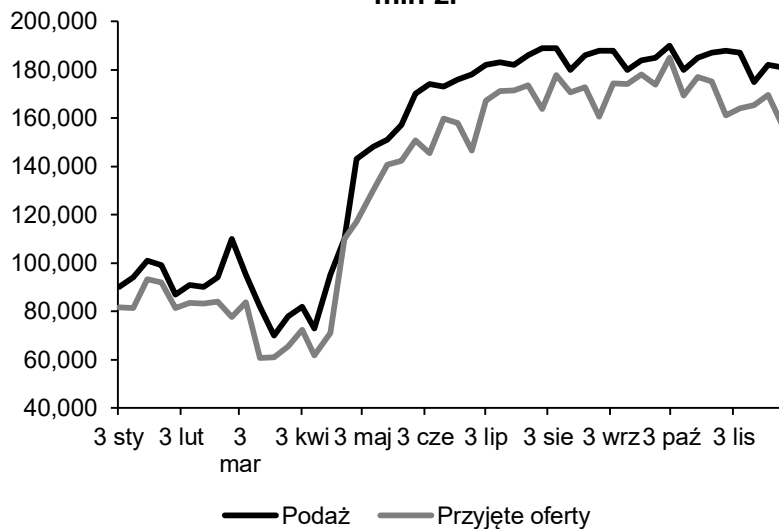
Źródło : Bloomberg, Santander



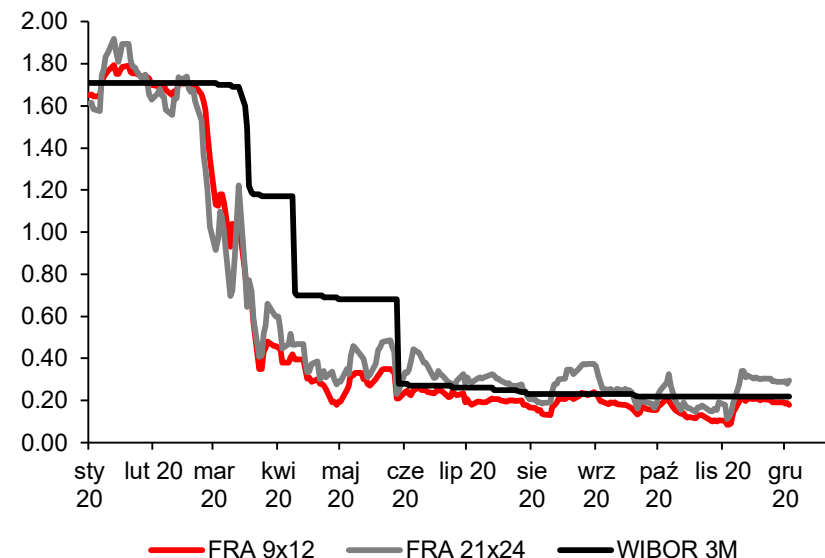
Prognoza rentowności na krótkim końcu krzywej

- W naszym scenariuszu bazowym NBP pozostawi stopy procentowe bez zmian na poziomie 0,10% poprzez cały 2021 r.
- **3M Wibor** ustabilizował się w IV kw. 2020 r. w okolicy 0,22% i uważamy, że jest mało prawdopodobne, by z tego poziomu się jeszcze znacznie obniżył.
- **Kontrakty FRA** na koniec 2021 r. (np 9x12) są notowane z niewielką premią do 3-miesięcznego Wiboru: rzędu 2pb. Jednak dłuższe kontrakty FRA (np. mniej płynny 21x24) na poziomie 0,40% wskazują, że rynek zaczyna wyceniać podwyżki stóp w pod koniec 2022 r. (ale to już inna RPP).
- W miarę jak wzrost gospodarczy powraca po pandemii na całym świecie i w Polsce dużo sensu ma **płacenie 9x12 FRA**. W przypadku braku podwyżek taka strategia wyjdzie na zero. W przypadku gdy rynek wyceni podwyżki, można zarobić.

Rozmiar 7-dniowych aukcji bonów pieniężnych NBP, mln zł



3M Wibor a FRA



Źródło : Bloomberg, Santander

- Płynność sektora bankowego mierzona wielkością cotygodniowych aukcji bonów pieniężnych NBP ustabilizowała się (D-L).
- Lecz jest mało prawdopodobne, że szybko spadnie: depozyty firm i osób fizycznych są wysokie, programy BGK oraz PFR zostaną przedłużone i w 2021 r. skupowane przez NBP, co będzie dodawać płynność do sektora bankowego.
- W końcu 2020 r. emisje obligacji korporacyjnych wyniosły ok 10 mld zł jednak jest to zbyt mało by istotnie wpłynąć na sytuację płynnościową sektora bankowego.
- Uważamy, że **rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej pozostaną na poziomie jedynie niewiele powyżej zera przez większą część 2021 r.**



Struktura własności obligacji skarbowych

Ministerstwo Finansów opublikowało dane do października 2020:

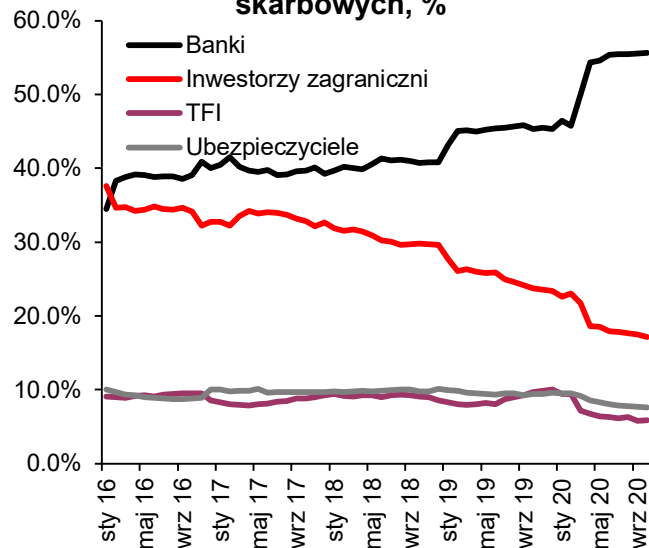
Procentowy udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach rządowych wciąż spada (G-L). Na koniec października obniżył się do 17,1% - najniższego poziomu od 2009 r. W roku 2020 spadek wyniósł 6,2 pp. Zakupy zwiększyły za to polskie banki, które obecnie są w posiadaniu 55,6% obligacji, wzrost od początku roku o 10,3 pp.

Struktura udziałowa w polskich obligacjach w mln złotych (G-P), pokazuje, że nominalnie polskie banki posiadają odrobinę mniej w październiku (426,8 mld zł) niż we wrześniu (429,6 mld zł). Inwestorzy zagraniczni trzymają rekordowo niskie portfele obligacji w kwocie 131,3 mld zł. Polskie firmy ubezpieczeniowe także pozbywają się obligacji – obecnie 58,2 mld zł – najmniej od 2016 r.

Dane z IZFiA (Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami) (D-L) wskazują, że po znacznych odpływach z funduszy, które miały miejsce na początku pandemii, w drugiej połowie roku napływy odrobiły spadki jedynie w połowie co jest zastanawiające ze względu na niskie oprocentowanie depozytów w bankach.

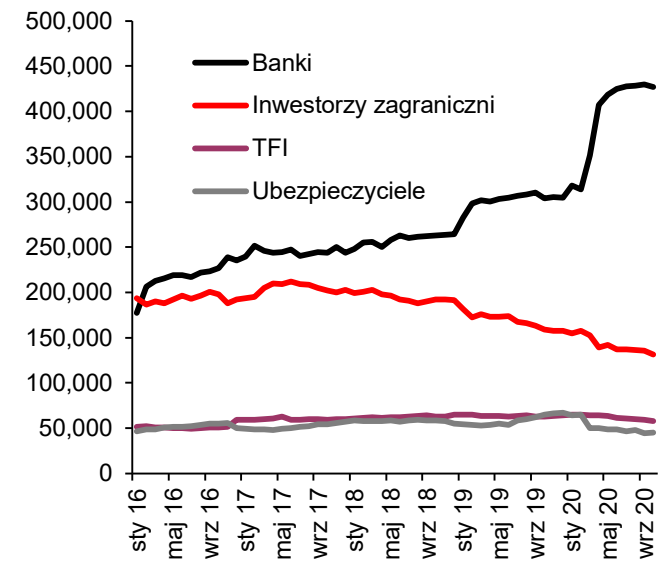
Program emerytalny PPK, który wystartował w tym roku, nie sprostął oczekiwaniom i od początku roku do końca października wpłynęło do niego jedynie 1,8 mld zł (D-P). Obligacje stanowią 20-90% wpłaconych pieniędzy w zależności od daty celowej funduszu. Tym samym ewentualne wsparcie dla obligacji rządowych z tego tytułu nie jest znaczące.

Udział grup inwestorów w obligacjach skarbowych, %



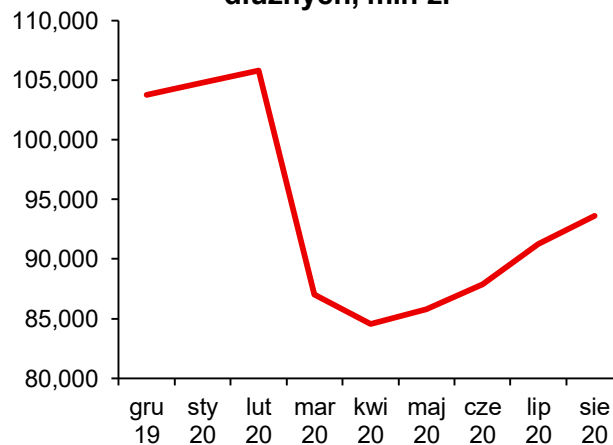
Źródło : Bloomberg, Santander

Nominalny stan posiadania inwestorów, mln zł



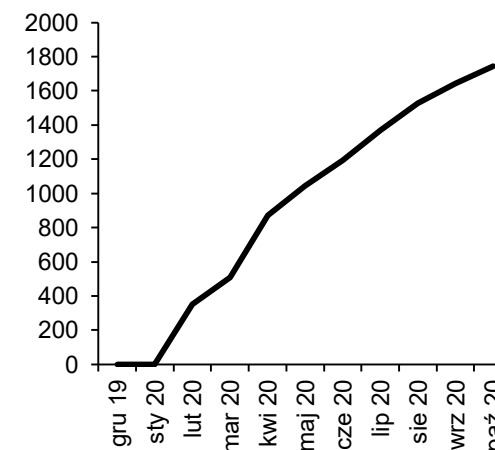
Źródło : Bloomberg, Santander

Aktywa funduszy inwestycyjnych dłużnych, mln zł



Źródło : IZFiA, Santander

Środki w Programie PPK, PLN mln



Źródło : IZFiA, Santander



Inwestorzy zagraniczni i obligacje skarbowe

Szczegółowe dane Ministerstwa Finansów o udziale inwestorów zagranicznych wskazują na ciekawą strukturę: mimo że przeciętny udział wynosi 17,1% i znajduje się na historycznie niskim poziomie, to w przypadku poszczególnych serii obligacji zauważyć można wyraźne odchylenia od średniej.

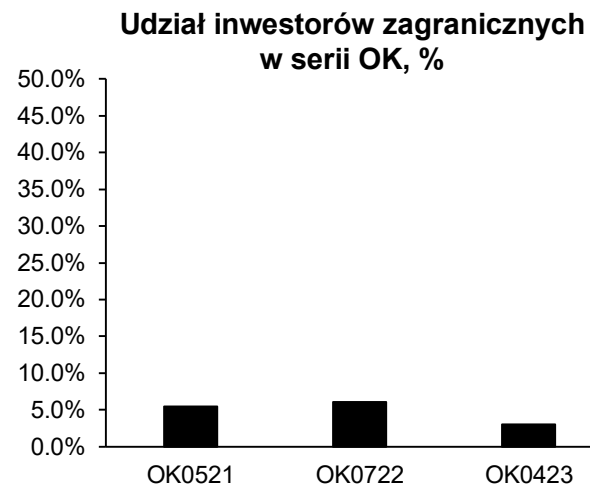
Bardzo niewielki jest udział zagranicy w obligacjach zmienokuponowych serii WZ. Natomiast w przypadku obligacji ze stałym kuponem:

- **Seria OK** (tenory ok 1-3L), udział zagranicy 5%
- **Seria PS** (tenory do 5L), udział zagranicy <20%
- **Seria DS** (tenory do 10L), udział zagranicy 25-50%
- **Seria WS** (tenory > 10L), udział zagranicy >40% WS0428

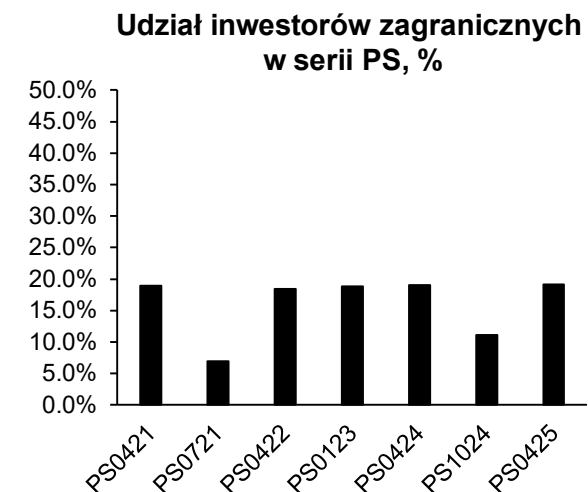
Interesujące może być to, że 3 serie obligacji z tenorami skoncentrowanymi w okolicy 10L (DS0727, WS0428, DS1030) mają **udział zagranicy powyżej 40%**.

Większa obecność inwestorów zagranicznych na długim końcu krzywej oznacza, że jest on bardziej podatny na wyprzedzą na globalnych rynkach obligacji. Ryzyko to jest mniejsze na środku krzywej a na krótkim końcu wręcz pomijalne.

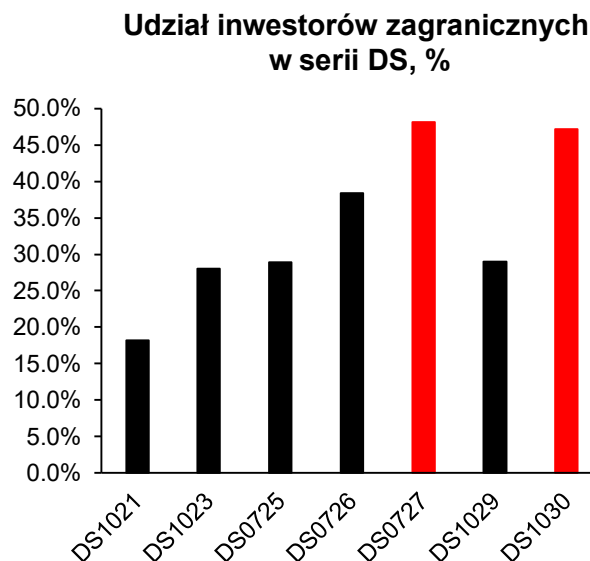
W scenariuszu globalnego wzrostu gospodarczego najbardziej prawdopodobne jest zatem, że **krzywa polskich obligacji rządowych stanie się bardziej stroma**.



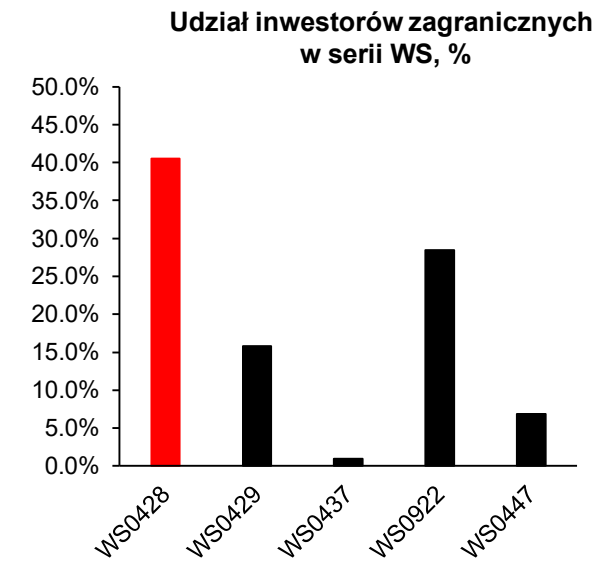
Źródło : Bloomberg, Santander



Źródło : Bloomberg, Santander



Źródło : Bloomberg, Santander



Źródło : Bloomberg, Santander

Zapadalności i emisje obligacji w 2021



W 2021 mają miejsce następujące płatności kuponowe i wykupy:

kupony:

- Obligacje denominowane w PLN zapłacą w sumie **13,6 mld zł kuponów**. Płatności skoncentrowane są w kwietniu (3,7 mld zł), lipcu (3,6 mld zł) oraz październiku (2,9 mld zł).
- Obligacje denominowane w innych walutach zapłacą w sumie równowartość ok. 5,5 mld zł, a większość przypada na styczeń (ok. 2,0 mld zł, z obligacji EUR-owych) oraz w marcu (ok. 1,0 mld zł z obligacji EUR- i USD-owych).

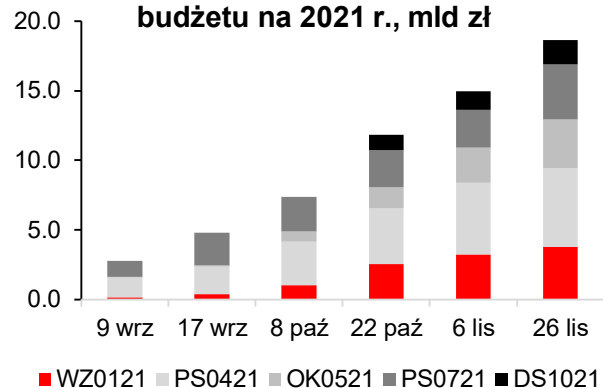
wykupy:

- Zapadnie w sumie 78 mld zł obligacji denominowanych w złotych. Większe przypadają na kwiecień (16,0 mld zł z PS0421), maj (12,3 mld zł z OK0521), lipiec (30,0 mld zł z OK0721) oraz październik (14,0 mld zł, z DS1021).
- Obligacji denominowanych w walutach obcych zapadnie ok. 29 mld zł, głównie w marcu (EUR 4,0%, 9 mld zł) oraz kwietniu (USD, 5,125%, 6,4 mld zł) a także październiku (EUR 0,875% 7,8 mld zł).

Obecnie plany emisji Ministerstwa Finansów na 2021 r. wciąż nie są znane więc możliwe są jedynie założenia z grubsza.

Na podstawie wrześniowego planie budżetu na 2021 r. (D-L) oraz skumulowanej ilości obligacji skupowanych podczas aukcji zamiany od września włącznie (G-L) szacujemy że emisje **netto w 2021 roku obligacji denominowanych w złotych na 40 mld zł z czego 15 mld zł o stałych a 25 mld zł o zmiennych kuponach.**

Zakumulowane zakupy Min. Fin. Obligacji zapadających w 2021 r., od publikacji budżetu na 2021 r., mld zł



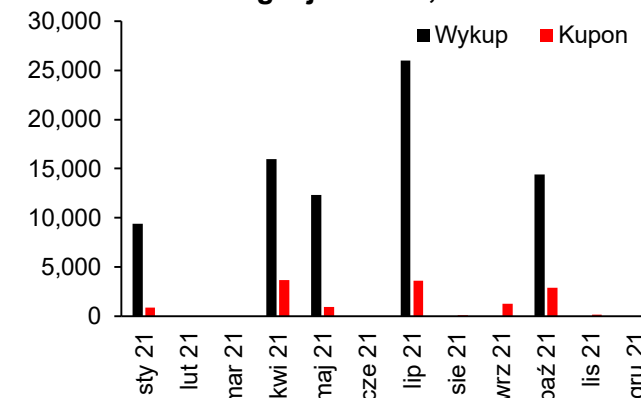
Źródło : Bloomberg, Santander

Planowane emisje obligacji: na podstawie budżetu na 2021 z września b.r., mln zł

	2021		
	netto	wykupy	brutto
Bony skarbowe	9 116	10 846	19 962
Obligacje stałokuponowe	31 960	82 370	114 330
Obligacje zmiennokuponowe	30 462	12 888	43 350
Obligacje detaliczne	6 244	8 756	15 000
Razem	77 782	114 860	192 642

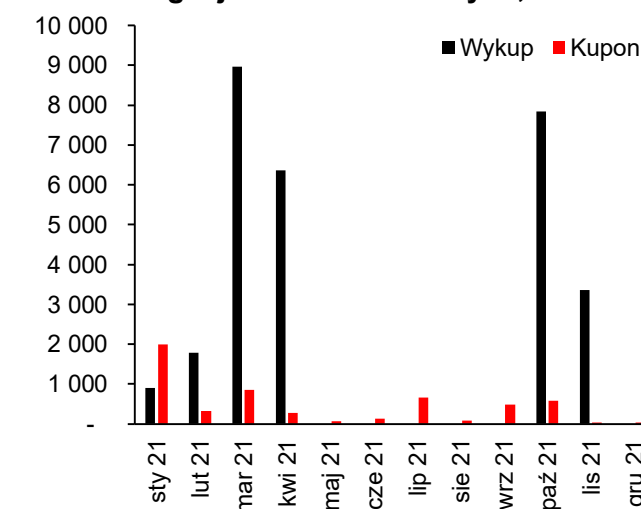
Źródło : MinFin, Santander

Płatności Kuponów oraz zapadalności. Obligacje w PLN, mln zł



Źródło : Bloomberg, Santander

Płatności Kuponów oraz zapadalności. Obligacje w walutach obcych, mln zł



Źródło : Bloomberg, Santander



Struktura własności obligacji BGK, PFR, NBP QE

NBP nabył w ramach programu QE 105,5 mld zł obligacji. Z tego 53,0 mld zł obligacji skarbowych oraz 52,4 mld zł obligacji „covidowych” (BGK oraz PFR).

NBP posiada **33,5 mld zł obligacji BGK** (co stanowi 34,4% emisji, G-L) oraz **18,9 mld zł obligacji PFR** (co stanowi 30,2% emisji, G-P). Udziały procentowe różnią się w zależności od serii (D-L).

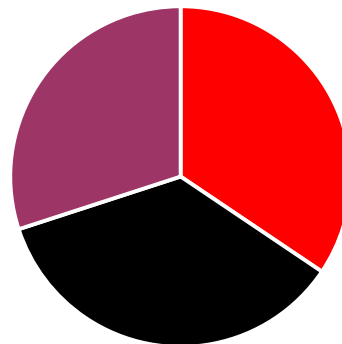
Polskie fundusze oraz inwestorzy zagraniczni posiadają znacznie więcej obligacji BGK (30,0%) niż PFR (8,8%). Zatem to **obligacje BGK będą bardziej narażone na straty** w przypadku realizacji scenariusza odpływu kapitału.

Program QE prowadzony przez NBP ma otwartą strukturę (nie określono z góry kwoty obligacji do zakupu jak to czynią inne banki centralne). Wg nas program QE zostanie utrzymany niezależnie od scenariusza wzrostu gospodarczego.

W przypadku pogorszenia perspektyw wzrostu program QE może zostać ponownie użyty do sfinansowania potrzeb pożyczkowych (obligacji emitowanych przez MF, BGK, PFR).

W przypadku polepszenia perspektyw wzrostu program QE może w którymś momencie zostać użyty do kontrolowania poziomu rentowności na długim końcu krzywej. Nachylenie krzywej (D-P) jest póki co stabilne, jednak gdyby krzywe stawały się strome na rynkach bazowych to na naszej krzywej pojawi się podobna presja.

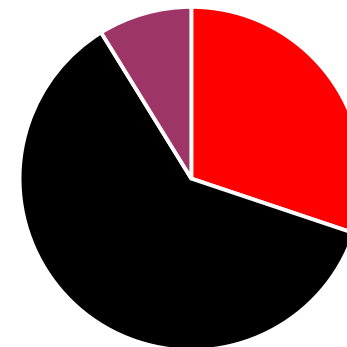
% Struktura własności obligacji BGK



■ NBP ■ Banki ■ Fundusze i zagranica

Źródło: Bloomberg, Santander

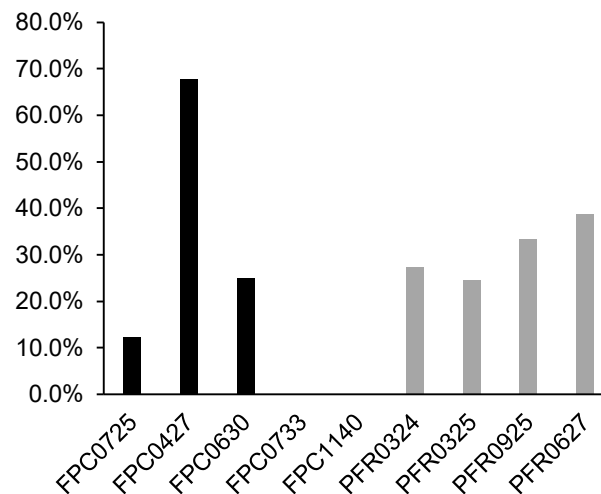
% Struktura własności obligacji PFR



■ NBP ■ Banki ■ Fundusze i zagranica

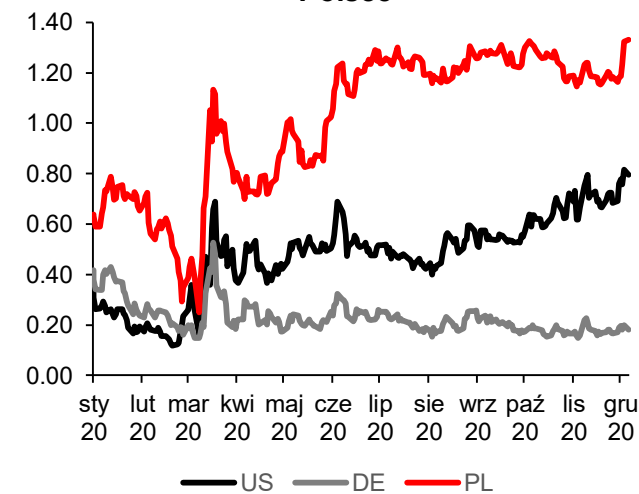
Źródło : Bloomberg, Santander

Udział NBP w obligacjach BGK i PFR



Źródło : Bloomberg, Santander

Spread 2x10 obligacji w USA, Niemczech i Polsce



Źródło : Bloomberg, Santander

Prognozy

3



Prognozy

		2018	2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PKB	mld PLN	2,121.6	2,287.7	2,309.0	2,497.9	556.4	528.2	582.5	641.9	564.2	601.5	629.2	703.0
PKB	% r/r	5.4	4.5	-2.9	4.6	1.9	-8.4	-1.5	-3.3	-2.2	9.2	4.3	6.4
Popyt krajowy	% r/r	5.6	3.5	-4.9	6.1	1.0	-9.5	-3.2	-7.1	-4.0	10.8	5.6	11.6
Spożycie indywidualne	% r/r	4.3	4.0	-3.7	5.6	1.2	-10.8	0.4	-6.0	-4.0	14.0	3.5	10.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9.4	7.2	-8.1	5.5	0.9	-10.7	-9.0	-10.0	-7.0	5.0	5.0	12.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5.9	4.2	-1.5	9.0	0.9	-13.6	3.2	4.0	3.6	25.1	4.8	5.1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19.7	3.6	-4.7	-1.6	5.0	-2.8	-10.9	-6.1	-13.3	-6.9	3.2	5.6
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	6.5	5.1	-3.9	6.9	0.8	-10.7	1.0	-6.2	-2.0	16.0	3.7	9.7
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	7.2	5.2	4.1	7.7	3.8	4.8	4.7	3.0	5.8	3.6	3.8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.6	2.2	-1.0	0.2	0.6	-1.7	-1.5	-1.2	-1.4	1.5	0.6	0.3
Stopa bezrobocia*	%	5.8	5.2	6.3	6.4	5.4	6.1	6.1	6.3	6.6	6.2	6.2	6.4
Rachunek bieżący	mln EUR	-6,518	2,611	23,393	16,161	4,623	6,576	3,359	8,835	6,641	-559	4,826	5,253
Rachunek bieżący	% PKB	-1.3	0.5	4.5	2.8	1.0	2.3	3.0	4.5	4.9	3.4	3.6	2.8
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.2	-0.7	-8.4	-5.9	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	1.6	2.3	3.4	2.3	4.5	3.2	3.1	2.9	2.4	2.8	2.1	2.0
CPI *	% r/r	1.1	3.4	2.5	2.0	4.6	3.3	3.2	2.5	2.4	2.8	2.1	2.0
Inflacja bazowa	% r/r	0.7	2.0	3.9	2.2	3.4	3.8	4.2	4.0	3.4	2.3	1.6	1.3

* 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	0.24	0.21	0.20	0.20	0.20	0.20
Rentowność obligacji 2L	%	1.59	1.56	0.50	0.15	1.39	0.48	0.11	0.02	0.06	0.14	0.19	0.20
Rentowność obligacji 5L	%	2.51	1.99	0.96	0.61	1.72	0.94	0.71	0.45	0.52	0.59	0.64	0.71
Rentowność obligacji 10L	%	3.21	2.41	1.52	1.50	2.05	1.43	1.35	1.25	1.35	1.44	1.55	1.64
IRS 2L	%	1.92	1.74	0.62	0.31	1.53	0.43	0.27	0.23	0.24	0.29	0.34	0.35
IRS 5L	%	2.43	1.85	0.84	0.66	1.58	0.62	0.59	0.57	0.59	0.64	0.69	0.70
IRS 10L	%	2.89	2.05	1.14	1.09	1.67	0.89	0.96	1.04	1.06	1.10	1.10	1.10
EUR/PLN	PLN	4.26	4.30	4.44	4.38	4.32	4.50	4.44	4.50	4.48	4.40	4.33	4.30
USD/PLN	PLN	3.61	3.84	3.90	3.63	3.92	4.09	3.79	3.79	3.74	3.67	3.59	3.54
CHF/PLN	PLN	3.69	3.86	4.15	3.90	4.05	4.24	4.13	4.17	4.07	3.93	3.83	3.79
GBP/PLN	PLN	4.81	4.90	5.00	4.88	5.02	5.07	4.91	5.01	5.00	4.92	4.83	4.78

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **11.12.2020** 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

Polska: Perspektywy 2021

Departament Sektorów Strategicznych

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



Mieszana perspektywa dla rynku mieszkaniowego

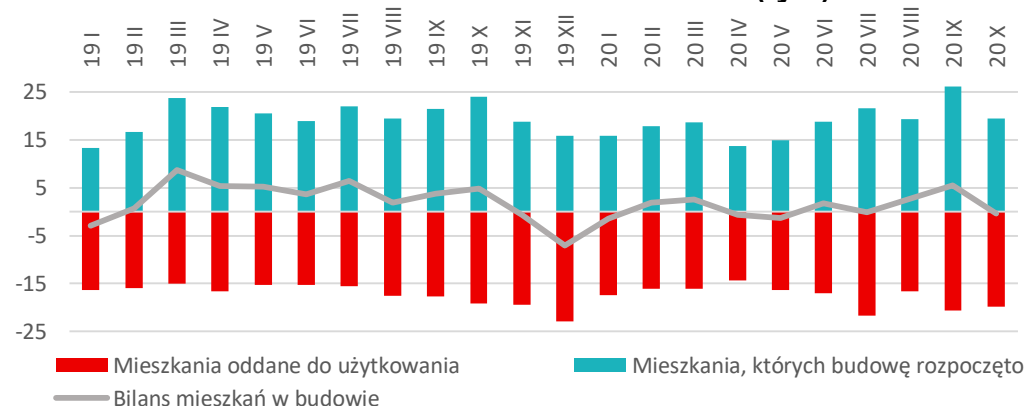
Aktywność budowlana w sektorze mieszkaniowym naturalnie hamuje w ostatnich miesiącach roku. Deweloperzy w tym okresie skupiają się na przekazaniu jak największej liczby mieszkań, zaś przełom I i II kw. to typowo okres największej aktywności pod względem rozpoczętych budów. W br. właśnie na ten okres przypadł pierwszy, kwietniowy lockdown, co istotnie ograniczyło sezonową odbudowę wolumenu mieszkań w budowie.

Hamowanie podaży budynków mieszkalnych znajduje odzwierciedlenie w kosztach budowy (ceny usług budowlanych i materiałów) – oficjalne dane na poziomie Polski i UE wskazują że w II kw. 20 koszty te były wciąż wyższe r/r (+3,1% r/r dla PL i +0,8% r/r dla UE27) jednak monitoring cen zgłaszanych przez ekipy budowlane sugeruje, że przynajmniej na polskim rynku w III i V kw. 20 zaobserwujemy obniżenie dynamiki cen i ich stabilizację na wysokim poziomie. Na koniec roku spodziewamy się, że liczba mieszkań w budowie zakończy rok spadkiem między 0,2% a 0,5% r/r. To przede wszystkim efekt niskiej liczby mieszkań oddanych w październiku (po rekordowym wrześniu). Uważamy, że to dobry wynik, ale pokazuje on, że realizacja odłożonego popytu nie była wcale taka mocna.

W II i III kw. 20 niezrealizowane zamówienia firm budowlanych w sektorze kubaturowym były rekordowo niskie, więc spodziewamy się, że negatywny trend podaży może być kontynuowany w I lub nawet II kw. 21. Oczekujemy że w drugiej połowie roku, ze względu na spodziewaną poprawę sytuacji gospodarczej i perspektywę ograniczenia pandemii, nastąpi wzrost podaży nowych mieszkań, a cały rok zakończy się na poziomie zbliżonym do br.

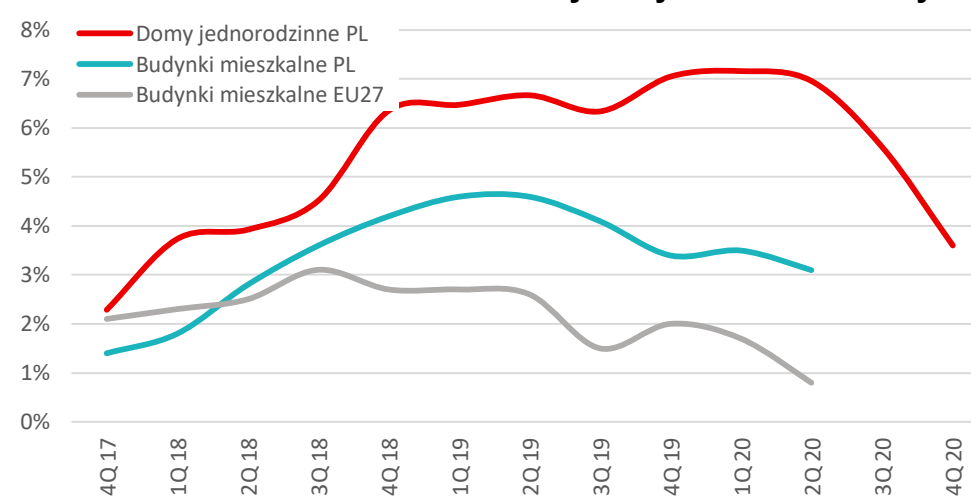
Sytuacja budownictwa mieszkaniowego na istotnych rynkach eksportowych jest mieszana – w Niemczech III kw. 20 przyniósł pierwszy od 4 kwartałów spadek (-1,2% r/r), w Holandii, która odpowiadała w tym roku za istotną część wzrostu eksportu mebli czy stolarki otworowej, 3Q 20 przyniósł 18% r/r wzrost powierzchni budynków mieszkalnych, na budowę których wydano pozwolenie. Utrzymanie podaży mieszkań na tych rynkach powinno pozytywnie oddziaływać na eksport materiałów budowlanych i wykończeniowych.

Rozpoczęte budowy i mieszkania oddane do użytkowania, bilans mieszkań w budowie w Polsce (tys.)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Zmiana r/r kosztów budowy budynków mieszkalnych



Źródło: Eurostat, Wielkiebudowanie.pl, obliczenia Santander



Rynek krajowy wyprzedza wzrost eksportu mebli

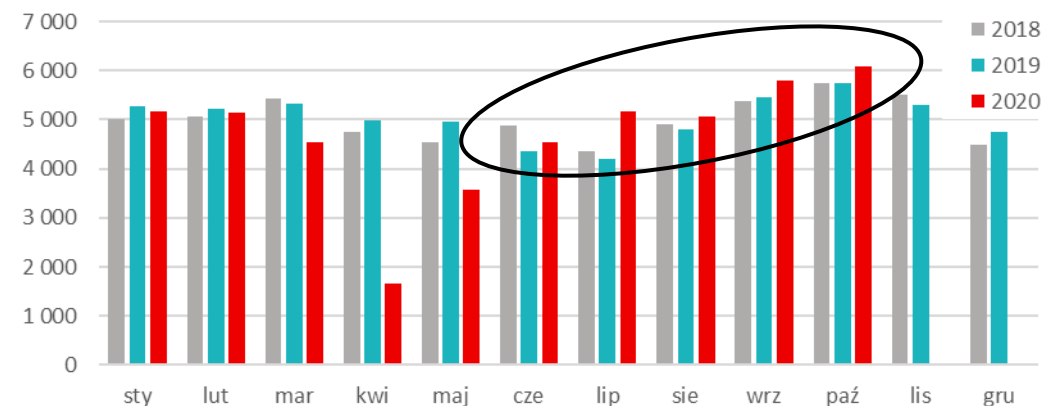
Branża meblarska należała do najmocniej poszkodowanych grup przetwórstwa przemysłowego z uwagi na procykliczny charakter tego rynku. Niemniej, polscy producenci mebli systematycznie odrabiają straty wywołane kwietniowym lockdownem zarówno w Polsce, jak i na głównych rynkach zagranicznych.

Mimo że eksport odpowiada za większą część sprzedaży niż rynek krajowy, to jednak ten ostatni w większym stopniu odpowiada za podnoszenie się branży po bardzo ciężkim przełomie I i II kw. 20. Po 8 m-cach br. wartość eksportu mebli pozostawała ok. 8,9% niższa r/r. W tym samym czasie wartość produkcji sprzedanej polskiego przemysłu meblarskiego była niższa r/r o 4,8%. Oznacza to, że popyt na meble na rynku krajowym odbijał szybciej, niż w kanale eksportowym. Istotny wpływ na taką sytuację ma zbliżający się nieuporządkowany Brexit. Mimo że rozmowy wciąż trwają, firmy już teraz przesuwają sprzedaż na inne kierunki, żeby ograniczyć ryzyko. Ponieważ w ub.r. Wielka Brytania była 3. największym odbiorcą polskich mebli, istotnie ogranicza to wzrost eksportu mebli ogółem w br.

Może to również wynikać z faktu, że restrykcje związane z Covid-19 były rozluźniane w Polsce w tym okresie szybciej, niż przeciętnie w Europie, czy na głównych rynkach eksportowych. Niemniej potencjał rynku krajowego nie jest wystarczający do tego, aby całkowicie nadrobić sprzedaż utraconą w kwietniu i maju. Ponadto, dane kartowe wskazują, że listopadowy lockdown spowodował ok. 60% spadek obrotów w sklepach meblowych. Biorąc powyższe pod uwagę spodziewamy się, że branża zamknie br. ok. 2% spadkiem wartości produkcji sprzedanej.

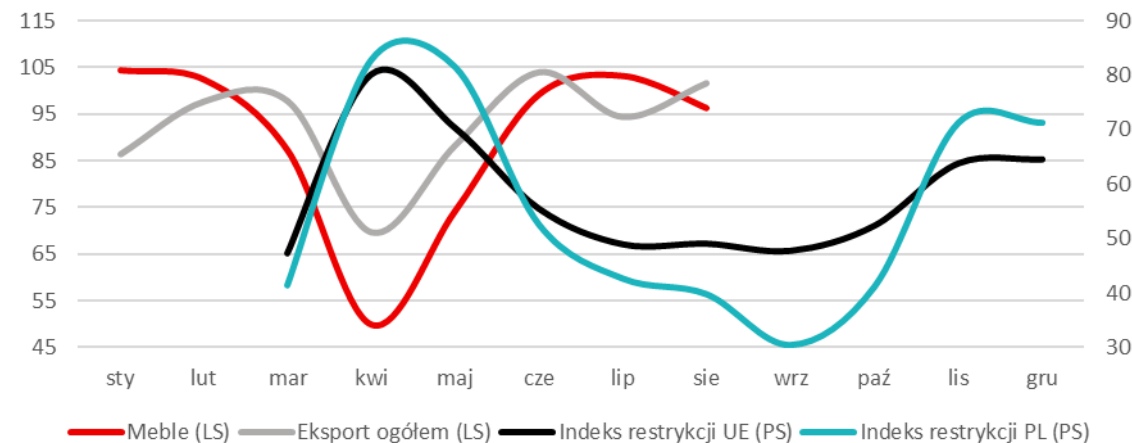
2021 rok powinien przynieść stopę wzrostu rzędu 7-10% r/r z uwagi na bardzo niską bazę z II kw. br. Struktura wzrostu powinna przesunąć się w większym stopniu na rynki eksportowe. Kluczowa będzie koniunktura w Niemczech ze względu na największy udział w imporcie polskich mebli i Holandii z uwagi na największy wzrost dostaw w br. (+4,1% po 8 m-cach)..

Wolumen produkcji mebli (tys. szt)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Indeks restrykcji rządowych*, eksportu mebli**, towarów ogółem



* Średnia miesięczna wartość indeksu restrykcji rządowych uniwersytetu Oxford **100 = średniomiesięczna wartość eksportu w 2019 r.

Źródło: Eurostat; Oxford University, obliczenia Santander



Ekspert stolarki będzie zyskiwał na znaczeniu

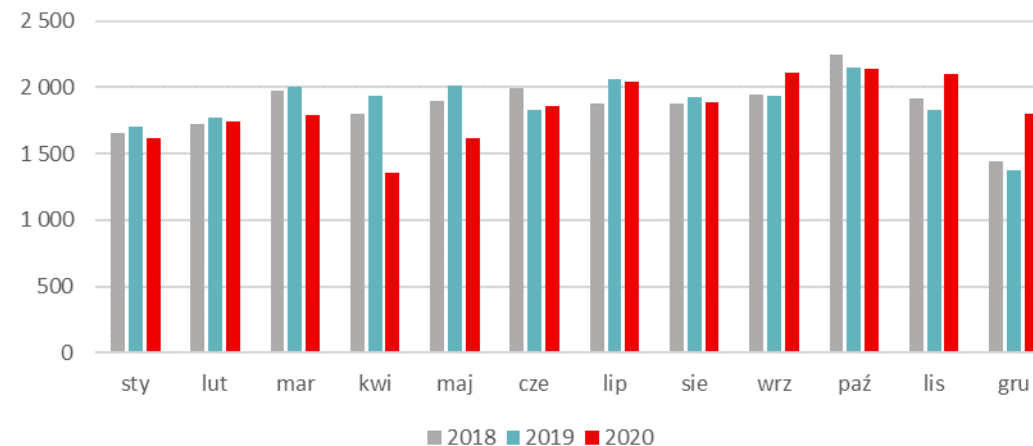
Wolumen produkcji stolarki otworowej po 10 m-cach br. był na ok. 5% minusie wobec ub. r. Wynika to przede wszystkim z niższej produkcji stolarki drewnianej. Jest to kontynuacja trendu obecnego na tym rynku już przed pandemią i wynika z rosnącej roli stolarki z PCV i aluminium oraz malejącej roli Wielkiej Brytanii w polskim eksporcie stolarki (jeszcze w 2018 r. był to największy rynek eksportowy okien z drewna).

Po 8 m-cach wartość eksportu polskiej stolarki jest na poziomie z ub. r. Dostawy zagraniczne stolarki odbiły wyraźnie szybciej niż eksport towarowy ogółem, który po 8 m-cach pozostaje na 5% minusie. Największy wpływ na tak dobry wynik branży miał popyt z Niemiec (28% z odnotowanego wzrostu dostaw), Holandii (9%), Irlandii (9%) i co bardzo istotne USA (8%).

Uwagę zwracają zwłaszcza dwa ostatnie z wymienionych rynków. Wzrost dostaw do Irlandii wyniósł 53% r/r, zaś dla USA blisko 25% r/r. W przypadku Irlandii eksport jest wyraźnie skorelowany z poziomem niepewności dotyczącym umowy UE27 – Wielka Brytania. Ponadto, aż do II kw. 20 rynek ten notował dwucyfrową dynamikę wzrostu wydanych pozwoleń na budowę budynków mieszkalnych w 4 poprzedzających kwartałach. W przypadku USA wzrost dostaw i rosnąca rola w strukturze polskiego eksportu stolarki pokazuje, że polscy dostawcy są w stanie wyjść poza rynek unijny, gdzie konkurują i jakością, i relatywnie niskimi kosztami.

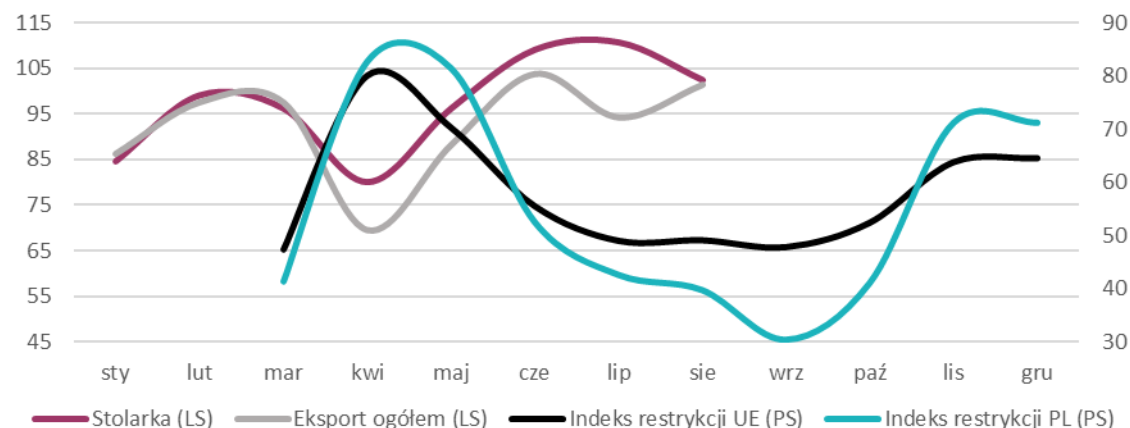
Ekspansja poza Europę podnosi odporność polskich producentów stolarki otworowej na wahania koniunktury. Pandemia Covid-19 uderzyła we wzrost gospodarczy na globalnym poziomie, jednak nie zahamowała popytu na materiały budowlane i wykończeniowe całkowicie. Dzięki bardzo wysokiej konkurencyjności polskie firmy powinny być w stanie zwiększać sprzedaż nawet w sytuacji słabnącego popytu. Spodziewamy się, że branża zamknie br. spadkiem wolumenu produkcji stolarki o ok. 4% i wzrostem wartości eksportu o ok. 3% r/r, w efekcie udział eksportu w sprzedaży może przekroczyć 60%. W 2021 r. spodziewamy się przyspieszenia dynamiki eksportu powyżej 5% r/r.

Wolumen produkcji stolarki otworowej (tys. szt)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Indeks restrikcji rządowych*, eksportu okien i drzwi**, towarów ogółem



* Średnia miesięczna wartość indeksu restrikcji rządowych uniwersytetu Oxford **100 = średniomiesięczna wartość eksportu w 2019 r.

Źródło: Eurostat, Oxford University; obliczenia Santander



Motoryzacja będzie nadal poniżej 2019 roku

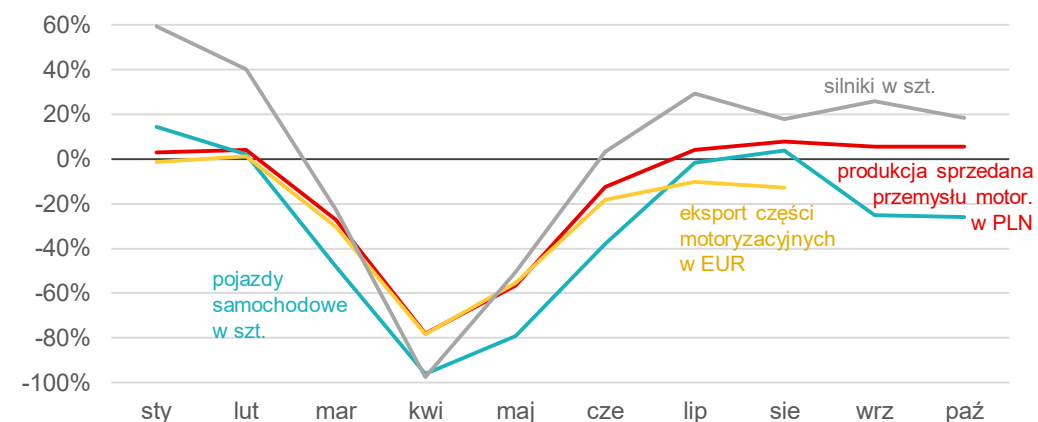
Produkcja sprzedana polskiego przemysłu motoryzacyjnego w drugiej połowie 2020 r. (lipiec-październik) notowała wzrost o 5,7% r/r. Za wzrost ten odpowiadają głównie producenci części, bo produkcja samochodów spadła w tym czasie o 15% r/r. Popyt na część pochodzi zwłaszcza z zagranicy (Niemcy, Czechy, Hiszpania). Warto zwrócić także uwagę na segment silników: krajowa produkcja w tym okresie wzrosła o 23% r/r.

Przewidywany wzrost gospodarki unijnej w 2021 r. nie pozwoli jej wrócić do poziomu z 2019 r. Nie należy również się tego spodziewać po sektorze motoryzacyjnym. Zakładany jest wzrost wolumenu rejestracji aut osobowych w UE o 16-17% (LMC Automotive, ACEA/IHS Markit), co odpowiadałoby 13-14% spadkowi w relacji do roku 2019. Nasze prognozy dla krajowych producentów części są nieco bardziej optymistyczne, tj. spadek przychodów o 5-10% w stosunku do 2019 r. Ich przewaga kosztowa/cenowa w dobie kryzysu zyskała na znaczeniu. Koncerny samochodowe powinny szukać oszczędności przy spadku sprzedaży i jednocześnie konieczności ponoszenia wysokich nakładów na nowe technologie. Ponadto nadal wsparciem dla produkcji części powinien być antycykliczny zachowujący się rynek części zamiennych.

Zakładamy, że przewidywana na 2021 r. dynamika krajowej gospodarki nie zapewni powrotu wolumenów sprzedaży aut osobowych do poziomów sprzed kryzysu. Niepewna sytuacja gospodarcza oraz dalszy przebieg pandemii będą głównymi czynnikami hamującymi popyt. Odbudowę sprzedaży aut może też nadal ograniczać dalszy wzrost cen aut, który jest bardzo prawdopodobny z uwagi na spadające marże, inwestycje koncernów w napędy alternatywne, a także płacone od 2021 roku kar za przekroczenie norm emisji przez sprzedane auta danego koncernu.

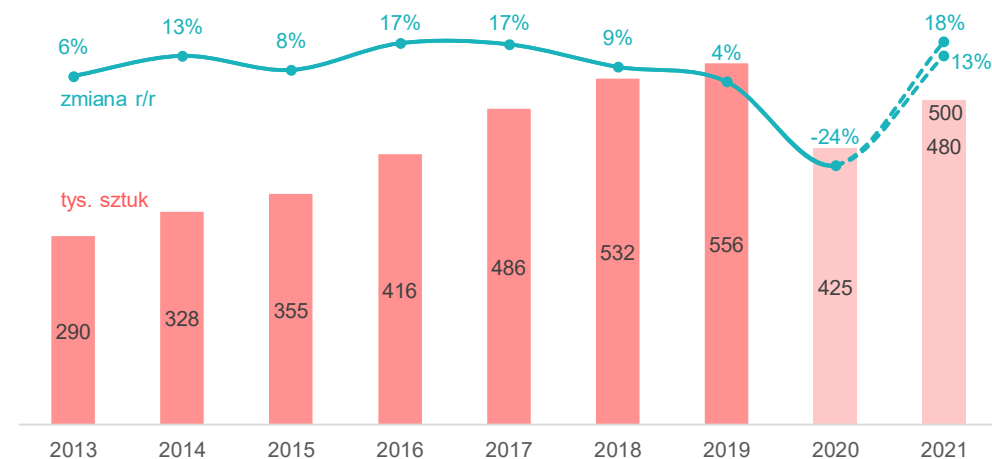
Do listopada br. spadki liczby rejestracji nowych aut osobowych w Polsce (-25% r/r) były nieco mniejsze niż w Europie Zachodniej (-26% r/r). W 2021 r. tendencja powinna być podobna. Przewidujemy wzrost wolumenów o 13-18%, co by oznaczało spadek względem roku 2019 o 10-14%.

Dynamika produkcji przemysłu motoryzacyjnego w Polsce w 2020 r.



Źródło: GUS, Eurostat

Wolumeny rejestracji nowych samochodów osobowych w Polsce



Źródło: PZPM, Santander Bank Polska



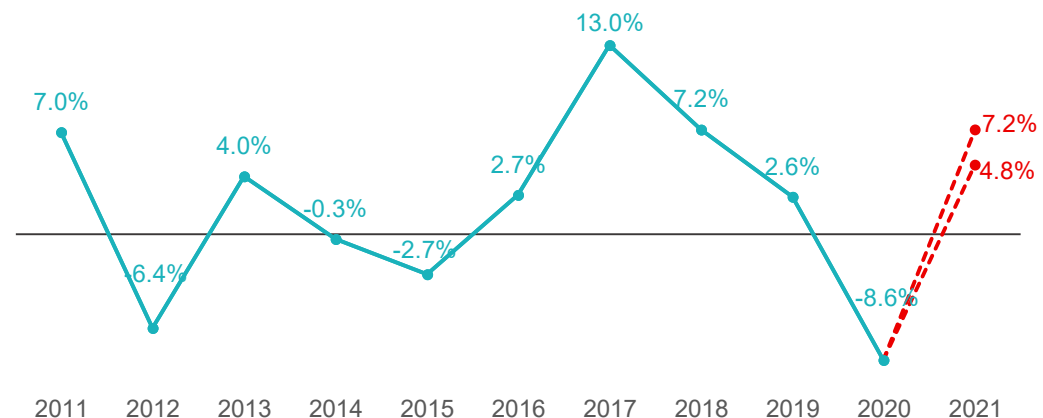
Eksport i internet paliwem dla przewozów

Zakładamy, że praca przewozowa (w tonokilometrach) wykonana w transporcie drogowym towarów przez polskich przewoźników będzie w całym 2020 r. niższa o 8,6% r/r. W 2021 r. prognozujemy wzrost o 4,8-7,2%, co pozwoli uzyskać poziom nieco niższy niż w 2019 r. (mniej o 2-4%).

2/3 pracy przewozowej wykonywanej przez krajowych przewoźników stanowi transport międzynarodowy, dlatego głównym czynnikiem wpływającym na popyt będzie sytuacja gospodarcza i wymiana handlowa UE i Polski. Nadal szansą powinien być polski eksport do krajów UE, który od czerwca br. był na plusie r/r (dostępne dane do sierpnia). Polscy przewoźnicy w 2019 r. byli liderem w transporcie ogółem i międzynarodowym w UE, ale ich konkurencyjność wobec przewoźników lokalnych z krajów Europy Zachodniej nieco zmalała z uwagi na wzrost kosztów związanych z wejściem w życie w sierpniu br. pierwszych regulacji Pakietu Mobilności. Wiele będzie zależało od tempa i stopnia dostosowania się przez nich do nowych przepisów. Należy zakładać dalszą, agresywną walkę o rynek rosnących w siłę konkurentów z Europy Środkowo-Wschodniej, jak Litwa, czy Rumunia.

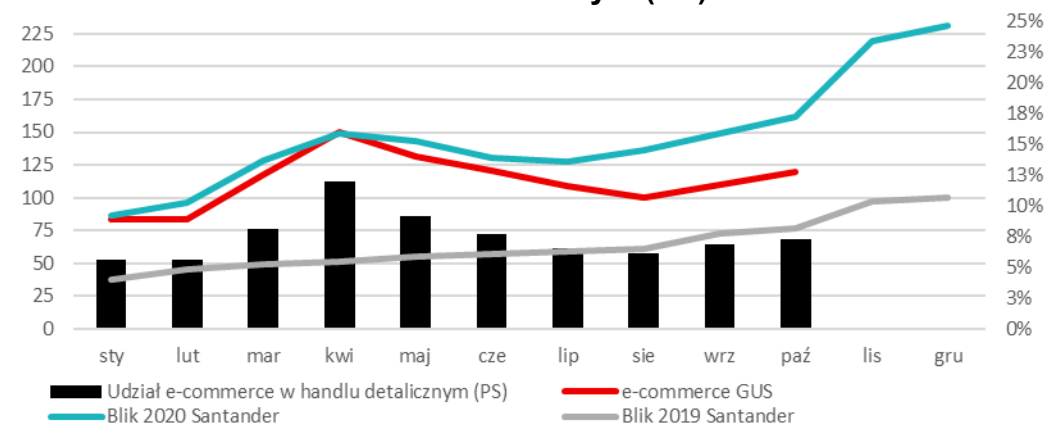
Od strony rynku krajowego, mimo że sprzedaż detaliczna ogółem po 10 m-cach br. jest wciąż na 2,5% minusie, to handel internetowy kontynuuje dynamiczne wzrosty, co powinno przekładać się na znaczny wzrost wolumenu dostaw paczek. Wg danych płatniczych Santander Bank Polska obroty internetowe w listopadzie były wyższe o ponad 120% r/r, zaś dane za pierwszy tydzień grudnia pokazują 130% wzrost r/r. O ile dynamika płatności internetowych była dobrze skorelowana z danymi GUS dotyczącymi e-commerce w pierwszej połowie roku, o tyle w drugiej połowie dynamika płatności zaczęła coraz wyraźniej wyprzedzać dane GUS. Bazując na danych dla całego sektora handlu detalicznego w Polsce szacujemy, że wzrost wartości e-commerce w br. to ok 47% r/r. Udział e-commerce w handlu detalicznym wzrósł z 5,4% w ub. r. do ok. 7,4%. Spodziewamy się, że świąteczne zakupy zwiększą udział e-handlu do ok. 7,8% w całym 2020 r.

Dynamika polskich przewóz drogowych towarów (tonokilometry)



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Indeks* obrotów e-commerce (LS), udział e-commerce w handlu detalicznym (PS)



100 = obroty handlu internetowego w grudniu 2019 r.

Źródło: GUS, Santander, obliczenia Santander



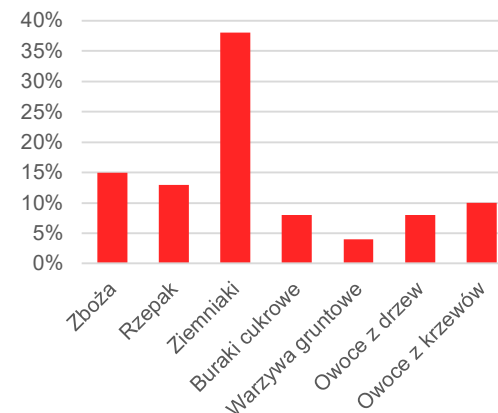
Krajowy surowiec atutem przemysłu spożywczego

Pierwsza fala pandemii Covid-19 pokazała, jak ważną przewagą krajowego przemysłu spożywczego jest dostęp do lokalnej bazy surowcowej. Dzięki temu, w okresie wielu nowych wyzwań, stabilnym elementem pozostało zaopatrzenie w surowce wyprodukowane przez polskie rolnictwo. Dynamika produkcji rolniczej jest ważną determinantą zmian w produkcji artykułów spożywczych.

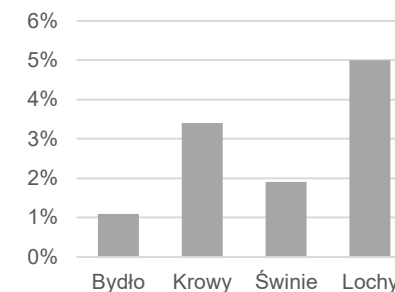
W sezonie 2020/21 r. zakłady przetwórcze będą korzystały z wyższej tegorocznej produkcji roślinnej. Jak wynika z ocen rzeczoznawców GUS, zbiory zbóż w br. są wyższe o ok. 15%, a rzepaku o 13% r/r. Tegoroczną produkcję ziemniaków oceniono na 38% wyżej niż rok wcześniej. Wzrost w przypadku buraków cukrowych ma wynieść 8% a produkcja warzyw gruntowych jest wyższa o 4% r/r. Z kolei zbiory owoców z drzew i krzewów są wyższe odpowiednio o 8% i 10% w relacji rocznej.

W przypadku produkcji zwierzęcej sytuacja jest mocno zróżnicowana. Z jednej strony badanie krajowego pogłowia zwierząt, zrealizowane w połowie 2020 r., wskazywało na dalszy przyrost krajowego stada bydła oraz trzody chlewnej – w relacji do grudnia 2019 r. dodatnią dynamikę pogłowia odnotowano prawie we wszystkich grupach technologicznych ww. zwierząt. W praktyce oznaczało to potencjał do wzrostu produkcji w przyszłości. Równolegle rosła też produkcja drobiu. Jednak silne spadki cen mięsa oraz żywca w br. zmieniły te oczekiwania w przypadku części produkcji żywca rzeźnego. W listopadzie średnia cena skupu trzody chlewnej była niższa o 30% r/r. W przypadku indyków ujemna dynamika wyniosła 29%. Z kolei ceny skupu kurcząt rzeźnych były niższe o 4% od niskiego poziomu sprzed roku. Obniżka cen i w rezultacie istotne pogorszenie rentowności chowu trzody i drobiu prawdopodobnie znajdą swoje odzwierciedlenie w ograniczeniu potencjału produkcyjnego w II poł. br., co z kolei będzie miało negatywny wpływ na poziom produkcji mięsa w 2021 r. W lepszych nastrojach w kolejny rok wejdą producenci i przetwórcy mleka, korzystający z wysokiego popytu m.in. w Chinach, co wspiera ceny na krajowym rynku.

Dynamika produkcji głównych surowców roślinnych w 2020 r. (r/r)

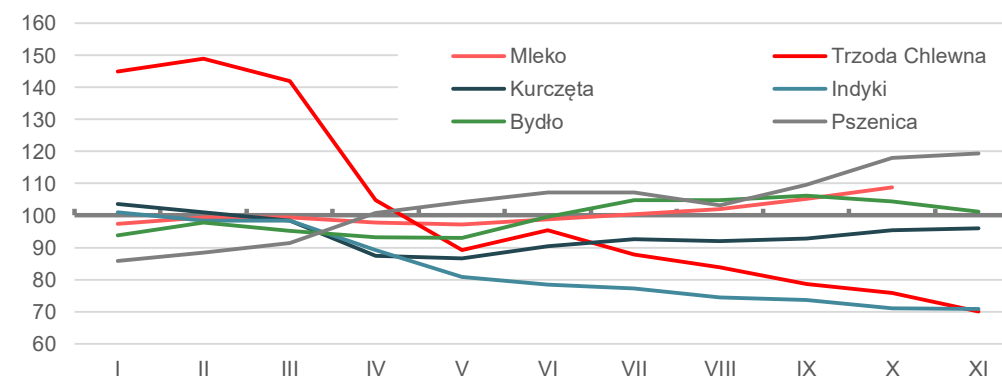


Zmiany w pogłowiu zwierząt gospodarskich (VI 2020, r/r)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Roczna dynamika zmian cen skupu surowców rolnych w 2020 r.



Źródło: MinRol, GUS, obliczenia Santander



Branża spożywcza coraz lepiej znosi szoki?

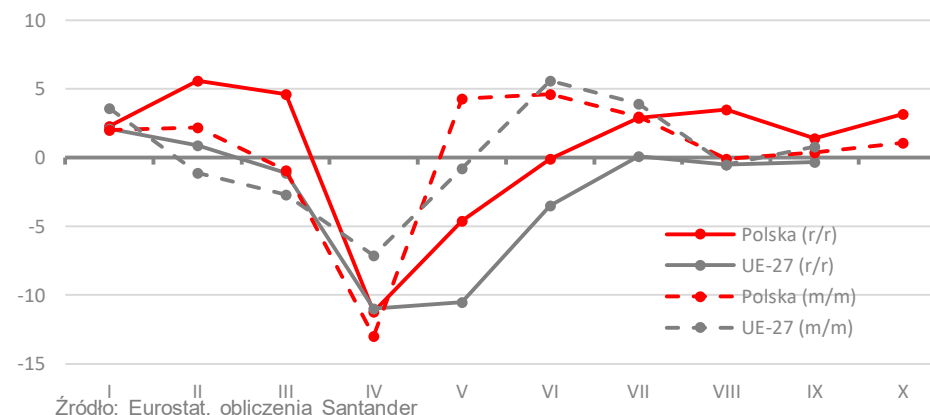
Wpływ drugiej fali pandemii jest odczuwalny przez przedsiębiorstwa spożywcze, ale należy podkreślić, że w bieżącej działalności barier jest mniej niż podczas pierwszej fali. Z jednej strony restrykcje po raz kolejny objęły branżę HoReCa, która jest ważnym odbiorcą dla krajowego sektora produkcji żywności. Z drugiej strony, bez istotnych przeszkód pracuje większość zakładów przetwórczych i handel w innych krajach UE oraz transport międzynarodowy.

Na słabszy negatywny wpływ drugiej fali wskazują dane dot. dynamiki produkcji sprzedanej w UE. Według szacunków Eurostat, w październiku, czyli w miesiącu powrotu restrykcji w życiu gospodarczym i społecznym w Polsce oraz w innych krajach UE, produkcja sprzedana krajowego przemysłu spożywczego wzrosła o 1,1% w porównaniu do września br. Jednocześnie pozostała powyżej poziomu z analogicznego miesiąca 2019 r. (+3,2%).

Również miękkie wskaźniki wskazują na większy optymizm niż podczas pierwszej fali. Z badania koniunktury wynika, że oceny polskich firm spożywczych dot. bieżącego i przewidywanego portfela zamówień krajowych i zagranicznych pogorszyły się wprawdzie w listopadzie, ale saldo odpowiedzi było znacznie wyższe niż w kwietniu i maju. Podobne wyniki pokazują badania koniunktury realizowane w innych krajach UE, w tym na głównych rynkach zbytu dla polskiej żywności. To daje nadzieję, że wpływ ewentualnych kolejnych fal Covid-19 będzie już znacznie niższy niż pierwszej.

Jednym z motorów branży pozostaje, pomimo pandemii, eksport. Po trzech kwartałach wartość sprzedaży zagranicznej polskiej żywności przekroczyła 25 mld euro, co oznacza wzrost o 6,7% w relacji rocznej. Polskiej żywności sprzyjał słabszy złoty. W całym 2020 r. eksport może osiągnąć kolejny rekordowy poziom, przekraczając 33 mld euro (wzrost o ok. 5,5% r/r). Czynnikiem ryzyka dla wyników eksportowych w następnym roku pozostaje nieuporządkowany Brexit. Wielka Brytania jest jednym z najważniejszych zagranicznych odbiorców polskiej żywności.

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



Koniunktura w branży spożywczej w Polsce w br. (saldo odpowiedzi)



Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **11.12.2020** 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

