

Komentarz Specjalny

Co wspiera wzrost?

- W miarę wychodzenia z *lockdownu* uwaga ekonomistów i inwestorów coraz bardziej koncentruje się na oczekiwanym ożywieniu i perspektywach wzrostu. Jest to dobry moment, aby podsumować ostatnie zmiany i działania, które mają realną szansę ograniczyć skalę recesji w Polsce.
- Działania ze strony polityki fiskalnej oraz pieniężnej wydają się odgrywać istotną rolę - gdyby nie one, spadek PKB byłby o około 3,5 punktu procentowego głębszy. Niemniej wpływ tych czynników jest już w znacznym stopniu uwzględniony w naszych obecnych prognozach (-5% w 2020 r.) i dlatego przestrzeń do pozytywnych niespodzianek z tego tytułu – choć istnieje – jest ograniczona.
- To co w napływających informacjach wydaje się nowe (i nie jest jeszcze uwzględnione w konsensusie), to korzystny wpływ czynników zewnętrznych. Bardziej optymistyczne prognozy popytu krajowego w Niemczech mogą okazać się korzystne dla Polski, dodając do dynamiki PKB w kraju około 1 pkt. proc.
- Ponadto nowe fundusze z UE (Instrument Odbudowy) powinny od 2021 roku zacząć wywierać pozytywny wpływ na aktywność w kraju. Co prawda zdolność Polski do szybkiego ich wykorzystania może być początkowo ograniczona, z czasem sytuacja powinna się poprawiać. Zakładając, że w 2021 r. Polska wykorzysta połowę rocznej alokacji grantów, mogłoby to dodać do wzrostu około 0,9 pkt. proc.
- Powyższe argumenty pozwalają bardziej pozytywnie spojrzeć na perspektywę wzrostu w Polsce. W szczególności mogą one stanowić podstawę do rewizji prognoz na 2021 rok.
- Czynniki te pozytywnie wpływają również na 2020 rok, jednak w tym przypadku z oceną warto poczekać na publikację „twardych” danych makroekonomicznych za maj, które pozwolą na kalibrację oczekiwanego ożywienia po *lockdownie*.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Co wspiera wzrost?

Wybuch pandemii i podjęte działania w celu ograniczenia jej skutków miały silny negatywny wpływ na aktywność w II kwartale. Niemniej w miarę wychodzenia z *lockdownu* obecnie uwaga uczestników rynku koncentruje się w pełni na oczekiwanym ożywieniu. Jest to dobry moment, aby podsumować ostatnie zmiany i działania, które mają realną szansę ograniczyć skalę recesji w Polsce. Część z nich dotyczy czynników zewnętrznych (zagranicznych), a część jest związana z decyzjami krajowej polityki fiskalnej i pieniężnej.

1. Impuls ze strony banku centralnego i budżetu

W ostatnich tygodniach polska gospodarka otrzymała bardzo istotne wsparcie ze strony krajowej polityki pieniężnej i fiskalnej. Kolejne wersje tarcz antykryzysowych zapewniły wsparcie płynnościowe dla firm, ułatwiając im przejście przez okres *lockdownu* i ograniczając skalę problemów płynnościowych przedsiębiorstw. Na początku pandemii jako uzasadnienie dla zdecydowanych działań fiskalnych i monetarnych wskazywaliśmy ryzyko, że kryzys płynnościowy dotknie nawet „zdrowych” firm, prowadząc do ich upadku i wynikającego z tego trwałego ubytku potencjału produkcyjnego. Odpowiedź fiskalna istotnie ograniczyła to zagrożenie.

Tabela 1 porównuje szacowane działania fiskalne w poszczególnych krajach Europy Środkowej, przedstawiając również orientacyjny wpływ podjętych działań na PKB w 2020 roku. Biorąc pod uwagę skalę podjętych działań i prawdopodobne mnożniki fiskalne szacujemy, że gdyby nie pakiety fiskalne i quasi-fiskalne w Polsce, PKB byłby w bieżącym roku o około 3 punkty procentowe niższy niż zakładamy w bazowym scenariuszu.

Tabela 1. Ogłoszone działania fiskalne i quasi-fiskalne w Europie Środkowej

	Pakiet działań z tego:			Wpływ na wzrost PKB w 2020 r. pkt.proc.)
	fiskalnych i quasi-fiskalnych (% PKB)	Działania wpływające na deficyt	Działania pośrednie (gwarancje, pożyczki, etc.)	
CZ	20.8	4.1	16.7	2.0
HU	15.0*	5.4*	9.5	2.6
PL	11.4	4.0**	7.4**	3.0

Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych krajowych.

Wsparciem dla gospodarki było również poluzowanie polityki pieniężnej. Dotychczasowe obniżki stóp procentowych do niemal zera oraz słabość złotego mogą dodać nawet około 0,5 punktu procentowego do dynamiki PKB w 2020 i 2021 roku. Dodatkowo, program skupu aktywów był kluczowym czynnikiem, który ułatwił znaczne rozluźnienie fiskalne, bez wywierania presji na wzrost rentowności. W sumie oznacza to, że **gdyby nie działania polityki gospodarczej (fiskalnej i monetarnej), recesja byłaby znacznie głębsza i mogłaby przekroczyć 8% w 2020 roku.**

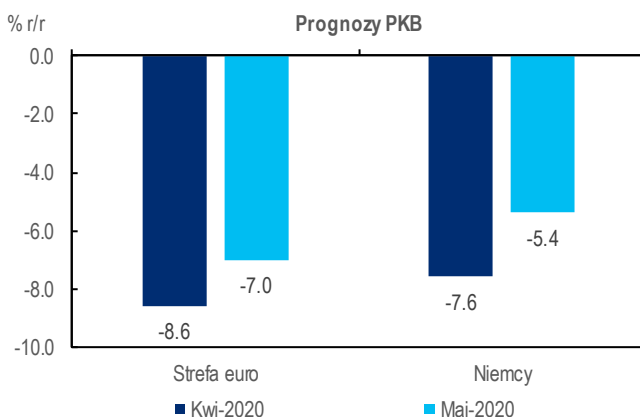
Należy jednak pamiętać o rozróżnieniu między działaniami krótko i długoterminowymi. W praktyce pakiet fiskalny „kupił” gospodarce więcej czasu na dostosowanie się do nowych warunków, ale nie zmienił tego, że takie dostosowanie będzie ostatecznie konieczne. W uzyskanym czasie powinna nastąpić zmiana niektórych modeli działania firm, szkół i urzędów, umożliwiająca uwzględnienie nowych wymagań sanitarnych oraz dostosowanie struktury kosztów do zmienionej rzeczywistości. Na podstawie

opinii epidemiologów i wirusologów może zakładać, że podobny reżim działania społeczeństwa i gospodarki może być utrzymany przez rok lub nawet kilka lat (do momentu wynalezienia leku, szczepionki lub uzyskania przez społeczeństwo zbiorowej odporności)¹. Utrzymywanie wsparcia fiskalnego w dotychczasowej skali przez kilka kwartałów z rządu może okazać się nierealne. Dlatego w naszych prognozach zakładamy, że wraz z wygasaniem tarcz ochronnych ujawniać się będą opóźnione konsekwencje pandemicznego szoku, w postaci wzrostu bezrobocia i upadłości firm, których modele biznesowe nie są w stanie uwzględnić nowej rzeczywistości. Chociaż wsparcie fiskalne zapewne będzie kontynuowane, najprawdopodobniej będzie ono miało znacznie mniejszą skalę niż dotychczas, a przez to nie będzie mogło już odgrywać tak dużej roli w podtrzymywaniu wzrostu gospodarczego.

2. Niemiecki pakiet stymulacyjny na pomoc Polsce

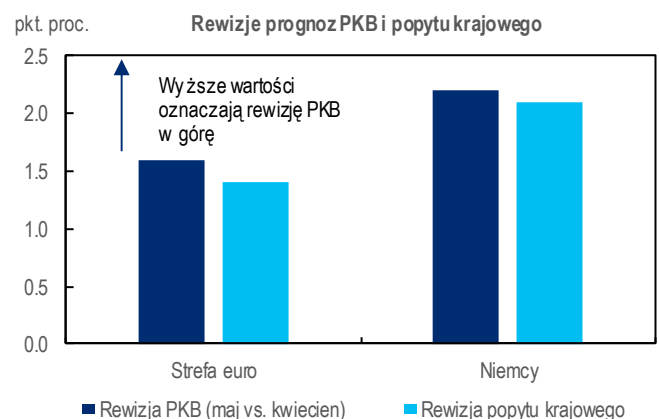
Jako pozytywny można ocenić fakt, że perspektywy w otoczeniu zewnętrznym Polski zaczęły się poprawiać. W ciągu ostatniego miesiąca zrewidowaliśmy nasze prognozy dla Niemiec w górę o 2,2 pkt. proc. W rezultacie obecnie spodziewamy się spadku niemieckiego PKB w 2020 roku o 5,4% i choć jest to wciąż głębokie tąpnięcie, skala poprawy jest trudna do zignorowania. Zmiana ta związana jest przede wszystkim z poprawą perspektyw popytu krajowego (wykres 2). Do tego dochodzi ogłoszony pod koniec maja przez rząd w Berlinie pakiet fiskalny szacowany na 4% PKB, który ma szansę pomóc niemieckiej gospodarce w II połowie roku. Naszym zdaniem powyższe zmiany powinny być analizowane w kontekście informacji o relatywnie skutecznym ograniczeniu pandemii w Niemczech, a sama skala tych działań powoduje, że błędem byłoby ich pomijanie przy formowaniu prognoz dla polskiej gospodarki.

Wykres 1. Rewizje wzrostu w Niemczech i strefie euro...



Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych Eurostat

Wykres 2. ...wynikają głównie z lepszych perspektyw popytu krajowego



Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych Eurostat

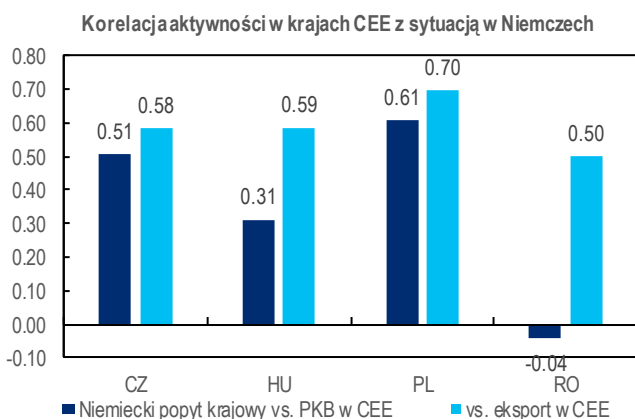
Ponieważ poprawa dotyczy przede wszystkim niemieckiego popytu krajowego (a nie eksportu), Polska może na tym skorzystać więcej niż

¹ Nie jest jasne czy szczepionka zostanie rzeczywiście opracowana, ale według epidemiologów może to nastąpić najwcześniej w pierwszej połowie 2021 roku. Nawet wówczas szczepionka musiałaby zostać wyprodukowana w wystarczającej liczbie i nie jest jasne czy Polska miałaby do niej dostęp na wczesnym etapie.

pozostałe gospodarki Europy Środkowej. O ile w przypadku wzrostu niemieckiego eksportu, pierwszym beneficjentem są zazwyczaj Czechy, w przypadku poprawy popytu krajowego jest nim Polska. Taka sytuacja odzwierciedla inną strukturę powiązań handlowych Polski i Niemiec niż w przypadku pozostałych gospodarek w regionie, w tym wyższy udział eksportu żywności oraz innych produktów, które trafiają na rynek lokalny, a nie są re-eksportowane.

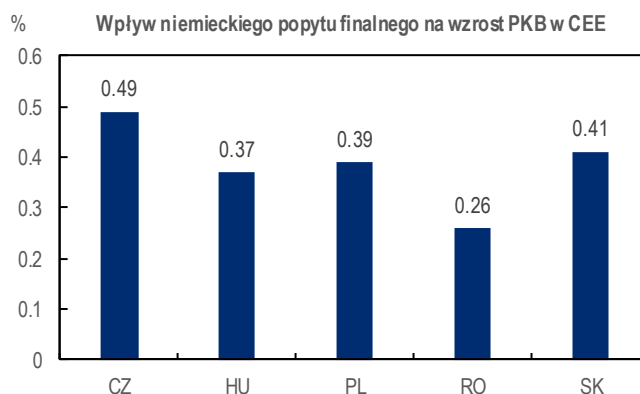
W pewnym uproszczeniu dane z wykresów 5 oraz 6 mogą stanowić przybliżenie wrażliwości polskiego PKB na niemiecki popyt krajowy. Na ich podstawie **można szacować, że poprawa prognoz dla Niemiec o 2 punkty procentowe może potencjalnie dodać około 1 pkt. proc. do polskiego PKB w 2020 roku.**

Wykres 3. Polska ma szansę zyskać na poprawie niemieckiego popytu krajowego więcej niż inne kraje regionu



Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych Eurostat

Wykres 4. Wzrost popytu finalnego w Niemczech o 1 pkt. proc. dodaje do wzrostu PKB w Polsce około 0,4 pp.



Źródło: Oliver Picek Enno Schröder (2018) "Spillover effects of Germany's final demand on Southern Europe", The World Economy, August 2018.

3. Wsparcie ze strony UE

Drugim zewnętrznym czynnikiem, który niespodziewanie może pomóc w odbiciu polskiej gospodarki jest unijny Instrument Odbudowy (*Next Generation EU*). Został on zaproponowany pod koniec maja i jego kwota jest szacowana łącznie na 750 mld euro, z czego 665 mld ma za zadanie wspierać inwestycje oraz zmiany strukturalne w poszczególnych krajach UE. Łatwo się pogubić w poszczególnych podprogramach, ale według naszych szacunków dzięki *Next Generation EU* Polska może otrzymać w latach 2021-2024 łącznie około 64 mld euro, z czego niemal 38 mld euro w postaci grantów (pozostałość w postaci pożyczek).

Chociaż porównania nowego programu do „tradycyjnych” funduszy unijnych narzucają się same, naszym zdaniem między tymi programami istnieją istotne różnice. Kraje UE chcące skorzystać z nowych funduszy powinny przedstawić plan identyfikujący główne wyzwania, w tym przede wszystkim te dotyczące cyfrowej transformacji oraz zielonych inwestycji. Zidentyfikowanie powyższych wyzwań i zaprojektowanie inwestycji w tych dziedzinach może być w przypadku krajów Europy Środkowej trudniejsze niż planowanie i realizowanie inwestycji infrastrukturalnych, które napędzały wzrost w przeszłości. Dlatego prawdopodobnie tym razem Polska może nie

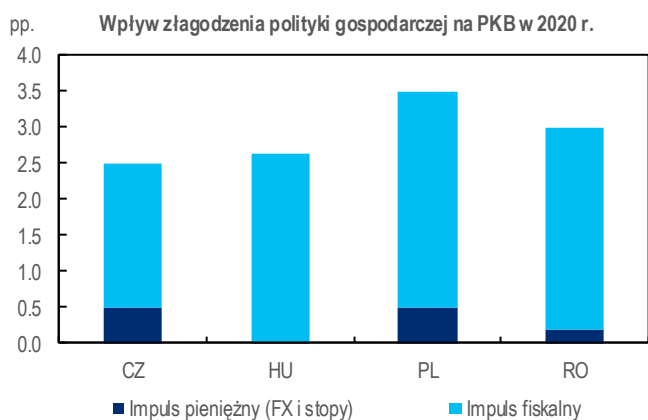
być w stanie wykorzystać środków z Instrumentu Odbudowy równie sprawnie, jak to miało miejsce w przypadku funduszy spójności.

Z tego powodu zakładamy, że wykorzystanie funduszy w pierwszym roku (tj. w 2021) będzie wciąż ograniczone, a przyspieszy dopiero na późniejszym etapie. Jako robocze założenie przyjmujemy, że wpływ funduszy z *Next Generation EU* na wzrost PKB w Polsce będzie w przyszłym roku odpowiadał około 50% alokacji grantów (naszym zdaniem Polska będzie korzystać głównie z grantów, a będzie unikać pożyczek). **Oznacza to, że uruchomienie nowych programów z UE może w 2021 roku dodać do wzrostu w kraju około 0,9 pkt. proc.**

4. Podsumowanie

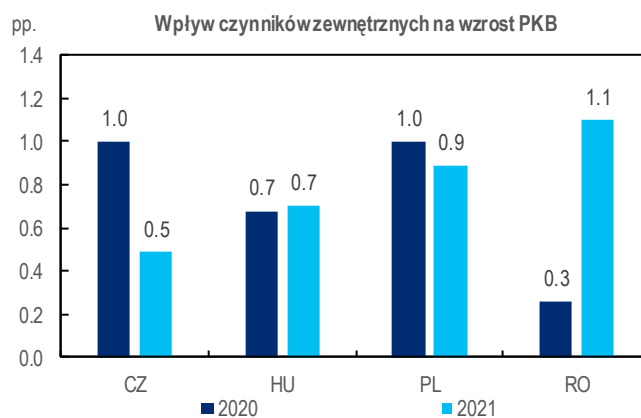
■ Działania ze strony polityki fiskalnej oraz pieniężnej powinny wyraźnie złagodzić skalę recesji w tym roku. Gdyby nie one, spadek PKB byłby o około 3,5 punktu procentowego głębszy (wykres 5). Niemniej wpływ powyższych czynników jest już w znacznym stopniu uwzględniony w naszych obecnych prognozach (recesja 5% w br.) i dlatego przestrzeń do pozytywnych niespodzianek z tego tytułu – choć istnieje – jest raczej ograniczona.

Wykres 5. Wzrost w Polsce byłby w 2020 roku wyraźnie niższy gdyby nie poluzowanie polityki monetarnej i fiskalnej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 6. Ostatnia poprawa perspektyw wzrostu w otoczeniu zewnętrznym jeszcze nie jest w pełni uwzględniona w prognozach i daje przestrzeń do pozytywnych niespodzianek



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

■ To co jest naprawdę nowe w napływających informacjach (i nie jest jeszcze uwzględnione w naszych prognozach i konsensusie), to znaczna poprawa perspektyw dla otoczenia zewnętrznego. Bardziej optymistyczne prognozy wzrostu popytu krajowego w Niemczech mogą okazać się korzystne dla Polski. Wraz z zaprezentowanym przez Berlin programem stymulacji fiskalnej, powyższe zmiany powinny dodać do wzrostu w kraju około 1 pkt. proc. (w 2020 roku).

■ Nowe fundusze z UE, przeznaczone na zwiększenie inwestycji i pobudzenie gospodarek UE, powinny mieć pozytywny wpływ począwszy od 2021 roku. Co prawda zdolność Polski i innych krajów UE do szybkiego ich wykorzystania może być początkowo ograniczona, z czasem sytuacja się powinna poprawiać. Zakładając, że w 2021 r. Polska wykorzysta połowę rocznej alokacji grantów, mogłoby to dodać do wzrostu około 1 pp.

- Powyższe argumenty pozwalają bardziej pozytywnie spojrzeć na perspektywy wzrostu w Polsce. W szczególności mogą one stanowić podstawę do rewizji prognoz na 2021 rok. Wówczas koncentrować się będzie efekt nowych funduszy z UE i opóźniony efekt ożywienia w Niemczech. Na pewno czynniki te pozytywnie wpływają również na 2020 rok, jednak w tym przypadku z oceną warto poczekać na publikację „twardych” danych makroekonomicznych za maj, które pozwolą na kalibrację oczekiwanego ożywienia po *lockdownie*.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

Komentarz Specjalny

16/06/2020

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
