

# ZMIANA KURSU W POLSKIEJ GOSPODARCE: CZY NADCHODZĄCE SPOWOLNIENIE OGRANICZY PRESJĘ INFLACYJNĄ?

MICHAŁ DYBUŁA, GŁÓWNY EKONOMISTA  
MARCIN KUJAWSKI, STARSZY EKONOMISTA  
DEP. ANALIZ EKONOMICZNYCH I SEKTOROWYCH

1 CZERWCA 2022



**BNP PARIBAS**

Bank zmieniającego się świata

## PODSUMOWANIE

- W świetle bardzo dobrych wyników polskiej gospodarki na początku roku, prognozujemy, że wzrost PKB w całym bieżącym roku wyniesie 5,5%. Będzie to jednak w dużej mierze efekt wysokiego wolumenu wytworzonych dóbr i usług w okresie od stycznia do marca. W najbliższych miesiącach spodziewamy się spowolnienia gospodarczego, na co wpływ będzie mieć przede wszystkim widoczne już schłodzenie globalnej koniunktury.
- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w drugiej połowie roku doświadczymy technicznej recesji tj. dwóch kwartałów z rzędu, w których PKB się skurczy. W rezultacie prognozujemy, że na początku przyszłego roku dynamika wzrostu gospodarczego w ujęciu rok do roku będzie oscylować w okolicach zera. Sądzymy, że w całym 2023 roku PKB będzie wyższy o około 1,5% w porównaniu z tegorocznym wynikiem.
- Mimo pogorszenia koniunktury przewidujemy, że w nadchodzących miesiącach inflacja w Polsce pozostanie wysoka i średniorocznie wyniesie odpowiednio 13,5% i 10,5% w tym i przyszłym roku. Przewidywane w nadchodzących kwartałach spowolnienie gospodarcze ograniczy dodatnią lukę popytową i zmniejszy popyt na pracę. Sądzymy jednak, że odkręcanie się spirali płacowo-cenowej i sprowadzenie inflacji do poziomów zgodnych z celem inflacyjnym zajmie trochę czasu.
- W efekcie, o ile nie wystąpią bardzo korzystne zjawiska w gospodarce światowej, które silnie obniżyłyby dynamikę cen, powrót inflacji w okolice poziomu 3,5% wydaje się być możliwy dopiero w 2024 roku, a być może nawet później.
- W warunkach trwałej presji inflacyjnej uważamy, że mimo nadchodzącego spowolnienia gospodarczego Rada Polityki Pieniężnej będzie kontynuować cykl podwyżek stóp procentowych, a stopa referencyjna NBP osiągnie pod koniec roku poziom 8%.
- W przypadku kursu walutowego spodziewamy się, że przy przewidywanych przez nas podwyżkach stóp procentowych, złoty powinien być relatywnie stabilny, a kurs EURPLN w najbliższych miesiącach może oscylować w okolicach poziomu 4,60.



## Prognozy Banku BNP Paribas

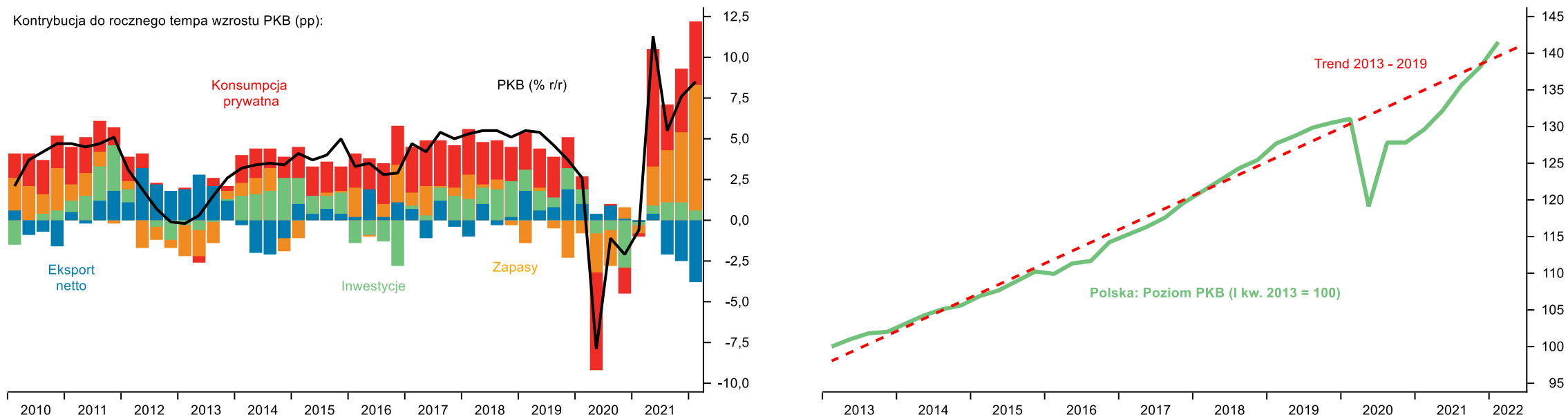
<b>Główne wskaźniki dla Polski:</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Wzrost PKB (% r/r)	5,9	5,5	1,5
Inflacja CPI (% r/r)	5,1	13,5	10,5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,75	8,00	7,00
EURPLN (koniec okresu)	4,59	4,60	4,55

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Bank BNP Paribas

- Prognozujemy, że w tym roku PKB w Polsce wzrośnie o 5,5%.
- W przyszłym roku spodziewamy się spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego do 1,5%.
- Przewidujemy, że inflacja będzie przekraczać 7% r/r końca przyszłego roku.
- Uważamy, że RPP będzie kontynuować podwyżki stóp proc., a stopa referencyjna NBP wzrośnie w tym roku do 8%.



# WZROST PKB W POLSCE: BARDZO MOCNY POCZĄTEK ROKU

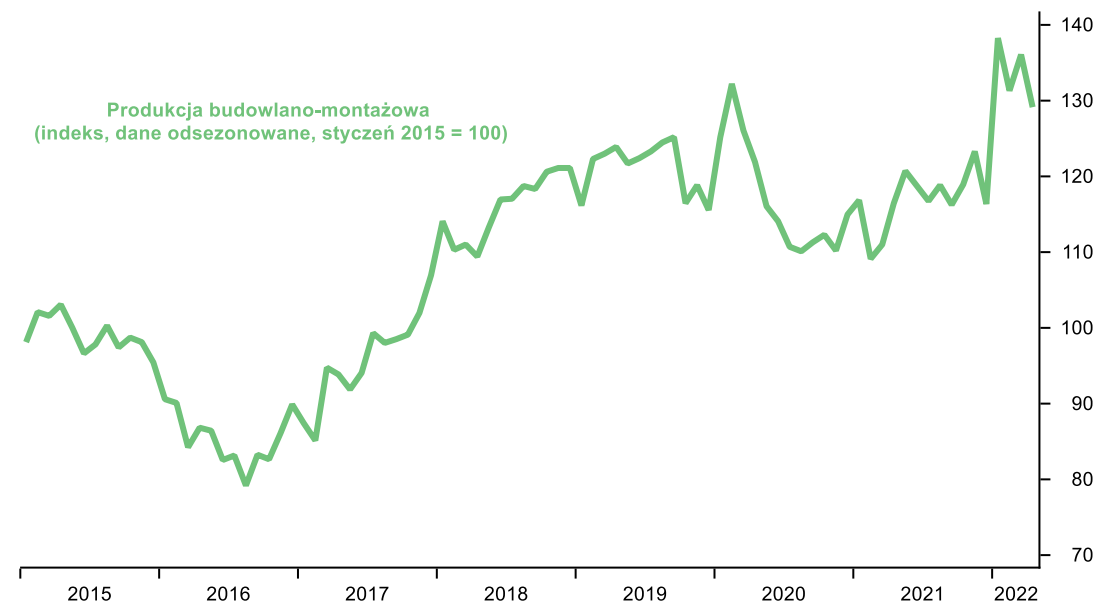
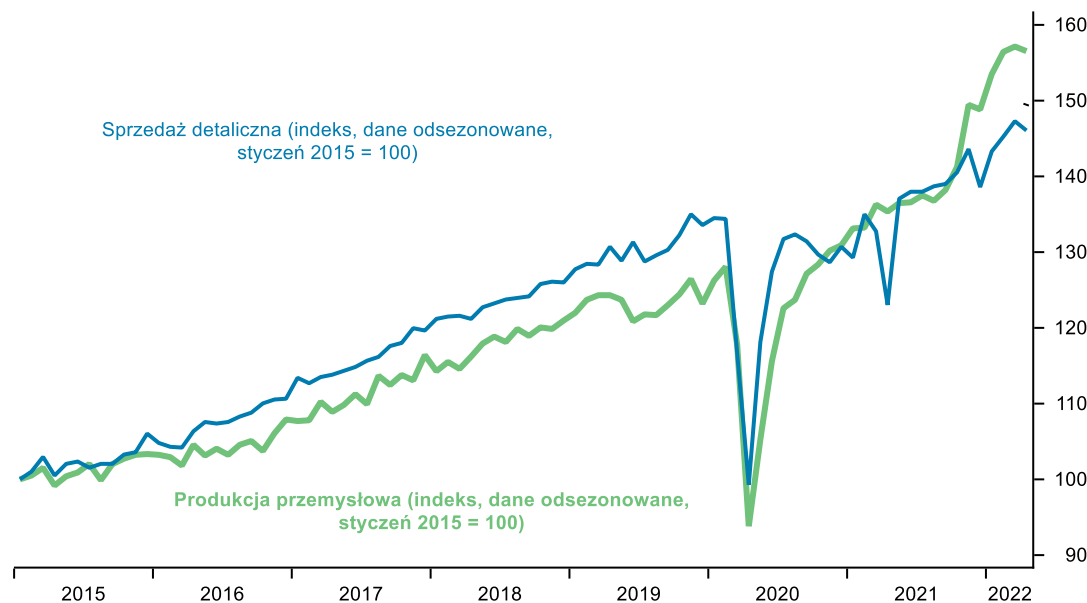


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Produkt Krajowy Brutto w Polsce wzrósł w pierwszym kwartale o 2,4% kw/kw i 8,5% r/r. W efekcie gospodarka wkroczyła w drugi kwartał mocno rozpędzona, choć trzeba zwrócić uwagę na dużą rolę przyrostu zapasów. Po marcu poziom PKB był o ponad 8% wyższy niż przed pandemią i znajdował się powyżej trendu z lat 2013 - 2019.
- W świetle bardzo dobrych wyników polskiej gospodarki na początku roku prognozujemy, że wzrost PKB w całym bieżącym roku wyniesie 5,5%. Przy wysokim punkcie startowym dla tegorocznego wzrostu gospodarczego, prognoza ta zakłada wyraźne schłodzenie koniunktury w najbliższych miesiącach.



# POLSKA: KWIETNIOWE DANE ZAPOWIADAJĄ NADCHODZĄCE SPOWOLNIENIE

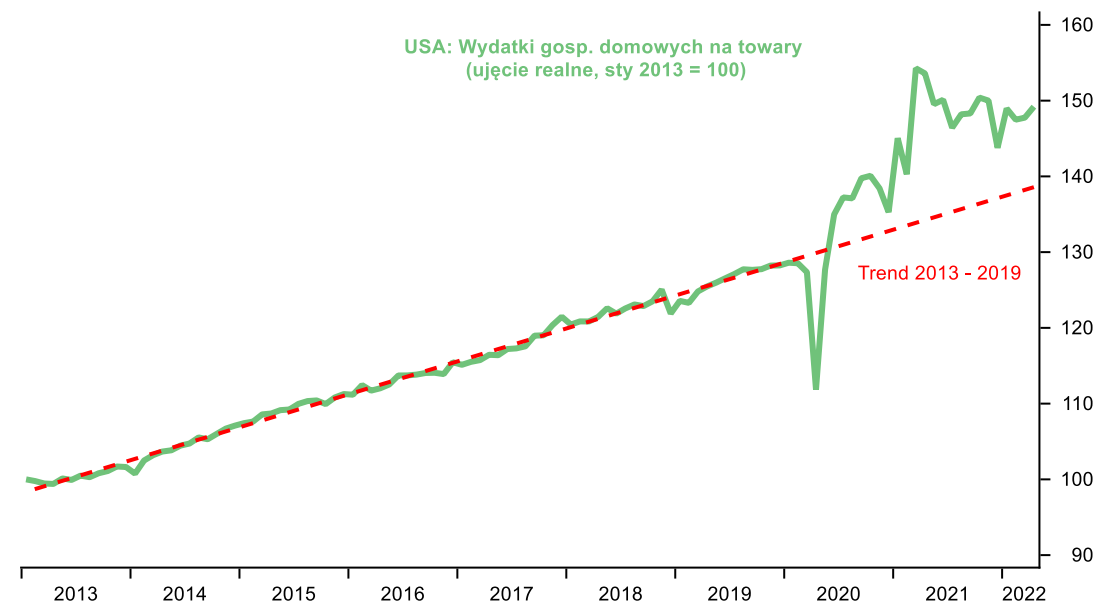
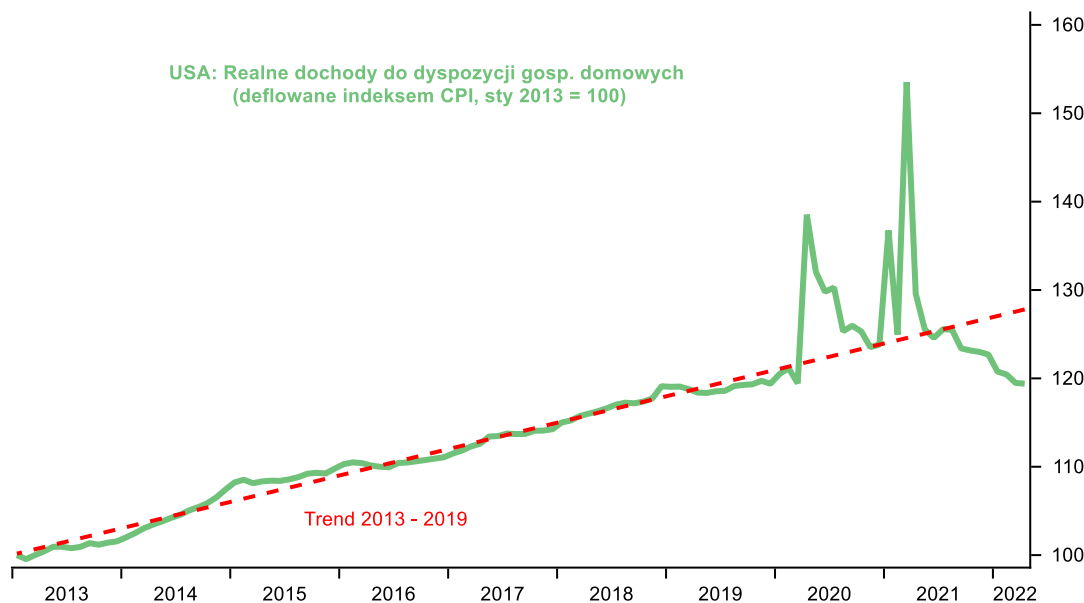


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Choć kondycja polskiej gospodarki w kwietniu pozostała dobra, miesięczne dane o koniunkturze (produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, sprzedaż detaliczna) zdają się już sygnalizować pewne osłabienie aktywności.
- W ujęciu odsezonowanym wszystkie indeksy aktywności obniżyły się w porównaniu z marcem. Szczególnie wyraźny spadek widoczny był w przypadku produkcji budowlanej, która spadła o 5% m/m.
- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w drugim kwartale dynamika PKB wyniesie około 0% kw/kw.



# USA: WYSOKA INFLACJA CIĄŻY GOSPODARSTWOM DOMOWYM



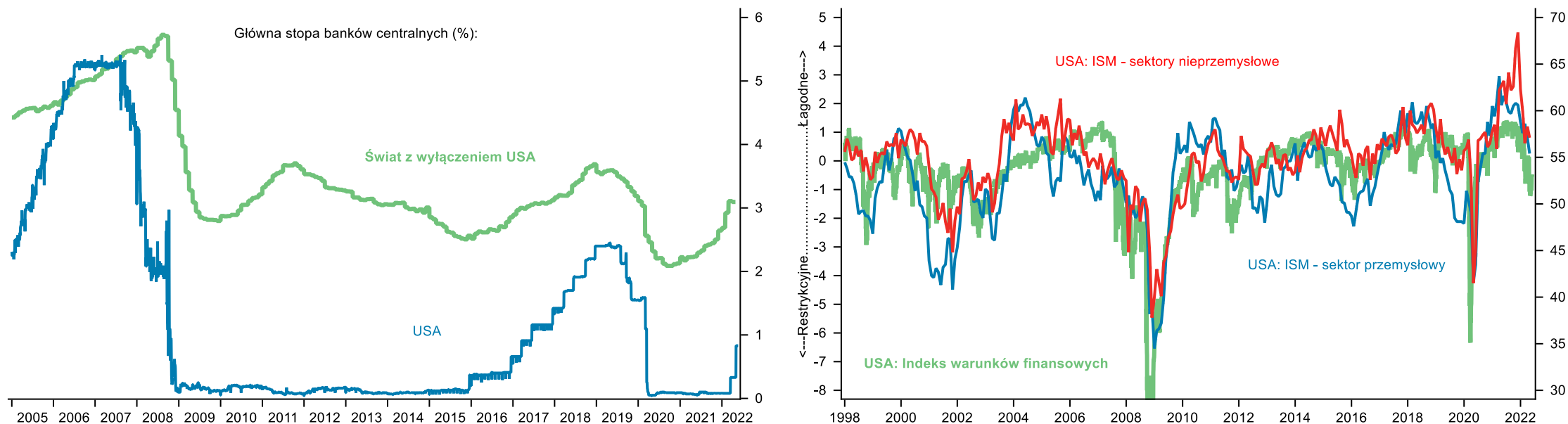
Źródło: BEA, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W najbliższych miesiącach spodziewamy się dalszego spowolnienia gospodarczego, na co wpływ będzie mieć przede wszystkim widoczne już schłodzenie globalnej koniunktury. Słabsza kondycja światowej gospodarki będzie naszym zdaniem wynikać w dużej mierze z wysokiej inflacji, która ogranicza siłę nabywczą bieżących dochodów.
- W USA realne dochody do dyspozycji znajdują się obecnie wyraźnie poniżej notowanego w latach 2013 - 2019 trendu. Póki co, dzięki zgromadzonym w trakcie pandemii oszczędnościom, wydatki konsumpcyjne pozostają relatywnie odporne na wzrost cen, jednak sądzimy, że globalny popyt - przede wszystkim na towary - będzie słabł.





# ŚWIAT: ZSYNCHRONIZOWANY CYKL ZACIEŚNIANIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

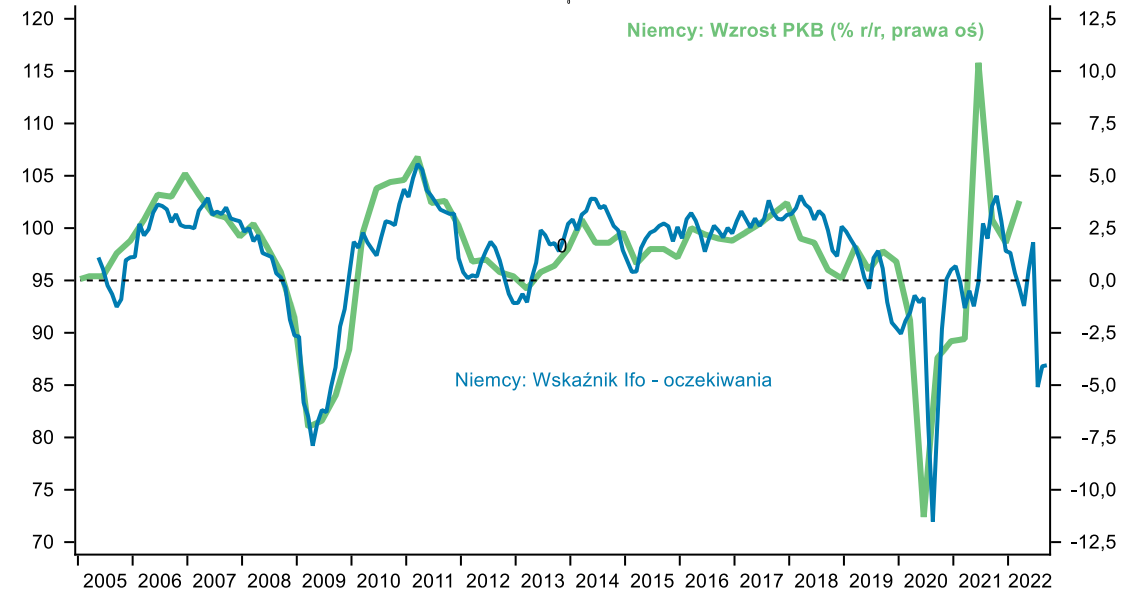


Źródło: Dallas Fed, ISM, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Dodatkowo w kierunku niższego globalnego popytu oddziaływać będzie zsynchronizowany cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Wiele banków centralnych zdecydowało się na podwyżki stóp procentowych. W USA Rezerwa Federalna podniosła główną stopę procentową już o 75pb, a oczekiwania rynkowe zakładają jej dalszy wzrost do 3%.
- Zaostrzenie warunków monetarno-finansowych wpłynie na pogorszenie koniunktury. Mniejsza dostępność i wyższe oprocentowanie kredytów oraz wpływający na wyceny na rynku akcji wzrost stóp dyskontowych przekładać się będą na ograniczenie globalnego popytu.



# STREFA EURO SZCZEGÓLNIIE ZAGROŻONA RECESJĄ?



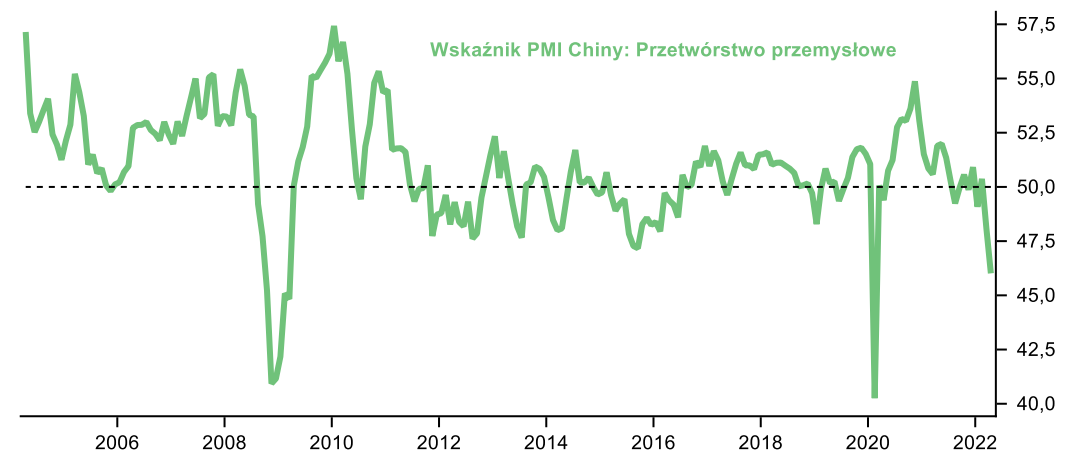
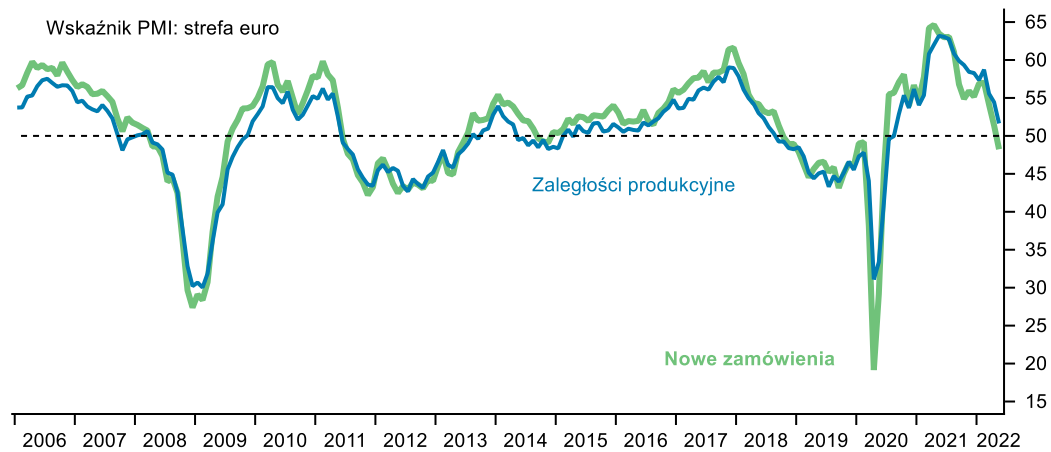
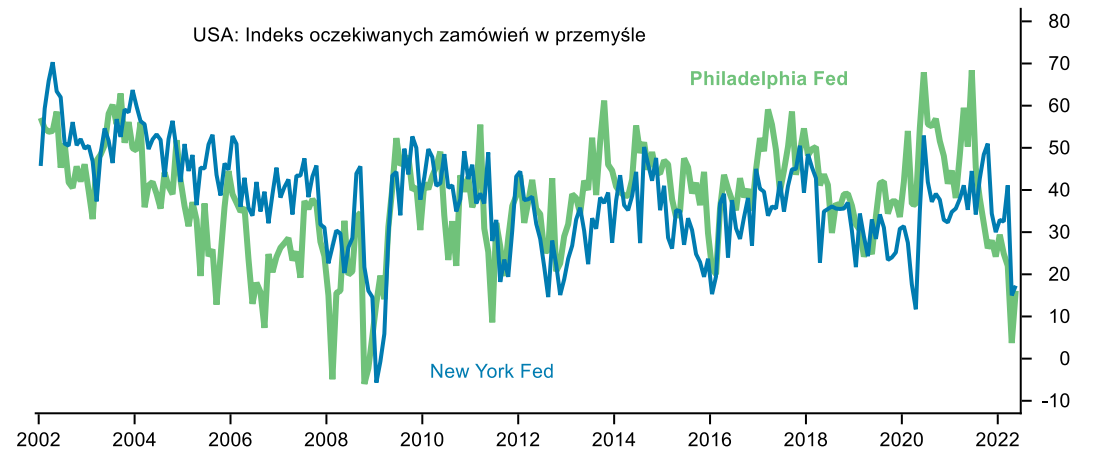
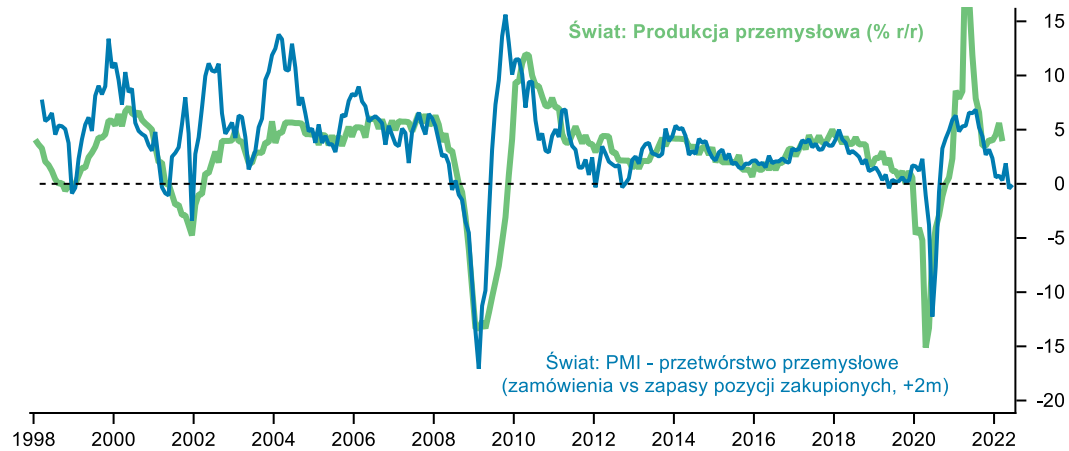
Źródło: EBC, Eurostat, Ifo, Destatis, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W nadchodzących miesiącach strefa euro wydaje się być szczególnie zagrożona recesją, co ze względu na bliskie relacje handlowe ma istotny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce.
- Realne dochody gospodarstw domowych mocno ucierpiały przez skok inflacji. Dodatkowo strefa euro jest mocno zależna od dostaw surowców energetycznych z Rosji, których cena i dostępność są obarczone dużą niepewnością.
- Przygotowywany w Niemczech przez instytut Ifo indeks oczekiwań wskazywałby na istotne ryzyko spadku PKB w głównej gospodarce strefy euro w drugiej połowie bieżącego roku.





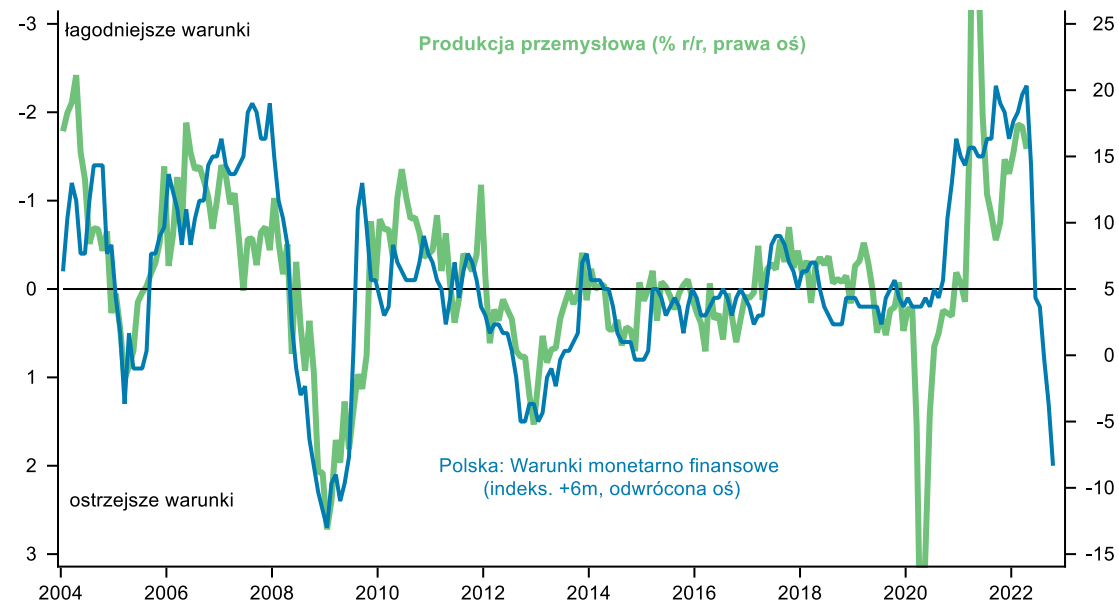
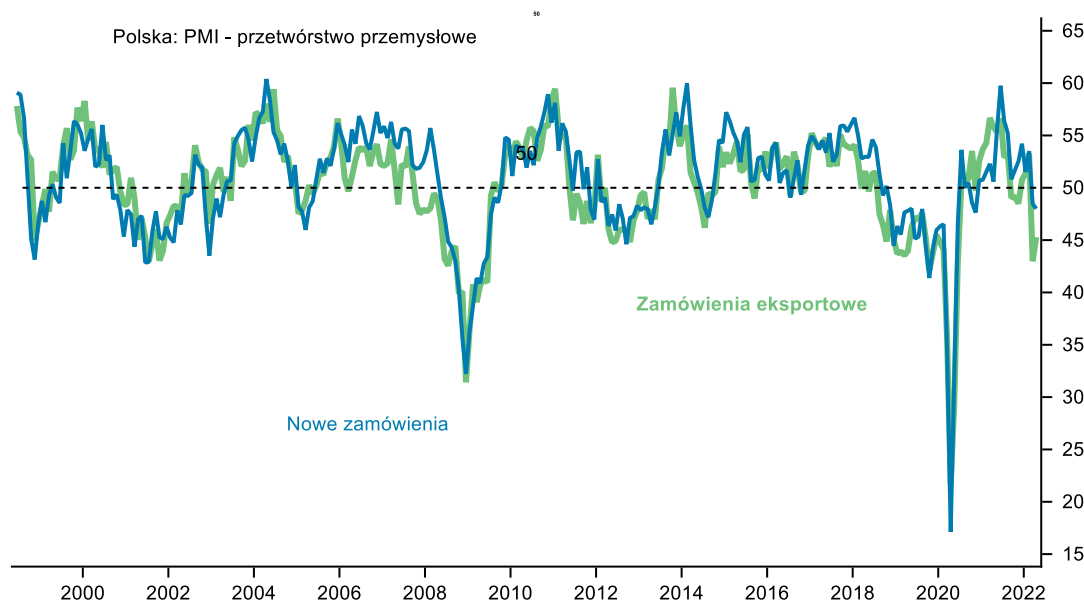
# RYZIKO SILNIEJSZEGO GLOBALNEGO SPOWOLNIENIA W SEKTORZE PRZEMYSŁOWYM



Źródło: Bank Światowy, Markit, New York Fed, Philadelphia Fed., Macrobond, Bank BNP Paribas

- Sygnały schłodzenia koniunktury widoczne są jednak nie tylko w strefie euro. W danych o globalnym indeksie PMI można dopatrzeć się zwiastunów recesji. W Chinach sytuacja także nie wygląda optymistycznie, choć tam rolę odgrywa też polityka zero-covid.

# POLSKA: GORSZE PERSPEKTYWY DLA PRZEMYSŁU

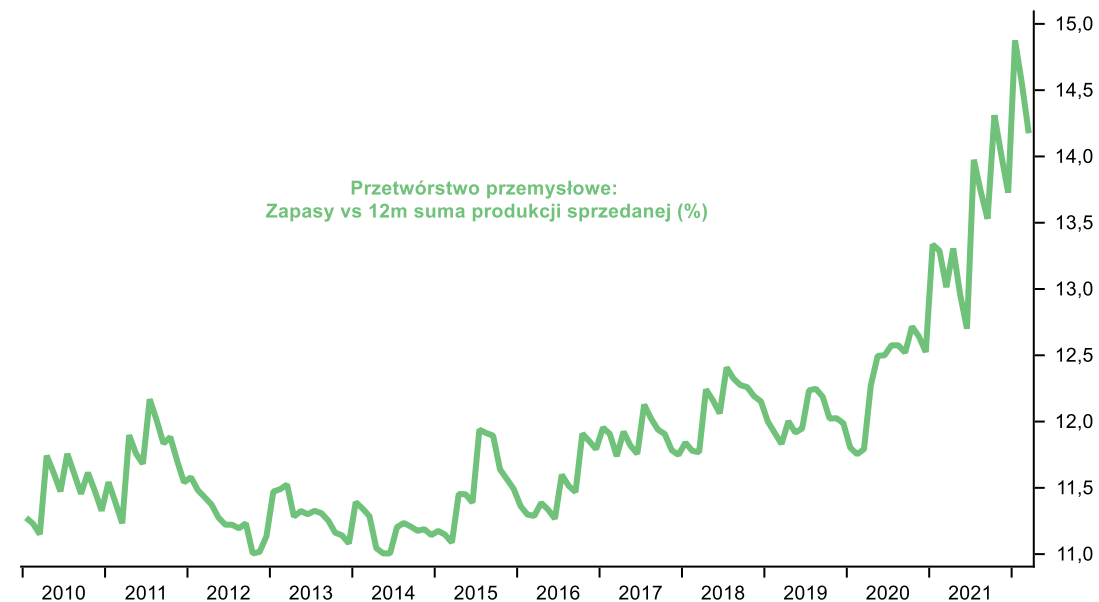
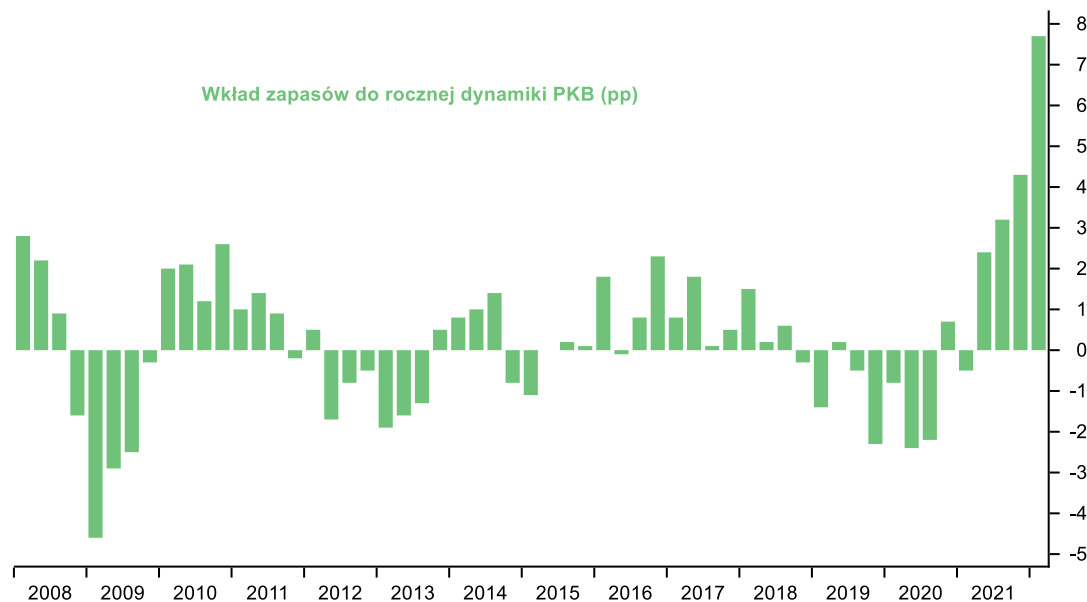


Źródło: GUS, Markit, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Pogorszenie się sytuacji gospodarczej na świecie przełoży się naszym zdaniem także na wyniki polskiej gospodarki, w tym przede wszystkim na kondycję sektora przemysłowego. W danych o wskaźniku PMI od dwóch miesięcy widać silny spadek indeksów dotyczących zamówień, w tym zwłaszcza zamówień eksportowych.
- Dodatkowo w kierunku obniżenia wolumenu produkcji oddziaływać będą też szybko zaostrzające się warunki monetarno-finansowe. Historyczna relacja sugerowałaby, że przy tak restrykcyjnych warunkach, wolumen produkcji przemysłowej może w kolejnych miesiącach wyraźnie się obniżyć.



# POLSKA: KONIEC ZWYŻEK W CYKLU ZAPASÓW?

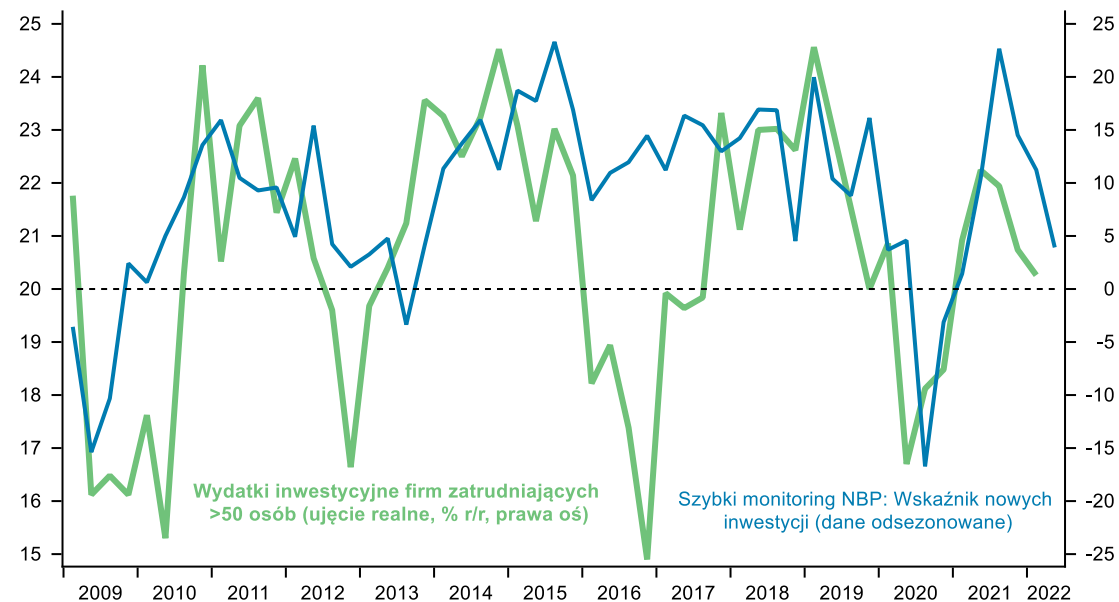
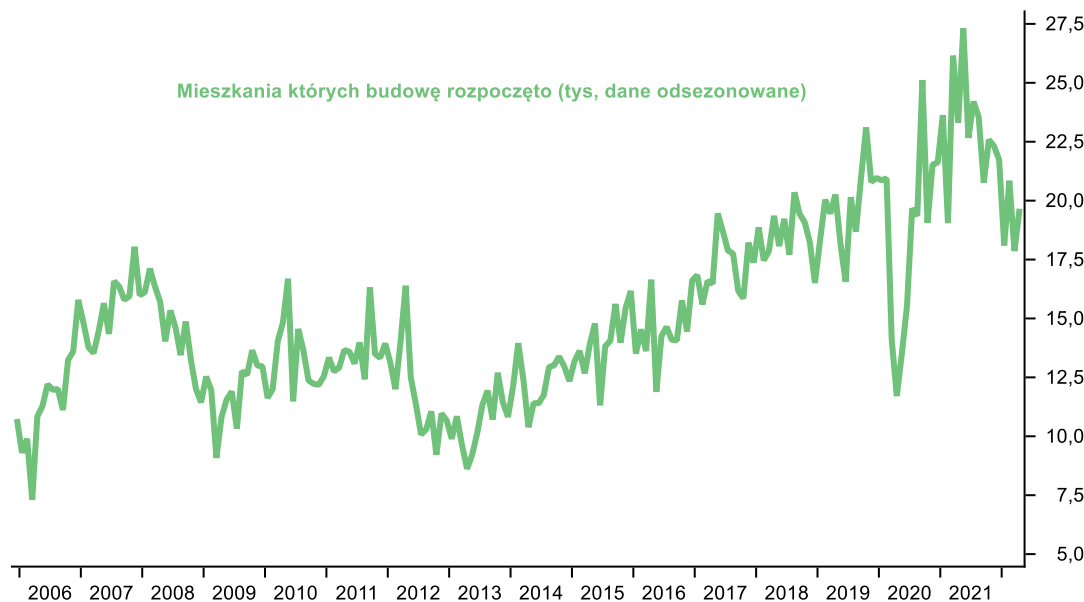


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W otoczeniu słabnącego popytu finalnego, negatywnie na dynamikę PKB wpływać może także wygasanie obserwowanego w ubiegłym roku trendu odbudowy zapasów. W ostatnich kwartałach przyrost zapasów dodawał do dynamiki wzrostu gospodarczego około 3-4pp a w pierwszym kwartale br. było to blisko 8pp.
- Obecnie poziom zapasów wydaje się być relatywnie wysoki, co przy słabszym popycie może oznaczać mniejsze zapotrzebowanie na ich dalszy przyrost. Trzeba tu jednak podkreślić, że wzrost poziomu zapasów ma wymiar nie tylko cykliczny, ale i strukturalny (odejście od produkcji *just-in-time* w kierunku *just-in-case*).



# POLSKA: GORSZE PERSPEKTYWY DLA BUDOWLANKI I INWESTYCJI

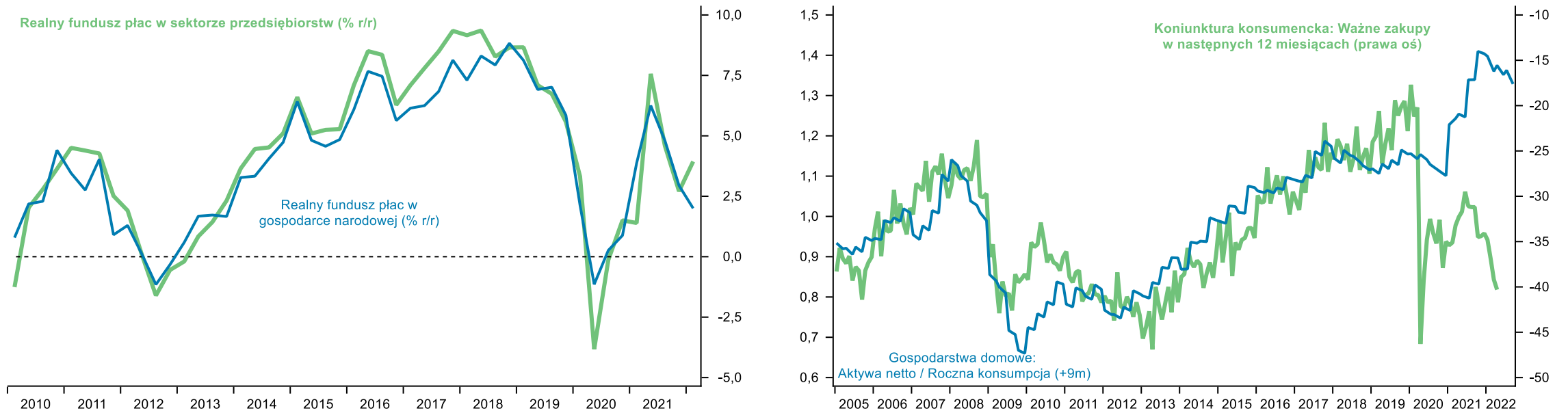


Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Negatywnie na gospodarkę w najbliższym czasie będzie według nas wpływać także niższa aktywność w sektorze budowlanym. Wzrost stóp procentowych, wysokie koszty materiałów i ich niedobory oraz brak pracowników będą wpływać zarówno na popyt, jak i moce produkcyjne.**
- **Jednocześnie perspektywy inwestycyjne w sektorze przedsiębiorstw nie wyglądają zbyt optymistycznie w krótkim terminie, mimo bardzo dobrych wyników finansowych notowanych w ostatnim czasie przede wszystkim przez duże firmy. W efekcie dynamika nakładów brutto na środki trwałe może w nadchodzących kwartałach być dość rachityczna.**



# POLSKA: KRAJOWA KONSUMPCJA BUFOREM BEZPIECZEŃSTWA?

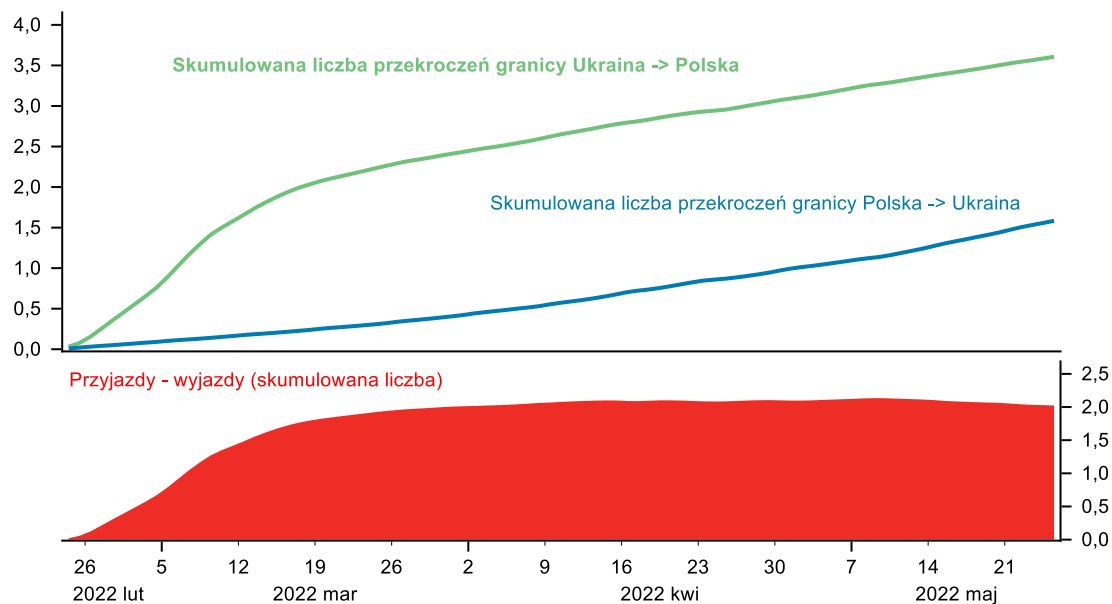


Źródło: GUS, Eurostat, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Wsparciem dla aktywności gospodarczej w tym roku powinna pozostać konsumpcja gospodarstw domowych. Mimo, że wysoka inflacja obniża siłę nabywczą dochodów, to realny fundusz płac wciąż rośnie, choć trzeba podkreślić, że sytuacja wygląda lepiej w przypadku pracujących w sektorze przedsiębiorstw, niż w całej gospodarce (dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej uwzględniają sektor publiczny i mikroprzedsiębiorstwa).**
- **Korzystnie na konsumpcję w dalszej części roku oddziaływać będą też: 1) obniżka stawki podatku od osób fizycznych (PIT) do 12%, 2) planowane wakacje kredytowe, 3) zakumulowane w poprzednich miesiącach oszczędności.**



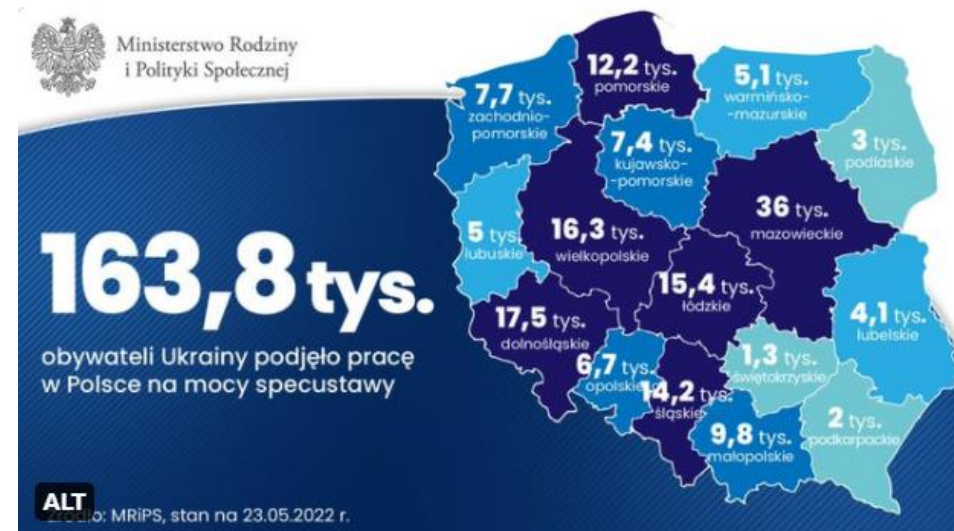
# POLSKA: NAPŁYW UCHODźCÓW Z UKRAINY



Źródło: KPRM, Otwarte Dane, Straż Graniczna, MRiPS, Macrobond, Bank BNP Paribas

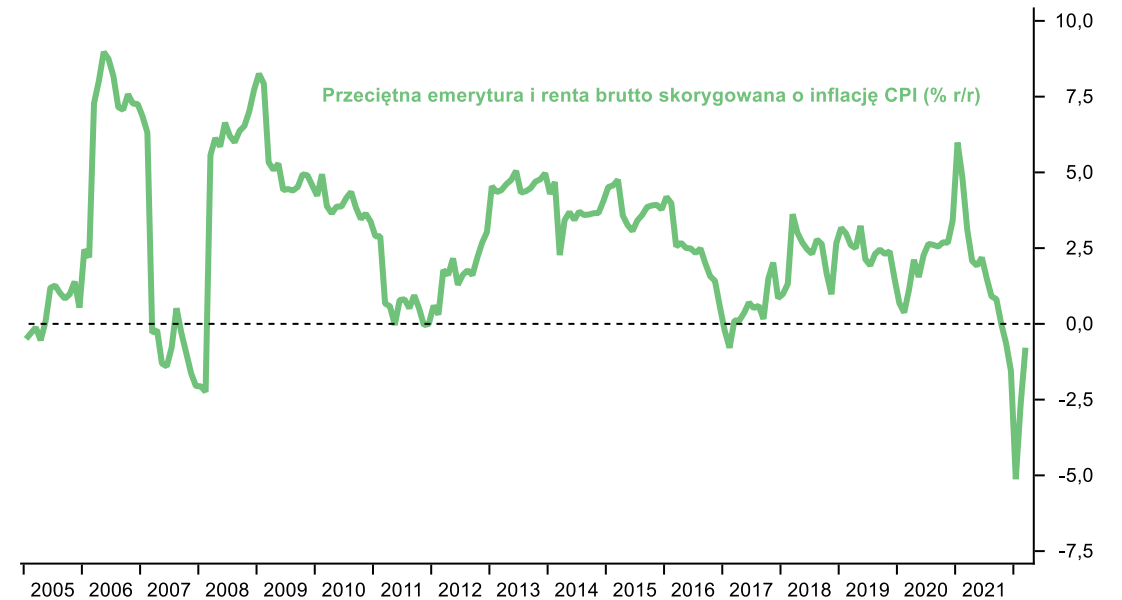
- Wydatki konsumpcyjne będą także wyższe ze względu na napływ uchodźców z Ukrainy. Dokładna liczba przebywających obecnie w naszym kraju osób jest trudna do oszacowania jednak wydaje się, że może to być między 1 a 2 mln osób, tj. 3-4% całkowitej liczby ludności. Rośnie też odsetek uchodźców podejmujących pracę w Polsce, co będzie wspierać ich bieżące dochody.

Liczba obywateli Ukrainy, którzy wystąpili o nadanie numeru PESEL (stan na 25 maja)				
Grupa wiekowa:	0-17	18-59	60+	Razem
Łącznie	503 875	540 718	84 777	1 129 370
Kobiety	253 010	488 812	65 786	807 608
Mężczyźni	250 865	51 906	18 991	321 762





# POLSKA: CZYNNIKI OGRANICZAJĄCE KONSUMPCJĘ

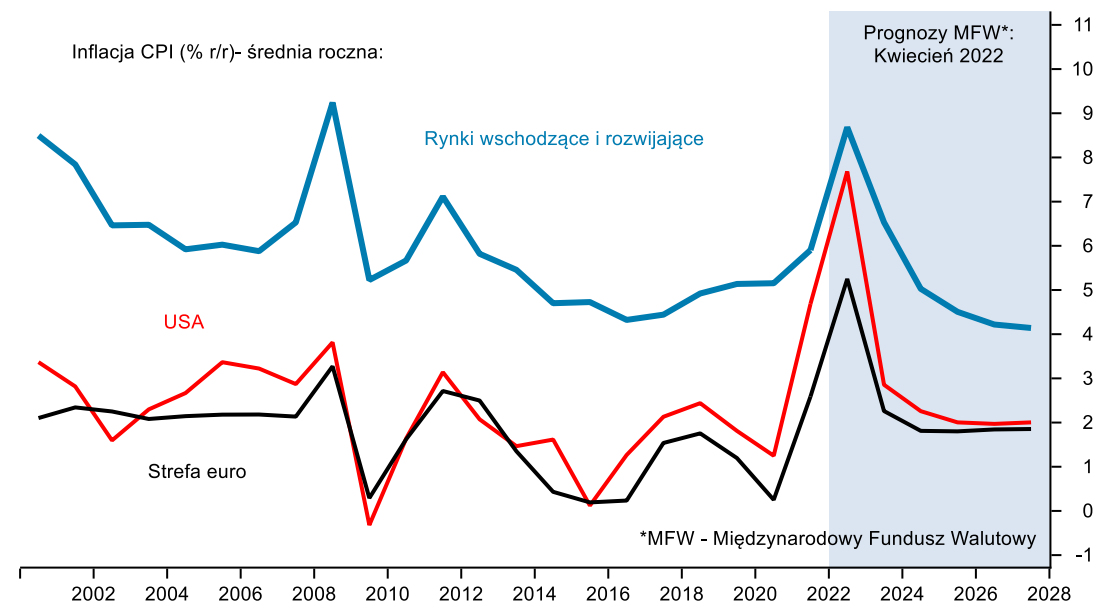
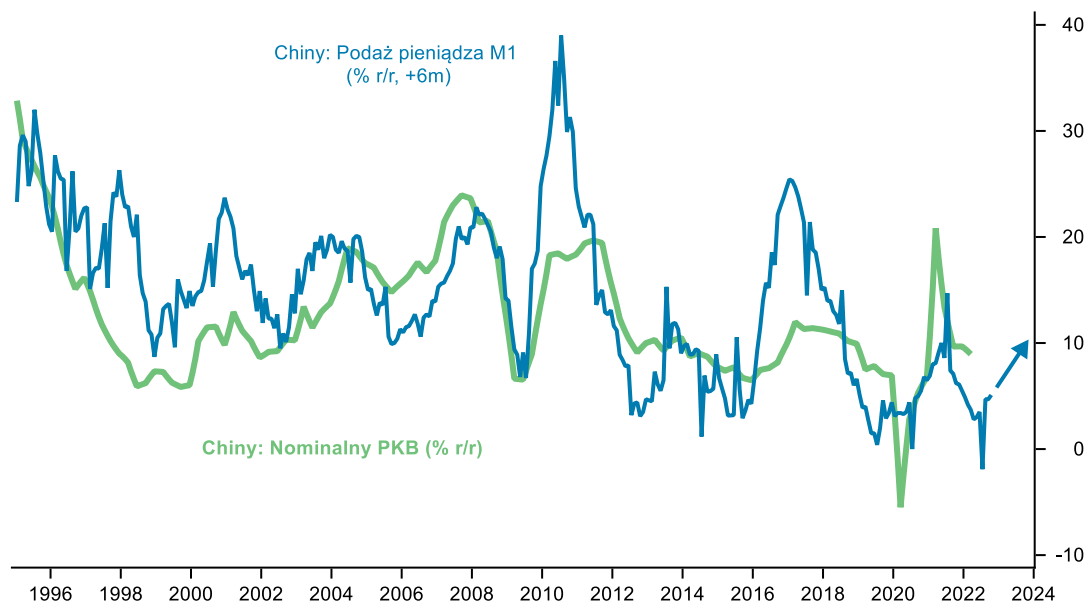


Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Można jednak znaleźć też elementy, które będą ograniczać wydatki konsumpcyjne w najbliższych miesiącach. Przede wszystkim są to podwyżki stóp procentowych. Przy około 700 mld zł złotych kredytów gospodarstw domowych, które w zdecydowanej większości oparte są na zmiennej stopie procentowej, szacujemy, że każde 100pb podwyżek stóp procentowych zwiększa koszty obsługi długu przez gospodarstwa domowe o mniej więcej 7 mld zł.
- Dodatkowo o ile realna dynamika wynagrodzeń pozostaje dodatnia, realna wartość świadczeń emerytalnych i rentowych spada, choć wypłata 14. emerytury do pewnego stopnia zmieni ten obraz.



# POLSKA: WZROST GOSPODARCZY W 2023 ROKU - CZYNNIKI GLOBALNE

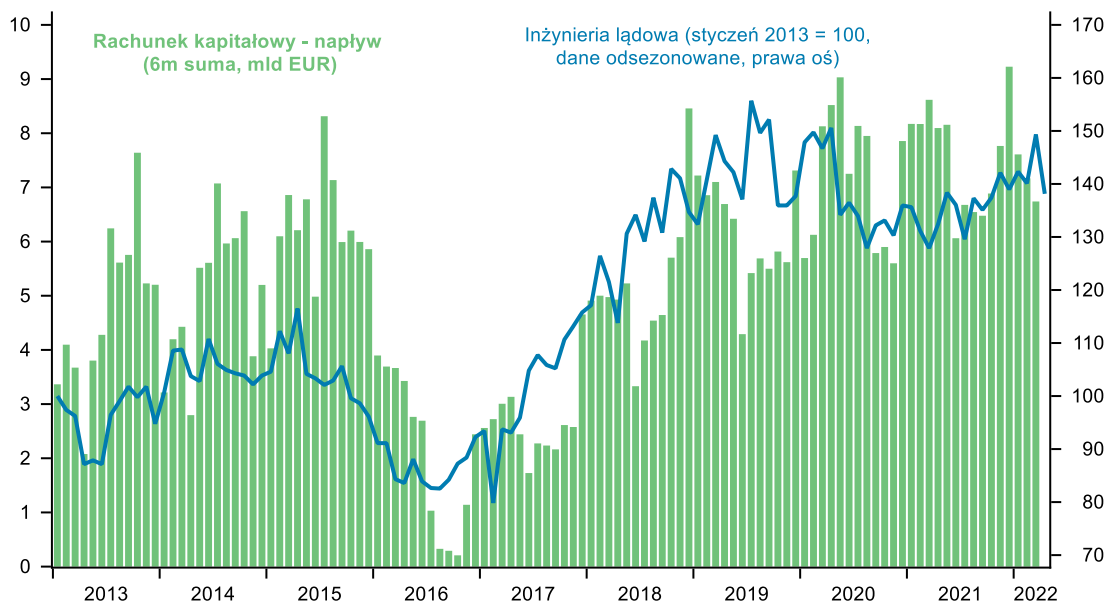


Źródło: NBS, PBoC, MFW, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Po okresie spowolnienia gospodarczego w dalszej części roku, prognozujemy, że polska gospodarka ponownie przyspieszy w roku przyszłym.
- Sprzyjać temu powinna prawdopodobna stymulacyjna polityka w chińskiej gospodarce, która może ponownie pobudzić koniunkturę w gospodarce światowej. Dodatkowo prognozy zakładają, że globalna presja inflacyjna powinna wygasać w 2023 roku. W efekcie negatywne dostosowanie w realnych wynagrodzeniach powinno trwać relatywnie krótko, a światowy wzrost PKB będzie mógł znów przyspieszyć.



# POLSKA: WZROST GOSPODARCZY W 2023 ROKU - CZYNNIKI KRAJOWE



## Wpływ zmian w Nowym Ładzie na finanse sektora finansów publicznych:

Tabela 1. Efekty wprowadzonych zmian względem systemu obowiązującego od 1 stycznia 2022 r. w rozbiciu na formę opodatkowania po latach (ceny stałe 2022 r.).

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Skala podatkowa	-13652	-14843	-15354	-15899	-16457	-17035	-17634	-18253	-18894	-19558
Podatek liniowy	-697	-717	-741	-767	-794	-822	-851	-881	-912	-944
Ryczałt	-58	-62	-64	-67	-69	-71	-74	-76	-79	-82
Karta podatkowa	-27	-28	-28	-29	-30	-30	-31	-32	-32	-33

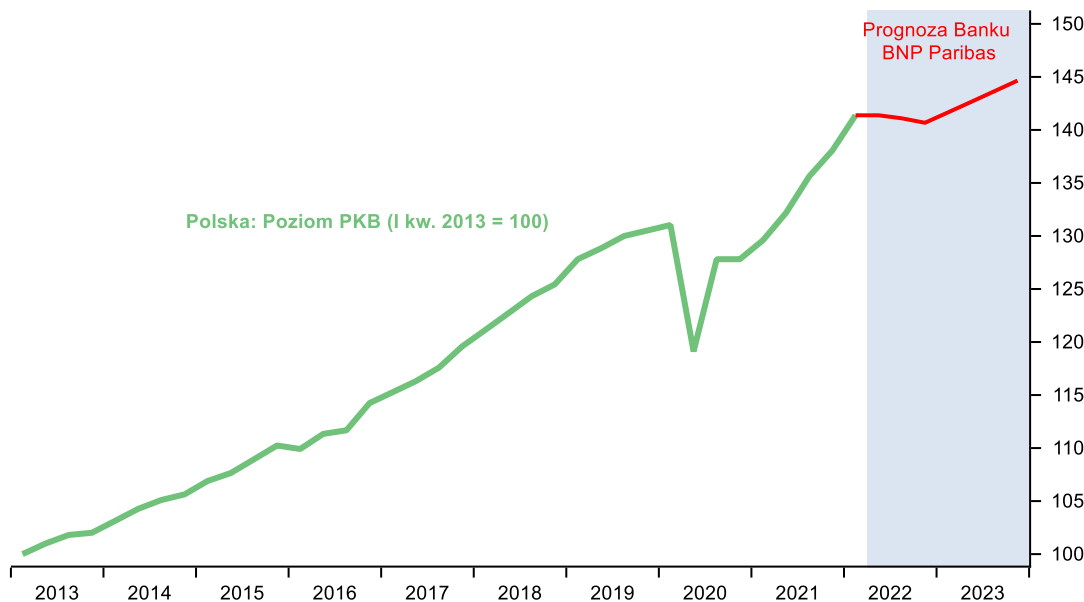
Uwaga: Efekty memorialowo na rozliczeniu rocznym za dany rok, uwzględnia efekty obniżki stawki podatku, likwidacji tzw. ulgi dla klasy średniej, przywrócenia wspólnego rozliczenia z dzieckiem, odliczania składek NFZ od podstawy opodatkowania dla działalności gospodarczej rozliczającej się podatkiem liniowy, ryczałtem od przychodów ewidencjonowanych oraz kartą podatkową.

**W ujęciu kasowym dojdzie do przesunięcia połowy efektu na PIT z 2022 na rok 2023 w wyniku zwrotu zaliczek pobranych za pierwszą połowę 2022 r. na rozliczeniu rocznym.**

Źródło: GUS, NBP, Sejm, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Dodatkowo w przyszłym roku wspierać wzrost gospodarczy powinien zwiększony napływ środków unijnych wraz z rozkręcaniem się projektów finansowanych z nowej perspektywy na lata 2021 – 2027. Również projekty realizowane w ramach środków z Krajowego Planu Odbudowy, które według zapowiedzi rządu mają zostać wkrótce odblokowane, powinny w przyszłym roku nabierać rozpędu.
- Wsparciem dla konsumpcji będzie natomiast wprowadzona w tym roku obniżka stawki podatku PIT do 12%, która według szacunków przyniesie gospodarstwom domowym w przyszłym roku dodatkowo ponad 20 mld zł.

# POLSKA: TECHNICZNA RECESJA PRZED NAMI

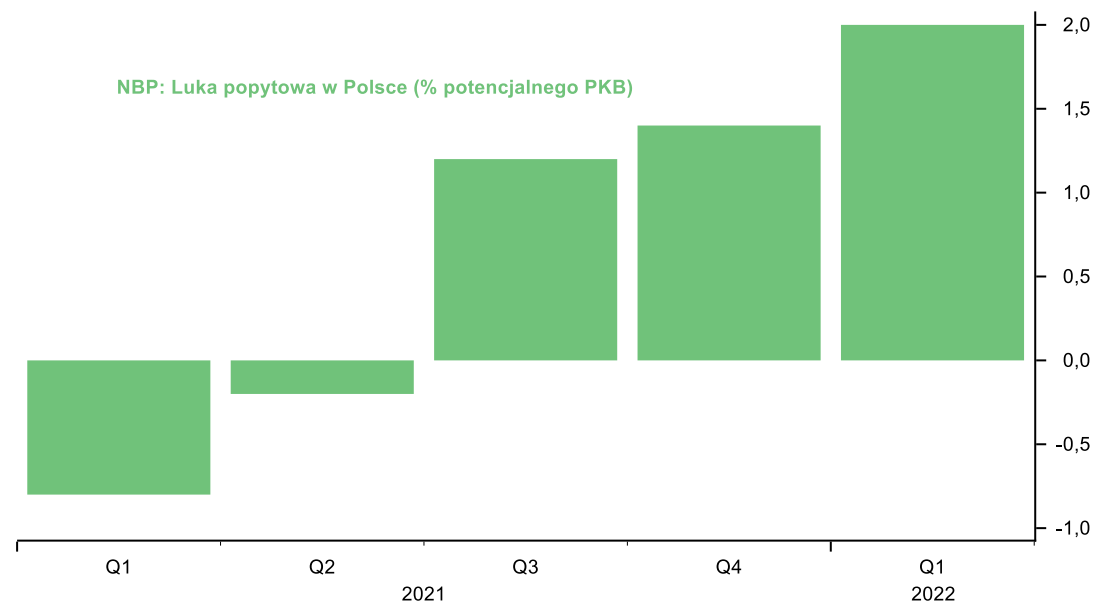
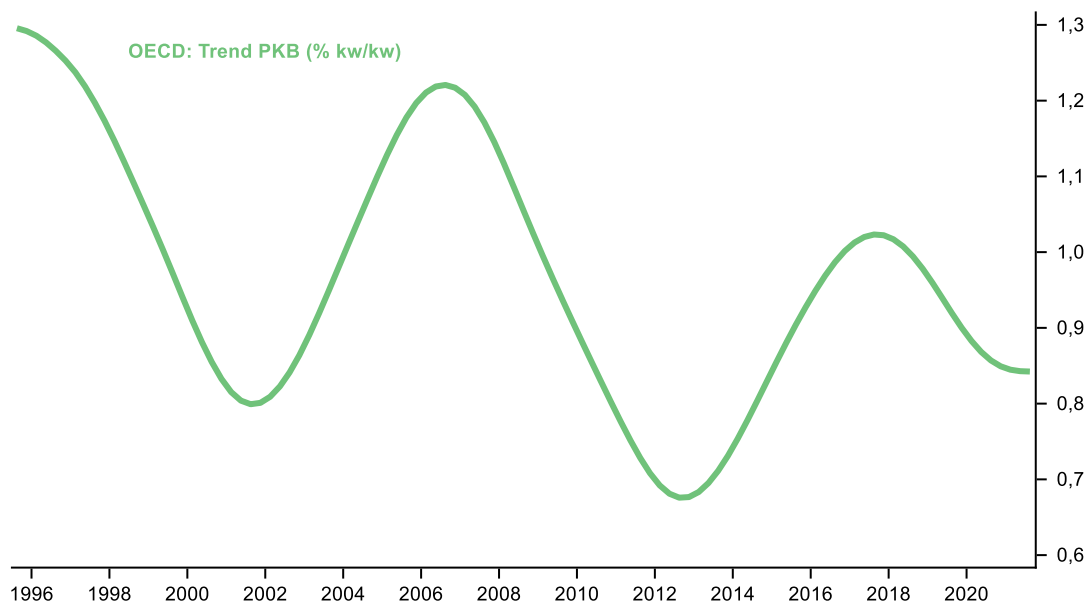


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W naszym scenariuszu bazowym w drugiej połowie roku zakładamy w Polsce techniczną recesję (dwa kwartały z rzędu w trakcie których poziom PKB obniży się względem poprzedniego kwartału). W efekcie przewidujemy, że na przełomie 2022 i 2023 roku roczna dynamika wzrostu PKB (r/r) spadnie w okolice zera, a średniorocznie wyniesie 5,5%.
- Od początku przyszłego roku przewidujemy, że wzrost gospodarczy powróci w okolice trendu (około 0,7 – 0,8% kw/kw) dzięki czemu w całym 2023 roku prognozujemy, że wolumen wytworzonych w Polsce dóbr i usług będzie wyższy od tegorocznego o 1,5%.



# POLSKA: CZY NADCHODZĄCE SPOWOLNIENIE OGRANICZY PRESJĘ INFLACYJNĄ?

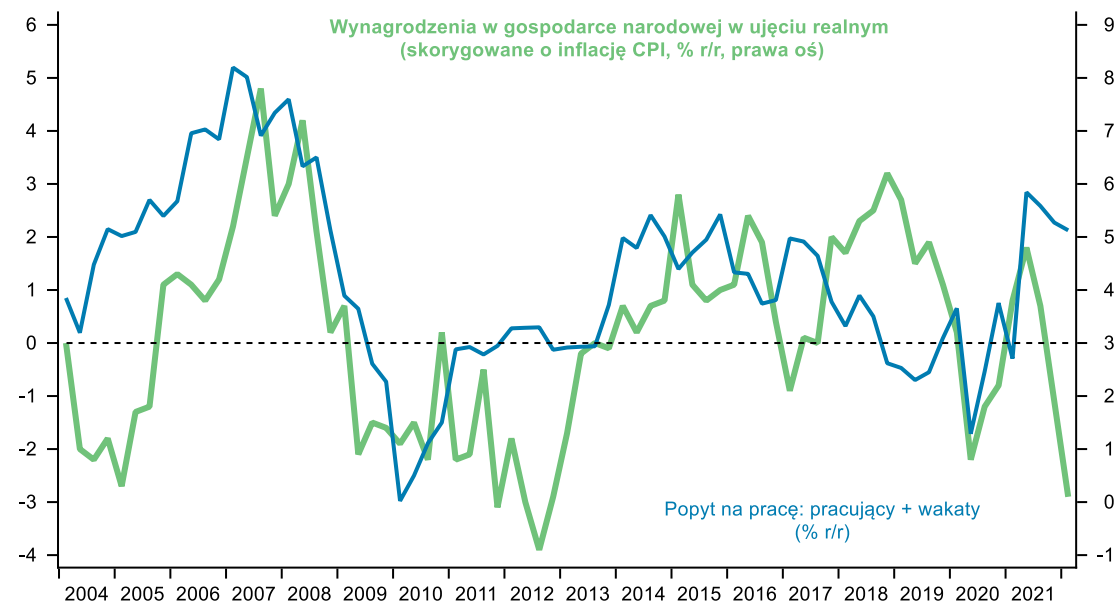
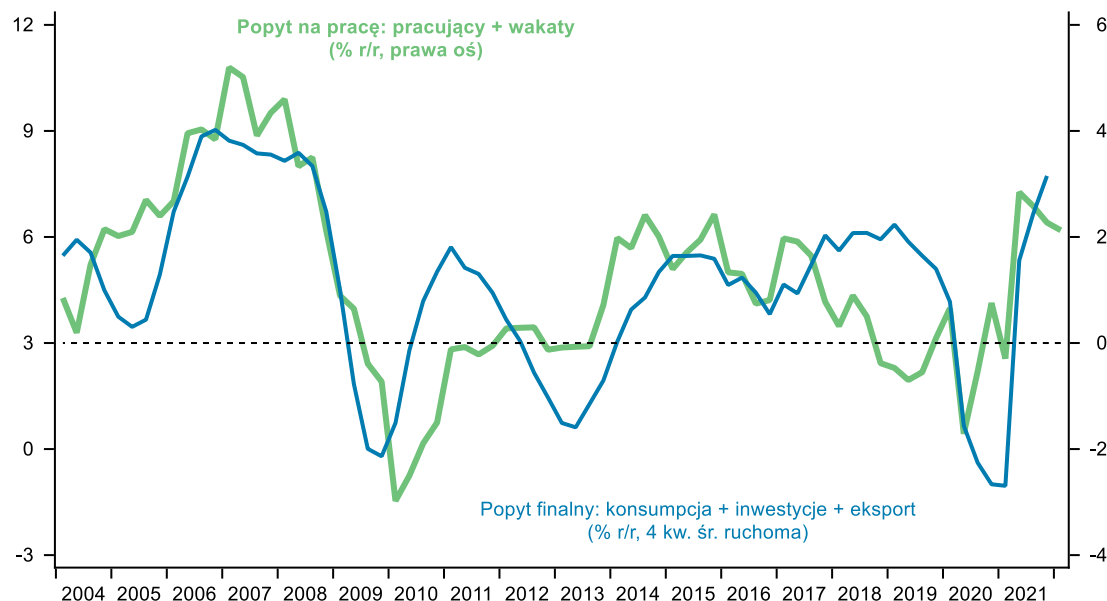


Źródło: OECD, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Przyjmując, że potencjał wytwórczy polskiej gospodarki rośnie w tempie około 0,8% kw/kw, nasza prognoza zakłada, że w ciągu najbliższych trzech kwartałów luka popytowa (różnica między rzeczywistym poziomem PKB, a poziomem zgodnym z potencjałem) zmniejszy się o blisko 3%.
- Szacunki luki popytowej obarczone są dużą niepewnością. Według marcowej projekcji NBP przy założeniu wzrostu PKB na poziomie 6,8% r/r w pierwszym kwartale luka popytowa wyniosłaby na początku roku +2%. Biorąc pod uwagę wyraźnie szybszą dynamikę PKB w okresie styczeń-marzec, sądzimy, że obecne szacunki luki popytowej będą znajdować się gdzieś w przedziale +3-4%.
- Przewidywana przez nas skala spowolnienia powinna więc sprowadzić gospodarkę w pobliże swojego potencjału, a tym samym oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej.



# POLSKA: POPYT NA PRACĘ OSŁABNIE WRAZ ZE SCHŁODZENIEM KONIUNKTURY



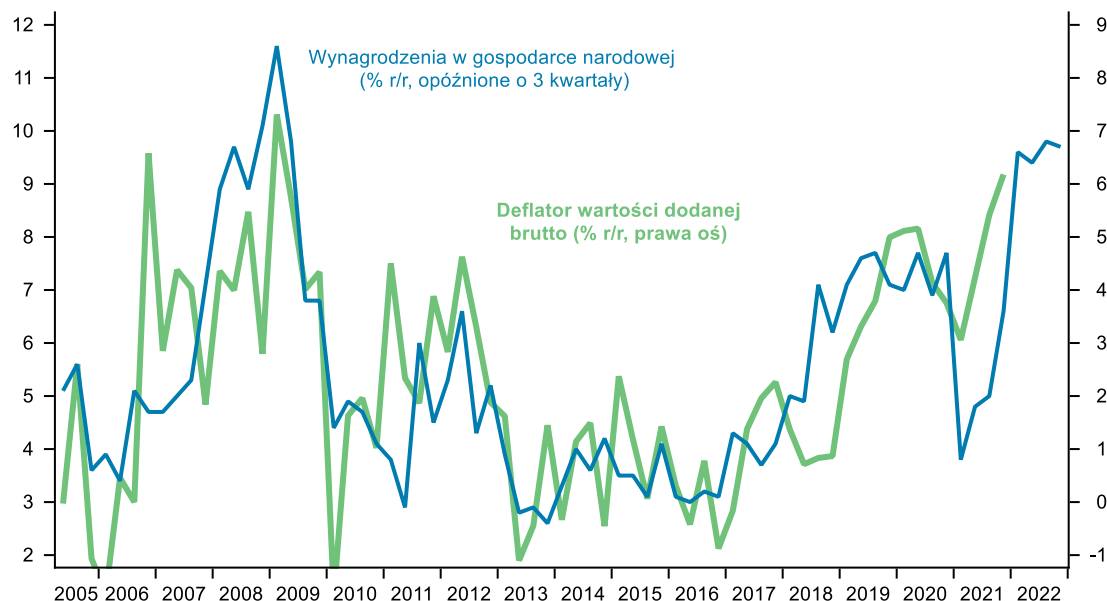
Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Na wpływ przewidywanego przez nas spowolnienia gospodarczego na inflację można też spojrzeć przez pryzmat rynku pracy. Nasza reguła kciuka mówi, że popyt na pracę w polskiej gospodarce spada, kiedy wzrost popytu finalnego na dobra i usługi rośnie w tempie niższym niż 3% r/r (historyczny trend wzrostu produktywności).
- Jednocześnie w warunkach, w których popyt na pracę spadał, realne wynagrodzenia (skorygowane o inflację CPI) historycznie rosły w tempie niższym niż 3% r/r.





# POLSKA: PRZY WZROŚCIE PKB <3% SPIRALA PŁACOWO – CENOWA ZACZNIE SIĘ ODKRĘCAĆ?



Przy wzroście gospodarczym <3% spirala płacowo – cenowa zacznie się odkręcać?

Popyt finalny = 3% r/r -> Popyt na pracę = 0% r/r -> Realne wynagrodzenia = 3% r/r

Inflacja krajowa (t+1) = Nominalne wynagrodzenia (t) - 3pp

Nominalne wynagrodzenia (t) = Realne wynagrodzenia (t) + Inflacja krajowa (t)

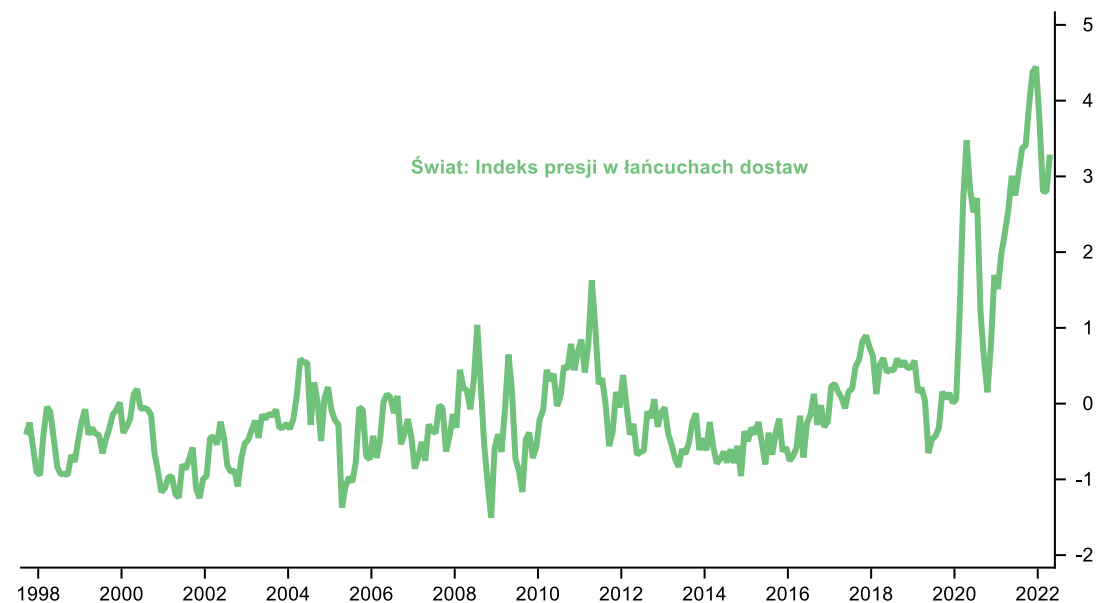
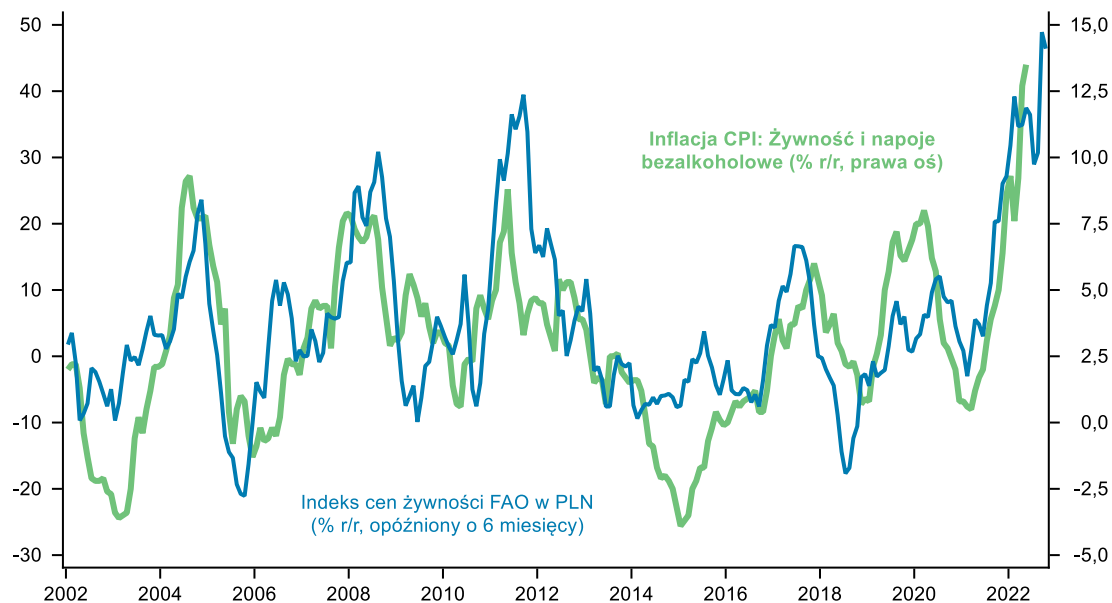
Inflacja krajowa (t+1) = Realne wynagrodzenia (t) + Inflacja krajowa (t) -3pp

Stylizowana ścieżka inflacji przy popycie finalnym = 3% r/r i inflacji w okresie t=0 wynoszącej 10%				
% r/r	t=0	t=1	t=2	t=3
Deflator wartości dodanej (inflacja krajowa)		10	10	10
Realne wynagrodzenia		3	3	3
Nominalne wynagrodzenia		13	13	13

Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Dopełniając obrazek naszą „regułą kciuka”, iż deflator wartości dodanej (inflacja wynikająca z czynników krajowych) rośnie w tempie równym dynamice wzrostu wynagrodzeń pomniejszonej o 3pp, możemy w uproszczeniu wysnuć wniosek, że przy spowolnieniu gospodarczym obniżającym tempo wzrostu popytu poniżej 3% inflacja będzie miała tendencję do systematycznego spadku.
- Trzeba jednak podkreślić, że wyhamowywanie inflacji będzie tym szybsze, im silniej pogorszy się koniunktura. Przy założeniu wzrostu gospodarczego utrzymującego się stale na poziomie bliskim 3% odkręcanie się spirali płacowo-cenowej mogłoby być procesem wieloletnim.

# POLSKA: INFLACJA - CZYNNIKI GLOBALNE

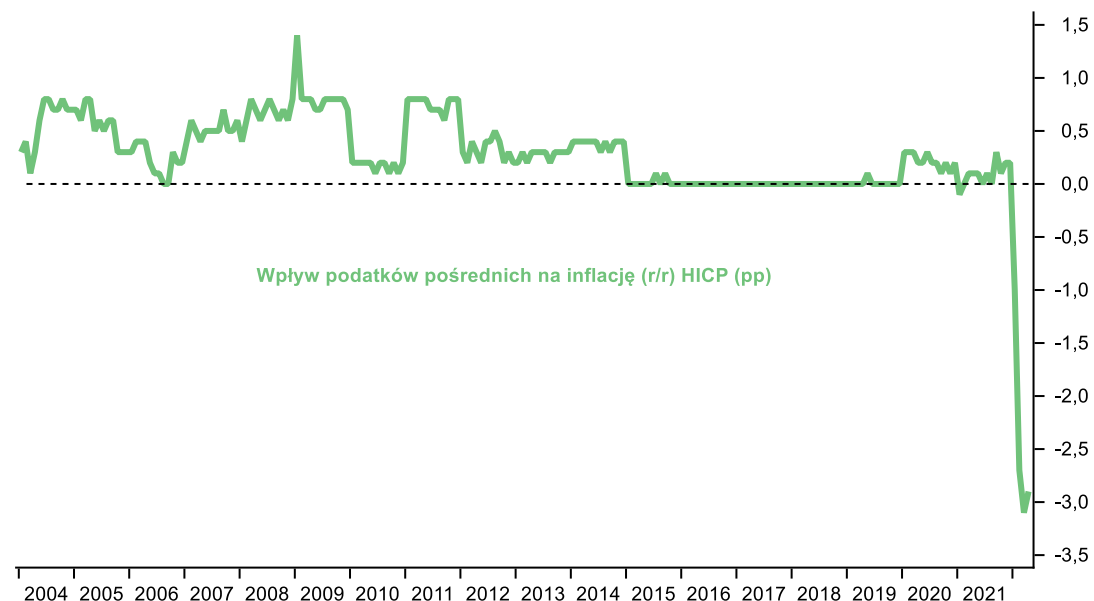
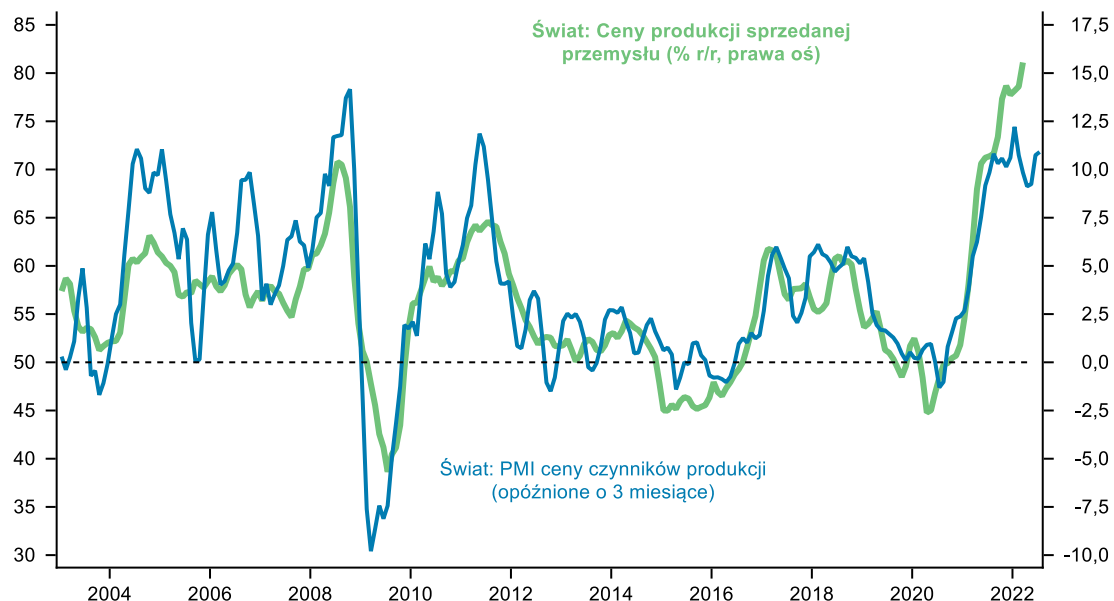


Źródło: GUS, FAO, New York Fed, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Na inflację w Polsce obecnie wpływają jednak nie tylko czynniki krajowe. Zachowanie cen surowców rolnych i energetycznych będzie miało olbrzymi wpływ na kształtowanie się inflacji CPI w nadchodzących miesiącach.
- W świetle trwającej w Ukrainie wojny szczególną uwagę skupiamy na cenach żywności, które poszybowały w górę po rosyjskiej inwazji.
- Pro-inflacyjnie wciąż oddziałują też zaburzenia w łańcuchach dostaw. Mimo, że presja w sieciach logistycznych jest obecnie trochę niższa niż w ubiegłym roku, to sytuacja wciąż pozostaje bardzo napięta.



# POLSKA: INFLACJA - CENY TOWARÓW I PODATKI

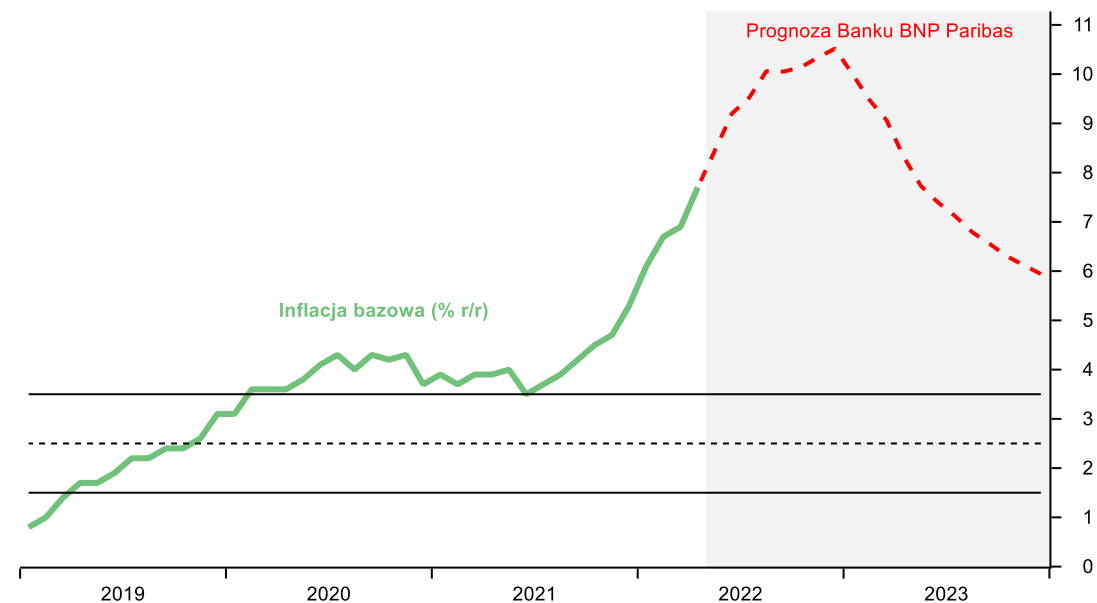
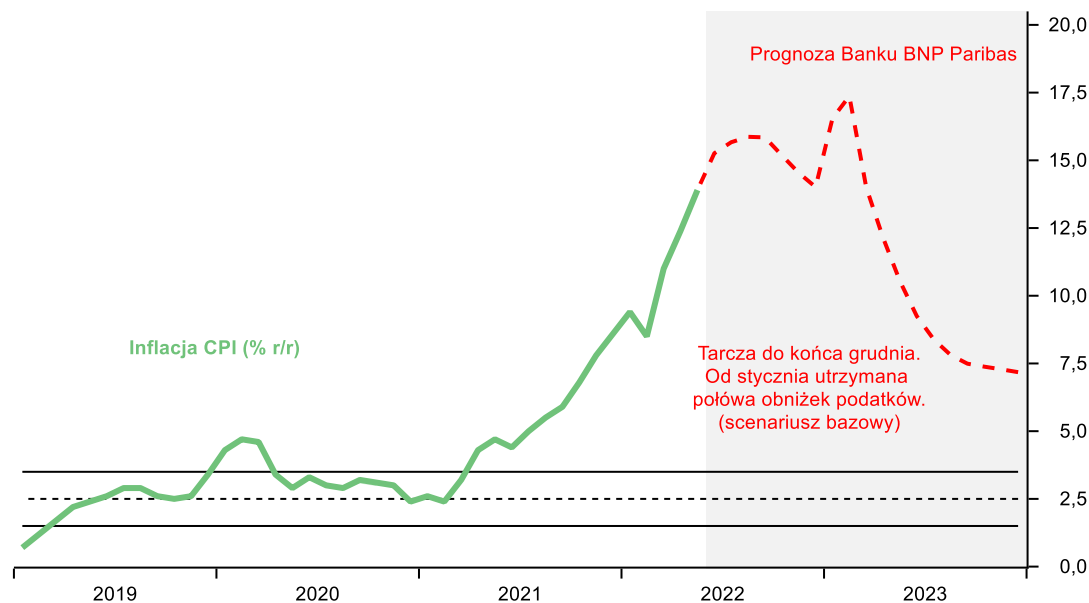


Źródło: Dallas Fed, Markit, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Dane o presji cenowej z globalnych wskaźników PMI potwierdzają, że o ile wydaje się, że presja ta już nie narasta, to wciąż pozostaje ona bardzo wysoka. W efekcie, na ten moment, nie widać jeszcze specjalnie przestrzeni do wyraźnego wyhamowania inflacji cen towarów, co może nastąpić dopiero po schłodzeniu globalnej koniunktury.
- Poza czynnikami globalnymi na prognozy inflacji w Polsce istotny wpływ mają też zmiany podatkowe. Zmiany stawek podatku VAT i akcyzy na energię, paliwa i żywność obniżyły inflację CPI w tym roku o około 3pp. Przewidujemy, że obowiązywanie obniżonych stawek podatków zostanie wydłużone do końca roku. Zakładamy też, że na początku przyszłego roku około połowa z pierwotnych stawek zostanie przywrócona, co podwyższy inflację o około 1,5pp.



# BANK BNP PARIBAS: PROGNOZY INFLACJI

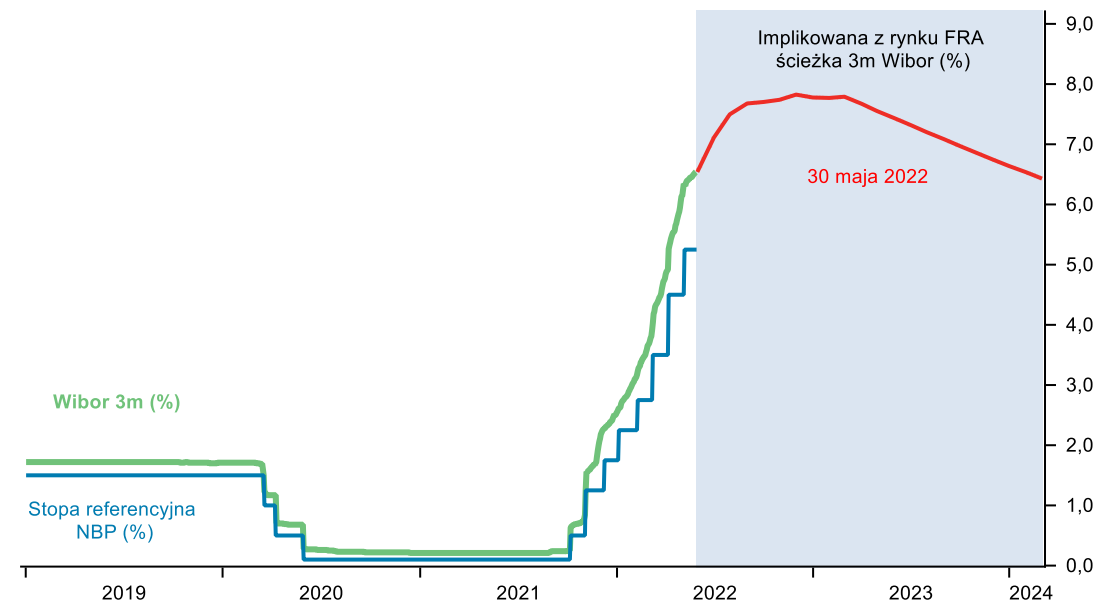
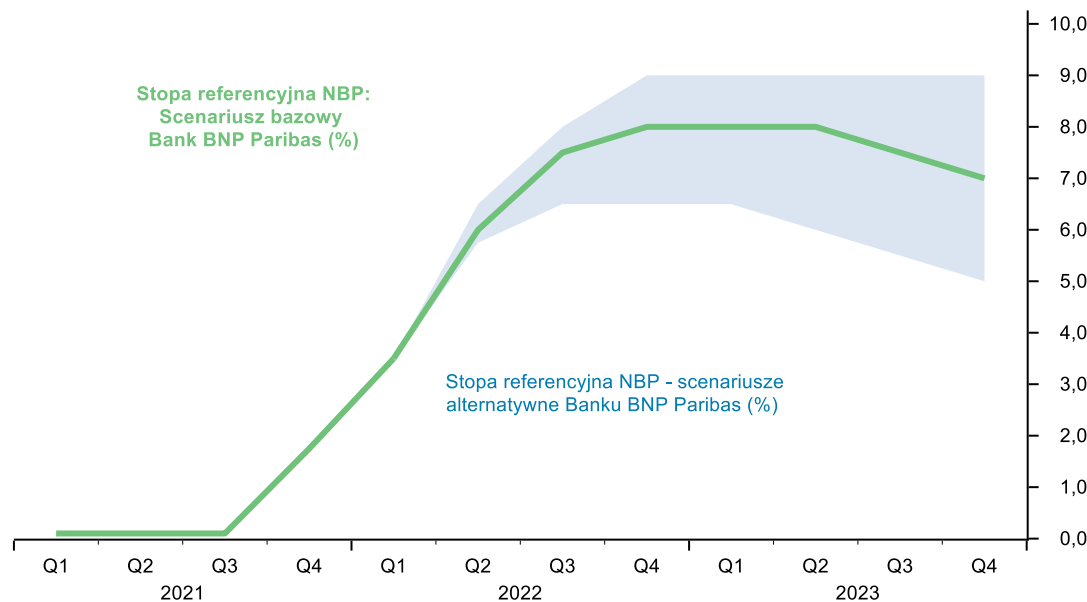


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Prognozujemy, że inflacja CPI w Polsce wyniesie średniorocznie odpowiednio 13,5% i 10,5% w tym i przyszłym roku. Przewidywane w nadchodzących kwartałach spowolnienie gospodarcze ograniczy dodatnią lukę popytową i zmniejszy popyt na pracę. Sądzymy jednak, że odkręcanie się spirali płacowo-cenowej i sprowadzenie inflacji do poziomów zgodnych z celem inflacyjnym (2,5% +/- 1pp) zajmie trochę czasu.
- W efekcie, o ile nie wystąpią bardzo korzystne zjawiska w gospodarce światowej, które silnie obniżyłyby dynamikę cen, powrót inflacji w okolice poziomu 3,5% wydaje się być możliwy dopiero w 2024 roku, a być może nawet później



# POLSKA: TO NIE KONIEC PODWYŻEK STÓP PROCENTOWYCH

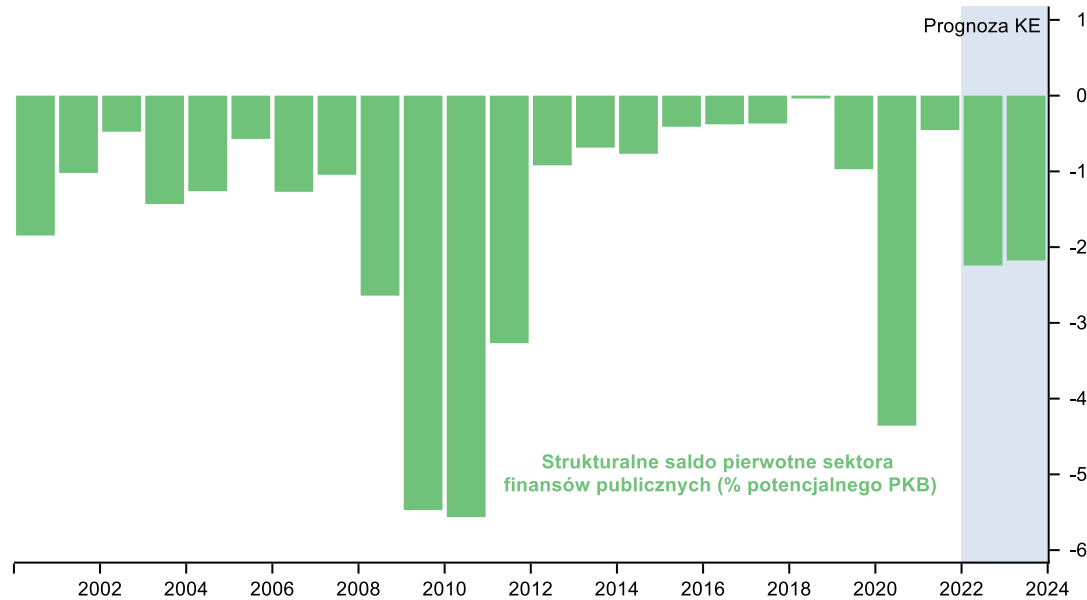


Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W warunkach trwałej presji inflacyjnej uważamy, że mimo nadchodzącego spowolnienia gospodarczego Rada Polityki Pieniężnej będzie kontynuować cykl podwyżek stóp procentowych, a stopa referencyjna NBP osiągnie pod koniec roku poziom 8%. Sądzymy, że przestrzeń do nieznacznych obniżek stóp procentowych może pojawić się w drugiej połowie przyszłego roku.
- Rynek wycenia obecnie wzrost stóp procentowych docelowo do 7,5% - 8%. Wycena rynkowa zakłada, że łagodne luzowanie polityki pieniężnej może rozpocząć się jeszcze w pierwszej połowie przyszłego roku.



# POLSKA: CZY OBNIŻKI STÓP PROCENTOWYCH W 2023 ROKU SĄ MOŻLIWE?



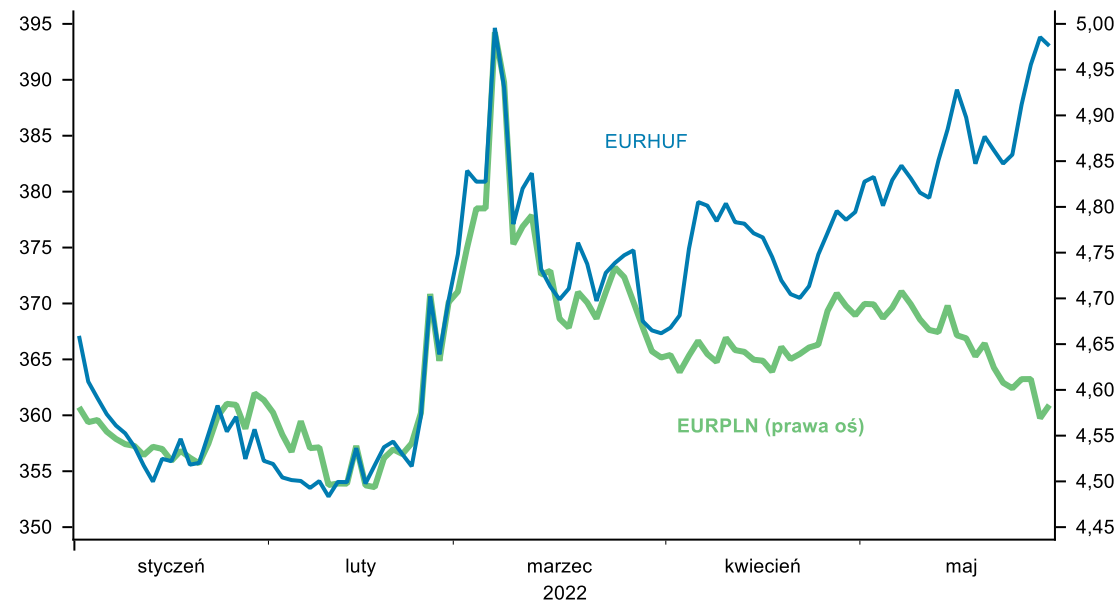
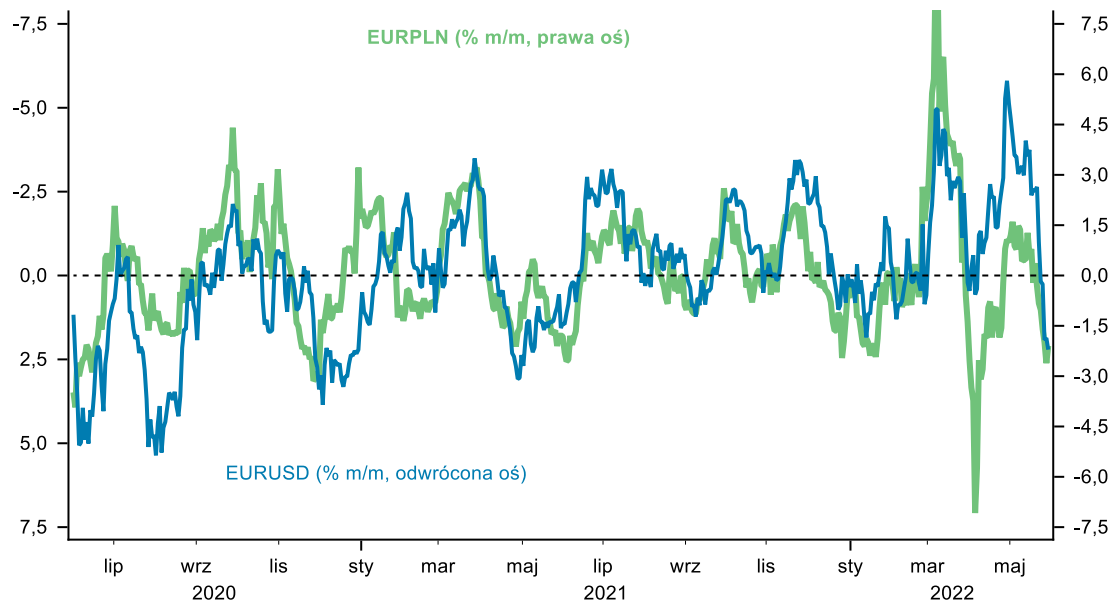
Źródło: Komisja Europejska, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Poluzowanie polityki pieniężnej w przyszłym roku będzie oprócz zachowania inflacji w dużej mierze zależeć od kształtowania się polityki fiskalnej. W świetle zaplanowanych na 2023 rok wyborów parlamentarnych nie można wykluczyć prób stymulacji gospodarki poprzez narzędzia budżetowe.
- Takie działania zwiększyłyby ryzyko utrwalenia się inflacji, a tym samym zmniejszyły przestrzeń dla obniżek stóp procentowych. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy jednak, że spowolnienie inflacji bazowej w przyszłym roku stworzy warunki do nieznacznego złagodzenia warunków monetarno-finansowych.





# ZŁOTY MOCNY ZWŁASZCZA NA TLE FORINTA

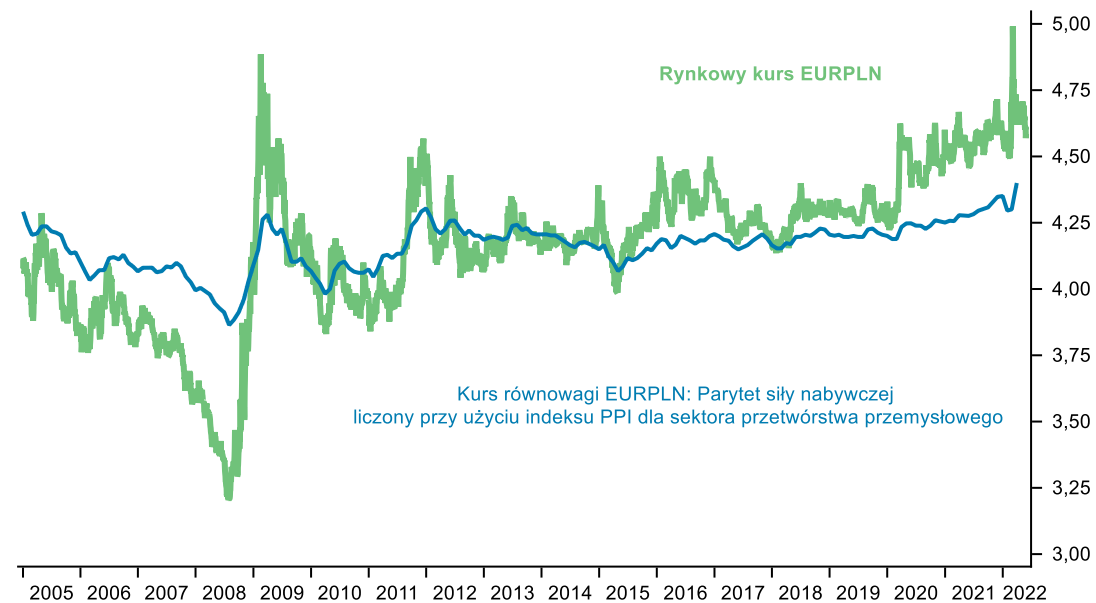
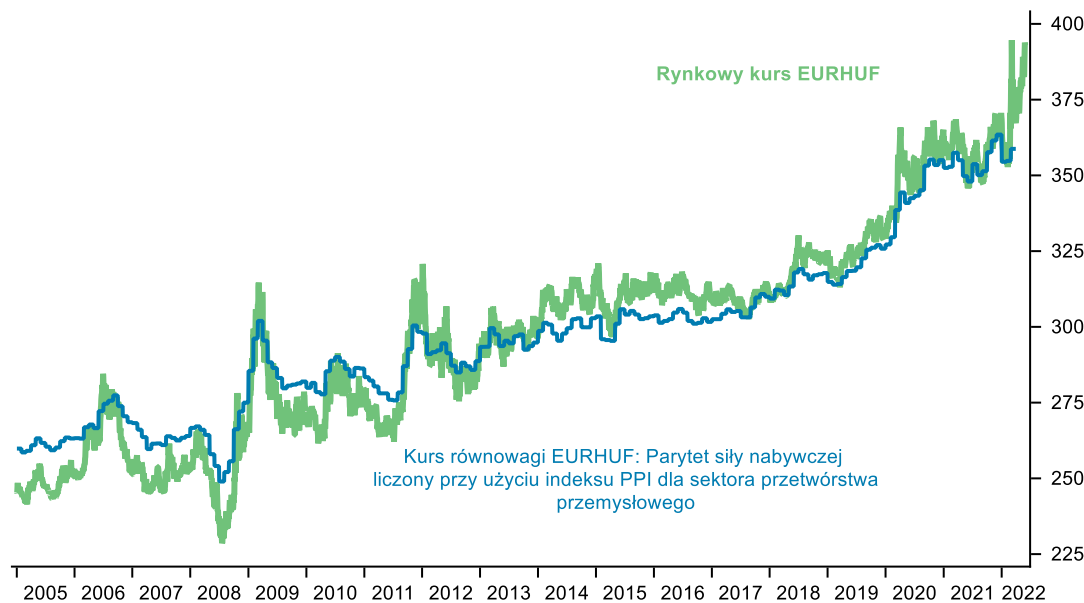


Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

- W ostatnich tygodniach kurs złotego umocnił się, czemu sprzyjały aprecjacja euro wobec dolara, kontynuacja cyklu podwyżek stóp procentowych oraz oczekiwania co do osiągnięcia porozumienia z Komisją Europejską w sprawie Krajowego Planu Odbudowy.
- Kurs złotego wyglądał szczególnie korzystnie na tle węgierskiego forinta, który silnie się osłabił. Warto więc przyjrzeć się fundamentalnym czynnikom stojącym za zachowaniem węgierskiej waluty, aby ocenić czy scenariusz deprecjacji nie grozi także złotemu.



# PLN VS HUF: PARYTET SIŁY NABYWCZEJ

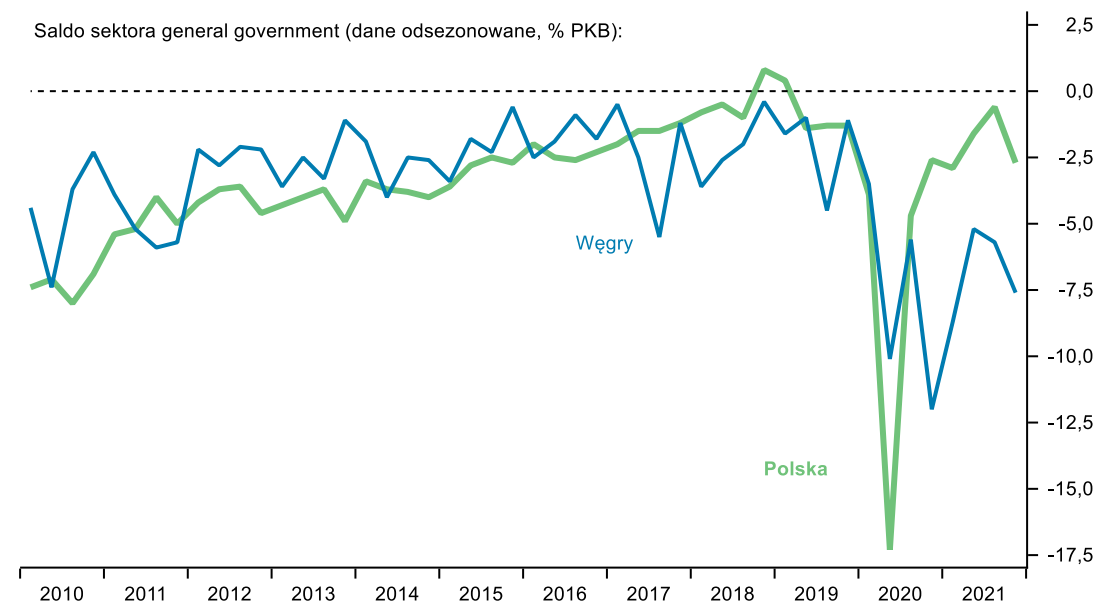
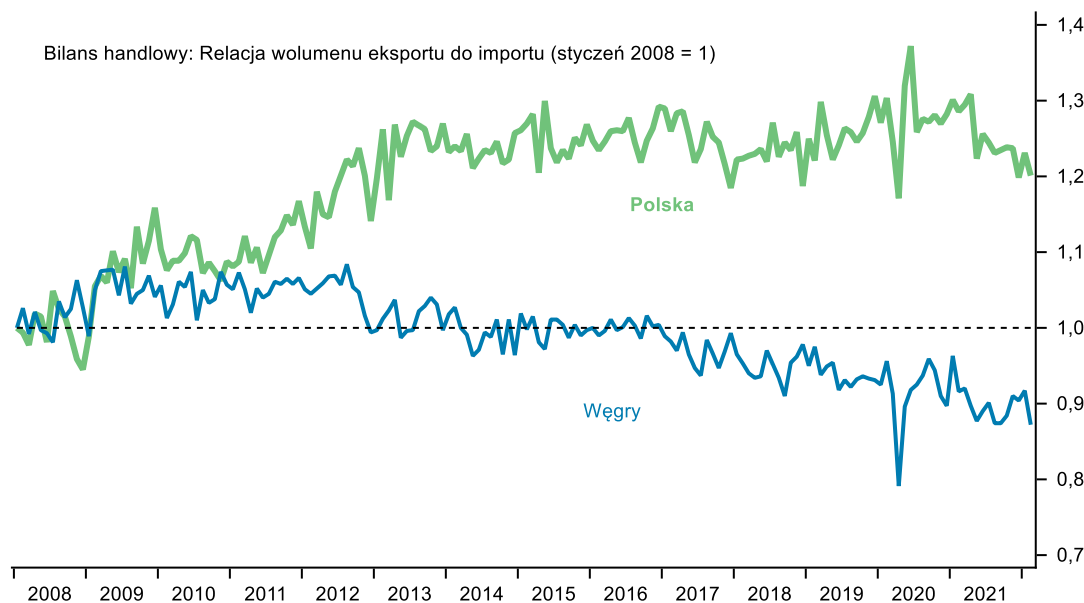


Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Od wejścia Węgier do UE osłabienie forinta następowało w warunkach wzrostu presji inflacyjnej w obszarze dóbr handlowalnych (*tradeables*), która obniżała konkurencyjność węgierskiego eksportu. W efekcie kurs EURHUF poruszał się w ślad za kursem wyznaczonym w oparciu o parytet siły nabywczej.
- W Polsce nie miała miejsca podobna sytuacja. Obecnie również rynkowy kurs EURPLN znajduje się powyżej kursu wyznaczonego w oparciu o parytet siły nabywczej (4,40), co oznacza, że deprecjacja złotego nie jest konieczna do utrzymania konkurencyjności polskiej gospodarki.
- Trzeba jednak podkreślić, że ewentualne trwale nakręcanie się spirali płacowo-cenowej może szybko zmienić sytuację i pogorszyć fundamentalny obraz polskiej waluty.



# PLN VS HUF: BILANS HANDLOWY I SALDO BUDŻETOWE

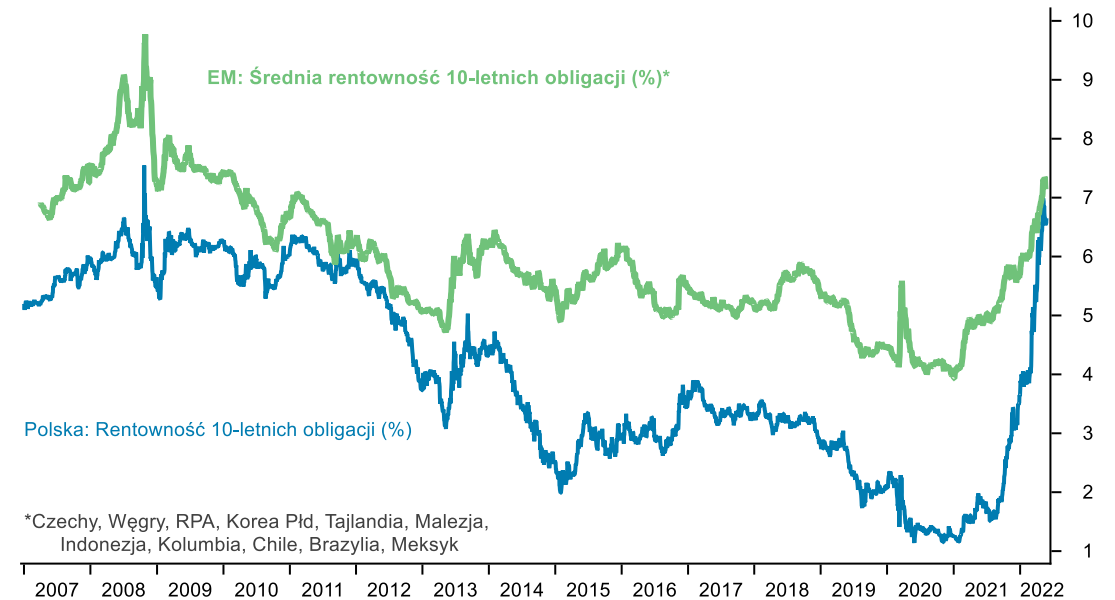
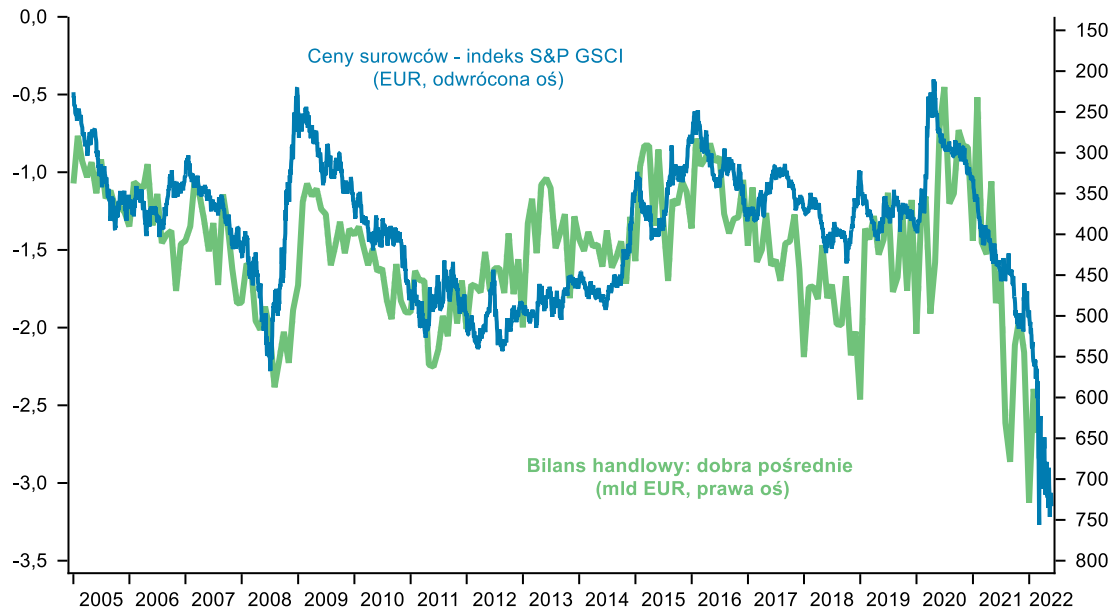


Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Fundamentalną różnicę między złotym a forintem widać też w obrazie bilansu handlowego. O ile w obu krajach deficyty handlowe wyraźnie się zwiększyły, w Polsce wzrost ten był przede wszystkim podyktowany niekorzystną zmianą *terms-of-trade*. Tymczasem na Węgrzech na większy deficyt handlowy mocniej wpływały procesy realne. Stosunek wolumenu eksportu do importu jest na Węgrzech niższy niż w 2008 roku. Tymczasem w Polsce stosunek ten jest o około 20% większy. W efekcie ujemne saldo handlowe na Węgrzech może mieć o wiele trwalszy charakter.
- Dodatkowo Węgry prowadzą dużo bardziej ekspansywną politykę fiskalną. W efekcie konieczne stało się wprowadzenie podatku od nadmiarowych zysków, które stoi za ostatnim osłabieniem forinta. Mimo, że w Polsce obraz polityki fiskalnej wygląda dużo korzystniej z perspektywy waluty, węgierskie doświadczenia powinny posłużyć jako przestroga przed ewentualnym nadmiernym poluzowaniem pasa.



# PLN: RACHUNEK BIEŻĄCY I STOPY PROCENTOWE

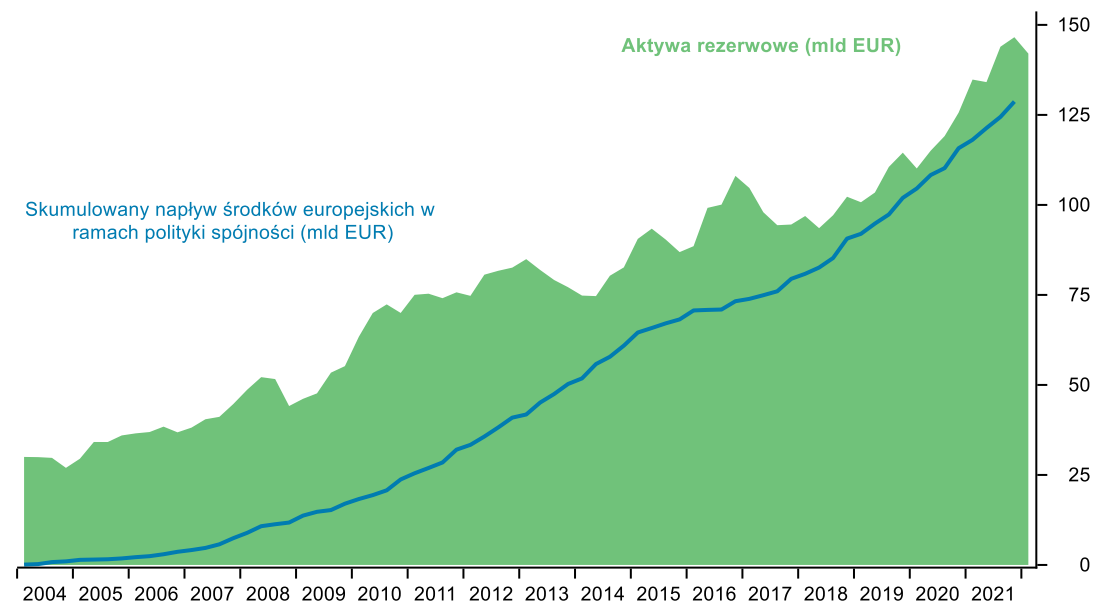
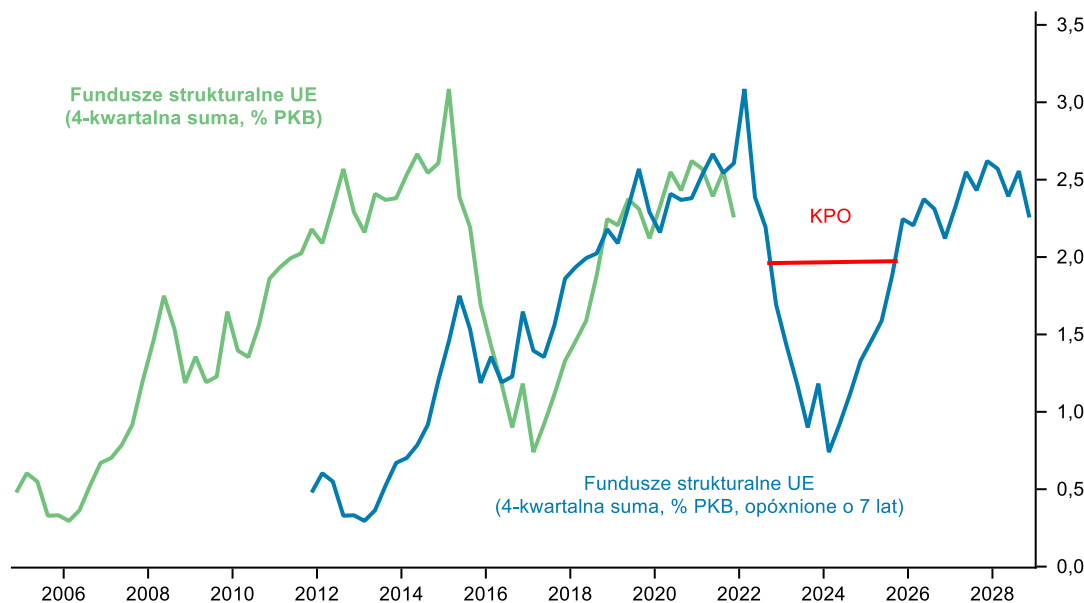


Źródło: S&P, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Na kurs złotego negatywnie wpływa rosnący deficyt na rachunku bieżącym związany przede wszystkim z wyższymi cenami importu. Wzrost stóp procentowych zwiększa jednak zyskowność lokowania kapitału w naszym kraju. W porównaniu z innymi rynkami Emerging Markets rentowności polskich obligacji skarbowych wyglądają dość atrakcyjnie.
- W efekcie, w dalszej części roku spodziewamy się zwiększonego napływu inwestorów zagranicznych na polski rynek długu, zwłaszcza w momencie, kiedy RPP zakończy cykl podwyżek stóp procentowych.



# PLN: POROZUMIENIE W SPRAWIE KRAJOWEGO PLANU ODBUDOWY



Źródło: Eurostat, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W ostatnich tygodniach złoty umacniał się i przynajmniej część z tej aprecjacji można przypisać oczekiwaniom porozumienia się polskich władz z instytucjami unijnymi w temacie odblokowania KPO. Taka decyzja nie tylko poprawiłaby perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce w horyzoncie kilku kwartałów, lecz także oznaczałaby napływ kilkudziesięciu miliardów euro, które albo zasiliłyby rezerwy walutowe NBP albo zostałyby wymienione bezpośrednio na rynku kreując popyt na złotego i oddziałując w kierunku umocnienia jego notowań. Osiągnięcie konsensusu z Komisją Europejską stworzyłoby więc dodatkowy bufor bezpieczeństwa dla złotego w warunkach pogarszającego się salda na rachunku bieżącym.





Osoby zaangażowane w sporządzenie rekomendacji: Michał Dybuła, Marcin Kujawski

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejsza publikacja została przygotowana przez BNP Paribas Bank Polska S.A. i stanowi publikację handlową w rozumieniu przepisów MiFID II (Dyrektywa 2014/65/EU). Nie stanowi badania inwestycyjnego w rozumieniu MiFID II i w związku z tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez BNP Paribas Bank Polska S.A.

Przedstawione opinie i komentarze pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone.

Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.

BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 418 918 zł w całości wpłacony.

BNP Paribas Bank Polska S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa



**BNP PARIBAS**

**Bank zmieniającego się świata**