

# Znikający punkt

Polska gospodarka i rynki finansowe

Departament Analiz Ekonomicznych

Santander Bank Polska S.A.

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

+48 (22) 534 1887

## Spis treści

■ <a href="#">Podsumowanie</a>	s. 3
■ <a href="#">Prognozy 2021 – co się zmieniło</a>	s. 5
■ <a href="#">Covid-19</a>	s. 7
■ <a href="#">Wzrost na świecie</a>	s. 10
■ <a href="#">PKB</a>	s. 12
■ <a href="#">Przemysł i handel zagraniczny</a>	s. 13
■ <a href="#">Inwestycje</a>	s. 15
■ <a href="#">Konsumpcja</a>	s. 16
■ <a href="#">Rynek pracy</a>	s. 18
■ <a href="#">Inflacja</a>	s. 20
■ <a href="#">Polityka pieniężna</a>	s. 22
■ <a href="#">Kredyty</a>	s. 23
■ <a href="#">Rynek walutowy</a>	s. 25
■ <a href="#">Rynek długu</a>	s. 28
■ <a href="#">Prognozy</a>	s. 35
■ <a href="#">SUPLEMENT SEKTOROWY</a>	s. 38



# Podsumowanie (makro)

Silne ożywienie gospodarcze jest nadal na horyzoncie, ale – jak to punkt na horyzoncie – oddala się kiedy podążamy w tamtym kierunku. Trzecia fala pandemii nabrała rozpędu i jest już wyższa niż poprzednia (choć nadal mniej jest ofiar śmiertelnych, być może dzięki zaszczepieniu części seniorów). Restrykcje wprowadzone jak dotąd przez rząd są nieco dotkliwsze od tych z jesieni i zimy, ale o ile nie okażą się zbyt spóźnione aby wyhamować zakażenia, nie powinny drastycznie zmienić perspektyw gospodarki. Mocne przyspieszenie wzrostu PKB jest nadal możliwe przed końcem tego roku, ale może rozpocząć się nieco później niż zakładaliśmy do tej pory. **Obniżamy prognozę wzrostu PKB na 2021 do 4,2%, ale podwyższamy do 5,1% na 2022** ([str.12](#)). Mediana prognoz dla Europy przesuwają się w podobnym kierunku ([str.11](#)).

Od dłuższego czasu przekonujemy, że sytuacja jest bardzo zróżnicowana w różnych obszarach gospodarki i ostatnie dane to potwierdzają. Sektor przemysłowy radzi sobie najlepiej, z produkcją wyraźnie powyżej poziomów sprzed pandemii, korzystając z utrzymującego się popytu zagranicznego i ożywienia w handlu światowym; budownictwo dotknęła kolejna zapaść, m.in. za sprawą złej pogody na początku roku; handel detaliczny i inne usługi ucierpiały ponownie za sprawą powracających restrykcji ([str.13-16](#)). Zróżnicowanie dotyczy też sytuacji na rynku pracy: szczegółowe dane pokazują, że pod powłoką stabilności i względnej odporności na kryzys w 2020 na rynku pracy zachodziły istotne zmiany w aktywności ekonomicznej i zatrudnieniu ([str.18-19](#)). **Widzimy przykłady świadczące o tworzeniu się „ukrytego bezrobocia” (ucieczka w nieaktywność zawodową, czy do samozatrudnienia w rolnictwie), które może w końcu się ujawnić jeśli kryzys potrwa dłużej.** Z drugiej strony, oznacza to, że istnieje rezerwuariatwo dostępnej siły roboczej dla tych sektorów, które będą jej potrzebowały w pierwszej kolejności, co zmniejsza obawy o szybki powrót niedoborów pracowników, czy presji płacowej kiedy gospodarka zacznie się rozpędzać.

Rok 2020 zakończył się spadkiem inflacji CPI do 2,4% r/r, ale w marcu wskaźnik odbił do 3,2% r/r, przebijając oczekiwania. Częściowo był to efekt wyższych cen paliw, ale nie tylko – wg naszych szacunków stała też za tym wyższa inflacja bazowa. Wzrost CPI może wyraźnie przyspieszyć w najbliższych miesiącach – do ok. 4% r/r w maju, ale **nasze prognozy wskazują, że inflacja bazowa powinna się jednak obniżyć w trakcie tego roku**, czemu będzie sprzyjać przedłużająca się stagnacja popytu krajowego przy powracających restrykcjach ([str. 20](#)). Widzimy jednak rosnące ryzyka inflacyjne na 2022 r.

W ostatnich miesiącach byliśmy świadkami interesujących zwrotów w komunikacji banku centralnego. Rok rozpoczął się od sygnalizacji możliwych obniżek stóp procentowych w I kwartale, potem pojawił się komunikat, że podwyżki nie są wykluczone tak samo jak obniżki stóp, potem stwierdzenie o praktycznie zerowym prawdopodobieństwie podwyżek stóp do końca kadencji RPP, deklaracja, że polityka NBP będzie dokładnie naśladować politykę Fed i EBC, a na końcu sygnał zwiększenia aktywności NBP w zakresie programu skupu aktywów, który może pozostać aktywny „na zawsze”. Te zmiany komunikacyjne były źródłem zmienności oczekiwań inwestorów dot. perspektyw polityki pieniężnej i w efekcie zmienności notowań rynkowych. **Naszym zdaniem nadal najbardziej prawdopodobny jest scenariusz, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy 2022, kiedy ma nastąpić wybór prezesa NBP na kolejną kadencję.** Dyskusja o obniżkach stóp na razie wydaje się wygasła i nie ma uzasadnienia. Złoty osłabił się w ostatnich tygodniach, wyraźnie bardziej niż inne waluty w regionie CEE, co jak się wydaje było marzeniem RPP od połowy 2020, w związku z czym zakładamy, że bank centralny powinien czuć się z tym komfortowo. ([str. 22](#))



# Podsumowanie (ryniki)

## Rynek walutowy

EUR/PLN wzrósł w II połowie marca wyraźnie powyżej 4,60, co zdarzyło się po raz kolejny wkrótce po tym jak Polskę uderzyła nowa fala pandemii Covid-19, a rząd wprowadził ogólnokrajowe restrykcje. Wydaje się, że pandemia pozostaje jednym z kluczowych czynników wpływających na naszą walutę. Inne negatywne dla złotego czynniki to ogólnie niesprzyjająca atmosfera dla rynków wschodzących w warunkach rosnących rentowności obligacji na rynkach bazowych i mocniejszego dolara.

Podnieśliśmy prognozy EUR/PLN na resztę roku za sprawą mocniejszej niż się spodziewaliśmy fali pandemii, ale też sygnału NBP o zwiększeniu aktywności na polu QE. Sprawa kredytów walutowych też pozostaje nierozwiązanym czynnikiem ryzyka i może wprowadzić krótkoterminową zmienność, ale nie sposób teraz dokładnie przewidzieć kiedy i w jak konkretnie ten czynnik zadziała. Posiedzenie Sądu Najwyższego, na którym miało się pojawić orzeczenie w sprawie kredytów walutowych, zostało przesunięte na 13 kwietnia. Nadal zakładamy, że pod koniec roku złoty odzyska nieco siły, kiedy już pandemia będzie pod kontrolą a wzrost gospodarczy przyspieszy. ([str. 25](#))

## Rynek stopy procentowej

Głównym czynnikiem wpływającym na rentowności krajowych obligacji w I kwartale była sytuacja na bazowych rynkach długu. Biorąc pod uwagę oczekiwany brak zmian stóp procentowych przez NBP (krótki koniec krzywej IRS), ogromną nadpłynność w sektorze bankowym (krótsze obligacje) i zwiększenie skali skupu aktywów przez NBP (długoterminowe obligacje), jedynym segmentem rynku, który mógł swobodnie reagować na nowe informacje były dłuższe stawki IRS. W efekcie 10-letni asset swap spread obniżył się do -0,25%, najniższego poziomu od 20 lat.

Na krótkim końcu krzywej spodziewamy się utrzymania obecnej sytuacji przez kolejny kwartał (rentowności obligacji blisko zera, stabilne FRA do połowy 2022).

Na długim końcu krzywej, dalsze wzrosty rentowności na rynkach bazowych i oczekiwania ożywienia wzrostu PKB w II półroczu powinny wywierać presję na wzrost rentowności. Większa skala skupu aktywów przez NBP, nie taka duża podaż obligacji skarbowych na rynku pierwotnym (podczas gdy emisje obligacji przez BGK mogą być spore - w 2021 r. jeszcze do ok 26 mld zł) i duże wykupy obligacji przypadające na kwiecień (PS0421) i maj (PS0421) – te wszystkie czynniki mogą pomóc ograniczyć wzrost rentowności. Przewidujemy wzrost rentowności 10-letnich obligacji skarbowych do 1,70% na koniec II kwartału i 1,90% na koniec 2021 roku ([str. 30](#)).



# Prognozy 2021 – co się zmieniło

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2020	Nasze prognozy pod koniec marca 2021
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%.	Prognozy na II-III kw. nieco słabsze z powodu trzeciej fali Covid-19. Silne ożywienie gospodarcze nadal możliwe przed końcem roku, ale raczej później niż do tej pory zakładaliśmy. Wzrost PKB w 2021 niższy (4,2%), ale w 2022 wyższy (5,1%).
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.	Wszystkie założenia aktualne, chociaż odbicie w górę konsumpcji i inwestycji będzie musiało zaczekać nieco dłużej, aż ryzyko związane z pandemią ustąpi, a szczepienia osiągną wystarczającą masę krytyczną.
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.	Rynek pracy ogólnie pozostaje dość odporny, ale przedłużające się restrykcje mogą w końcu doprowadzić do większych zwolnień. Na razie redukcje etatów w jednych sektorach są równoważone przez wzrost zatrudnienia w innych, ale też spadek aktywności zawodowej i samozatrudnienie. Zaskakująco mocny wzrost płac.
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.	Inflacja powyżej naszych prognoz, głównie za sprawą wyższych cen paliw. CPI może wzrosnąć do 4% w maju, ale przed końcem roku spadnie do ok. 3%. Inflacja bazowa powinna się obniżyć przy przedłużającej się stagnacji popytu krajowego, ale widzimy rosnące ryzyka w górę na 2022.
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.	Nadal wierzymy, że stopy NBP nie zmienią się do połowy 2022, kiedy kończy się kadencja prezesa NBP. Bank centralny wciąż preferuje słabszego złotego i zapowiedział większą aktywność na polu QE. Obniżki znikają z dyskusji.
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.	Bardzo niska widoczność (za sprawą wypchnięcia dużej części wydatków poza budżet centralny) utrudnia śledzenie sytuacji fiskalnej na bieżąco. Podtrzymujemy prognozę deficytu sektora publicznego ok. 6% PKB.
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.	Deklaracja NBP o stabilizacji stóp procentowych do końca kadencji i wysoka nadpłynność sektora bankowego przytrzymają krótki koniec krzywej blisko zera. Długie stawki IRS będą podążać za normalizacją rentowności na rynkach bazowych, utrzymując asset swap spread poniżej zera. Rentowność 10L obligacji wzrośnie do ok. 1,9% na koniec roku; wzrost będzie ograniczony większą skalą QE i dużymi wykupami w II kwartale.
Rynek walutowy	Oczekujemy umocnienia złotego i powrotu EURPLN do 4,30 na koniec roku. Poziom ten był środkiem przedziału, w którym kurs poruszał się przed kryzysem.	Krótkoterminowe perspektywy dla złotego niekorzystne za sprawą pandemii, większej aktywności NBP QE, niepewności dot. kredytów walutowych. Możliwe odrobienie części strat przed końcem roku, ale powrót do poziomów sprzed pandemii zajmie więcej czasu.



Gospodarka

1

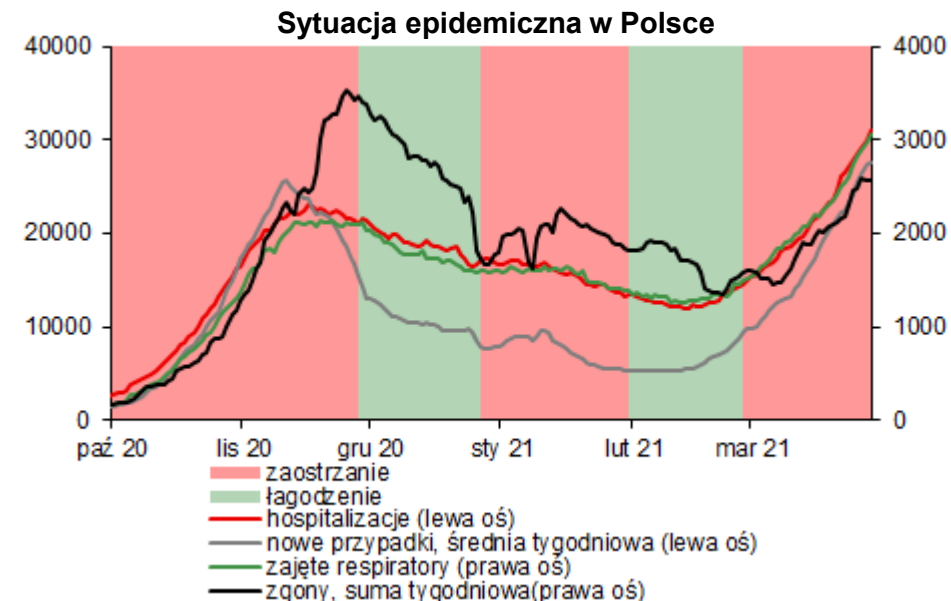


# Covid-19: wzbiera trzecia fala

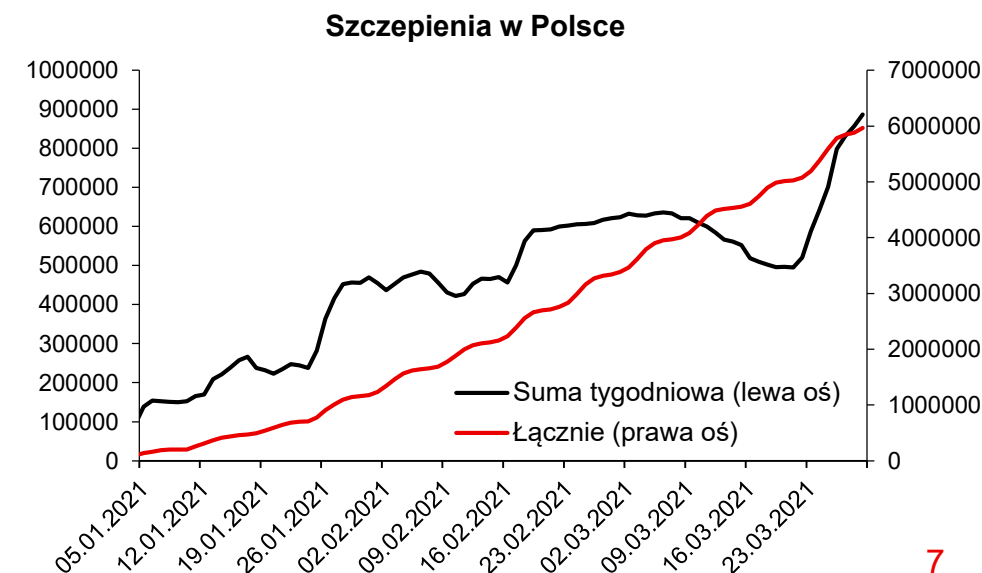
**Trzecia fala Covid-19 właśnie wzbiera w Polsce.** Liczba nowych zakażeń dynamicznie pnie się w górę i jest już powyżej szczytów z listopada. Liczba chorych w szpitalach i pod respiratorami pobiła rekordy. Rząd zareagował zaostreniem restrykcji: po luzowaniu rozpoczętym 1 lutego otwarciem galerii handlowych i usług kultury, 27 lutego ograniczenia zaostrozono w województwie warmińsko-mazurskim, a 20 marca już w całym kraju. 27 marca dodatkowo nakazano zamknięcie usług fryzjerskich i kosmetycznych oraz wprowadzono niższe limity liczby osób w sklepach i kościołach.

Obecne [prognozy](#) rozwoju epidemii sugerują, że szczyt liczby zakażeń może mieć miejsce na początku kwietnia. Jest to dość optymistyczna prognoza, jeśli weźmiemy pod uwagę, że już jest koniec marca. W każdym razie, jeśli założymy, że reakcja rządu będzie podobna do tej podczas drugiej fali, to znoszenie ograniczeń jest możliwe pod koniec kwietnia / na początku maja. Jako że pierwsze dni maja to tradycyjny okres urlopowy, spodziewamy się, że rząd będzie chciał zniechęcić Polaków do przemieszczania się w tym czasie. Wydaje nam się zatem mało prawdopodobne, by do istotnego złagodzenia ograniczeń doszło przed majówką.

Szczepienia rozpoczęły się w Polsce pod koniec grudnia i stopniowo przyspieszały. W połowie marca proces ten uległ spowolnieniu ze względu na szum medialny związany z produktem firmy Astra Zeneca. Jednak niedługo potem tempo szczepień wyraźnie przyspieszyło a tygodniowa suma szczepień pobiła rekord (887 tysięcy). Jak dotąd zaaplikowano ok. 6 mln dawek.



Źródło: Michał Rogalski, Santander



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Santander

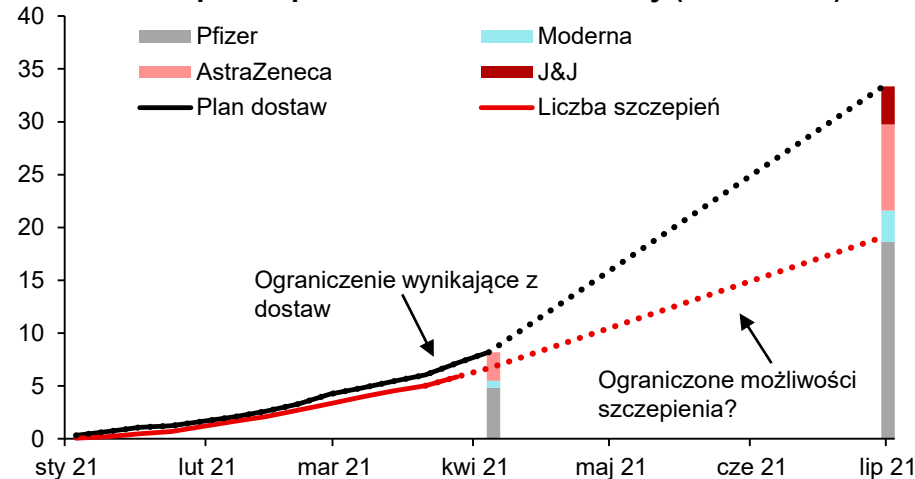


# Covid-19: tempo szczepień ograniczone dostawami

Dotychczasowy tygodniowy rekord liczby szczepień to 887 tysięcy, czyli nieco poniżej krajowych możliwości, zadeklarowanych przez rząd na 1 mln tygodniowo w II kw. (wg konferencji premiera w dniu 30 marca). Docelowo premier sugerował osiągnięcie 10 mln szczepień miesięcznie, ale bez podania terminu. W I kw. tempo szczepień było ograniczone przez niskie dostawy szczepionek. Według Komisji Europejskiej w II kw. dostawy wzrosną kilkukrotnie, a zatem dla tempa szczepień istotniejsze będzie to, ile osób możemy zaszczepić, a nie ile wyniosą dostawy.

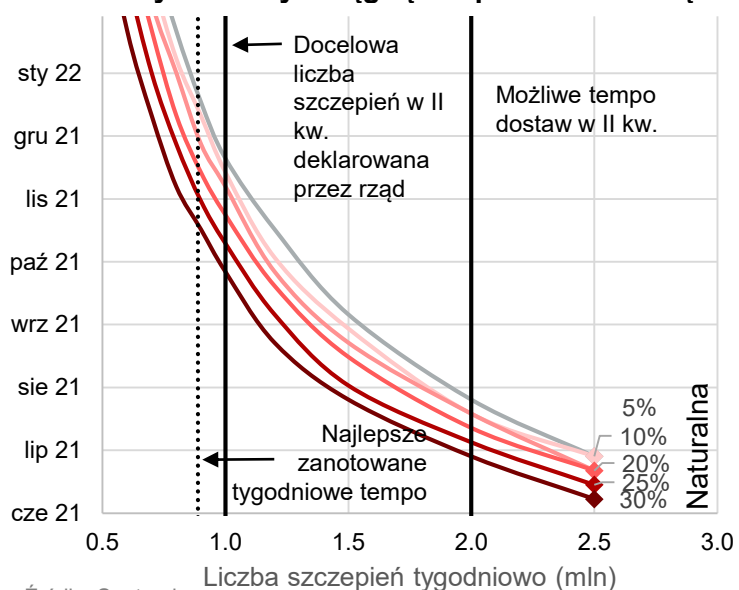
**Według naszych szacunków odporność stadną osiągniemy pod koniec 2021 r., jeśli utrzymane zostanie obecne tempo szczepień.** Nie wykluczamy, że wyszczepienie najbardziej wrażliwych grup będzie wystarczające, żeby uniknąć dalszych restrykcji. Według naszych symulacji, grupa wiekowa 61+ może zostać w całości zaszczepiona już w lipcu tego roku. Jeśli natomiast możliwe będzie przyśpieszenie tempa szczepień tak, by nadażać za dostawami, to odporność stadną osiągniemy w III kw. 2021 r.

### Szczepionki przeciw Covid-19: dostawy (mln dawek)



Źródło: Komisja Europejska, Ministerstwo Zdrowia, Santander

### Kiedy możemy osiągnąć odporność stadną

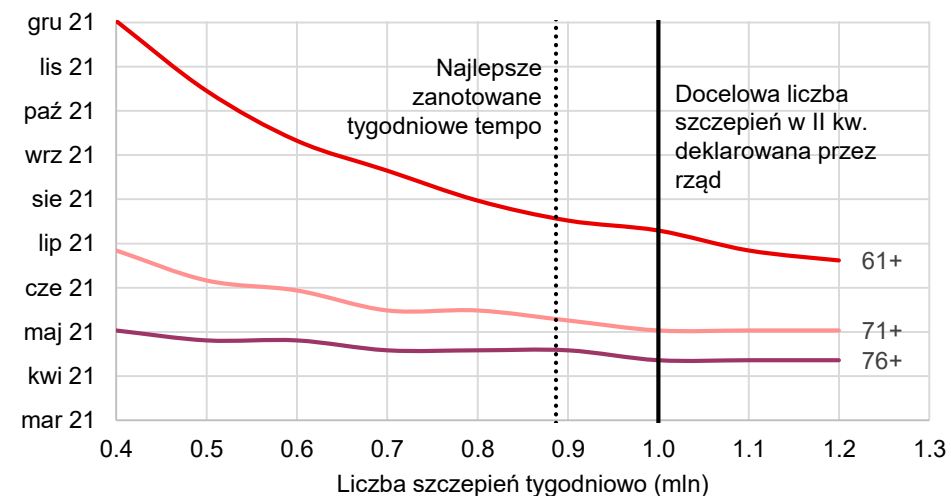


Źródło: Santander

Założenia: efektywność szczepienia – 95% po dwóch dawkach (przy czym 15% szczepionek to jednodawkowe J&J), odporność po szczepieniu trwa co najmniej rok,  $R_0$  – 3.0 (odporność stadna przy odporności w populacji 67%). Odporność naturalna = nabyta przez ozdrowieńców.

Założenia: wszystkie dawki przeznaczone dla grupy, dla której przeprowadzono symulację

### Kiedy dana grupa wiekowa może zostać zaszczepiona w całości?



Źródło: Santander

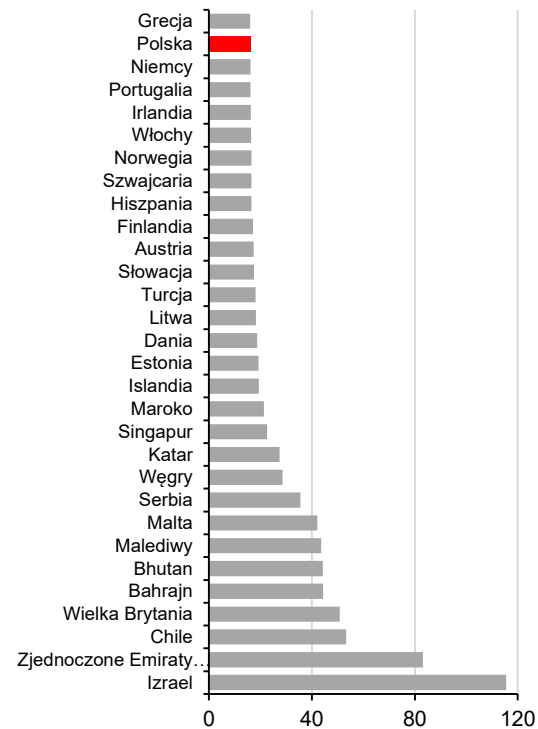




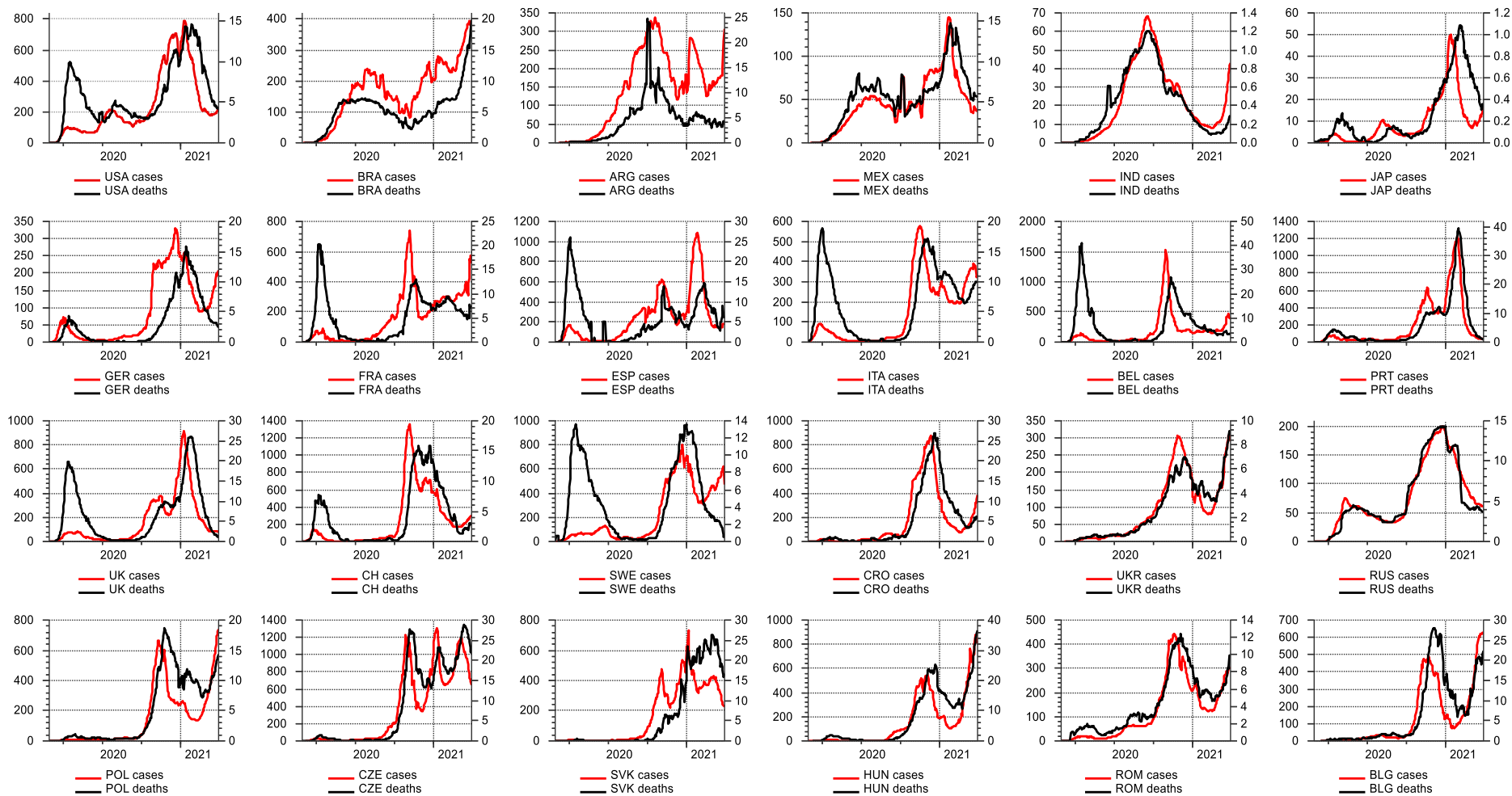


# Covid-19: kontekst międzynarodowy

Liczba szczepień przeciw Covid-19 na 100 mieszkańców stan na 30 marca 2021



Covid-19: nowe potwierdzone przypadki (lewa oś) i zgony (prawa oś) na 1 milion, suma tygodniowa



Źródło: ourworldindata.org

Źródło: Refinitiv Datastream, Santander



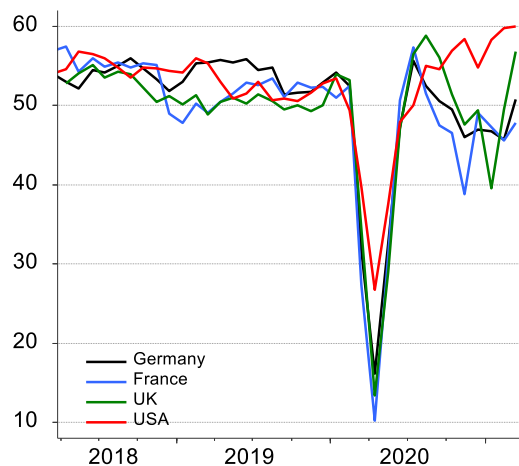
# Globalny przemysł i handel na fali

**Aktywność w globalnym przetwórstwie przemysłowym pnie się w górę**, a Niemcy, główny partner handlowy Polski, to lider ożywienia w Europie. **Równoległe na początku roku doszło do wyraźnego szarpnięcia w światowym handlu towarowym**. Indeks światowego eksportu podskoczył w styczniu i nie tylko wrócił do poziomu sprzed pandemii, ale wręcz prawie do trendu sprzed pandemii. Na uwagę zasługuje fakt, że obniżenie aktywności w handlu światowym było wprawdzie równie mocne co podczas Wielkiego Kryzysu Finansowego z 2009 r, ale trwało wyraźnie krócej.

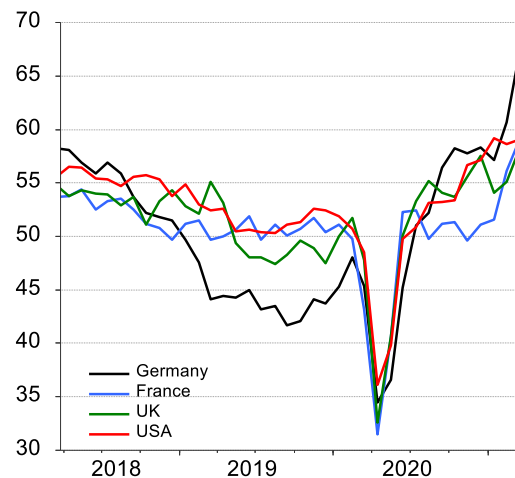
Na horyzoncie mającą jednak ryzyka, które mogą utrudnić dalsze postępy na tym polu. Producenci narzekają na narastające problemy z łańcuchami dostaw, w tym na braki materiałów (np. problem z dostępnością półprzewodników już ma ujemne przełożenie na produkcję samochodów w Europie) oraz na kłopoty z dostawami (brak kontenerów i ostatnio blokada Kanału Sueskiego).

**Aktywność w usługach jest mocno zależna od postępów w szczepieniach** – wciąż słabo w większości krajów w Europie, ale poprawia się w USA i Wielkiej Brytanii. O ile w tempo szczepień w UE wciąż jest niesatysfakcjonujące, to jednak większość krajów Europy podtrzymuje deklarację, że możliwe jest osiągnięcie odporności zbiorowej przeciw Covid-19 do lipca, co – o ile się sprawdzi – daje nadzieję na szerokie odbicie w usługach w III kw. 2021 r.

Indeks PMI: usługi

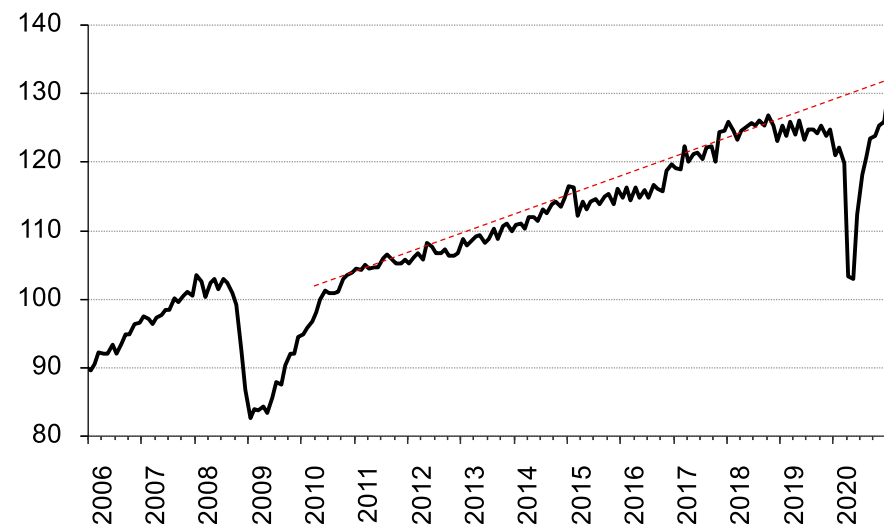


Indeks PMI: przetwórstwo



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

Indeks światowego eksportu CPB, 2010=100



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander



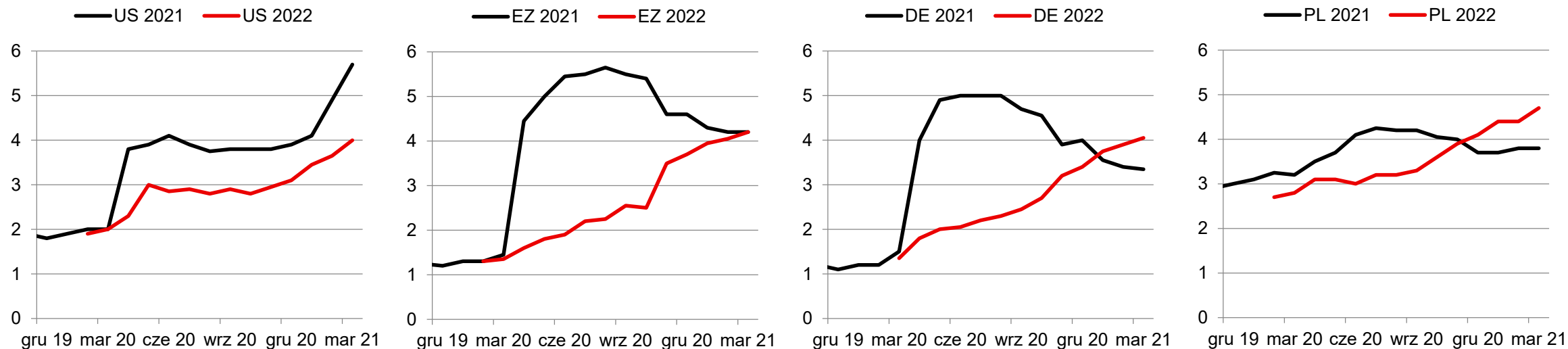
# Ożywienie w Europie przełożone na później?

**Konsensus prognoz dla wzrostu PKB w USA systematycznie przesuwa się w górę** dzięki postępom w szczepieniach po przejęciu władzy przez Joego Bidena oraz wprowadzeniu nowego pakietu fiskalnego.

Tymczasem oczekiwane ożywienie w Europie przesuwa się z 2021 na 2022 r. Jest to prawdopodobnie skutek działania kilku czynników: umiarkowanych postępów w procesie szczepień, rosnącej trzeciej fali koronawirusa (w Europie Środkowej już w pełnej krasie, w Zachodniej Europie wzbiera) oraz wątpliwości co do wprowadzenia unijnego programu pomocy (obawy, że wypłata środków może się opóźnić ze względu na kwestie proceduralne i/lub przedłużające się procesy ratyfikacji w parlamentach krajowych).

Prognozy dla Polski zmieniają się zgodnie z oczekiwaniami dla Europy: konsensus na 2022 r. jest już wyżej niż na 2021 r.

Jak zmieniły się w czasie prognozy wzrostu dla USA, strefy euro, Niemiec i Polski wg konsensusu Bloomberg'a (%)



Źródło: Bloomberg, Santander



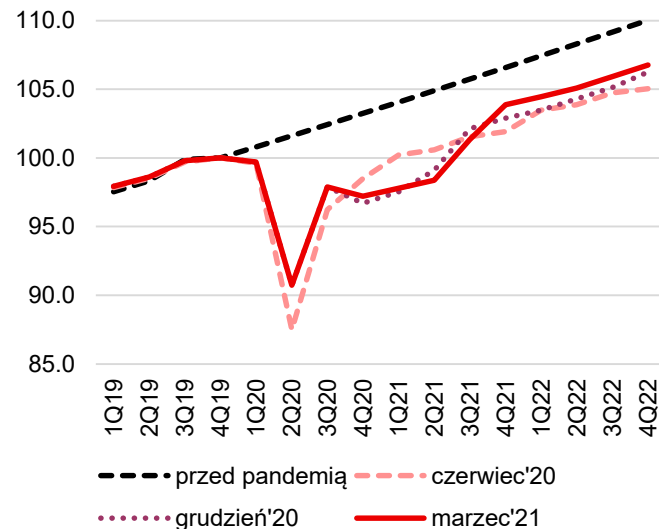
# Prognozy PKB zamglone przez wirusa

Trzecia fala pandemii i będące jej efektem restrykcje, plus wciąż niewystarczające tempo szczepień, wprowadzają dodatkową niepewność do prognoz PKB i uzasadniają, naszym zdaniem, mniej optymizmu w przewidywaniach na ten rok. Nadal wierzymy, że silny wzrost popytu jest tylko kwestią czasu, ale najnowsze informacje sugerują, że może to nastąpić później niż zakładaliśmy do tej pory, więc fala ożywienia gospodarczego przesuwa się stopniowo na rok 2022.

Bazujemy na założeniu, że obecne restrykcje będą utrzymane przynajmniej do wczesnego maja, ale mogą być ostatnimi w tym roku. W tym scenariuszu aktywność gospodarcza w II kw. zostanie przygaszona, ale nie bardziej niż w I kw. (wzrost PKB kw/kw po odsezonowaniu nieco powyżej zera), a późnym latem albo wczesną jesienią może się zacząć mocniejsze odbicie popytu. **W sumie, możemy zakończyć 2021 r. ze wzrostem PKB średnio nieco powyżej 4%, jako jedna z niewielu gospodarek w UE gdzie poziom PKB powrócił powyżej tego sprzed pandemii. Jednocześnie, wzrost PKB w 2022 r. może przekroczyć 5%.**

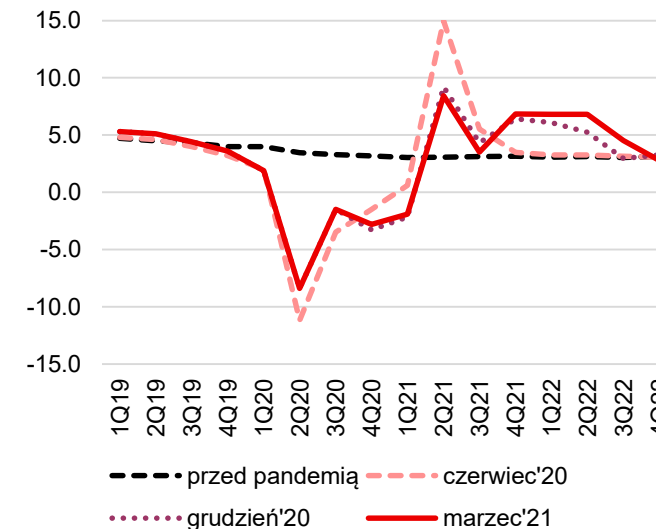
Ryzyko jest takie, że obecne restrykcje to może się okazać „zbyt mało, zbyt późno” aby zahamować falę zakażeń. W takim przypadku, w II kw. może nastąpić kolejny spadek PKB kw/kw, a normalizacja w III kw. mogłaby być wolniejsza. Efektem byłby jeszcze słabszy wzrost PKB w tym roku, ale być może wyższy w 2022 r.

### Prognoza PKB (4Q19=100 s.a.)



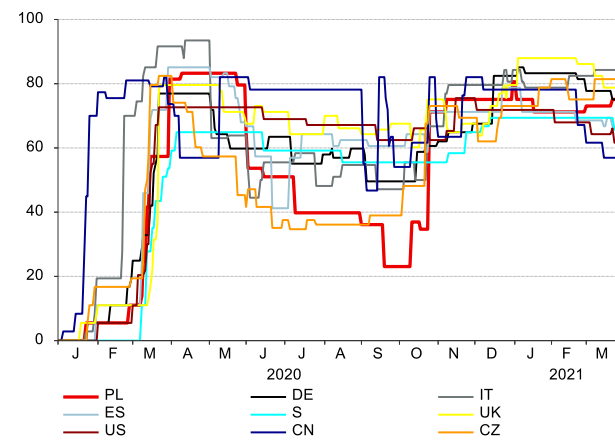
Źródło: Santander

### Prognoza PKB (% r/r)



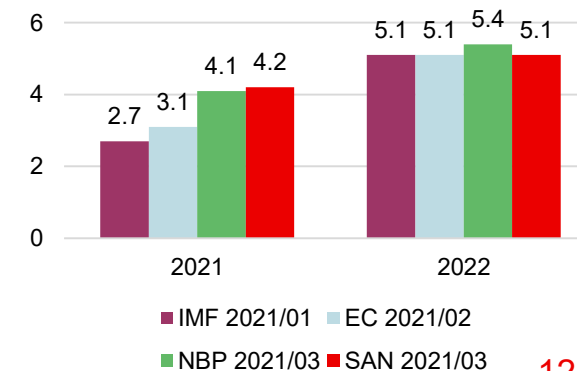
Źródło: Santander

### Indeks restrykcji - Oxford stringency index



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

### Prognozy wzrostu PKB dla Polski (%)



Źródło: MFW, KE, NBP, Santander



# Przemysł i eksport – początek roku z przeszkodami

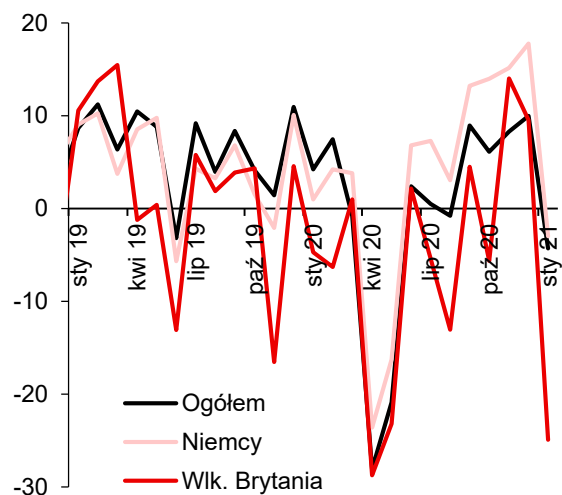
Początkowe odczyty produkcji przemysłowej i eksportu za 2021 r. pozostawiły poczucie rozczarowania po silnej końcówce 2020 r. Taki układ danych miał swoje przyczyny: gromadzenie zapasów przed końcem roku, który był też końcem brexitowego okresu przejściowego (dodatkowy popyt z zagranicy na dobra przemysłowe), świąteczna podwyższona skłonność do podejmowania większych wydatków na towary szczególnie przydatne podczas pandemii, których Polska jest czołowym dostawcą dla Europy (konsumpcyjne dobra trwałego użytku), koniec okresu obowiązywania obniżonej stawki VAT w Niemczech. W związku z tym, ta **zaobserwowana na początku 2021 r. słabość produkcji powinna być przejściowa.**

Początek 2021 r. był też trudny dla polskiego przemysłu z powodu niedoboru surowców i materiałów (to globalne zjawisko), który w podobnej sile utrudniał prowadzenie biznesu tylko podczas szczytu koniunktury pod koniec 2007 r. To również powinien być przejściowy negatywny czynnik, ale warto odnotować, że poprzednie epizody tak gwałtownego wzrostu niedoborów kończyły się wyraźnym wyhamowaniem produkcji.

Co ciekawe, niedobory materiałów wystąpiły w Polsce równocześnie z ogromnym wzrostem(!) importu z Azji a w szczególności z Chin. Być może w obliczu ograniczeń w możliwościach transportowych drogą morską azjatyccy dostawcy wysłali więcej towarów do Europy Jedwabnym Szlakiem, przechodzącym przez Polskę.

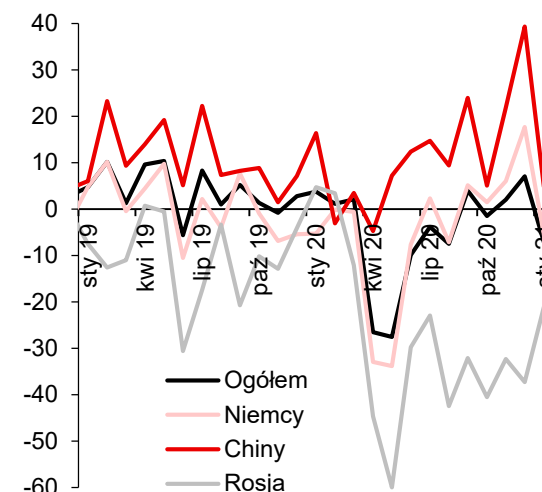
Import z Rosji też się ostatnio poprawił (z -40% r/r w grudniu 2020 r. do -20% w styczniu 2021 r.). Oznacza to, że ubiegłoroczna wielka nadwyżka Polski w handlu towarowym, oparta m.in. na znacznym spadku wartości wwożonych surowców, może się w 2021 r. kurczyć.

Polska, eksport towarów, %/r



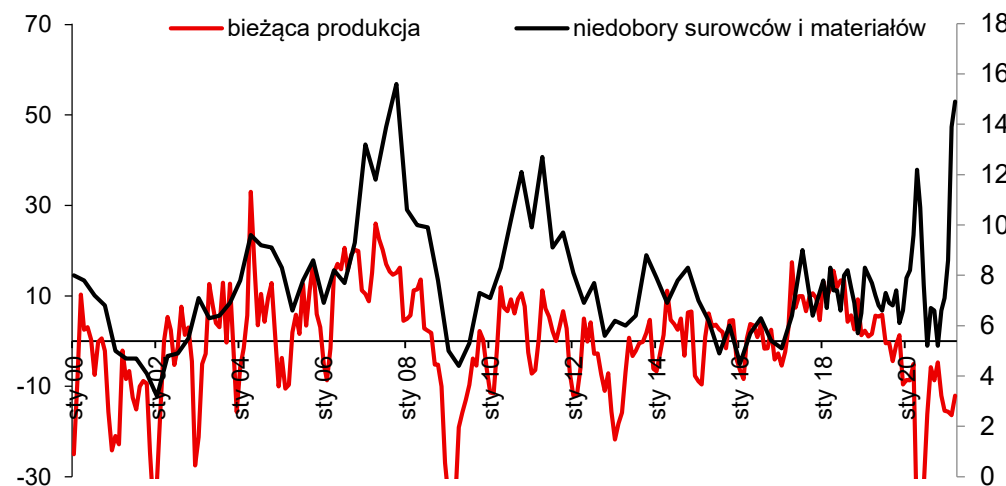
Źródło: GUS, Santander

Polska, import towarów, %/r



Źródło: GUS, Santander

Nastroje w biznesie: przemysł, wybrane wskaźniki



Źródło: GUS, Santander





# Przemysł – trwałość mocnych wyników

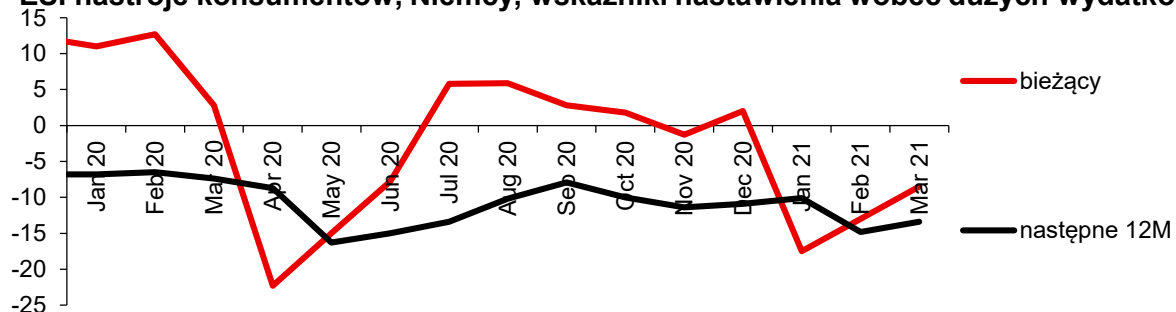
Relatywny sukces polskiego przemysłu w 2020 r. był oparty na podwyższonym popycie na konsumpcyjne dobra trwałe podczas pandemii (więcej czasu spędzanego w domu). Dochodzimy do momentu kiedy w tej kategorii zaczną działać efekty bazy, co może pozbawić przemysł kluczowej składowej wzrostu produkcji.

Z czasem może dojść do oporu europejskich konsumentów wobec podejmowania większych zakupów co oznaczałoby przygasanie popytu na konsumpcyjne dobra trwałe. Takie zniechęcenie można już zaobserwować w badaniu nastrojów konsumenckich ESI w danych dla Niemiec. Z drugiej strony przedłużające się okresy lockdownu raczej wzmagają ochotę na remont, przemeblowanie i ulepszenie domowych sprzętów AGD, RTV i IT, o ile konsumenci nadal będą oceniali swoją sytuację finansową jako bezpieczną.

**Polski przemysł jest wysoce dywersyfikowany. W miarę postępu w europejskim cyklu koniunkturalnym motorem wzrostu produkcji mogą stawać się co raz to inne branże.** Już teraz całkiem dobrze radzi sobie produkcja dóbr pośrednich, historycznie silnie skorelowana z wynikami gospodarki europejskiej.

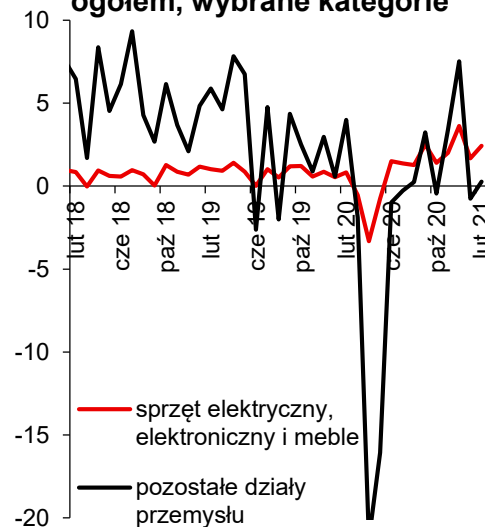
Na dalszym etapie ożywienia produkcja dóbr inwestycyjnych powinna się aktywizować i silniej przyczyniać do wzrostu łącznego wyniku przemysłu.

## ESI nastroje konsumentów, Niemcy, wskaźniki nastawienia wobec dużych wydatków



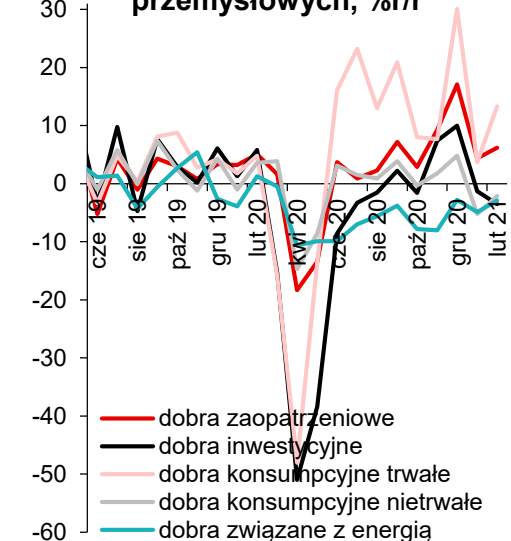
Źródło: Komisja Europejska, Santander

## Wkład do wzrostu r/r produkcji ogółem, wybrane kategorie



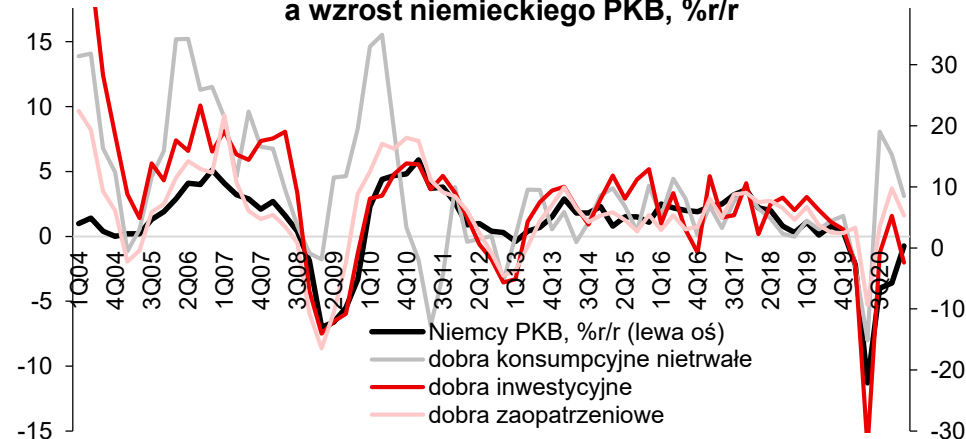
Źródło: GUS, Santander

## Produkcja wg głównych ugrupowań przemysłowych, %r/r



Źródło: GUS, Santander

## Polska produkcja wg głównych ugrupowań przemysłowych a wzrost niemieckiego PKB, %r/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



# Inwestycje wciąż pod kreską

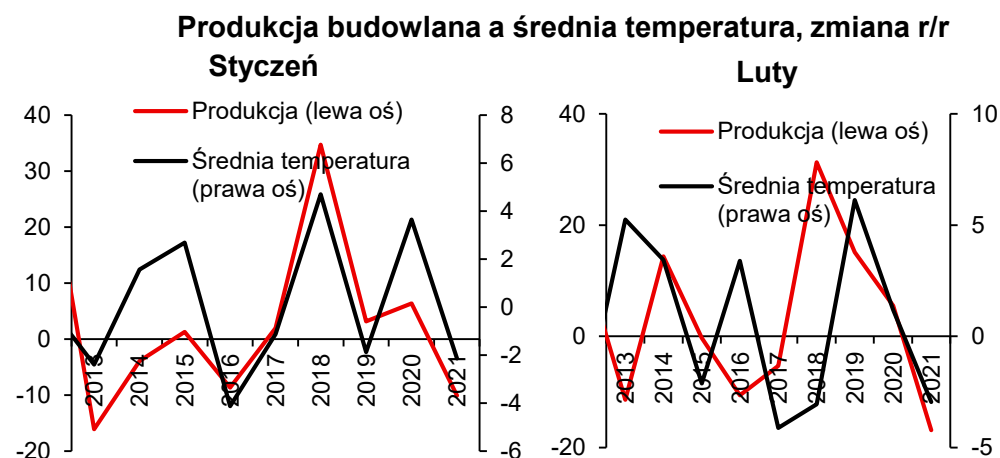
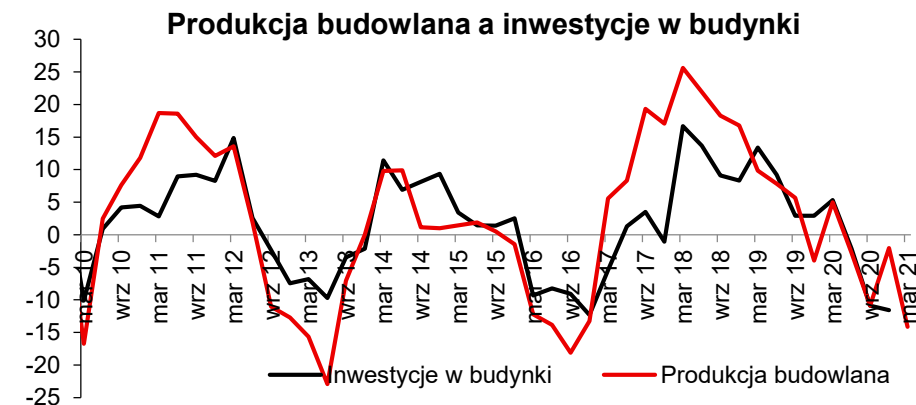
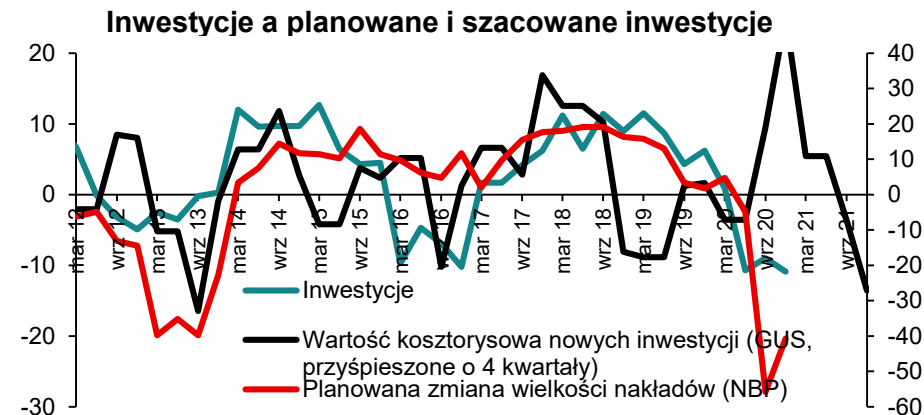
W naszym raporcie traktującym o perspektywach na 2021 r. napisaliśmy, że w pierwszej połowie 2021 r. inwestycje zostaną ujemne w ujęciu r/r a mocne odbicie nadejdzie w drugiej połowie roku. Wciąż trzymamy się tego poglądu, chociaż ryzyko dla naszych prognoz jest raczej w dół. Naszym zdaniem głównym czynnikiem ciężącym inwestycjom są kiepskie perspektywy gospodarcze, podczas gdy sytuacja finansowa firm wciąż jest dość dobra.

Niepewność w gospodarce utrzymuje się na wysokim poziomie, wskaźnik NBP dotyczący planowanych inwestycji jest wyraźnie poniżej kreski, a wartość kosztorysowa nowych inwestycji w IV kw. 2020 r. obniżyła się prawie o 30% r/r. Te liczby sugerują, że raczej trudno spodziewać się rychłej poprawy.

W IV kw. 2020 r. roczny wzrost inwestycji obniżył się do -10,9% r/r z -9,0% r/r w III kw. 2020 r. W podziale wg typu aktywów spowolnienie wynikało przede wszystkim ze słabszych nakładów na maszyny i środki transportu (-11,6% r/r wobec -6,0% r/r w III kw.), podczas gdy inwestycje w maszyny nie poprawiły się i wyniosły -11,5% r/r wobec -10,9% r/r w III kw. 2020 r.

O ile inwestycje w budynki oraz produkcja budowlana są ze sobą mocno skorelowane (środkowy wykres po prawej). W IV kw. 2020 r. produkcja budowlana wyraźnie poprawiła się wobec III kw. 2020 r. (-11%) i spadła o ok. 2% r/r. Poprawa głównie wynikała z lepszych nakładów na budownictwo mieszkaniowe i drogi.

W styczniu i lutym wyniki sektora budowlanego były słabe i pokazały głębokie spadki w ujęciu rocznym. Częściowo winić trzeba pogodę (wykresy po prawej na dole), ale i tak te liczby potwierdzają nasze prognozy, że w I kw. 2021 r. wzrost inwestycji nadal był ujemny. Powrót do dodatnich stóp wzrostu jest możliwy w II połowie 2021 r.



Źródło: NBP, GUS, Santander



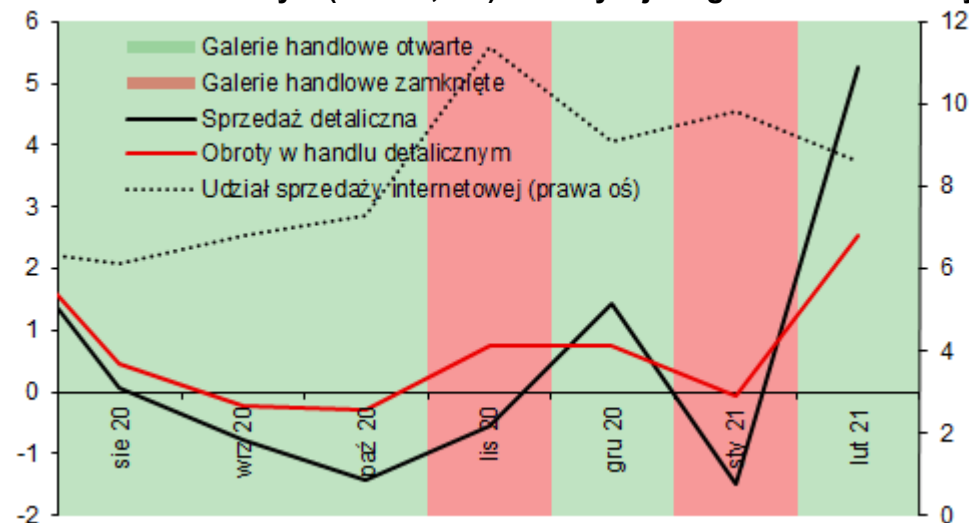
# Konsumpcja faluje w rytmie restrykcji

Uważamy, że restrykcje, zwłaszcza te dotyczące zamykania centrów handlowych, restauracji, hoteli i usług kosmetycznych to główny czynnik bijący w konsumpcję prywatną. Sytuacja finansowa gospodarstw domowych jest dobra, co pokazaliśmy na [stronie 17](#). Dlatego też spodziewamy się szybkiej normalizacji popytu konsumpcyjnego po zniesieniu restrykcji. Naszym zdaniem tzw. popyt odłożony nie będzie istotnym czynnikiem dynamizującym konsumpcję w 2021 r.

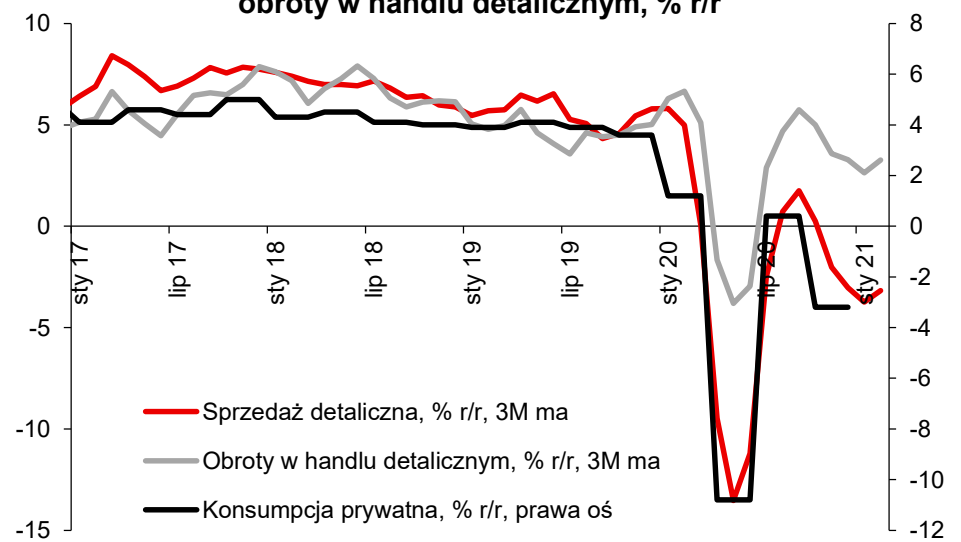
W ostatnich miesiącach kluczowym czynnikiem wpływającym na handel było to, czy galerie handlowe są otwarte, czy nie. Otwieranie galerii skutkowało natychmiastowym skokiem sprzedaży, zamykanie – spadkiem, przy czym rosła popularność sprzedaży internetowej.

Mimo, że mamy do czynienia z największym kryzysem gospodarczym od lat, sytuacja finansowa gospodarstw domowych poprawiła się (strona 17). Dlatego wielu ekonomistów, w tym my, spodziewało się, że wraz z luzowaniem restrykcji pojawiać się będzie tak zwany popyt odłożony, czyli konsumenci będą dokonywali zwiększonych zakupów, aby zrekompensować niemożność ich dokonywania w okresie zamknięcia gospodarki. Jednak nasza [analiza](#) tego zjawiska, przeprowadzona na podstawie danych o sprzedaży detalicznej, obrotach w handlu detalicznym i transakcji kartowych za 2020 r. pokazała, że takiego typu popytu można doszukać się w nielicznych kategoriach wydatkowych. Dlatego nie uważamy, żeby ten czynnik był kołem zamachowym odbicia wzrostu PKB w 2021 r. Należy jednak mieć na uwadze, że sama normalizacja sprzedaży detalicznej będzie wystarczająca, by w konsumpcji prywatnej doszło do wyraźnego skoku.

Sprzedaż w handlu detalicznym (% m/m, s.a) a restrykcje w galeriach handlowych



Konsumpcja, sprzedaż detaliczna, obroty w handlu detalicznym, % r/r



Źródło: NBP, GUS, Santander





# Dochody wsparte przez pomoc rządową

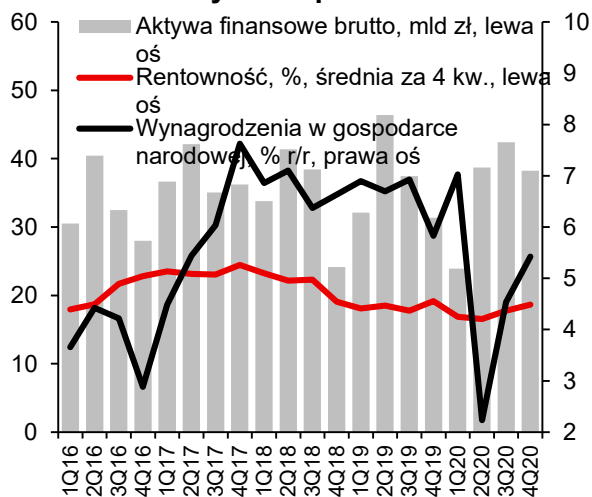
Nie widzimy sygnałów, żeby doszło do istotnego pogorszenia sytuacji finansowej gospodarstw domowych lub firm w Polsce. **Naszym zdaniem zdrowe bilanse sektora prywatnego będą punktem wyjścia do dynamicznego odbicia gospodarczego wraz z zakończeniem ograniczeń epidemicznych.**

Aktywa finansowe obydwu sektorów poprawiały się w zeszłym roku w najszybszym tempie od czasu odbicia pokryzysowego w 2010 r. Jest to w znacznej mierze efekt wysokich dochodów, zdyktowanych przez pomoc rządową, zwłaszcza w II kw. 2020 r., choć III kw. doświadczył pewnego spowolnienia. Spadek dochodów uwidacznia się dopiero po uwzględnieniu wpływu podatków, świadczeń i dotacji, ale i tak nie był on większy niż podczas kryzysów w latach 2008-2009 i 2012-2013. O ile nie mamy jeszcze szczegółowych danych o rachunkach finansowych i niefinansowych za IV kw. 2020 r., statystyki dotyczące wynagrodzeń i wyników finansowych dużych firm sugerują poprawę pod koniec roku.

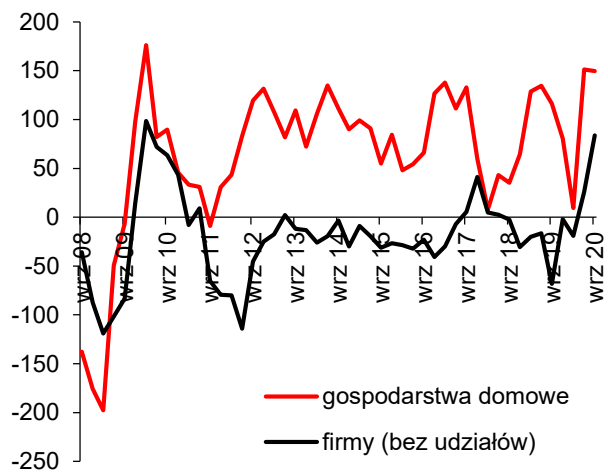
### Dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, % r/r



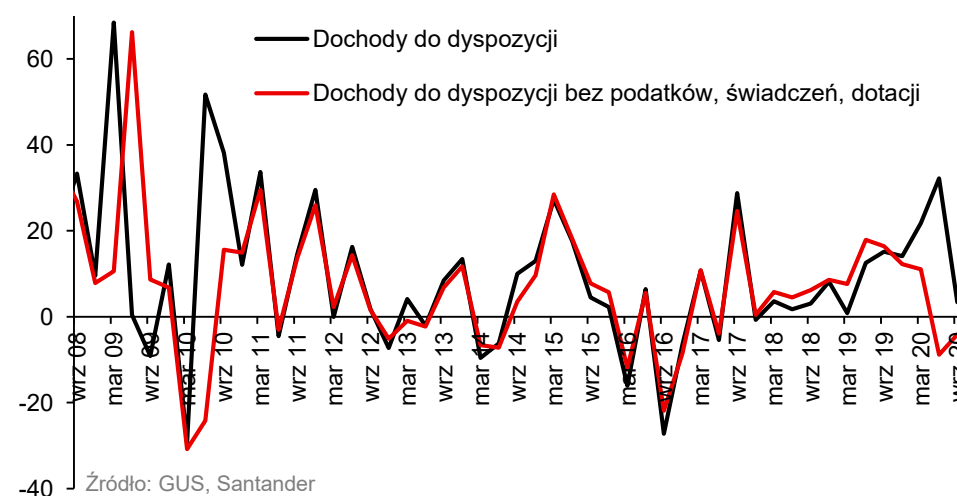
### Dochody firm i pracowników



### Aktywa finansowe netto, zmiana r/r w mld zł



### Dochody do dyspozycji firm, % r/r





# Rynek pracy z wierzchu wciąż wygląda dobrze

**Rynek pracy wciąż wygląda na odporny:** stopa bezrobocia po początkowym dość skromnym wroście była w 2020 r. dość stabilna, wzrost płac pozostaje zaskakująco wysoki (odsezonowana realna dynamika płac rośnie od września średnio w tym samym tempie co w ostatnich miesiącach przed pandemią), przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie się podniosło w lutym (choć głównie w handlu detalicznym, gdzie styczeń był wyjątkowo słaby – co zapewne wynikało z otwarcia galerii handlowych).

Jeśli jednak zajrzeć głębiej w szczegółowe dane, to wyłania się bardziej skomplikowany obraz.

Popyt na pracę pozostał osłabiony w IV kw. 2020 r. W ujęciu netto przybyło 37,6 tys. nowych miejsc pracy co było najniższym wynikiem od spowolnienia w 2013 r. (jeśli pominąć szok z II kw. ub.r.) – to spadek o 29.2% r/r czyli głębszy niż w III kw. 2020 r., -7.4%. Dynamika tworzenia miejsc pracy wyniosła -20% r/r, czyli była słabsza niż w III kw. (-16.4%). Możliwe, że już w I kw. br. popyt na pracę się poprawił skoro wskaźniki spodziewanego zatrudnienia w ankietach koniunktury podniosły się w niemal wszystkich działach przemysłu, większości usług i wszystkich działach handlu.

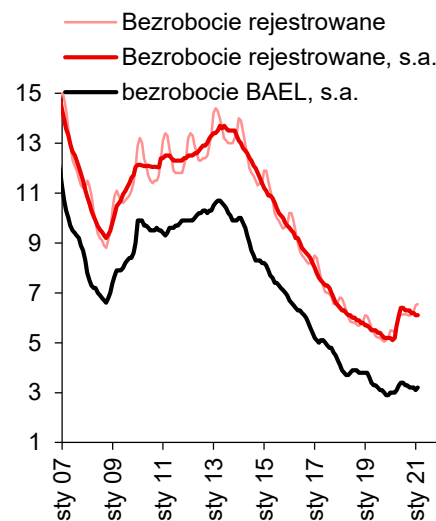
Z drugiej strony trendy zapytań w wyszukiwarce Google sugerują, że przywrócenie obostrzeń skłoniło Polaków do częstszego szukania informacji nt. odpraw, rejestrowania się w urzędzie pracy i zasiłków dla bezrobotnych.

Wsparcie rządowe celujące w obniżenie kosztów pracy wciąż jest dystrybuowane, choć dla wybranych sektorów, co zapobiega części zwolnień. Przez to stopa bezrobocia rejestrowanego pozostaje mało responsywna na kryzys. Jeśli jednak restrykcje będą przedłużane to cierpliwość firm może się wyczerpywać i redukcje nasilą się.

Jak pokazujemy na następnej stronie, szczegółowe dane BAEL ujawniają, że już w 2020 r. faktyczne trendy na rynku pracy były mniej optymistyczne niż to prezentują zbiorcze dane o bezrobociu: odnaleźliśmy m.in. oznaki narastania „ukrytego bezrobocia” (ucieczka w nieaktywność zawodową albo samozatrudnienie w rolnictwie).

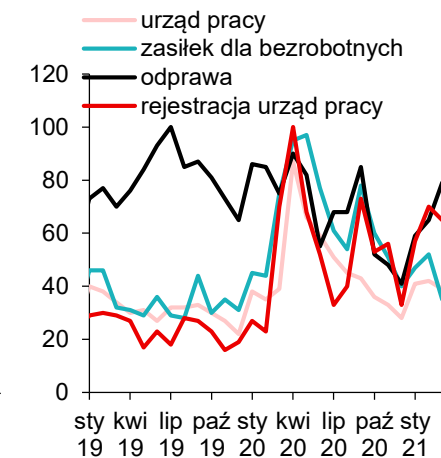
Przepływy migracyjne również oddziaływały na rzecz stabilizowania stopy bezrobocia – obcokrajowcy tracący pracę zwykle wracali do własnego kraju zamiast trafiać na bezrobocie w Polsce. W 2020 r. wystąpiły duże fluktuacje w zarejestrowanej zagranicznej sile roboczej.

### Stopa bezrobocia, %



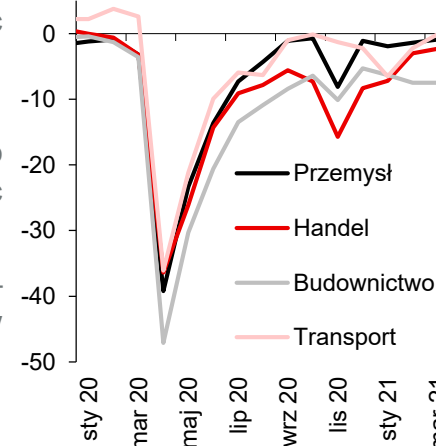
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

### Trendy wyszukiwań w Google dla wybranych haseł



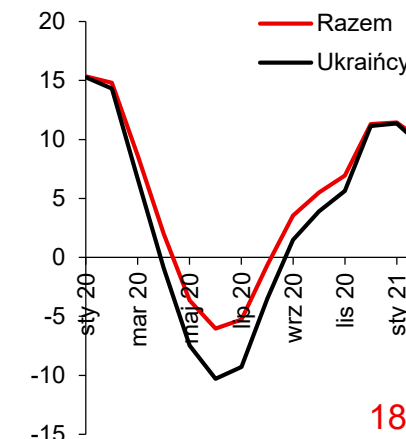
Źródło: Google, Santander

### Badanie koniunktury, wskaźniki zatrudnienia, s.a.



Źródło: GUS, Santander

### Obcokrajowcy zarejestrowani w ZUS, % r/r



Źródło: ZUS, Santander





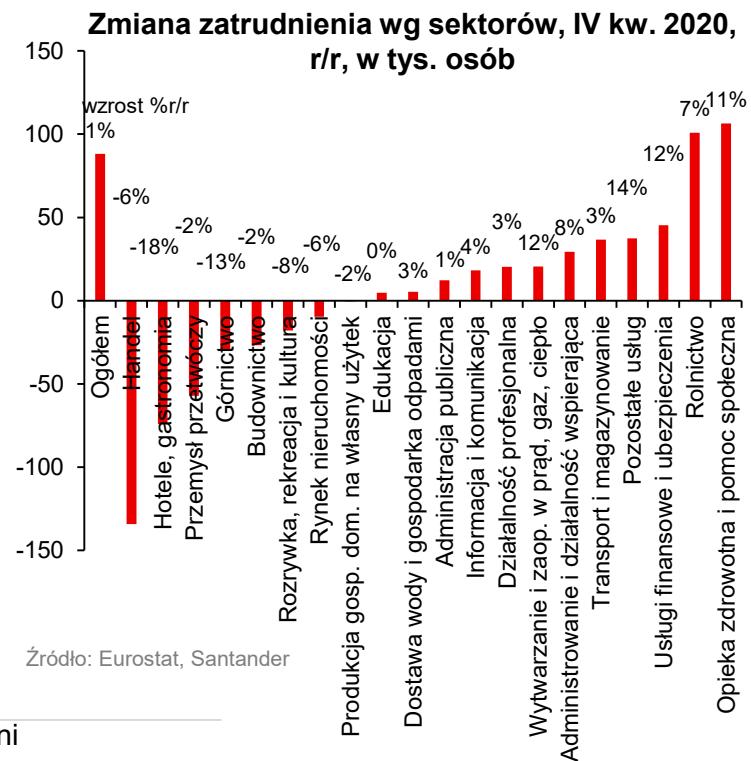
# ...ale pod powierzchnią ujawniły się ciekawe trendy

Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) pokazuje, że pomimo stabilności głównych liczb opisujących rynek pracy w 2020 r., pod tą fasadą doszło do istotnych zmian, oznaczających, że skutki pandemii dla zatrudnienia są poważniejsze niż się wydaje. Wg nas warto zwrócić uwagę na kilka trendów:

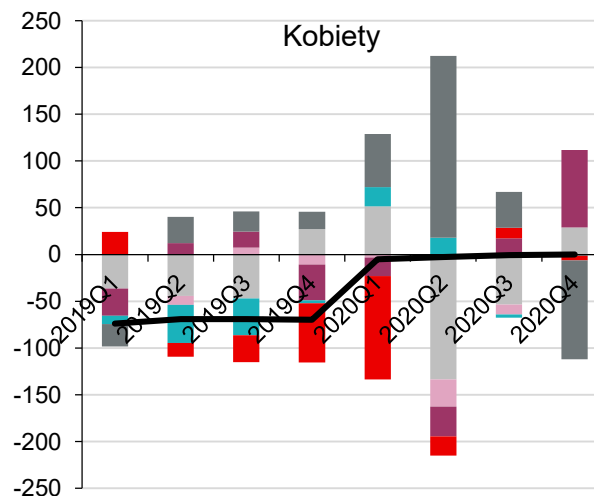
Doszło do wyraźnego przesunięcia z zatrudnienia (-90tys. r/r w IV kw. ub.r.) do samo-zatrudnienia (+179tys. W IV kw. ub.r.). Co ciekawe, zdecydowana większość nowych samozatrudnionych pojawiła się w rolnictwie (ok. 100tys.). Naszym zdaniem dużą część tego ruchu stanowią powroty na wieś ludzi którzy stracili posady w miastach, co interpretujemy jako ukryte bezrobocie. Wcześniej ubiegłego roku doszło do tymczasowego wzrostu nieaktywności zawodowej, który również osłabił zmianę stopy bezrobocia. Bez tych dwóch zjawisk stopa bezrobocia BAEL mogła być wyższa o nawet punkt procentowy w trakcie 2020 r.

Wzorce zmian statusu na rynku pracy podczas pandemii były wyraźnie odmienne dla mężczyzn i kobiet: mężczyźni częściej uciekali w samozatrudnienie oraz przybywa już wśród nich bezrobotnych. Kobiety częściej przechodziły z zatrudnienia w nieaktywność, udział trafiających na samozatrudnienie był dużo mniejszy. Bezrobocie w tej grupie ostatnio zaczęło spadać a nie rosnąć. Do wyjątkowo silnego spadku aktywności doszło wśród młodych kobiet (<30 lat), za to wzrosła ona wśród kobiet >50 lat. Przedłużający się okres zdalnego nauczania mógł skłaniać młode kobiety do dezaktywizacji na potrzebę zajęcia się dziećmi.

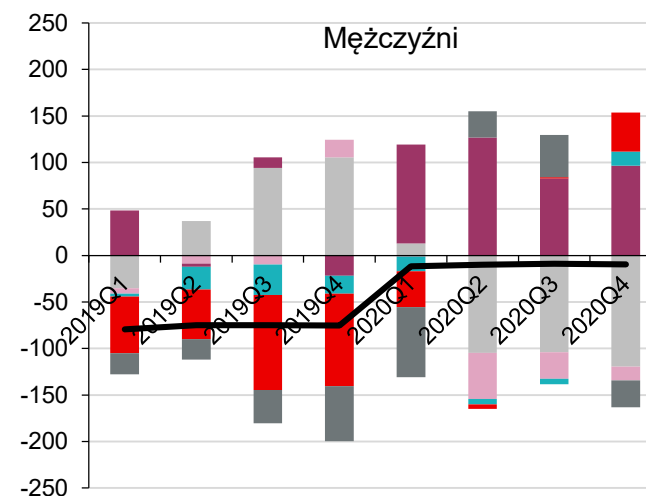
Sektory, które najbardziej redukowały zatrudnienie w IV kw. 2020 r. to: przemysł przetwórczy, sprzedaż aut, handel detaliczny, zakwaterowanie i gastronomia, górnictwo. Jednocześnie najintensywniej zwiększano zatrudnienie w: opiece zdrowotnej, rolnictwie, transporcie, IT, usługach finansowych i ubezpieczeniowych.



**Zmiana statusu na rynku pracy, r/r, w tys. osób**



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



# Inflacja: rozejście się bazowej i niebazowej ścieżki

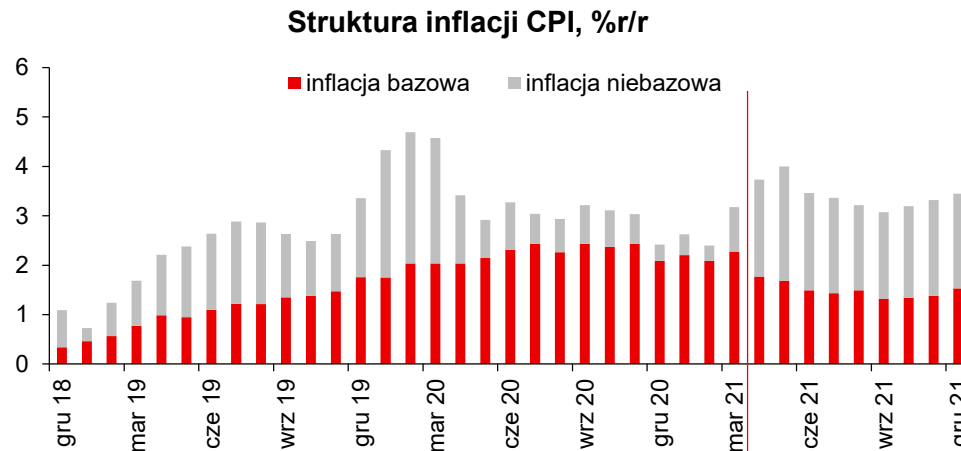
W 2020 r. głównym czynnikiem pchającym w górę polską inflację była inflacja bazowa, szczególnie ceny usług, podczas gdy składnik niebazowy (tj. koszt żywności, paliw i energii) wyhamowywał. W 2021 r. zanoszą się na to, że sytuacja może być zgoła odwrotna.

Mimo zaskakująco wysokiego wstępnego odczytu CPI za marzec, który wg nas oznacza wzrost inflacji bazowej do 4% r/r, presja inflacyjna raczej nie powinna w najbliższym czasie narastać zważywszy na przedłużającą się stagnację w popycie krajowym wywołaną szeroko zakrojonymi pandemicznymi obostrzeniami. W związku z tym wciąż przewidujemy, że **inflacja bazowa będzie spadać przez prawie cały rok**. Prognozę CPI na 2021 r. przesunęliśmy w górę przede wszystkim z powodu składników niebazowych.

**Ceny ropy to główny powód podejścia CPI**, z niższych od oczekiwań 2,4% r/r w lutym do być może aż 4% r/r w maju. W II poł. 2021 r. inflacja powinna znów spaść i sprowadzić całoroczną średnią do ok. 3,3%.

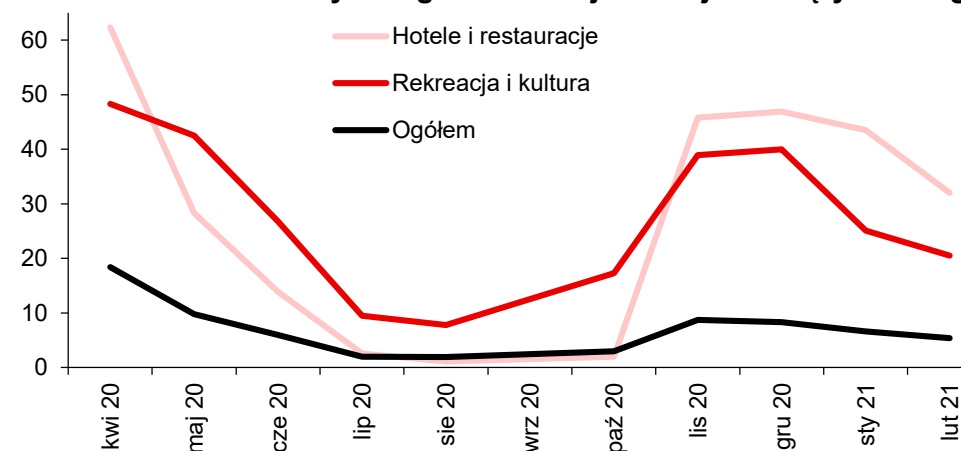
Ostatnie odbicie w globalnych cenach żywności (uchwycone np. w indeksach FAO) nie skłoniło nas do zmiany prognoz cen żywności ponieważ: po pierwsze, już wcześniej zakładaliśmy rosnący rozpęd w większości kategorii; po drugie, korelacja między indeksami FAO i cenami żywności w Polsce nie jest szczególnie silna.

W ub.r, wystąpił techniczny powód wysokiej uporczywości inflacji – wysoki udział cen szacowanych w niektórych kategoriach. Jednak w tym roku ten sam czynnik (dłuższy okres zamknięcia gospodarki niż wcześniej zakładaliśmy) może zapobiec szybkiemu wzrostowi cen w tych kategoriach, skoro przy szacowaniu cen GUS zwykle stosuje zwykłych wzorców sezonowych. Uważamy, że zdjęcie zakazu z działalności hoteli i branży rozrywkowej wywołałoby silniejsze niż zwykle dostosowanie cen w tych kategoriach.



Źródło: GUS, Santander

## Udział cen szacowanych: ogółem i w najbardziej dotkniętych kategoriach



Źródło: GUS, Santander



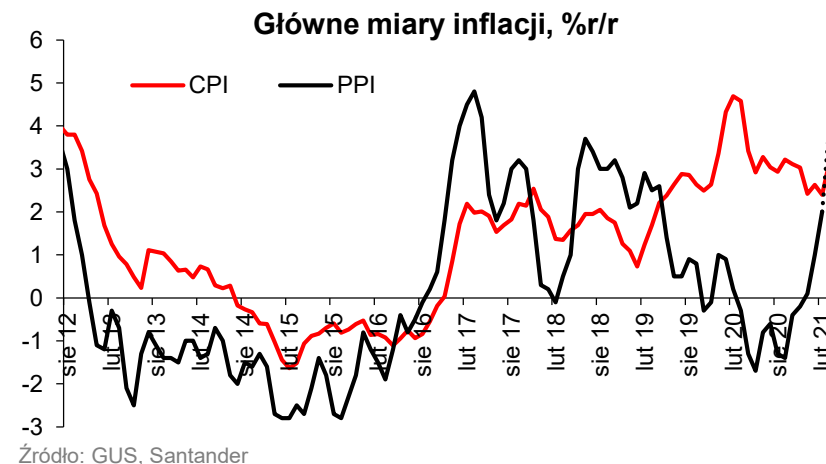
# Inflacja bazowa: przesunięcie z usług w towary

Warunki popytowe powinny pozwolić na stopniowy spadek inflacji bazowej w tym roku. Możliwe opóźnienie w odbiciu PKB prowadzić do jej szybszego spadku niż zakładaliśmy wcześniej.

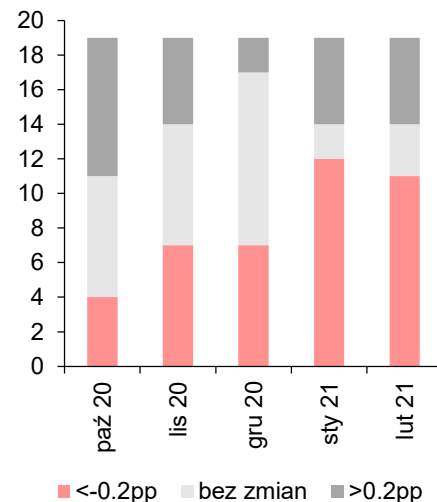
Niedobory materiałów i ograniczone możliwości przewozowe wywołały globalną presję kosztową na firmy, które to przenoszą tę presję na własne ceny. Dynamika PPI w Polsce już doszła do 2% r/r w lutym z 0,1% w grudniu (a nasza prognoza na marzec to 4%). Te czynniki są szczególnie silne w przemysłach jednocześnie doświadczają wzmożonego popytu w związku z pandemią (konsumpcyjne dobra trwałe), co tylko zwiększa przestrzeń do dalszego wzrostu ich cen.

CPI generalnie podąża za sygnałami PPI, ale w latach 2019-2020 korelacja między nimi się popsuła z uwagi na szybki wzrost cen usług. Związek między nimi może się teraz odnawiać – zakładamy, że **dojdzie do zamiany części inflacji usługowej** (jej zakręt obejmuje coraz więcej kategorii, aczkolwiek marcowe wstępne dane o CPI wprowadziły niepewność co do dalszego hamowania) **na inflację towarową** (rosnącą przez niedobory i wzbudzony pandemią dodatkowy popyt).

Przesunąwszy w górę ścieżkę EUR/PLN na 2021 r. spodziewamy się też silniejszego importu inflacji, szczególnie w obliczu odbicia w strefie euro tej części inflacji bazowej, która podległ wymianie międzynarodowej.

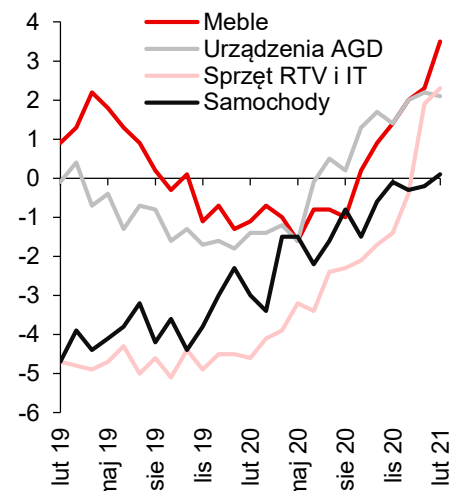


Liczba kategorii usługowych wg miesięcznej zmiany inflacji r/r



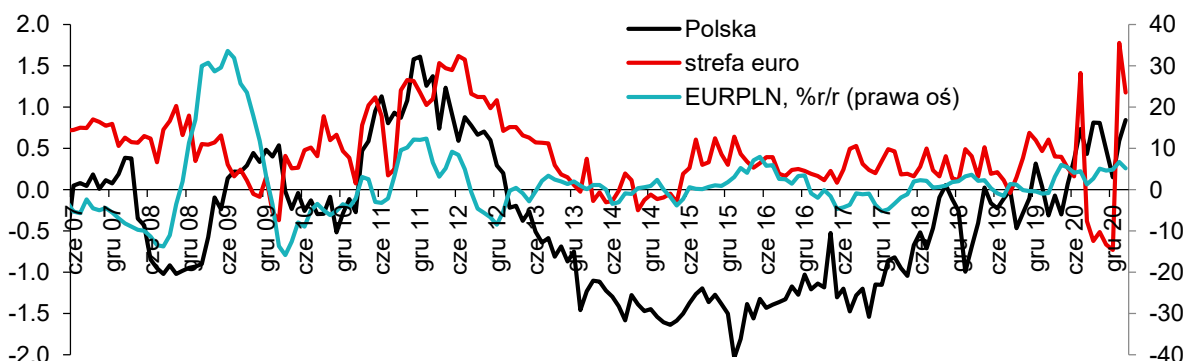
Źródło: GUS, Santander

CPI, inflacja cen wybranych towarów, %/r



Źródło: GUS, Santander

Inflacja HICP, część inflacji bazowej podlegająca wymianie międzynarodowej, %/r



Źródło: Eurostat, Bloomberg, Santander



# Polityka pieniężna: bez podwyżek do połowy 2022

Od początku obecności wirusa Covid-19 w Polsce narzekamy na niedostateczną komunikację NBP z interesariuszami. RPP zrezygnowała z konferencji po posiedzeniach, a prezes NBP, kluczowy członek tego ciała, praktycznie zrezygnował z kontaktu z mediami i nie ujawniał swoich poglądów na gospodarkę i perspektywy polityki pieniężnej.

Na przełomie 2020 r. i 2021 r. wreszcie doszło do wyraźnej zmiany w komunikacji. O ile RPP wciąż pozostaje wyciszona, to prezes Adam Glapiński zwiększył swoją aktywność. Jego przemówienia i komentarze, zwłaszcza odnoszące się do perspektyw polityki pieniężnej (ramka po prawej) miały istotny wpływ na oczekiwania rynkowe co do przyszłej ścieżki stóp procentowych i zwiększyły zmienność rynku pieniężnego.

Zaskoczenie w górę w marcowej inflacji i oczekiwany przez nas dalszy wzrost CPI w najbliższych miesiącach powinny ożywić oczekiwania rynku na zacieśnienie polityki.

Uważamy, że niezwykle ciekawe będzie obserwowanie, na ile NBP ma tolerancji na słabnącego złotego. Ponieważ RPP sugerowała już od połowy 2020 r., że złoty powinien być słabszy, a polska waluta do niedawna faktycznie była zaskakująco mocna w ujęciu realnym ([strona 26](#)), to oczywiście może wydawać się, że NBP będzie tolerował dużą skalę deprecjacji. Uważamy jednak, że retoryka członków RPP (Glapiński, Łon) i tak już nieco mniej gołębia (już nie są sygnalizowane obniżki), pomimo kolejnego wzmocnienia ograniczeń gospodarczych, które wcześniej wskazywano jako warunek dla dalszego łagodzenia.

Uważamy, że poważna **dyskusja o podwyżkach stóp wciąż jest mało prawdopodobna, przynajmniej do połowy 2022 r.**, kiedy skończy się kadencja prezesa NBP. Dlatego obecne oczekiwania rynku co do wcześniejszych podwyżek są naszym zdaniem przesadzone. Jednak, jeśli dojdzie do wyraźnego ożywienia aktywności gospodarczej, a inflacja dalej będzie rosła, to cykl podwyżek faktycznie może zacząć się przed końcem 2022 r.

## Wybrane wypowiedzi prezesa NBP Adama Glapińskiego:

**20/12/2020:** Obecny poziom stóp procentowych jest właściwy i najlepiej odpowiada obecnej sytuacji. Jednak w pierwszym kwartale następnego roku możliwe jest dalsze obniżenie stóp.

**29/12/2020:** Z dzisiejszej perspektywy obecny poziom stóp procentowych jest właściwy i najlepiej odpowiada obecnej sytuacji. Jednak w pierwszym kwartale 2021 r. jest możliwe dalsze obniżenie stóp. (...) Przykładowo w sytuacji wystąpienia trzeciej fali pandemii (...), w pierwszym kwartale 2021 r. byłoby możliwe dalsze obniżenie stóp procentowych.

**15/01/2021:** Dopuszczam obniżenie stóp, dopuszczam stopy ujemne, które są w całej strefie euro. Warunki: muszą zajść okoliczności które mam nadzieję że nie zajdą.. musiałoby być radykalne pogorszenie sytuacji gospodarczej. (...) Jeśli nie zajdą niezapowiedziane zmiany, to do końca kadencji RPP i mojej stopy będą stabilne, w żadnym wypadku nie będą rosnać.. nie ma żadnych argumentów do tego.

**05/02/2021:** Tak jak mówiłem ostatnio: najbardziej prawdopodobny jest całkowity brak zmiany stóp. Nie wykluczamy obniżki. W żadnej mierze nie wykluczamy podwyżek gdyby to było niezbędne, tak jak nie wykluczamy obniżek.

**05/03/2021:** Prawdopodobieństwo podwyżek stóp w obecnej kadencji RPP wynosi zero, przecinek, potem kolejna cyfra.. Nic nie zapowiada aby stopy procentowe były w najbliższym czasie podwyższane. Jeśli szok będzie się nasilał, możemy wrócić do scenariusza obniżenia stóp. Gdybyśmy rozważali podwyżkę (...) na podstawie projekcji na 2023, to byśmy popełnili błąd. Będziemy działać dokładnie tak jak Fed i EBC.

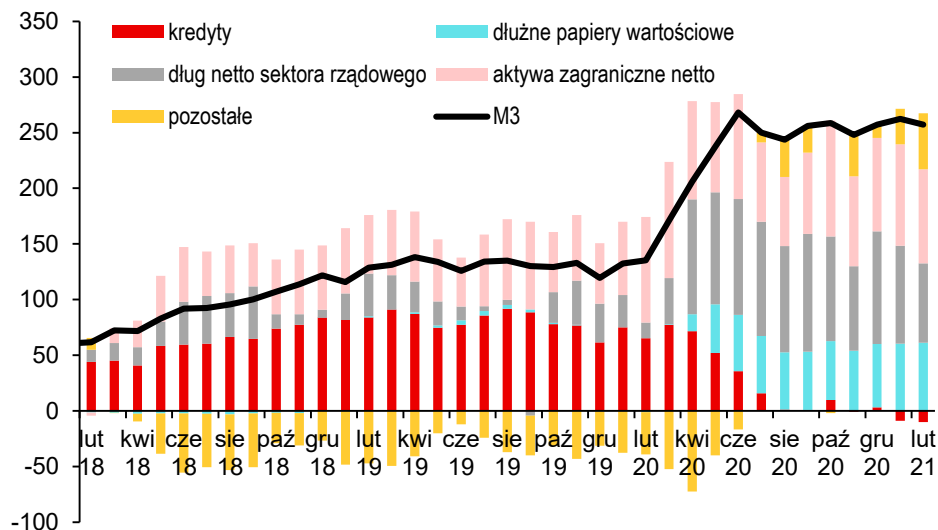
Źródło: konferencje NBP



# Wzrost kredytu wciąż mizerny

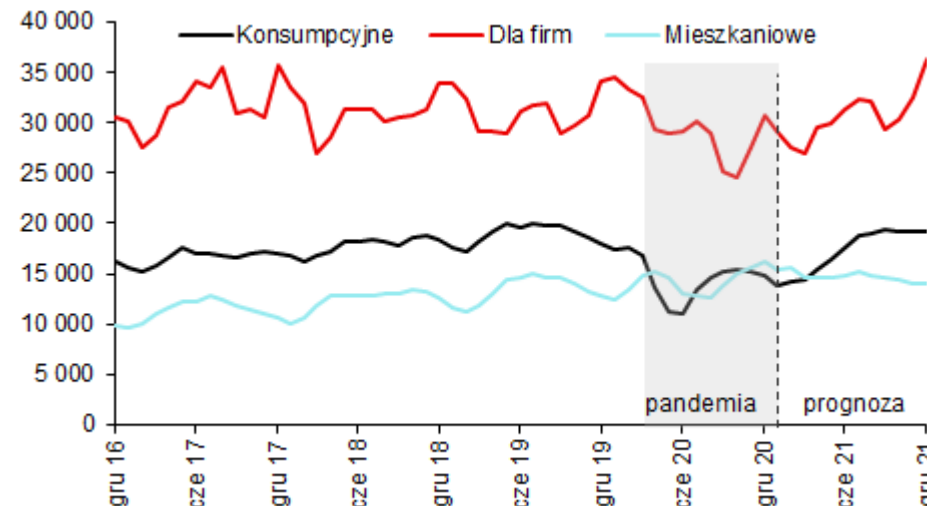
Na początku roku rynek kredytowy nadal był słaby, a roczna stopa wzrostu wolumenu kredytów utrzymywała się poniżej zera, podobnie jak w grudniu. Stopa wzrostu depozytów nieznacznie spowolniła ze względu na wolniejszą kreację pieniądza za pośrednictwem rządowych programów pomocowych. Jak dotąd zachowanie i depozytów, i kredytów jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. **Naszym zdaniem w dalszej części roku wzrost kredytów wzniesie się powyżej zera, pod wpływem ożywienia gospodarczego (wykres na dole po prawej).** Dopóki obowiązywać jednak będą pandemiczne restrykcje, powinien on pozostać przygaszony. Depozyty będą rosły mocniej od kredytów a ich roczna stopa wzrostu powinna pozostać blisko 10%. Zanikający wpływ rządowych programów pomocowych będzie jednak sprzyjał konwergencji stóp wzrostu kredytów i depozytów w dłuższym terminie.

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



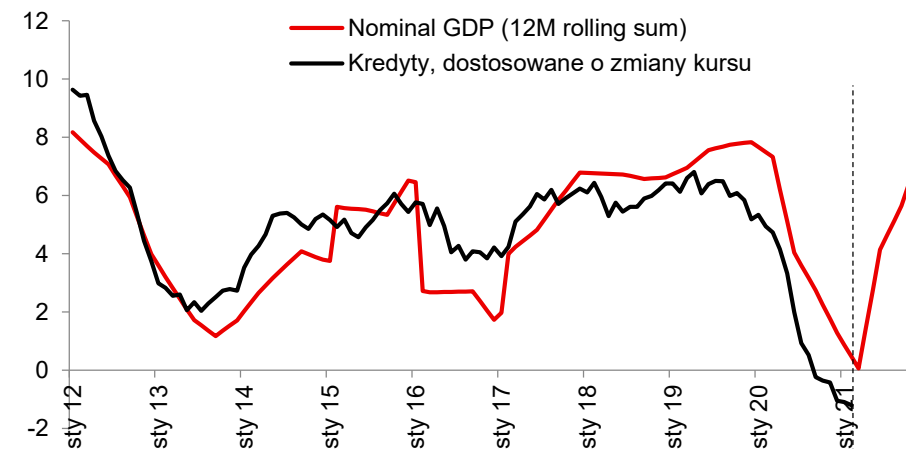
Źródło: NBP, Santander

### Kreacja kredytów (suma za 3 miesiące, mln zł)



Źródło: NBP, Santander

### Wartość kredytów, dostosowana o zmiany kursu, % r/r



Źródło: NBP, GUS, 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



# FX: Szczyty EUR/PLN przy każdym ataku Covid-19

EUR/PLN przekroczył 4.60 pod koniec marca, a więc znowu zaraz po tym jak w Polskę uderzyła nowa fala Covid-19 a rząd ogłosił ogólnokrajowe restrykcje. Wygląda na to, że sytuacja pandemiczna to jeden z kluczowych czynników dla kursu walutowego. Inne nieprzychylnie złotemu czynniki to generalnie negatywne nastawienie wobec walut rynków wschodzących w trakcie podnoszenia się rentowności obligacji w krajach rozwiniętych oraz umacniający się dolar.

Zdecydowaliśmy się podnieść naszą prognozę EUR/PLN forecasts na najbliższe kwartały, ponieważ wg nas krótkoterminowe ryzyka przeważają nad pozytywnymi.

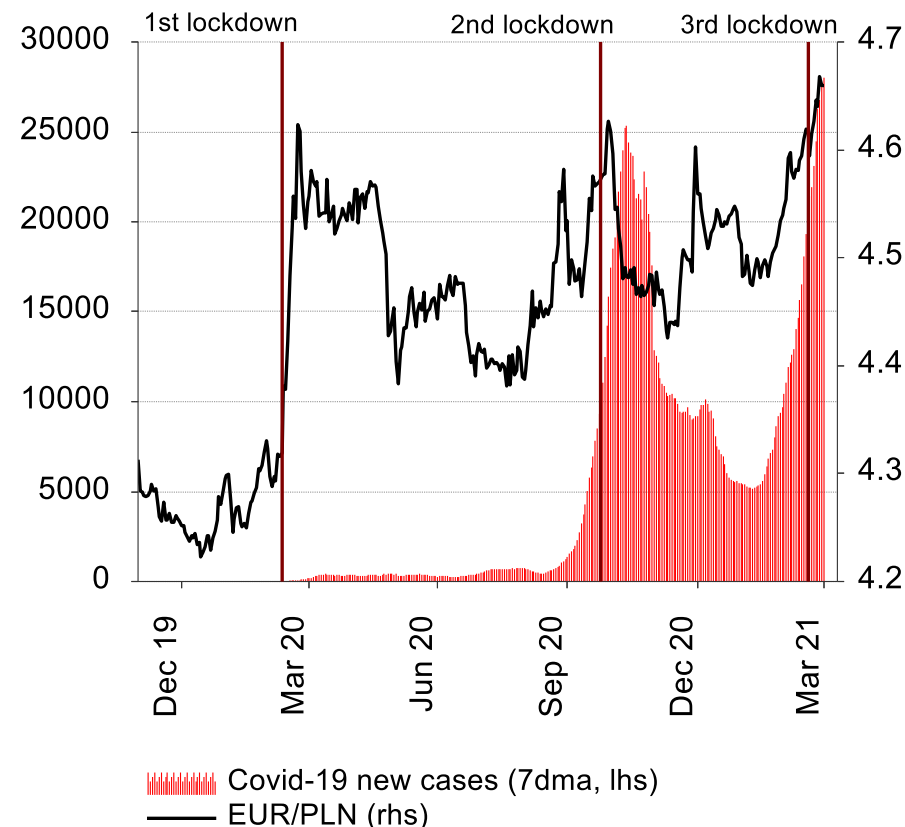
Po pierwsze, Polska znów wyróżniła się negatywnie na pandemicznej mapie Europy i zanoszą się na to, że obecna fala zarażeń koronawirusem będzie wyższa i dłuższa niż poprzednie, powodując jeszcze poważniejsze obciążenie systemu opieki zdrowotnej.

Po drugie, NBP konsekwentnie preferuje słabszą walutę. Jego ostatnia zmiana polityki – bardziej pro-aktywne podejście do programu QE, silna deklaracja utrzymywania stóp procentowych bez zmian przynajmniej do połowy 2022 r. oraz utrzymywanie gotowości do interwencji walutowej skierowanej przeciw umocnieniu złotego stwarzają wg nas solidne dolne ograniczenie dla EURPLN.

Co więcej, utrzymuje się niepewność związana z kwestią frankowych kredytów hipotecznych. Posiedzenie Izby Cywilnej Sądu Najwyższego zostało przełożone z 25 marca na 13 kwietnia przez chorobę prezesa SN. Czy izba rzeczywiście zbierze się w kwietniu by omawiać kwestię kredytów walutowych pozostaje niewiadomą, gdyż wg doniesień prasowych panuje konflikt między sędziami. Orzeczenie SN może podbić krótkoterminową zmienność, ale trudno powiedzieć kiedy to się stanie i jaki będzie przebieg.

Wciąż uważamy, że do końca roku złoty może częściowo odzyskać siłę, gdy sytuacja pandemiczna będzie już pod kontrolą a wzrost gospodarczy nabierze tempa. W końcu Polska cieszy się znaczną nadwyżką na rachunku obrotów bieżących (3,5% PKB w 2020 r.) a gospodarka najwyraźniej nadal wyróżnia się odpornością na pandemię.

EURPLN a sytuacja pandemiczna Polski



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

# FX: Czy na pewno dokonano się osłabienie złotego?



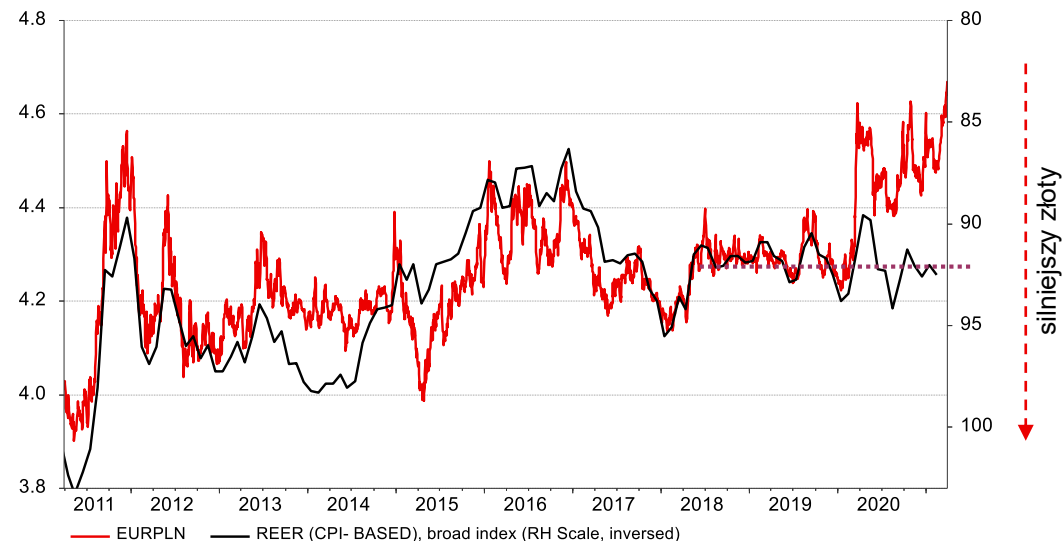
Dotarcie EUR/PLN do 4,65, najwyższego poziomu od marca 2009 r., może sugerować, że polska waluta jest teraz wyjątkowo słaba. Wg nas warto odnotować jednak, że realny efektywny kurs złotego (REER) pokazuje coś zupełnie innego: **złoty ledwo się ruszył w ujęciu realnym wobec poziomu sprzed pandemii a w ostatnich miesiącach był nawet nieco mocniejszy niż w latach 2018-2019.** (patrz: górny wykres). Stało się tak oczywiście przez to, że w ostatnich kwartałach inflacja w Polsce zdecydowanie przebiła swoje odpowiedniki wśród głównych partnerów handlowych (przede wszystkim w strefie euro gdzie inflacja załamała się w 2020 r. w reakcji na pandemię, podczas gdy w Polsce pozostała na podwyższonym poziomie).

A zatem międzynarodowa konkurencyjność polskiego handlu zagranicznego mierzona kursem REER niewiele się zmieniła pomimo wzrostu EUR/PLN. Nie powstrzymało to jednak gwałtownej ekspansji polskiego eksportu i zgromadzenia masywnej nadwyżki handlowej, prowadząc do znacznego zaburzenia długoterminowej relacji między realnym efektywnym kursem walutowym i bilansem handlowym, widocznej w danych historycznych za ostatnie 20 lat (patrz: dolny wykres).

Mówi to nam dwie rzeczy: Po pierwsze, ta znaczna nadwyżka handlowa jest, przynajmniej w pewnym stopniu, przejściowym efektem pandemicznego zaburzenia w popycie krajowym (a przez to i w imporcie), a nie odbiciem poprawionej konkurencyjności zewnętrznej kraju. Gdy restrykcje zostaną zniesione i życie wróci do normalności, tak duża nadwyżka raczej się nie utrzyma.

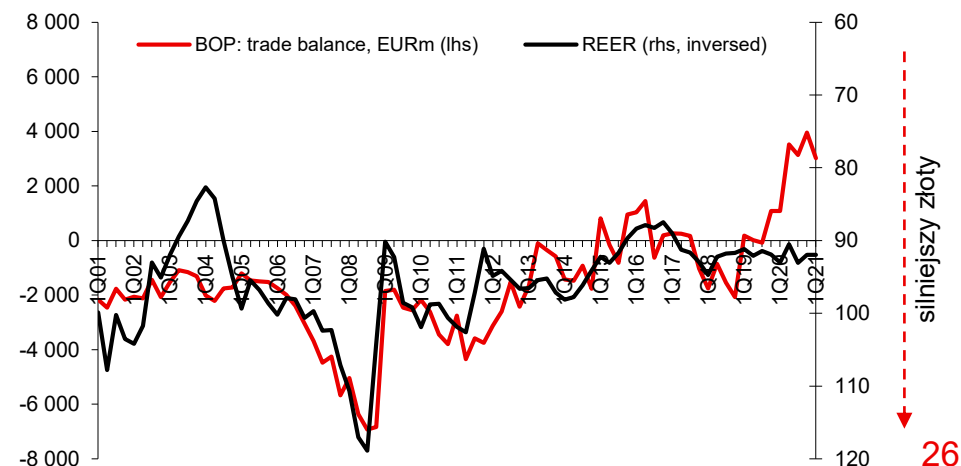
Po drugie, ciężko upierać się, że złoty jest istotnie niedowartościowany. Zamiast tego należy uznać, że pozostaje blisko przed-pandemicznej równowagi. Widzimy potencjał do realnej aprecjacji złotego w średnim okresie, gdy gospodarka zdecydowanie przyspieszy po pandemii, na bazie korzyści jakie Polska może odnieść ze skrócenia globalnych łańcuchów dostaw i wzmożonego finansowania z UE. W krótkim okresie jednak złoty ma naszym zdaniem więcej miejsca pod osłabienie niż pod umocnienie.

### EURPLN a realny efektywny kurs złotego



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

### Bilans handlowy a realny efektywny kurs złotego



Źródło: NBP, BIS, Santander





# FX: Gdzie są progi bólu?

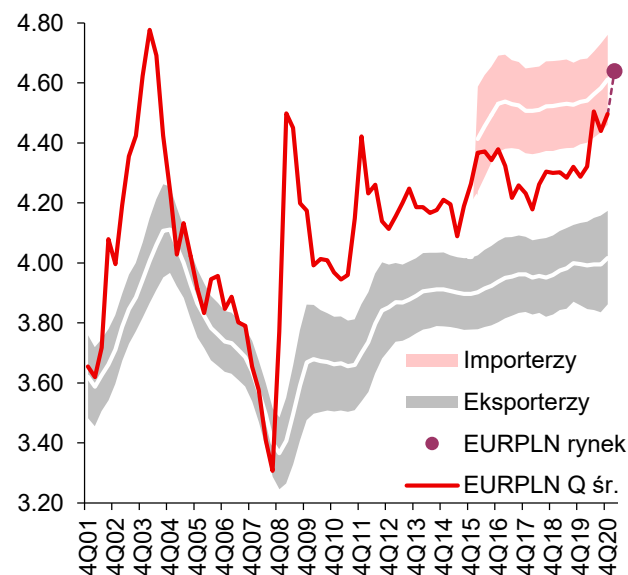
Oceniając po wynikach kwartalnego badania koniunktury NBP, **EURPLN** i **USDPLN** są daleko ponad deklarowanymi przez przedsiębiorców progowymi poziomami rentowności eksportu ... ale jednocześnie **bardzo blisko progów rentowności importu** – a złoty ulega dalszej deprecjacji.

Przykład trendu aprecjacyjnego PLN z lat 2005-2008 pokazuje, że próg bólu eksporterów przesunął się wraz z rozwojem sytuacji na rynku walutowym, ale działo się w fazie dochodzenia do i szczytu koniunktury. Czy można zakładać, że podobne dostosowanie wystąpi w przypadku importerów i na kilka kwartałów przed silniejszym odbiciem gospodarczym?

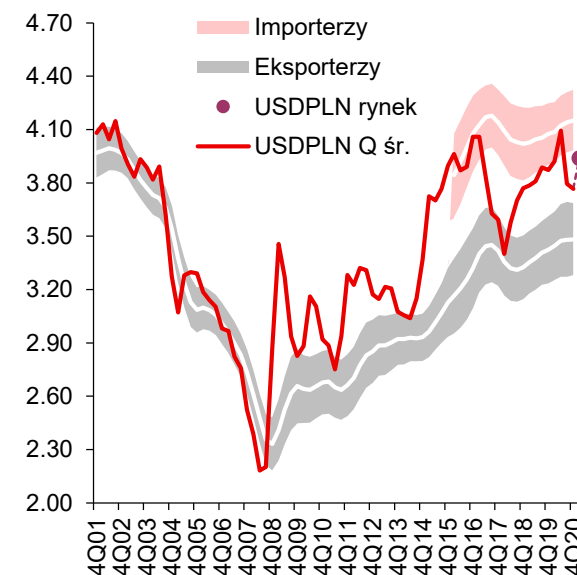
Naszym zdaniem dalsze słabnięcie złotego może raczej doprowadzić do wyraźnego wzrostu cen importowych niż do pogorszenia wolumenu importu. Ceny PPI dość sprawnie reagują na wahania PLN, nawet jeśli wyeliminujemy z analizy składnik indeksu związany z cenami ropy.

Relacja cen uzyskiwanych przez polskie firmy w eksporcie i imporcie (czyli terms of trade) już zesza z wywołanego pandemią szczytu.

Progi rentowności w handlu zagranicznym +/-1/2 odch.std., na bazie badania Szybki monitoring

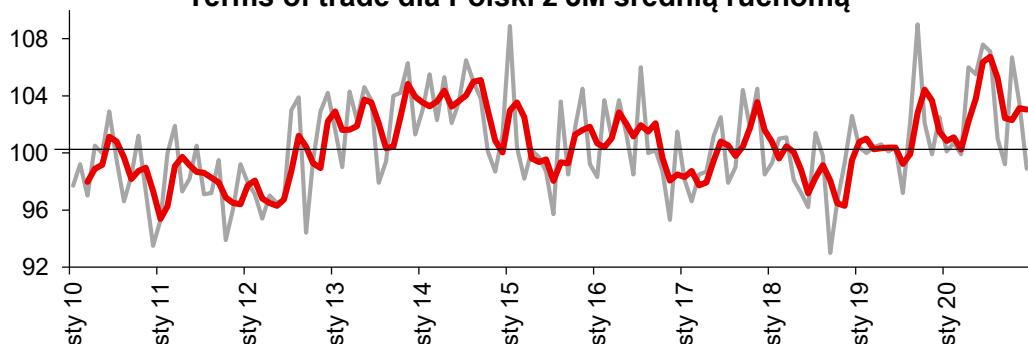


Źródło: NBP, Santander



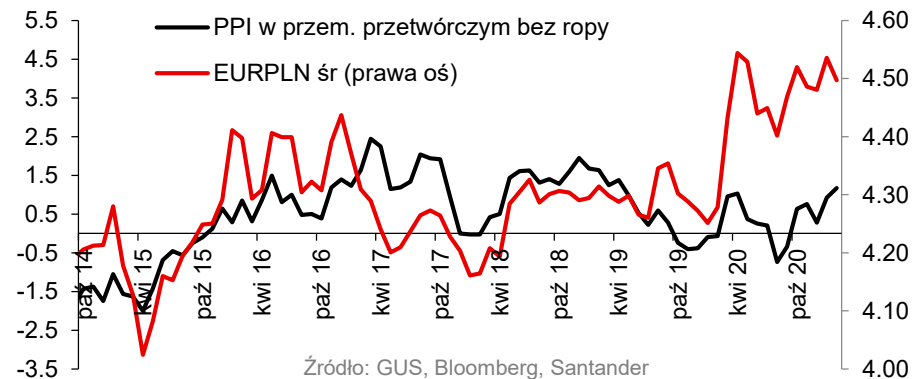
Źródło: NBP, Santander

Terms of trade dla Polski z 3M średnią ruchomą



Źródło: GUS, Santander

Ceny producentów a kurs walutowy



Źródło: GUS, Bloomberg, Santander

# Rynek stopy procentowej: świat 1Q2021



W I kw. głównym czynnikiem wpływającym na globalne rentowności były wzrastające rentowności w USA. Rynki zaczęły wyceniać „reflację” (powrót inflacji) w oczekiwaniu na pakiet fiskalny prezydenta USA Joe Bidena o wielkości ok. 2 bln USD, który uruchomiono w kontekście bardzo gołębiego Fedu oraz postępów ze szczepieniem przeciw Covid-19.

- **Rentowność 10L obligacji USA** wzrosła od początku roku o 75pb do ok. 1,70% (lewy górny wykres). Zakres ruchu na przestrzeni kwartału wyniósł 80pb.
- Krzywa obligacji USA stała się mocno stroma i tym samym odbiegła znacznie od europejskiej (prawy dolny wykres).

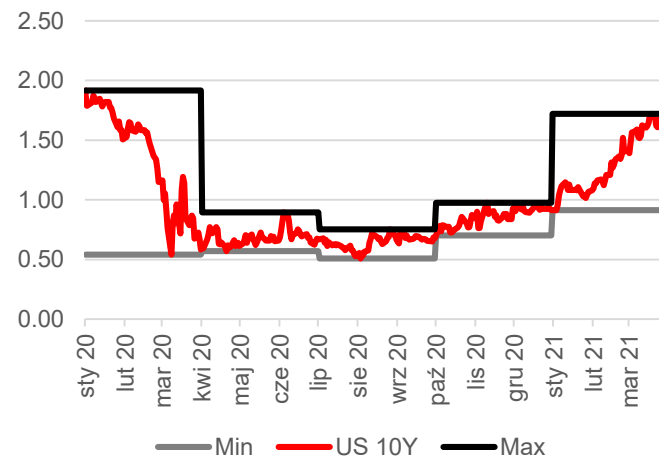
W Europie rentowności zachowywały się dużo spokojniej, gdyż europejski program fiskalny jest mniejszy od amerykańskiego, a EBC pod koniec kwartału przyspieszył zakup obligacji (w ramach programu PEPP) by wspierać ceny obligacji.

- **Rentowność 10L obligacji Niemiec** wzrosła od początku roku o 25pb do -0,30% (prawy górny wykres), a kwartalny zakres ruchu 37pb.

W Polsce krzywa obligacji również była spokojna gdyż (1) krzywa zazwyczaj bardziej podąża za niemiecką niż amerykańską oraz (2) program skupu aktywów NBP przyspieszył w marcu do 4 mld zł/m-c z 1mld zł/m-c przeciętnie przez poprzednie pół roku.

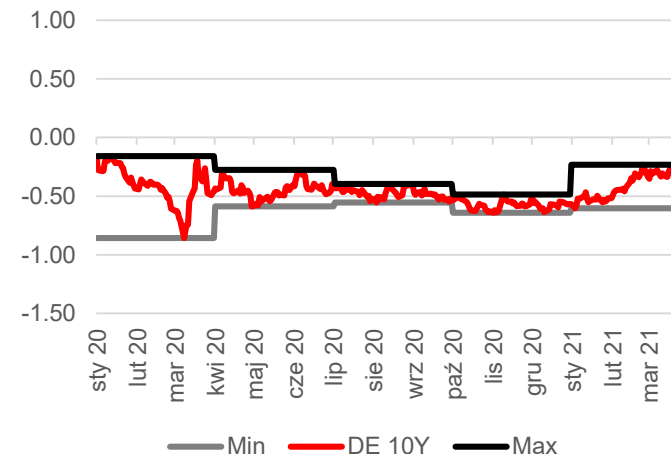
- **Rentowność 10L obligacji Polski** wzrosła ok 30pb do 1,55% (lewy dolny wykres) a kwartalny zakres ruchu to ok 50pb

### Rentowność 10L obligacji USA



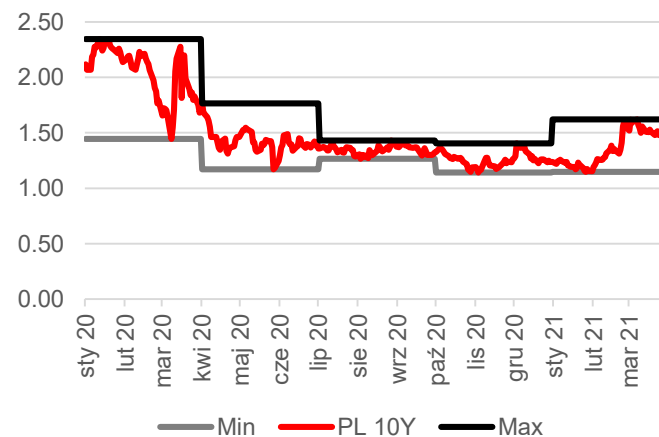
Źródło : Bloomberg, Santander

### Rentowność 10L obligacji Niemiec



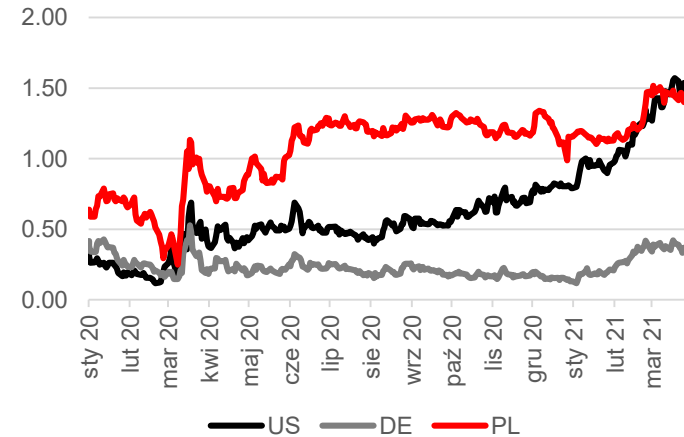
Źródło : Bloomberg, Santander

### Rentowność 10L obligacji Polski



Źródło: Bloomberg, Santander

### Różnice rentowności obligacji 10L i 2L



Źródło: Bloomberg, Santander





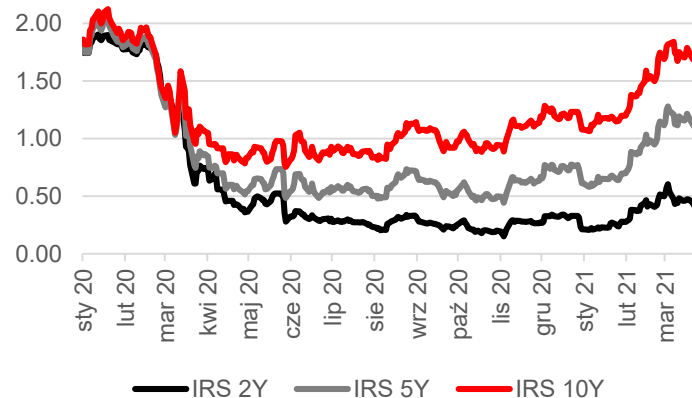
# Rynek stopy procentowej: Polska 1Q2021

Wykresy ilustrują zachowanie polskiej krzywej w 2020 r. oraz I kw. 2021 r.

W kontekście wzrastających rentowności na rynkach bazowych:

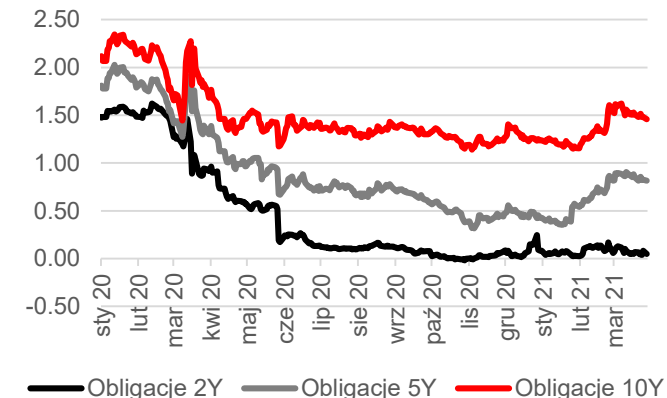
- Jedynie **IRS na długim końcu** miały wystarczającą swobodę by podążać w pełni za rynkami bazowymi. W rezultacie 10L ASW stały się ujemne w styczniu, później dotarły do -0.25% - najniższego poziomu od 20 lat (2001).
- **IRS na krótkim końcu** tymczasowo wzrosły w lutym i marcu. Jednak od tego czasu ruch się cofnął a przeważało bardziej realistyczne oczekiwanie stóp NBP (brak zmian co najmniej do połowy 2022 r.).
- **Obligacje rządowe o krótkich tenorach (T-R)** były stabilne, ich rentowność oscylowała blisko zera ze względu na płynność w sektorze bankowym.
- **Obligacje rządowe o długich tenorach (T-R)** ich rentowność wzrastała ale umiarkowanie, gdyż podążały za rentownościami Bunda a także ze względu na wzrost miesięcznego tempa skupu obligacji przez NBP pod koniec kwartału.
- **Uważamy, że polskie obligacje są drogie mierząc spreadem ASW** obecnie po -0.25% względem przedziału +20 do +40bp przed pandemią.

### Stawki IRS



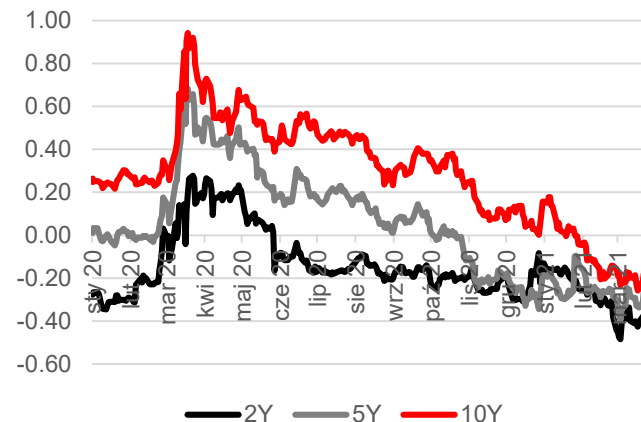
Źródło : Bloomberg, Santander

### Rentowność obligacji Polski



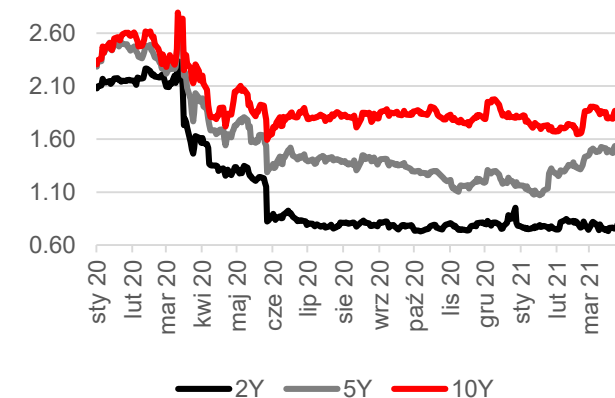
Źródło : Bloomberg, Santander

### Polski Asset Swap



Źródło : Bloomberg, Santander

### Różnica rentowności Polskich i Niemieckich



Źródło : Bloomberg, Santander

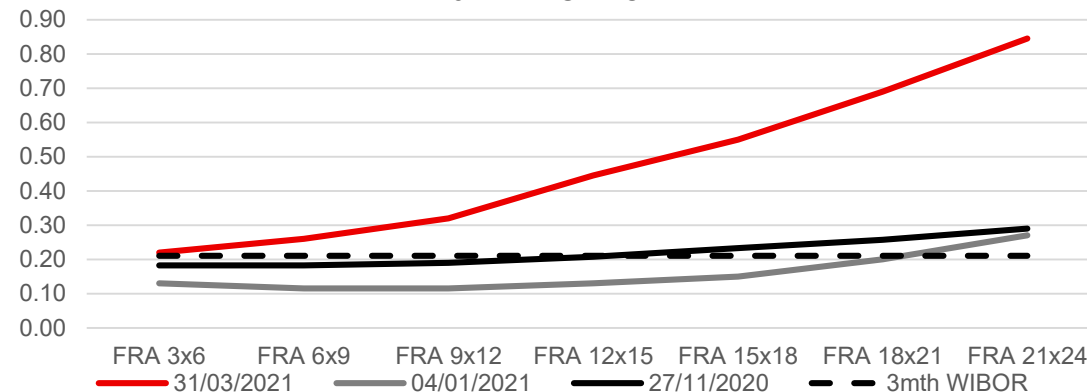


# Rynek stopy proc.: prognoza na 2021 (krótki koniec)

W naszym scenariuszu bazowym wciąż zakładamy, że **NBP utrzyma stopy procentowe bez zmian na poziomie 0,10% przez cały 2021 r. oraz przynajmniej do połowy 2022 r.** (koniec pierwszej kadencji prezesa Glapińskiego).

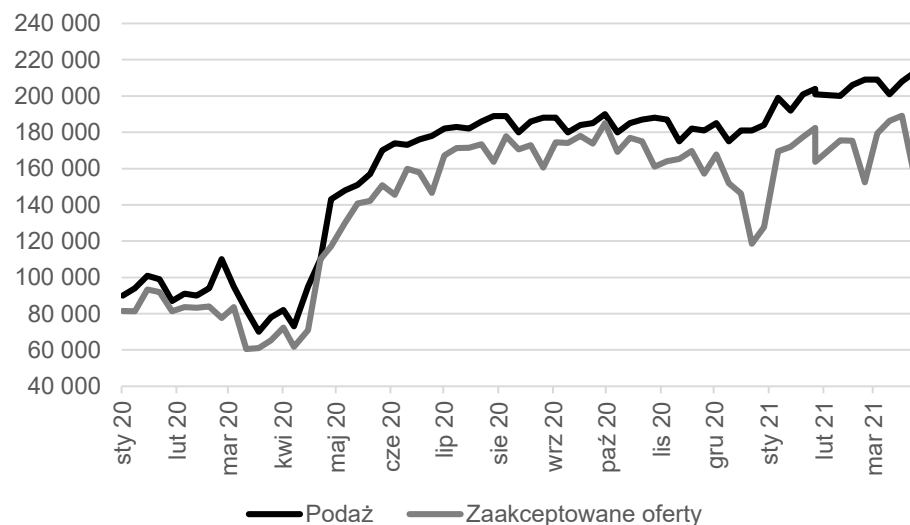
Czynimy tak pomimo tego, że od naszego poprzedniego kwartalnego Makroskopu rynek FRA (wykres po prawej) wycenił w międzyczasie zarówno cięcia stóp (po grudniowych komentarzach prezesa Glapińskiego) jak i podwyżki stóp, co czyni wciąż obecnie (globalne rynki oczekują powrotu inflacji, co podbija oczekiwania co do stóp).

### 3M WIBOR vs FRA



Źródło : Bloomberg, Santander

### Wielkość aukcji 7-dniowych bonów NBP



Źródło : NBP, Santander

Płynność polskiego sektora bankowego mierzona podażą 7-dniowych bonów skarbowych NBP (po lewej) jeśli już to nadal rośnie i nie zanoszą się na to, żeby miała spadać w najbliższym czasie skoro zarówno BGK jak i PFR kontynuują swoje programy, choć w wolniejszym tempie niż na początku pandemii.

- Od początku 2021 r. **BGK** wyemitował do tej pory 9,3 mld zł z przewidzianej na ten rok puli 33 mld zł, do tego w kwietniu BGK organizuje dwa przetargi na kwotę przynajmniej 1 mld zł każdy.
- Program **PFR** jest dużo mniejszy w 2021 r. i postępuje w wolniejszym tempie. Prezes PFR Paweł Borys powiedział ostatnio, że potrzeby finansowe PFR są na chwilę obecną zabezpieczone. Tym samym nie oczekujemy istotnych emisji obligacji PFR w krótkim horyzoncie czasowym.

W całym 2021 r., a w szczególności w II kw., **oczekujemy rentowności krótkich obligacji tylko nieznacznie powyżej zera**, podobnie jak w poprzednich kwartałach.



# Rynek stopy proc.: prognoza na 2021 (długi koniec)

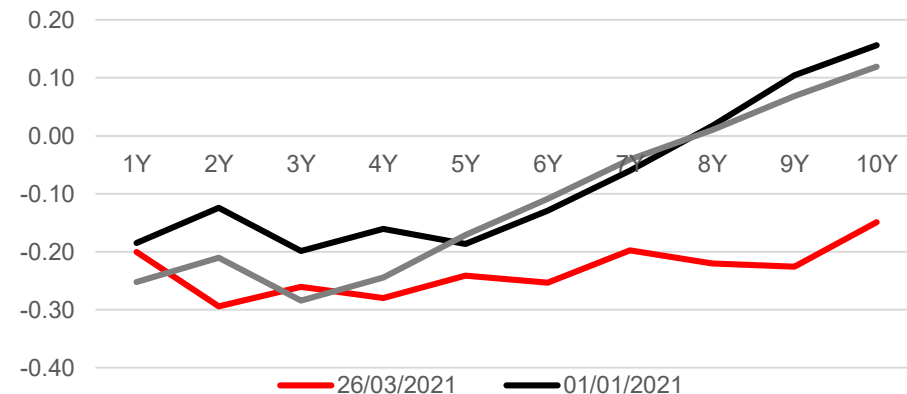
Uważamy, że rentowność 10L polskich obligacji dojdzie do 1,70% (wobec 1,45% wskazywanych przez nas w poprzednim kwartalnym MAKROskopie z grudnia ub.r.) na koniec II kw. br. i do 1,90% (wobec 1,65% w grudniu) na koniec 2021 r. Oto powody zmiany prognozy:

- **Dochodowości na rynkach bazowych** zaczęły rosnać i oczekujemy ich dalszego wzrostu do końca tego roku.
- **Polski wzrost PKB** powinien się poprawiać pod koniec roku (patrz [strona 12](#)) co powinno pomóc w stopniowej normalizacji rentowności obligacji. Wg nas CPI będzie dalej rosnać w kolejnych miesiącach, choć inflacja bazowa może się w tym czasie obniżać ([strona 20](#)).
- **Zmieniona prognoza EURPLN:** nie oczekujemy już, że złoty będzie się wyraźnie umacniał pod koniec roku.

Poniższe czynniki ograniczyły skalę podwyżki naszych prognoz dochodowości:

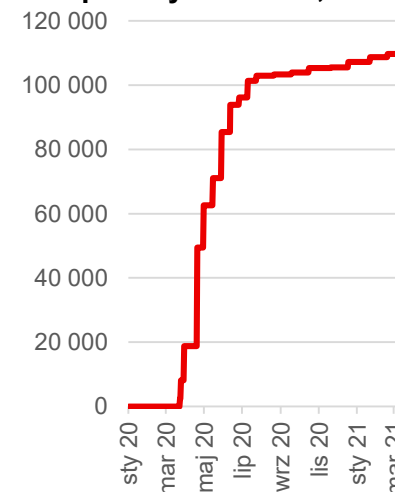
- W tym roku 10L ASW w styczniu stał się ujemny i w przewidywalnej przyszłości taki zapewne pozostanie (patrz górny wykres).
- Większość zakupów NBP w ramach QE miała miejsce w połowie 2020 r. (lewy dolny wykres) i od tamtej pory program rozwijał się powoli, ok 1 mld zł/m-c. **W marcu NBP zwiększył skalę zakupów do ok. 4 mld zł**, czym symbolicznie pokazał, że śledzi zachowanie rentowności i może wkroczyć, jeśli ich wzrosty wydadzą mu się przesadzone. Prowadzony przez NBP program QE nie ma odgórnego limitu zakupów ani ograniczenia czasowego.
- **Podaż obligacji skarbowych nie jest szczególnie duża** (prawy dolny wykres). W razie czego BGK wciąż może w tym roku wyemitować ok. 26 mld zł papierów, zapewniając rządowi finansowanie bez konieczności podnoszenia podaży POLGB. W kwietniu BGK chce sprzedać co najmniej 1 mld zł obligacji Covid-19.
- **Znaczne zapadalności i wypłaty kuponów** ([strona 32](#)) nadciągają w II kw. - mogą zalać rynek dodatkową płynnością i nasilić poszukiwanie rentowności tak, że obejmie dalsze segmenty krzywej.

### Polska krzywa Asset Swap



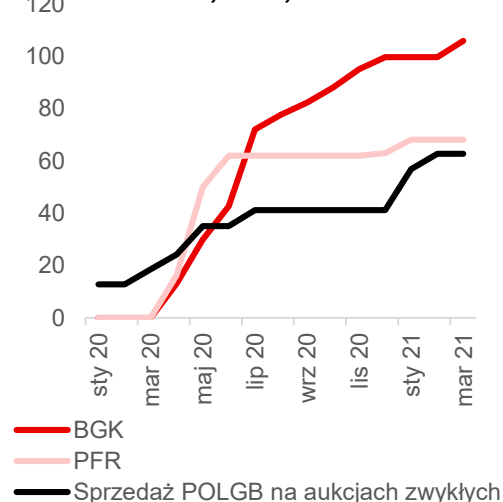
Źródło : Santander

### Skumulowana wielkość programu skupu aktywów NBP, mln zł



Źródło : Santander

### Skumulowane emisje obligacji MinFin, PFR, BGK



Źródło : Santander



# Zapadalności oraz płatności kuponów

Jeśli chodzi o obligacje skarbowe denominowane w PLN, w II kw. 2021 r. będą miały miejsce znaczne zapadalności:

- kwiecień (11,8 mld zł, PS0421)
- maj (7,7 mld zł, OK0521)

Poza tym, wypłacone zostanie w sumie 4,6 mld zł w **kuponach**:

- kwiecień (3,7 mld zł)
- maj (0,9 mld zł)

Jeśli chodzi o obligacje skarbowe w walutach obcych, **zapadalności** wyniosą:

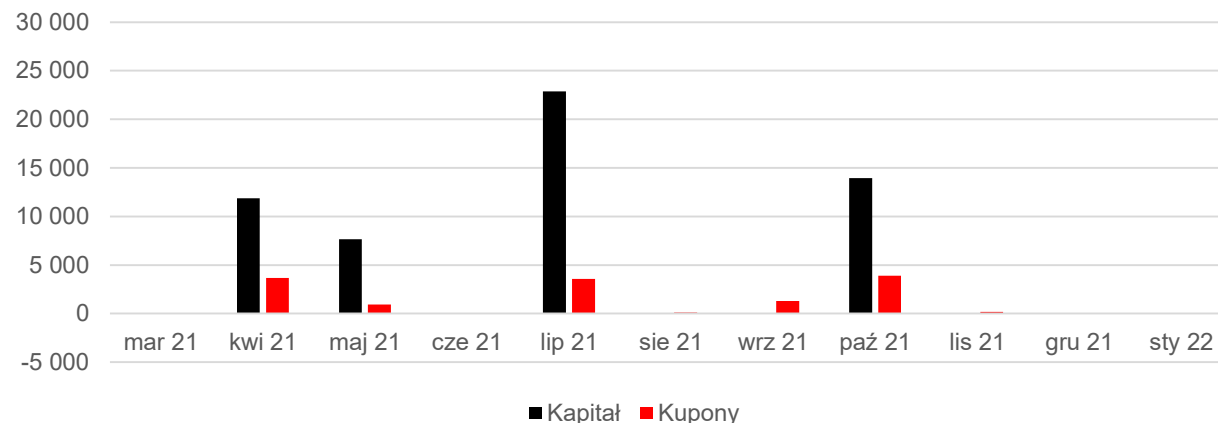
- kwiecień (równowartość 6,8 mld zł z obligacji USD 5.125%)

Za to wypłaty **kuponów** z obligacji w walutach obcych będą skromne (przeliczone po bieżącym kursie):

- kwiecień (0,3 mld zł)
- czerwiec (0,1 mld zł)

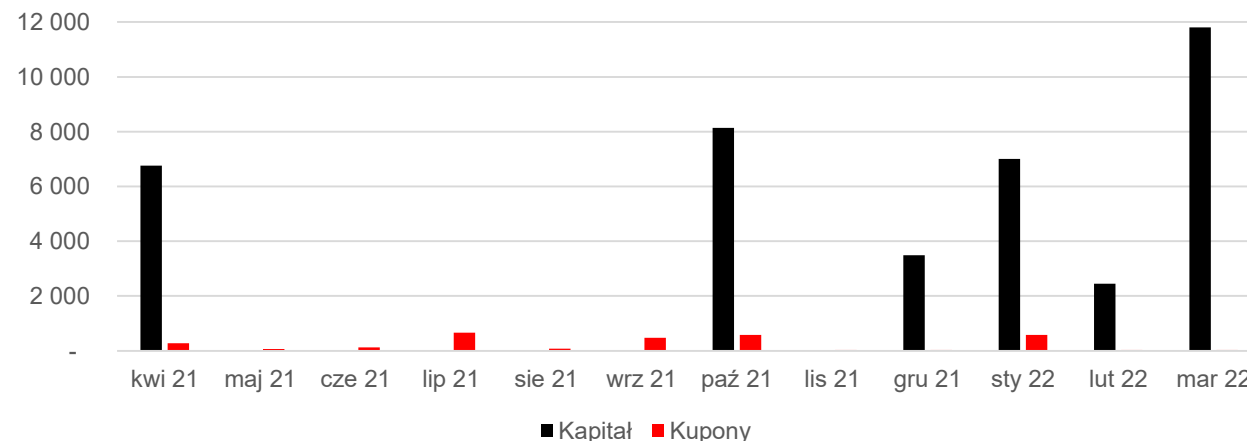
Papiery przydatne na aukcje zamiany (PS0421, OK0521, PS0721, DS1021) są głównie w rękach krajowych banków i jak dotąd były niechętnie sprzedawane Ministerstwu Finansów. A zatem gdy zapadną a BGK nie wyemituje więcej niż 1 mld zł papierów w kwietniu, to rynek może zostać z mnóstwem gotówki i kłopotem w znalezieniu papierów, na które mógłby ją wymienić. Skutkiem byłaby wtedy odczuwalna presja w dół na dochodowości i spready asset swap.

Zapadalności oraz kupony obligacji denominowanych w złotych, mln zł



Źródło : MinFin, Santander

Zapadalności oraz kupony obligacji denominowanych w walutach obcych, mln zł



Źródło : MinFin, Santander



# Posiadacze krajowych obligacji – według serii

Według danych Ministerstwa Finansów na koniec stycznia, udział inwestorów zagranicznych w polskim długu odbił do 17,7% z historycznego minimum 17,1% (średnia dla wszystkich serii).

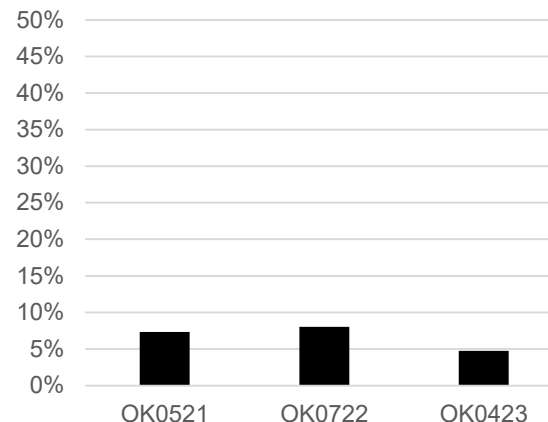
Inwestorzy zagraniczni mają znikomy udział w obligacjach serii WZ. Jeśli natomiast chodzi o obligacje stałokuponowe:

- W seriach OK (1-3 letnie zapadalności) inwestorzy zagraniczni mają udział 5-8% i wzrósł on o 1,5-2,0 pp m/m.
- W seriach PS (zapadalności do 5 lat) inwestorzy zagraniczni mają mniej niż 20% z wyjątkiem obligacji zapadającej w kwietniu.
- W seriach DS (zapadalności do 10 lat) inwestorzy zagraniczni kupili 25-48% emisji. Ich udział w DS0727 nie zmienił się m/m a w DS1029 nieznacznie wzrósł. Natomiast udział tej grupy w papierze DS1030 to obecnie tylko 35% wobec 47,2% na koniec października 2020 r.
- W seriach WS (zapadalności powyżej 10 lat) inwestorzy zmniejszyli swój udział poniżej 40% w przypadku WS0428.

W porównaniu do listopada 2020 r. nieco obniżył się udział inwestorów zagranicznych w dłuższych stałokuponowych papierach, ale nie na tyle, by powiedzieć, że ryzyko przełożenia wzrostu rentowności na rynkach bazowych na rynek krajowy zniknęło.

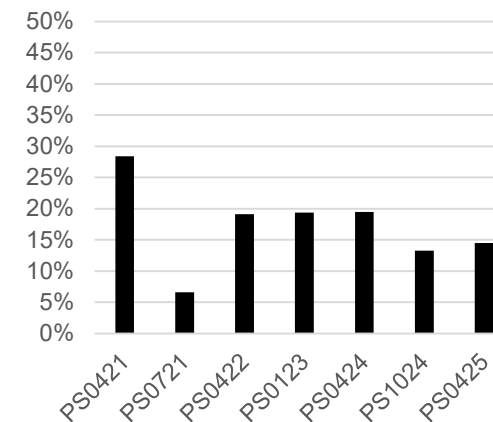
Z drugiej strony trudno oczekiwać znaczących napływów kapitału na polski rynek, gdy obligacje rozwiniętych rynków oferują wyższe rentowności. Dlatego też spodziewamy się dalszego spadku udziału inwestorów zagranicznych w polskim długu w II kw. 2021 r.

### Udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach – seria OK



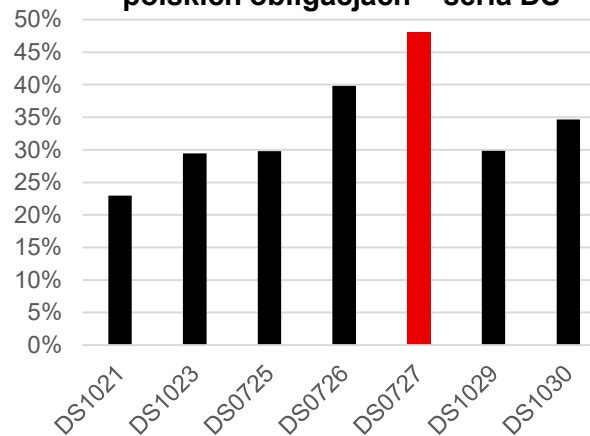
Źródło: MinFin, Santander

### Udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach – seria PS



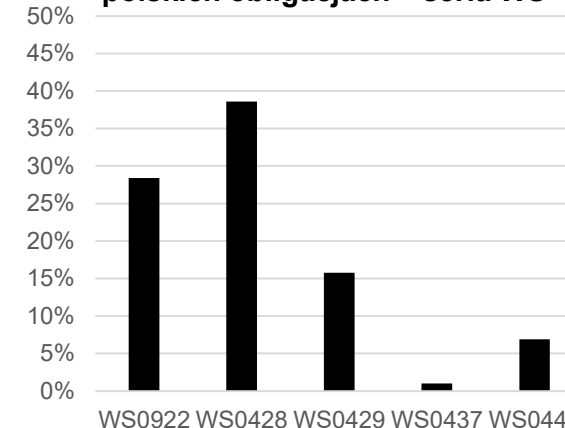
Źródło: Bloomberg, Santander

### Udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach – seria DS



Źródło: MinFin, Santander

### Udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach – seria WS



Źródło: MinFin, 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	2,317.1	2,488.7	556.4	528.2	582.5	650.0	559.0	592.1	625.2	712.3
PKB	% r/r	5.4	4.5	-2.8	4.2	1.9	-8.4	-1.5	-2.8	-1.9	8.4	3.5	6.8
Popyt krajowy	% r/r	5.6	3.5	-3.9	4.0	1.0	-9.5	-3.2	-3.4	-3.4	7.8	4.0	7.3
Spożycie indywidualne	% r/r	4.3	4.0	-3.0	3.3	1.2	-10.8	0.4	-3.2	-3.0	9.0	1.0	7.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9.4	7.2	-8.5	5.3	0.9	-10.7	-9.0	-10.9	-8.0	5.0	5.0	12.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5.9	4.2	-1.1	11.0	0.9	-13.6	3.2	5.2	5.7	28.4	7.6	5.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19.7	3.6	-3.5	-1.3	5.0	-2.8	-10.9	-2.0	-14.1	-7.4	2.3	8.0
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	6.5	5.1	-2.9	2.2	0.8	-10.7	1.0	-2.8	0.0	6.7	-2.8	4.9
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	7.2	5.3	5.4	7.7	3.8	4.8	5.0	5.0	5.2	5.5	5.8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.6	2.2	-0.9	0.2	0.6	-1.7	-1.5	-1.0	-1.4	1.5	0.6	0.2
Stopa bezrobocia*	%	5.8	5.2	6.2	6.2	5.4	6.1	6.1	6.2	6.5	6.0	6.0	6.2
Rachunek bieżący	mln EUR	-6,518	2,611	18,289	17,610	4,623	5,527	3,237	4,902	5,497	5,839	3,087	3,188
Rachunek bieżący	% PKB	-1.3	0.5	3.5	3.2	1.0	2.1	2.8	3.5	3.7	3.7	3.6	3.2
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-0.2	-0.7	-8.4	-5.9	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	1.6	2.3	3.4	3.3	4.5	3.2	3.1	2.9	2.7	3.7	3.2	3.3
CPI *	% r/r	1.1	3.4	2.4	3.4	4.6	3.3	3.2	2.4	3.2	3.5	3.1	3.4
Inflacja bazowa	% r/r	0.7	2.0	3.9	3.0	3.4	3.8	4.2	4.1	3.9	2.9	2.5	2.5

\* 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	0.67	0.20	1.62	0.59	0.24	0.22	0.21	0.20	0.20	0.20
Rentowność obligacji 2L	%	1.59	1.56	0.50	0.10	1.39	0.48	0.11	0.04	0.08	0.13	0.10	0.10
Rentowność obligacji 5L	%	2.51	1.99	0.96	0.92	1.72	0.94	0.71	0.46	0.65	0.90	1.03	1.09
Rentowność obligacji 10L	%	3.21	2.41	1.52	1.65	2.05	1.43	1.35	1.26	1.35	1.63	1.78	1.84
IRS 2L	%	1.92	1.74	0.62	0.40	1.53	0.43	0.27	0.26	0.37	0.42	0.40	0.40
IRS 5L	%	2.43	1.85	0.85	1.20	1.58	0.62	0.59	0.61	0.91	1.21	1.28	1.43
IRS 10L	%	2.89	2.05	1.15	1.75	1.67	0.89	0.96	1.08	1.11	1.84	1.98	2.06
EUR/PLN	PLN	4.26	4.30	4.44	4.55	4.32	4.50	4.44	4.50	4.54	4.61	4.55	4.48
USD/PLN	PLN	3.61	3.84	3.89	3.77	3.92	4.09	3.79	3.77	3.77	3.87	3.76	3.68
CHF/PLN	PLN	3.69	3.86	4.15	4.13	4.05	4.24	4.13	4.17	4.17	4.18	4.14	4.05
GBP/PLN	PLN	4.81	4.90	5.00	5.23	5.02	5.07	4.91	4.98	5.20	5.42	5.26	5.03

\* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **31.03.2021** r. zostało przygotowane przez:

## DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

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

serwis ekonomiczny w Internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

<b>Maciej Reluga,</b> Główny ekonomista, CFO	22 534 18 88
<b>Piotr Bielski,</b> dyrektor	22 534 18 87
<b>Marcin Luzziński</b>	22 534 18 85
<b>Grzegorz Ogonek</b>	22 534 18 84
<b>Wojciech Mazurkiewicz</b>	22 534 18 86



#2 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



# Suplement Sektorowy

Departament Sektorów Strategicznych

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





# Wzrost e-commerce wzmacnia popyt na opakowania

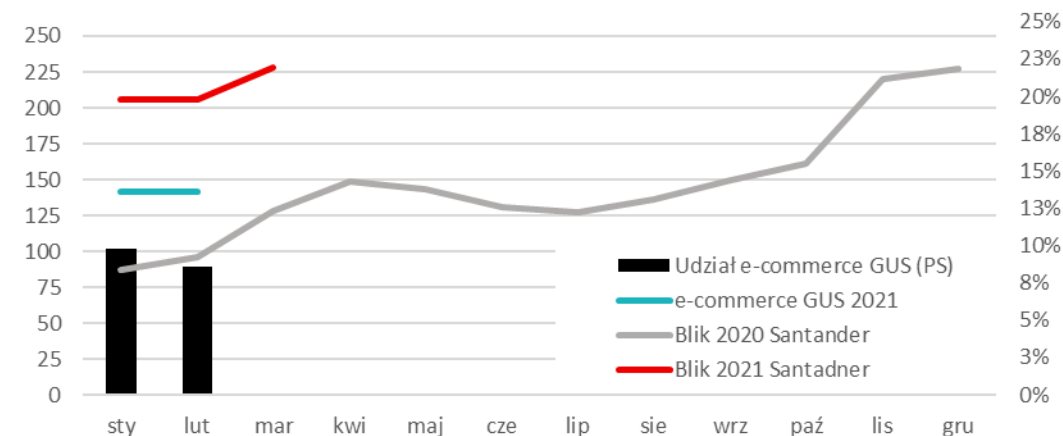
W marcu br. minął rok od kiedy w Polsce odczuwamy bezpośrednie skutki pandemii. Krótką listę sektorów, które skorzystały na obecnym stanie z pewnością można otworzyć handlem internetowym. W ubiegłym roku wzrost obrotów w e-commerce wyniósł blisko 42% r/r, osiągając wartość ok. 70 mld PLN. W 2021 r. utrzymuje się „stan wyjątkowy” – obroty zarówno w styczniu jak i w lutym przekroczyły próg 6 mld PLN, co nawet w ub. r. udało się tylko w czterech miesiącach. Oznacza to wzrost w ujęciu r/r na poziomie aż 56,8%.

Bazując na dynamice transakcji BLIK widzimy, że zaostrzenie restrykcji w marcu ponownie pchnęło konsumentów do przeniesienia zakupów do Internetu. Spośród głównych kategorii liderem wzrostu pozostaje sprzęt AGD (wraz z meblami), z dynamiką na poziomie blisko 100% r/r, widzimy również utrzymanie dynamicznego tempa digitalizacji sektora odzieżowego, gdzie dynamika w okresie sty-lut '21 wyniosła 49% r/r.

Utrzymanie gwałtownego wzrostu wydatków w kanale internetowym ma znaczne przełożenie na wiele sektorów. Poza sektorami dostarczającymi dobra konsumenckie, widzimy również silny pozytywny efekt w całym łańcuchu wartości obsługującym ten kanał sprzedaży. Doskonałym przykładem na to może być branża produkcji opakowań. Szacujemy, że wartość produkcji sprzedanej tego sektora mogła wynieść w ub. r. blisko 47 mld PLN, co stanowi porównywalną skalę do branży meblarskiej, nazywanej polską specjalnością eksportową. Obserwując wyniki sektora opakowań możemy prześledzić zmiany w zachowaniu konsumentów w ub. r.

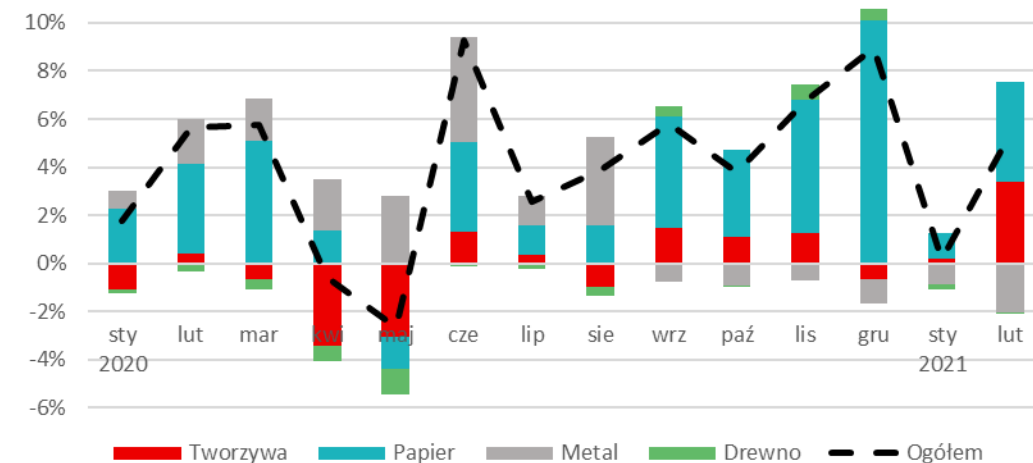
W 1H 20 obserwowaliśmy efekt budowania zapasów przed lockdownem i wzrost popytu na opakowania z metalu jako efekt zwiększonego popytu na żywność konserwową. 2H 20 było napędzane dynamicznym wzrostem dostaw opakowań z papieru i tektury, właśnie na potrzeby sprzedaży wysyłkowej. W pierwszych miesiącach br. widzimy dalszy wzrost roli opakowań z tektury. Rośnie również sprzedaż producentów opakowań z tworzyw sztucznych. Jest to efekt wzrostu cen tworzyw sztucznych wykorzystywanych w przemyśle opakowaniowym - w lutym o ok. 50% r/r., zaś w marcu o blisko 100% r/r.

### Indeks wartości sprzedaży internetowej (12.2019 = 100)



Źródło: GUS, Santander

### Zmiana r/r produkcji przemysłu opakowaniowego w Polsce



Źródło: GUS, Santander



# Przewozy nie do zatrzymania

Przewozy międzynarodowe realizowane przez polskich przewoźników drogowych zachowały się stabilnie w 2020 r. Choć masa przewiezionych przez nich towarów na wszystkich kierunkach spadła o 8,2%, to dystans przejechany po niemieckich płatnych drogach przez polskie pojazdy ciężarowe nie uległ zmianie wobec 2019 r. Rezultat ten można uznać za bardzo dobry, biorąc pod uwagę, że łączny kilometraż naliczony do myta w Niemczech spadł o 1,3%, a wiodący przewoźnicy operujący na tamtejszych drogach, za wyjątkiem Litwy, odnotowali znaczne spadki.

Podobna sytuacja była na początku obecnego roku – w okresie styczeń-luty masa przewiezionych przez polskich przewoźników towarów spadła o 9,2% r/r, ale liczba płatnych kilometrów przejechanych przez nich po niemieckich drogach spadła tylko o 0,4% r/r, podczas gdy liczba kilometrów łącznie naliczonych do myta w Niemczech była niższa o 5,0% r/r.

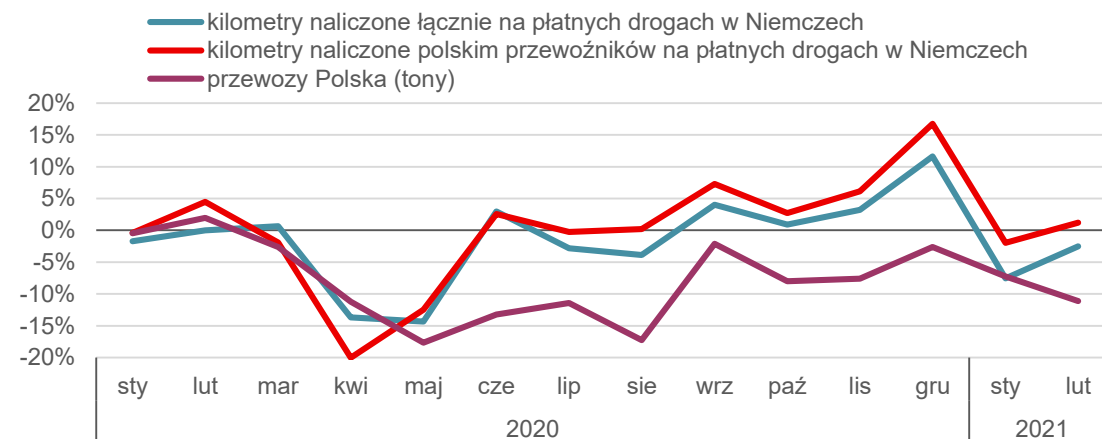
Stabilna sytuacja w przewozach międzynarodowych sprawiła, że kondycja finansowa przewoźników nie uległa istotnej zmianie. Przychody, płynność i zadłużenie w I połowie 2020 r. były podobne jak rok wcześniej, za to wzrosła rentowność, w dużym stopniu dzięki słabemu złotemu oraz wsparciu rządowemu.

Pandemia była okresem pogłębiania różnic między przewoźnikami dużymi a małymi, przejawiających się wyższą dynamiką przychodów czy liczby pojazdów w ruchu międzynarodowym wśród tych pierwszych.

Pod koniec 2020 i na początku obecnego roku widoczna była dodatnia i rosnąca dynamika rejestracji pojazdów ciężarowych przez polskich przewoźników. Częściowo jest to jednak efekt niskiej bazy. Spadki zakupów pojazdów ciężarowych rozpoczęły się już przed obecnym kryzysem, tj. jeszcze w II połowie 2019 r., a pandemia tylko je pogłębiła.

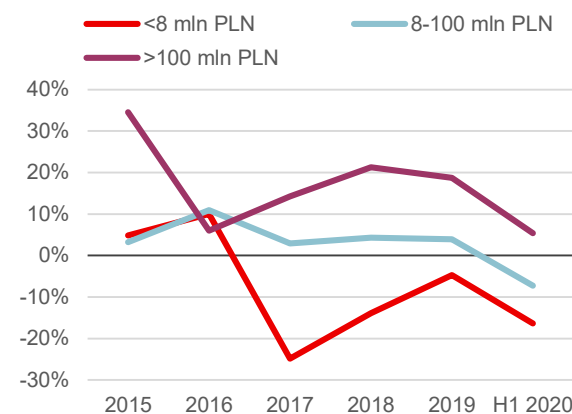
Wobec zakładanych wzrostów PKB Polski i UE prognozujemy wzrost pracy przewozowej krajowych przewoźników drogowych o 4,5-6,7% w 2021 r.

## Przewozy drogowe towarów – Polska oraz myto w Niemczech r/r



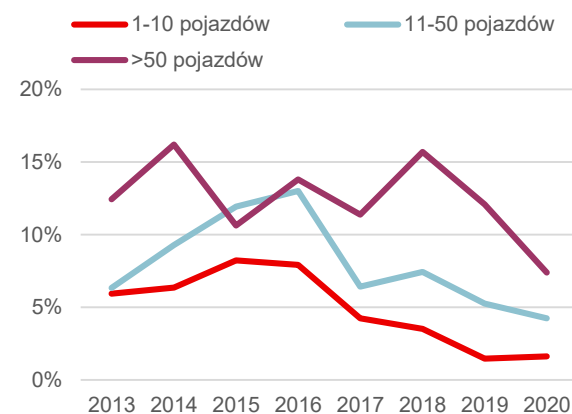
Źródło: GUS, BAG

## Przychody polskich przewoźników >9 zatr. wg przychodów r/r



Źródło: PONT Info, obliczenia Santander Bank Polska

## Pojazdy podmiotów z licencjami międzynarod. wg liczby pojazdów r/r



Źródło: GITD, obliczenia Santander Bank Polska



# Mocny początek roku w meblach pomimo wzrostu restrykcji

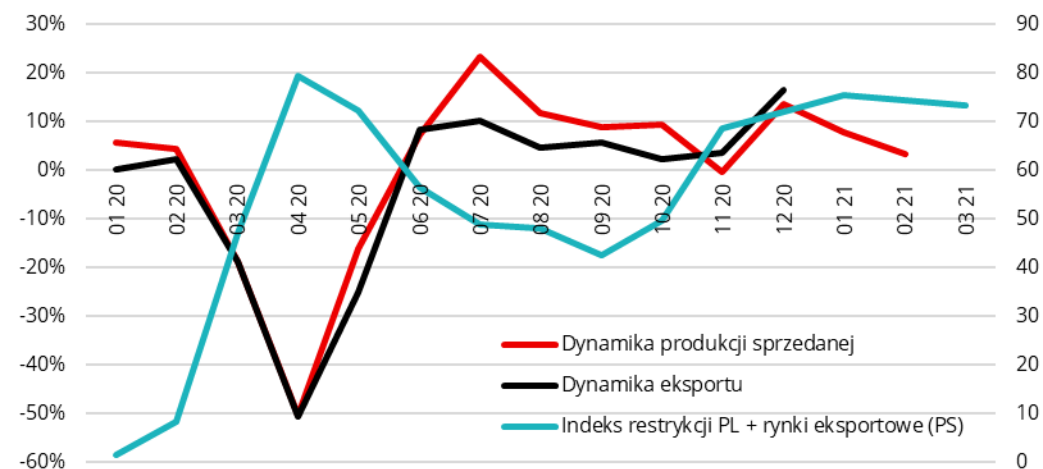
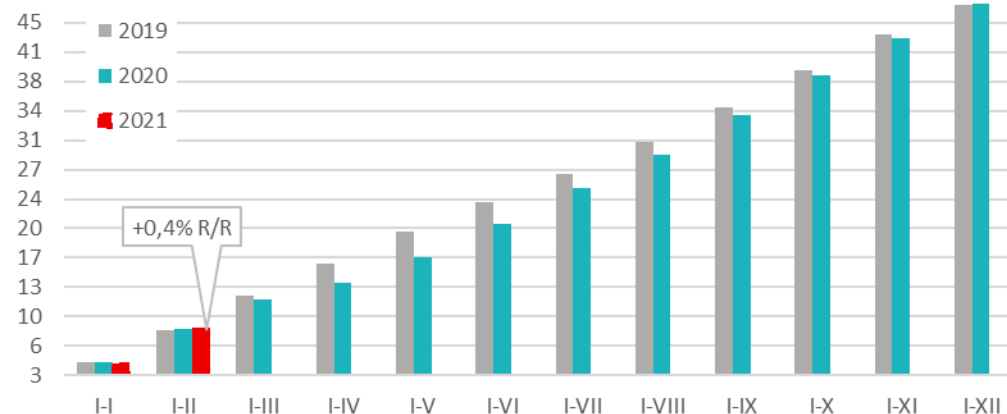
Ubiegły rok zamknął się marginalnym wzrostem produkcji sprzedanej polskiego przemysłu meblarskiego, co należy odczytać jako bardzo dobry wynik biorąc pod uwagę procykliczny charakter branży i spadek krajowego PKB w ub. r. o 2,8%

Pierwsze miesiące br. przyniosły dalszą poprawę wyników. W styczniu produkcja sprzedana zanotowała 2,5% spadek, jednak po oczyszczeniu z efektu różnicy dni roboczych wzrost wyniósłby 7,7% r/r. Z kolei w lutym wzrost wyniósł już „tylko” 3,5%, co wiążemy z utrzymywaniem wysokiego poziomu restrykcji na rynkach UE. Warto zwrócić uwagę, że mówimy tutaj o wzroście wobec okresu z ub. r., kiedy pandemia jeszcze nie uderzyła w branżę meblarską.

W całym ub. r. wartość eksportu mebli z Polski zanotowała spadek o 3,8%. Wartościowo największy spadek zanotowano na rynku niemieckim, jednak warto zwrócić uwagę że na koniec rok strata była wyraźnie mniejsza niż w pierwszej połowie ub. r. Nie udało się to m. in. na takich rynkach jak Wielka Brytania, Francja, czy Czechy. Spośród rynków unijnych Holandia zanotowała największy wzrost dostaw z Polski.

Na głównych rynkach eksportowych utrzymują się rządowe ograniczenia – sklepy są częściowo zamknięte, na niektórych rynkach wymagane jest wcześniejsze umówienie przed wizytą, możliwe są również odbory zamówień internetowych na zasadzie click&collect. Na najważniejszym rynku eksportowym, w Niemczech, zrezygnowano z zaostżenia restrykcji i zamknięcia wszystkich sklepów w trakcie długiego wielkanocnego weekendu, co było potencjalnym ryzykiem dla krajowego przemysłu meblarskiego. W Holandii, która odpowiadała w ub. r. za istotną część wzrostu eksportu, stopniowo rozluźniane są restrykcje. W Wielkiej Brytanii, która utrzymała pozycję 3. największego odbiorcy mebli z Polski, w kwietniu możemy spodziewać się rozluźnienia restrykcji. Mimo zamknięcia sklepów meblowych w Polsce, spodziewamy się, że 4-6% stopa wzrostu produkcji sprzedanej krajowego przemysłu meblarskiego w 2021 r. jest wciąż realna.

### Produkcja sprzedana przemysłu meblarskiego (mld PLN)



\* Średnia miesięczna wartość indeksu restrykcji rządowych uniwersytetu Oxford  
Źródło: Eurostat; Oxford University, obliczenia Santander



# Producenci stolarki zdobywają rynki zagraniczne

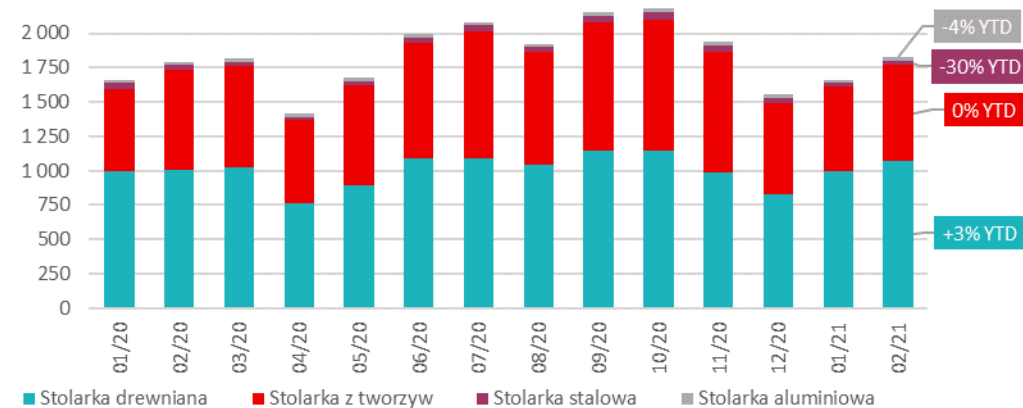
W ub. r. wolumen produkcji stolarki otworowej spadł o 4%, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. W samym grudniu wzrost produkcji wyniósł aż 13,3% r/r, co było najwyższą miesięczną stopą wzrostu tej branży w ub. r. Pierwsze miesiące br. przyniosły kontynuację trendu wzrostowego, wolumen produkcji branży wzrósł o 0,9% r/r. Złożył się na to wzrost w kategorii okien i drzwi z drewna, okien z PCV.

Wartość eksportu stolarki otworowej wzrosła w ub. r. o 4,2% wobec naszych oczekiwań na poziomie ok. 3%. Za ponad 50% wspomnianego wzrostu odpowiadał wzrost eksportu stolarki z PCV, zaś kolejne 18% zostało wypracowane przez stolarkę z aluminium. Oba te segmenty zwiększyły swój udział w strukturze eksportu stolarki otworowej z Polski – w przypadku stolarki z PCV na koniec 2020 r. było 49% wobec 47% w 2019 r., zaś w przypadku stolarki z aluminium było 14% w 2020 vs 13% w 2019. Warto zwrócić uwagę, iż w czasie drugiej fali pandemii dynamika eksportu stolarki z Polski była pozytywnie skorelowana ze wzrostem restrykcji, w przeciwieństwie do sytuacji w czasie pierwszej fali. Można to interpretować jako przesunięcie łańcuchów dostaw, czy też zwyczajnie ekspansję firm z Polski w UE.

Największym rynkiem zarówno pod względem wartości jak i wzrostu dostaw były Niemcy. Razem z Francją i Holandią odpowiadały one za blisko 60% wzrostu sprzedaży eksportowej w ub. r. Warto również wskazać USA, Kanadę i Meksyk, które razem odpowiadały za 8,2% ubiegłorocznego wzrostu. W efekcie spodziewamy się, że w ub. r. istotnie wzrosła rola eksportu w sprzedaży krajowych producentów stolarki, sięgając nawet 60%.

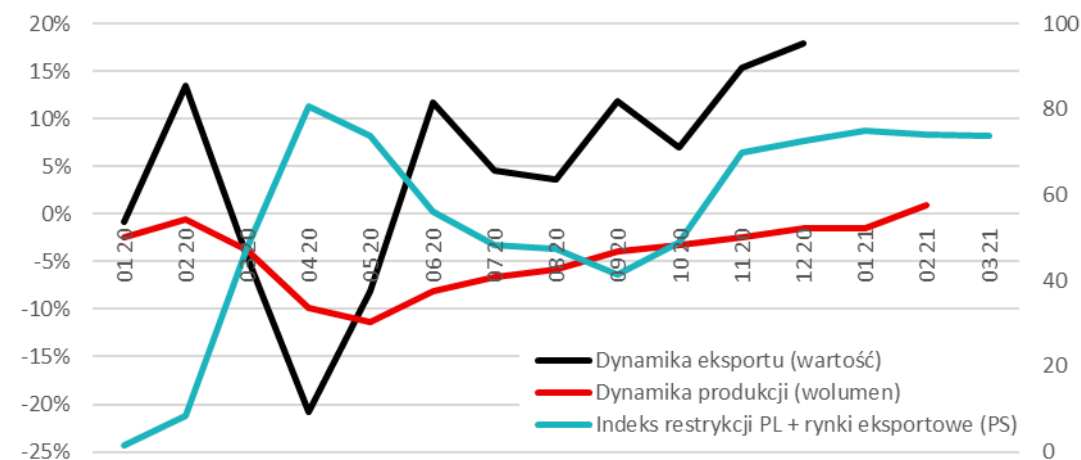
Na rynku krajowym, mimo iż w lutym br. padł rekord pod względem liczby mieszkań przekazanych do użytkowania, to liczba mieszkań w budowie spadła tylko nieznacznie, dzięki równie silnemu impulsowi od strony liczby mieszkań których budowę rozpoczęto. Być może inwestorzy spodziewają się, że ograniczenia spowodowane pandemią ustaną w perspektywie cyklu budowy mieszkania lub domu, co mogłoby przynieść równie silny impuls ze strony rynku remontowego. Przyczyniłoby się to do silniejszego odbicia branży w br.

Wolumen produkcji stolarki otworowej (tys. szt.)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Zmiana r/r produkcji sprzedanej i eksportu mebli, indeks\* restrykcji rządowych



\* Średnia miesięczna wartość indeksu restrykcji rządowych uniwersytetu Oxford  
Źródło: Eurostat, Oxford University; obliczenia Santander



# Słabszy niż zakładano początek roku w motoryzacji

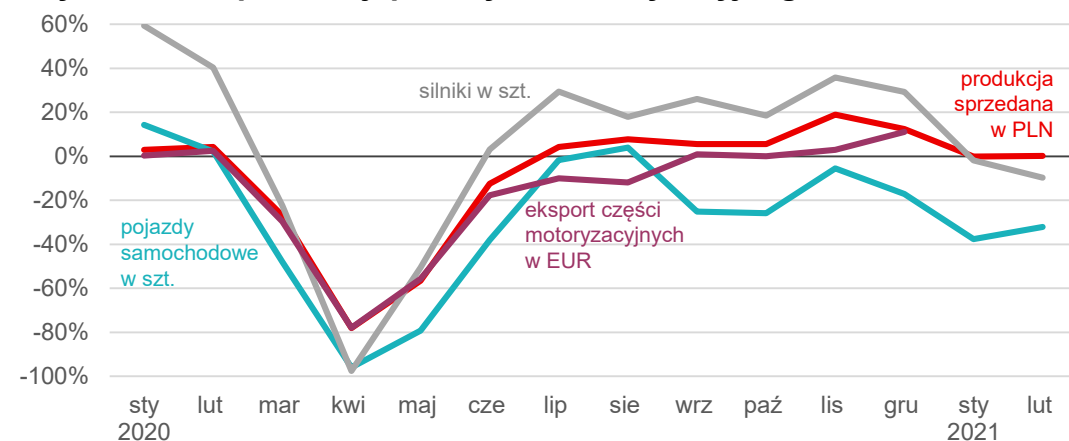
Początek 2021 roku w produkcji motoryzacyjnej okazał się być słabszy niż oczekiwano. Popyt w Europie nadal spadał – liczba rejestracji w okresie styczeń-luty zmalała o 23,1% r/r. Lepiej poradziły sobie Stany Zjednoczone (-8,4% w pojazdach lekkich) i Chiny (+73%, choć bardzo niska baza z ubiegłego roku). Dodatkowym czynnikiem ograniczającym produkcję były problemy z dostawami półprzewodników, które mogą być widoczne również w kolejnych miesiącach.

Po udanej jesieni i dodatnich dynamikach pod koniec 2020 roku, od początku bieżącego roku widać spadki w produkcji aut osobowych w krajach będących głównymi importerami produkowanych w Polsce części, tj. w Czechach, Wielkiej Brytanii i Hiszpanii. Również wiodącemu odbiorcy, tj. Niemcom, nie pomógł nawet relatywnie duży udział eksportu do bardziej, w relacji do Europy, stabilnych Chin, czy Stanów Zjednoczonych.

Na tym tle wciąż dobrze radzi sobie krajowy przemysł motoryzacyjny ogółem, który utrzymał wartość produkcji sprzedanej na poziomie ubiegłorocznym. Co więcej, w styczniu i lutym spadały wolumeny produkcji zarówno pojazdów samochodowych, jak i silników, co w tym momencie jednoznacznie wskazuje na części i komponenty samochodowe jako segment, który utrzymywał sprzedaż całego sektora na niezmiennym poziomie r/r. Na pewno sprzedaży części sprzyjał stabilny segment części zamiennych, co widać choćby po dobrych wynikach czołowych krajowych dystrybutorów, a pod koniec roku zaczął rosnąć również eksport części.

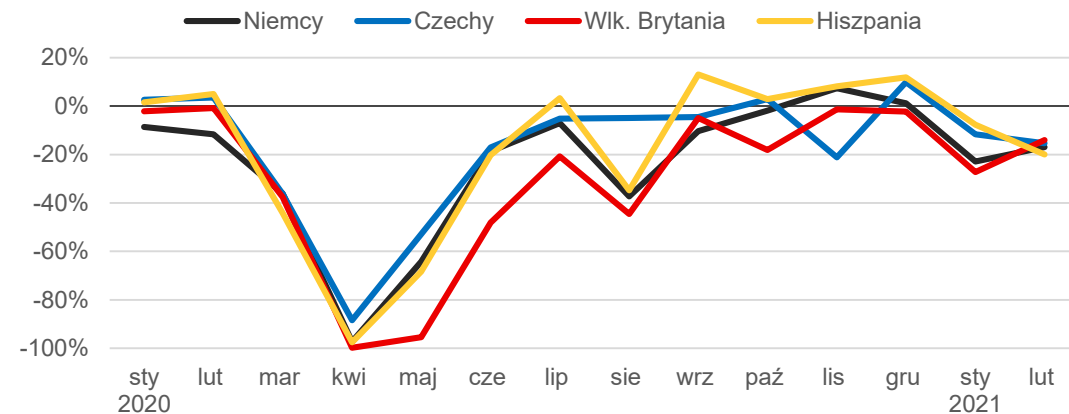
Dotychczasowe prognozy zmiany sprzedaży pojazdów lekkich w Europie w 2021 r., zawierające się przedziale 10-13%\*, mogą ulec obniżeniu, jeśli sytuacja nie zacznie się poprawiać w kolejnych miesiącach. Długoterminowo zakłada się, że Europa wróci do wolumenów produkcji z 2019 r. najwcześniej w 2023 r. Takiego zdania są analitycy\*\*, ale podobnie przewidują krajowi producenci części, z których większość oczekuje, że nastąpi to w latach 2022-2023\*\*\*. Podobny harmonogram przewiduje się dla USA, za to Chiny mogą przebić poziomy z 2019 r. już w roku 2021.

**Dynamika r/r produkcji przemysłu motoryzacyjnego w Polsce**



Źródło: GUS, Eurostat

**Dynamika r/r produkcji aut osobowych w krajach - głównych odbiorcach polskiej produkcji części**



Źródło: VDA, SAP, SMMT, ANFAC



\* Moody's, S&P, VDA, LMC Automotive  
\*\* Moody's, S&P  
\*\*\* badanie AutomotiveSuppliers.pl





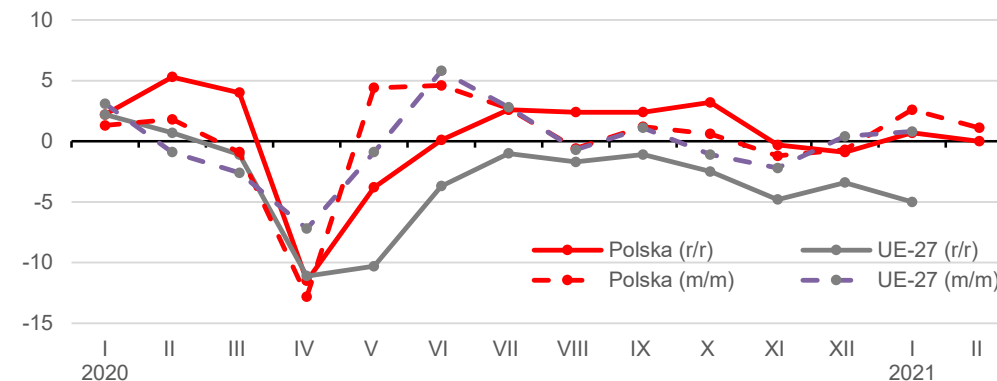
# Wzrost produkcji przemysłu spożywczego

Pomimo niepewności związanej z kolejnymi falami pandemii sytuacja krajowego przemysłu spożywczego była dosyć stabilna w pierwszych miesiącach bieżącego roku. Jak pokazują wyrównane sezonowo i kalendarzowo dane Eurostat, łączna wartość produkcji sprzedanej (artykułów spożywczych, napojów i produktów tytoniowych) w średnich i dużych firmach w styczniu oraz w lutym wzrosła w relacji miesięcznej, odpowiednio o 2,6% oraz 1,1%. Z kolei w porównaniu do analogicznych okresów 2020 r. (po uwzględnieniu liczby dni roboczych) dynamika w styczniu była dodatnia i wyniosła 0,7%, zaś w lutym wartość produkcji ukształtowała się na poziomie sprzed roku. W tym obszarze krajowy przemysł spożywczy pozytywnie wyróżniał się na tle Unii Europejskiej. Jak pokazują wstępne dane, w styczniu średnia dynamika miesięczna w UE-27 była niższa niż zarejestrowana w Polsce (o 1,8 p.p.). Z kolei w relacji rocznej na poziomie UE odnotowano 5-procentowy spadek.

W głównej kategorii, tj. artykułach spożywczych, wartość produkcji sprzedanej krajowego przemysłu była wyższa r/r zarówno w styczniu jak i w lutym. Gorzej wyglądała sytuacja w przemyśle napojowym. W styczniu wartość produkcji była niższa o 8,2% r/r, zaś w lutym niższa o 7,1% r/r. Z kolei w przypadku wyrobów tytoniowych w styczniu odnotowano silny wzrost w relacji do grudnia, co pozwoliło na osiągnięcie dodatniej dynamiki r/r (+1,2%) Jednak w lutym wartość obniżyła się zarówno m/m, jak i r/r (-11%).

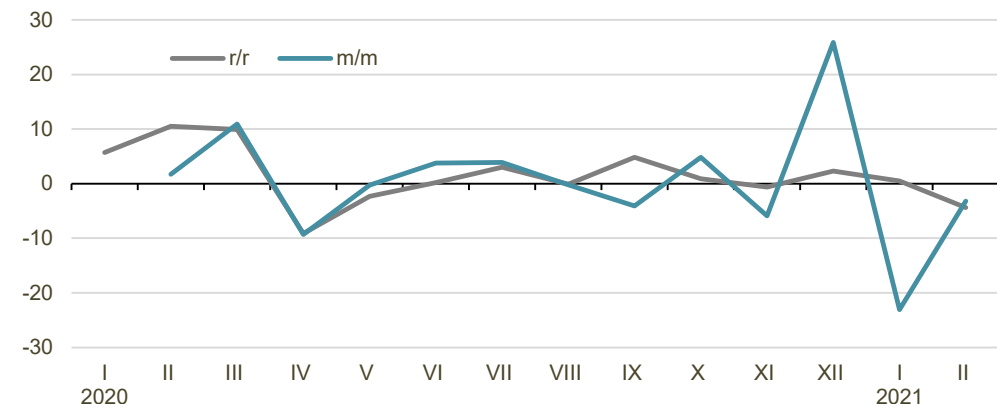
W styczniu czynnikiem wsparcia dla produkcji przemysłowej był popyt krajowy. Sprzedaż detaliczna żywności wprawdzie obniżyła się po okresie Świąt Bożego Narodzenia, jednak jej poziom pozostał wyższy niż przed rokiem. Według GUS, roczna dynamika sprzedaży w styczniu (w cenach bieżących) wyniosła +0,5%, przy jednym dniu handlowym mniej niż rok wcześniej. Z kolei w lutym nastąpiło osłabienie obrotów w handlu detalicznym żywnością. Wartość sprzedaży obniżyła się o 3,2% m/m, co oznacza głębszy spadek niż średnio obserwowany we wskazanym miesiącu w ciągu ostatniej dekady. W efekcie dynamika roczna również była ujemna.

## Dynamiki produkcji sprzedanej branży spożywczej w Polsce oraz w UE-27 (%)



Źródło: Eurostat, obliczenia Santander

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



Źródło: GUS, obliczenia Santander



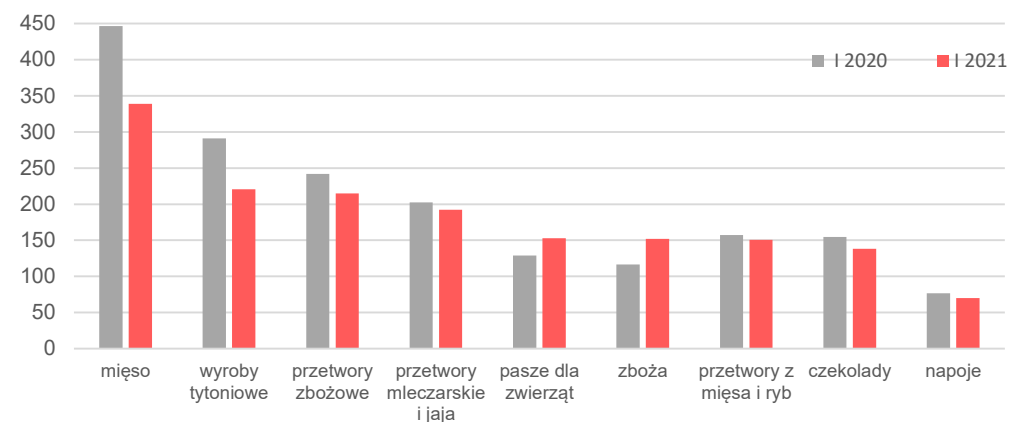
# Spadek eksportu żywności w styczniu

W 2020 r. polski eksport żywności osiągnął kolejny rekord, pomimo trudnych warunków pandemii. Według wstępnych danych, łączna wartość sprzedaży zagranicznej wyniosła 34 mld euro, co oznacza wzrost o 7% w relacji rocznej. Jednak początek roku przyniósł poważny spadek w eksporcie. W styczniu wartość żywności wywiezionej poza granice Polski wyniosła 2,4 mld euro i była niższa o 9% w porównaniu do analogicznego okresu 2020 r. Dla porównania, w kwietniu 2020 r., czyli podczas lockdownu w UE, eksport był niższy jedynie o 1,2% r/r. W styczniu odnotowano spadki większości głównych kategorii. Bardzo wysokie, 24-procentowe, obniżki r/r zarejestrowano w przypadku dwóch najważniejszych asortymentów: mięsa nieprzetworzonego oraz wyrobów tytoniowych. O 11% niższa niż przed rokiem była sprzedaż zagraniczna przetworów zbożowych oraz produktów czekoladowych. O 9% spadł eksport napojów. Z kolei wzrost odnotowano w przypadku zbóż (o 31%) i pasz dla zwierząt (o 19%).

Na styczniowe wyniki eksportu istotny negatywny wpływ miał m.in. spadek sprzedaży do Wielkiej Brytanii, która w ostatnich latach była drugim największym odbiorcą zagranicznym polskiej żywności. W styczniu wartość eksportu na rynek brytyjski wyniosła 172 mln euro i była niższa o 30% w relacji rocznej. Wysokie spadki – sięgające 20-30% – odnotowano również w sprzedaży z innych krajów UE do Wielkiej Brytanii, m.in. z Francji, Hiszpanii oraz Irlandii. Z jednej strony mógł to być efekt silnego zwiększenia zapasów żywności w Wielkiej Brytanii pod koniec 2020 r., w obawie przed bezumownym Brexitem. Jednak z drugiej strony może to być również skutek nowych formalności w handlu UE-UK, który nie odbywa się już na tak preferencyjnych warunkach, jak przed końcem ubiegłego roku.

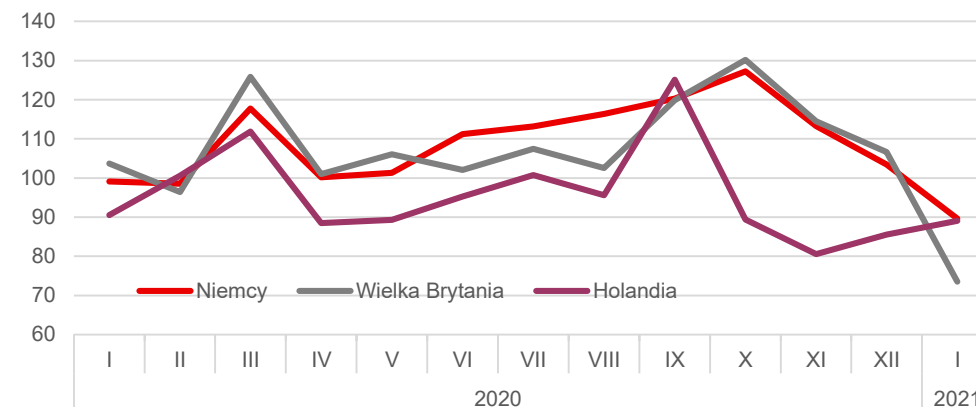
W kolejnych miesiącach głównym czynnikiem ryzyka dla branży spożywczej pozostanie pandemia, zarówno biorąc pod uwagę potencjał rynku krajowego, jak i eksportu. Jeśli poprawa sytuacji epidemicznej będzie następowała zbyt wolno, firmy spożywcze mogą nie być w stanie wykorzystać części potencjału miesięcy wiosennych i letnich.

Wartość eksportu głównych grup towarowych (mln euro)



Źródło: Eurostat, obliczenia Santander

Indeks wartości eksportu żywności z Polski na główne rynki zbytu (średnia wartość miesięczna w 2019 = 100)



Źródło: GUS, obliczenia Santander

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **30.03.2021** r. zostało przygotowane przez:

## **DEPARTAMENT SEKTORÓW STRATEGICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

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

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

### **Analizy sektorowe:**

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

### **Kontakt biznesowy:**

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

## 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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://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

