

PERSPEKTYWY GOSPODARCZE NA 2022 ROK

INFLACJA, STAGFLACJA, CZY POWRÓT NA ZRÓWNOWAŻONĄ ŚCIEŻKĘ ROZWOJU

MICHAŁ DYBUŁA, GŁÓWNY EKONOMISTA, BANK BNP PARIBAS
MARCIN KUJAWSKI, STARSZY EKONOMISTA, BANK BNP PARIBAS
Dep. Analiz Ekonomicznych i Sektorowych

Grudzień 2021



BNP PARIBAS

Bank zmieniającego się świata

Bank BNP Paribas: Prognozy i podsumowanie

	2019	2020	2021 ⁽¹⁾	2022 ⁽¹⁾
PKB	4,8	-2,5	5,3	4,5
Poziom realnego PKB (IV kwartał wobec IV kwartału 2019 roku)	100,0	97,5	102,5	106,1
Inwestycje	6,7	-7,5	5,8	3,5
Konsumpcja prywatna	3,9	-2,9	6,6	5,0
Eksport	5,3	0,0	12,2	7,9
Import	3,3	-1,2	17,4	7,9
Inflacja CPI	2,3	3,4	5,1	6,8
Inflacja bazowa	2,0	3,9	4,1	5,8
Wynagrodzenia	7,2	5,3	8,8	8,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,9	6,0	5,3
Bilans sektora finansów publicznych (% PKB)	-0,7	-7,1	-3,9	-3,3
Dług publiczny (ESA, % PKB)	45,6	57,4	56,4	53,7
Stopa referencyjna NBP (%) ⁽²⁾	1,50	0,10	1,75	3,50
Stopa depozytowa NBP (%) ⁽²⁾	0,50	0,00	1,25	2,50
3-mies. Wibor (%) ⁽²⁾	1,71	0,21	2,30	3,70
2-letni swap (%) ⁽²⁾	1,76	0,24	3,10	3,60
10-letni swap (%) ⁽²⁾	1,87	1,13	3,00	3,50
10-letnie obligacje (%) ⁽²⁾	2,07	1,25	3,15	3,70
EURPLN ⁽²⁾	4,25	4,56	4,65	4,55
USDPLN ⁽²⁾	3,79	3,73	4,10	4,17

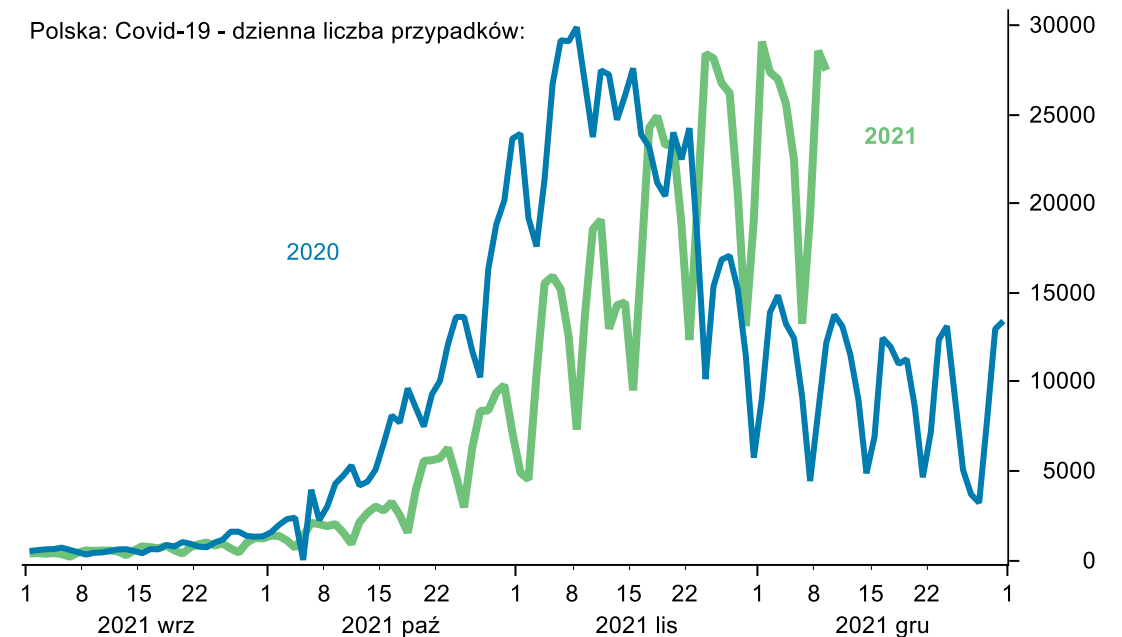
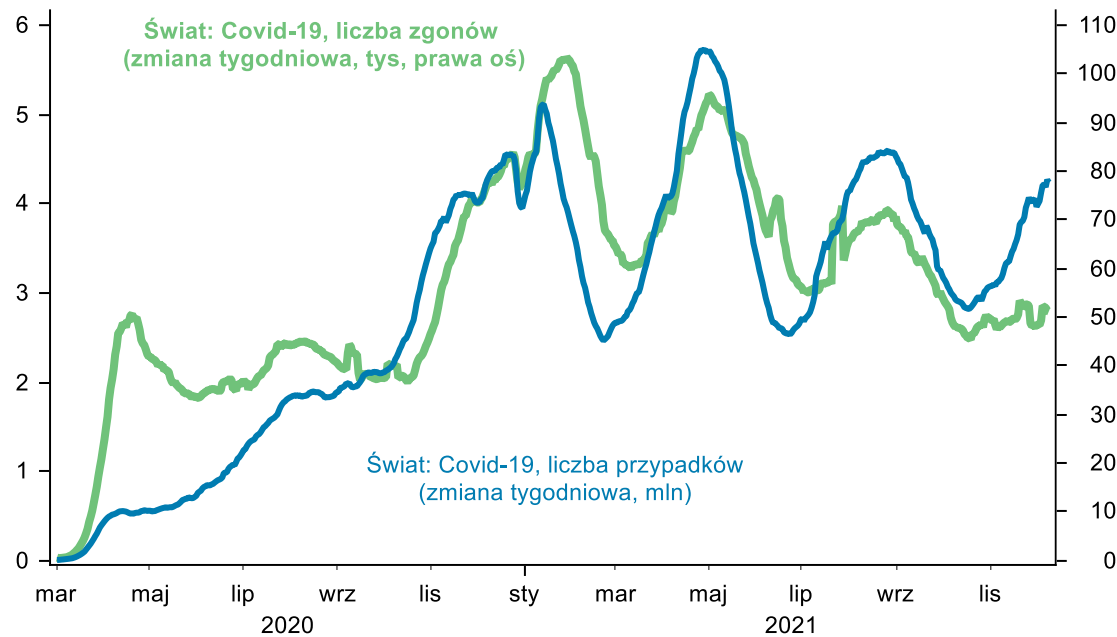
Uwagi: (1) prognoza; (2) koniec okresu; Liczby dotyczą procentowej zmiany rok-do-roku, chyba że zaznaczono inaczej

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

- Zakładamy, że w 2022 roku pandemia nie będzie silnie wpływać na aktywność gospodarczą na świecie, a globalny PKB będzie szybko rosł. Z powodu wariantu Omikron założenie to obarczone jest jednak niepewnością.
- Spodziewamy się, że polska gospodarka urośnie w przyszłym roku o 4,5%. Dynamika PKB powinna być napędzana przede wszystkim przez popyt krajowy, w tym w głównej mierze przez konsumpcję gospodarstw domowych.
- Prognozujemy, że średnioroczna inflacja CPI wyniesie w przyszłym roku 6,8% i mimo, że pod koniec przyszłego roku wyraźnie zwolni, pozostanie powyżej górnej granicy odchyłań od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/-1pp).
- Za wysoką inflacją stać będzie kilka czynników, w tym wyższe taryfy za prąd i gaz, droższa żywność oraz szybko rosące wynagrodzenia. Tarcza antyinflacyjna obniży dynamikę wzrostu cen konsumpcyjnych o około 1,3pp na początku przyszłego roku, jednak jest ona rozwiązaniem tymczasowym i do maja jej dezinflacyjny wpływ całkowicie wygaśnie.
- W świetle szybkiego wzrostu PKB oraz wysokiej inflacji spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej będzie dalej podwyższać stopy procentowe w przyszłym roku, a stopa referencyjna NBP osiągnie latem poziom 3,50%.
- Przy założeniu wzrostu stopy referencyjnej do 3,50% przewidujemy, że złoty powinien wykazywać tendencję aprecjacyjną, choć zachowanie polskiej waluty będzie zależne również od innych czynników, jak np. wynik negocjacji z UE w sprawie Krajowego Planu Odbudowy. Prognozujemy jednak, że kurs EUR/PLN w 2022 roku nieco się obniży, choć raczej w drugiej jego połowie.



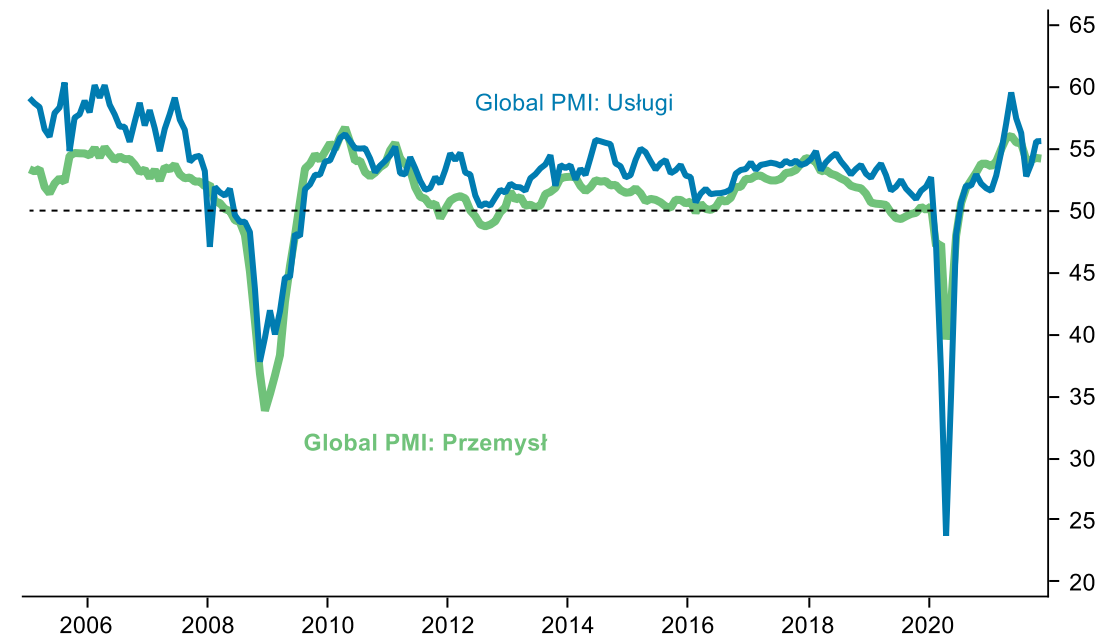
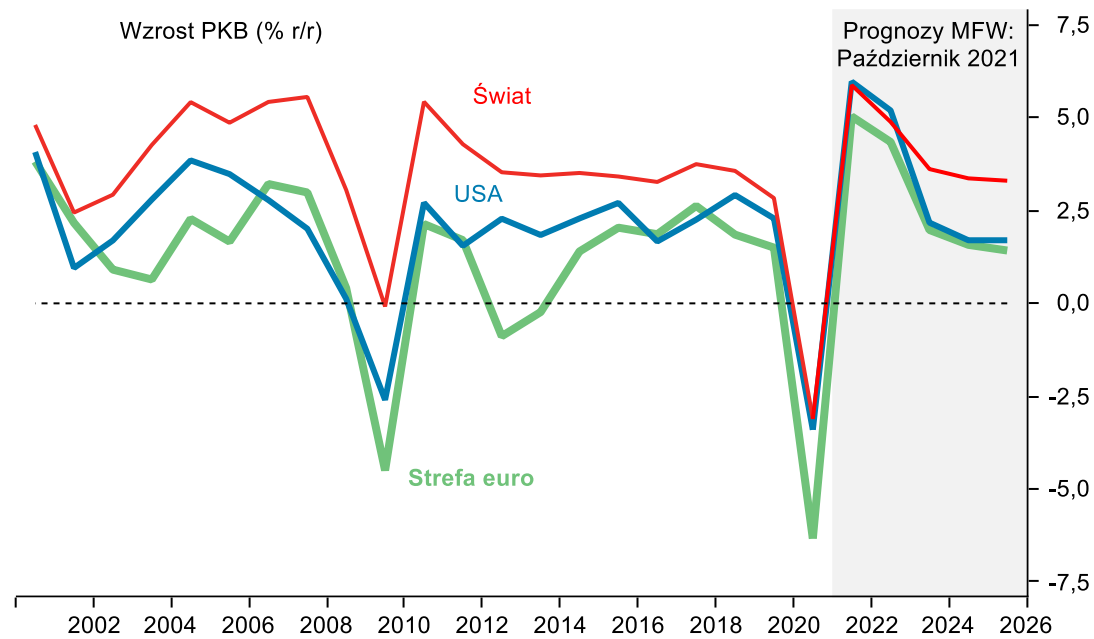
Stopniowe wygasanie pandemii w przyszłym roku – Omikron ryzykiem



Źródło: WHO, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Postępujące w ostatnich miesiącach szczepienia przyczyniły się do wyraźnego spadku śmiertelności na Covid-19 na świecie, mimo pojawienia się groźniejszej mutacji Delta. Niewiadomą pozostaje zagrożenie związane z niedawno odkrytym wariantem Omikron. Na ten moment zakładamy, że szczepienia będą gwarantować przynajmniej pewien poziom odporności. W efekcie nie spodziewamy się silnego wpływu nowego wariantu na globalną aktywność gospodarczą w 2022 roku.
- ❑ W Polsce bieżące dane wskazują na wyhamowanie IV fali pandemii. Rząd zdecydował się na wprowadzenie limitu osób w niektórych obiektach, lecz na ten moment ich zakres nie wydaje się stwarzać dużego zagrożenia dla wzrostu gospodarczego.

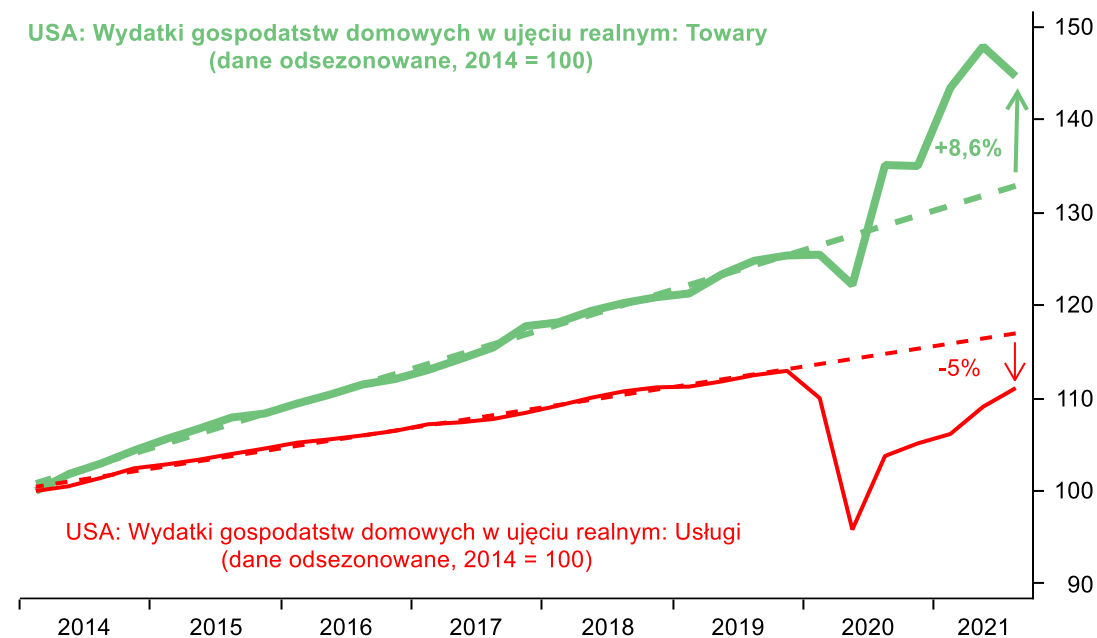
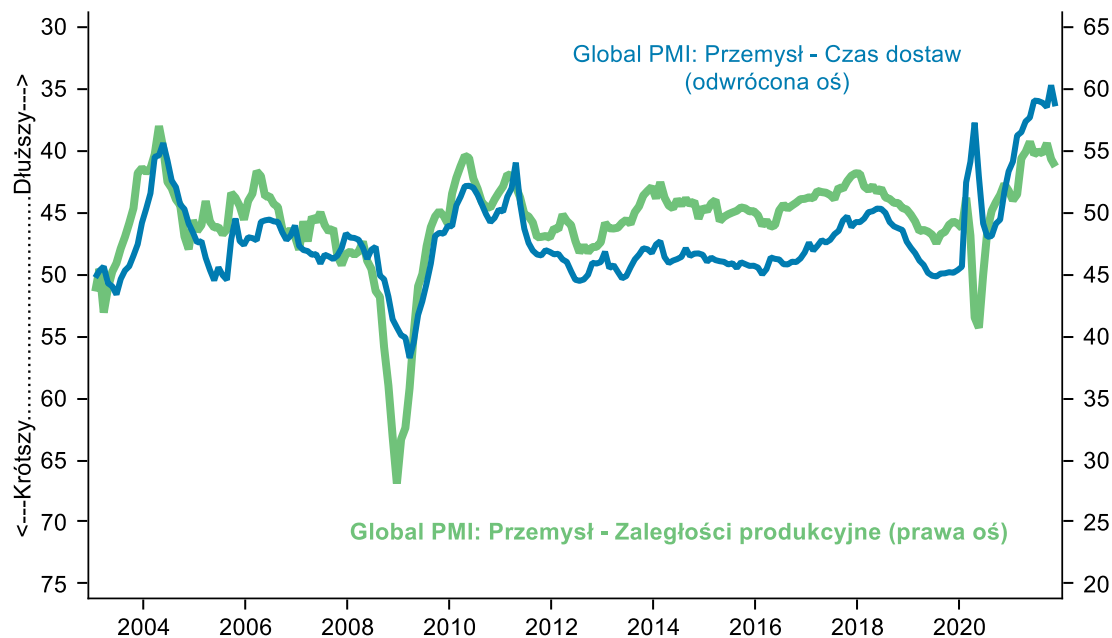
Świat: Dobre perspektywy dla globalnego wzrostu gospodarczego



Źródło: MFW, Markit, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Międzynarodowy Fundusz Walutowy w październikowej edycji World Economic Outlook prognozował, że wzrost gospodarczy na świecie w 2022 roku wyniesie 4,9%. W strefie euro i USA dynamika PKB w przyszłym roku przewidywana była odpowiednio na poziomie 4,3% i 5,2%.
- ❑ Napływające dane o globalnej aktywności wskazują na postępujące ożywienie w sektorze usług, który ze względu na lockdowny był najsilniej dotknięty przez pandemię.

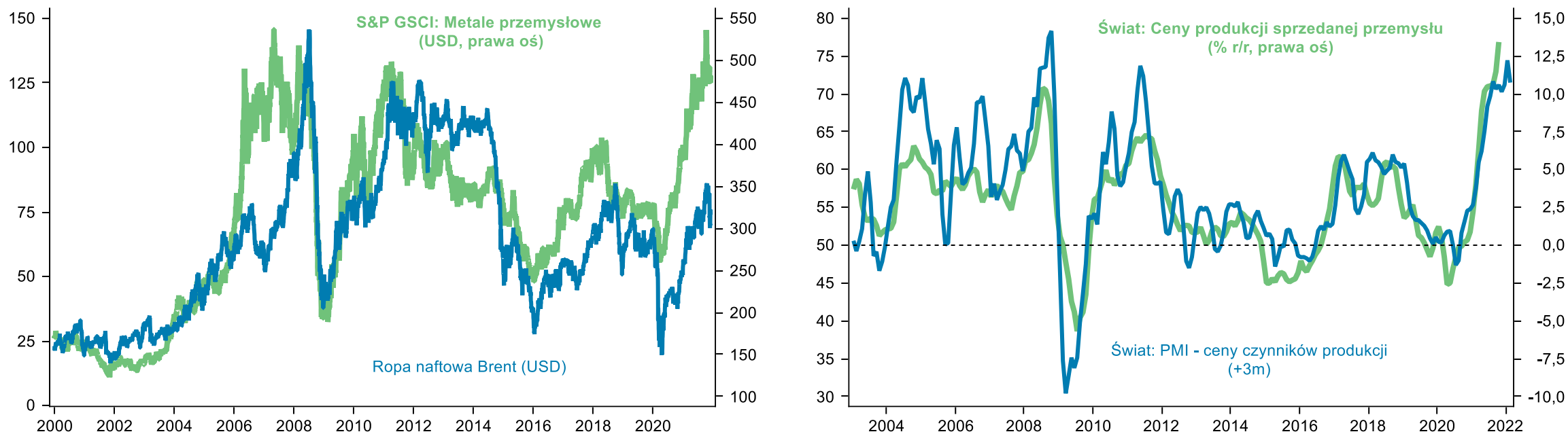
Świat: Czynniki ryzyka dla aktywności gospodarczej



Źródło: Markit, BEA, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Ryzykiem dla ekspansji gospodarczej na świecie w przyszłym roku pozostają ograniczenia podażowe. W światowym przemyśle wciąż rosną zaległości produkcyjne. Wydłuża się także czas dostaw. W efekcie brak dostępności materiałów może rzutować na siłę ożywienia.
- ❑ Negatywnie na aktywność może wpływać również (ewentualne) nasycenie się popytu na towary, po okresie gwałtownego wzrostu zapotrzebowania. Może to być szczególnie dotkliwe, jeśli wzrost konsumpcji usług pozostanie umiarkowany.

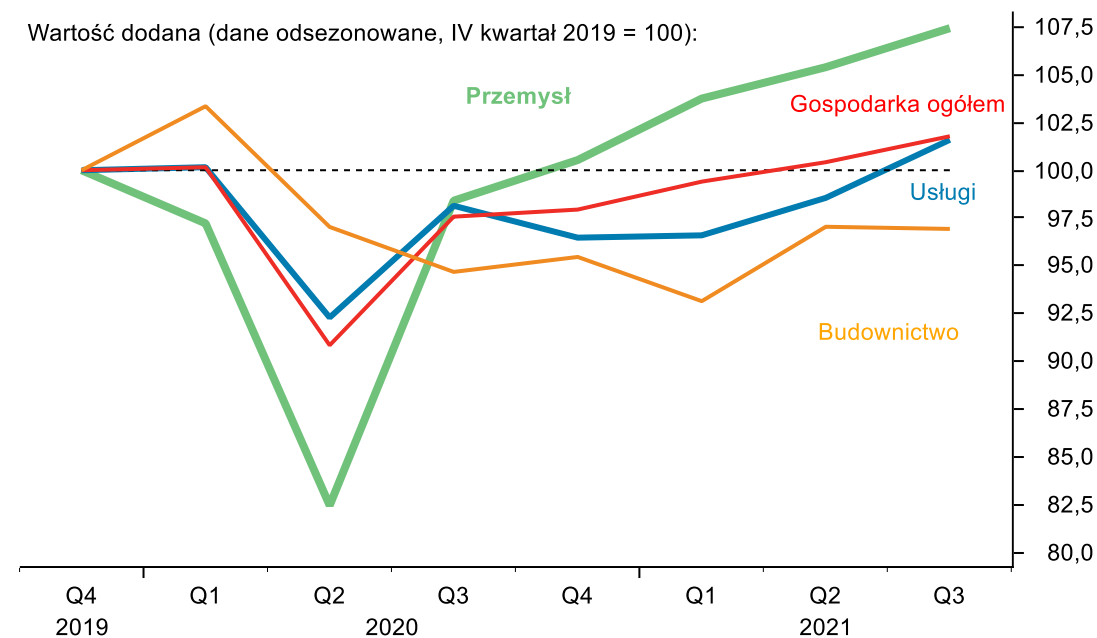
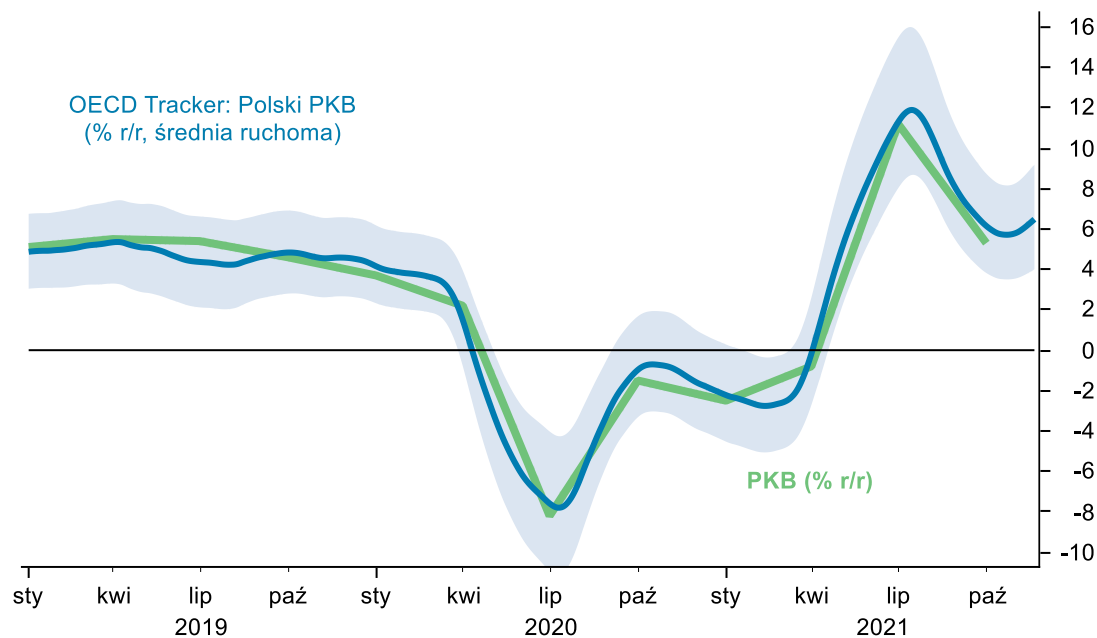
Świat: Perspektywy inflacji



Źródło: S&P, Markit, Dallas Fed Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Siła popytu na towary w kolejnych miesiącach będzie także kluczowa dla perspektyw inflacji na świecie. Utrzymanie się tak dużego, jak w ostatnich kwartałach zapotrzebowania na dobra trwałego użytku, może w dalszym ciągu podsycać ceny surowców i materiałów prowadząc do utrwalenia się presji inflacyjnej.
- ❑ Jeśli natomiast popyt wyraźnie osłabnie, dynamika cen może znacząco wyhamować. Krótkoterminowo (3-6 miesięcy) wydaje się jednak, że tempo wzrostu cen na świecie pozostanie wysokie.

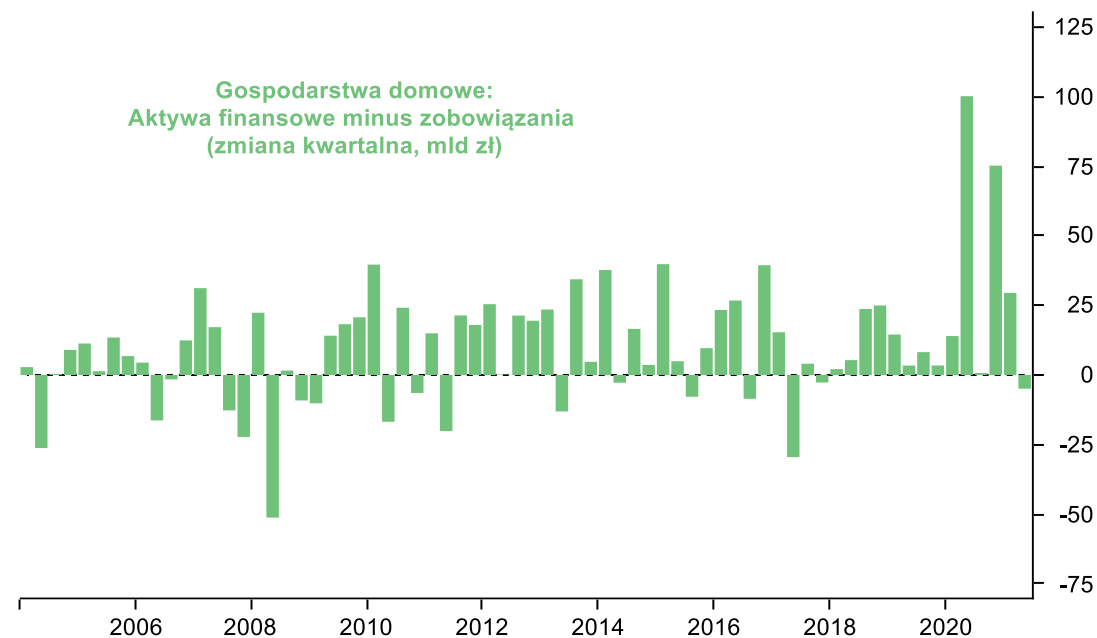
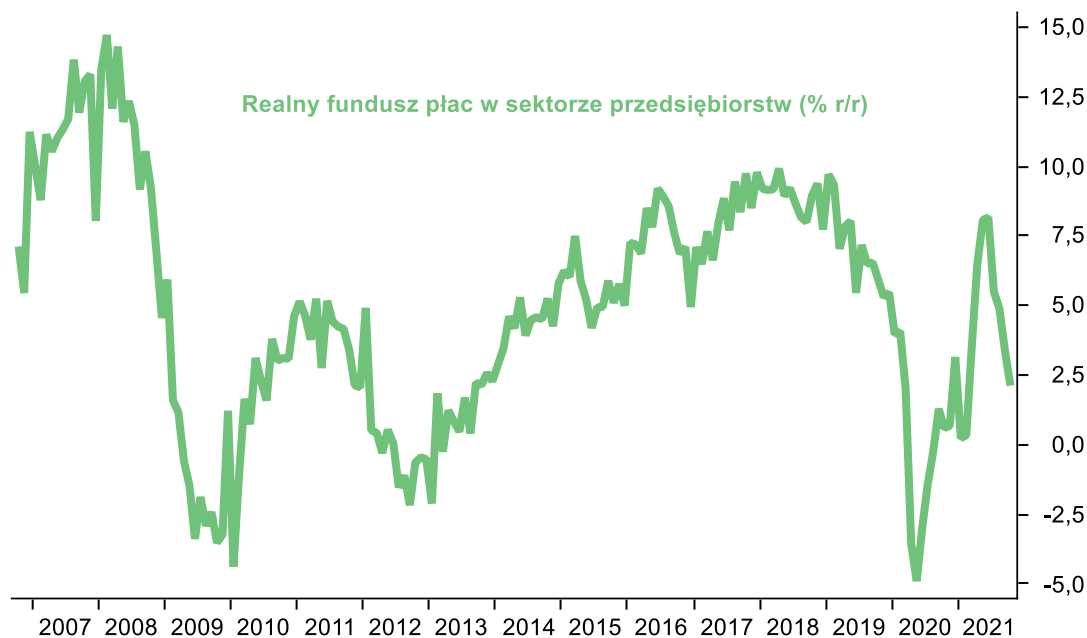
Solidny punkt wyjścia dla przyszłorocznego wzrostu PKB w Polsce



Źródło: OECD, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Napływające dane o aktywności sugerują przyspieszenie tempa wzrostu PKB (r/r) w Polsce od początku czwartego kwartału. Sprzyjają temu korzystne efekty bazy (w ubiegłym roku obowiązywały większe obostrzenia), jednak w miesięcznych wskaźnikach widać także solidne „momentum”.
- W trzecim kwartale 2021 roku wartość dodana w usługach po raz pierwszy od wybuchu pandemii przekroczyła poziom z końca 2019 roku i stała się głównym motorem wzrostu gospodarczego (+3,1% kw/kw vs +1,9% kw/kw w przemyśle).

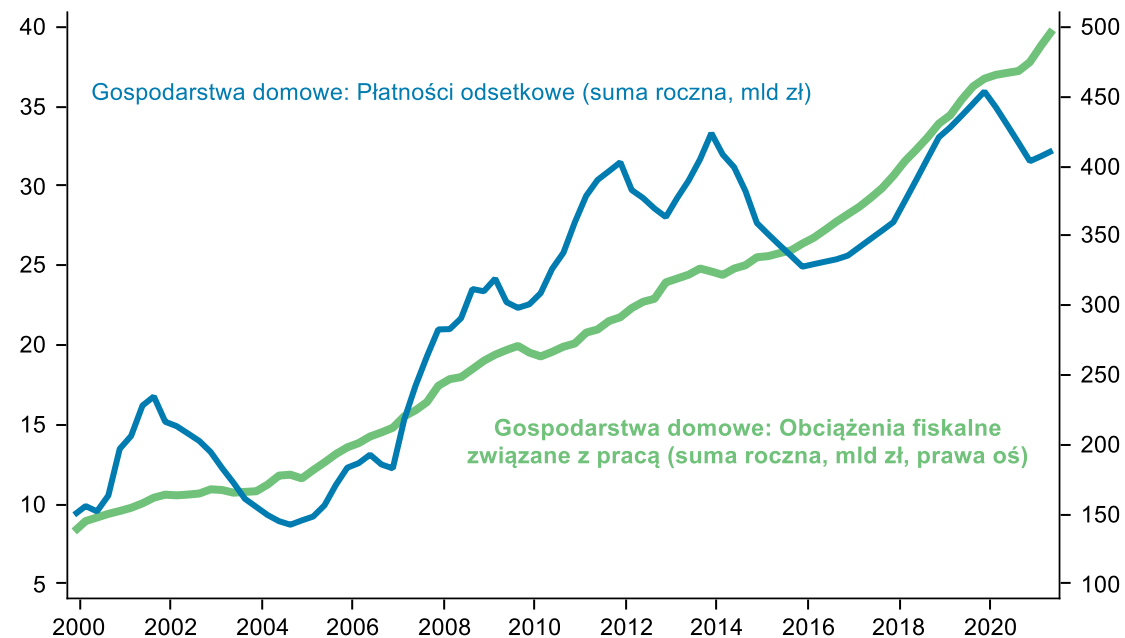
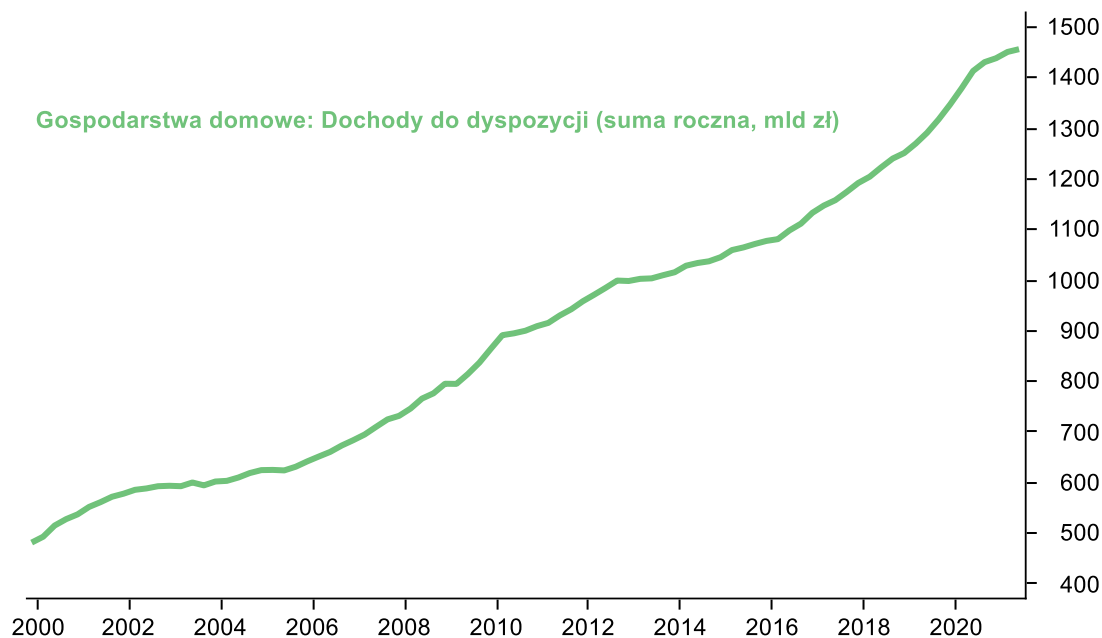
Wolny wzrost realnych dochodów ale jest bufor oszczędności



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ W przyszłym roku prognozujemy wzrost realnej konsumpcji gospodarstw domowych o 5%. Wysoka inflacja będzie znacząco ograniczała tempo wzrostu realnego funduszu płac, które według nas będzie oscylować w granicach 2,5% r/r. Sądzymy jednak, że gospodarstwa domowe zdecydują się na przeznaczenie części oszczędności zakumulowanych w trakcie pandemii na wydatki konsumpcyjne.
- ❑ Mimo że stopa oszczędności w drugim kwartale bieżącego roku mocno się obniżyła to szacujemy, że gospodarstwa domowe wciąż posiadają spory bufor „nadmiarowych” środków (~80 mld zł, czyli ok. 6% rocznej konsumpcji).

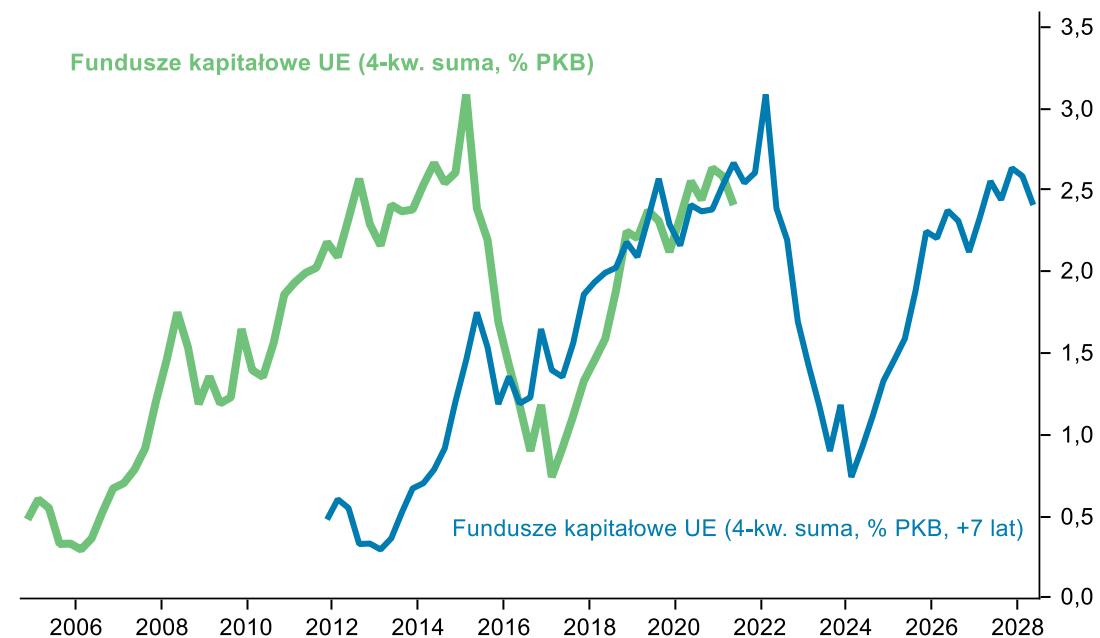
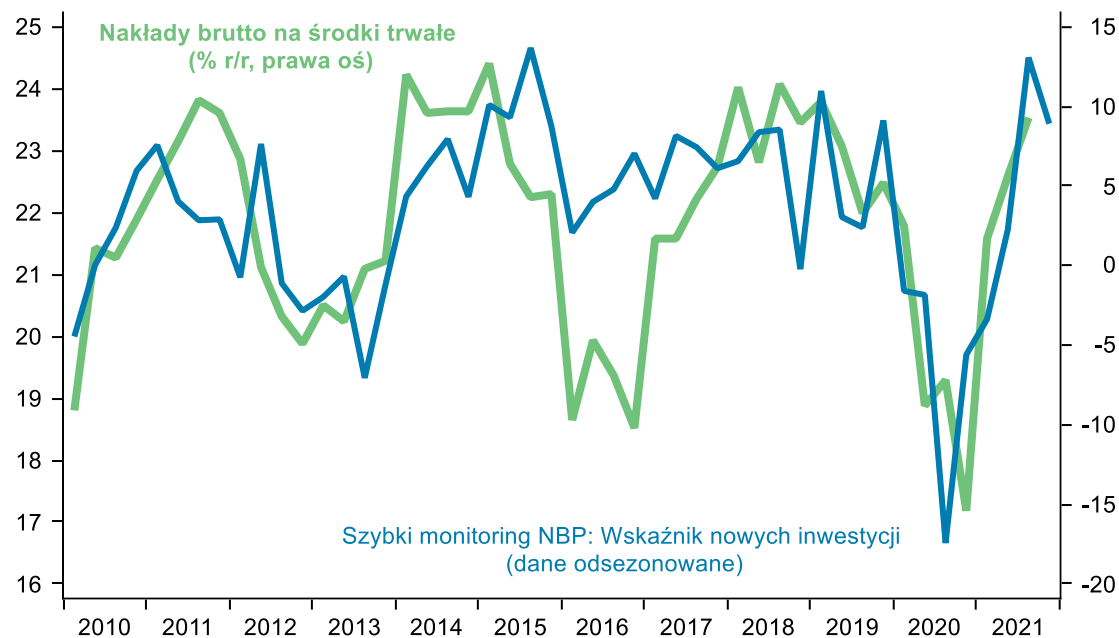
Polityka gospodarcza korzystna dla konsumpcji gosp. domowych?



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Na konsumpcję gospodarstw domowych w 2022 roku oddziaływać będzie także polityka gospodarcza. Szacujemy, że podwyżka stóp procentowych o każde 100pb zmniejsza dochody do dyspozycji gospodarstw domowych o około 3-4 mld zł (~0,3%). Jednocześnie zmiany w klinie podatkowym w ramach Nowego Ładu mają przynieść gospodarstwom domowym dodatkowe 15 mld zł netto (~1% dochodów do dyspozycji).
- ❑ Przy zakładanej przez nas łącznej skali zacieśnienia polityki pieniężnej (główna stopa NBP wrośnie do 3,50%) efekty te będą się w pewnym stopniu kompensować, choć sądzimy, że wpływ netto zmian w polityce fiskalnej i monetarnej będzie umiarkowanie pozytywny dla wydatków.

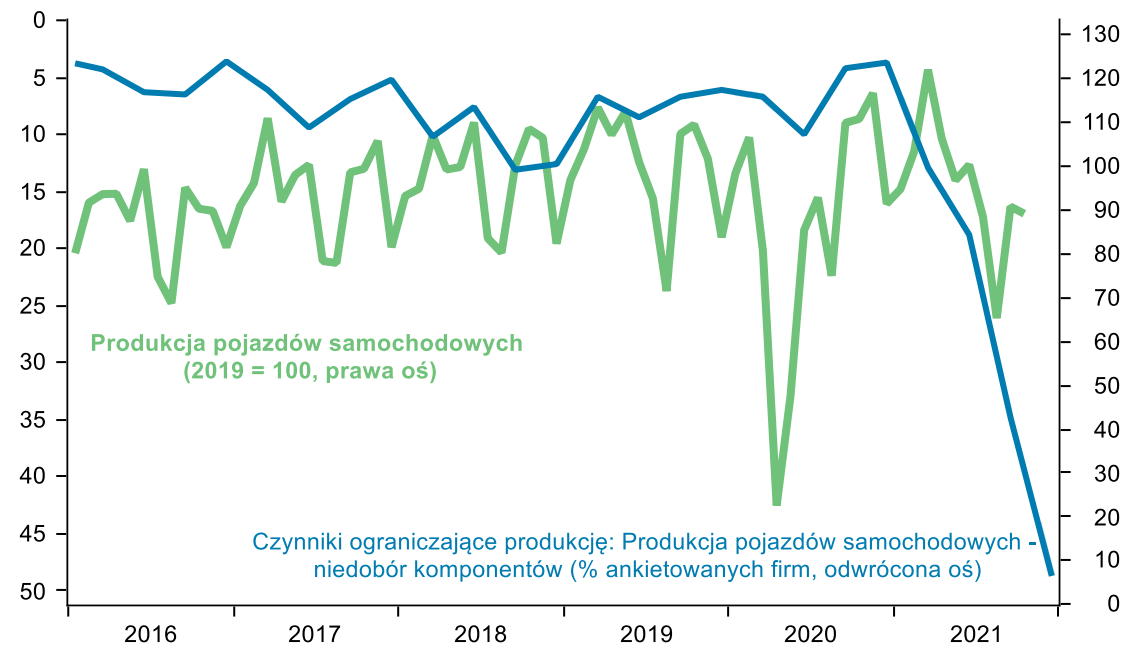
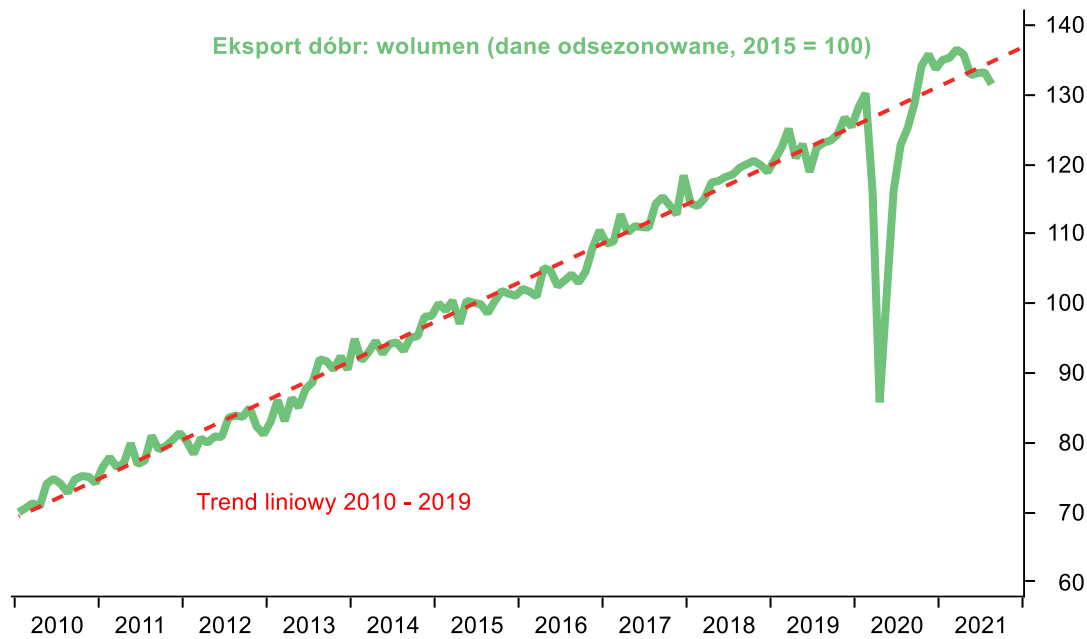
Solidny popyt inwestycyjny firm – KPO pozostaje niewiadomą



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

- ❑ Spodziewamy się, że wzrost nakładów inwestycyjnych w przyszłym roku wyniesie około 3,5%. Przewidujemy, że wraz z silnym ożywieniem gospodarczym, a w konsekwencji poprawą przychodów i wyników firm, będą one chętne do zwiększenia wydatków na zakup środków trwałych.
- ❑ Jednocześnie niepewnością obarczone są inwestycje rządowe. Negocjacje na temat Krajowego Planu Odbudowy trwają i nieznany jest termin ich zakończenia. Otrzymanie funduszy w ramach KPO mogłoby zmniejszyć spadek inwestycji rządowych związany z przejściem do nowej perspektywy finansowej – choć spadek ten będzie najprawdopodobniej bardziej widoczny dopiero pod koniec 2022 i w 2023 roku.

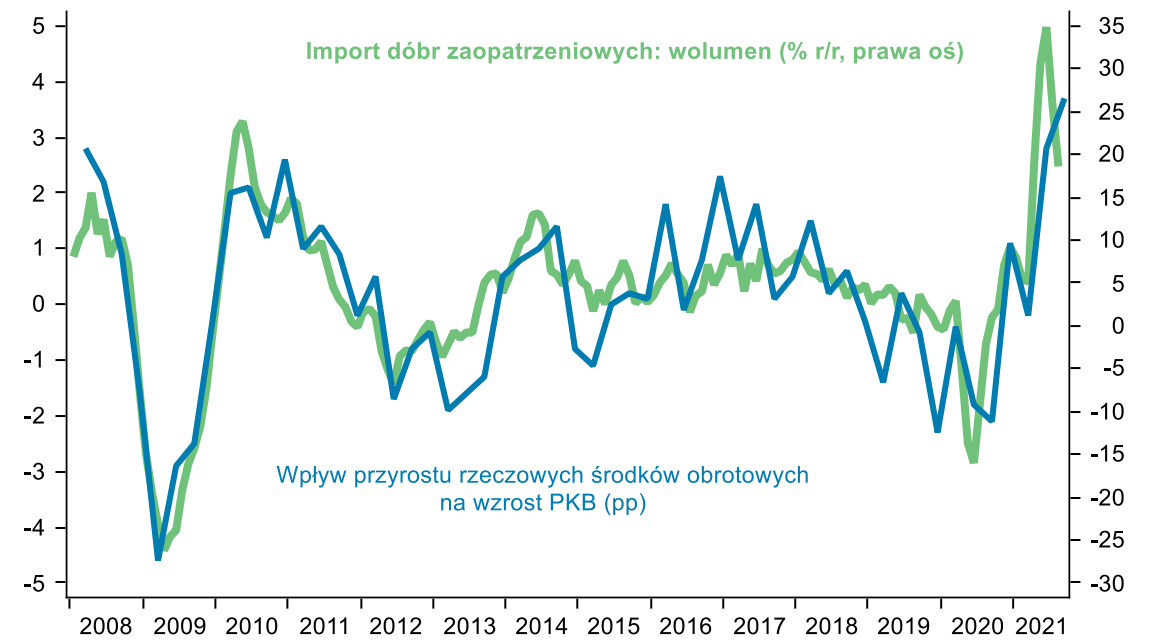
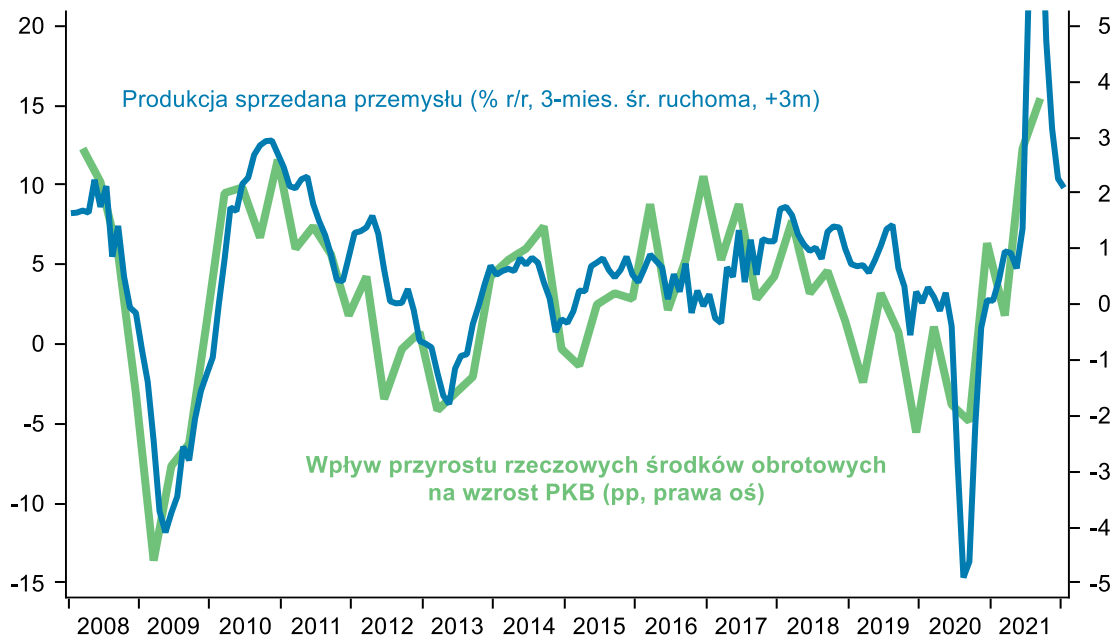
Wzrost eksportu choć ograniczenia podażowe mogą ciężić sprzedaży



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Eksport szybko odbudował się po wybuchu pandemii. W drugiej połowie 2020 roku i pierwszej połowie bieżącego roku wolumen sprzedaży zagranicznej znajdował się powyżej przed-pandemicznego trendu. Ostatnie dane wskazują jednak na pewne ograniczenie aktywności, które łączymy bardziej z problemami podażowymi (np. w sektorze motoryzacyjnym), niż słabszym popytem.
- ❑ W efekcie, mimo że biorąc pod uwagę korzystne perspektywy wzrostu dla gospodarki światowej jesteśmy optymistycznie nastawieni, co do kondycji polskiego eksportu w przyszłym roku, widzimy ryzyko dalszego negatywnego wpływu czynników podażowych na wolumen sprzedaży.

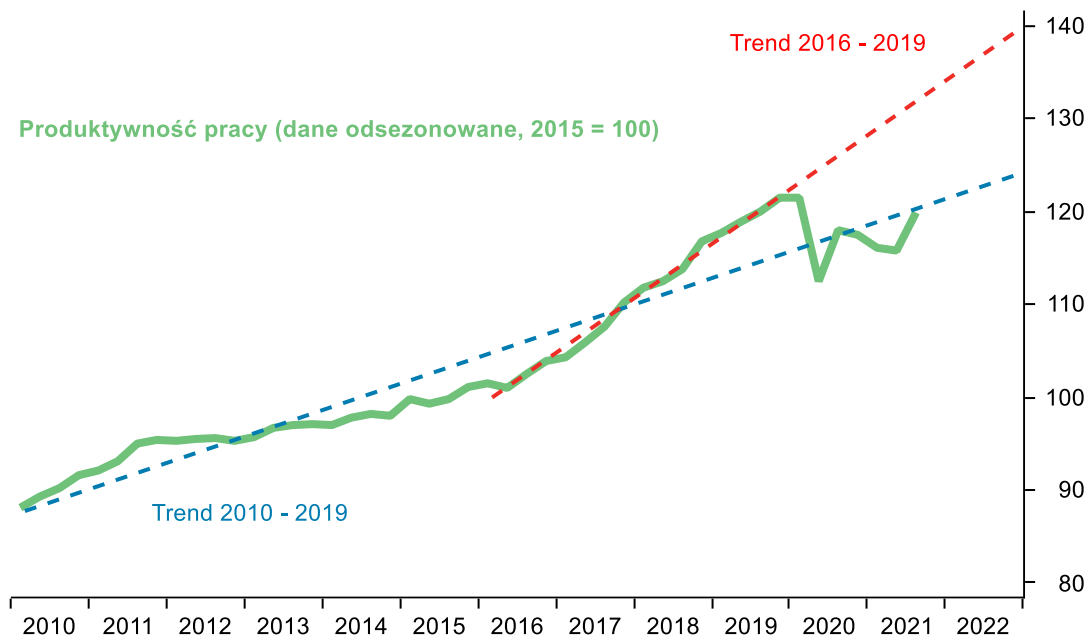
Odbudowa zapasów powinna osłabnąć na przestrzeni przyszłego roku



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Silny popyt na towary zwiększył zapotrzebowanie na rzeczowe środki obrotowe (zapasy). Stały się one jednym z głównych czynników podbijających dynamikę PKB w ostatnich kwartałach (+3,7pp w okresie lipiec–wrzesień 2021 roku).
- ❑ Przewidujemy, że w przyszłym roku wraz z unormowaniem się tempa wzrostu sprzedaży towarów, wzrost zapasów również ulegnie normalizacji. Słabsze tempo akumulacji zapasów powinno wpływać na ograniczenie importu, w tym przede wszystkim zakupów dóbr zaopatrzeniowych zagranicą.

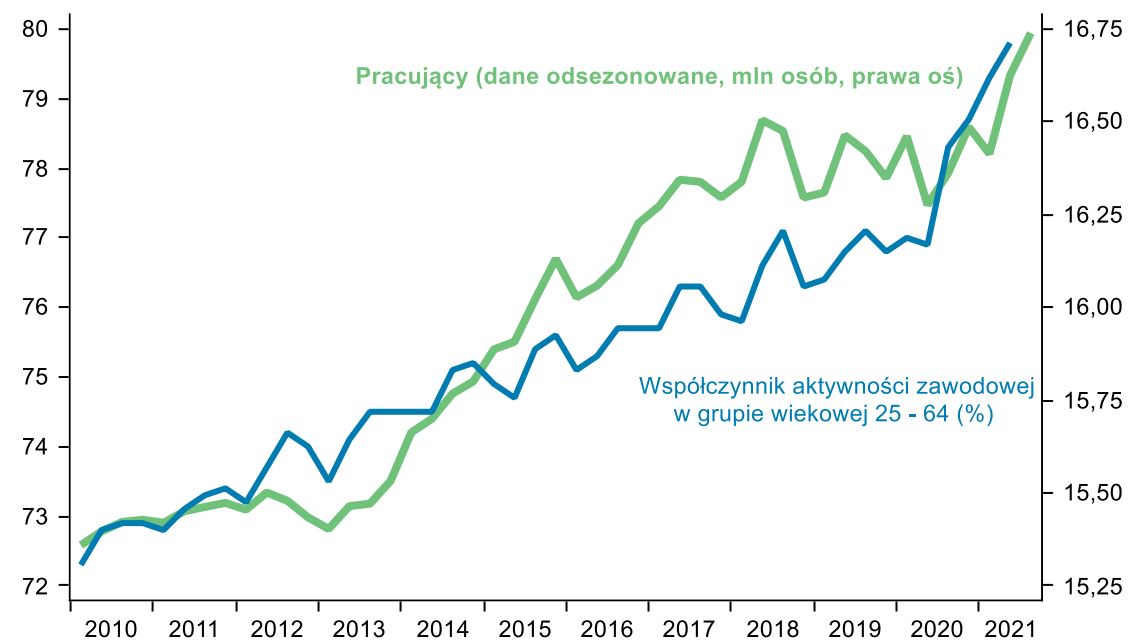
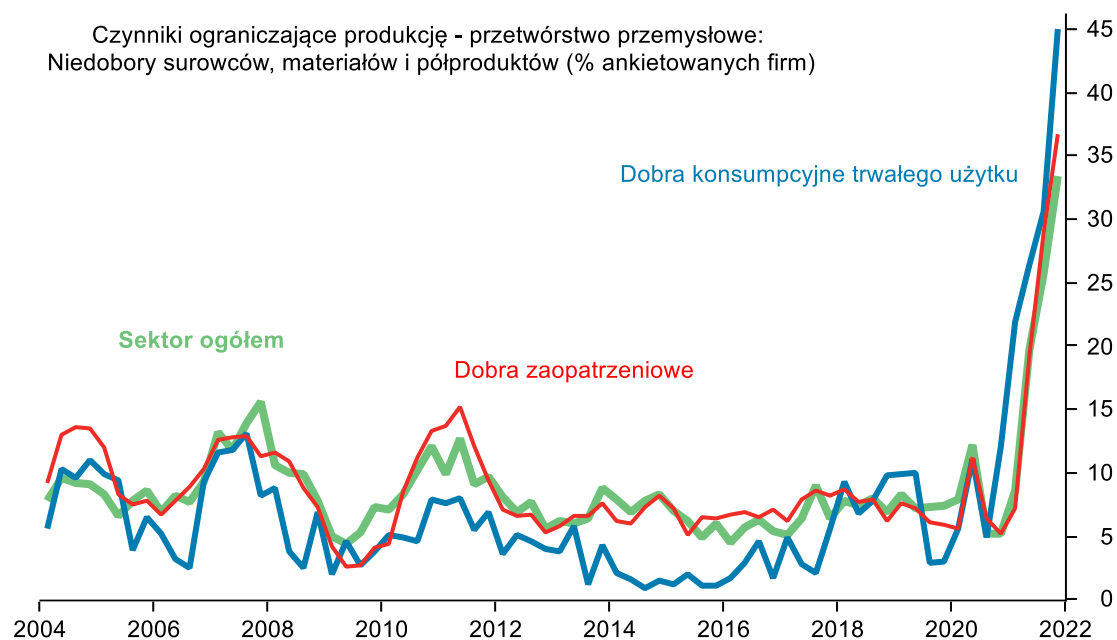
PKB – strona podażowa: Produktywność i moce produkcyjne



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Choć Produkt Krajowy Brutto w Polsce osiągnął w tym roku poziom sprzed pandemii, to widzimy przestrzeń do solidnego dalszego wzrostu realnej aktywności również w roku przyszłym.
- ❑ Produktywność pracy pozostaje bowiem relatywnie niska. Dodatkowo mimo silnego wzrostu produkcji w przemyśle wydaje się, że wykorzystanie mocy produkcyjnych, choć wysokie, nie osiągnęło jeszcze maksimum. Sytuacja różni się jednak między gałęziami przemysłu. W przypadku dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku wykorzystanie mocy produkcyjnych jest bliskie 90%.

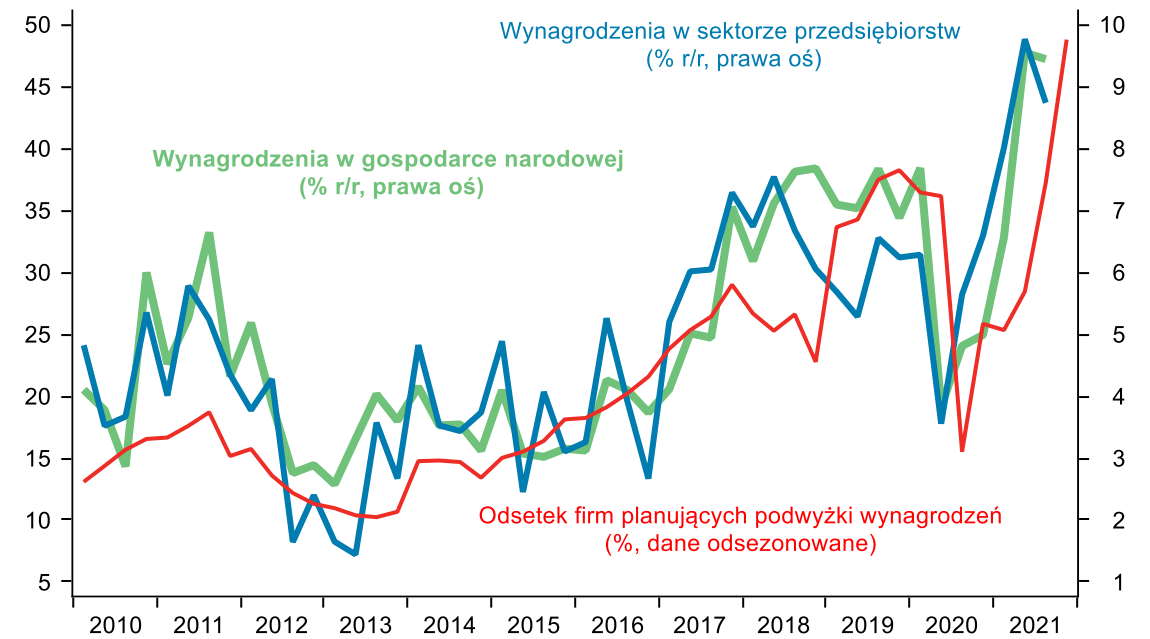
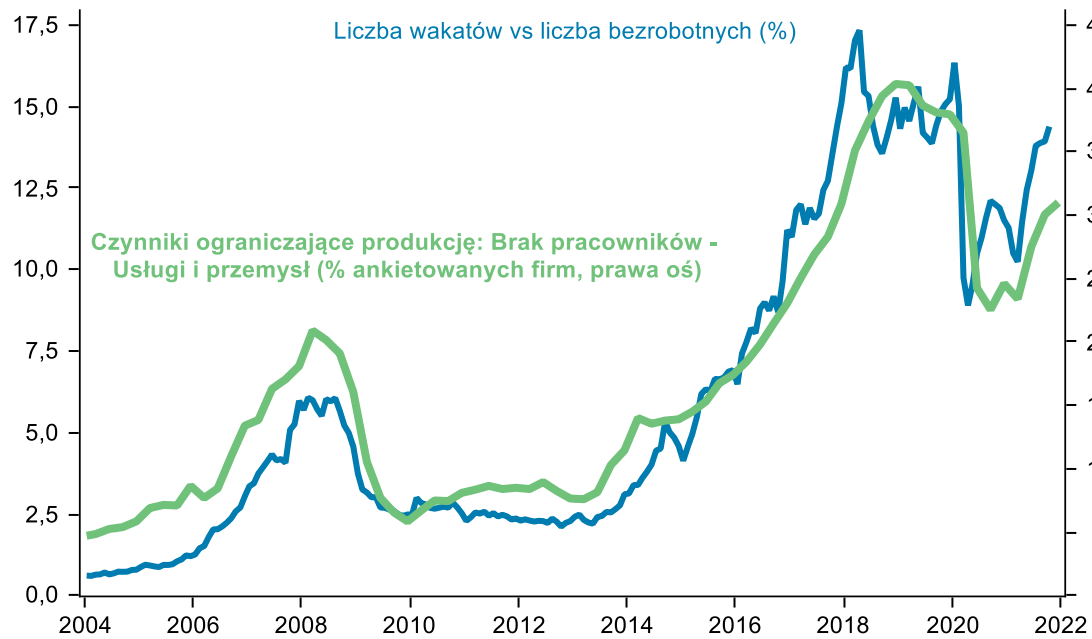
PKB – strona podażowa: Niedobory materiałów i rynek pracy



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Z drugiej strony ograniczająco na PKB ze strony podażowej oddziaływać mogą niedobory surowców, materiałów i półproduktów, na które skarży się już 1/3 firm z sektora przetwórstwa przemysłowego. Brak komponentów może rzutować na faktyczną produkcję w sektorze przemysłowym.
- ❑ Jednocześnie rynek pracy bardzo szybko odrodził się po szoku pandemicznym i zbliża się do stanu pełnego zatrudnienia. Liczba pracujących w polskiej gospodarce w trzecim kwartale 2021 roku była wyższa niż pod koniec 2019 roku o blisko 300 tys. osób (dane odsezonowane). Wyraźnie wzrósł także współczynnik aktywności zawodowej, który w grupie 25 – 64 lata jest już bliski 80%.

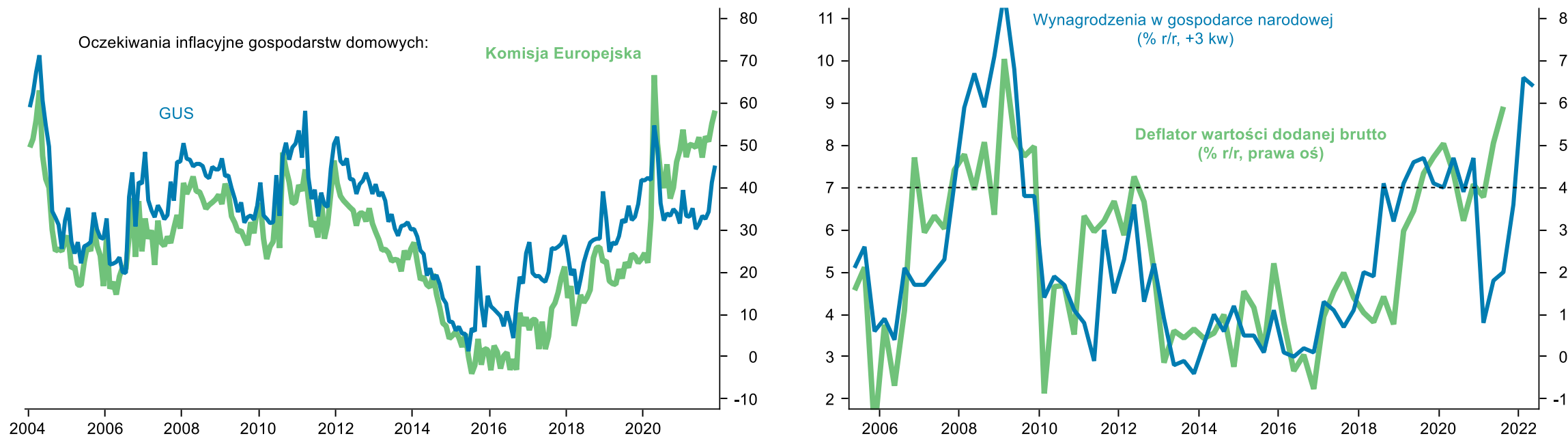
Rynek pracy szybko się zacieśnia



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

- ❑ Zacieśnienie sytuacji na rynku pracy spowodowało, że ponownie zaczął rosnąć odsetek firm zgłaszających brak pracowników, jako barierę dla wzrostu. W takich warunkach spodziewamy się nasilenia presji płacowej.
- ❑ Wskazuje na to również m.in. rosnący odsetek firm planujących podwyżki zarobków. W ostatnich miesiącach dynamika wynagrodzeń zbliżyła się nawet do 10%, jednak po wyłączeniu efektów bazy sądzymy, że jest ona bliższa 8%. Prognozujemy, że w przyszłym roku tempo wzrostu płac będzie oscylować w przedziale 8-9%.

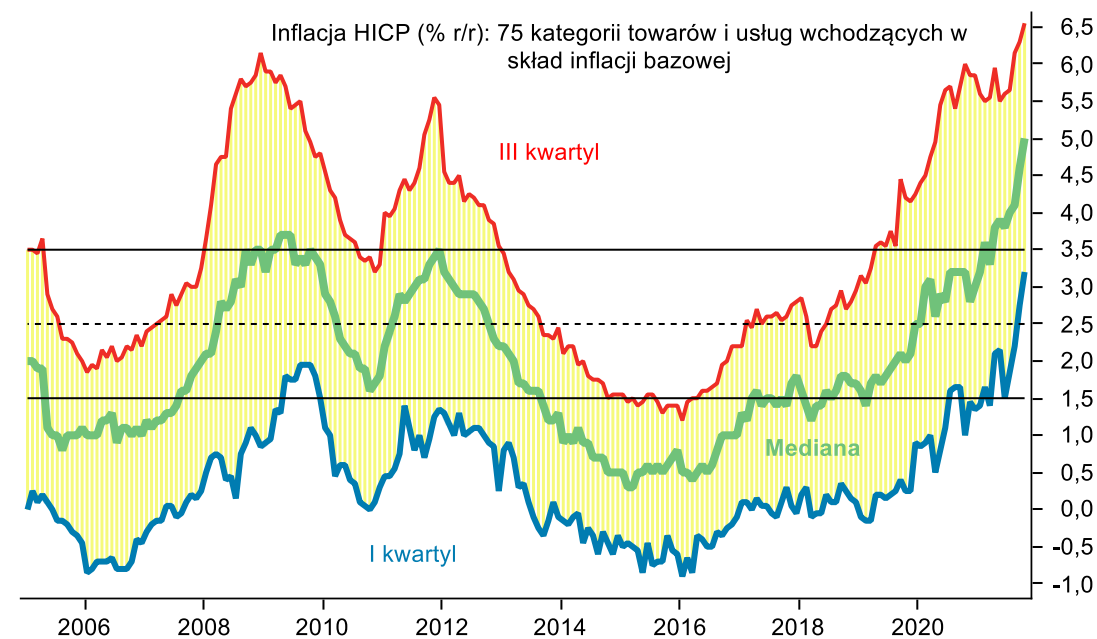
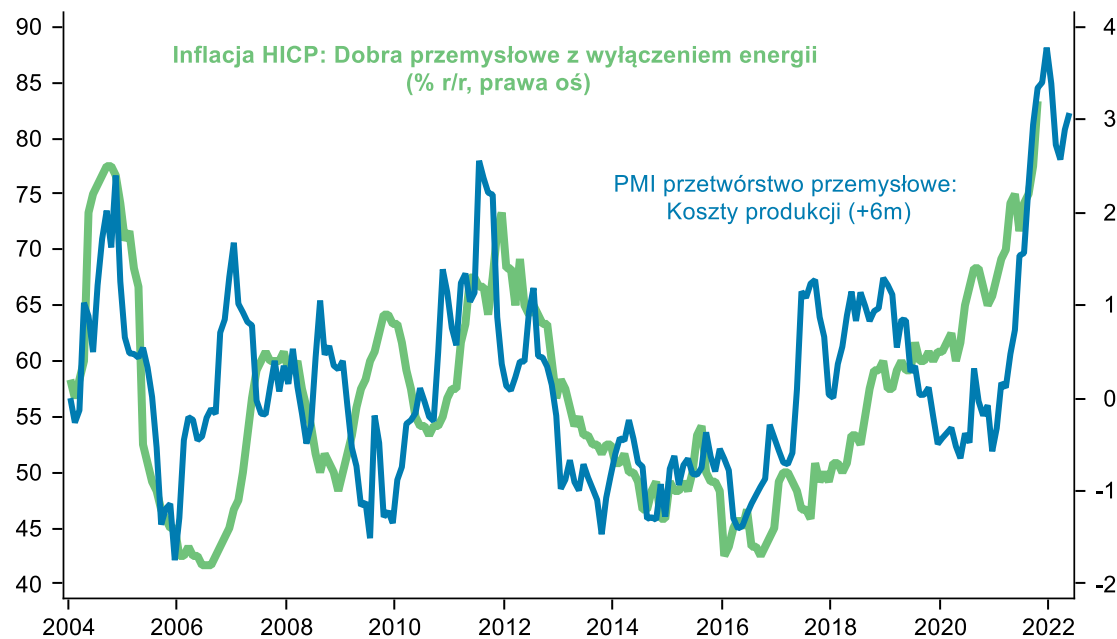
Szybki wzrost wynagrodzeń stworzy presję na ceny



Źródło: GUS, KE, Macrobond, Bank BNP Paribas

- Szybki wzrost wynagrodzeń jest tym bardziej prawdopodobny, iż na wysokim poziomie kształtują się oczekiwania inflacyjne. Sądymy, że w warunkach dobrej koniunktury będzie to czynnik zachęcający pracowników do negocjacji płacowych, a ich siła przetargowa powinna być względnie duża. Szybkie tempo wzrostu wynagrodzeń będzie jednak przyczyniać się także do utrwalenia inflacji.
- Nasza prosta „reguła kciuka” mówi, że dynamika wzrostu cen wynikająca z czynników krajowych (deflator wartości dodanej) jest mniej więcej równa tempu wzrostu płac pomniejszonego o 3pp. Przy około 8%-owym tempie wzrostu wynagrodzeń dynamika cen będzie utrzymywać się więc w okolicy 5% r/r.

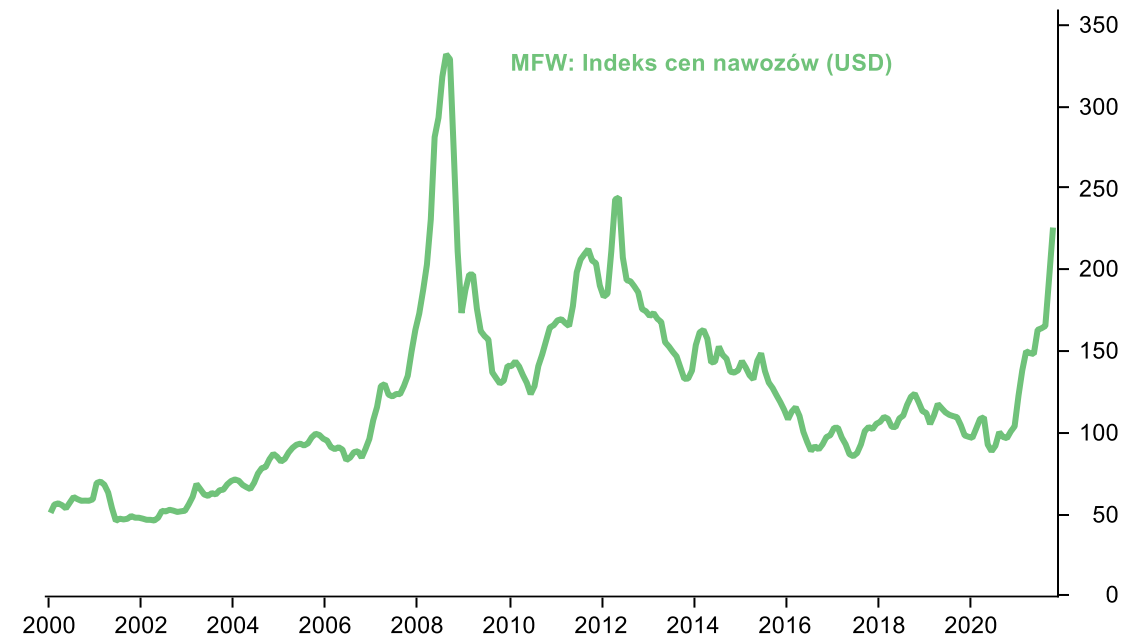
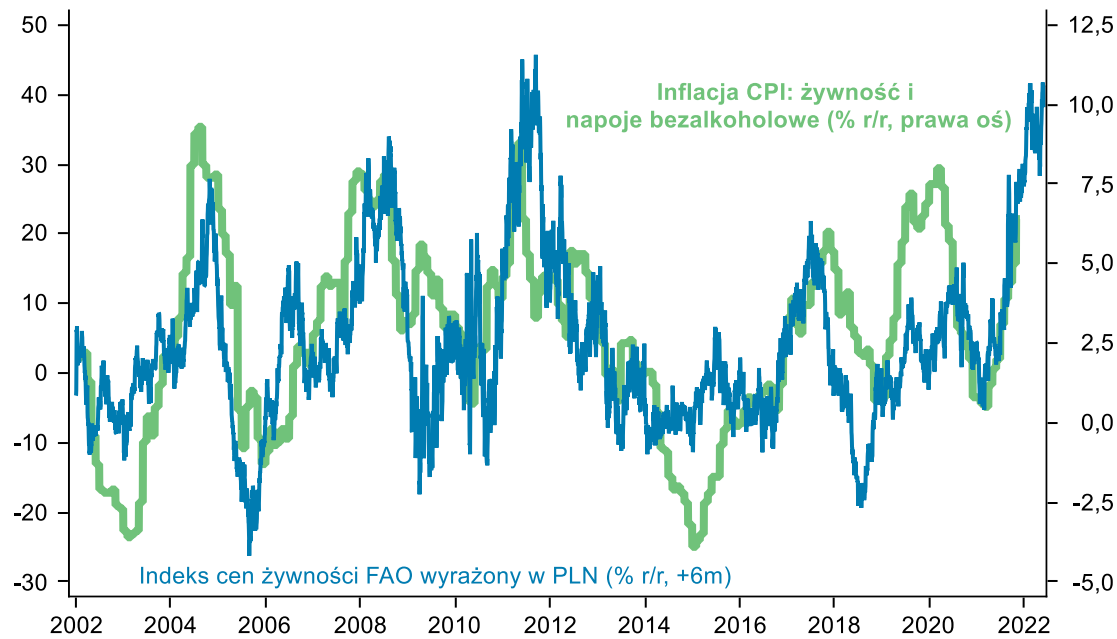
Inflacja bazowa pozostanie wysoka



Źródło: Markit, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ W tym świetle spodziewamy się, że inflacja bazowa w 2022 roku będzie wysoka, zwłaszcza, że oprócz czynników krajowych przynajmniej w pierwszej połowie roku będzie wciąż silnie podsycana przez rosnące ceny importu prowadzące do wzrostu cen towarów.
- ❑ Dodatkowo inflację bazową podwyższać będzie podwyżka podatku akcyzowego na alkohol i wyroby tytoniowe, która od stycznia doda około 0,2pp do jej dynamiki.
- ❑ Struktura wzrostu inflacji bazowej jasno wskazuje, że podwyżki stały się wszechobecne. Ceny w aż 61 z 75 kategorii wchodzących w skład inflacji bazowej rosną obecnie w tempie przekraczającym 2,5% r/r (środek celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego).

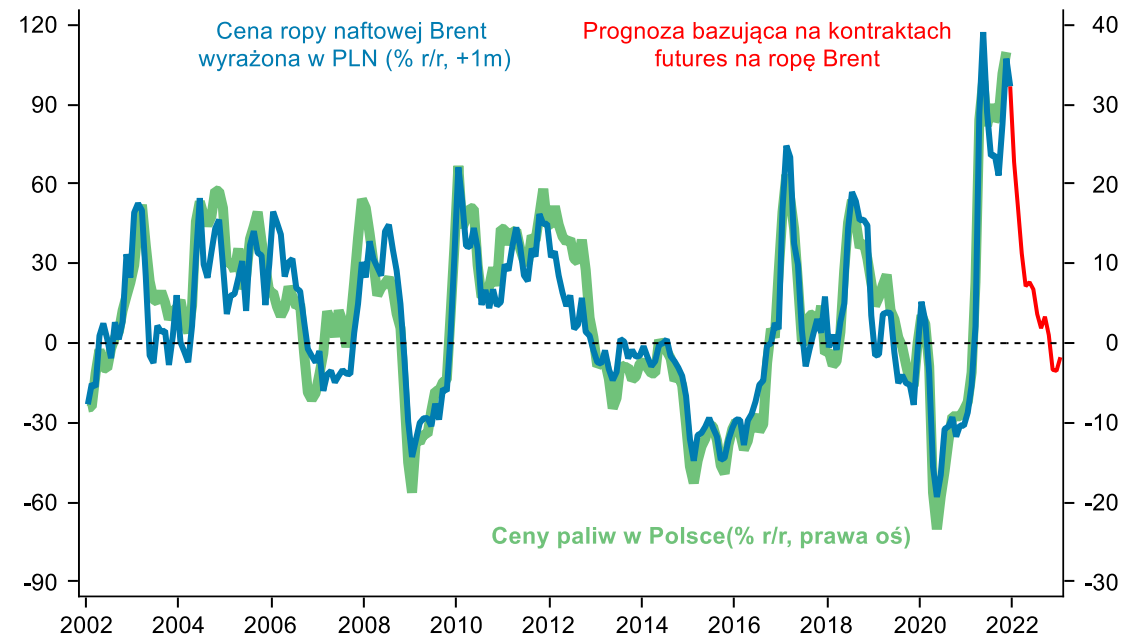
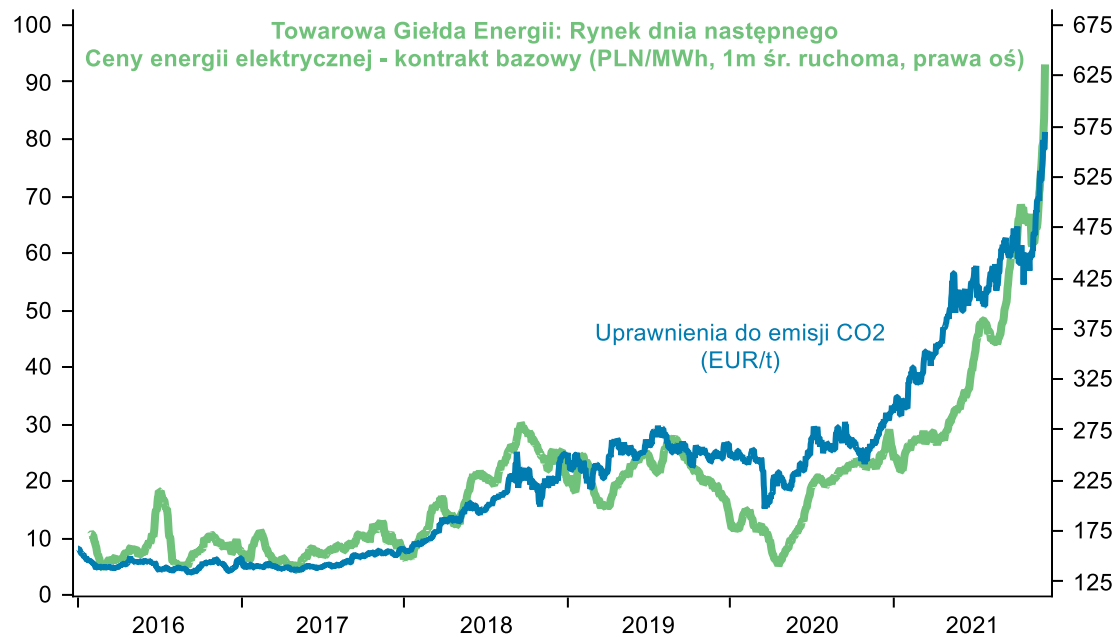
Ceny żywności będą szybko rosnąć w nadchodzących miesiącach



Źródło: GUS, FAO, MFW, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ W przyszłym roku oczekujemy utrzymania się wysokiego tempa wzrostu cen żywności w granicach 7% rocznie. Rosnące ceny surowców rolnych na rynkach światowych wskazują na niskie prawdopodobieństwo spadku cen artykułów spożywczych w najbliższych miesiącach.
- ❑ Dodatkowo presja cenowa będzie potęgowana przez droższe nawozy, co jest pokłosiem znaczącego wzrostu cen gazu ziemnego.

Ceny energii i paliwa - perspektywy



Źródło: TGE, GUS, ICE, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Od przyszłego roku wzrosną ceny energii elektrycznej i gazu. Choć Urząd Regulacji Energetyki nie ogłosił jeszcze decyzji w sprawie przyszłorocznych taryf spodziewamy się, że w przypadku cen prądu wzrost wyniesie przynajmniej 20%. Oprócz drogich surowców na poziom cen energii elektrycznej mocno wpływają również silnie drożejące ceny uprawnień do emisji CO2.
- ❑ W przypadku paliw, po ostatnim spadku cen ropy naftowej prognoza bazująca na kontraktach futures wskazuje na silny spadek dynamiki ich cen w nadchodzących miesiącach. Uważamy jednak, że ryzyko dla cen ropy naftowej (i w konsekwencji cen paliw) skierowane jest w górę.

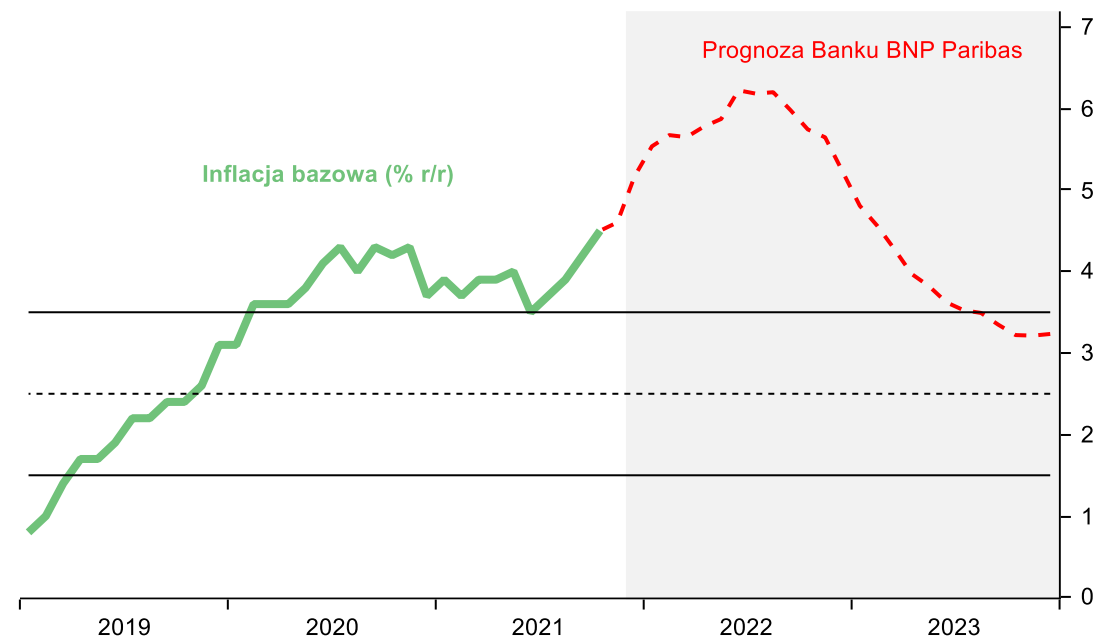
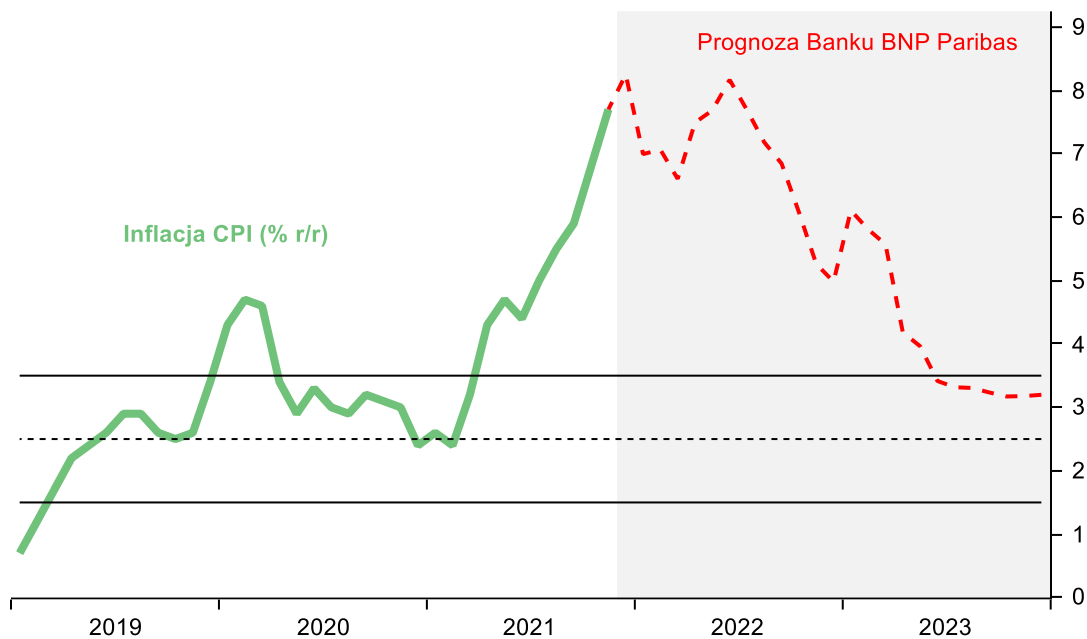
Wpływ tarczy antyinflacyjnej na dynamikę cen

Wpływ tarczy antyinflacyjnej na inflację CPI w pierwszym kwartale 2022r.						
	Oczekiwana zmiana cen (m/m) w styczniu przed tarczą	Oczekiwana zmiana cen (m/m) w styczniu po tarczy	Różnica	Udział w koszyku CPI	Wpływ na inflację CPI	
Energia elektryczna	11,7%	-5,0%	-16,7%	4,5%	-0,7%	
Gaz	5,0%	-7,8%	-12,8%	2,2%	-0,3%	
Paliwo	0,0%	-5,1%	-5,1%	5,3%	-0,3%	
				SUMA	-1,3%	

Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Zaproponowane przez rząd zmiany w ramach tarczy antyinflacyjnej wyraźnie ograniczą dynamikę inflacji CPI na początku przyszłego roku.
- ❑ Obniżenie podatku VAT i podatku akcyzowego na energię elektryczną zmniejszy dynamikę cen konsumpcyjnych w pierwszym kwartale o 0,7pp. Zmiany podatkowe w przypadku cen gazu i paliwa powinny obniżyć tempo wzrostu cen o dodatkowe 0.6pp.
- ❑ Tarcza ma w założeniu obowiązywać do marca w przypadku cen gazu i prądu i maja w przypadku paliw, choć premier Mateusz Morawiecki sugerował, iż w razie potrzeby istnieje możliwość wydłużenia jej trwania o kolejne miesiące.

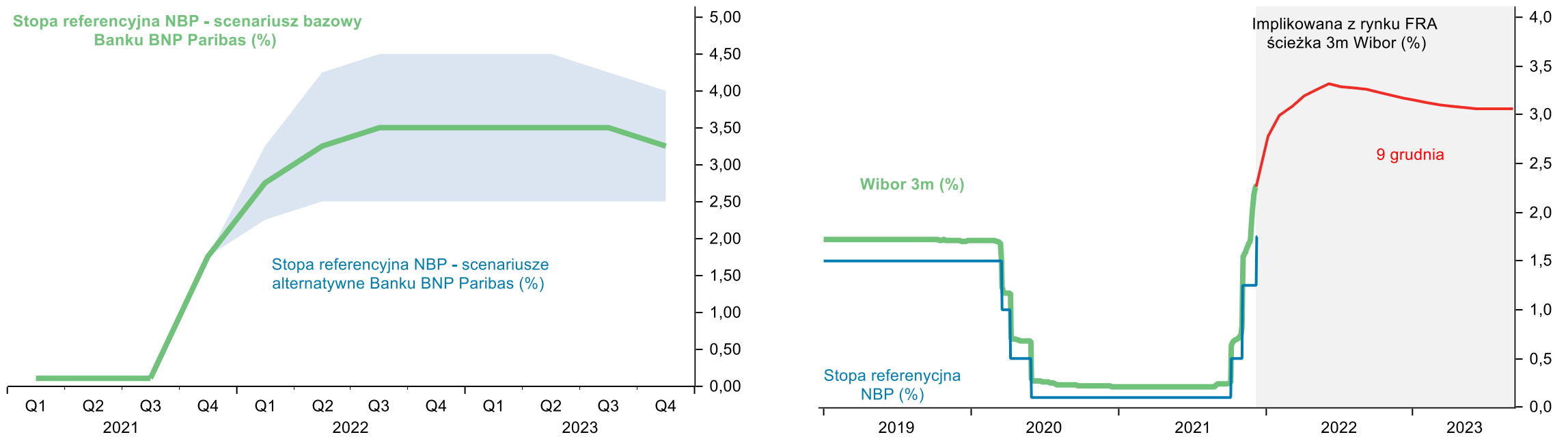
Inflacja CPI & bazowa – prognozy Banku BNP Paribas



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Biorąc wszystkie te czynniki pod uwagę, nasza prognoza inflacji CPI na przyszły rok zakłada, że średniorocznie wyniesie ona 6,8%, a przyszłoroczny szczyt osiągnięty zostanie w czerwcu i wyniesie 8,2% r/r. Według naszej prognozy na koniec przyszłego roku wzrost cen konsumpcyjnych wyniesie 5% r/r, a do pasma odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1pp) powróci dopiero w połowie 2023 roku.
- ❑ W przypadku inflacji bazowej prognozujemy, że średniorocznie osiągnie ona w przyszłym roku poziom 5,8% i podobnie jak w przypadku inflacji CPI jej powrót do poziomu 3,5% potrwa około 1,5 roku.

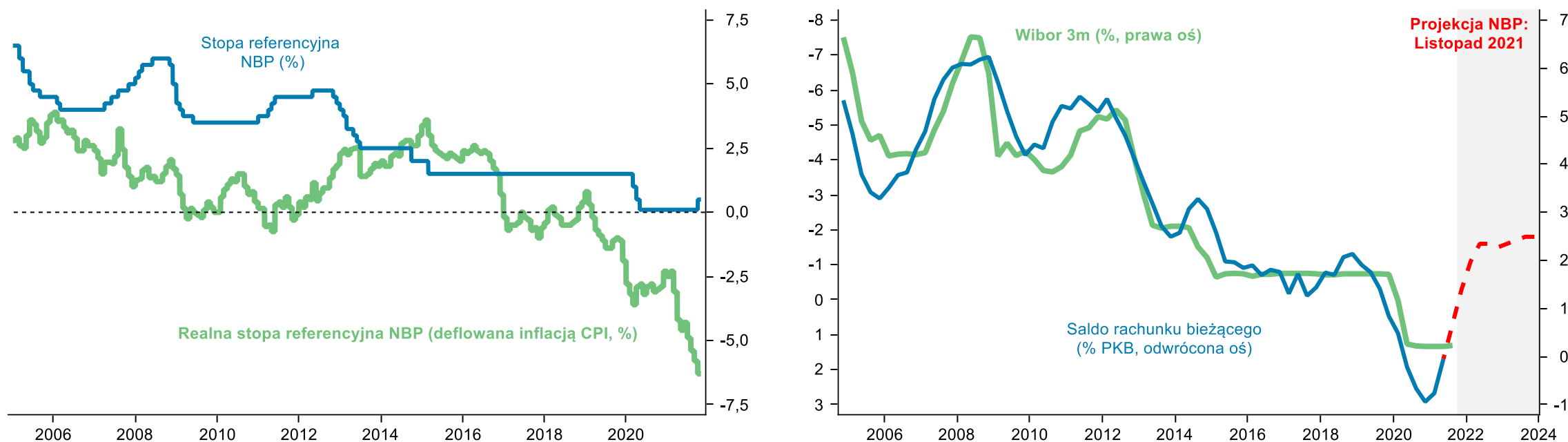
Rada Polityki Pieniężnej będzie kontynuować cykl podwyżek



Źródło: NBP, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ W świetle szybkiego wzrostu PKB oraz wysokiej inflacji, które zwiększają ryzyko utrwalenia się podwyższonego tempa wzrostu cen, spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej będzie dalej podnosić stopy procentowe w przyszłym roku. Analizując prawdopodobny profil inflacji oraz wskazania Prezesa NBP, że kolejne decyzje Rady będą zależne od napływających danych, nie wykluczamy, że po styczniowym posiedzeniu, na którym spodziewamy się podwyżki o 50pb, Rada może zmniejszyć skalę podwyżek na poszczególnych posiedzeniach do 25pb i kontynuować cykl zacieśniania polityki pieniężnej do lipca.
- ❑ Prognozujemy, że stopa referencyjna NBP osiągnie latem 3,50% i pozostanie na tym poziomie również przez większą część 2023 roku.

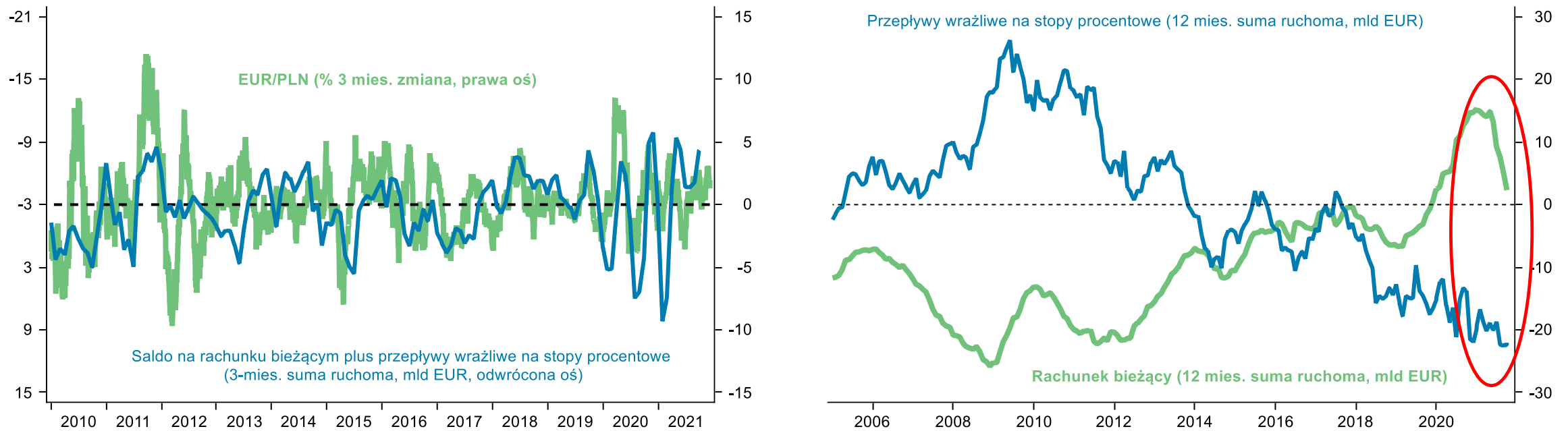
Spadek akomodacji monetarnej w 2022 i 2023 roku



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Po podwyżkach stóp procentowych w nadchodzących miesiącach, spodziewamy się, że realna stopa referencyjna NBP (deflowana inflacją CPI) powróci w okolice zera w 2023 roku, co znacząco ograniczy skalę akomodacji monetarnej.
- ❑ Jednocześnie, wzrost stopy referencyjnej NBP do poziomu 3,50% byłby nieco wyższy od wskazań wynikających z przewidywanego przez NBP salda na rachunku bieżącym, który historycznie był bardzo dobrym predyktorem dla poziomu stóp procentowych w Polsce. Sądzymy, że tak bliska relacja między saldem na rachunku bieżącym, a stopami procentowymi w dużym stopniu wynika z wpływu obu tych czynników na zachowanie kursu walutowego.

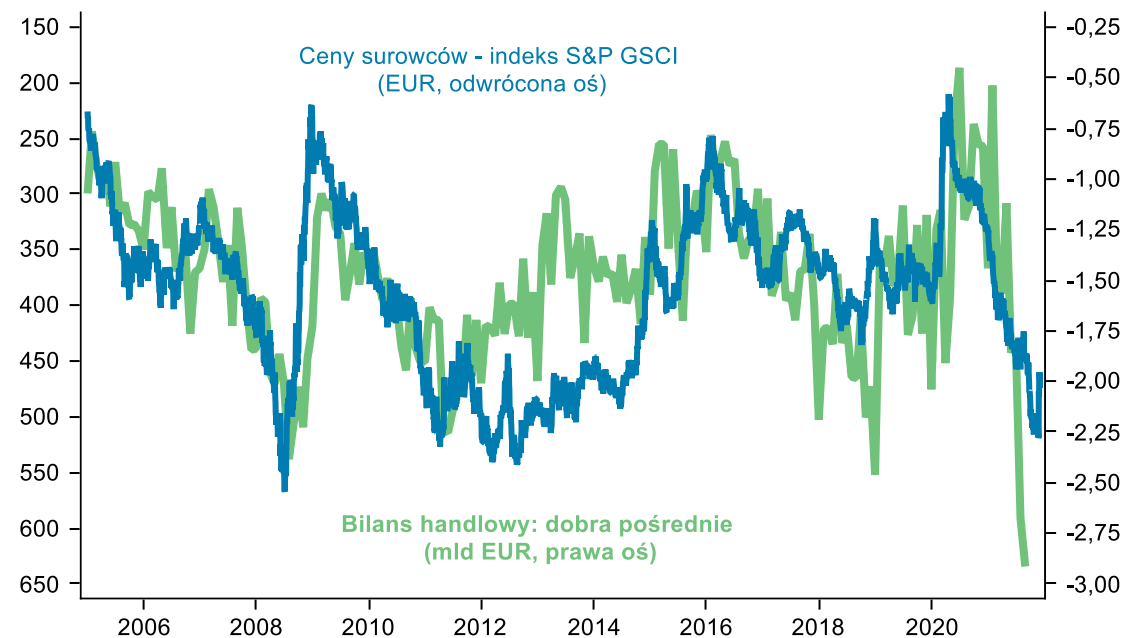
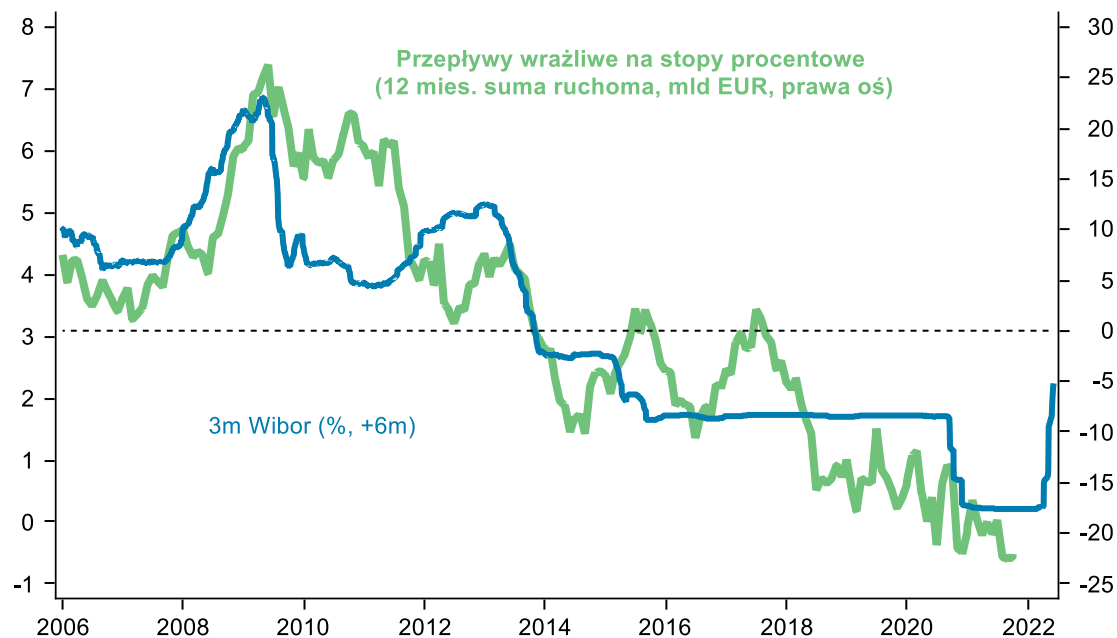
Kurs EUR/PLN – Rachunek bieżący a przepływy finansowe



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Od globalnego kryzysu finansowego w latach 2008-09 suma salda na rachunku bieżącym i napływu netto kapitału wrażliwego na stopy procentowe dobrze określała kierunek zmian kursu EUR/PLN. Zgodnie z „regułą kciuka”, aby kurs EUR/PLN był stabilny odpływ kapitału wynikający z obu tych źródeł (suma) nie może być większy niż 3 mld euro kwartalnie (12 mld euro rocznie, ~2% PKB).
- ❑ Od wybuchu pandemii odpływowi kapitału wrażliwego na stopy procentowe towarzyszyła poprawa salda na rachunku bieżącym, co względnie stabilizowało walutę w 2020 roku. W ostatnich miesiącach jednak saldo na rachunku bieżącym zaczęło się pogarszać, co zwiększyło presję na osłabienie złotego i podwyżki stóp procentowych.

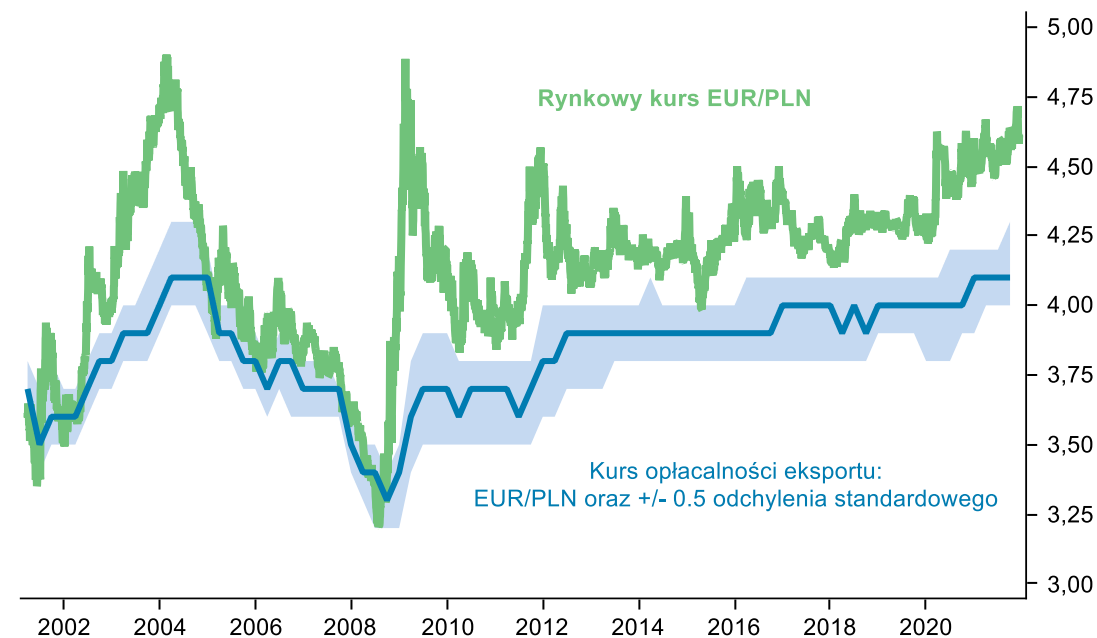
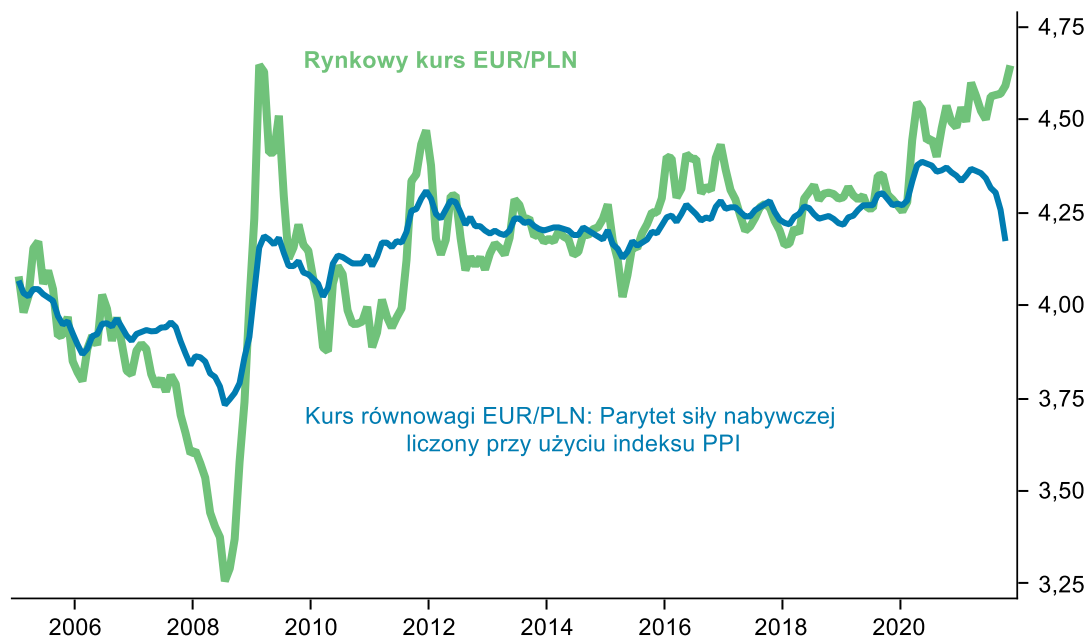
Wzrost stopy referencyjnej NBP do 3.5% wesprze złotego



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

- ❑ Przy założeniu, że deficyt na rachunku bieżącym w przyszłym roku wyniesie około 2% PKB (na co wskazuje zarówno listopadowa projekcja NBP, jak i nasza prognoza), aby spełnić kryterium stabilizacji waluty przepływy wrażliwe na stopy procentowe powinny być bliskie zeru.
- ❑ Historycznie, aby osiągnąć taki efekt, konieczna była podwyżka stopy referencyjnej NBP w okolice 3%. Sądzymy więc, że jeżeli RPP zdecyduje się na podwyższenie stóp procentowych w przyszłym roku do poziomu 3,50%, będzie to wystarczające, aby znacząco ograniczyć presję deprecjacyjną złotego, szczególnie, że deficyt handlowy wynika w dużej mierze ze wzrostu cen surowców i odbudowy zapasów, a nie z nadmiernego popytu finalnego.

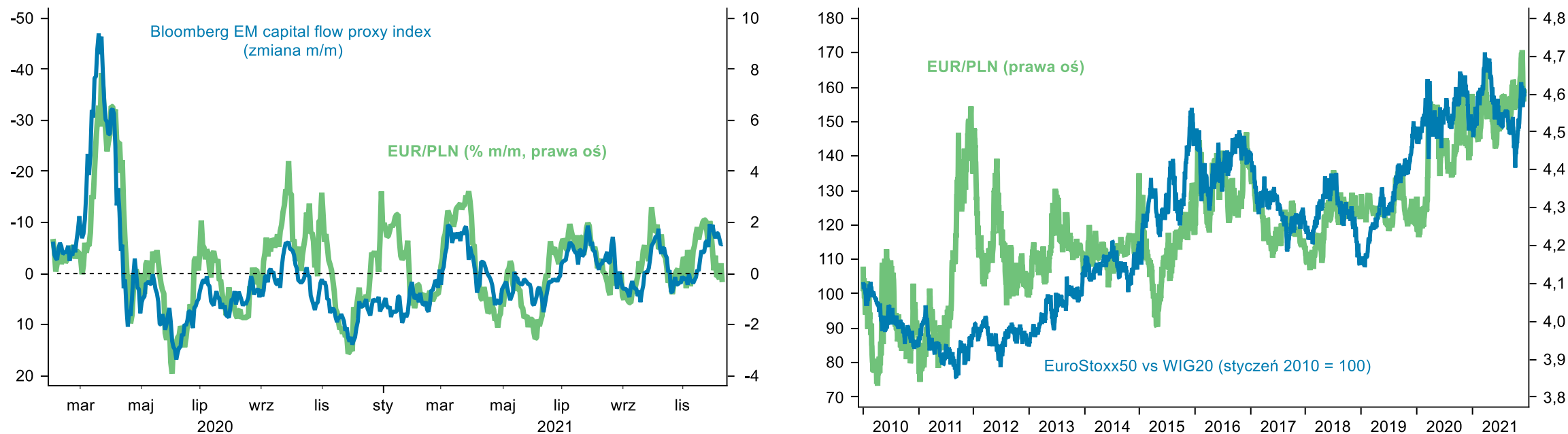
Kurs PLN pozostaje bardzo konkurencyjny



Źródło: Eurostat, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Jednocześnie rynkowy kurs złotego jest obecnie bardzo konkurencyjny. Kurs EUR/PLN zgodny z parytetem siły nabywczej obliczony w oparciu o ceny produkcji sprzedanej przemysłu - PPI (dobra będące przedmiotem handlu) znajduje się w okolicach poziomu 4,20.
- ❑ Podobne wnioski płyną z analizy wyznaczanego przez NBP kursu opłacalności eksportu, który znajduje się zdecydowanie poniżej kursu rynkowego EUR/PLN. W efekcie spodziewamy się, że w dłuższym terminie złoty powinien wykazywać tendencję aprecjacyjną i sądzimy, że przy przewidywanym przez nas zacieśnieniu polityki pieniężnej, kurs EUR/PLN powinien na przestrzeni przyszłego roku nieco się obniżyć, choć raczej dopiero w drugiej jego połowie.

Kurs PLN – pozostałe czynniki



Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- ❑ Na kurs EUR/PLN oprócz polityki pieniężnej oraz salda na rachunku bieżącym wpływ mają również inne czynniki. Istotne są tu m.in. nastroje na globalnych rynkach finansowych (*risk-on/risk-off*), które silnie wpływają na przepływy kapitałowe, w tym w szczególności te skierowane na rynki wschodzące.
- ❑ Na zachowanie kursu walutowego oddziałuje także koniunktura gospodarcza. Szybki wzrost gospodarczy (szczególnie jeśli przełożyłby się na zachowanie rynku akcji) powinien korzystnie wpływać na kurs złotego. Wpływ na notowania kursu złotego w przyszłym roku będzie mieć także wynik negocjacji z UE w sprawie Krajowego Planu Odbudowy.

Osoby zaangażowane w sporządzenie raportu: 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 jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek 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 147 418 918 zł w całości wpłacony.

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