

# Polska gospodarka po roku pandemii

## Co przyniesie ożywienie?

19 kwietnia 2021

**Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych**

Michał Dybuła, Główny Ekonomista

Marcin Kujawski, Starszy Ekonomista



**BNP PARIBAS**

Bank zmieniającego się świata

# Założenia i oczekiwania

---

- Zakładamy, że szczepienia pozwolą na praktycznie pełne otwarcie gospodarki w trzecim kwartale br. Spodziewamy się, że w całym roku PKB w Polsce urośnie o 3.8%, zaś w przyszłym roku tempo wzrostu przyspieszy do 4.5%.
- W nadchodzących miesiącach głównym czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy będzie konsumpcja gospodarstw domowych, co będzie wynikało z powrotu do normalnego funkcjonowania usług oraz handlu detalicznego.
- Przewidujemy jednak, że w drugiej połowie bieżącego roku zaczną się uwidaczniać niektóre opóźnione skutki kryzysu. Będzie to miało w pewnym stopniu związek z wygasaniem wsparcia finansowego dla przedsiębiorstw. Może to oddziaływać w kierunku wyższych oszczędności gospodarstw domowych i mniejszej presji płacowej.
- W naszej ocenie inwestycje w tym roku pozostaną na niskim poziomie. Sądzymy, że nakłady na środki trwałe przyspieszą dopiero w przyszłym roku, kiedy to będą dodatkowo wspierane przez szerszy strumień funduszy pozyskanych w ramach unijnego Planu Odbudowy.
- Inflacja w bieżącym roku będzie pozostawać na relatywnie wysokim poziomie. Dynamikę cen konsumpcyjnych podbijać będą przede wszystkim paliwa. Zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz drożejące inne surowce mogą dodatkowo podsycać inflację w krótkim terminie.
- W długim terminie kluczowa dla perspektyw inflacyjnych będzie sytuacja na rynku pracy. Ochrona zatrudnienia w trakcie kryzysu oznacza, że wysoka presja płacowa może pojawić się relatywnie szybko, choć w naszej ocenie nie nastąpi to prędzej niż w przyszłym roku.
- Przewidujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2022 roku. Uważamy jednak, że prawdopodobieństwo ich podwyżki w drugiej połowie przyszłego roku nieco się zwiększyło.
- Złoty może znajdować się pod presją w okresach zmniejszonego apetytu na ryzyko na rynku globalnym, jednak solidna nadwyżka na rachunku bieżącym powinna stanowić swoisty bufor bezpieczeństwa dla polskiej waluty. W tym świetle widzimy pewną umiarkowaną przestrzeń do aprecjacji złotego w dalszej części roku.



# Nasze prognozy i scenariusze w styczniu...

	2018	2019	2020 <sup>(1)</sup>	Scenariusze na 2021 <sup>(1)</sup>		
				Bazowy	Niekorzystny	Korzystny
PKB	5.4	4.6	-3.0	3.5	1.5	5.0
Poziom realnego PKB (IV kw artała w obec IV kw artała 2019 roku)		100.0	95.9	101.0	98.0	103.5
Inw estycje	9.8	7.7	-6.7	1.5	-3.0	4.5
Konsumpcja prywatna	4.4	4.0	-3.1	4.5	2.5	5.0
Eksport	7.0	5.2	-3.3	9.3	5.0	10.0
Import	7.8	3.4	-5.9	8.5	4.0	9.0
Inflacja CPI	1.7	2.3	3.4	2.8	2.5	3.0
Inflacja bazowa	0.7	2.0	3.9	3.1	3.0	3.2
Wynagrodzenia	7.1	7.2	5.1	3.9	3.0	4.5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	6.1	5.4	6.0	7.0	7.5	6.0
Bilans sektora finansów publicznych (% PKB)	-0.2	-0.7	-7.5	-5.0	-7.5	-4.0
Dług publiczny (% PKB)	48.8	45.7	59.0	61.5	65.5	58.5
Stopa referencyjna NBP (%) <sup>(2)</sup>	1.50	1.50	0.10	0.10	0.00	0.10
Stopa depozytowa NBP (%) <sup>(2)</sup>	0.50	0.50	0.00	0.00	-0.25	0.00
3-mies. WIBOR (%) <sup>(2)</sup>	1.72	1.71	0.21	0.22	0.00	0.22
2-letni sw ap (%) <sup>(2)</sup>	1.82	1.76	0.24	0.35	0.10	0.50
10-letni sw ap (%) <sup>(2)</sup>	2.49	1.87	1.13	1.15	0.70	1.50
10-letnie obligacje (%) <sup>(2)</sup>	2.81	2.07	1.25	1.60	1.50	1.80
EURPLN <sup>(2)</sup>	4.29	4.25	4.56	4.35	4.85	4.25
USDPLN <sup>(2)</sup>	3.76	3.79	3.73	3.43	4.04	3.35

Uwagi: (1) prognoza; (2) koniec okresu; Liczby dotyczą procentowej zmiany rok-do-roku, chyba że zaznaczono inaczej

Źródło: GUS, Eurostat, Ministerstwo Finansów RP, NBP, BNP Paribas Bank Polska



# Obecne prognozy Banku BNP Paribas

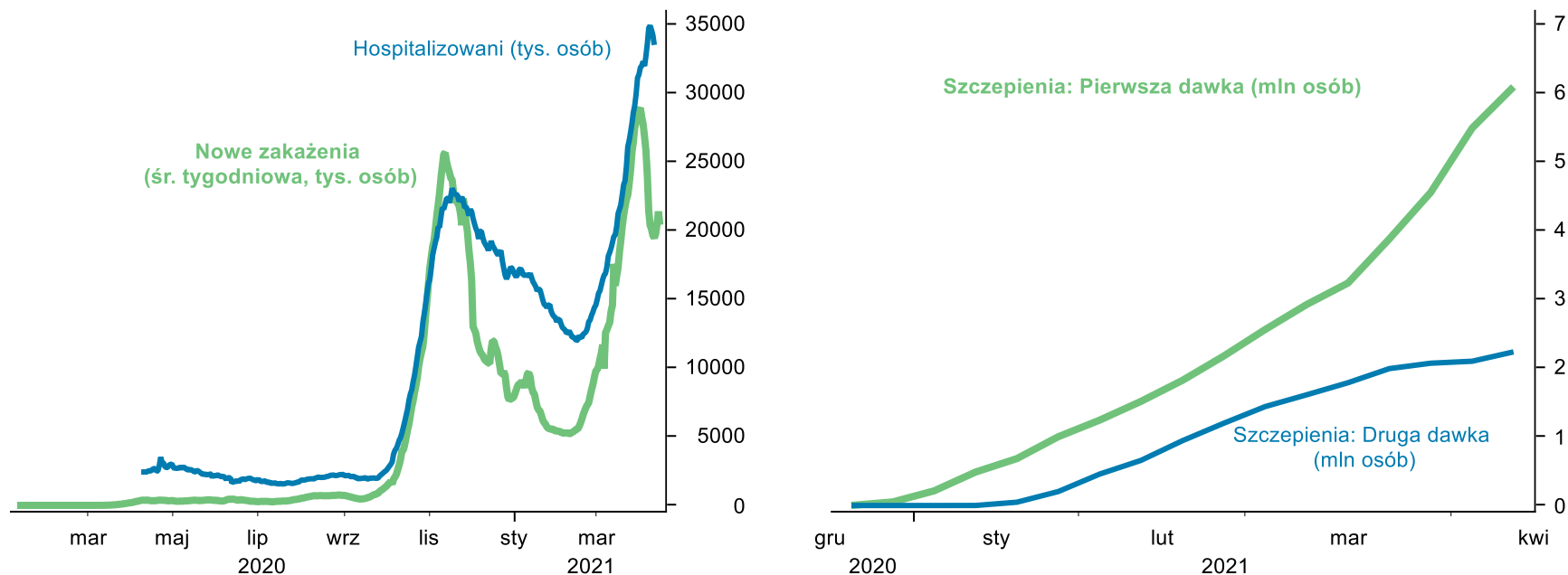
	2019	2020	2021 <sup>(1)</sup>	2022 <sup>(1)</sup>
PKB	4,6	-2,7	3,8	4,5
Poziom realnego PKB (IV kw artał w obec IV kw artału 2019 roku)	100,0	97,3	101,6	105,9
Inw estycje	7,6	-7,4	-0,2	9,3
Konsumpcja prywatna	4,0	-3,0	4,7	5,4
Eksport	5,2	-0,6	10,3	6,2
Import	3,4	-2,6	11,2	9,7
Inflacja CPI	2,3	3,4	3,4	2,8
Inflacja bazowa	2,0	3,9	3,2	2,1
Wynagrodzenia	7,2	5,3	5,4	6,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,9	6,4	5,8
Bilans sektora finansów publicznych (% PKB)	-0,7	-6,9	-3,9	-2,5
Dług publiczny (ESA, % PKB)	45,7	57,6	60,5	58,8
Stopa referencyjna NBP (%) <sup>(2)</sup>	1,50	0,10	0,10	0,10
Stopa depozytowa NBP (%) <sup>(2)</sup>	0,50	0,00	0,00	0,00
3-mies. Wibor (%) <sup>(2)</sup>	1,71	0,21	0,21	0,21
2-letni sw ap (%) <sup>(2)</sup>	1,76	0,24	0,40	0,40
10-letni sw ap (%) <sup>(2)</sup>	1,87	1,13	1,70	1,80
10-letnie obligacje (%) <sup>(2)</sup>	2,07	1,25	1,50	1,70
EURPLN <sup>(2)</sup>	4,25	4,56	4,48	4,46
USDPLN <sup>(2)</sup>	3,79	3,73	3,70	3,66

Uwagi: (1) prognoza; (2) koniec okresu; Liczby dotyczą procentowej zmiany rok-do-roku, chyba że zaznaczono inaczej

Źródło: GUS, Eurostat, Ministerstwo Finansów RP, NBP, BNP Paribas Polska



# Pandemia/Szczepienia: Otwarcie gospodarki w III kwartale?

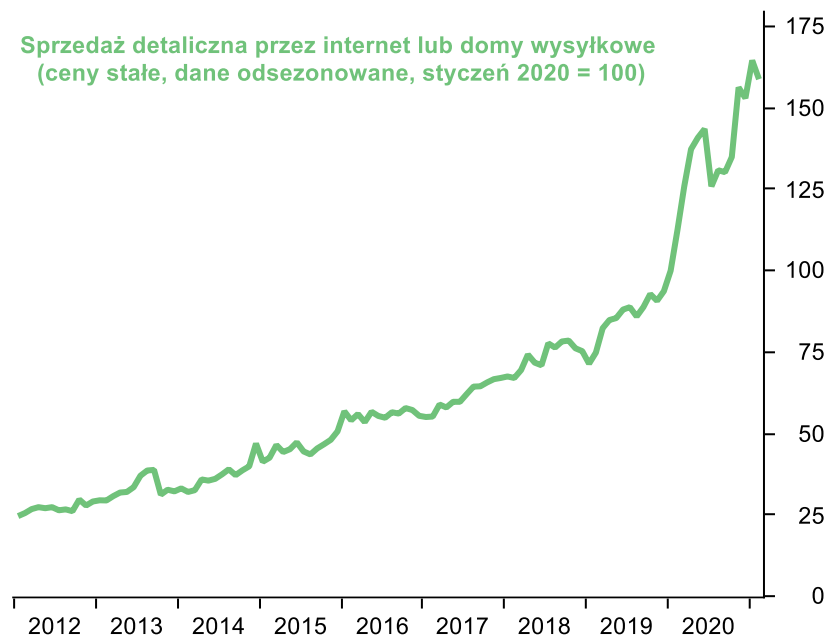
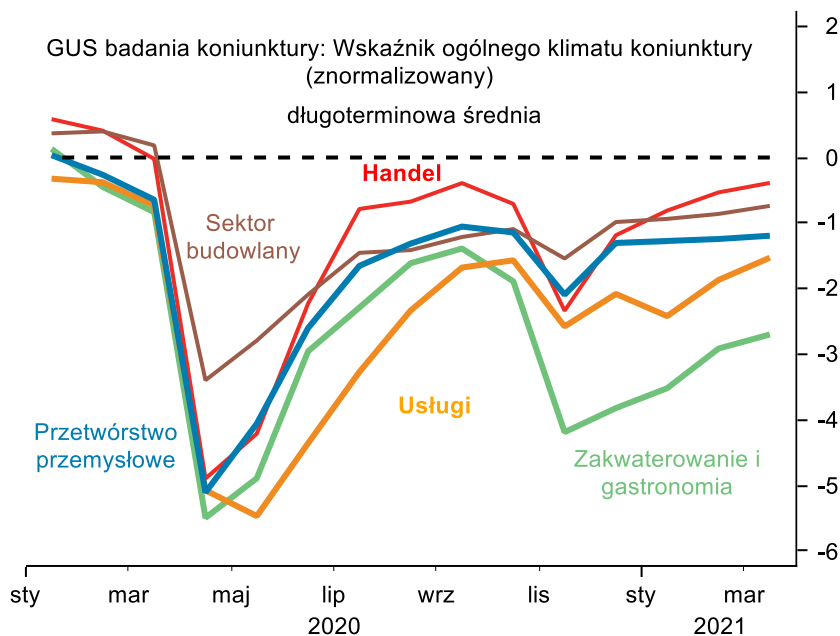


Źródło: WHO, ECDC, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że trzecia fala pandemii będzie stopniowo wygasać dzięki wprowadzonym ograniczeniom oraz sukcesywnie postępującym szczepieniom.
- Rząd planuje zaszczepić przynajmniej jedną dawką wszystkich zainteresowanych dorosłych Polaków do końca sierpnia br. Powinno to pozwolić na praktycznie pełne otwarcie gospodarki w trzecim kwartale.
- Ze względu na większą odporność społeczeństwa, ewentualne obostrzenia w dalszej części roku powinny mieć dużo mniejszą skalę i nie powinny znacząco wpływać na aktywność ekonomiczną.



# Restrykcje mniej bolesne dla gospodarki

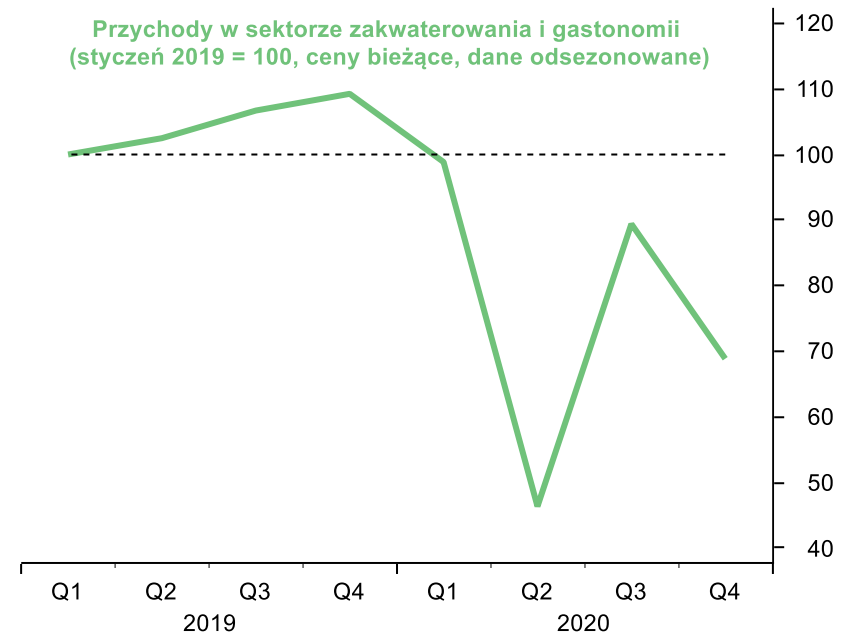
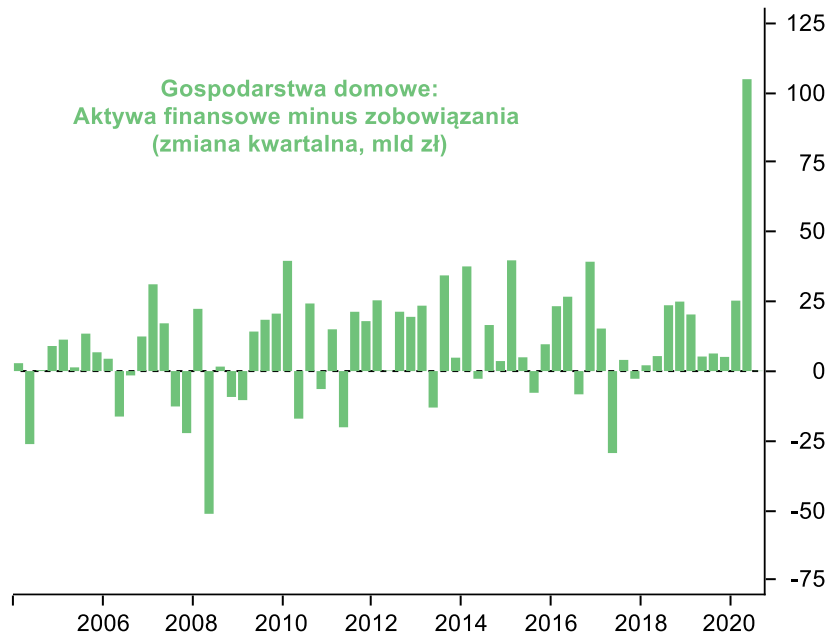


Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Przedłużające się restrykcje negatywnie oddziałują na koniunkturę i mogą ograniczyć skalę odbicia gospodarczego (rok-do-roku) w drugim kwartale. Ich wpływ na gospodarkę jest jednak zdecydowanie mniejszy niż wiosną 2020 roku.
- Dostosowanie do pandemicznej rzeczywistości widać zwłaszcza w handlu. O ile w ubiegłym roku nastroje w sektorze były bardzo złe, obecnie oceny sytuacji gospodarczej pozostają solidne (nie wykluczamy pogorszenia się danych w kwietniu, choć sprzedaż w okresie świątecznym była najprawdopodobniej wysoka).
- Wpływ na większą odporność handlu ma w dużej mierze dynamiczny wzrost w ostatnich miesiącach sprzedaży internetowej, która obecnie jest o ponad 60% wyższa niż w styczniu 2020 roku.



# Odroczony popyt widoczny w restauracjach i hotelach

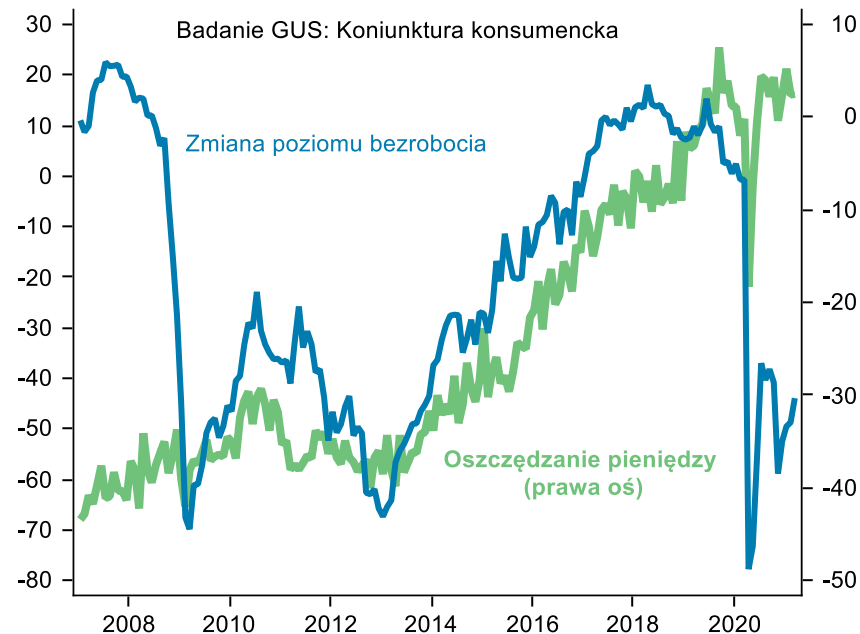
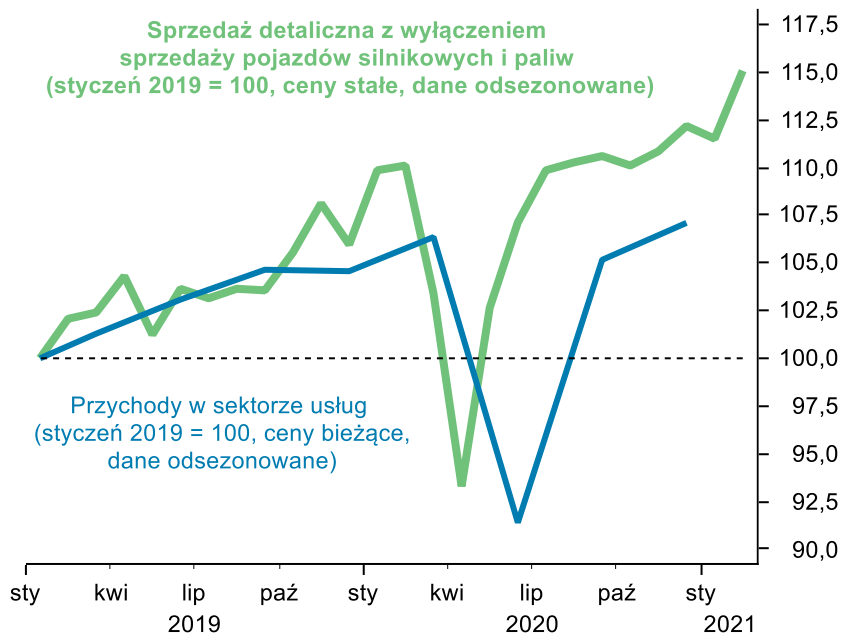


Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W nadchodzących miesiącach głównym czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy będzie konsumpcja gospodarstw domowych, co będzie w znacznej mierze wynikać z powrotu do normalnego funkcjonowania usług oraz handlu detalicznego.
- Ponadto, gospodarstwa domowe w trakcie pandemii zgromadziły „przymusowe” oszczędności, które oceniamy na około 75 mld zł (6,5% rocznej konsumpcji). Przeznaczenie tych środków na wydatki konsumpcyjne mogłoby być dodatkowym impulsem popytowym. Sądzymy jednak, że tzw. odroczonego popytu pojawi się przede wszystkim w usługach związanych z zakwaterowaniem i gastronomią, które najmocniej ucierpiały w trakcie pandemii.



# Sprzedaż towarów wysoka ale...



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

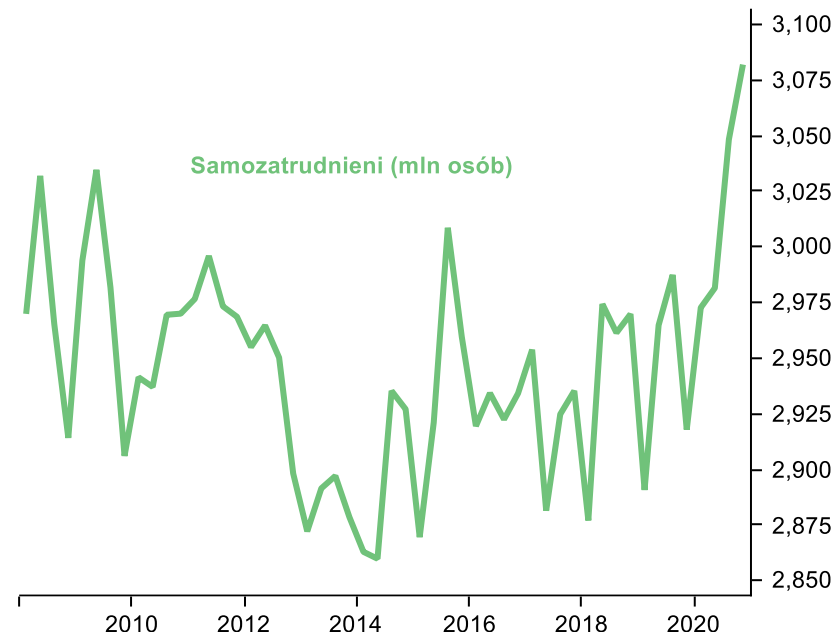
- Tymczasem, w przypadku popytu na towary (a do pewnego stopnia również w przypadku pozostałych usług) spodziewamy się, że dynamika sprzedaży będzie wysoka, jednak nie zakładamy jej skokowego wzrostu po otwarciu gospodarki. Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem pojazdów silnikowych i paliw wzrosła w 2020 r. o ponad 4%, a w lutym była o 15% wyższa niż w styczniu 2019 r., co wskazuje na bieżące zaspokajanie popytu w tej kategorii.
- Sądzymy również, że gospodarstwa domowe mogą być niechętnie, by głębiej sięgnąć do portfela ze względu na utrzymującą się niepewność co do przyszłości. W badaniach koniunktury konsumenckiej widać, że gospodarstwa domowe chcą utrzymać oszczędności na wysokim poziomie przy jednoczesnych obawach o pracę.





# Rynek pracy – opóźnione skutki kryzysu

Pracujący (tys. osób)				
Sektor	IV kw. 2019	IV kw. 2020	Różnica (tys.)	Różnica (%)
<b>Pracujący (ogółem)</b>	<b>16467</b>	<b>16556</b>	<b>88,1</b>	<b>0,5%</b>
<b>Zatrudnieni (ogółem)</b>	<b>13190</b>	<b>13099</b>	<b>-90,4</b>	<b>-0,7%</b>
Rolnictwo	201	190	-11,2	-5,6%
Górnictwo	235	205	-30,3	-12,9%
Przetwórstwo przemysłowe	3105	3024	-80,4	-2,6%
Produkcja energii	164	182	17,1	10,4%
Gospodarka wodna	181	186	5,0	2,8%
Budownictwo	1021	969	-52,4	-5,1%
Handel	1913	1796	-117,9	-6,2%
Transport i magazynowanie	941	974	33,2	3,5%
Zakwaterowanie i gastronomia	329	277	-51,6	-15,7%
Informacja i komunikacja	339	352	12,4	3,7%
Finanse i ubezpieczenia	320	366	45,9	14,4%
Nieruchomości	121	111	-10,5	-8,7%
Działalność profesjonalna	416	425	9,0	2,2%
Usługi administracyjne	342	366	24,5	7,2%
Administracja publiczna	1018	1030	12,3	1,2%
Edukacja	1237	1249	11,6	0,9%
Ochrona zdrowia	844	933	89,6	10,6%
Kultura	182	178	-4,0	-2,2%
Inne usługi	172	178	6,0	3,5%
Produkcja własna	15	16	0,7	4,6%

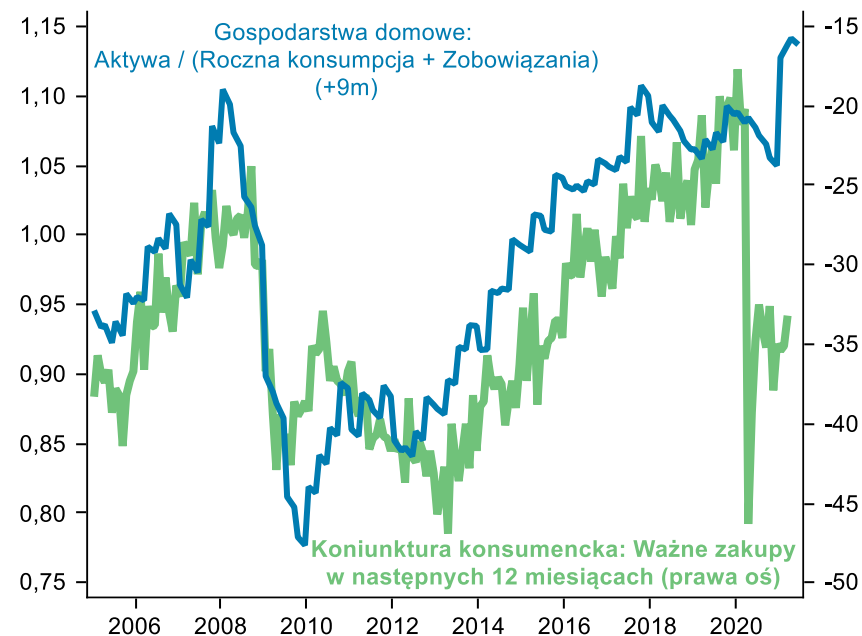
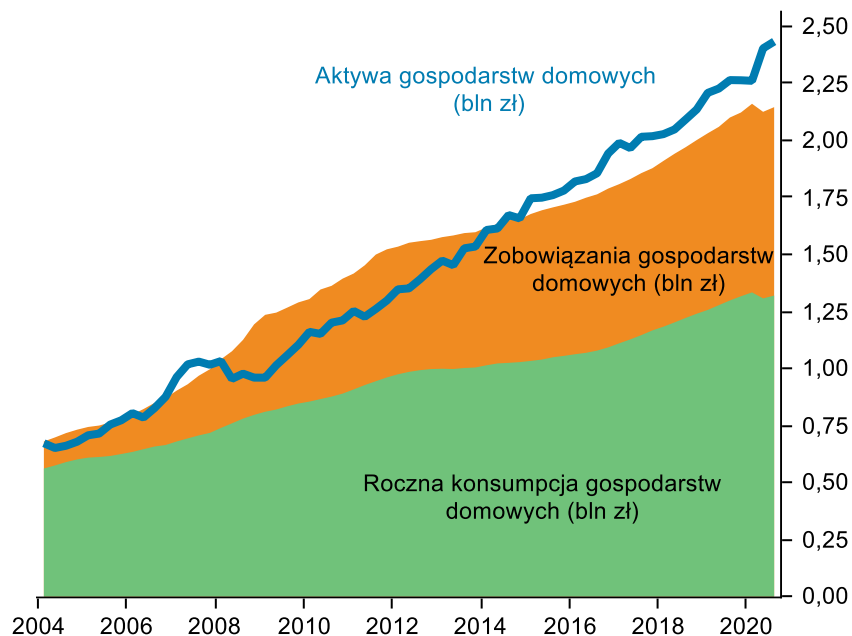


Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Dzięki Tarczom wiele miejsc pracy zostało ochronionych, ale są obszary, gdzie pandemia mocno odcisnęła swoje piętno. W handlu, przemyśle czy branży HoReCa odnotowano wyraźny spadek liczby etatów.
- W ostatnich miesiącach odnotowano również wyraźny wzrost liczby samozatrudnionych (zwłaszcza w sektorze rolniczym), co może być pewną formą „ucieczki” przed bezrobociem.
- Przewidujemy, że w drugiej połowie roku na rynku pracy zaczną być wyraźniej widoczne niektóre opóźnione skutki kryzysu. Będzie to miało w pewnym stopniu związek z wygasaniem wsparcia finansowego dla przedsiębiorstw. W efekcie sądzimy, że w okresie 12-18 miesięcy po zniesieniu restrykcji dojdzie do większej rotacji na rynku pracy.



# Efekt majątkowy i wygładzanie konsumpcji

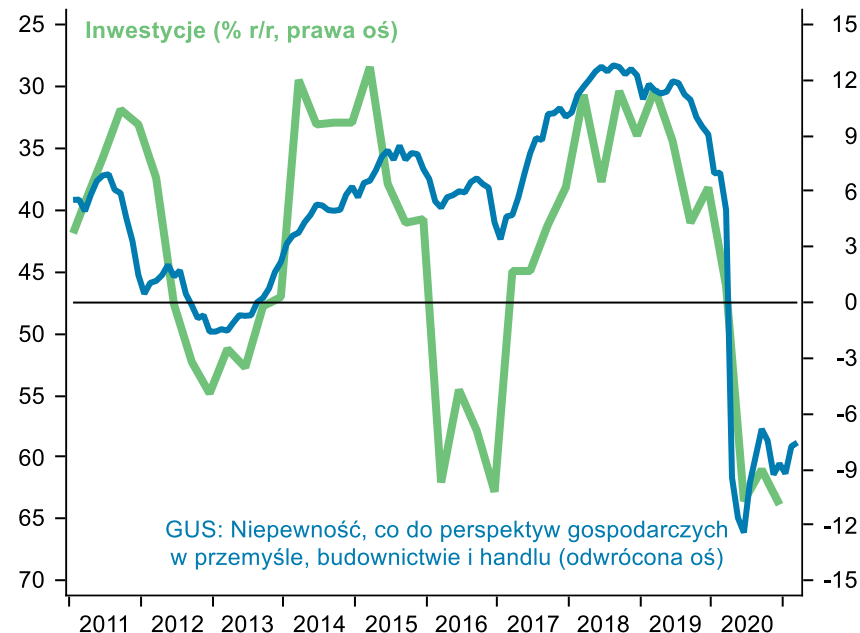
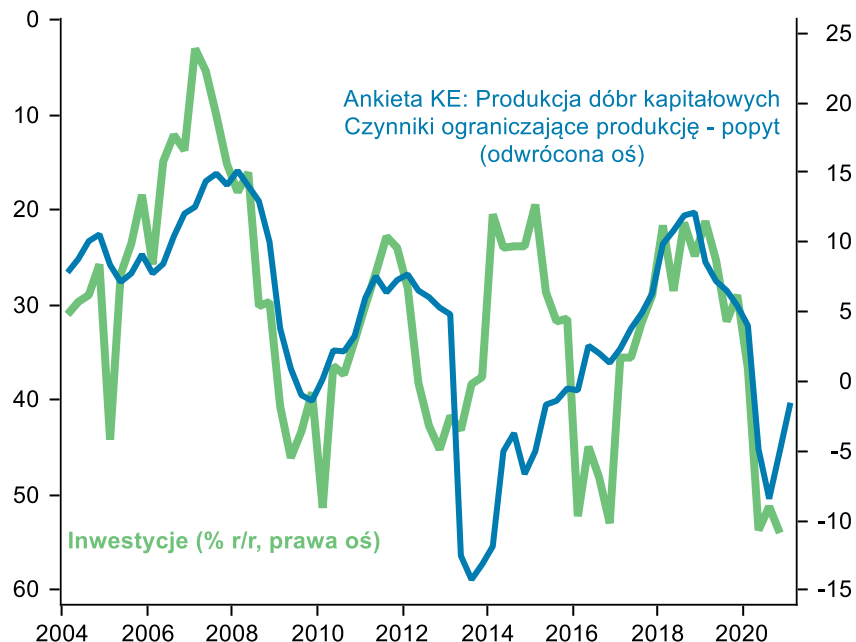


Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Naszym zdaniem po dostosowaniu się gospodarki do post-pandemicznej rzeczywistości, poziom oszczędności gospodarstw domowych może ponownie spaść, na co wpływ powinna mieć ich lepsza sytuacja bilansowa.
- Sądzymy, że tzw. *efekt majątkowy* będzie trwale wspierał wydatki konsumpcyjne zwłaszcza w przypadku dóbr trwałego użytku oraz usług „wyższego rzędu” (np. turystyka).
- W rezultacie uważamy, że odroczony w trakcie pandemii popyt, który zwiększył aktywa w posiadaniu gospodarstw domowych, może mieć nie tylko krótko- ale i bardziej długoterminowy efekt na gospodarkę.



# Inwestycje w zawieszeniu po pandemii

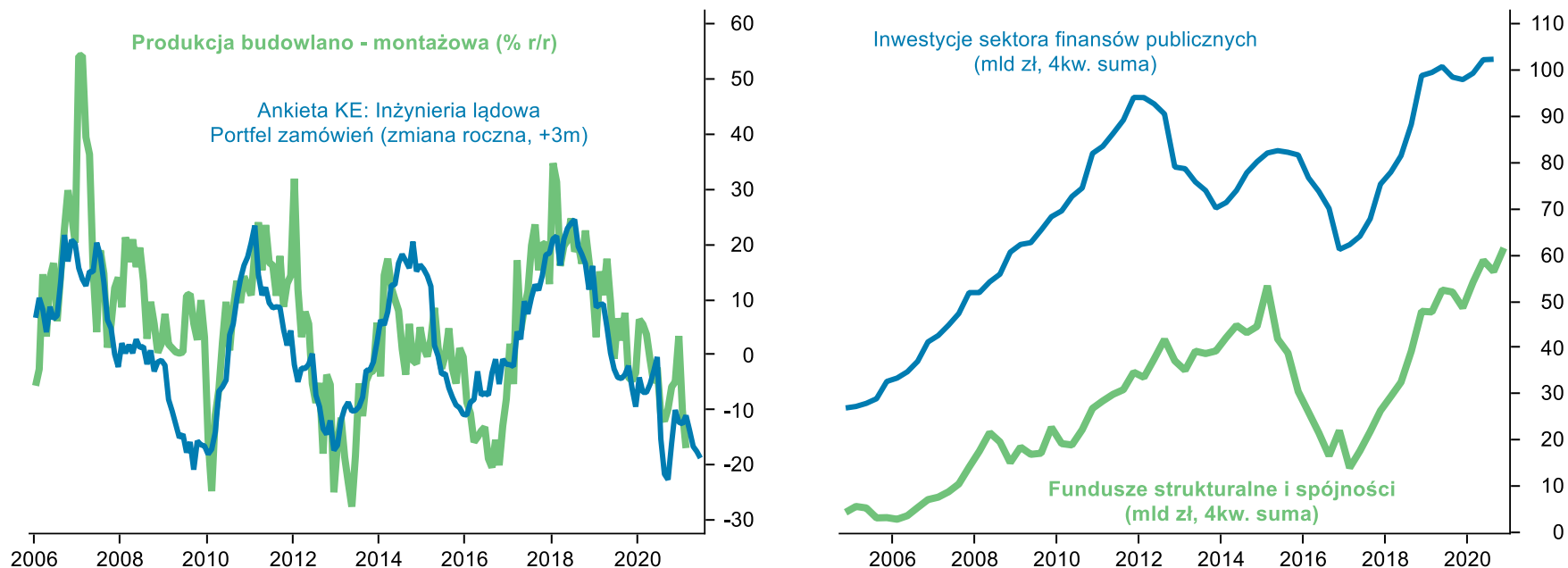


Źródło: Komisja Europejska, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W naszej ocenie inwestycje w tym roku pozostaną na niskim poziomie. W krótkim terminie przedsiębiorstwa najprawdopodobniej nie osiągną pełnych mocy produkcyjnych, co będzie ograniczać ich skłonność do inwestowania w kapitał trwały. Widać to m.in. w utrzymującym się relatywnie niskim popycie na dobra kapitałowe.
- Ponadto, mimo poprawiających się perspektyw gospodarczych, niepewność w tym obszarze pozostaje na historycznie wysokich poziomach. Uważamy dlatego, że szybszego wzrostu nakładów brutto na środki trwale należy spodziewać się dopiero w ostatnim kwartale roku, kiedy zakładamy, że wpływ pandemii na gospodarkę będzie już nieznaczny.



# Początek silnego cyklu inwestycyjnego w przyszłym roku

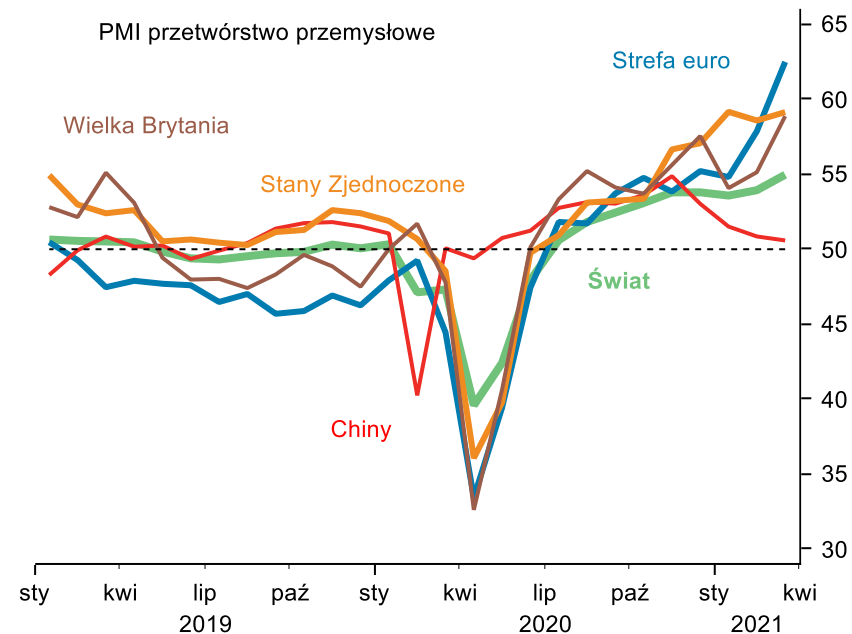
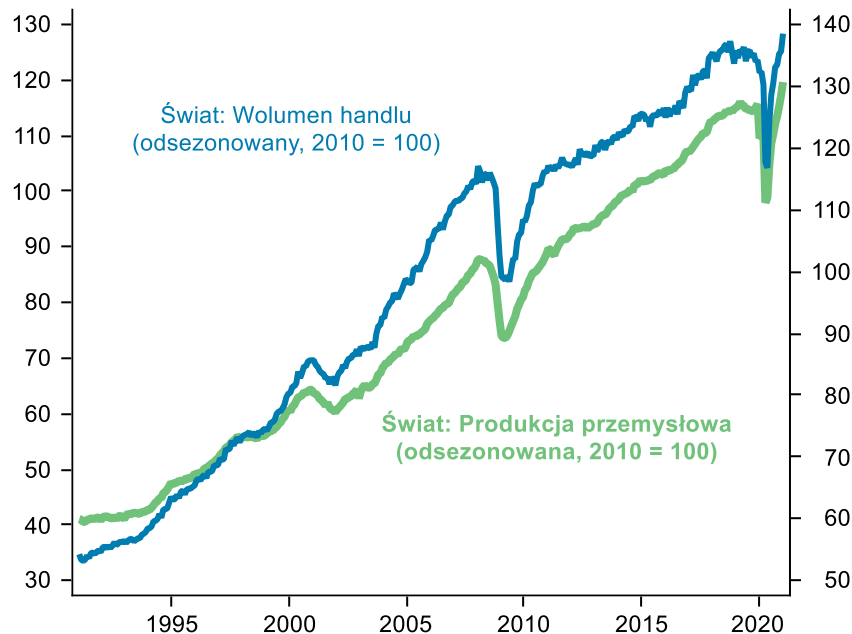


Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Na niską dynamikę wydatków inwestycyjnych w tym roku oddziaływać będą również słabsze krótkoterminowe perspektywy dla projektów infrastrukturalnych. Portfel zamówień w sektorze inżynierii lądowej jest na relatywnie niskim poziomie, co najprawdopodobniej będzie ograniczać produkcję budowlano-montażową w najbliższych miesiącach.
- Sądzymy, że inwestycje wyraźnie przyspieszą dopiero w przyszłym roku, kiedy będą dodatkowo wspierane przez szerszy strumień funduszy unijnych. Biorąc pod uwagę dobre perspektywy dla konsumpcji, możliwą erozję kapitału rzeczowego w trakcie pandemii, znaczące potrzeby inwestycyjne oraz wysokie prawdopodobieństwo utrzymania niskich stop procentowych, spodziewamy się mocnego i długiego cyklu inwestycyjnego w kolejnych latach.



# Dobra kondycja i perspektywy dla eksportu

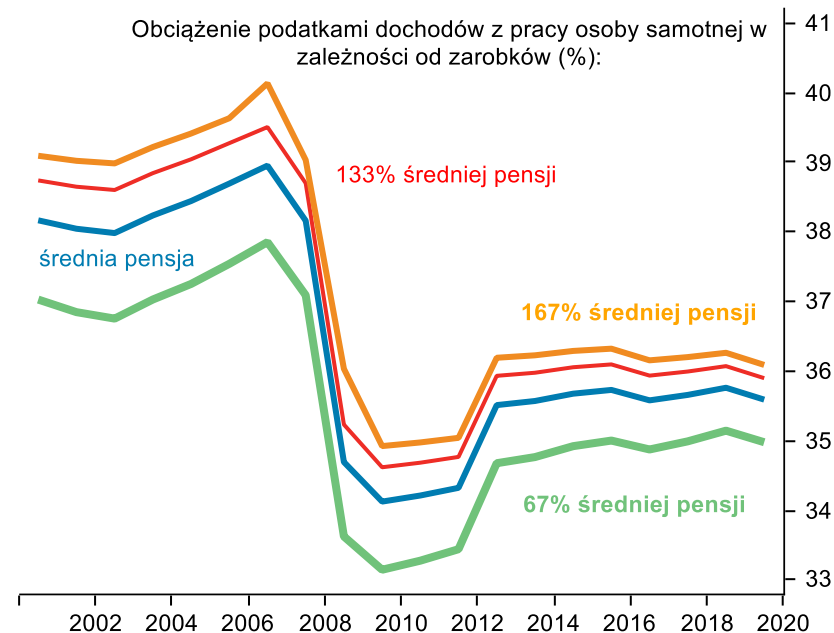
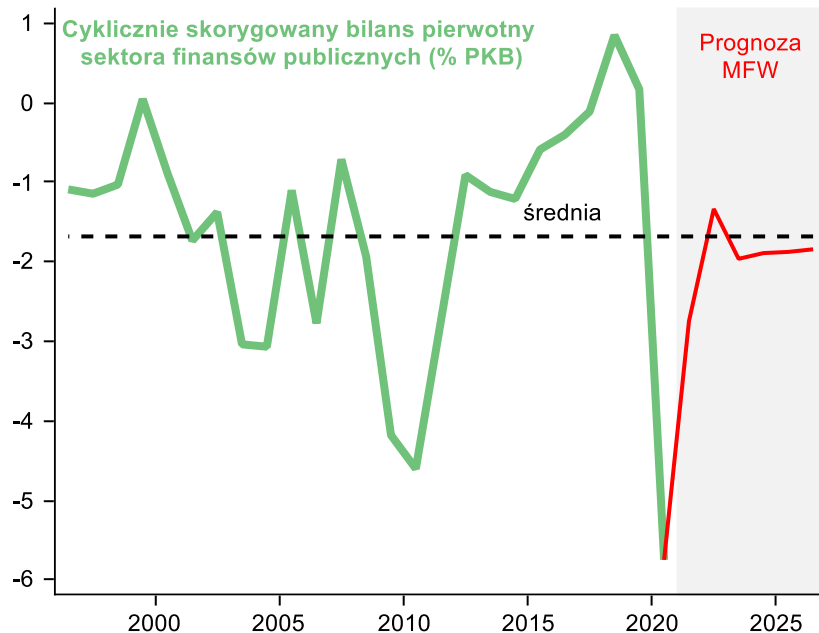


Źródło: CPB, Markit, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W ubiegłym roku polska gospodarka była mocno wspierana przez sprzedaż zagraniczną. Eksport dóbr wzrósł w 2020 roku o 1,2% r/r (ceny stałe), co przełożyło się przede wszystkim na relatywnie dobrą kondycję polskiego przemysłu.
- O ile globalnie popyt na usługi mocno ucierpiało ze względu na lockdown, o tyle popyt na dobra utrzymał się na wysokim poziomie - w dużej mierze dzięki uruchomionemu wsparciu fiskalnemu.
- W rezultacie ożywienie w światowym handlu zagranicznym nastąpiło o wiele szybciej niż po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. Wysokie wskaźniki PMI w głównych gospodarkach świata dobrze wróżą polskiemu eksportowi również w nadchodzących miesiącach.



# Polityka fiskalna i „Nowy Ład”

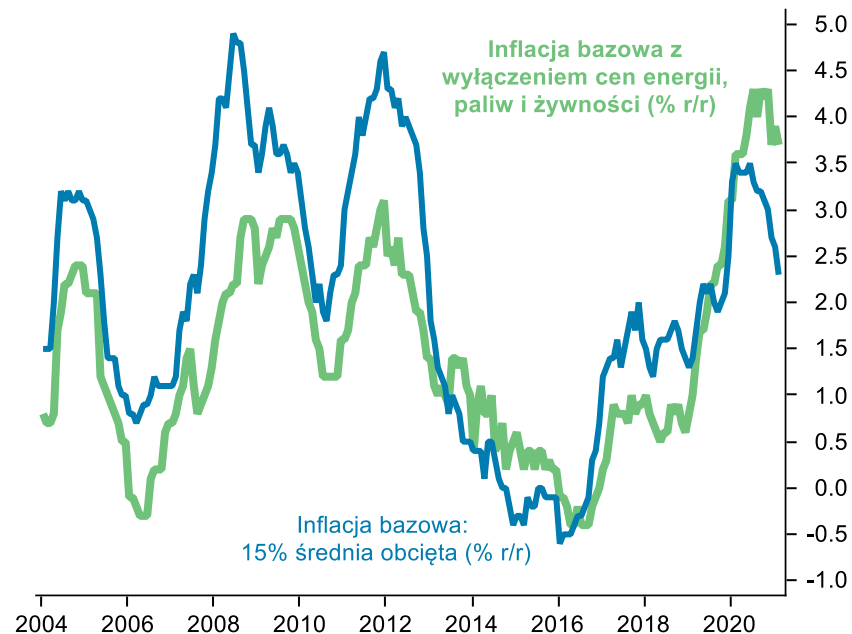
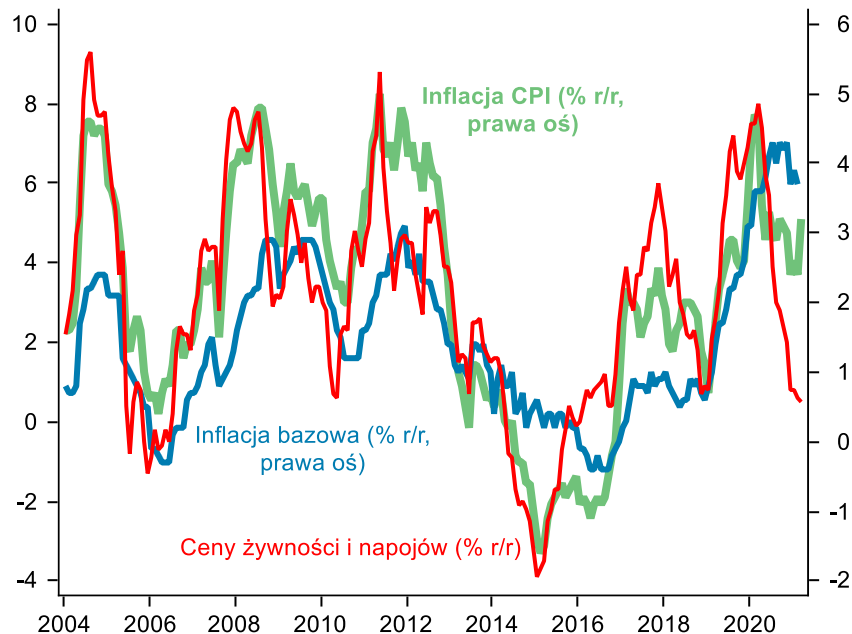


Źródło: MFW, OECD, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Dla perspektyw gospodarczych po pandemii istotne będzie nastawienie polityki fiskalnej. W naszej ocenie proces konsolidacji w finansach publicznych będzie przebiegał stopniowo, co powinno być czynnikiem wspomagającym ożywienie gospodarcze w najbliższych latach.
- W ostatnim czasie pojawiły się informacje o planowanych przez rząd reformach nazywanych „Nowych Ładem”. Choć szczegóły programu nie zostały jeszcze przedstawione, z medialnych doniesień wydaje się, że celem zmian będzie przede wszystkim ograniczenie nierównowag dochodowych i wprowadzenie większej progresywności do polskiego systemu podatkowego.



# Inflacja – najpierw w górę, potem w dół. Co dalej?

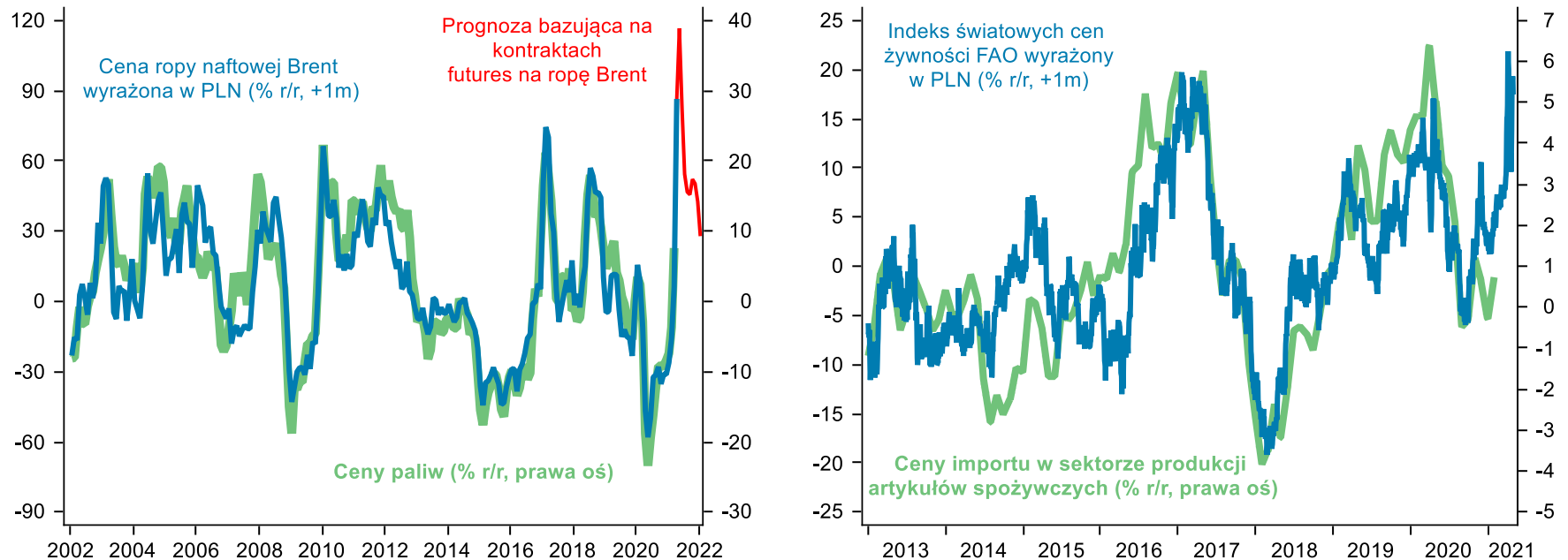


Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Inflacja CPI w bieżącym roku będzie pozostawać na relatywnie wysokim poziomie. Spodziewamy się, że średniorocznie wyniesie ona 3,4%, choć krótkookresowo może osiągnąć nawet 4%. Prognozujemy, że w przyszłym roku tempo wzrostu cen zwolni do 2,8%.
- W dłuższym terminie kluczowa dla perspektyw inflacyjnych będzie sytuacja na rynku pracy. Z punktu widzenia długookresowej inflacji istotne jest również, czy podwyższające dynamikę cen w tym roku czynniki podażowe nie spowodują tzw. efektów drugiej rundy. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że po pewnym wyhamowaniu w przyszłym roku inflacja CPI powróci na ścieżkę wzrostu.



# Inflacja – rzut oka na paliwa i żywność



Źródło: GUS, ICE, FAO, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Dynamikę cen konsumpcyjnych w tym roku podbijają będą przede wszystkim paliwa, co ma związek z niską bazą na cenach ropy naftowej. W nadchodzących miesiącach koszt paliwa może rosnąć w tempie +30% r/r. Czynniki ten powinien jednak wygasać w dalszej części roku.
- Mimo wzrostu cen żywności na rynku globalnym, spodziewamy się, że dynamika cen artykułów spożywczych w Polsce pozostanie w bieżącym roku umiarkowana i pod koniec roku będzie znajdować się w pobliżu 3% r/r. Relatywnie niskie przełożenie sytuacji z rynku globalnego na ceny w Polsce ma związek z faktem, że za wzrostami cen światowych dużej mierze stoją oleje i tłuszcze, które stanowią relatywnie niewielką część importu w polskim sektorze spożywczym.

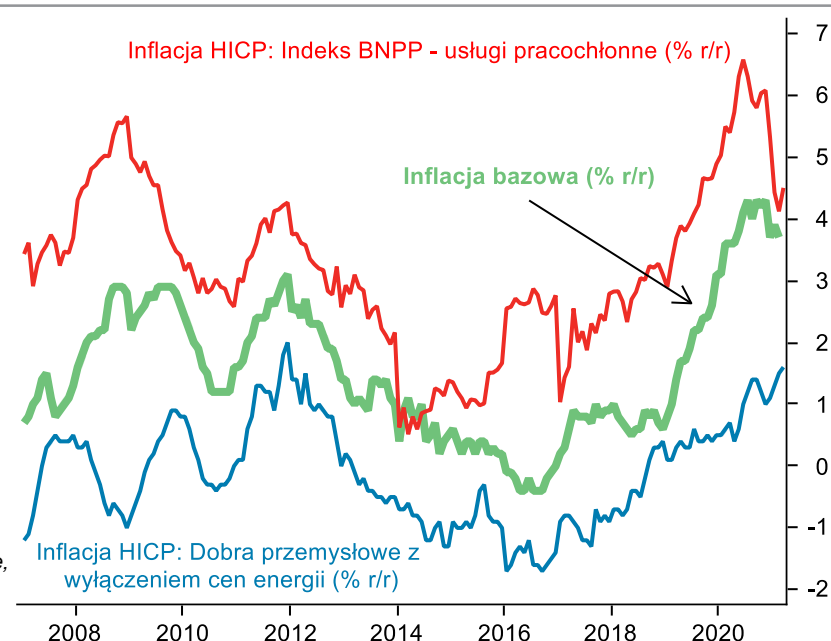




# Inflacja bazowa - alternatywne spojrzenie

Kategoria	Waga	lut-21	mar-21
<b>Inflacja HICP (% r/r)</b>	100,0	3,6	4,4
<b>Energia</b>	8,3	4,0	4,2
<b>Paliwa</b>	4,7	-3,6	8,0
<b>Żywność i napoje bezalkoholowe</b>	18,6	0,7	0,6
Żywność przetworzona	13,9	1,1	0,9
Żywność nieprzetworzona	4,6	-0,7	-0,5
<b>Alkohol i wyroby tytoniowe</b>	6,4	2,1	2,0
<b>Dobra przemysłowe poza energią</b>	33,2	1,5	1,6
<b>Usługi</b>	28,9	8,9	9,2
Indeks BNPP: Usługi pracochłonne	20,1	4,1	4,5
Indeks BNPP: Pozostałe usługi*	8,8	19,9	20,0

\* Pozostałe usługi obejmują turystykę zorganizowaną, wywóz śmieci, usługi telekomunikacyjne, opłaty radiowo-telewizyjne, ubezpieczenia, usługi finansowe

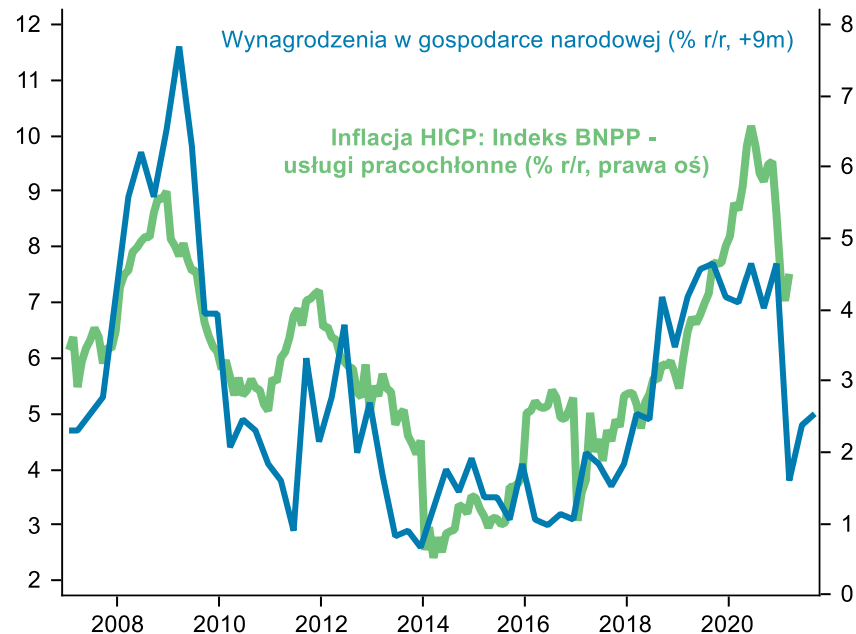
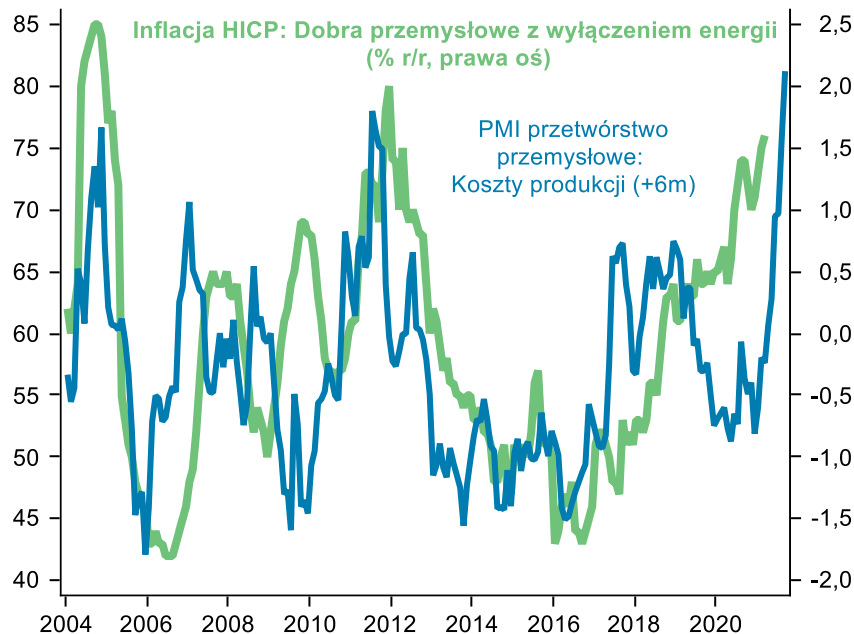


Źródło: Eurostat, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Prognozujemy, że w dalszej części roku inflacja bazowa będzie stopniowo zwalniać i na koniec roku zbliży się do wynoszącego 2,5% celu inflacyjnego NBP.
- W ostatnich miesiącach szybkie tempo wzrostu cen bazowych wynikało przede wszystkim z usług w niewielkim stopniu odzwierciedlających bieżącą sytuację gospodarczą jak np. wywóz śmieci.
- Tymczasem tempo wzrostu cen usług pracochłonnych w ostatnim czasie dość dynamicznie zwalniało (choć marcowe dane tego nie potwierdziły). Jednocześnie czynnik ten był jednak do pewnego stopnia równoważony szybszym wzrostem cen dóbr przemysłowych (z wyłączeniem energii).



# Inflacja bazowa - czynniki

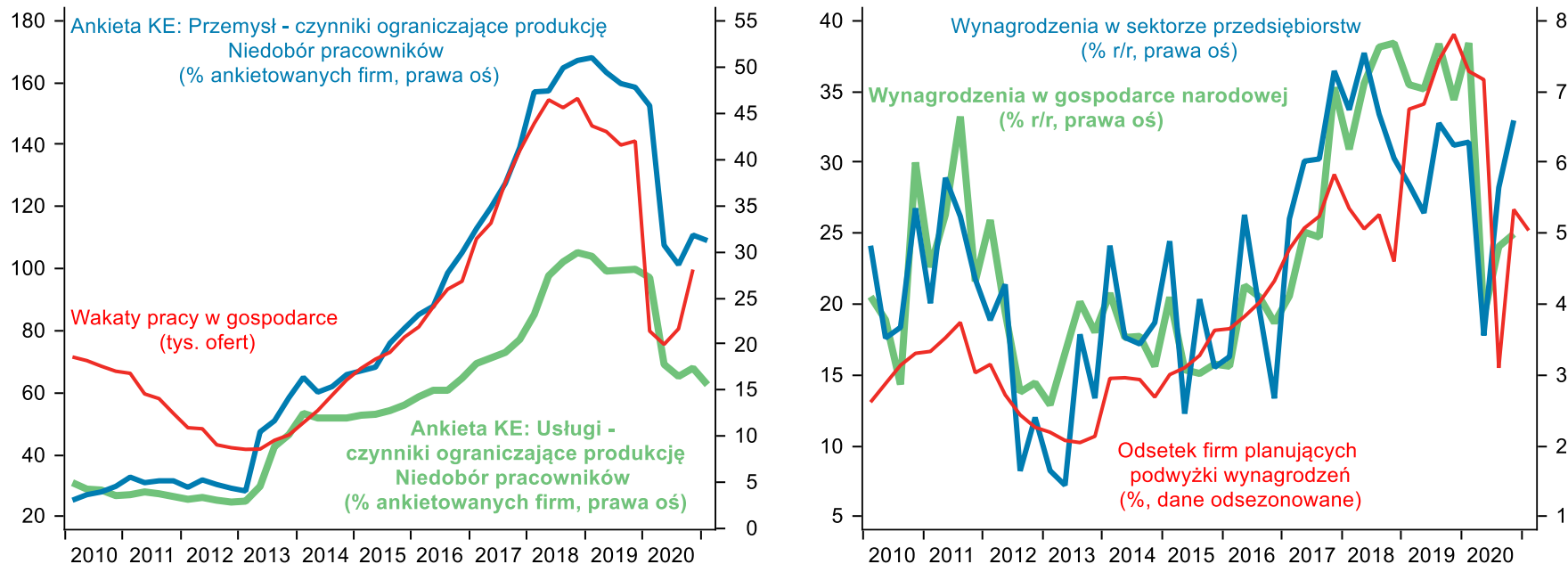


Źródło: Eurostat, PMI, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W nadchodzących miesiącach dyspersja między kierunkiem zmian cen towarów i usług pracochłonnych może się utrzymywać. Spowodowane pandemią zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz drożejące surowce mogą podsycać inflację towarów w krótkim terminie. Sądzymy jednak, że z biegiem czasu czynnik ten powinien tracić na sile.
- Z kolei niższa dynamika wynagrodzeń przy jednoczesnej większej rotacji na rynku pracy powinny przyczynić się do ograniczenia presji cenowej w przypadku usług.
- W efekcie spodziewamy się pewnego wyhamowania inflacji bazowej w perspektywie najbliższych 12 miesięcy.



# Inflacja i rynek pracy

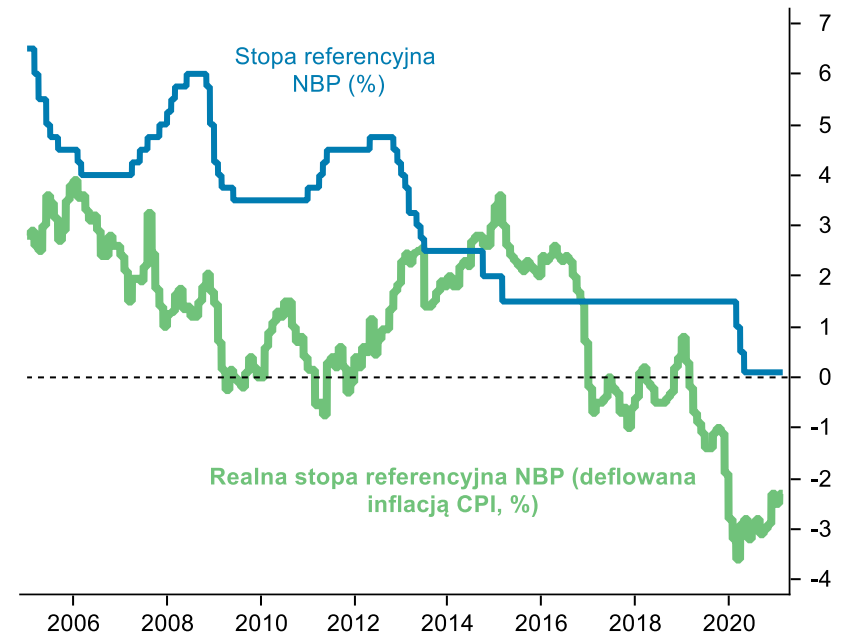
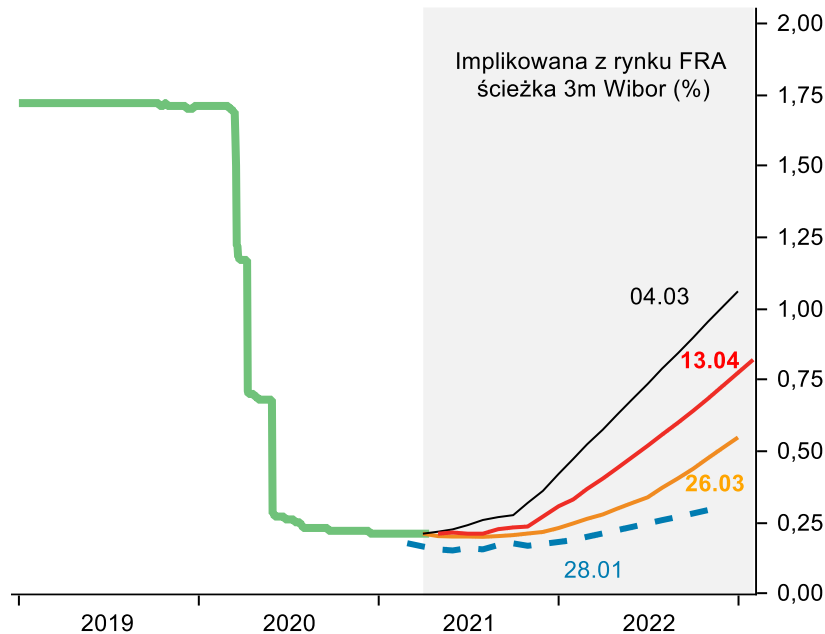


Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W dłuższym horyzoncie kluczowa dla perspektyw inflacyjnych będzie sytuacja na rynku pracy. Przed pandemią pracownicy mieli dużą siłę negocjacyjną, a wynagrodzenia rosły w szybkim tempie. Ochrona zatrudnienia w trakcie kryzysu oznacza, że po otwarciu gospodarki możemy relatywnie szybko wrócić do tego stanu rzeczy, choć w naszej ocenie nie nastąpi to szybciej niż w przyszłym roku.
- W ocenie przedsiębiorstw niedobory pracowników stanowią obecnie dużo mniejszy problem niż przed pandemią, a liczba wakatów, choć ostatnio zaczęła ponownie rosnąć, jest o około 30% niższa niż pod koniec 2019 roku. Odsetek firm planujących podwyżki wynagrodzeń jest także mniejszy, niż przed wybuchem pandemii.



# Rynek wycenia podwyżki stóp procentowych w 2022 r.

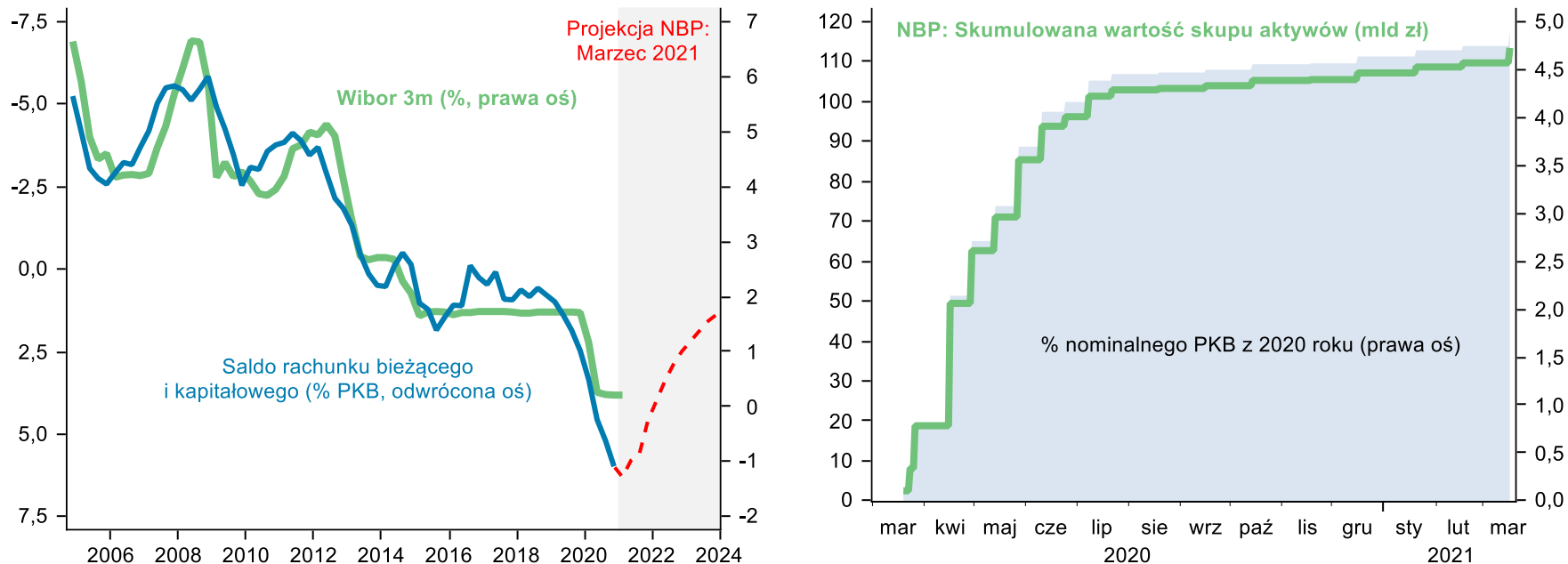


Źródło: Bloomberg, NBP, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W ostatnich miesiącach rynek zaczął ponownie wyceniać podwyżki stóp procentowych w Polsce. Przewidywana skala zacieśnienia polityki pieniężnej mocno jednak wahała się od początku roku. Jeszcze pod koniec stycznia rynek zakładał podwyżki stop procentowych o jedynie 10pb w perspektywie 2 lat, podczas gdy na początku marca było to nawet ponad 80pb. Obecnie rynek przewiduje około 60pb podwyżek do początku 2023 roku.
- Większa skłonność rynku do wyceny podwyżek stóp procentowych wynika w pewnym stopniu ze zmian w otoczeniu zewnętrznym i wzrostu rynkowych stóp procentowych za granicą (w tym zwłaszcza w USA). Dodatkowo wpływ na wycenę może mieć niska ujemna realna stopa procentowa, mimo wyraźnie lepszych perspektyw gospodarczych.



# Nastawienie RPP, póki co, bez zmian

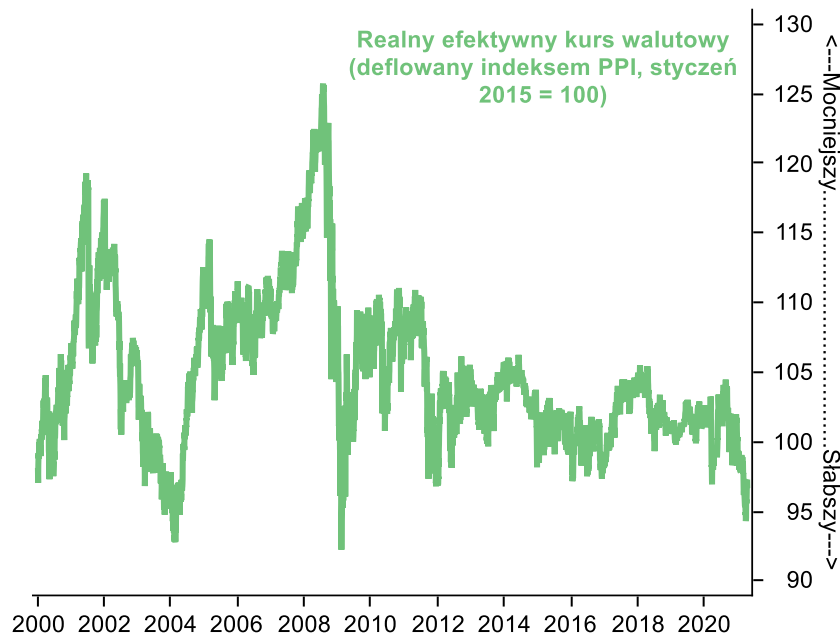


Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Wydaje się jednak, że nastawienie Rady Polityki Pieniężnej nie uległo zmianie i członkowie Rady nie zamierzają podnosić stóp procentowych w najbliższym czasie. W efekcie podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2022 roku. Uważamy jednak, że prawdopodobieństwo ich podwyżki w drugiej połowie przyszłego roku nieco się zwiększyło.
- Naszym zdaniem, szybszy niż obecnie zakładany początek normalizacji polityki pieniężnej za granicą mógłby skłonić Radę Polityki Pieniężnej do podobnego działania jeszcze w 2022 roku, zwłaszcza w warunkach zmniejszającej się nadwyżki na rachunku bieżącym, która jest buforem bezpieczeństwa dla złotego.



# NBP i FX: Kurs złotego w strefie komfortu

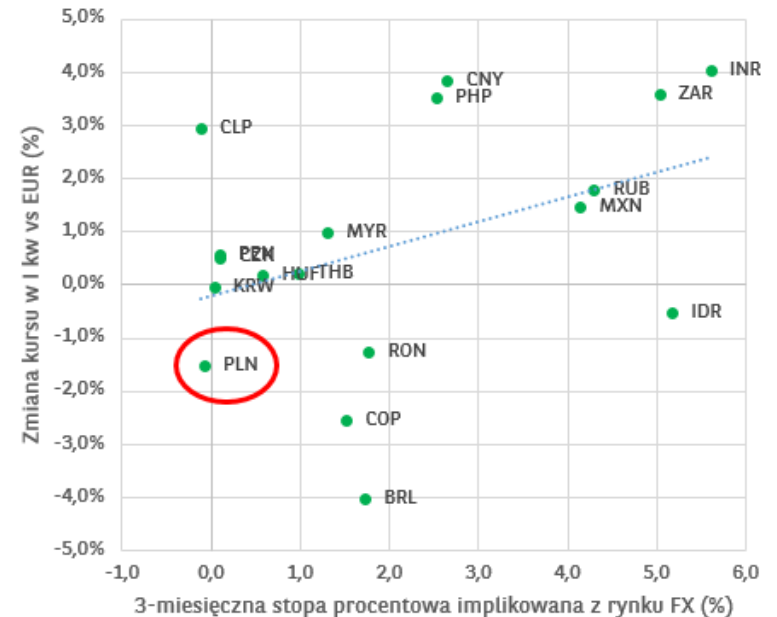
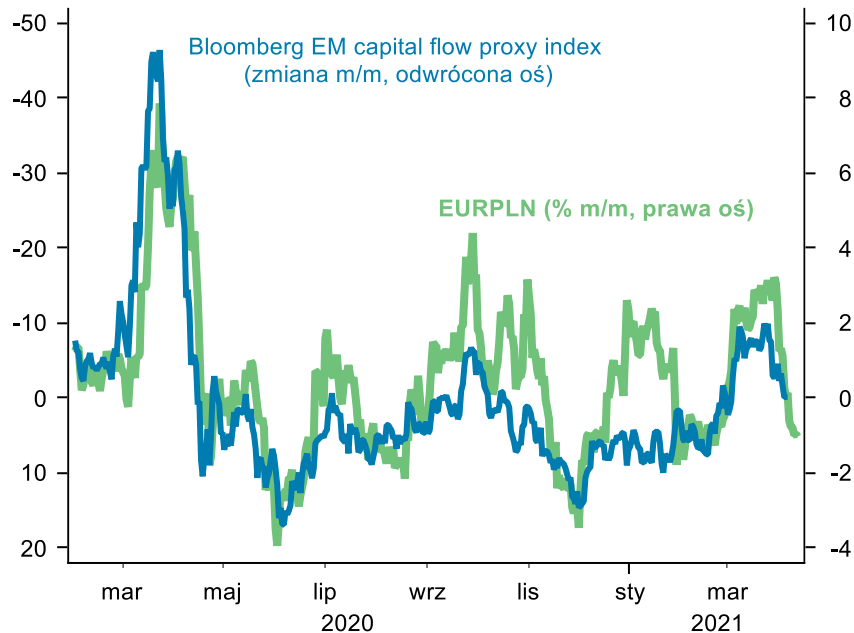


Źródło: JP Morgan, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W ostatnim komunikacie po posiedzeniu RPP usunięto fragment dotyczący braku wyraźnego i trwałego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.
- Realny kurs walutowy (deflowany indeksem PPI) znajduje się obecnie w pobliżu historycznie niskich poziomów, stwarzając sprzyjające warunki dla polskich eksporterów.
- Jednocześnie jednak bank centralny wciąż zastrzega sobie prawo do dalszych interwencji na rynku walutowym. Oznacza to, że ewentualna wyraźniejsza aprecjacja złotego może doprowadzić do ponownego pojawienia się NBP na rynku walutowym. Krótkoterminowo poziom EURPLN w granicach 4,45–4,50 może pozostawać progiem bólu.



# Słaby PLN w pierwszym kwartale

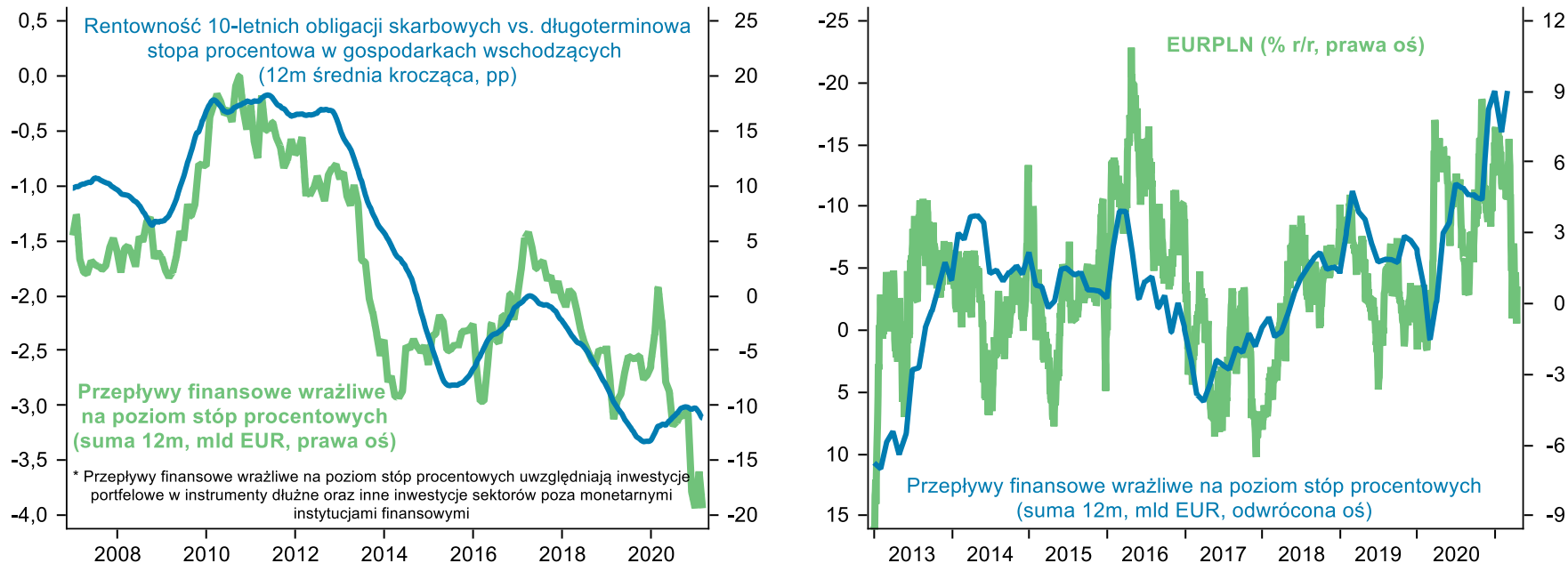


Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- W pierwszym kwartale złoty tracił na wartości, na co pewien wpływ miały czynniki zewnętrzne. Wzrost rynkowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych spowodował odwrót kapitału od krajów *Emerging Markets*, w tym również od Polski.
- Z racji niskich stóp procentowych złoty może znajdować się pod presją w okresach zmniejszonego apetytu na ryzyko na rynku globalnym.
- Dodatkowo na niekorzyść PLN mogła oddziaływać również trzecia fala pandemii. Spośród krajów EM, Polska odnotowała jeden z największych przyrostów liczby zachorowań (vs populacja) w tym okresie.



# Niskie stopy procentowe i odpływ kapitału



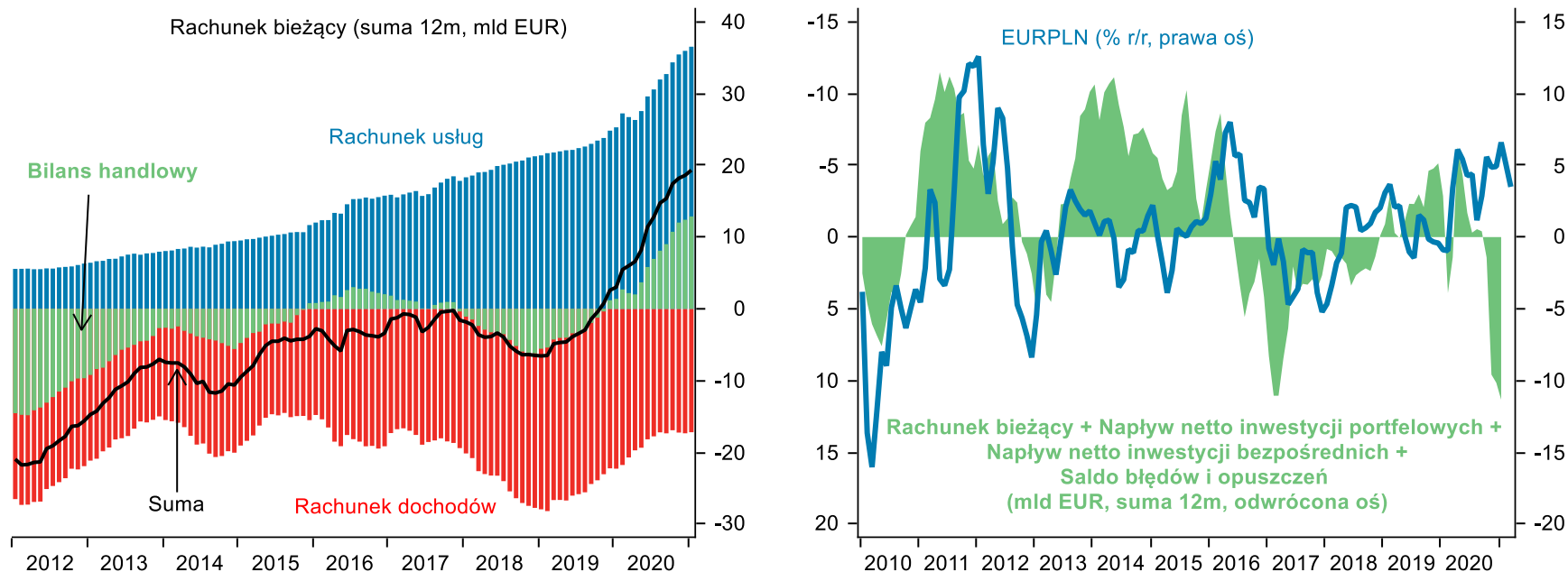
Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Negatywny wpływ niskich stóp procentowych na kurs walutowy jest często wymieniany jako czynnik ryzyka związany z luźną polityką pieniężną.
- Istotnie, w Polsce wraz z obniżającymi się stopami procentowymi (względem innych gospodarek wschodzących) można było w ostatnich latach zaobserwować systematyczny odpływ kapitału, przede wszystkim z rynku obligacji skarbowych.
- Efekt ten nasilił się zwłaszcza po wybuchu pandemii, kiedy inwestorzy zagraniczni wyraźnie ograniczyli swoje ekspozycje w Polsce. Czynnikiem ten najprawdopodobniej mocno przyczynił się do osłabienia złotego w tym okresie.





# Rachunek bieżący buforem bezpieczeństwa



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Choć niskie stopy procentowe mogą powodować dalszy odpływ kapitału z Polski, będzie on w dużej mierze niwelowany przez wysoką nadwyżkę na rachunku bieżącym. Mimo, że nadwyżka ta będzie w nadchodzących miesiącach się zmniejszać, to sądzimy, że odpływ kapitału również nie będzie aż tak znaczący jak w roku pandemii.
- Co więcej, przepływy związane z inwestycjami udziałowymi mogą zwiększyć się w trakcie ożywienia gospodarczego. Biorąc wszystkie te czynniki pod uwagę widzimy pewną umiarkowaną przestrzeń do aprecjacji złotego w dalszej części roku, choć czynniki pozagospodarcze, takie jak np. zbliżająca się uchwała Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych, mogą podtrzymać wysoką zmienność kursu złotego.



Osoba/y zaangażowane w sporządzenie rekomendacji: Michał Dybuła, Marcin Kujawski

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejsza publikacja została przygotowana przez Bank 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 jakiegokolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiegokolwiek usługi świadczonej przez Bank 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 147 518 782 zł w całości wpłacony.

Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa



**BNP PARIBAS**

Bank zmieniającego się świata