

27 kwietnia 2023

Inflacyjny szczyt, koniunkturalny dołek – czy gospodarka szybko wróci na właściwe tory?



BNP PARIBAS

- 01 Nasz view w pigułce
- 02 Otoczenie zewnętrzne
- 03 Polska – perspektywy wzrostu
- 04 Polska – inflacja
- 05 Polska – perspektywy branżowe
- 06 Polska – stopy procentowe i kurs PLN



PROGNOZY

II kw. 2023



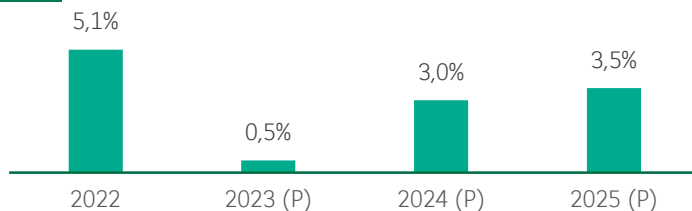
BNP PARIBAS

Nasz view w pigułce

The background of the slide features a compass and a financial table. The compass is positioned in the center, with its needle pointing towards the top-right. The financial table is visible in the background, showing various numerical values and percentages. The right side of the slide is dominated by a large, semi-transparent table of financial data, which is a blurred version of the table in the background. The data includes various numerical values and percentages, such as 189,134,341, 1,385,853, 911,500, 412,000, 9,780,806, 13,400, 62,664,640, 15,157,575, 6,299,980, 118,400, 250,000, 704,100, and 51,000. The table is organized into columns and rows, with some values appearing to be in different currencies or units.

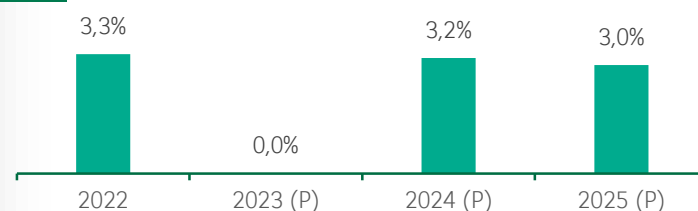
PROGNOZY BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE

> PKB [% r/r]



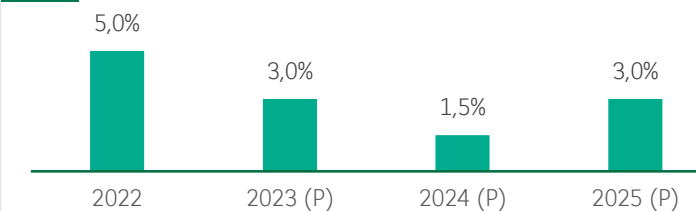
- Prognozujemy niewielki wzrost PKB w Polsce o 0,5% w tym roku.
- Schłodzenie aktywności w 2023 roku to efekt słabszej koniunktury w światowym przemyśle, odwracającego się cyklu zapasów oraz niskiej konsumpcji zwłaszcza w I poł. roku.

> Konsumpcja gosp. domowych [% r/r]



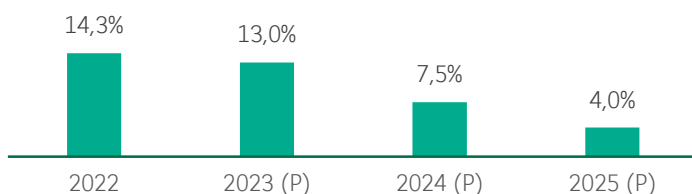
- Sądzymy, że wydatki konsumpcyjne w ujęciu realnym nie zmienią się w porównaniu do 2022 roku.
- Uważamy jednak, że minęliśmy dotek, jeśli chodzi o siłę nabywczą wynagrodzeń, co powinno spowodować, że od wiosny konsumpcja ponownie stanie się motorem wzrostu.

> Inwestycje brutto [% r/r]



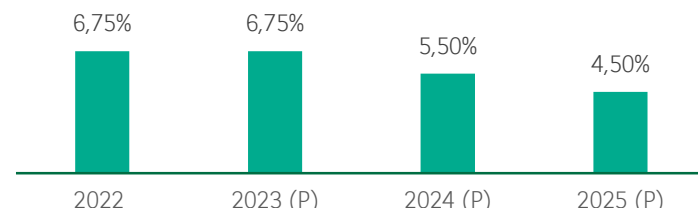
- Odporność inwestycji w ubiegłym roku przełoży się także na tegoroczne wyniki (+3%).
- Wyhamowanie w budownictwie mieszkaniowym, przejście na nowy budżet UE oraz niepewny termin realizacji projektów z KPO rodzą ryzyko dla inwestycji w dłuższym horyzoncie.

> Inflacja CPI [% , średniorocznie]



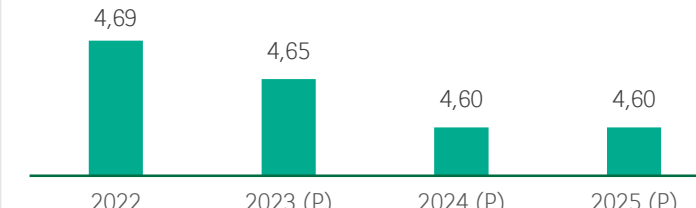
- W najbliższych miesiącach inflacja wyraźnie zwolni i na koniec roku powinna być jednocyfrowa.
- W dłuższym horyzoncie ścieżka inflacji stanie się jednak bardziej płaska i powrót inflacji do celu NBP do końca 2025 r. jest mało prawdopodobny.

> Stopa referencyjna NBP [% , koniec okresu]



- Prognozujemy, że w warunkach słabszego wzrostu gospodarczego oraz hamującej w tym roku inflacji Rada Polityki Pieniężnej nie wznowi cyklu podwyżek.
- Pierwszej obniżki spodziewamy się w przyszłym roku, jednak łagodzenie polityki będzie postępować powoli.

> EURPLN [koniec okresu]



- Kierunkowo perspektywy dla złotego na najbliższe miesiące poprawiły się.
- Wydaje się, że kurs złotego względem euro może poruszać się w okolicach poziomów 4,55 – 4,70. Nie wykluczamy jednak zwiększonej zmienności notowań.



PROGNOZY BNP PARIBAS - TABELA

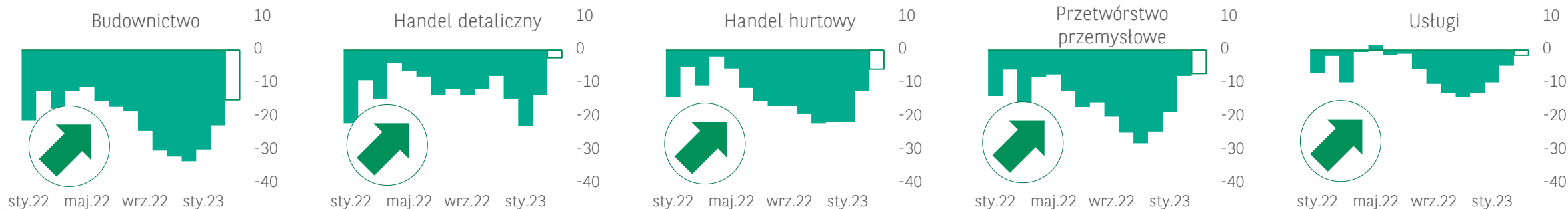
Główne wskaźniki dla Polski*:	2022	2023	2024	2025
Dynamika PKB (% r/r)	5,1	0,5	3,0	3,5
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	3,3	0,0	3,2	3,0
Inwestycje brutto (% r/r)	5,0	3,0	1,5	3,0
Inflacja CPI (% r/r)	14,3	13,0	7,5	4,0
Inflacja bazowa (% r/r)	9,1	11,3	7,2	4,2
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (% r/r)	12,9	12,5	9,0	7,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,6	5,6	5,5
Saldo sektora general government (% PKB)	-3,7	-4,5	-3,2	-3,0
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	-3,0	-1,0	-0,5	-0,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6,75	6,75	5,50	4,50
EURPLN (koniec okresu)	4,69	4,65	4,60	4,60

*Dane średnioroczne o ile nie zaznaczono inaczej; Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Bank BNP Paribas

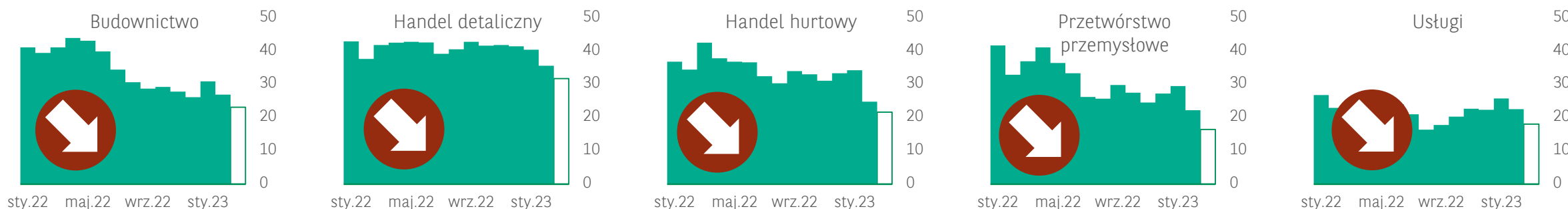


JAK KLUCZOWE BRANŻE WIDZĄ NAJBLIŻSZE KWARTAŁY?

> Przewidywana sprzedaż, sty-22 – mar-23 [saldo odpowiedzi]



> Przewidywane ceny, sty-22 – mar-23 [saldo odpowiedzi]



Źródło: GUS, Bank BNP Paribas

Dane ankietowe GUS sugerują, iż w najbliższych kwartałach należy spodziewać się stopniowej poprawy sprzedaży w poszczególnych branżach (choć może ona przyjmować postać relatywną). Jednocześnie presja cenowa będzie się obniżać, choć w nierównomiernym stopniu.



Otoczenie zewnętrzne

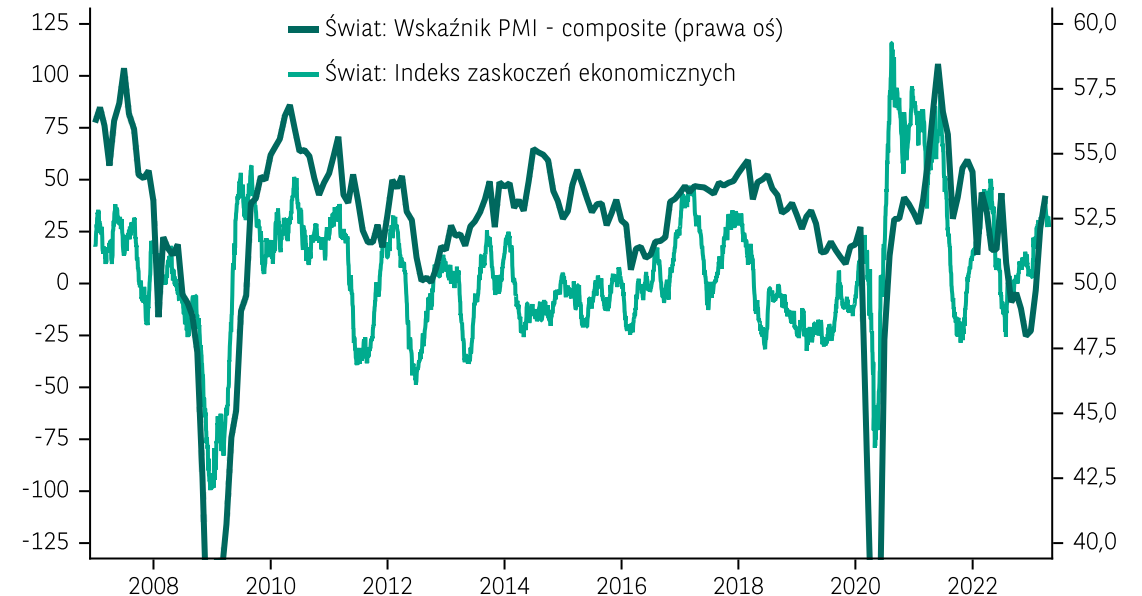
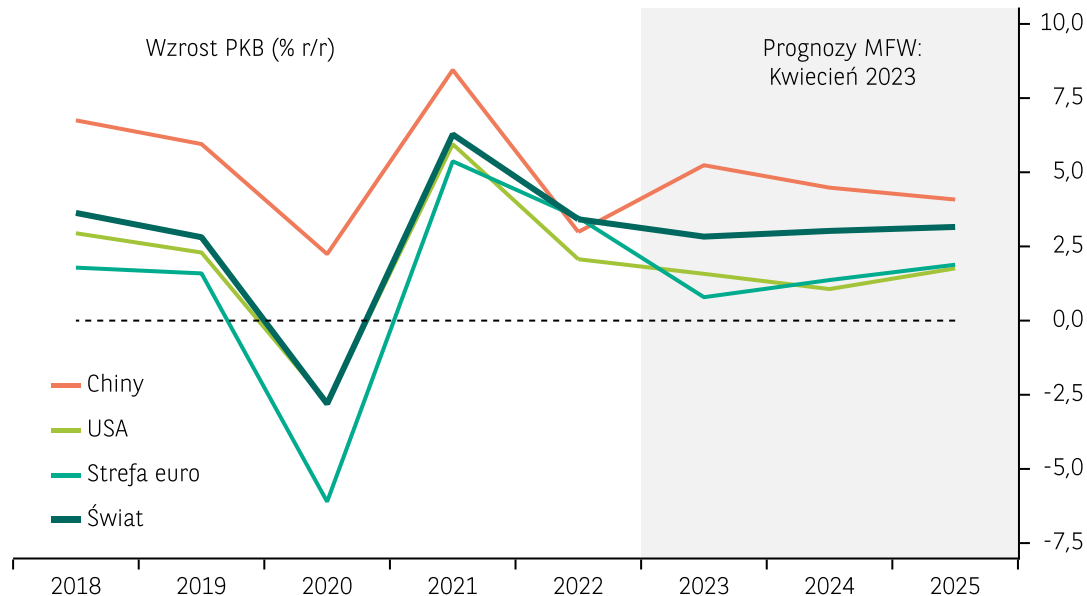


BNP PARIBAS

688,500	
373,700	
1,402,024	
230,500	
3,602,025	
27,000	
189,134,341	360,777
1,385,853	4,094
911,500	
412,000	
9,780,806	
13,400	
62,664,640	
15,157,575	
6,299,980	
118,400	
250,000	
88,000	
764,100	
51,000	

WZROST GOSPODARCZY NA ŚWIECIE - OŻYWIENIE AKTYWNOŚCI?

> Odradzająca się koniunktura pozwoli uniknąć recesji w głównych gospodarkach świata



Źródło: MFW, S&P Markit, Citi, Macrobond, Bank BNP Paribas

Według najnowszych prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), światowy Produkt Krajowy Brutto zwiększy się w tym roku o 2,8%, wobec 3,4% w roku ubiegłym. Recesji uda się uniknąć we wszystkich głównych gospodarkach. W Chinach oczekiwane jest po-pandemiczne ożywienie i wzrost PKB o ponad 5%. W USA i w strefie euro skala ekspansji ma być skromniejsza – odpowiednio +1,6% i +0,8%.

Publikowane ostatnio dane wydają się być spójne ze scenariuszem „miękkiego lądowania”, jeśli chodzi o światową aktywność gospodarczą. Indeksy PMI powróciły powyżej poziomu 50 pkt, zaś wskaźniki ekonomiczne zaskakiwały *in plus*, wskazując na poprawiającą się koniunkturę.

WZROST GOSPODARCZY NA ŚWIECIE – UTRZYMUJĄCA SIĘ SEKTOROWA DYWERGENCJA

Choć gospodarka światowa wydaje się nabierać rozpędu, to wciąż widoczna jest dywergencja między sektorami. O ile w usługach wskaźniki PMI ostatnio wyraźnie przekroczyły poziom 50 pkt, to w przypadku przemysłu w wielu branżach pozostają one w strefie wskazującej na hamowanie aktywności.

Skupiające się na przyszłości komponenty PMI (np. zamówienia) również rysują niezbyt optymistyczne perspektywy dla sektora przetwórczego. W przypadku usług szczególnie dobrze radzą sobie IT, turystyka oraz telekomunikacja. Widać też pewne odrodzenie koniunktury w nieruchomościach, co może mieć związek ze zmianą oczekiwań dotyczących stóp procentowych w głównych gospodarkach.

> Perspektywy gospodarcze wydają się być lepsze dla sektora usług niż przemysłu

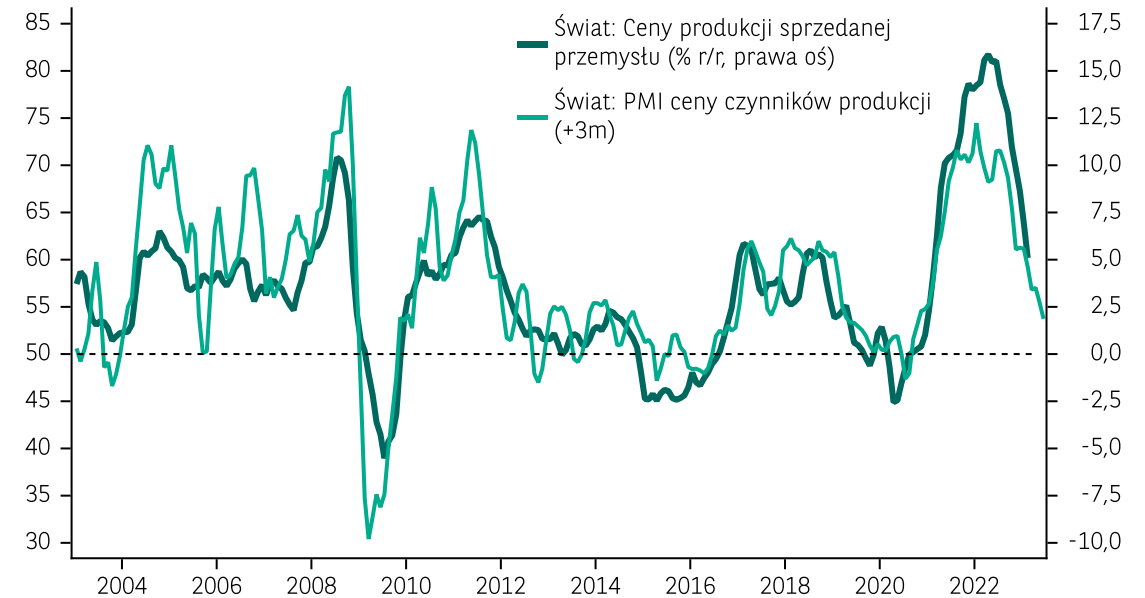
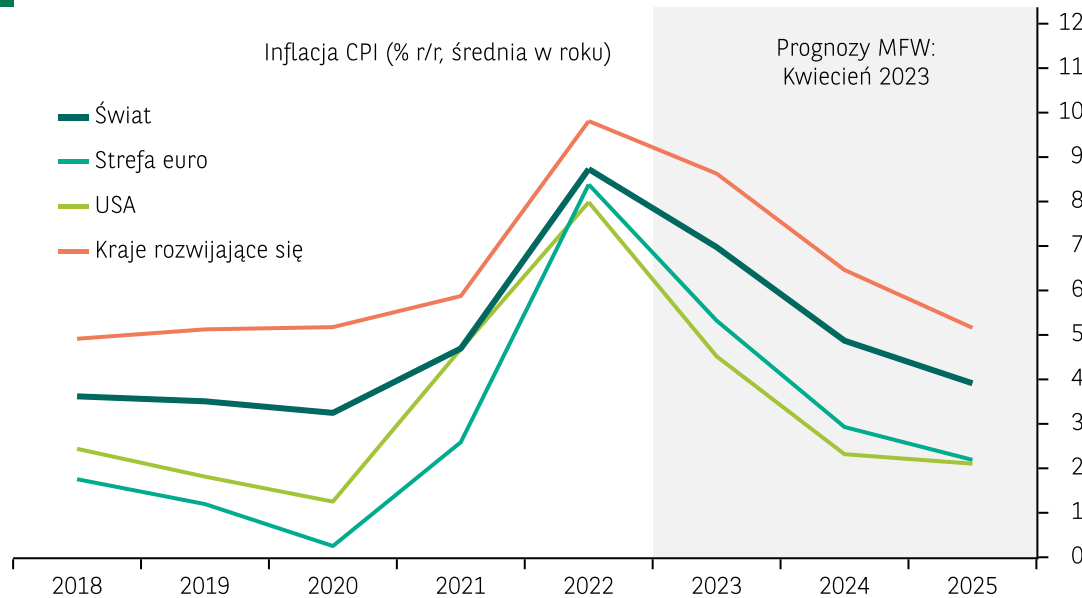
Branże	Globalne wskaźniki PMI											
	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23
Materiały podstawowe												
Metale & Górnictwo	47,3	49,9	50,0	48,7	49,6	48,6	48,4	48,2	48,2	47,2	49,5	50,2
Przemysł drzewny i papierniczy	51,5	49,6	47,9	47,4	46,1	44,3	45,3	45,0	44,3	45,5	47,1	45,6
Przemysł chemiczny	53,2	52,6	51,8	49,1	50,2	48,3	48,2	46,8	46,7	46,7	48,0	47,8
Dobra przemysłowe												
Materiały budowlane	50,4	51,2	50,7	49,1	49,5	47,3	47,2	46,7	46,6	48,2	48,3	50,1
Maszyny i urządzenia	53,0	53,1	52,9	52,7	51,2	51,3	51,0	50,6	50,1	49,6	51,3	49,8
Sprzęt elektroniczny	55,3	54,2	54,3	51,8	49,3	49,9	49,9	48,6	49,9	48,6	51,5	48,4
Dobra konsumpcyjne												
Motoryzacja	51,4	49,7	52,0	49,4	48,2	49,7	48,1	46,1	47,8	47,9	49,5	50,1
Napoje	54,8	54,0	53,2	54,9	52,3	51,2	50,9	49,9	47,3	50,0	50,5	52,8
Żywność	52,5	53,6	53,3	53,1	51,6	51,2	49,7	50,5	51,2	51,9	50,4	51,3
Pozostałe	51,9	52,6	52,5	50,2	49,9	48,3	48,5	47,7	47,4	48,4	50,5	49,5
Technologia												
Sprzęt	54,5	54,3	53,9	53,2	51,9	51,8	52,8	50,1	50,5	50,3	50,7	50,3
Software & Usługi	51,0	50,8	54,7	52,0	53,6	53,6	53,4	53,0	50,6	53,2	53,7	56,9
Usługi telekomunikacyjne	51,2	51,7	55,8	54,8	53,2	51,8	50,0	45,6	49,9	49,6	51,8	56,6
Usługi konsumpcyjne												
Media	55,8	54,2	54,6	48,6	48,7	47,6	45,4	47,4	47,2	52,0	53,1	53,6
Turystyka & Rekreacja	55,2	58,6	53,7	50,6	50,2	49,6	48,0	47,2	49,2	52,1	54,1	57,3
Zdrowie												
Usługi	48,8	49,0	51,0	46,3	48,6	46,7	49,5	49,6	46,9	49,4	49,8	52,6
Farmaceutyki & Biotechnologia	51,9	51,9	55,5	51,4	50,9	52,2	53,8	53,1	53,6	51,4	54,4	55,2
Usługi finansowe												
Banki	49,6	46,7	51,2	48,7	48,5	48,8	42,7	47,1	44,3	48,0	48,6	53,6
Inne instytucje finansowe	58,9	59,1	61,1	55,1	52,3	55,9	51,2	55,2	52,5	48,4	52,9	54,6
Nieruchomości	48,2	49,1	45,5	45,7	44,2	39,4	39,5	37,2	36,8	40,5	47,1	52,6

Źródło: S&P Markit, Macrobond, bank BNP Paribas



ŚWIAT: DEZINFLACJA NA HORYZONCIE

> Inflacja na świecie w dół głównie za sprawą taniejących surowców



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

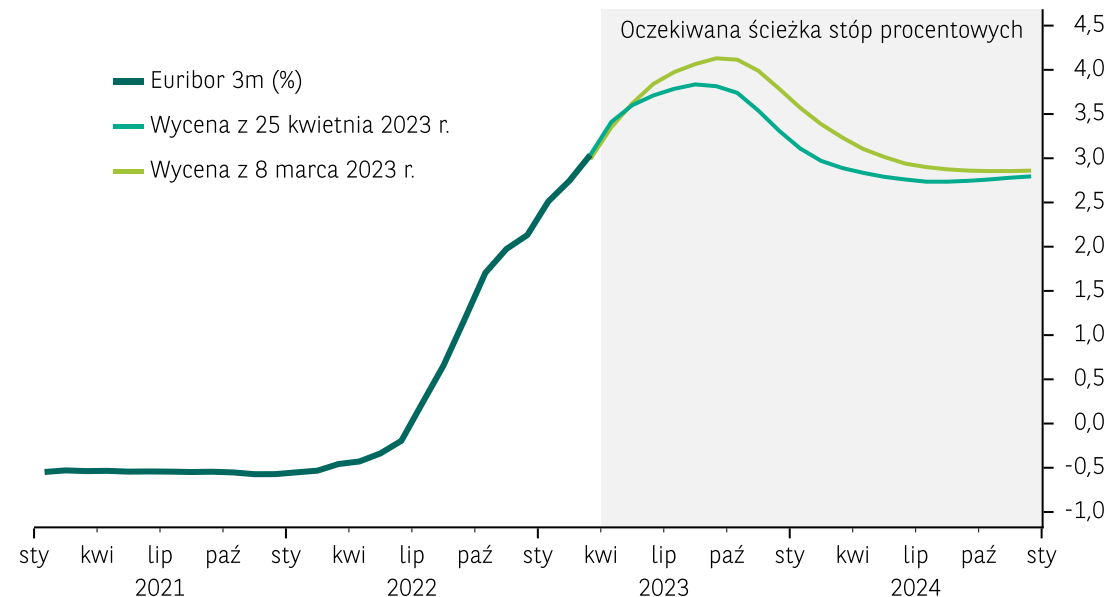
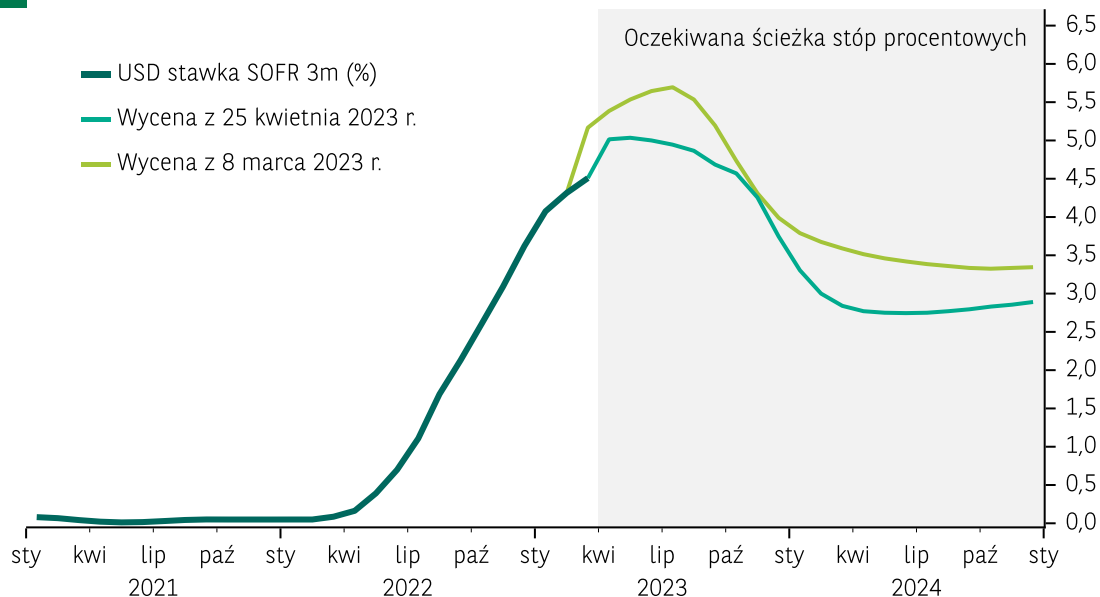
Według prognoz MFW, inflacja CPI rozpocznie w tym roku marsz w dół i średniorocznie wyniesie na świecie 7% wobec 8,7% w 2022 roku. W USA i strefie euro roczna dynamika cen konsumpcyjnych ma wynieść odpowiednio 4,5% i 5,3%. Według Funduszu w Stanach Zjednoczonych inflacja może oscylować wokół 2% już w przyszłym roku – w strefie euro nastąpi to dopiero rok później (prognoza na koniec 2024 roku = 2,7% r/r). W krajach rozwijających się skala dezinflacji ma być mniejsza, a roczne tempo wzrostu CPI w 2025 roku będzie przekraczać 5%.

Przewidywane w tym roku wyhamowanie inflacji wynikać będzie przede wszystkim z mniejszej presji kosztowej na ceny towarów. Będzie to wypadkowa tańszych surowców, udrożnionych sieci dostaw, niższych kosztów transportu oraz ograniczonego popytu w przemyśle.



USA & STREFA EURO: ZMIERZAJĄC W KIERUNKU KOŃCA CYKLU PODWYŻEK

> Według rynku Rezerwa Federalna i Europejski Bank Centralny powinny zakończyć cykle podwyżek najpóźniej latem



Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

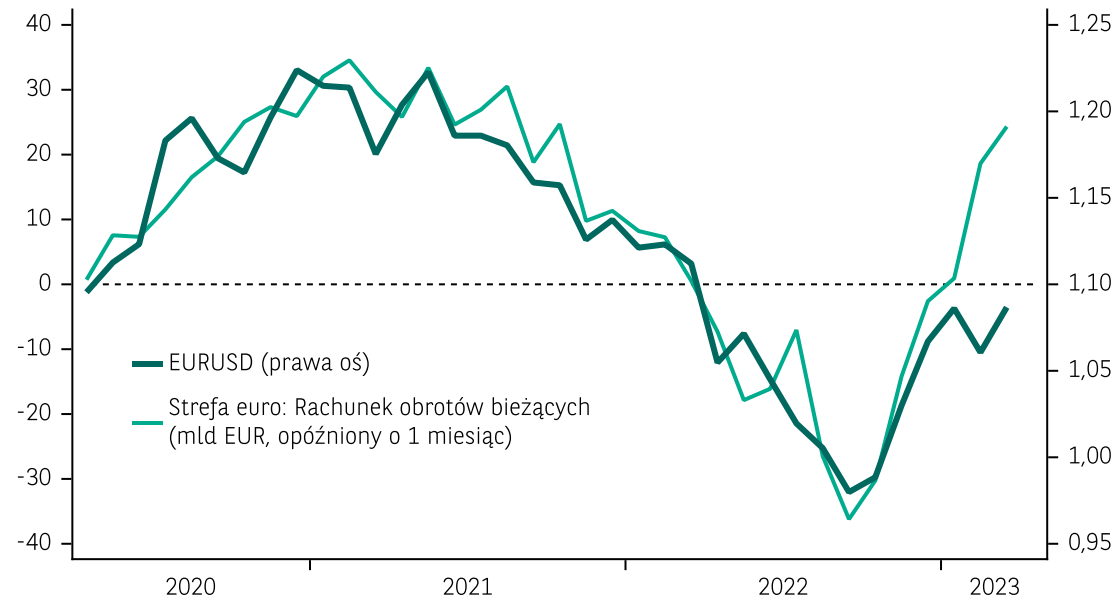
Oczekiwane niskie tempo wzrostu PKB oraz hamowanie inflacji w USA i strefie euro wzmacniają rynkowe przewidywania iż Rezerwa Federalna i Europejski Bank Centralny wkrótce zakończą zacieśnianie polityki pieniężnej. Na kształt przyszłej ścieżki stóp procentowych wpłynęło także pojawienie się napięć w globalnym sektorze bankowym w marcu.

Rynek wycenia obecnie, że Fed dostarczy jeszcze jedną podwyżkę o 25pb w maju i od września zacznie łagodzić warunki monetarne. Tymczasem w strefie euro oczekiwane są jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych (łącznie o 50-75pb) i obniżka stóp procentowych pod koniec br. Odporność koniunktury i trwałość inflacji mogą, zwłaszcza w USA, wpłynąć na mniejszą skalę luzowania polityki w perspektywie 12 – 18 m.



RÓŻNICE W STOPACH PROCENTOWYCH I POPRAWA *TERMS OF TRADE* WSPIERAJĄ KURS EURO

> Fundamentalne i rynkowe czynniki wspierają aprecjację euro



Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

Zawężenie różnicy w krótkoterminowych stopach procentowych pomiędzy USA i strefą euro oraz ich oczekiwanych poziomach, wspierało kurs euro w ostatnich tygodniach. Fundamentalnym czynnikiem działającym na korzyść europejskiej waluty są też niższe ceny surowców, zwłaszcza energetycznych, poprawiające *terms-of-trade*, bilans handlowy i saldo na rachunku bieżącym krajów europejskich, w tym strefy euro.

BNP Paribas Markets 360 prognozuje dalszą aprecjację euro wobec dolara w kolejnych kwartałach i wzrost kursu EURUSD do poziomu 1,14 na koniec 2023 roku i do 1,18 na koniec 2024 roku.



Polska - perspektywy wzrostu

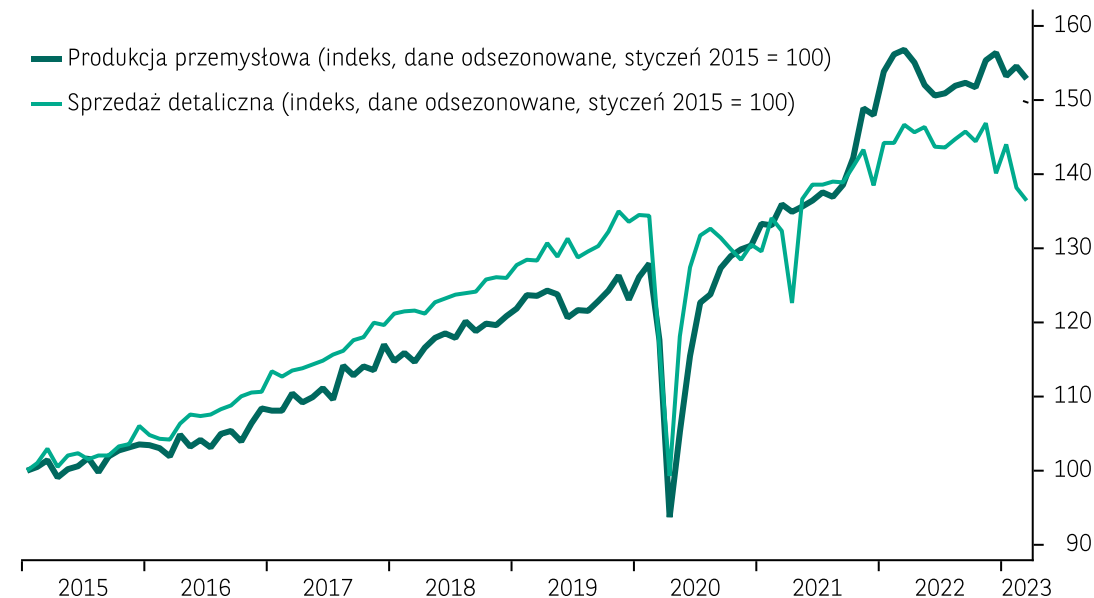
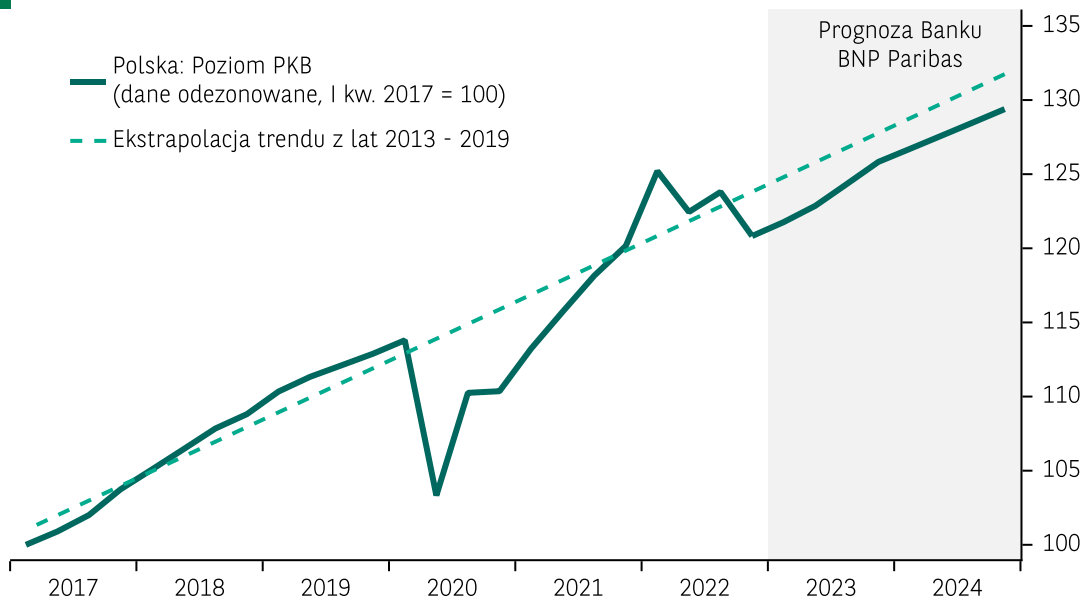


BNP PARIBAS

688,500	360,777
373,700	522,580
1,402,024	922,560
230,500	56,000
3,602,025	34,000
27,000	360,777
189,134,341	4,094,000
1,385,853	1,670,000
911,500	5,000
412,000	1,000
9,780,806	1,000
13,400	1,000
62,664,640	1,000
15,157,575	1,000
6,299,990	1,000
118,400	1,000
250,000	1,000
88,000	1,000
764,100	1,000
57,000	1,000

DOŁĘK KONIUNKTURY W POLSCE

> Słabe wyniki gospodarki w IV kwartale, mizerne również na początku bieżącego roku



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

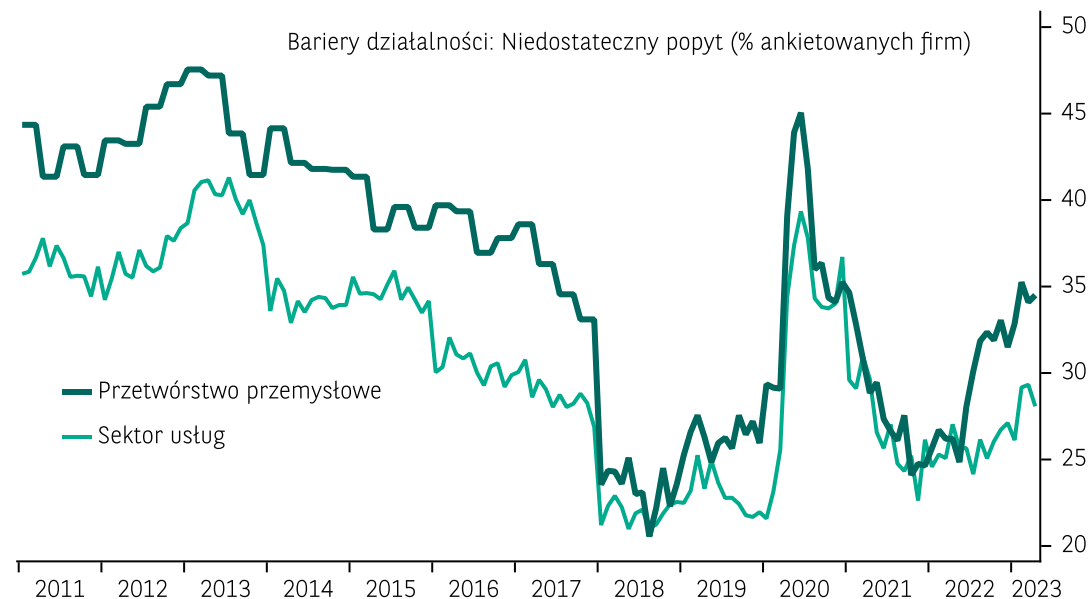
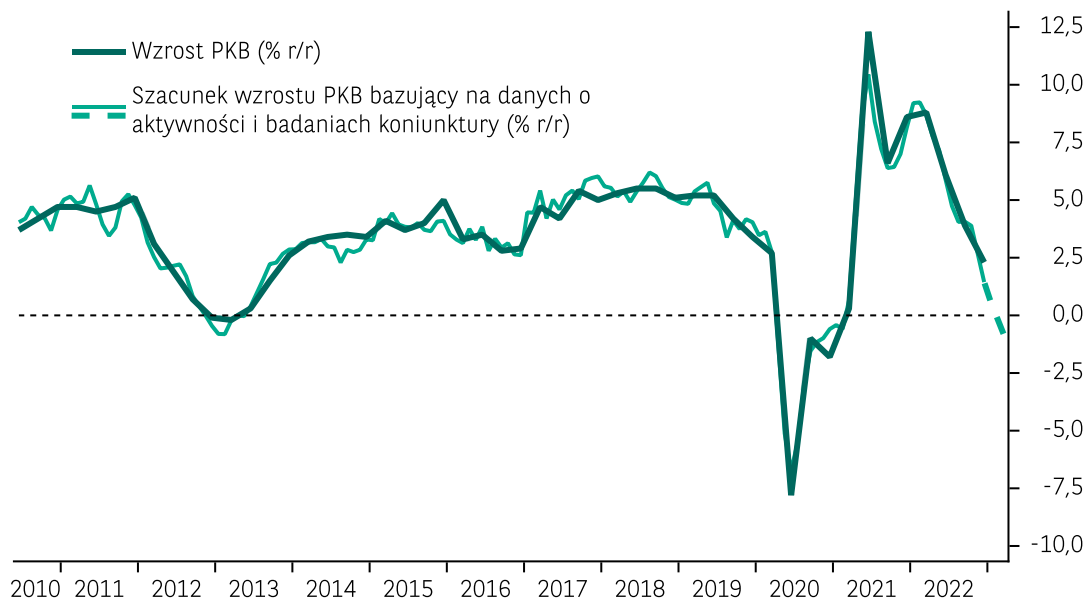
Polska gospodarka wyraźnie wyhamowała pod koniec ubiegłego roku. Wolumen wytworzonych dóbr i usług zmniejszył się o 2,4% kw/kw w okresie październik - grudzień. W efekcie roczna dynamika PKB obniżyła się do +2,3% r/r. Miesięczne dane o aktywności gospodarczej sugerują, że na początku br. tempo wzrostu gospodarczego dalej się obniżało.

W pierwszym kwartale szczególnie blado wypadły wyniki sprzedaży detalicznej, która spadła o około 4% r/r. Potwierdza to, że gosp. domowe w dalszym ciągu ograniczają wydatki konsumpcyjne – tendencja, którą obserwujemy od wakacji ubiegłego roku. Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa radziły sobie lepiej, lecz raczej nie na tyle dobrze by Polska uniknęła spadku PKB w ujęciu rok-do-roku.



AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA SŁABNIE

> Spadek PKB w pierwszym kwartale, stopniowe odbicie w dalszej części roku



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

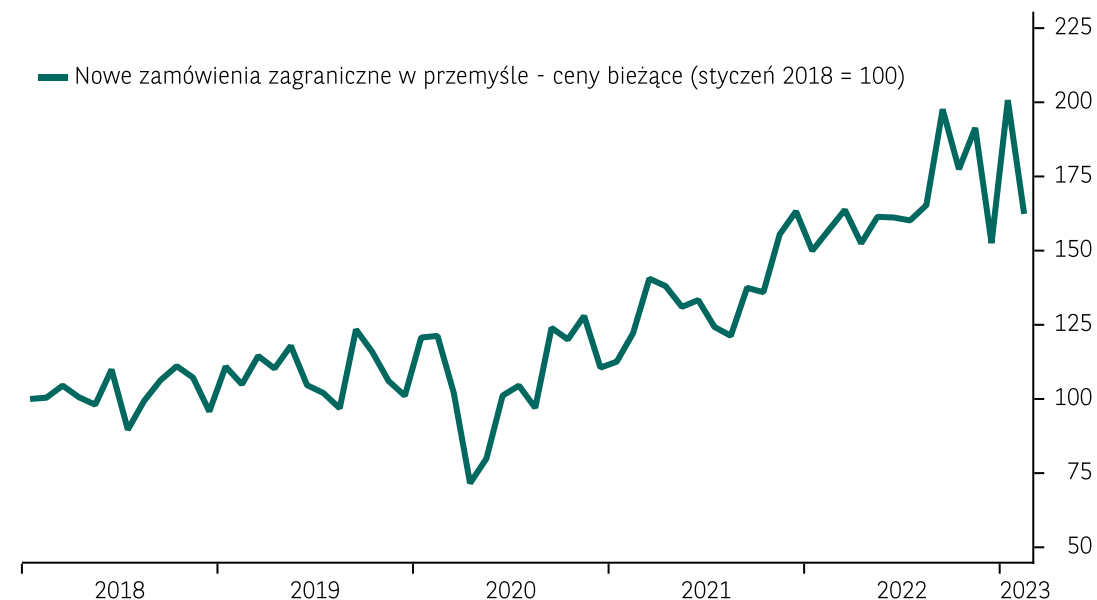
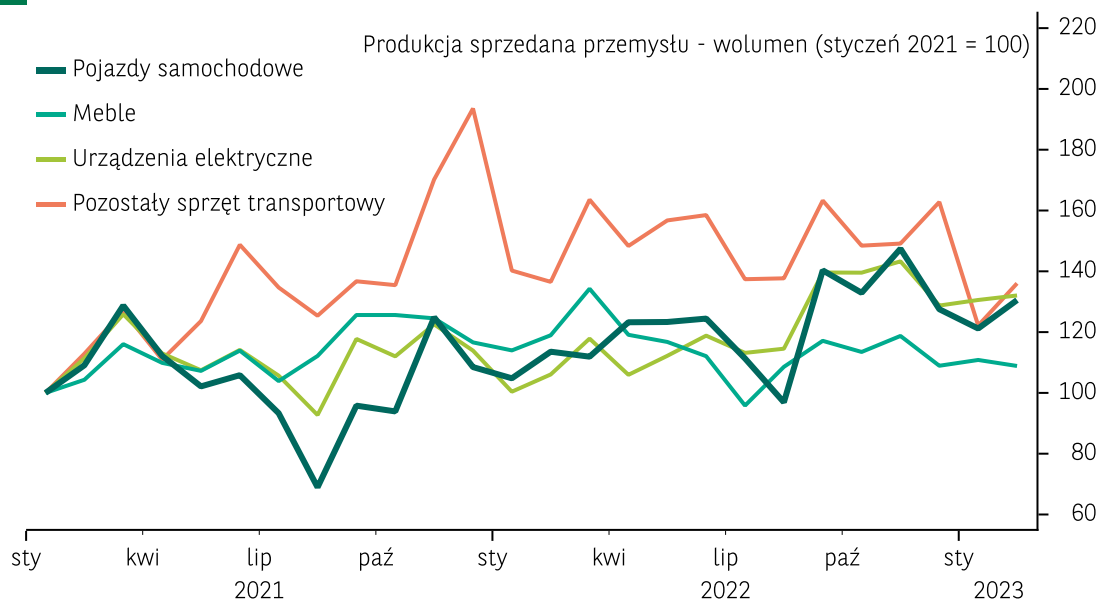
Według naszego szacunku opartego na miesięcznych danych o aktywności oraz ankietowych badaniach koniunktury dynamika PKB spadła zimą br. w okolice -1% r/r.

Słabnący w ostatnich miesiącach popyt – szczególnie w sektorze przemysłowym – wskazuje w krótkim terminie na ograniczony potencjał polskiej gospodarki do dynamicznego odbicia. Uważamy jednak, że w drugiej połowie roku aktywność gospodarcza będzie przybierać na siłę, a tempo wzrostu PKB w ostatnim kwartale roku powinno wynieść około +1,5% r/r.



SEKTORY EKSPORTOWE HAMUJĄ

> Zamówienia eksportowe sugerują stagnację w popycie zagranicznym



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Słabszy popyt obserwowany w sektorze przetwórczym to w dużym stopniu efekt pogarszającej się koniunktury w przemyśle na świecie. Wśród sektorów o najwyższym udziale eksportu w przychodach (ponad 60%) widać pewną stagnację w wolumenie sprzedaży.

Najlepiej radzą sobie sektor motoryzacyjny oraz branża produkcji urządzeń elektrycznych, które w pewnym stopniu mogą korzystać na udrożnieniu łańcuchów wartości i odroczonej z powodu wcześniejszych problemów w sieciach dostaw popycie.

Dane o zamówieniach zagranicznych w przemyśle wskazują na relatywnie słabe perspektywy eksportu w najbliższych miesiącach.



KONSUMPCJA – NAJGORSZE ZA NAMI?

> W dalszej części roku wydatki konsumpcyjne powinny nabierać rozpędu



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

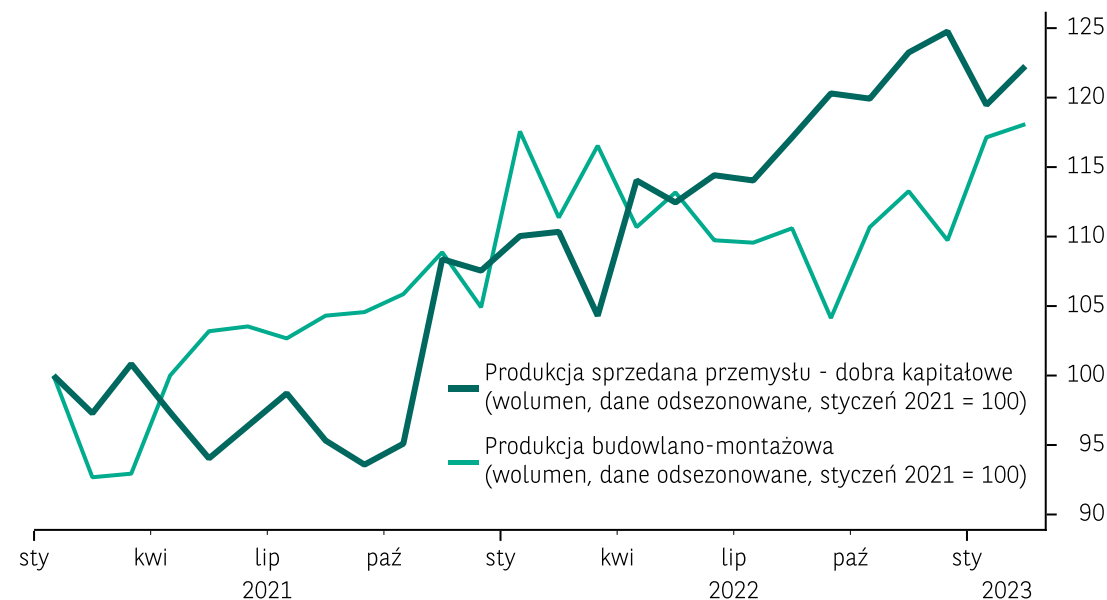
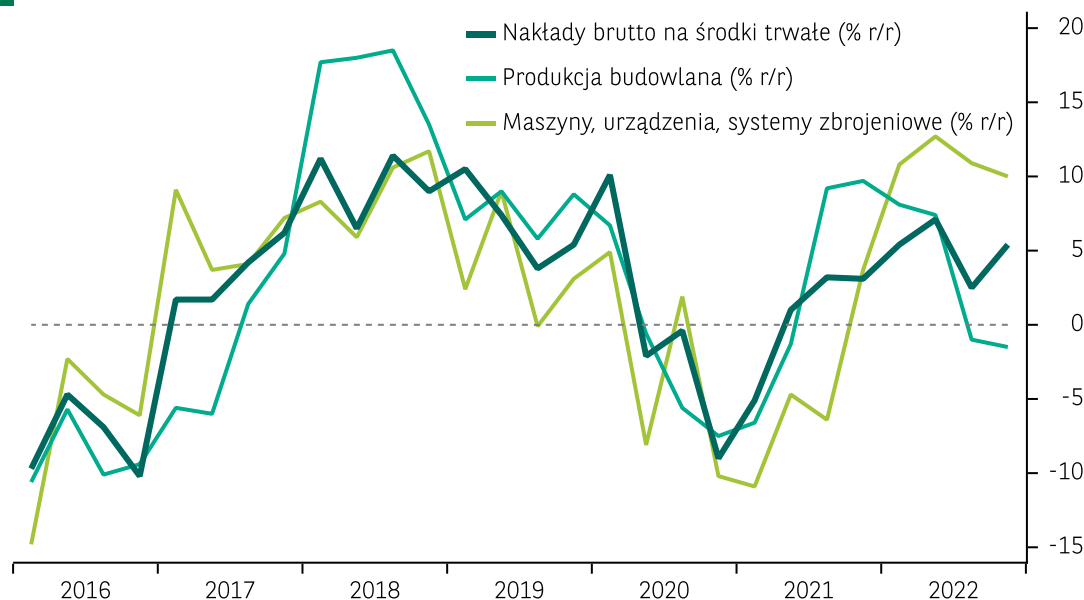
Coraz mocniej widoczna przez przedsiębiorców w ostatnich miesiącach bariera popytu to także wynik załamania konsumpcji. Na przestrzeni ubiegłego roku średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w ujęciu realnym o około 6%. W efekcie wydatki konsumpcyjne były w IV kw. 2022 roku o 1,1% niższe niż rok wcześniej, a zimą skala spadku mogła być jeszcze głębsza.

Sądzymy jednak, że minęliśmy dołek, jeśli chodzi o siłę nabywczą wynagrodzeń, a pod koniec roku dynamika realnych płac wyniesie około +2,5% r/r. Wraz ze znaczącymi zwrotami nadpłaconego podatku PIT (~18 mld zł), waloryzacją emerytur, dodatkowymi świadczeniami oraz poprawiającymi się nastrojami gosp. domowych powinno to spowodować, że od wiosny konsumpcja ponownie stanie się motorem wzrostu.



ODPORNOŚĆ INWESTYCJI - NA JAK DŁUGO?

> Mimo wyhamowania w budownictwie mieszkaniowym inwestycje pozostają zaskakująco odporne



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

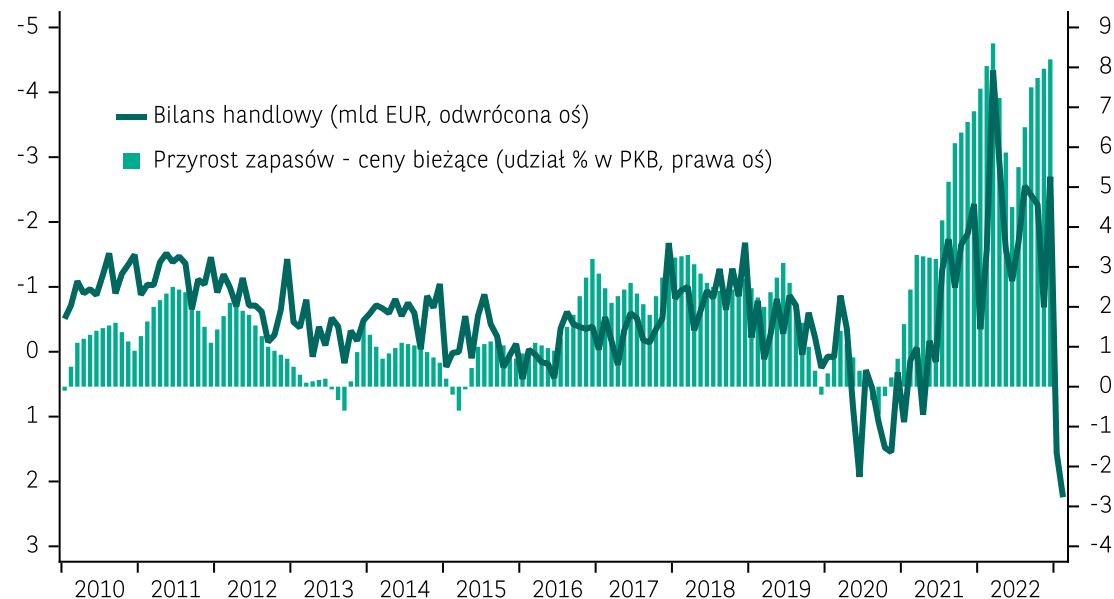
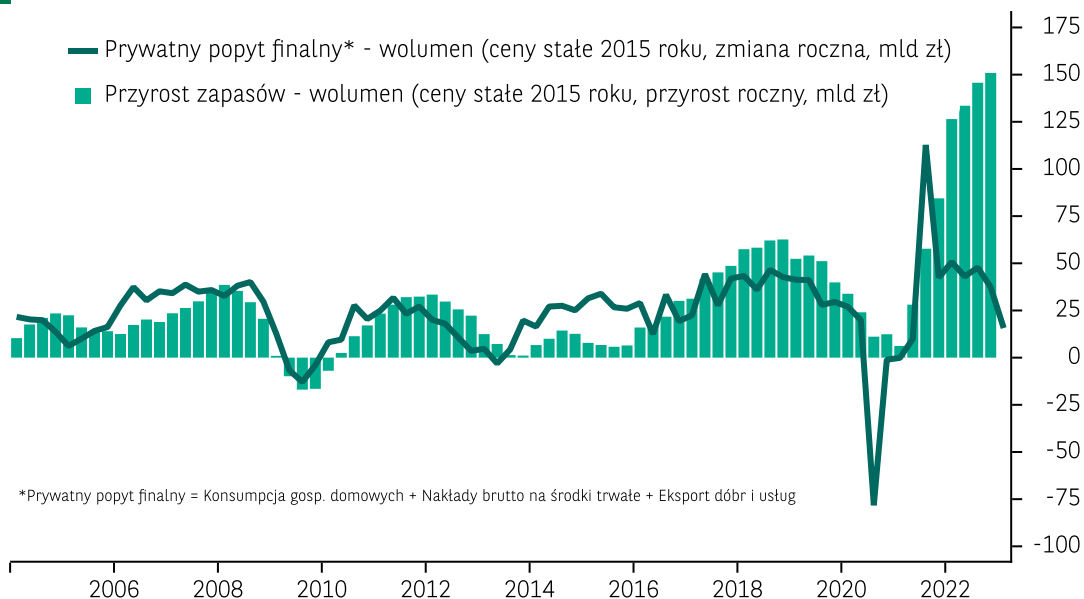
W ostatnich kwartałach zaskakująco odporne na pogarszającą się koniunkturę oraz wzrost stóp procentowych okazały się być inwestycje, które w całym ubiegłym roku zwiększyły się o 5,0% r/r, a w czwartym kwartale ich wzrost był jeszcze silniejszy i wyniósł 5,4% r/r. Wysoka dynamika wydatków kapitałowych to przede wszystkim efekt zakupów w kategorii maszyny, urządzenia i systemy zbrojeniowe.

Miesięczne dane sugerują, że tempo wzrostu nakładów na środki trwałe mogło na początku roku pozostać relatywnie wysokie. Niezbyt silny popyt zagraniczny, wyhamowanie aktywności w budownictwie mieszkaniowym, przejście na finansowanie z nowej perspektywy finansowej UE oraz niepewny termin realizacji projektów z Krajowego Planu Odbudowy rodzą ryzyko dla dynamiki inwestycji w dłuższym horyzoncie.



ODWRACAJĄCY SIĘ CYKL ZAPASÓW

> Po odbudowie zapasów w okresie popandemicznym wygląda na to, że trend się zmienia



Źródło: NBP, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Istotnym czynnikiem ryzyka dla ostatecznych wyników aktywności gospodarczej w Polsce w tym roku jest zachowanie zapasów. Ich znaczący przyrost w ubiegłym roku dodał 2,6pp do dynamiki PKB. W dużym stopniu był to efekt dostosowania procesu produkcyjnego do po-pandemicznej rzeczywistości. Wzrost zapasów dział się jednak w dużym oderwaniu od popytu finalnego w gospodarce.

Wskazuje to na możliwość pewnej redukcji utrzymywanych przez przedsiębiorstwa zapasów w najbliższych miesiącach. Skala tego dostosowania może mieć duży wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w tym roku. Szybko poprawiający się zimą bilans handlowy może sugerować, że proces ograniczania zapasów przybrał na sile na początku roku i jego efekt możemy zobaczyć w danych o PKB za pierwszy kwartał.



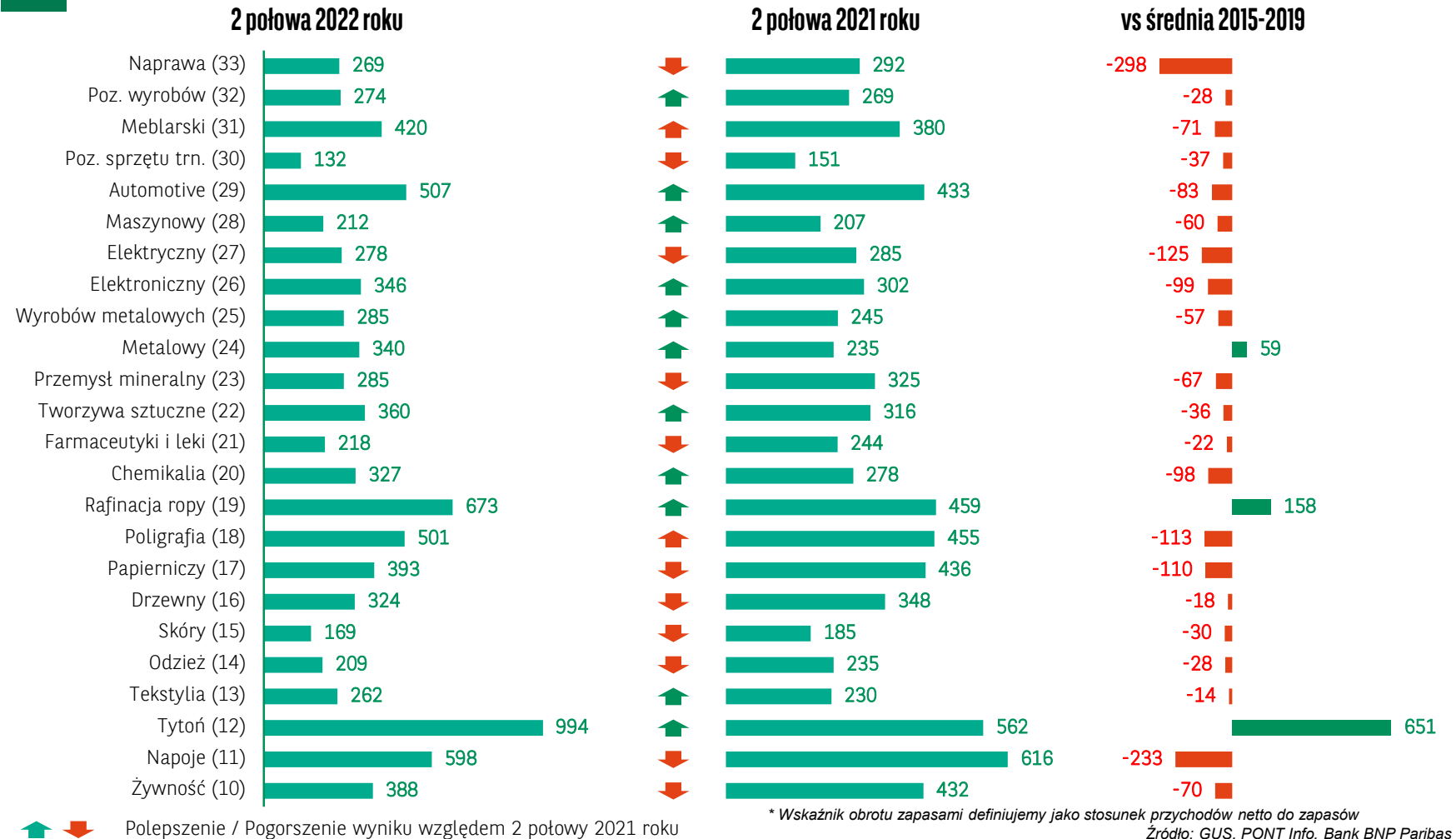
WSKAŹNIK OBROTÓW ZAPASAMI W PRZETWÓRSTWIE PRZEMYSŁOWYM

Ciekawie prezentuje się analiza wskaźnika obrotu zapasami na poziomie poszczególnych działów przetwórstwa przemysłowego.

Za wyjątkiem trzech przypadków (przemysł tytoniowy, rafinacja ropy oraz metalowy) – pozostałe obniżyły skalę wykorzystania swoich zasobów.

Porównanie wskaźnika za drugą połowę 2022 oraz 2021 roku wskazuje na trochę bardziej zniuansowany obraz – prawie 50% działów polepszyło wykorzystanie posiadanych zasobów, choć sytuacja pozostaje daleka od ideału.

Wskaźnik obrotów zapasami*



Polska - inflacja



BNP PARIBAS

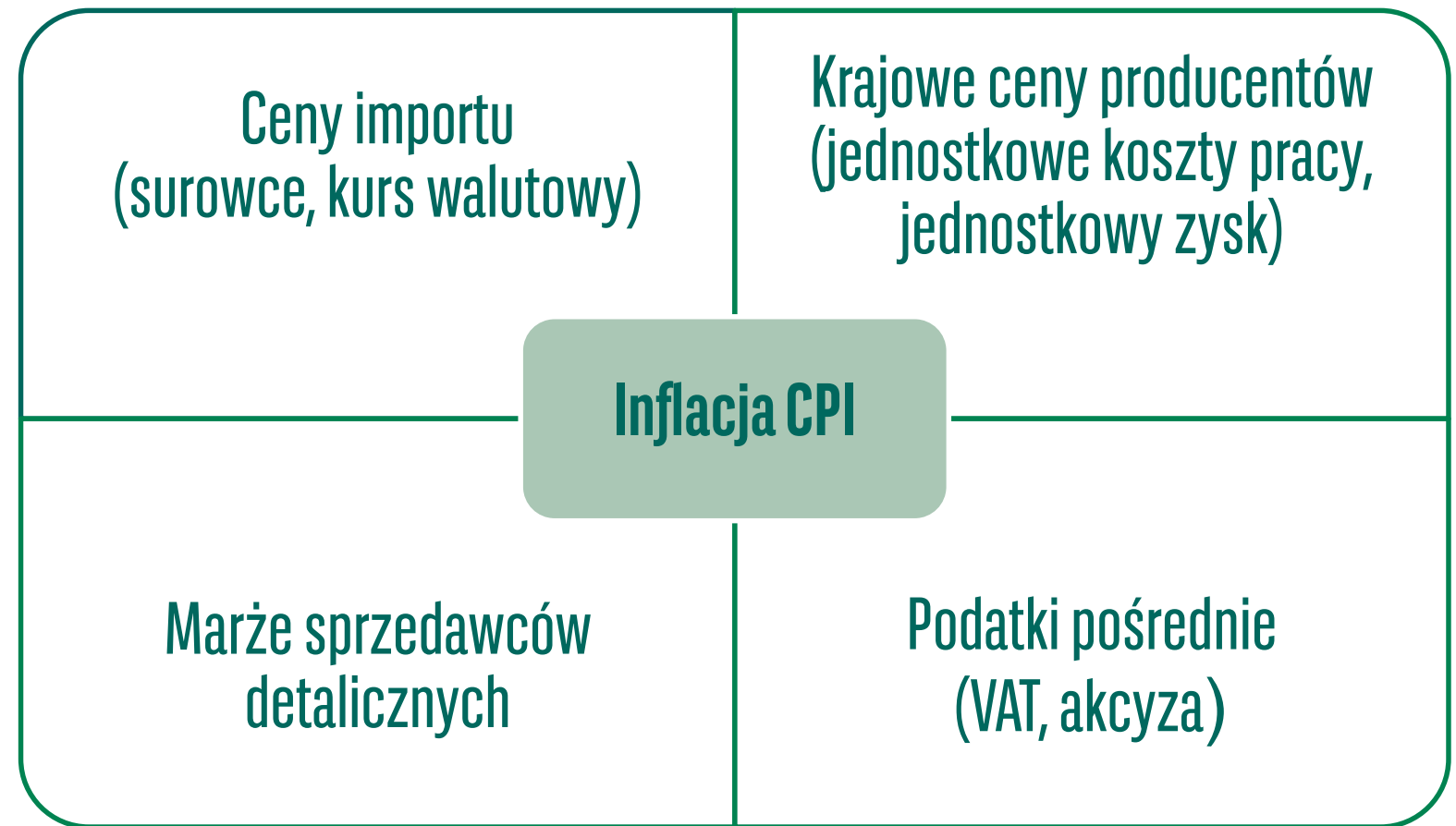
688,500	
373,700	
1,402,024	
230,500	
3,602,025	
27,000	
189,134,341	360,777
1,385,853	4,094
911,500	
412,000	
9,780,806	
13,400	
62,664,640	
15,157,575	
6,299,980	
118,400	
250,000	
88,000	
764,100	
51,000	

INFLACJA – SPOJRZENIE ALTERNATYWNE

> Składowe inflacji konsumenckiej (CPI)

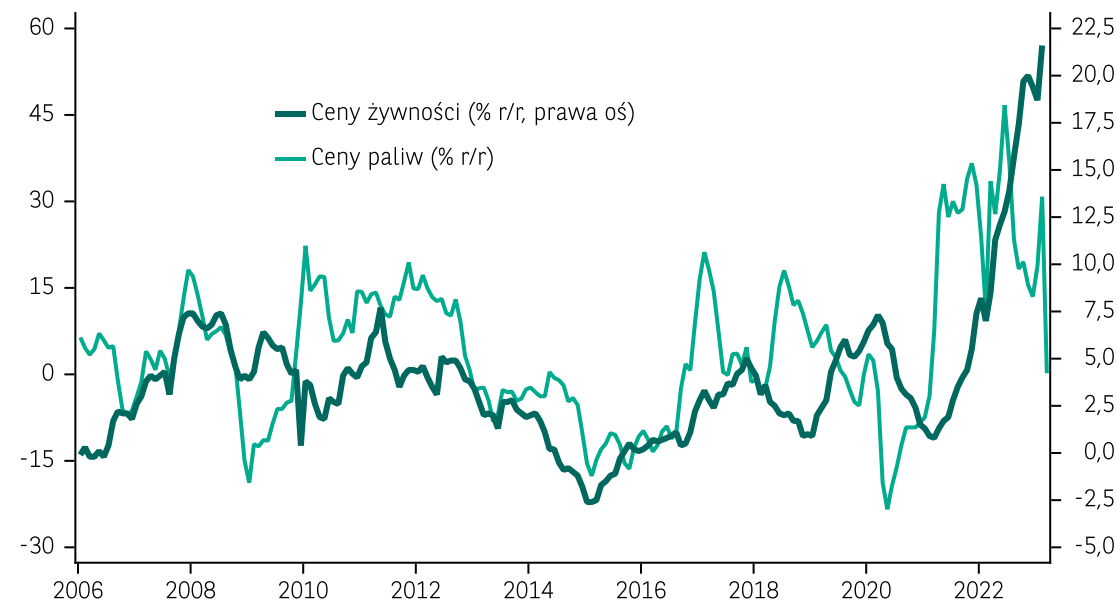
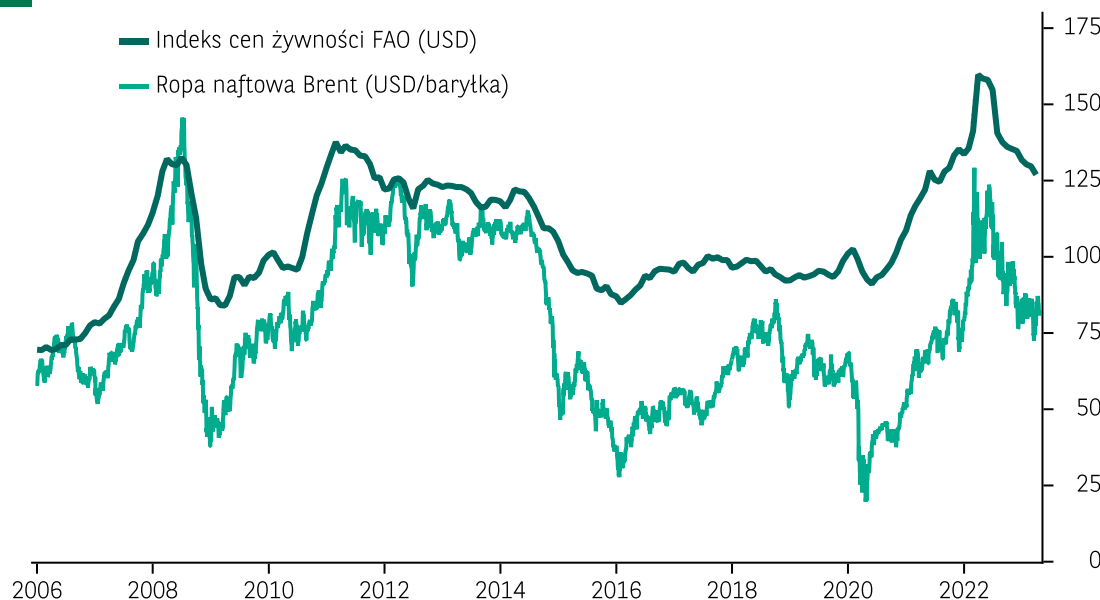
Na inflację CPI często patrzymy przez pryzmat konsumpcji, skupiając się na tym w których kategoriach dóbr i usług ceny rosną najszybciej. Takie spojrzenie niekoniecznie mówi jednak o jej przyczynach i perspektywach dalszego kształtowania.

Alternatywnie inflacja może być postrzegana jako efekt oddziaływania czynników kosztowych (krajowych i zagranicznych), polityki cenowej sprzedawców detalicznych oraz podatków pośrednich. Taka dekompozycja pozwala na wyróżnienie głównych czynników stojących za obecną dynamiką cen, a także daje pełniejszy obraz tego w którym kierunku tempo wzrostu cen będzie zmierzać w dłuższej perspektywie.



CENY SUROWCÓW - BEZPOŚREDNI WPŁYW NA INFLACJĘ

> Światowe ceny żywności nie przełożyły się póki co na krajowe półki



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

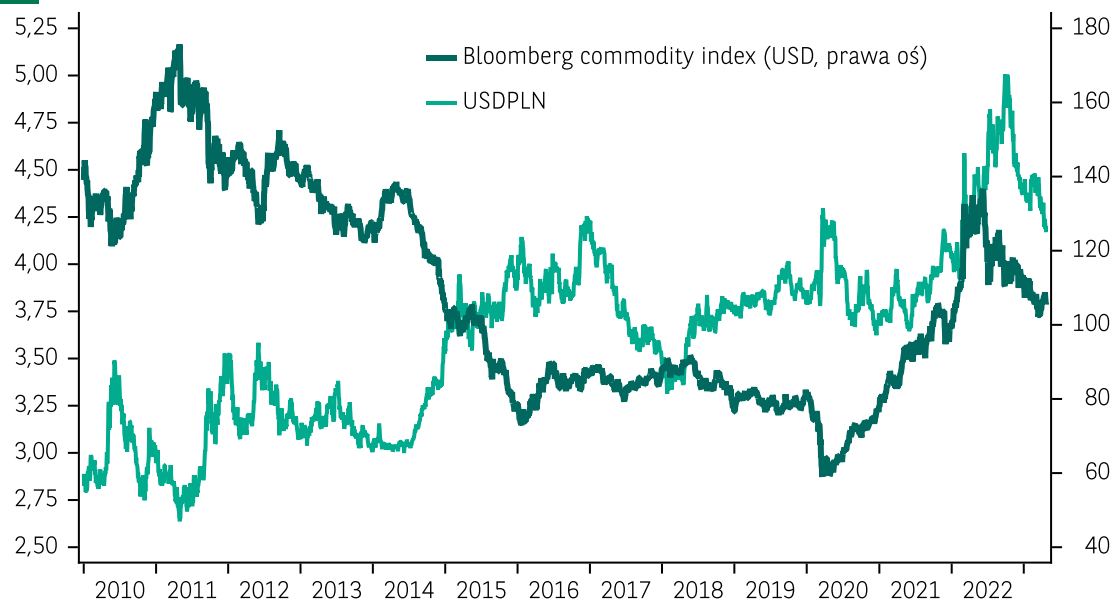
Jednym z kluczowych elementów kosztowych wpływających na ceny konsumenckie są ceny importu w tym zwłaszcza ceny surowców. Mogą one wpływać na inflację CPI w sposób bezpośredni lub pośredni. O bezpośrednim wpływie możemy mówić, kiedy zmiany cen na rynku globalnym szybko przekładają się na konsumenckie ceny krajowe np. wpływ cen ropy naftowej na ceny paliw na stacjach benzynowych.

Od połowy ubiegłego roku obserwujemy na rynku światowym spadki cen ropy naftowej i żywności. O ile w przypadku paliw widać pewien wpływ tańszej ropy na ceny krajowe, w przypadku cen żywności ich spadek dotychczas nie przełożył się specjalnie na ceny na sklepowych półkach. Wydaje się jednak, że zarówno ceny paliw jak i żywności będą czynnikami dezinflacyjnymi w najbliższych miesiącach.



CENY SUROWCÓW - POŚREDNI WPŁYW NA INFLACJĘ

> Wynikająca z cen importu presja kosztowa w łańcuchach wytwórczych spada



Źródło: Eurostat, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

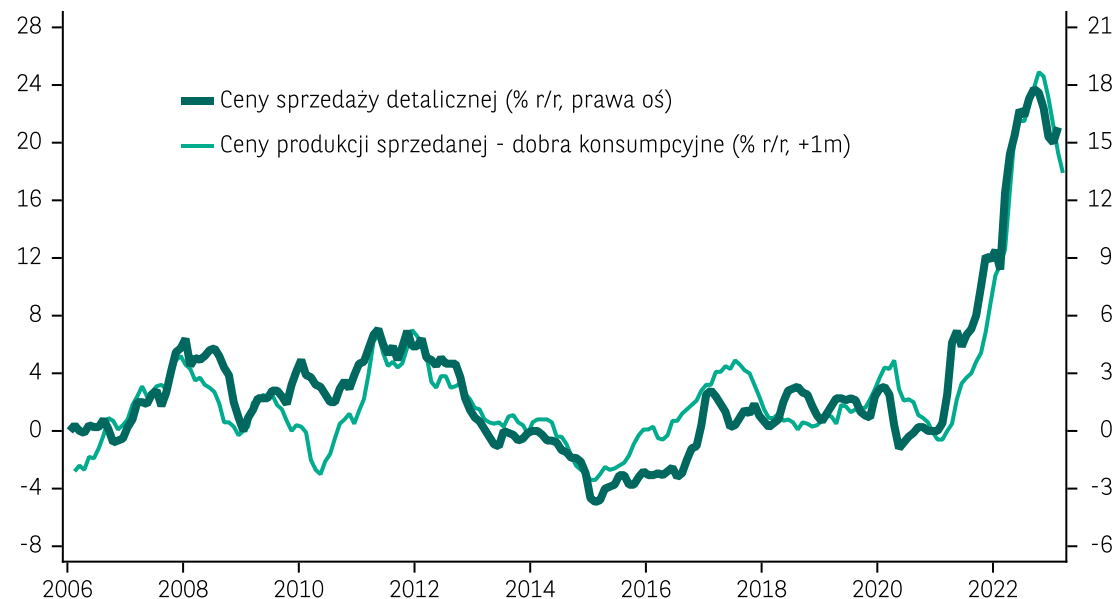
Ceny surowców mogą oddziaływać na inflację CPI także w sposób pośredni. Dzieje się tak kiedy zmieniają one koszty produkcji dóbr zaopatrzeniowych i/lub energii wykorzystywanych do wytworzenia towarów i usług konsumpcyjnych. Spadek cen surowców od połowy ubiegłego roku oznacza, że presja kosztowa w procesie produkcji dóbr i usług finalnych powinna wyraźnie słabnąć w nadchodzących miesiącach. Przełożenie się ograniczenia cen surowców na ceny obserwowane przez konsumentów może trwać jednak nawet 12 miesięcy.

Istotny dla wpływu (zarówno bezpośredniego jak i pośredniego) cen surowców na inflację jest także kurs walutowy. Umocnienie złotego do dolara w ostatnich miesiącach powinno być czynnikiem sprzyjającym wyhamowywaniu inflacji.



SZOK CENOWY - SEKWENCJA ODDZIAŁYWANIA

> Od wystąpienia zewnętrznego szoku cenowego do ujawnienia się pełnego wpływu na krajową inflację może minąć nawet rok



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Szok zewnętrzny
(zmiana cen
surowców, kursu
walutowego)

+2-4m

Ceny produkcji
dóbr
zaopatrzeniowych

+2-5m

Ceny produkcji
dóbr
konsumpcyjnych

+0-3m

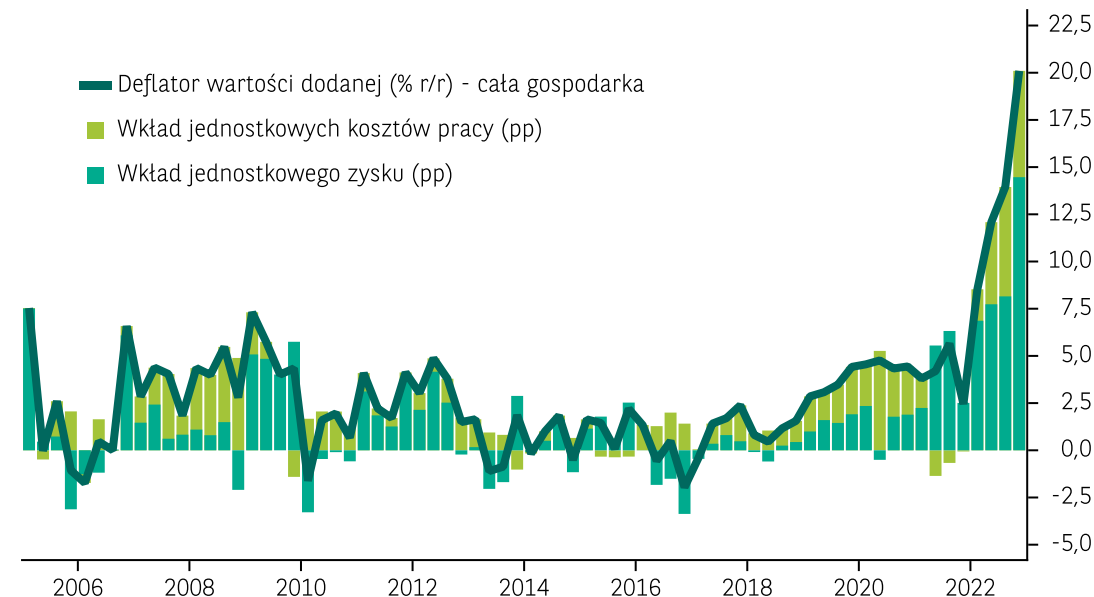
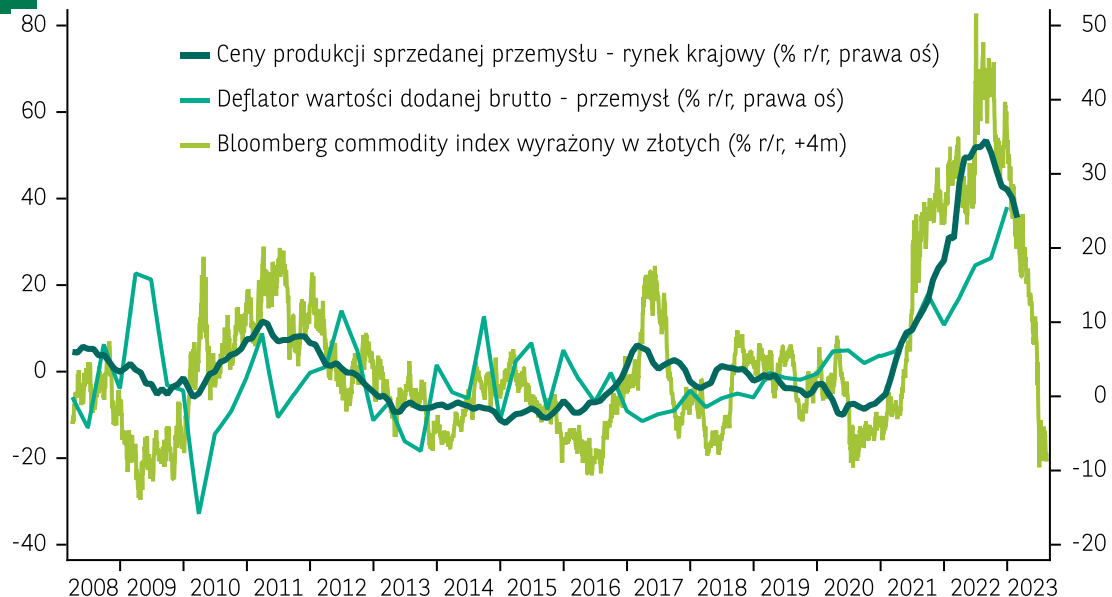
Ceny towarów
konsumpcyjnych

4 - 12 miesięcy



INFLACJA - KRAJOWA PRESJA CENOWA

> Ceny importu silnie dezinflacyjne, krajowa presja cenowa nie tak bardzo



Źródło: Eurostat, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

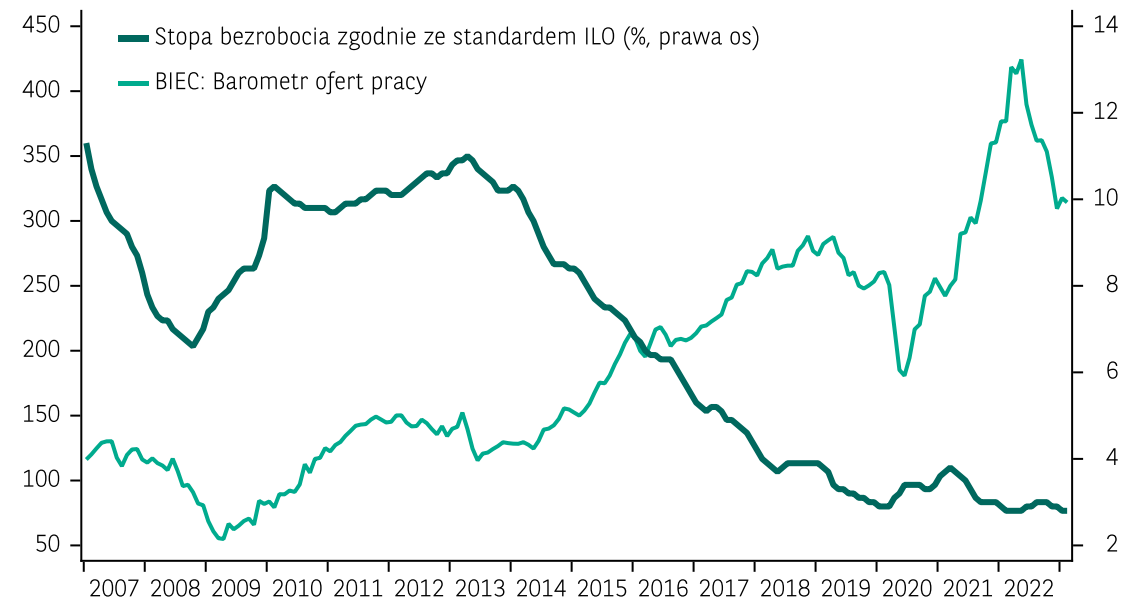
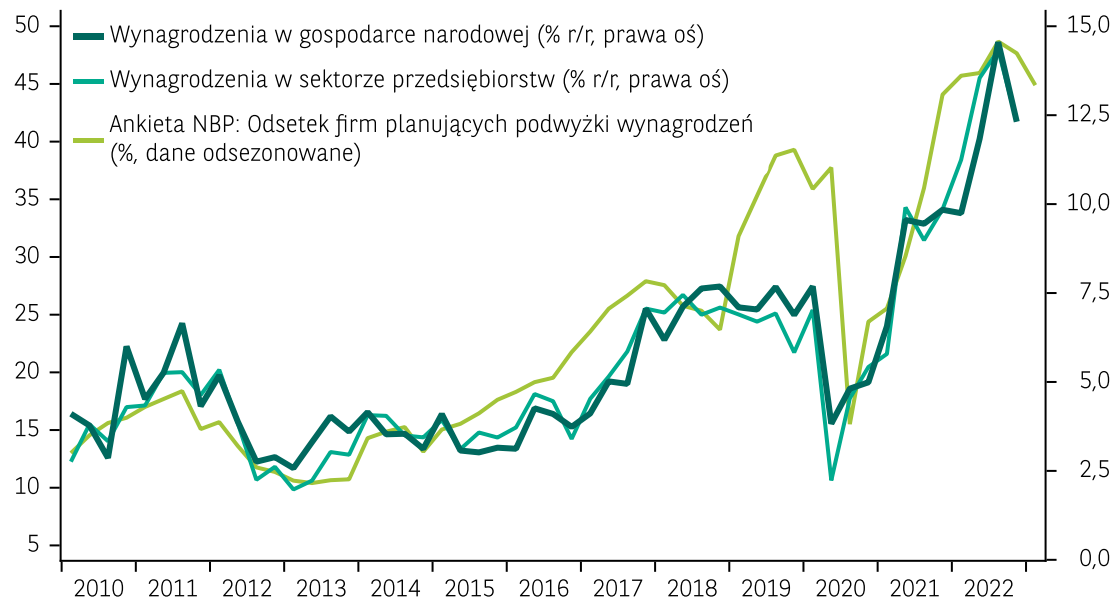
O ile ceny importu powinny oddziaływać ograniczająco na inflację konsumencką w nadchodzących miesiącach to w przypadku krajowych cen produkcji (deflator wartości dodanej) obraz jest zdecydowanie mniej optymistyczny. W ostatnim kwartale ubiegłego roku deflator wartości dodanej dla całej gospodarki rósł w tempie bliskim 20% r/r.

Na poziomie makro dynamikę cen produkcji krajowej możemy podzielić na część wynikającą z jednostkowych kosztów pracy (wynagrodzeń w relacji do produktywności) oraz jednostkowego zysku. W ostatnich kwartałach krajowa presja kosztowa była napędzana przez oba te czynniki, choć wpływ wyższych zysków wyraźnie przeważał.



WCIĄŻ MOCNY RYNEK PRACY

> Sytuacja na rynku pracy wróży utrzymanie się dwucyfrowej dynamiki wynagrodzeń do końca bieżącego roku



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

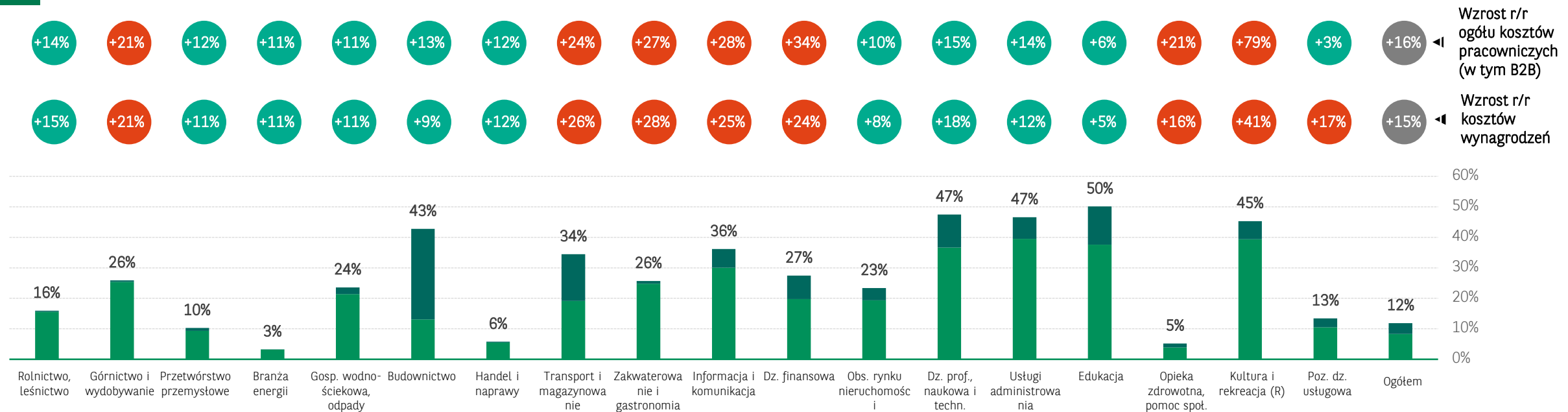
Uważamy jednak, że w kolejnych kwartałach to koszty pracy mogą przejąć wiodącą rolę w napędzaniu krajowych cen. Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w pierwszym kwartale 13,3% r/r i choć spodziewamy się jej pewnego spadku w dalszej części roku to zakładamy, że będzie on relatywnie mały i w czwartym kwartale br. tempo wzrostu plac wciąż będzie dwucyfrowe. .

Na utrzymanie się szybkiego wzrostu wynagrodzeń wskazuje utrzymujący się wysoki odsetek przedsiębiorców planujących podwyżki. Jest to pokłosie bardzo dobrej, mimo lekkiego schłodzenia, sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia pozostaje na historycznie niskim poziomie, a liczba ofert pracy – choć wyraźnie niższa niż w połowie ubiegłego roku – wciąż wskazuje na solidny popyt na pracę.



KOSZTY DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNEJ - WYNAGRODZENIA I KOSZTY WSPÓŁPRACOWNIKÓW

➤ **Udział kosztów osobowych oraz kosztu współpracowników (B2B) w całkowitych kosztach operacyjnych, 2 poł. 2022 roku [mln PLN, dane annualizowane]**



Zródło: GUS, PONT Info, Bank BNP Paribas

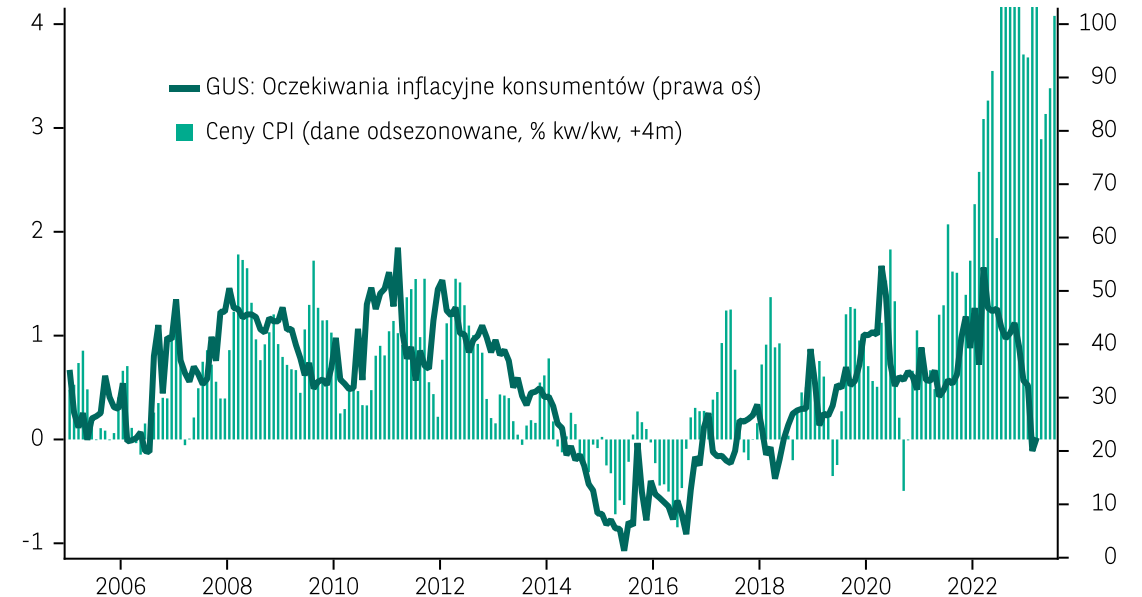
Zdecydowana większość sekcji PKD charakteryzowała się w drugiej połowie 2022 roku co najmniej dwucyfrowym wzrostem ogółu kosztów pracowniczych (wynagrodzenia, obowiązkowe składki ZUS oraz wydatki na współpracowników w formie B2B). Tempo wzrostu tych wydatków, wśród branż dla których ww. koszty stanowią ponad 40-45% ogółu wydatków operacyjnych, wyniosło co najmniej 12-15% r/r.

Perspektywy płacowo-kosztowe dla firm wydają się być trudne przynajmniej w nadchodzących miesiącach, uwzględniając zbliżającą się kolejną podwyżkę płacy minimalnej w lipcu i jej łączny wzrost o prawie 20% w bieżącym roku.



PERSPEKTYWY KOSZTÓW PRACY - SPOJRZENIE PRACODAWCY

> Niedobór pracowników wspiera ich żądania płacowe



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

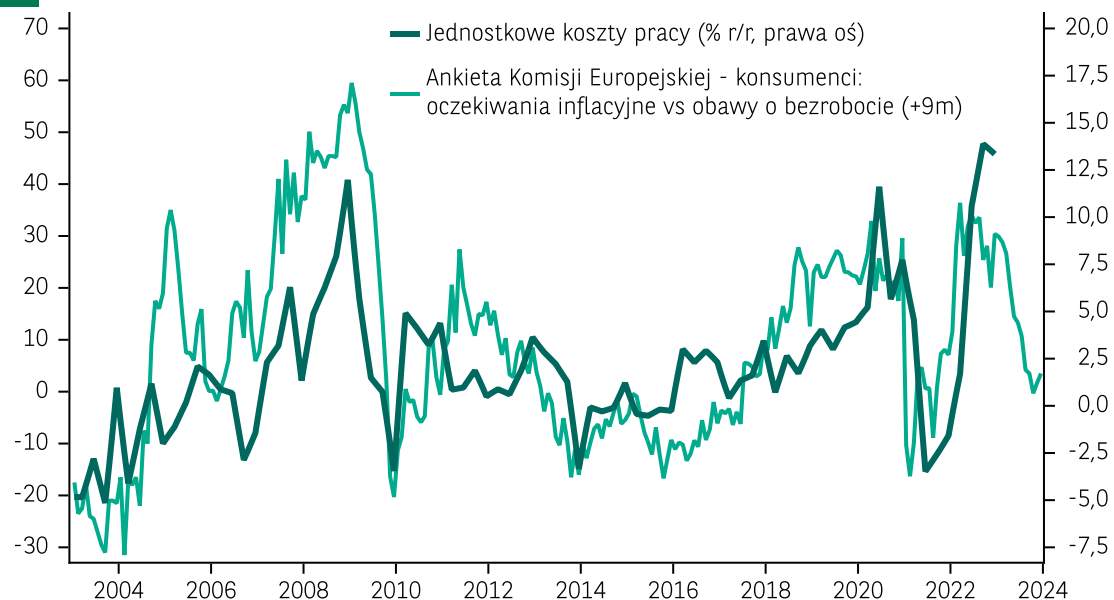
Badania ankietowe przedsiębiorstw rysują podobny obraz sytuacji. Choć firmy częściej raportują niedostateczny popyt jako czynnik ograniczający działalność, „ciasny” rynek pracy ograniczał będzie w naszej ocenie wpływ słabszej koniunktury na wyhamowanie tempa rosnących kosztów pracy.

Na dynamikę wynagrodzeń w takich warunkach istotny wpływ będą mieć żądania płacowe pracowników. Presja na skompensowanie przez pracodawców rosnących kosztów życia powinna oddziaływać w kierunku większych podwyżek. Jednocześnie jednak dane o oczekiwaniach inflacyjnych konsumentów wskazują, że te w ostatnim czasie nieco osłabły mimo wciąż solidnych wzrostów cen w sklepach.



PERSPEKTYWY KOSZTÓW PRACY – SPOJRZENIE PRACOWNIKA

> Spadek oczekiwań inflacyjnych konsumentów może być złudny, a wysokie wynagrodzenia będą podtrzymywać wysokie tempo wzrostu cen



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

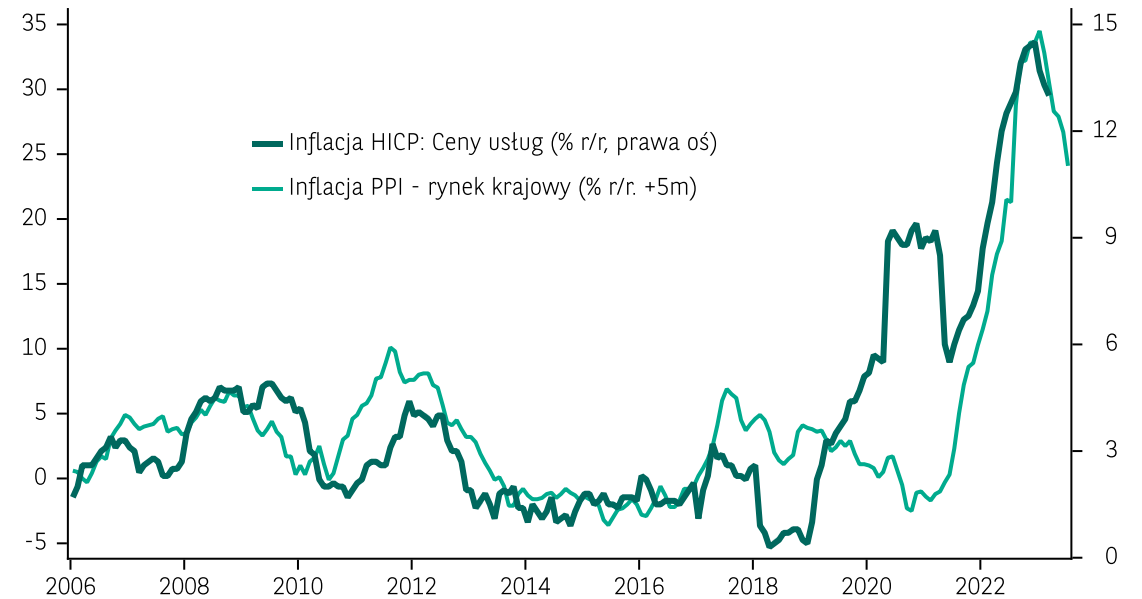
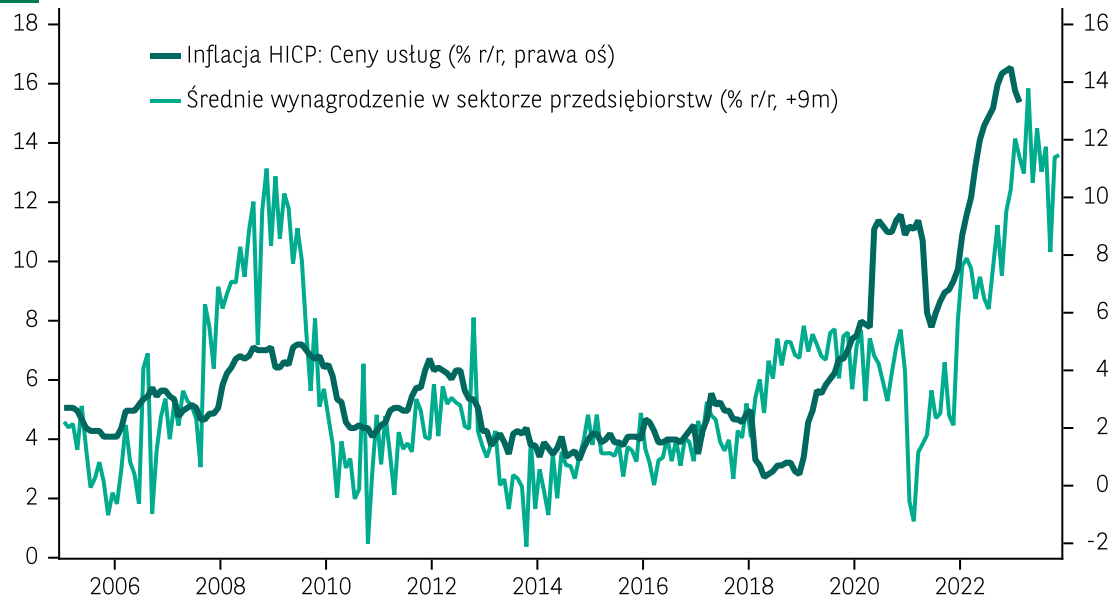
Patrząc na oczekiwania inflacyjne konsumentów, a także ich obawy o utratę pracy można wyciągnąć wniosek, że być może presja jeśli chodzi o koszty pracy nie będzie aż tak znacząca. Uważamy jednak, że w interpretacji danych o oczekiwaniach inflacyjnych konieczna jest ostrożność. Jako punkt odniesienia miara ta traktuje bowiem bieżącą inflację. W efekcie o ile ostatnie spadki jasno wskazują, że gospodarstwa domowe spodziewają się spadku inflacji z obecnych poziomów, to niekoniecznie są dowodem na to, że konsumenci widzą inflację na niskim poziomie.

Zakładając, że dynamika wynagrodzeń faktycznie będzie wysoka sądzimy, że będzie to istotny czynnik ograniczający dezinflacyjny wpływ cen importu na krajowe ceny towarów.



WYSOKA DYNAMIKA CEN USŁUG ZOSTANIE Z NAMI NA DŁUŻEJ

> Ograniczona przestrzeń do wyhamowania dynamiki cen usług



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

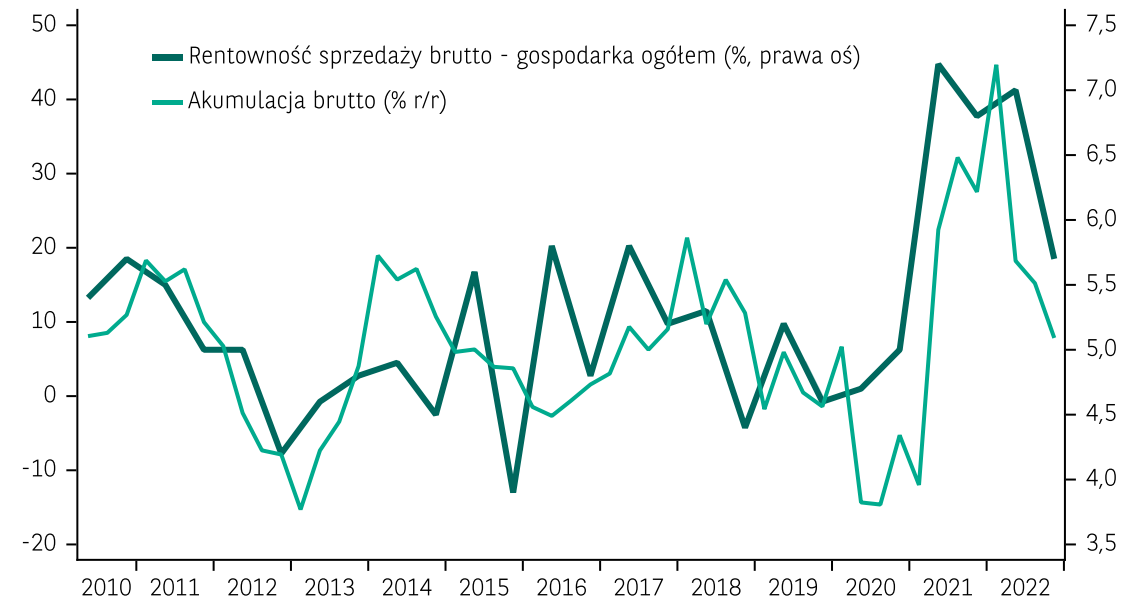
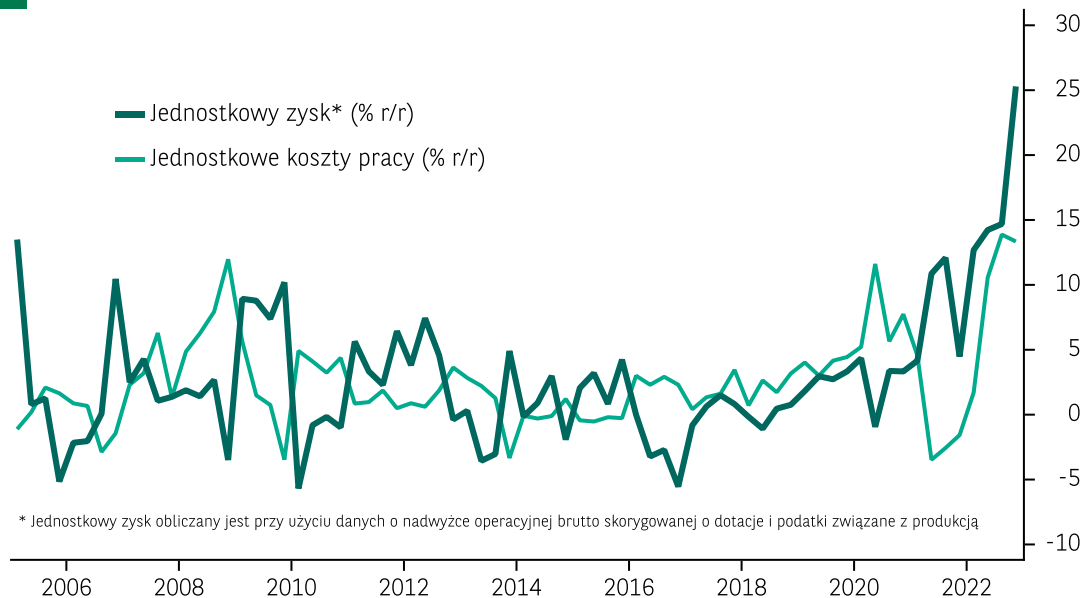
Zachowanie kosztów pracy odgrywa także fundamentalną rolę w determinowaniu cen usług, które w ostatnich miesiącach rosły w tempie przekraczającym 13% r/r. W naszej ocenie przy dwucyfrowej dynamice wynagrodzeń, przestrzeń do wyhamowania wzrostu cen usług może być w tym roku ograniczona.

Do pewnego stopnia jednak podobnie jak w przypadku cen towarów dezinflacyjnie na ceny usług oddziaływać powinno niższe tempo wzrostu cen surowców (np. wpływ cen paliw na ceny usług transportowych) i energii. W rezultacie przewidujemy, że roczne tempo wzrostu cen usług zwolni, ale na koniec roku wciąż oscylować będzie wokół +10% r/r.



INFLACJA - WYNIK LEPSZYCH ZYSKÓW FIRM?

> Szybki wzrost jednostkowych zysków, poprawa rentowności



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Jak zaznaczyliśmy na slajdzie [26-tym](#) krajowe koszty produkcji zależne są nie tylko od dynamiki kosztów pracy, ale także od tego jak szybko rośnie jednostkowy zysk. Praktycznie od początku 2021 widać, że na poziomie całej gospodarki tempo wzrostu zysku jednostkowego wyraźnie przewyższa tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Oznacza to, że podział dochodu w gospodarce stawał się korzystniejszy dla właścicieli kapitału w porównaniu z pracownikami. Potwierdza to także wyraźna poprawa rentowności sprzedaży zwłaszcza w 2021 roku.

Za poprawą kondycji finansowej przedsiębiorstw stać mogą różne przyczyny, jednak my wiążemy ją przede wszystkim z silnym popytem generowanym przez same firmy, poprzez wydatki inwestycyjne oraz odbudowę zapasów (co wspólnie nazywamy akumulacją brutto).

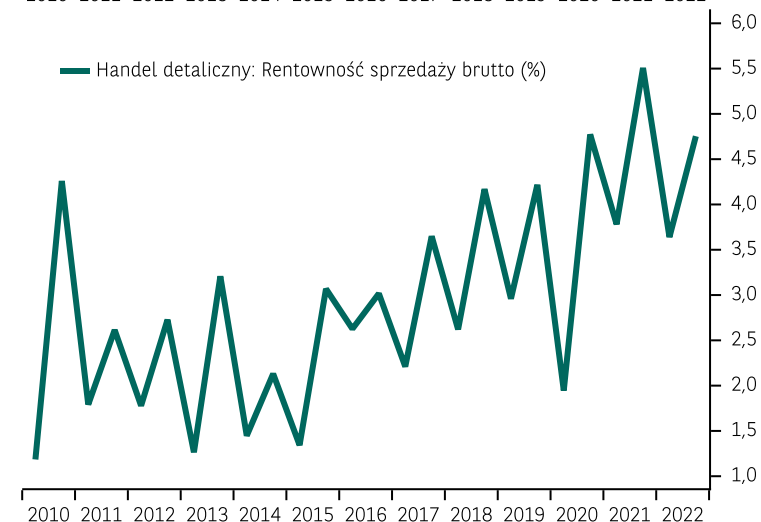
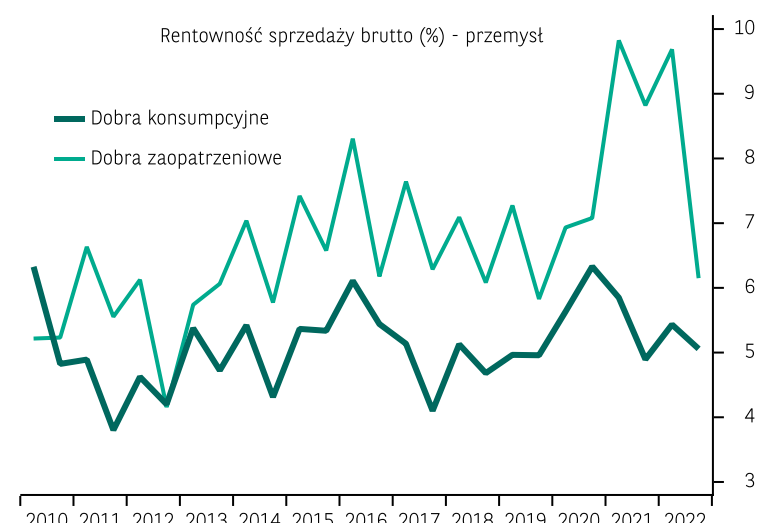
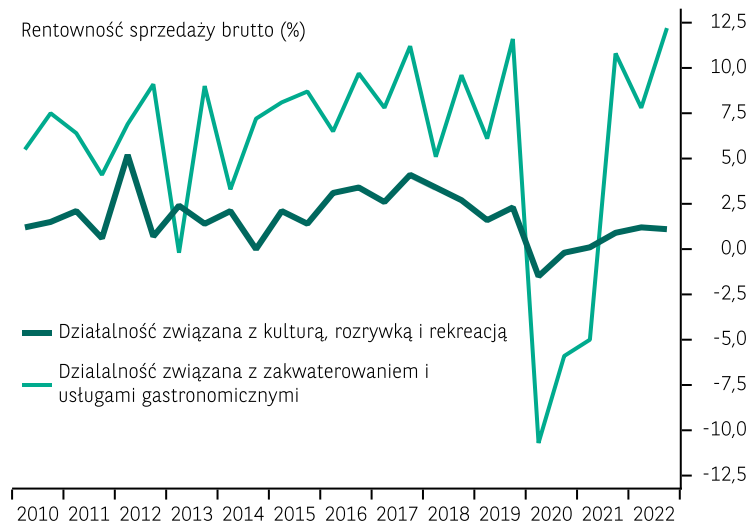
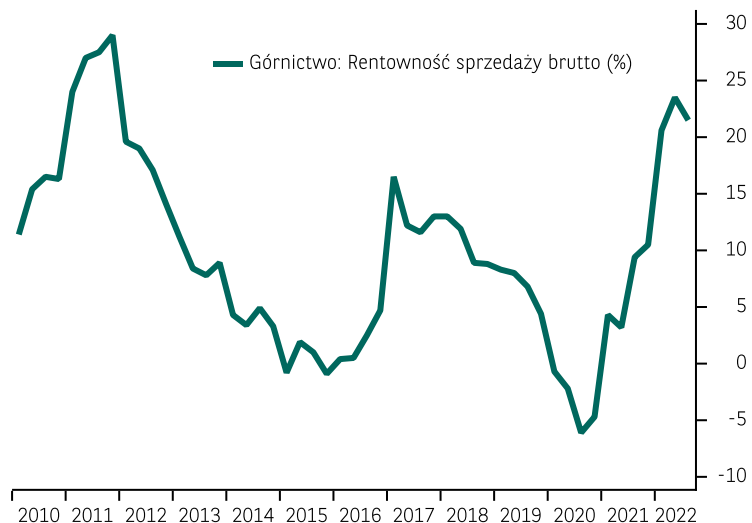


RENTOWNOŚĆ - DUŻE RÓŻNICE MIĘDZY SEKTORAMI

Obserwowana na poziomie całej gospodarki poprawa rentowności nie dotknęła jednak wszystkich jej sektorów.

Poza producentami dóbr zaopatrzeniowych, którzy zyskiwali na wysokim popycie zgłaszającym przez firmy, rentowność poprawiła się np. w górnictwie (efekt wzrostu cen węgla i innych surowców na rynkach światowych), a także sprzedawcy detaliczni, co może sugerować że wykorzystali oni szok cenowy do poprawienia swojej kondycji finansowej.

Jednocześnie w przypadku dóbr i usług konsumpcyjnych nie odnotowano większych zmian w rentowności. W efekcie w przypadku tych sektorów wzrost cen jest przede wszystkim wynikiem rosnących kosztów na wcześniejszych etapach procesu wytwórczego oraz wyższych płac.



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas



RENTOWNOŚĆ BRUTTO W PRZETWÓRSTWIE PRZEMYSŁOWYM

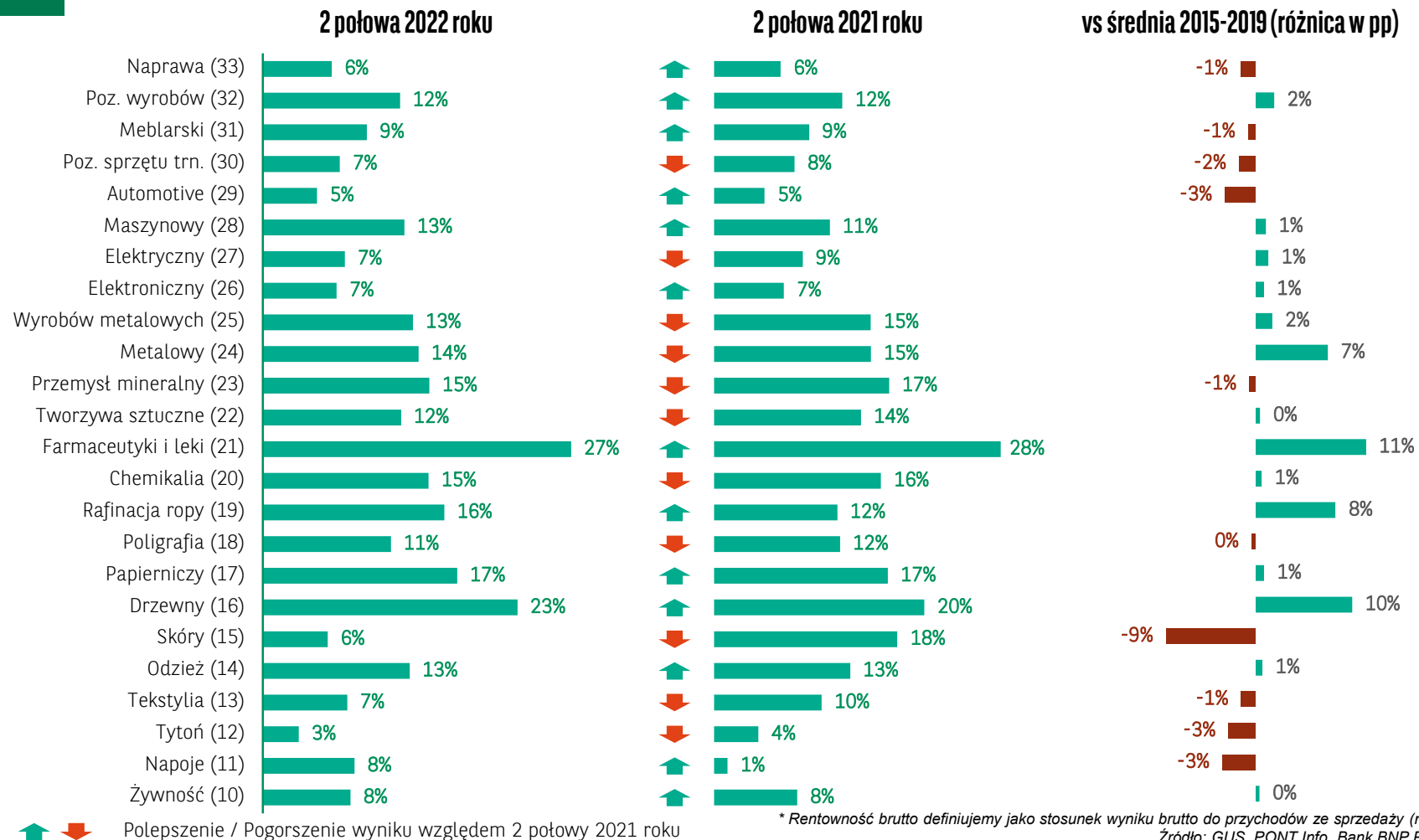
W większości branż przemysłowych w drugiej połowie 2022 roku wskaźnik rentowności brutto kształtował się na wyższym poziomie niż długoterminowa średnia z lat 2015-2019.

Rentowność w części branż jest jednak niższa niż w latach 2015-2019 np. produkcja żywności, mebli, samochodów.

W przypadku 11 działów przetwórstwa przemysłowego w drugiej połowie 2022 roku do rentowności brutto* spadła również względem drugiej połowy 2021 roku, choć w większości wypadków relatywnie niewiele (nie więcej niż 1-2pp.).

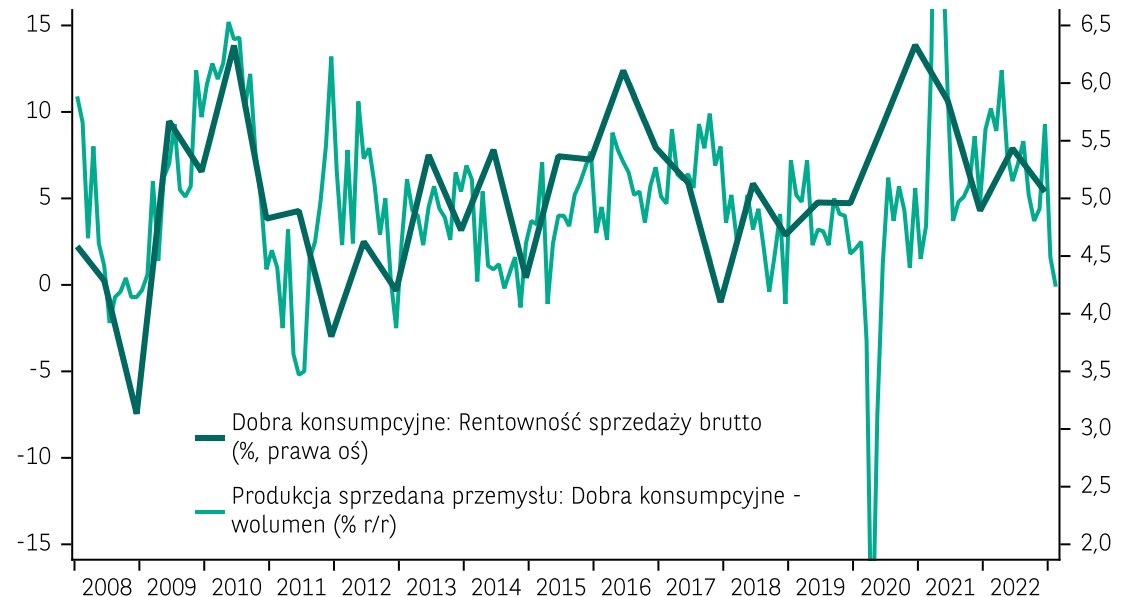
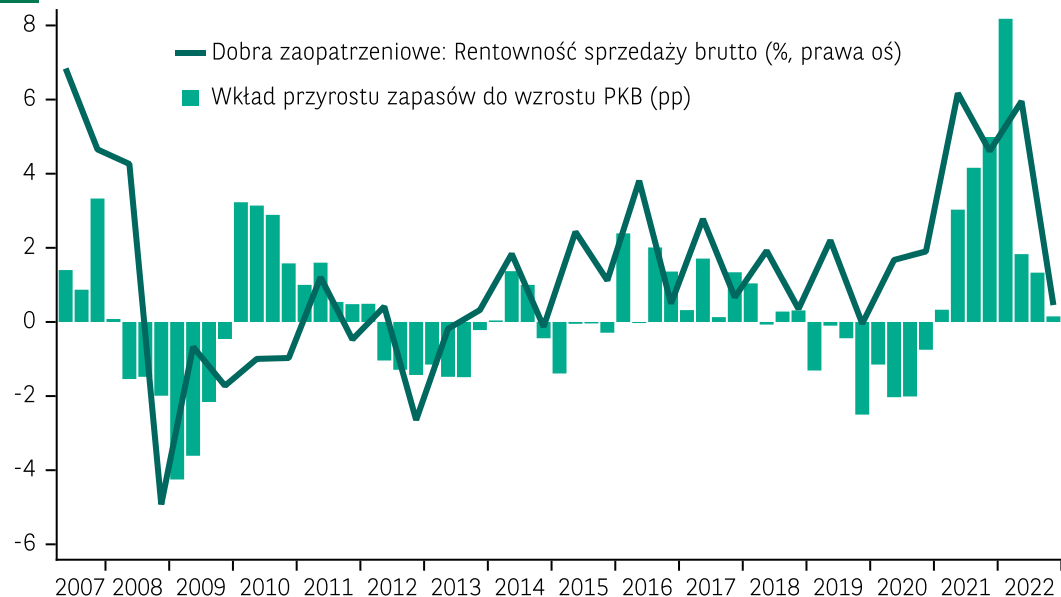
Wyjątek stanowi przemysł skórzany (PKD 15), gdzie różnica zbliża się do 13pp.

Rentowność brutto* [mln PLN]



RENTOWNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTW - PERSPEKTYWY

> Rachityczny popyt może ograniczać zdolność firm do dyktowania cen



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

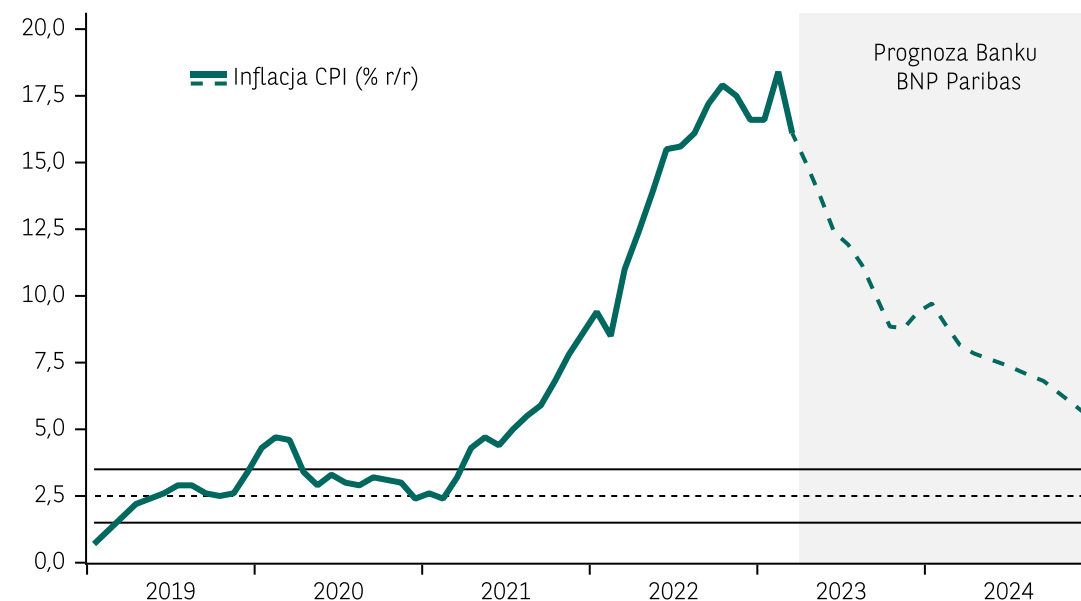
Wydaje się, że krótkoterminowo perspektywy dla rentowności przedsiębiorstw wyglądają słabiej niż w poprzednich kwartałach. Dość rachityczny w najbliższym czasie popyt ograniczać będzie możliwość dyktowania cen przez firmy. Największe pogorszenie sytuacji odczuć mogą producenci dóbr zaopatrzeniowych. Rentowność w tej branży obniżyła się już wyraźnie w drugiej połowie ubiegłego roku i przy słabszym popycie może ona nieco zmaleć również w bieżącym roku.

Przewidywane przez nas w drugiej połowie roku ożywienie konsumpcji może stworzyć natomiast warunki do ustabilizowania rentowności przez wytwórców dóbr i usług konsumpcyjnych, a także sprzedawców detalicznych. .



INFLACJA - PROGNOZA BNP PARIBAS

> Szybki zjazd z inflacyjnego szczytu, ale z biegiem czasu ścieżka będzie bardziej płaska



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Ostatnim elementem wpływającym na wysokość inflacji są podatki pośrednie. Decyzja rządu w sprawie utrzymania obniżonej stawki VAT na żywność będzie istotna z punktu widzenia ścieżki inflacji CPI w nadchodzących miesiącach. Poza podatkiem VAT duży wpływ na profil inflacji w 2024 roku będą też mieć decyzję o wysokości taryf na energię.

Prognozujemy, że do końca roku inflacja będzie dość dynamicznie zwalniać i na koniec roku będzie jednocyfrowa. Przy naszych obecnych założeniach dotyczących podatków oraz cen energii sądzimy, że ścieżka inflacji stanie się w przyszłym roku dużo bardziej płaska i na koniec 2024 roku wyniesie około 6% r/r.



Perspektywy branżowe: Przychody i koszty



BNP PARIBAS

688,500	360,777
373,700	52,580
1,402,024	922
230,500	56
3,602,025	34
27,000	
189,134,341	4,094
1,385,853	1,677
911,500	
412,000	
9,780,806	
13,400	
62,664,640	
15,157,575	
6,299,980	
118,400	
250,000	
88,000	
764,100	
57,100	

PRZYCHODY ROSNĄ... ALE WIDAĆ CORAZ WIĘKSZE ZRÓŻNICOWANIE MIĘDZY SEKTORAMI

Na poziomie sekcji PKD (A...), jak również działów (10...) krajowe przedsiębiorstwa uzyskały wzrost tempa przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów.

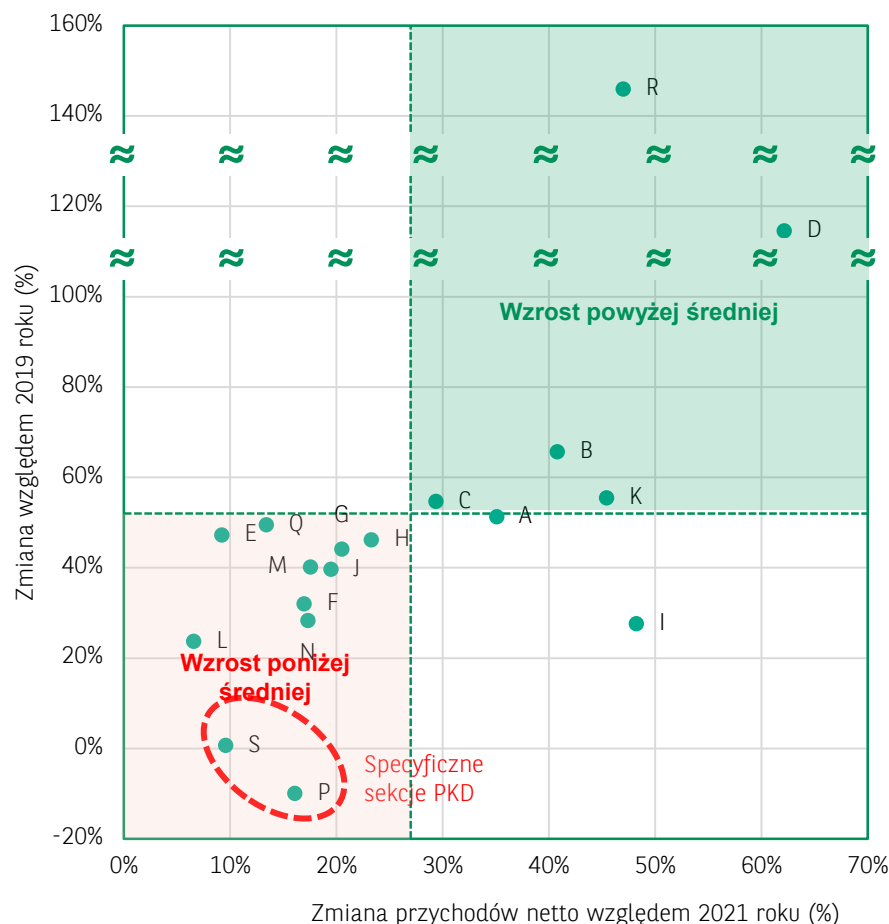
Niemniej jednak już na poziomie poszczególnych grup i podklas (10.1, 10.11...) możemy zidentyfikować takie, które charakteryzowały się spadkiem przychodów (w ujęciu nominalnym) przekraczającym nawet 20%.

Istotne jest także podkreślenie szybkiego wzrostu, który w zeszłym roku dotyczył m.in. branży energii (PKD D), ale także niektórych sektorów usługowych (PKD R, I, K).

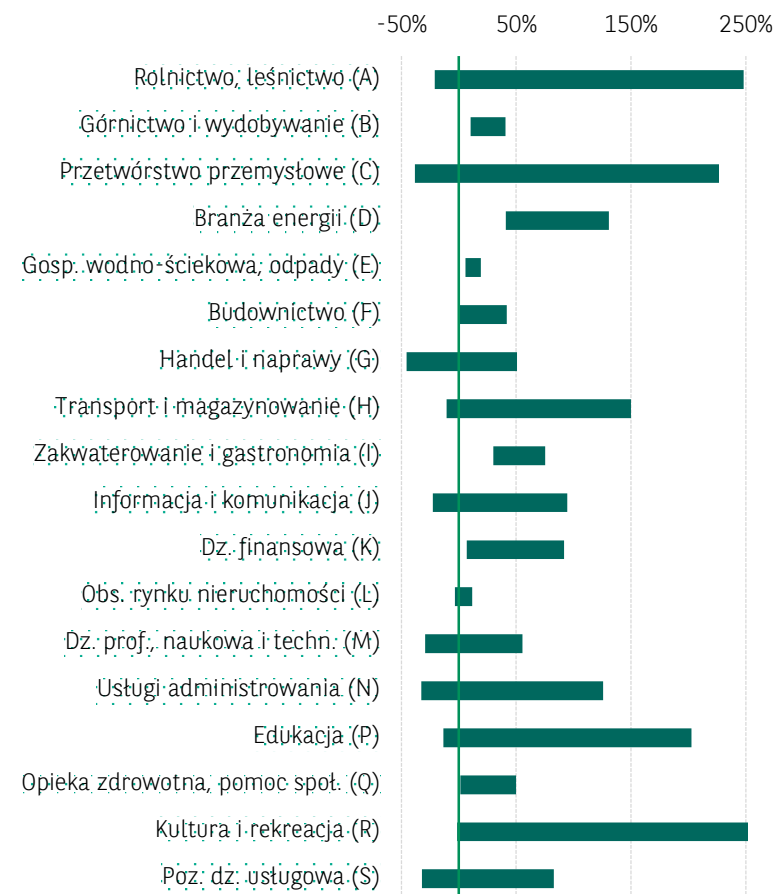
Co ciekawe tylko w przypadku jednej branży przychody pozostają poniżej wyniku z 2019 roku (PKD P – edukacja).

Zmiana przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów [dane annualizowane]

Zmiana przychodów netto na poziomie Sekcji PKD w 2022 roku



Najwyższe i najniższe tempo zmiany r/r wewnątrz sekcji PKD



Źródło: GUS, PONT Info, BNP Paribas Bank Polska



...KOSZTY NIE POZOSTAJĄ W TYLE, A ICH DYNAMIKA JEST TAKŻE ZRÓŻNICOWANA

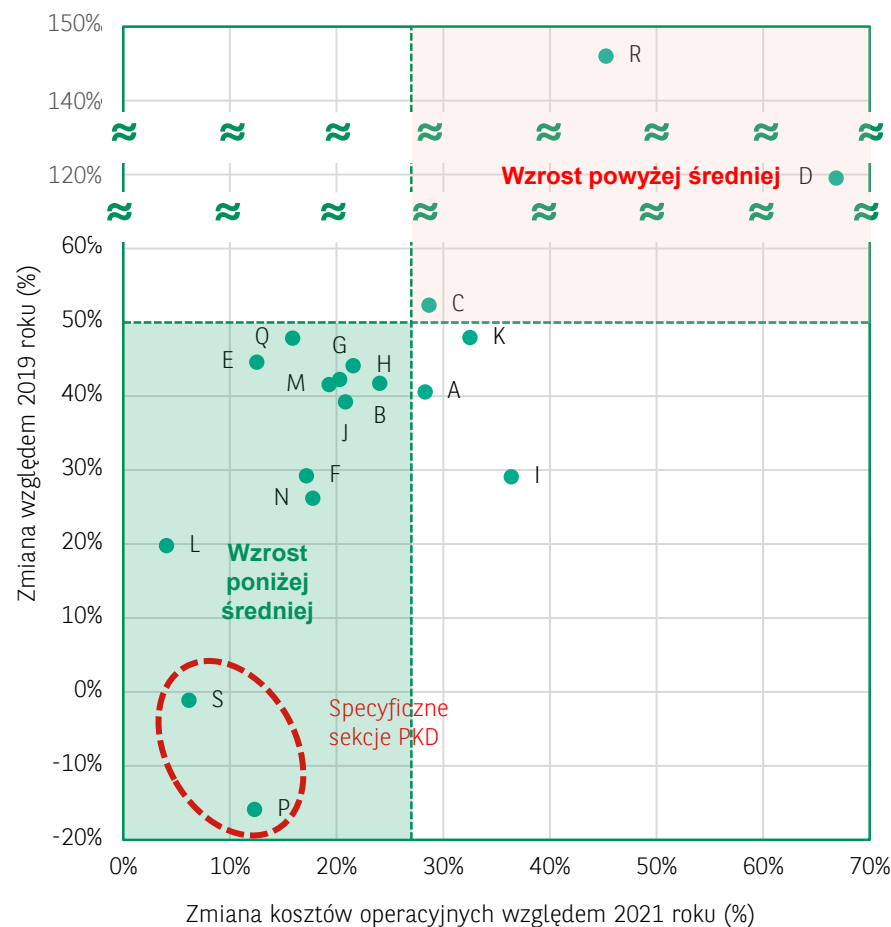
Podobna zależność dotyczyła pod koniec 2022 roku także kosztów. Na poziomie ogółu sekcji PKD (A...) doszło do wzrostu ich poziomu, choć tempo przyrostu było silnie zróżnicowane.

W większości wypadków wynosiło ono między 10 a 25% w ujęciu rocznym, a jedynie w kilku wypadkach zbliżyło się, bądź przekroczyło 50% r/r.

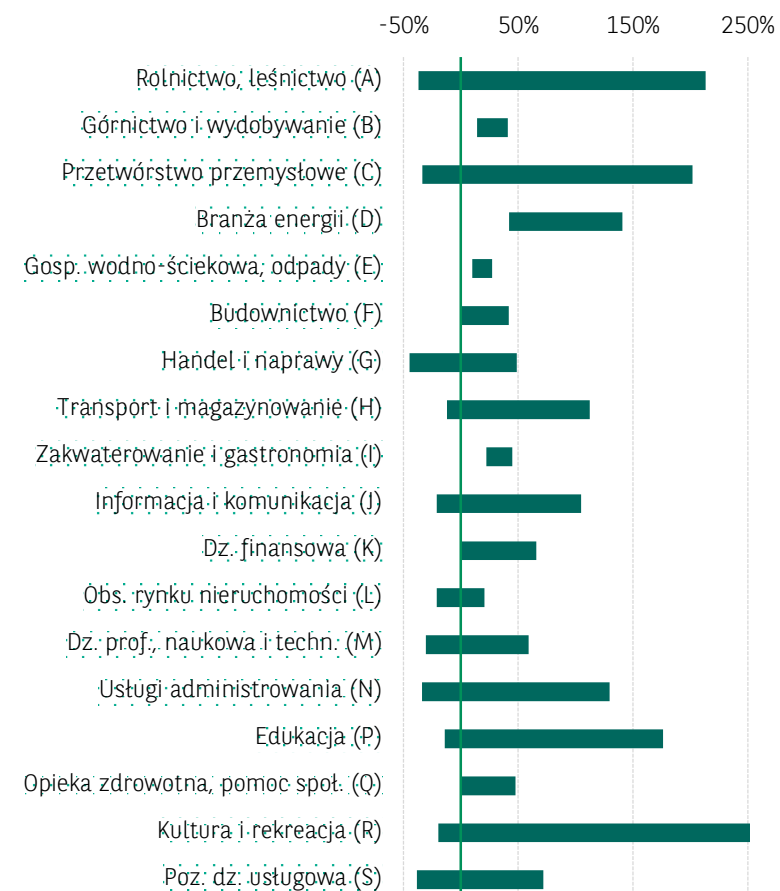
Tymi wyjątkami były kultura, rozrywka i rekreacja (PKD R) oraz sektor energii (PKD D). Wzrosty w tej ostatniej branży miały szczególne znaczenie dla całej gospodarki – w znacznym zakresie zostały przeniesione na wszystkie pozostałe branże.

Zmiana kosztów operacyjnych [dane annualizowane]

Zmiana kosztów operacyjnych na poziomie Sekcji PKD w 2022 roku



Najwyższe i najniższe tempo zmiany r/r wewnątrz Sekcji PKD

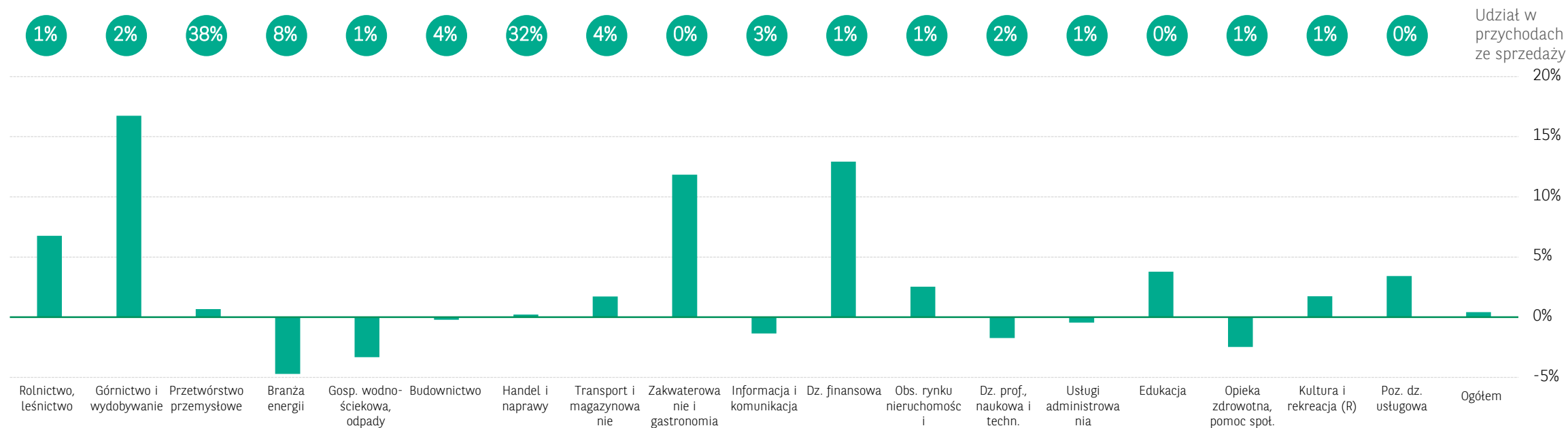


Źródło: GUS, PONT Info, BNP Paribas Bank Polska



W KLUCZOWYCH SEKCJACH TEMPO WZROSTU PRZYCHODÓW JEST WYŻSZE OD KOSZTÓW...

> Różnica między tempem wzrostu przychodów netto, a kosztów operacyjnych, 2 poł. 2022 roku [mln PLN, dane annualizowane]



Źródło: GUS, PONT Info, PONT Info, Bank BNP Paribas

W drugiej połowie 2022 roku, większość sekcji PKD charakteryzowało się wyższym tempem wzrostu przychodów netto, niż odpowiadających im kosztów operacyjnych.

Przy czym w tych sekcjach, które mają kluczowe znaczenie pod względem wielkości generowanych przychodów, a zatem przetwórstwie przemysłowym oraz handlu i dystrybucji, różnica ta osiągnęła czysto symboliczną wielkość. Świadczy to o problemach z rentownością, które mogą się materializować w przypadku niekorzystnego kształtowania się popytu, kosztów pracy, czy też cen wybranych surowców i materiałów.



...ALE NA RAZIE NIE WPŁYWA TO ISTOTNIE NA ODSETEK RENTOWNYCH FIRM

W przypadku większości sekcji PKD w drugiej połowie 2022 roku doszło też do ograniczenia zysku brutto, czemu towarzyszył również wzrost raportowanej przez firmy straty brutto.

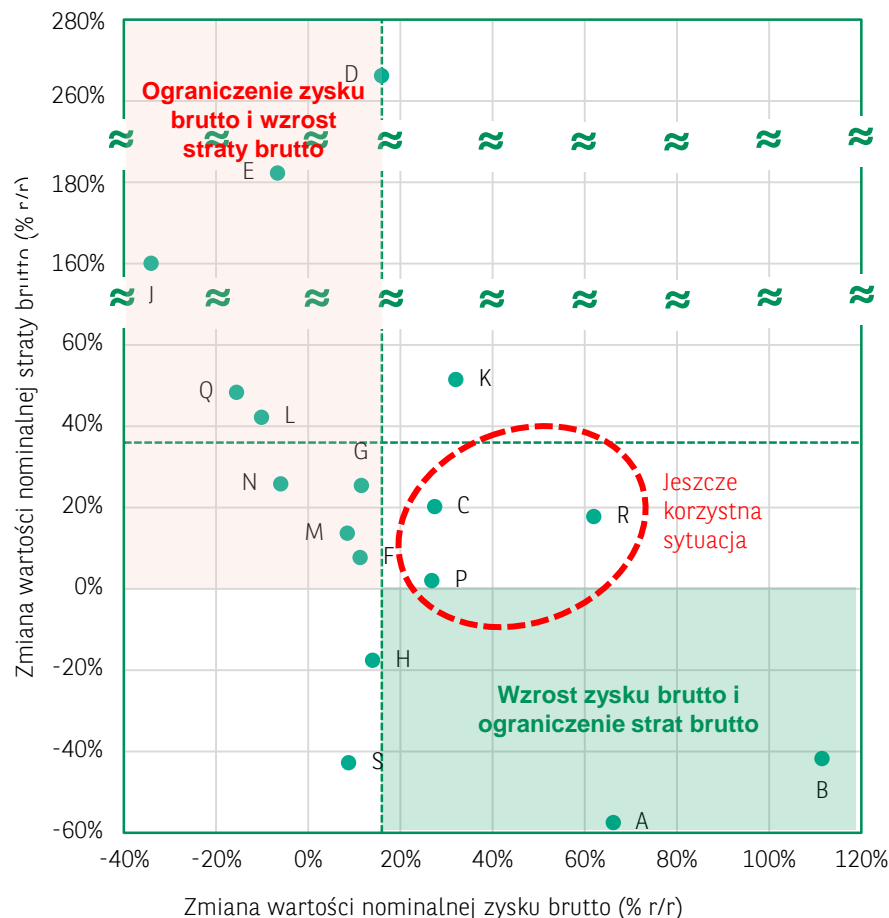
Mimo tego większość branż odnotowała wzrosty wyniku brutto (w ujęciu rocznym), choć coraz częściej ujawnia się nie tylko spadek jego dynamiki, ale także – nominalny spadek.

Na razie nie przekłada się to w sposób wyraźny na odsetek rentownych firm.

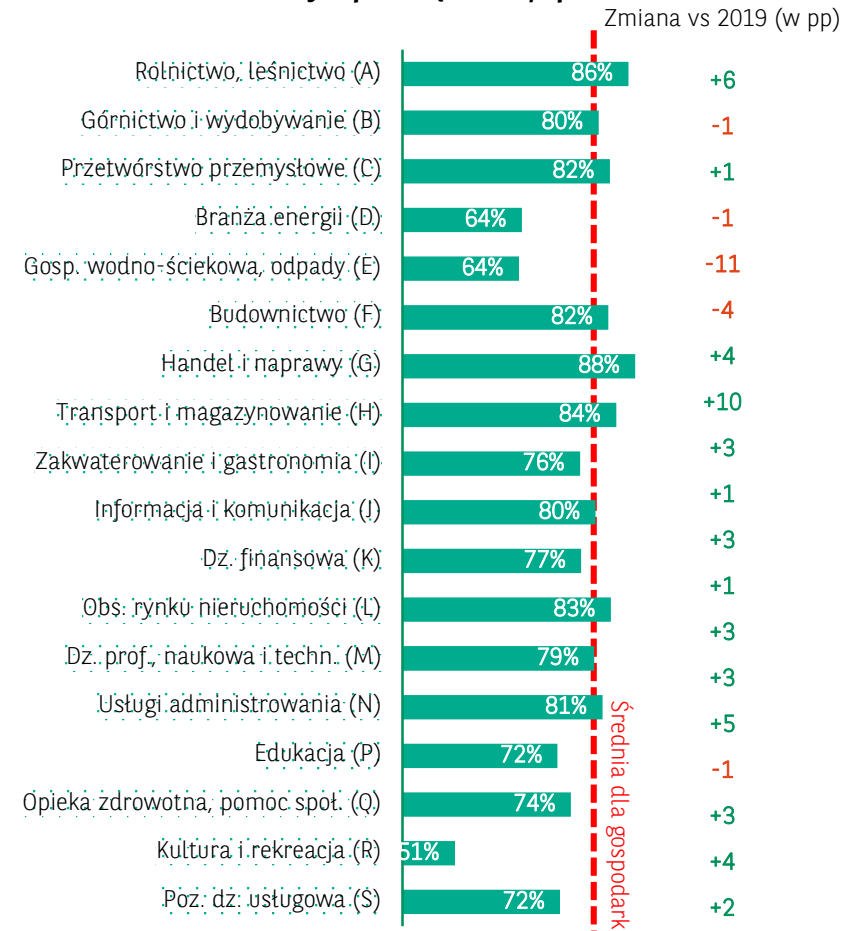
W większości wypadków (za wyjątkiem branży wodno-ściekowej, PKD E) doszło do wzrostu liczby przedsiębiorstw raportujących zysk. Choć skala poprawy względem 2019 roku jest ponadprzeciętnie zróżnicowana.

➤ Kształtowanie się zysku i straty brutto oraz poziomu rentowności poszczególnych Sekcji PKD

Zmiana wartości zysku i straty brutto



Odsetek rentownych przedsiębiorstw, 2 poł. 2022 roku



Źródło: GUS, PONT Info, Bank BNP Paribas



KOSZTY DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNEJ - MATERIAŁY I ENERGIA

2022 rok przyniósł znaczny wzrost wydatków przedsiębiorstw zarówno na nośniki energetyczne, ale także – materiały niezbędne do bieżącej działalności.

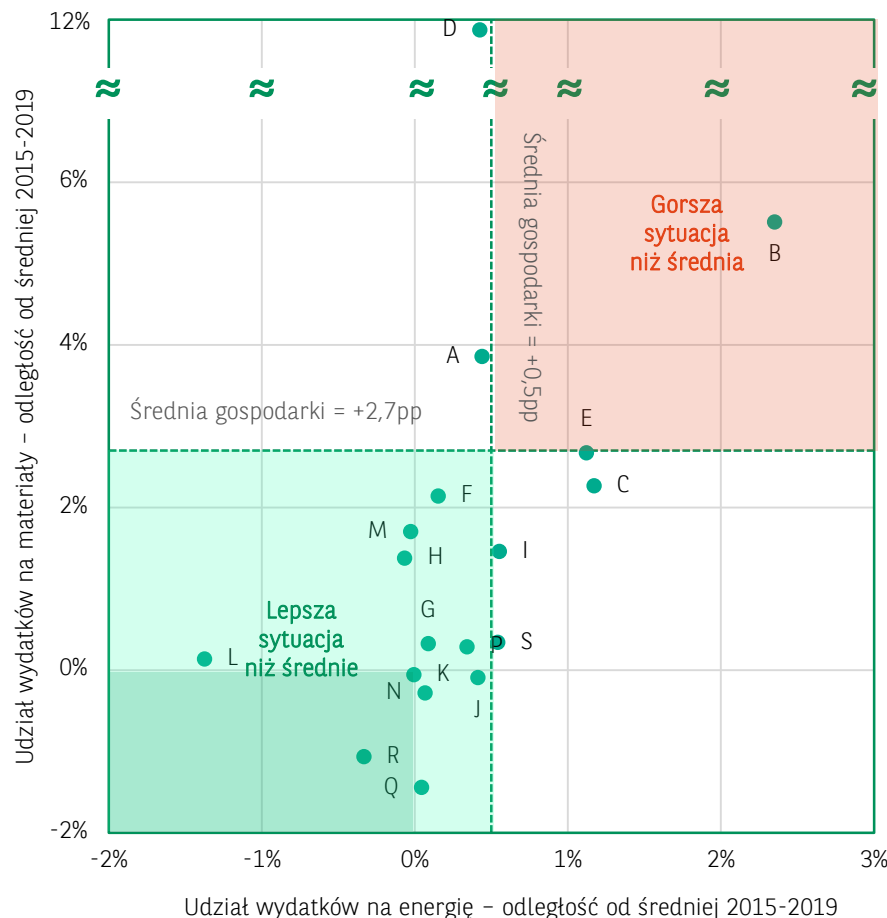
Wprawdzie w ujęciu nominalnym ogół sektorów notował wzrosty wydatków, jednak w większości sekcji krajowej gospodarki udział obu rodzajów kosztów nie był znacznie wyższy niż średnia dla lat 2015-2019 (poza 5 wyjątkami różnica nie była wyższa niż 1-2pp).

Podobnie jak poprzednio, branżą, która była szczególnie silnie wystawiona na wzrost kosztów był sektor energii (PKD D), górnictwo i wydobywanie (PKD B), ale także – rolnictwo (PKD A).

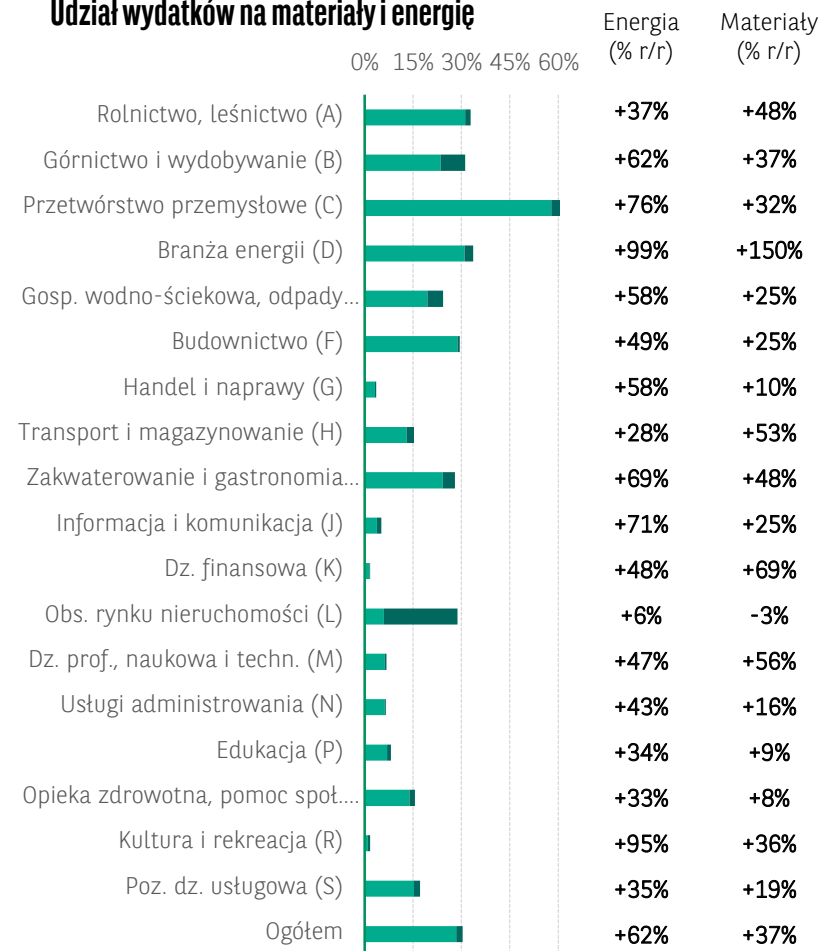
Należy jednak pamiętać, iż w ramach ogółu sekcji sytuacja pozostaje silnie zróżnicowana.

Materialochołoność i energochołoność poszczególnych sekcji krajowej gospodarki

Zmiana udziału kosztów vs. średnia 2015-2019



Udział wydatków na materiały i energię



Źródło: GUS, PONT Info, Bank BNP Paribas



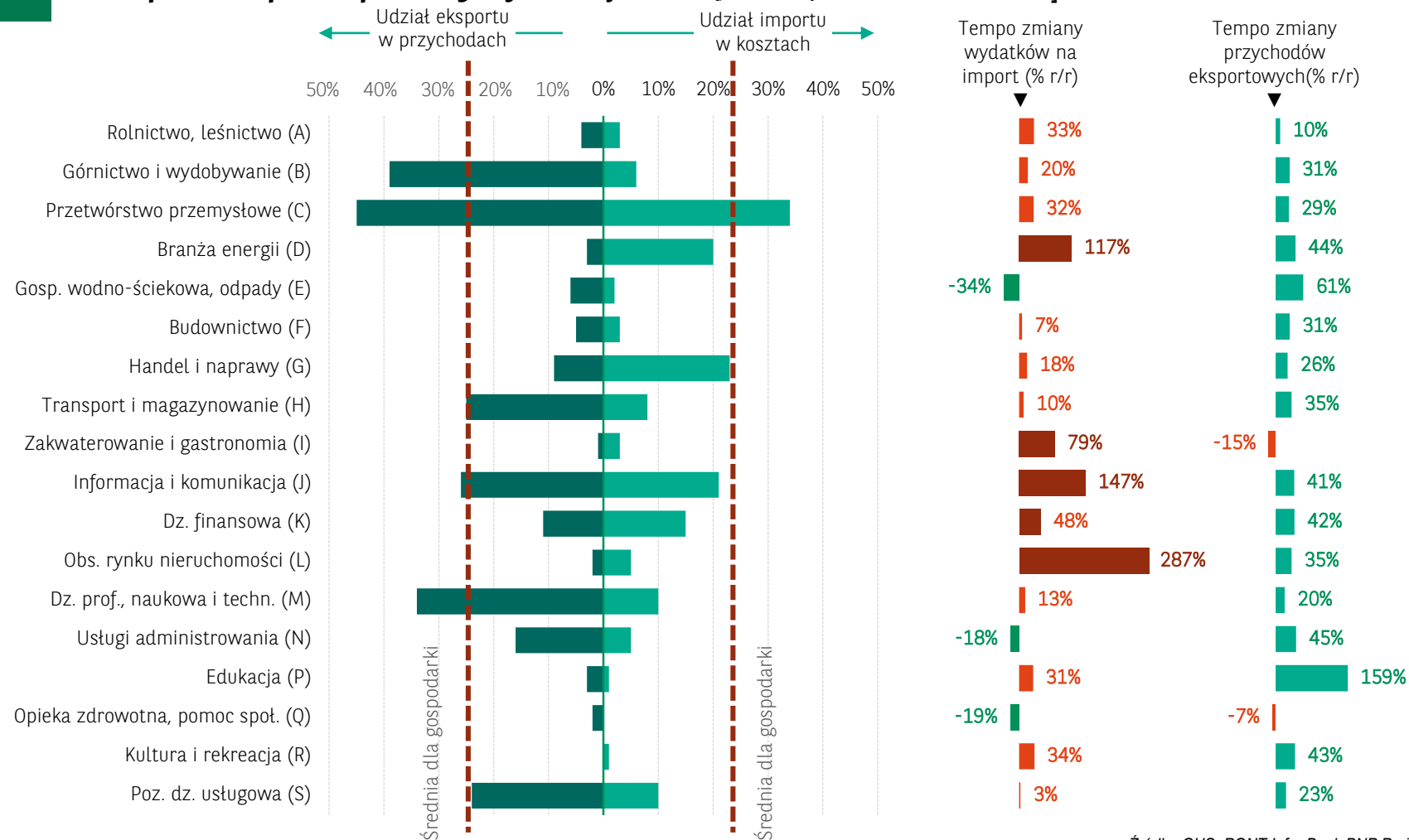
IMPORT I EKSPORT JAKO SPECYFICZNE ŹRÓDŁO RYZYKA SEKTOROWEGO

Specyficznym obszarem oddziaływania pozostaje zależność poszczególnych branż zarówno od importowanych komponentów i surowców produkcyjnych, jak też zagranicznych rynków zbytu.

Rok 2022 przyniósł wzrost wydatków na import (+31% r/r), jak również przychodów z tytułu eksportu (+29% r/r). Niemniej zależność poszczególnych sektorów jest silnie zróżnicowana. Co wydaje się istotne – większość branż charakteryzowało wyższe tempo wzrostu wydatków na dobra importowane niż przychodów z tytułu eksportu.

Perspektywy eksportu polskich producentów będą w nadchodzących kwartałach zależne od koniunktury na świecie ([zob. s. 8](#) i [s.9](#)).

Rola importu i eksportu w poszczególnych sekcjach PKD [mln PLN, dane annualizowane]

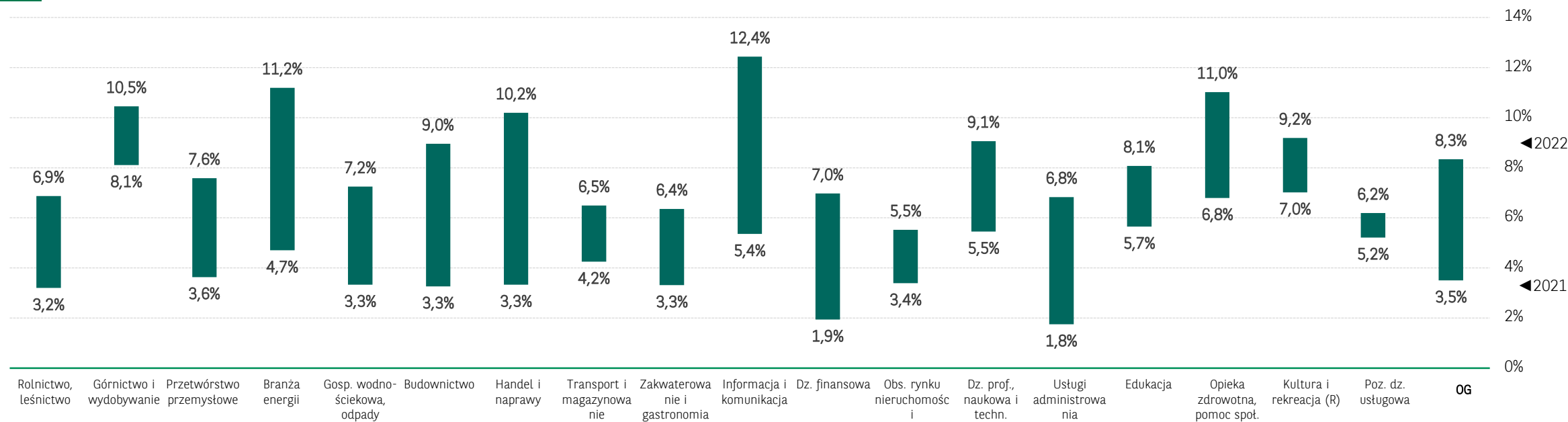


Źródło: GUS, PONT Info, Bank BNP Paribas



WYŻSZE STOPY PROCENTOWE - POTENCJALNY WPŁYW NA POSZCZEGÓLNE BRANŻE

> Koszt finansowania bankowego dla poszczególnych Sekcji PKD, 2021-2022 [dane annualizowane]



Źródło: GUS, PONT Info, Bank BNP Paribas

W zdecydowanej większości sekcji PKD średnie oprocentowanie kredytów i pożyczek wzrosło co najmniej dwukrotnie w ubiegłym roku, przy czym dostępne dane GUS wskazują na znaczne różnice nie tylko między poszczególnymi sekcjami PKD, ale także wewnątrz nich.

Wobec wysokiego prawdopodobieństwa utrzymania dotychczasowego poziomu stopy referencyjnej przez RPP przez cały 2022 rok ([zob. s. 46](#)) i dalszych podwyżek stóp procentowych przez EBC, szereg sektorów musi podejmować działania dotyczące optymalizacji źródeł finansowania zewnętrznego (w tym bankowego).



Stopy procentowe i kurs PLN

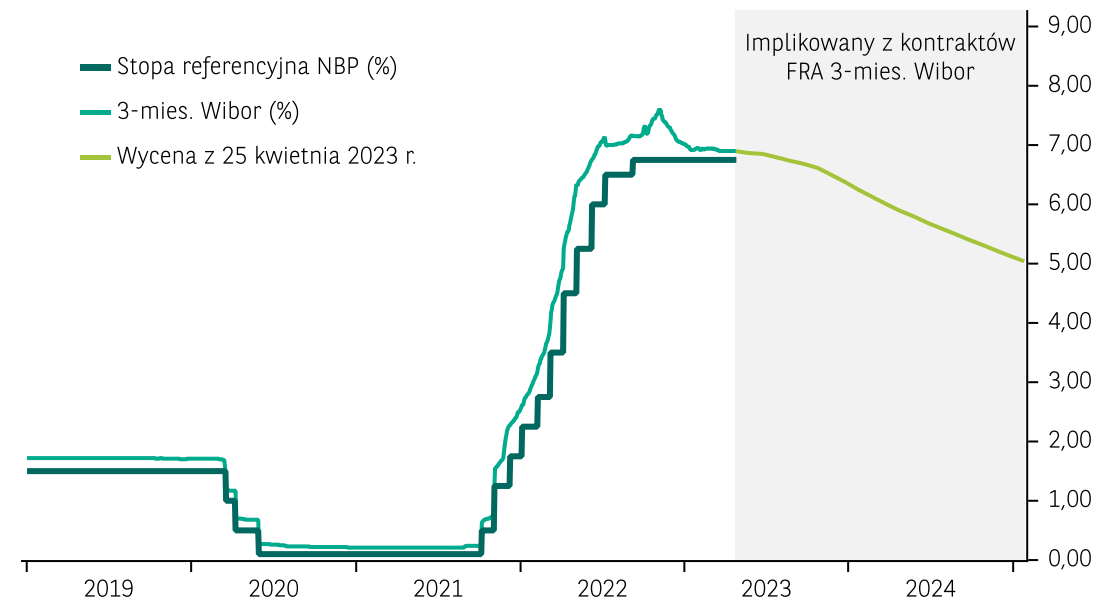
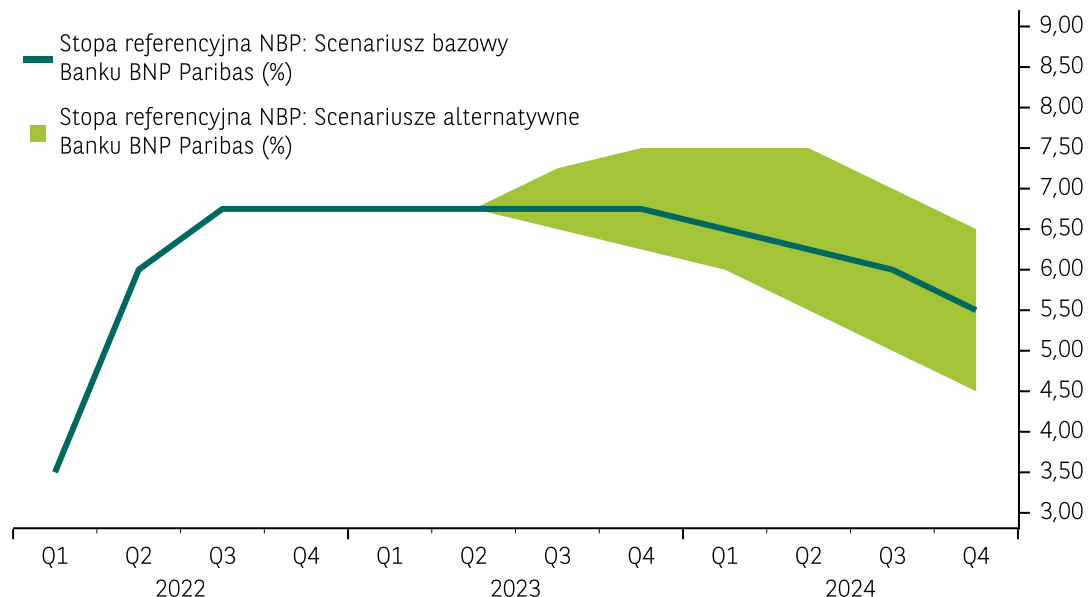


BNP PARIBAS

688,500	360,777
373,700	52,580
1,402,024	922
230,500	56
3,602,025	34
27,000	
189,134,341	360,777
1,385,853	4,094
911,500	677
412,000	
9,780,806	
33,400	
62,664,640	
15,157,575	
6,299,980	
118,400	
250,000	
88,000	
764,100	
57,000	

STOPY PROCENTOWE BEZ ZMIAN W TYM ROKU

> **Uważamy, że cykl podwyżek stóp % się skończył, powolne obniżki rozpoczną się w przyszłym roku**



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

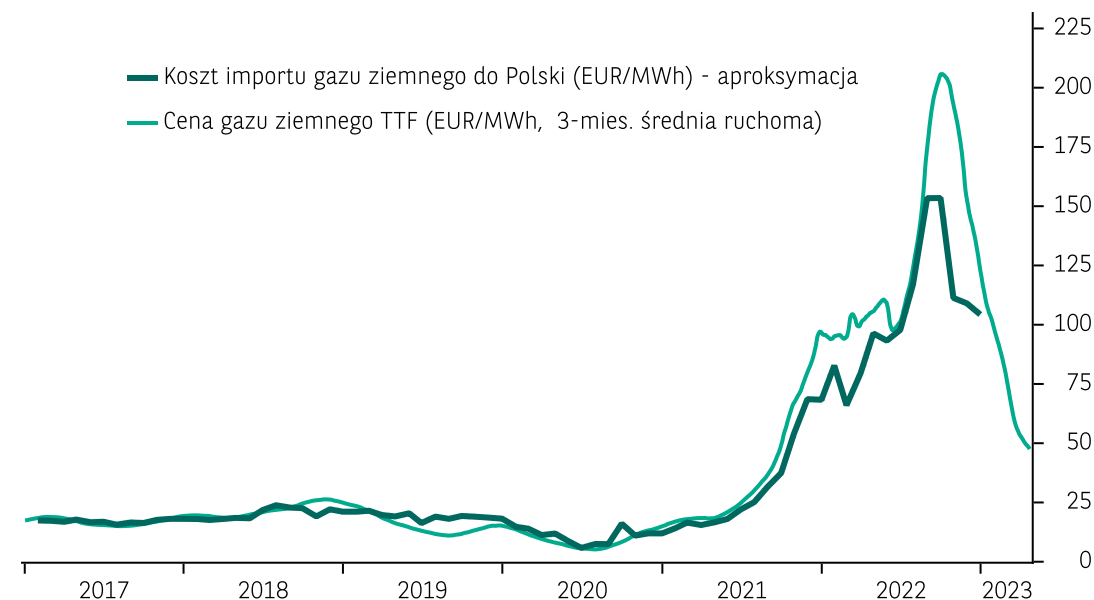
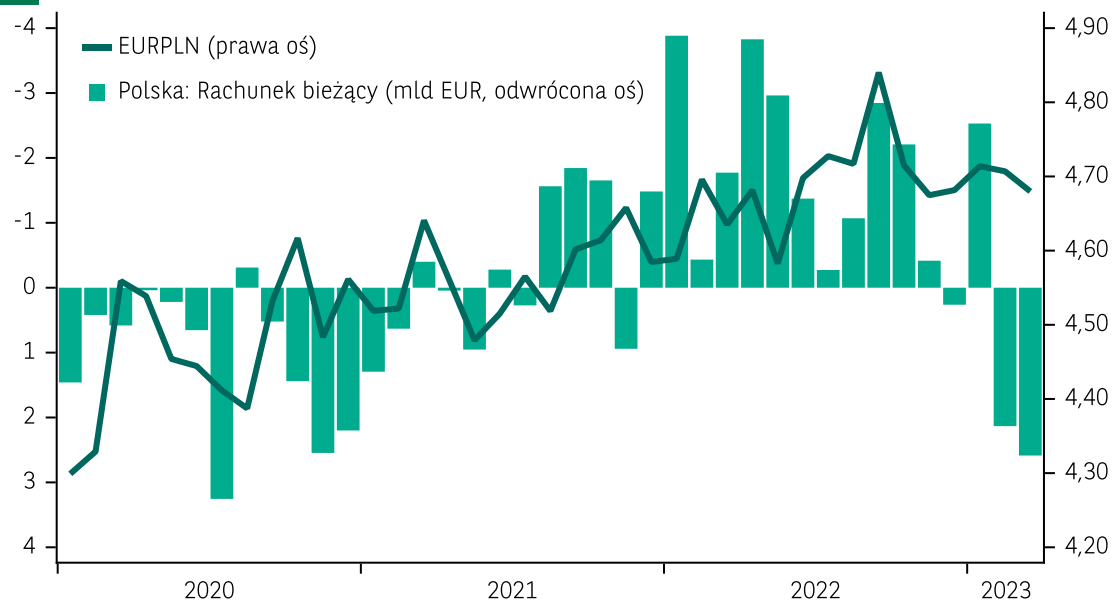
Prognozujemy, że w warunkach słabszego wzrostu gospodarczego oraz hamującej w tym roku inflacji Rada Polityki Pieniężnej nie wznowi cyklu podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie sądzimy, że warunki makroekonomiczne nie pozwolą na to, aby stopy procentowe obniżyć. W naszej ocenie cykl łagodzenia warunków monetarno-finansowych rozpocznie się dopiero w przyszłym roku. Przewidujemy, że na koniec 2024 roku stopa referencyjna NBP będzie wynosić 5,50%.

Rynek wycenia obecnie bardziej agresywne obniżki stóp procentowych i spadek stopy referencyjnej do 4,75 – 5,00% na koniec przyszłego roku.



LEPSZY BILANS HANDLOWY WSPIERA ZŁOTEGO

> Bardzo mocne dane o rachunku bieżącym na początku roku



Źródło: Eurostat, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

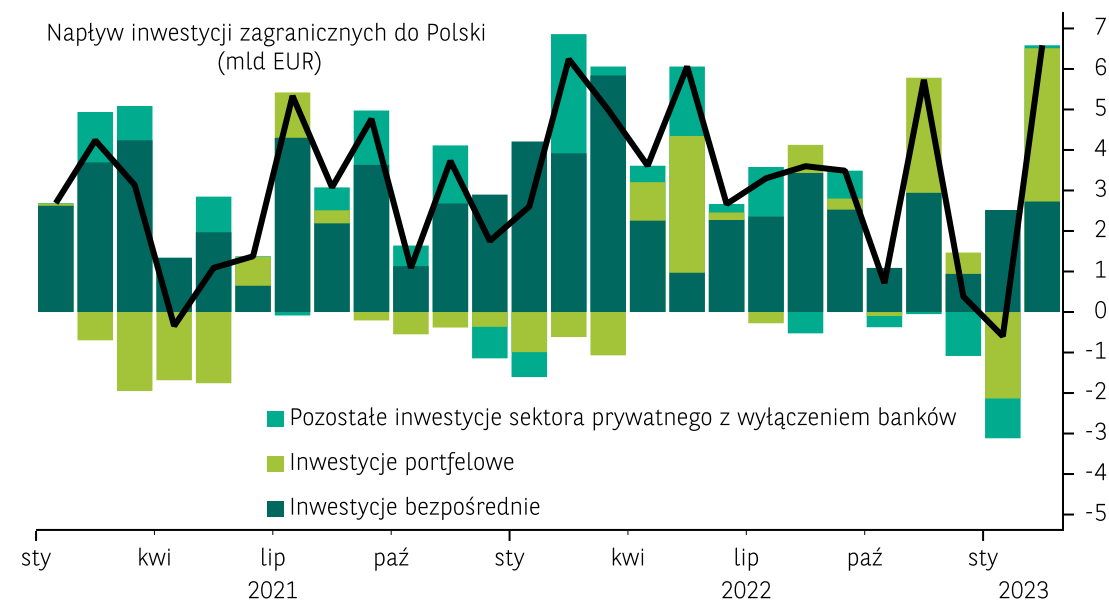
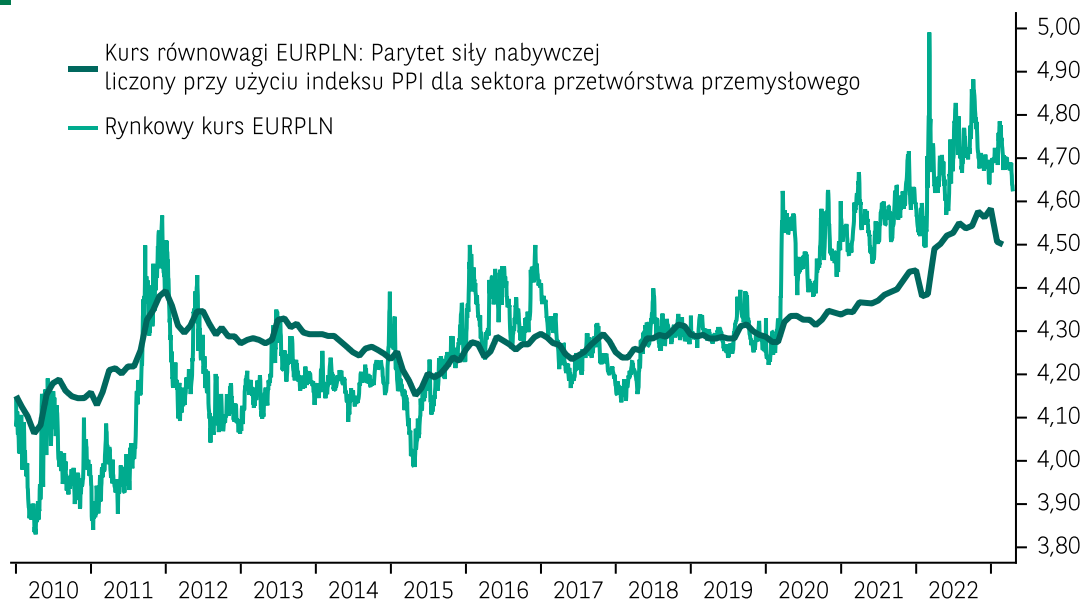
Na przestrzeni ostatnich tygodni kurs EURPLN wyraźnie się obniżył i spadł w okolice poziomu 4,60. Sądzymy, że aprecjacja polskiej waluty jest w dużej mierze efektem szybko poprawiającego się salda na rachunku bieżącym i bilansie handlowym (podobnie jak w przypadku euro). W ostatnich dwóch miesiącach Polska odnotowała nadwyżki na rachunku bieżącym przekraczające 2 mld EUR.

Lepsze wyniki handlu zagranicznego to efekt spadku cen surowców, w tym w szczególności gazu ziemnego. Przy obecnych cenach gazu Polska oszczędza nawet 1 mld EUR miesięcznie na imporcie. Poza zmianą *terms-of-trade* na poprawę bilansu handlowego wpływa też w naszej ocenie szybko odwracający się cykl zapasów.



PLN: PARYTET SIŁY NABYWCZEJ I PRZEPŁYWY KAPITAŁOWE

> Kurs równowagi EURPLN oparty o parytet siły nabywczej przestał rosnąć



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

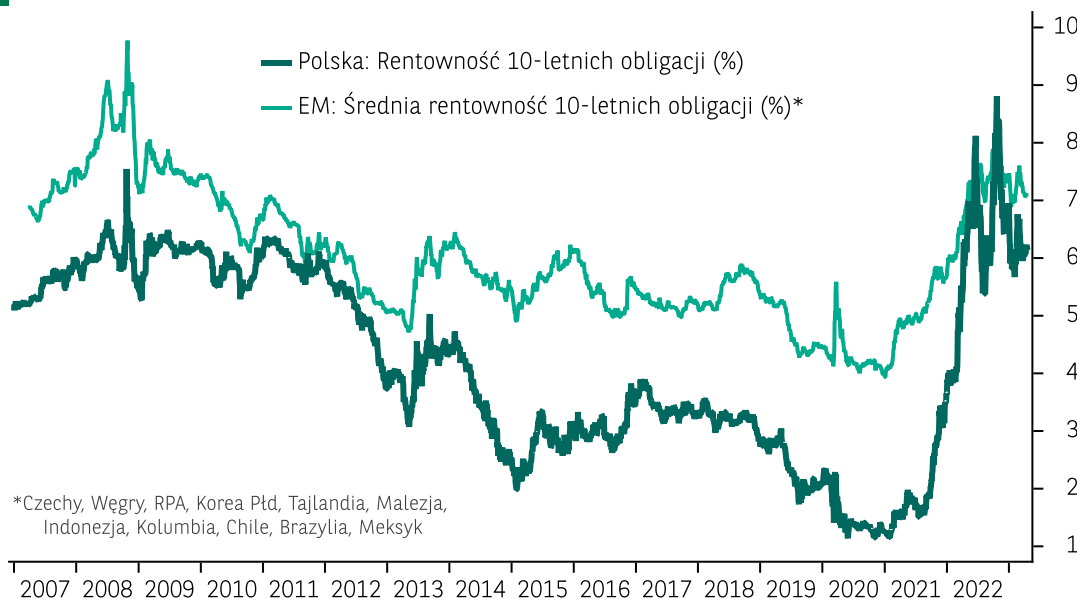
Polska póki co nie traci też konkurencyjności w handlu względem strefy euro z powodu inflacji. Ma to zapewne związek z silniejszym przełożeniem się szoku energetycznego na ceny produkcji na Zachodzie. Choć sądzimy, że długoterminowo szybszy wzrost płac w Polsce będzie czynnikiem przesuwającym kurs równowagi oparty o parytet siły nabywczej do góry, to wydaje się, że w perspektywie najbliższych 12-18 miesięcy, kurs złotego względem euro może poruszać się w okolicach poziomów 4,55 – 4,70.

W ostatnich miesiącach napływ kapitału zagranicznego do Polski był nieco mniej systematyczny niż w drugiej połowie 2021 i pierwszej połowie 2022 roku. Wciąż jednak czynnik ten jest wsparciem dla notowań polskiej waluty.



PLN: STOPY PROCENTOWE I ZMIENNOŚĆ

> Kierunkowo perspektywy dla złotego na najbliższe miesiące poprawiły się, jednak nie wykluczamy podwyższonej zmienności notowań



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Relatywnie wysoka nominalna stopa procentowa w porównaniu z innymi krajami *Emerging Markets* powinna być czynnikiem wzmacniającym zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami skarbowymi.

O ile kierunkowo perspektywy dla złotego na najbliższe miesiące poprawiły się nie wykluczamy podwyższonej zmienności notowań. Choć saldo na bilansie handlowym poprawiło się to waga importu i eksportu w przepływach walutowych ogółem zmniejszyła się. Historycznie stwarzało to warunki do większych wahań notowań związanych z wyższą podatnością kursu walutowego na wpływ epizodów *risk-on/risk-off* na rynku globalnym.



Nota informacyjna

Osoby zaangażowane w sporządzenie rekomendacji:

Michał Dybuła, Marcin Kujawski, Tomasz Tyc (Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych)

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.

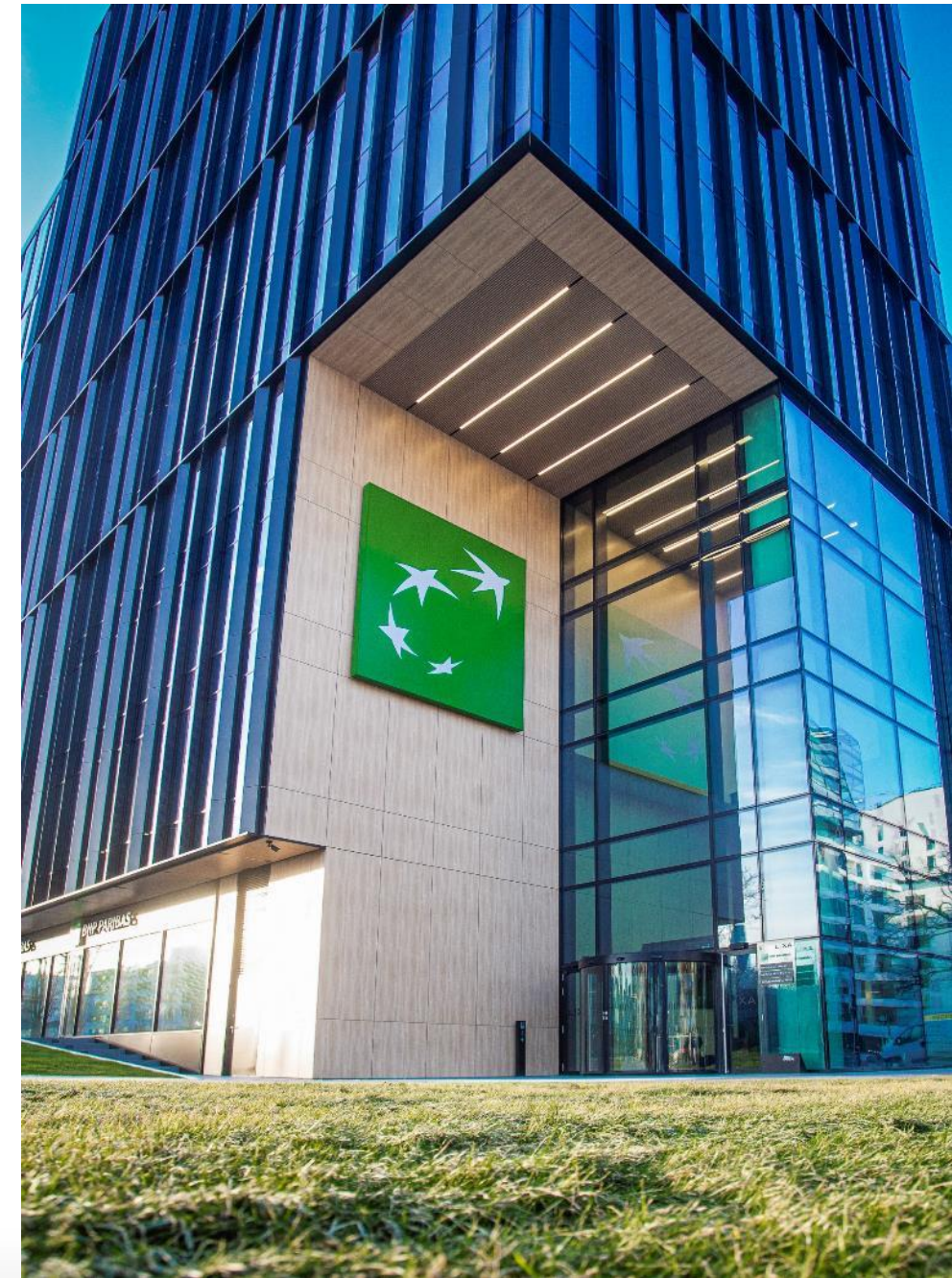
Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez BNP Paribas Bank 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 147 593 150zł w całości wpłacony.

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





BNP PARIBAS

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 147 593 150 zł w całości wpłacony.

