MIĘKKIE LĄDOWANIE CZY GŁĘBOKA RECESJA?

TRUDNA ZIMA PRZED POLSKĄ GOSPODARKĄ

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

12 WRZEŚNIA 2022

BNP PARIBAS

Bank zmieniającego się świata

PODSUMOWANIE

- Aktywność gospodarcza w Polsce wyraźnie hamuje. Przewidujemy, że do końca roku Produkt Krajowy Brutto będzie się zmniejszać, a na ścieżkę wzrostu (kw/kw) gospodarka powróci dopiero zimą. W efekcie rewidujemy w dół prognozę wzrostu gospodarczego w tym roku do 3,5% z 4,5%. W przyszłym roku spodziewamy się nieznacznego wzrostu PKB o 1%.

- Ze względu na kryzys energetyczny w Europie uważamy, że okres dekoniunktury może przedłużyć się na pierwszą połowę 2023 roku. Bilans ryzyka dla naszej przyszłorocznej prognozy skierowany jest więc w stronę niższego poziomu aktywności.

- W naszej ocenie inflacja CPI w nadchodzących miesiącach pozostanie dwucyfrowa i może przekraczać 10% r/r aż do przyszłorocznej jesieni. Faktyczna dynamika cen będzie jednak w dużym stopniu zależeć od wysokości taryf na zakup energii elektrycznej i gazu, które zostaną zatwierdzone przez Urząd Regulacji Energetyki pod koniec roku.

- Spowolnienie gospodarcze przy wysokiej inflacji stawiać będzie Radę Polityki Pieniężnej w trudnym położeniu. Według nas jednak cykl zacieśnienia polityki pieniężnej będzie kontynuowany. W scenariuszu bazowym zakładamy, że stopa referencyjna NBP osiągnie w pierwszym kwartale przyszłego roku poziom 8%, choć biorąc pod uwagę komunikację RPP prawdopodobieństwo mniejszej skali zacieśnienia do 7- 7,50% jest relatywnie duże.

- Pod koniec przyszłego roku widzimy przestrzeń do pewnego złagodzenia polityki pieniężnej. Prognozujemy, że na koniec 2023 roku stopa referencyjna NBP wyniesie 7%.

- Spodziewamy się, że obawy o wzrost gospodarczy w Europie mogą negatywnie rzutować na notowania złotego, a kurs EUR/PLN może do końca roku rosnąć. Poza niekorzystnym otoczeniem zewnętrznym na kurs złotego wpływać będzie także deficyt na rachunku bieżącym, utrzymująca się na bardzo wysokim poziomie inflacja oraz brak postępów w negocjacjach w sprawie Krajowego Planu Odbudowy.

Prognozy Banku BNP Paribas

Główne wskaźniki dla Polski:	2021	2022	2023
Wzrost PKB (% r/r)	5,9	3,5	1,0
Inflacja CPI (% r/r)	5,1	14,0	13,0
Inflacja bazowa (% r/r)	4,1	8,7	7,9
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (% r/r)	8,9	11,5	12,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	6,0	5,2	6,1
Saldo sektora general government (% PKB)	-1,9	-4,0	-6,0
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	-0,7	-5,0	-4,0
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	1,75	7,50	7,00
EURPLN (koniec okresu)	4,59	5,00	4,70

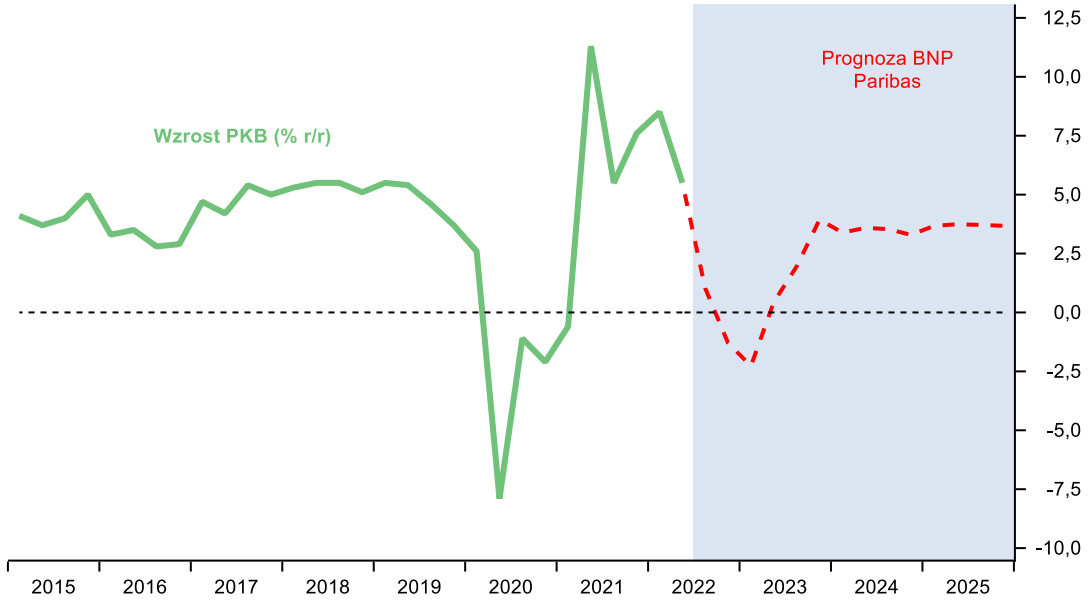
Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Bank BNP Paribas

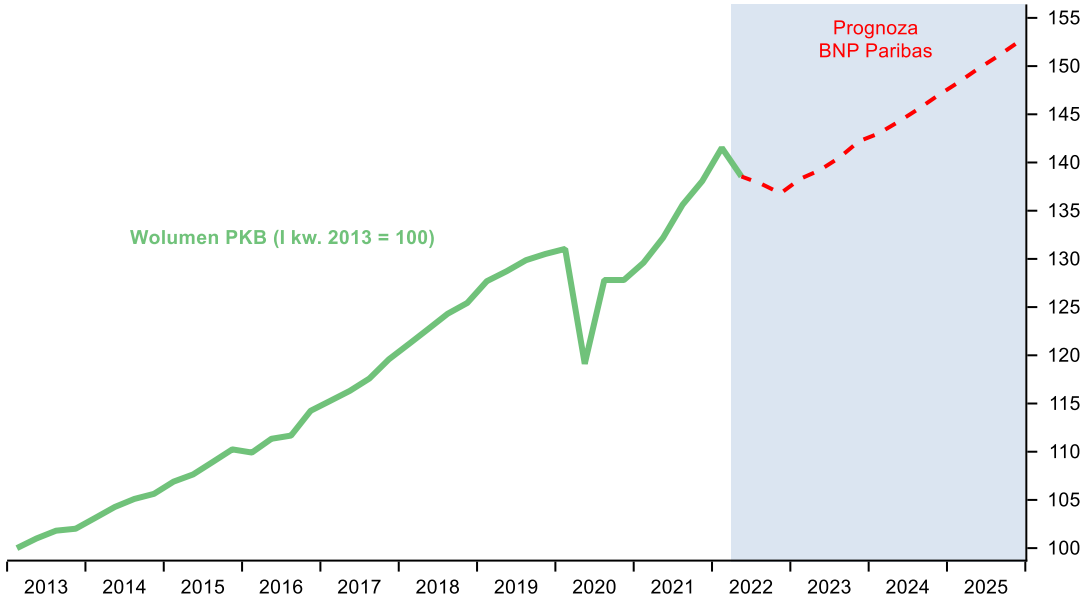
GDP and inflation forecasts

	BNP Paribas GDP growth forecasts												BNP Paribas CPI inflation forecasts											
	Annual (% y/y)				Quarterly (% q/q)								Annual avg (% y/y)				Quarterly rate (% y/y)							
					2022				2023								2022				2023			
	2021[1]	2022	2023	2024	Q1[1]	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2021[1]	2022	2023	2024	Q1[1]	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Global [2]	6.1	3.0	3.0	3.1	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
US	5.7	1.8	1.3	1.4	-0.4	-0.1	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	4.7	7.8	3.0	2.8	8.0	8.6	8.1	6.4	4.7	2.6	2.1	2.7
Eurozone	5.3	2.8	0.3	1.5	0.5	0.6	-0.2	-0.3	0.0	0.3	0.4	0.4	2.6	8.3	6.0	2.4	6.1	8.0	9.3	9.8	8.7	6.7	5.0	3.6
Germany	2.6	1.4	0.4	1.7	0.8	0.1	-0.5	-0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	3.2	8.1	4.7	2.4	6.1	8.3	8.9	9.3	7.2	5.2	4.0	2.4
France	6.8	2.3	0.5	1.5	-0.2	0.5	-0.2	-0.3	0.1	0.3	0.5	0.4	2.1	5.8	4.2	2.2	4.2	5.9	6.6	6.4	5.9	4.2	3.6	3.1
Italy	6.6	3.4	0.4	1.6	0.1	1.1	0.1	-0.4	-0.2	0.3	0.5	0.6	1.9	8.3	6.1	2.2	6.0	7.4	9.0	10.7	8.6	7.6	5.5	2.9
Spain	5.1	4.3	0.5	1.7	0.2	1.1	0.2	-0.4	-0.2	0.4	0.4	0.6	3.0	8.9	4.5	1.9	7.9	8.9	10.1	8.6	6.6	5.2	3.3	3.0
China	8.1	3.0	5.3	5.0	1.4	-2.6	3.0	1.9	1.0	1.4	1.2	1.1	0.9	2.3	3.1	2.5	1.0	2.2	3.0	2.8	3.6	2.9	2.9	3.0
Japan	1.7	1.3	0.8	0.6	0.0	0.5	0.4	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	2.2	1.1	0.6	0.9	2.4	2.7	2.8	2.1	1.4	0.6	0.5
UK	8.3	3.4	-0.1	1.4	0.8	-0.1	0.1	-0.5	-0.3	0.2	0.5	0.4	2.6	9.6	9.3	1.7	6.2	9.2	10.0	13.0	13.8	10.5	8.7	4.1

Źródło: BNP Paribas GlobalMarkets – Global Outlook

WZROST PKB W POLSCE: RECESJA PRZED NAMI



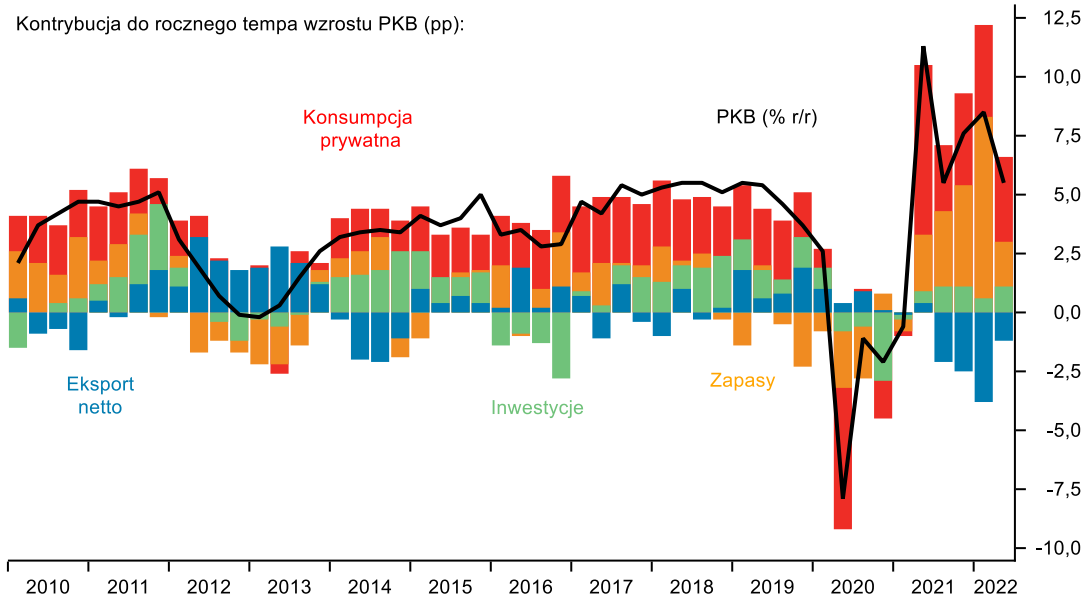


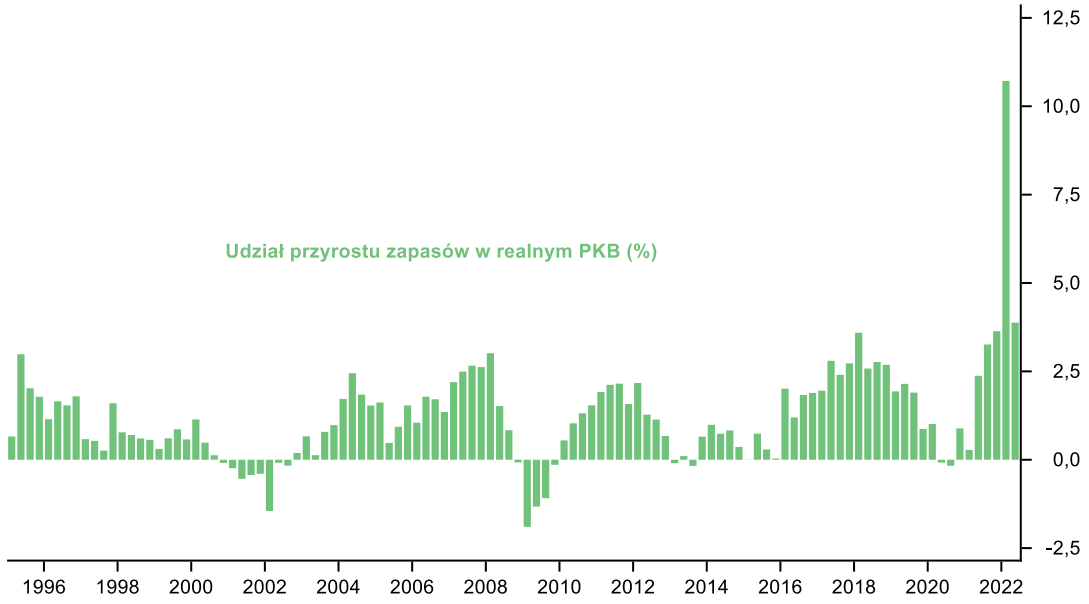
Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Produkt Krajowy Brutto w Polsce zmniejszył się w drugim kwartale o 2,1% kw/kw, a roczna dynamika wzrostu zwolniła do 5,3 % r/r. Przewidujemy, że do końca roku wolumen produkcji dóbr i usług będzie się obniżać, a polska gospodarka powróci na ścieżkę wzrostu (kw/kw) dopiero zimą. Całoroczny tegoroczny wzrost PKB szacujemy na 3,5%.**

- **Prognozujemy, że w ujęciu rok-do-roku PKB spadnie poniżej zera w czwartym kwartale, a w pierwszym kwartale przyszłego roku będzie on niższy o 2,3% w porównaniu z analogicznym okresem bieżącego roku. Naszym zdaniem recesja powinna być jednak krótkotrwała, a w całym 2023 roku PKB zwiększy się o 1%.**

WZROST PKB W POLSCE: MNIEJSZY WKŁAD ZAPASÓW DO WZROSTU



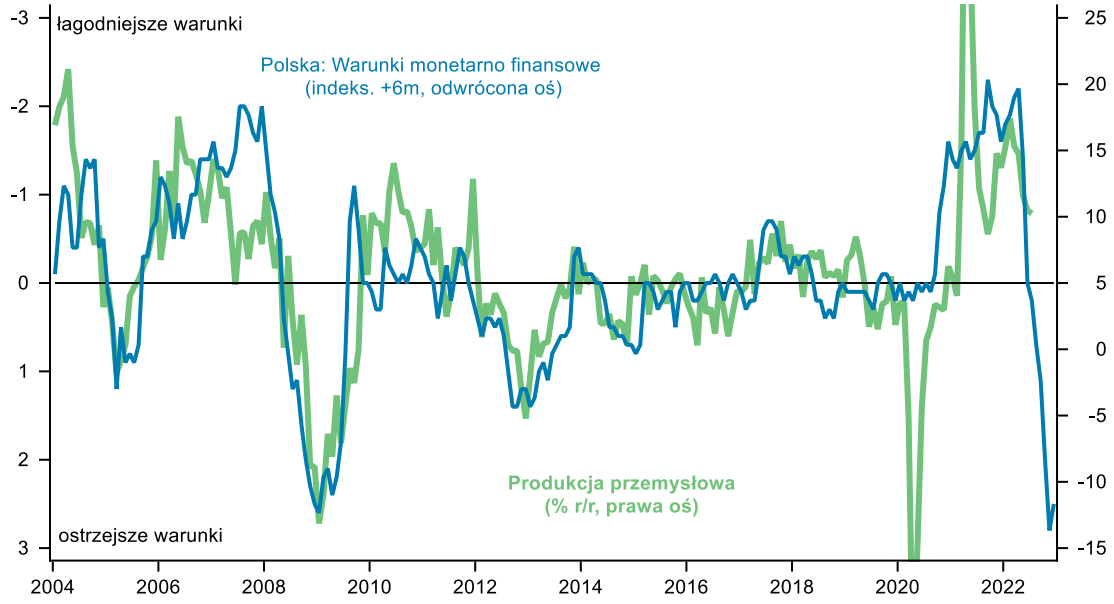


Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Za spadkiem PKB w drugim kwartale stał przede wszystkim mniejszy niż w poprzednich okresach przyrost zapasów. Tymczasem popyt finalny (konsumpcja, inwestycje, eksport) wzrósł wiosną o 1,7% kw/kw. Sądzimy jednak, że w nadchodzących miesiącach będzie on wyraźnie słabł, co będzie wpływać także na mniejszą akumulację zapasów.**

- **Na popyt finalny negatywnie oddziaływać będzie dwucyfrowa inflacja (niższa konsumpcja), wysokie stopy procentowe (niższa konsumpcja i inwestycje) oraz pogarszająca się globalna koniunktura (niższe inwestycje i eksport). W tych warunkach firmy najprawdopodobniej redukować będą środki obrotowe, co może zaostrzyć spowolnienie gospodarcze.**

POLSKA: SŁABE PERSPEKTYWY DLA PRZEMYSŁU

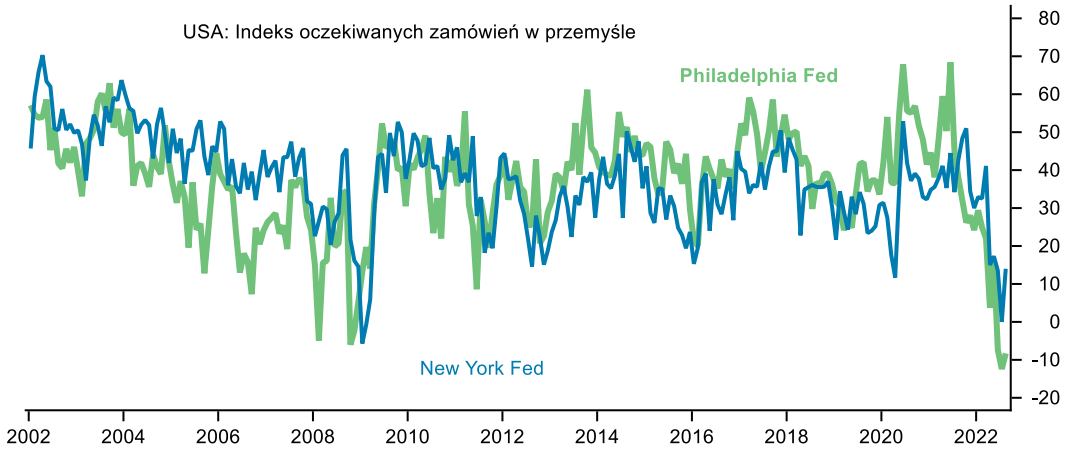


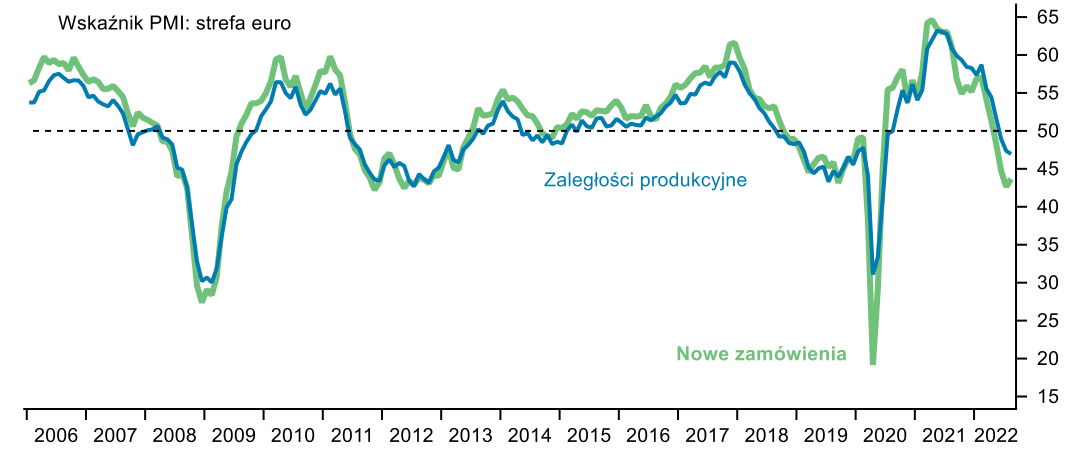
Źródło: GUS, S&P Markit, Macrobond, Bank BNP Paribas

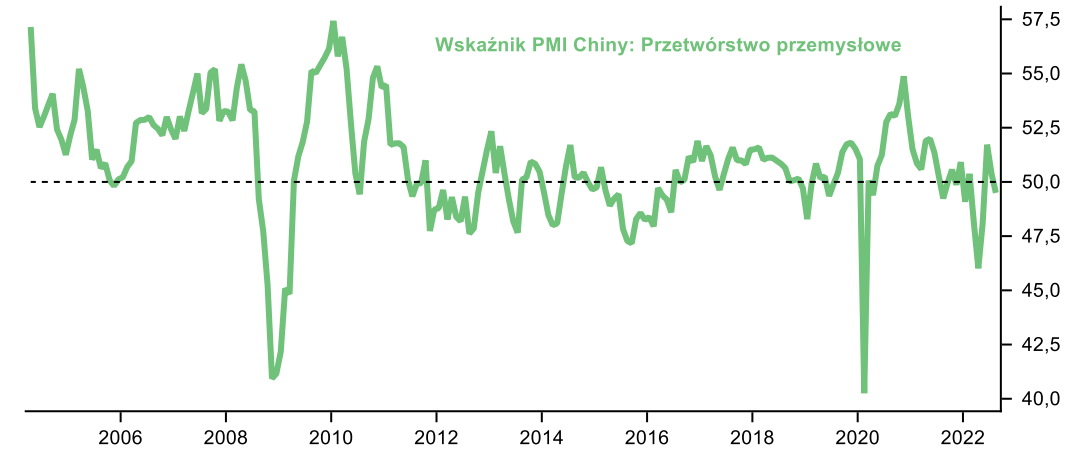
- **Słabnące perspektywy gospodarcze widać przede wszystkim w przemyśle. Wskaźnik PMI znajduje się wyraźniej poniżej poziomu 50 pkt. rozgraniczającego ekspansję od recesji w sektorze. Szczególnie ponuro prezentują się indeksy dotyczące zamówień, w tym zwłaszcza popytu krajowego.**

- **Fakt, iż w większym stopniu to krajowe zamówienia wykazują słabość może sugerować dużą rolę cyklu zapasów w obecnym spadku aktywności w polskiej gospodarce. Wysokim zapasom poza niższym przewidywanym popytem nie sprzyjają także bardziej restrykcyjne warunki monetarno-finansowe.**

RYZYKO SILNIEJSZEGO GLOBALNEGO SPOWOLNIENIA W SEKTORZE PRZEMYSŁOWYM



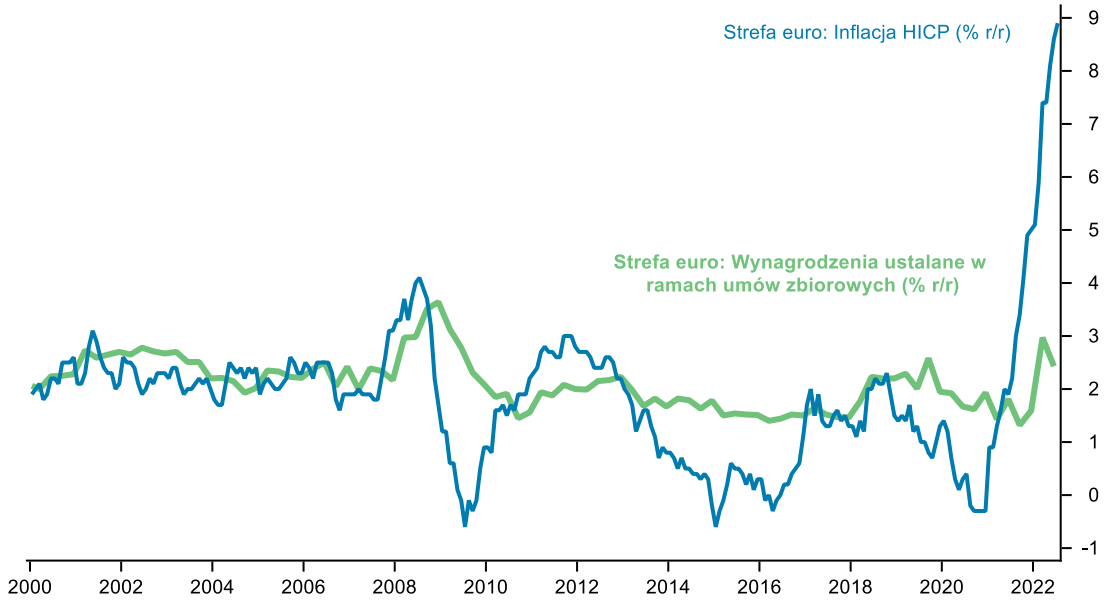


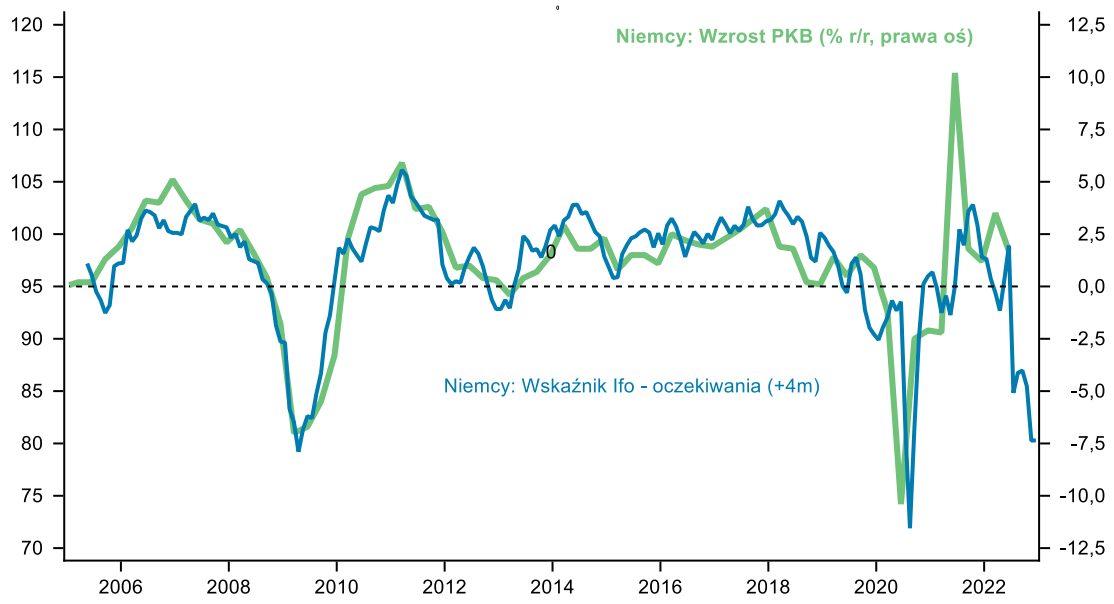


Źródło: Bank Światowy, Markit, New York Fed, Philadelphia Fed,, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Sygnały schłodzenia koniunktury w gospodarce światowej są jednak także bardzo wyraźne. Wskaźniki wyprzedzające sugerują, że w horyzoncie kilku miesięcy wolumen globalnej produkcji przemysłowej może zacząć dość mocno spadać.**

STREFA EURO SZCZEGÓLNIE ZAGROŻONA RECESJĄ



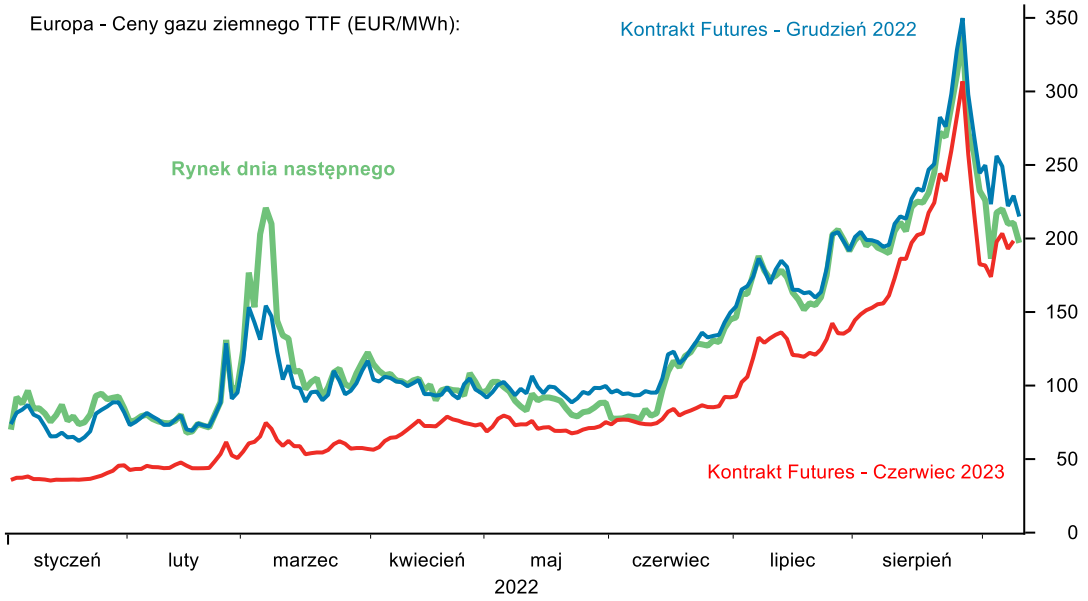


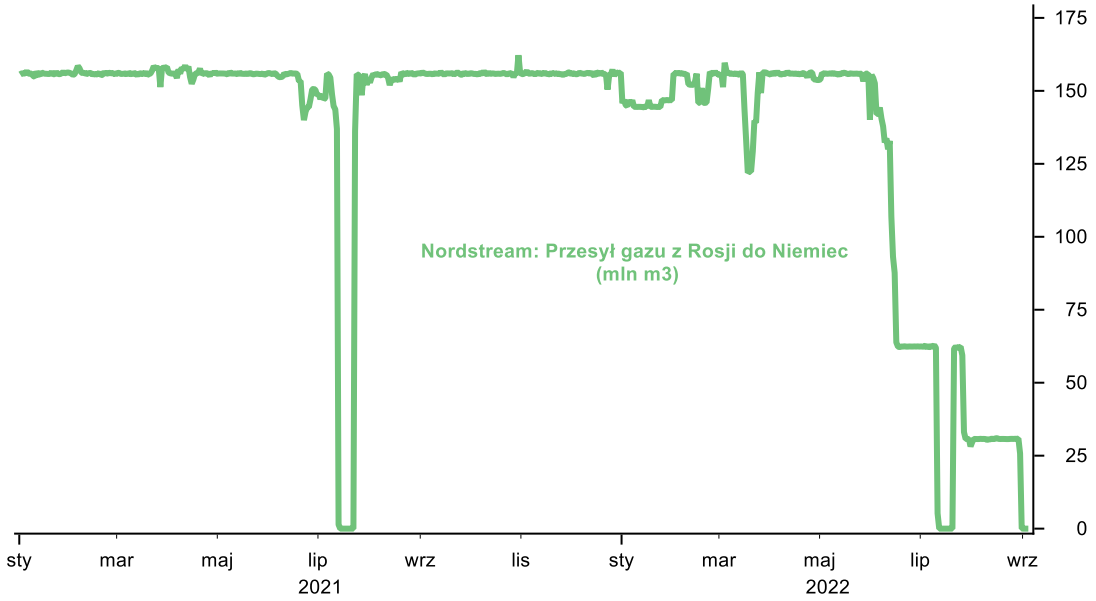
Źródło: EBC, Eurostat, Ifo, Destatis, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Z głównych gospodarek świata najsłabiej perspektywy gospodarcze wyglądają w strefie euro, na co wpływ mają szybko spadające realne wynagrodzenia oraz kryzys energetyczny związany przede wszystkim z obawami o dostępność gazu ziemnego. Ze względu na bliskie relacje handlowe dekoniunktura w strefie euro nie wróży dobrze aktywności w Polsce.**

- **Przygotowywany w Niemczech przez instytut Ifo indeks oczekiwań wskazywałby na istotne ryzyko spadku PKB w głównej gospodarce strefy euro w drugiej połowie bieżącego roku.**

KRYZYS ENERGETYCZNY W EUROPIE



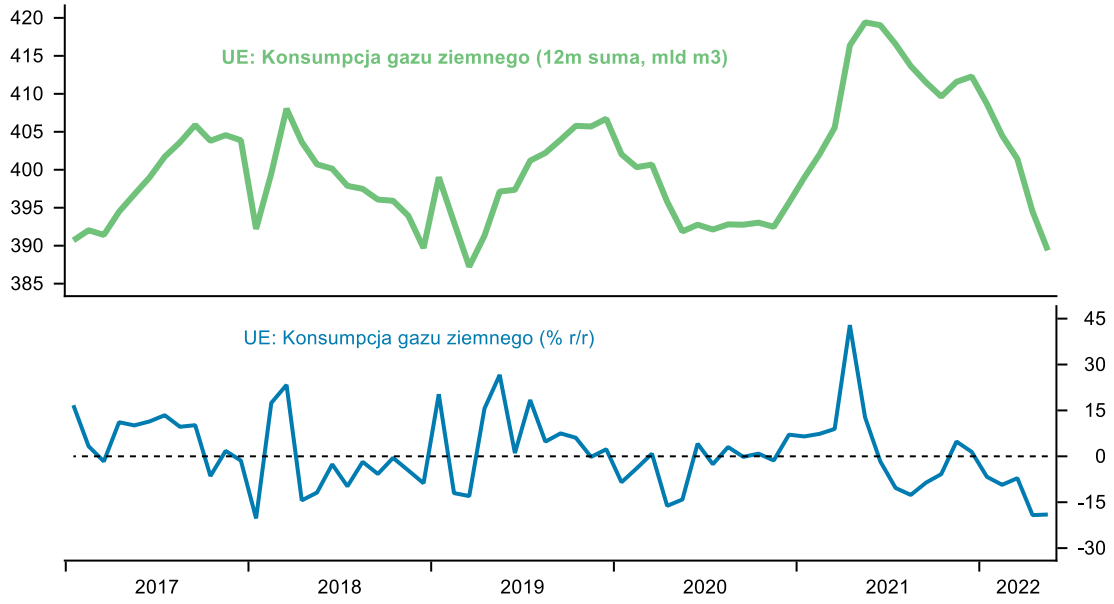


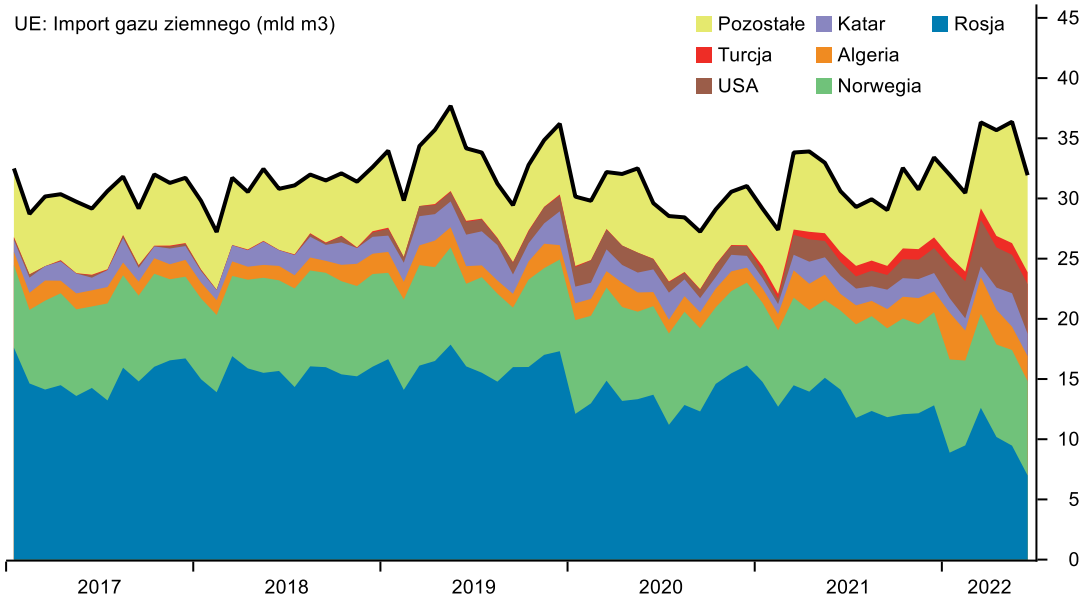
Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **W ostatnich tygodniach sytuacja na europejskim rynku gazu jest wyjątkowo napięta. Od początku sierpnia ceny surowca dynamicznie rosły. Ceny gazu rzutują także na koszt zakupu energii elektrycznej. Surowiec ten odpowiada za 13% prądu wytworzonego w Unii Europejskiej.**

- **Korekta cen nastąpiła dopiero po zapowiedziach zaangażowania UE w redukcję cen energii, jednak decyzja Gazpromu o wstrzymaniu przesyłu gazu poprzez gazociąg Nordstream ponownie pchnęła ceny w górę. Wkrótce unijne instytucje i państwa członkowskie UE mają przedstawić plan działań ukierunkowanych na ograniczenie skali wzrostu cen.**

UNIA EUROPEJSKA OGRANICZA ZUŻYCIE GAZU





Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Europejskie państwa mocno zmniejszają swoją konsumpcję, żeby uniknąć sytuacji wystąpienia niedoboru gazu. Obecnie zużycie spada w tempie około 20% r/r. Kraje UE starają się pozyskiwać także więcej gazu z innych źródeł. Jeszcze w ubiegłym roku Rosja odpowiadała za około 45% importu gazu. W pierwszej połowie bieżącego roku udział ten spadł w okolice 20-25%.**

- **Jednocześnie import skroplonego gazu (LNG) wzrósł w UE o ponad 50%. W związku z tym wyraźnie zwiększyła się rola USA w dostawach gazu do Europy, choć największym eksporterem surowca do UE poza Rosją pozostawała Norwegia.**

POLSKA: CZY WYSTARCZY NAM GAZU NA ZIMĘ?

Czy Polsce wystarczy gazu na zimę?				
Scenariusze	Wstrzymanie dostaw gazu z Rosji do Niemiec		Utrzymanie dostaw gazu z Rosji do Niemiec	
	Ograniczona przepustowość Baltic Pipe (30% mocy)	Pełna przepustowość Baltic Pipe	Ograniczona przepustowość Baltic Pipe (30% mocy)	Pełna przepustowość Baltic Pipe
Utrzymanie miesięcznego zużycia gazu na średnim poziomie z ostatnich 5 lat	Koniec zapasów w styczniu 2023 roku	Zapasy bliskie zeru na koniec marca 2023 roku	Koniec zapasów w marcu 2023 roku	TAK (50% wypełnienia magazynów na koniec marca 2023 roku)
Obniżenie miesięcznego zużycia gazu o 15% względem średniego poziomu z ostatnich 5 lat	TAK (8% wypełnienia magazynów na koniec marca 2023 roku)	TAK (60% wypełnienia magazynów na koniec marca 2023 roku)	TAK (55% wypełnienia magazynów w marcu 2023 roku	TAK (pełne magazyny na koniec marca 2023 roku)

Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Polska wydaje się być relatywnie dobrze przygotowana na zimowy sezon grzewczy. „Czarnego" scenariusza braku surowca zimą nie należy jednak bagatelizować. Należy więc nasilić działania nakierowane na zmniejszenie wykorzystania gazu.**

- **Przy ograniczeniu miesięcznego zużycia o 15% względem średniego poziomu z ostatnich 5 lat, Polsce powinno wystarczyć gazu nawet w scenariuszu trwałego wstrzymania dostaw gazu z Rosji do Niemiec i ograniczonej na poziomie 30% przepustowości na łączącym Polskę ze złożami na Morzu Północnym gazociągu Baltic Pipe.**

POLSKA: W „CZARNYM" SCENARIUSZU GAZ SKOŃCZYŁBY SIĘ W STYCZNIU

"Czarny" scenariusz: Wysoka konsumpcja, wstrzymanie dostaw gazu z Rosji do Niemiec, niepełne zakontraktowanie Baltic Pipe od stycznia 2023 roku								
Miesiąc	Zużycie gazu na średnim poziomie z ostatnich 5 lat (GWh)	LNG import (GWh)	Produkcja krajowa (GWh)	Przesył gazu z Niemiec (GWh)	Przesył gazu z Litwy (GWh)	Przesył gazu Baltic Pipe (GWh)	Saldo (GWh)	Zapasy (GWh): stan na koniec sierpnia - wypełnienie 99.3% = 36155 GWh
wrz-22	13611	6000	3262	0	1000	0	-3348	32807
paź-22	17703	6000	3794	0	1000	2675	-4234	28573
lis-22	20651	6000	3744	0	1000	2675	-7232	21341
gru-22	24180	6000	3907	0	1000	2675	-10599	10742
sty-23	24926	6000	3854	0	1000	2675	-11398	655
lut-23	22363	6000	3479	0	1000	2675	-9208	9864
mar-23	22296	6000	3857	0	1000	2675	-8764	18627
kwi-23	17361	6000	3738	0	1000	2675	-3947	22575
maj-23	14488	6000	3333	0	1000	2675	-1480	24055

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

- **W „czarnym" scenariuszu zakładamy, że od września 2022 roku zużycie gazu kształtuje się na średnim poziomie z ostatnich 5 lat, import LNG jest bliski maksymalnym możliwościom gazoportu w Świnoujściu, produkcja krajowa jest równa wartościom sprzed roku, import z Niemiec jest niemożliwy ze względu na wstrzymanie dostaw gazu z Rosji, przesył gazu z Litwy obecnych poziomach a transfer gazu przez Baltic Pipe ograniczony jest w całym okresie jedynie do surowca wydobywanego w Norwegii przez PGNIG. W takim scenariuszu Polsce zaczęłoby brakować gazu już w styczniu 2023 roku a całkowity niedobór surowca w okresie wrzesień 2022 – maj 2023 wyniósłby około 24 GWh.**

POLSKA: NIEDOBÓR GAZU SILNIE UDERZYŁBY W GOSPODARKĘ

Konsumpcja energii w 2020 roku (rocznie, GWh)									
	Stałe paliwa kopalne	Gazy przemysłowe	Gaz ziemny	Ropa naftowa i produkty naftowe	Źródła odnawialne i biopaliwa	Odpady nieodnawialne	Energia elektryczna	Ciepło	Łącznie
Łącznie	104 151	4 570	107 411	283 591	105 146	9 668	137 322	65 156	817 015
Przemysł	28 994	4 408	44 860	9 980	23 385	9 281	54 307	9 949	185 163
Żelazo i stal	617	3 497	5 939	50	-	0	5 572	814	16 489
Sektor chemiczny	12 936	71	4 732	5 454	98	92	9 180	4 058	36 621
Metale nieżelazne	280	383	2 129	130	-	-	2 285	261	5 467
Minerały niemetaliczne	5 553	457	12 322	787	755	9 030	5 561	296	34 760
Urządzenia transportowe	133	-	1 476	170	8	0	2 969	472	5 228
Maszyny	284	1	2 620	266	17	0	4 718	560	8 466
Górnictwo	110	-	410	958	1	12	2 765	686	4 942
Żywność napoje i tytoń	6 140	-	9 520	694	347	0	7 430	658	24 789
Produkcja papieru	1 844	-	2 587	421	11 253	148	4 917	851	22 020
Produkcja drewna	330	-	459	128	9 659	-	2 442	843	13 861
Tekstylia	97	-	544	49	1	-	578	83	1 352
Pozostałe	389	-	1 853	205	1 242	0	5 504	283	9 476
Budownictwo	283	-	270	669	3	0	385	83	1 692
Transport	-	-	4 068	233 954	12 090	-	3 174	-	253 286
Usługi handlowe i publiczne	5 908	162	13 306	4 494	3 219	386	47 988	12 695	88 159
Gospodarstwa domowe	60 478	-	44 676	7 177	60 775	-	30 006	42 297	245 409
Rolnictwo	8 772	-	502	27 986	5 677	-	1 847	215	44 999

Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Polska uniknie sytuacji, w której gazu ziemnego zabraknie.**
- **Konieczność racjonowania surowca miałaby silnie niekorzystne skutki dla gospodarki. Prosta reguła kciuka mówiłaby, iż niedobór 10% gazu obniża PKB o 1,6%.**
- **Taki szacunek uwzględnia jednak jedynie bezpośredni wpływ braku gazu. W rzeczywistości szok tego typu wpłynąłby kaskadowo na gospodarkę i spadek produkcji mógłby być silniejszy.**

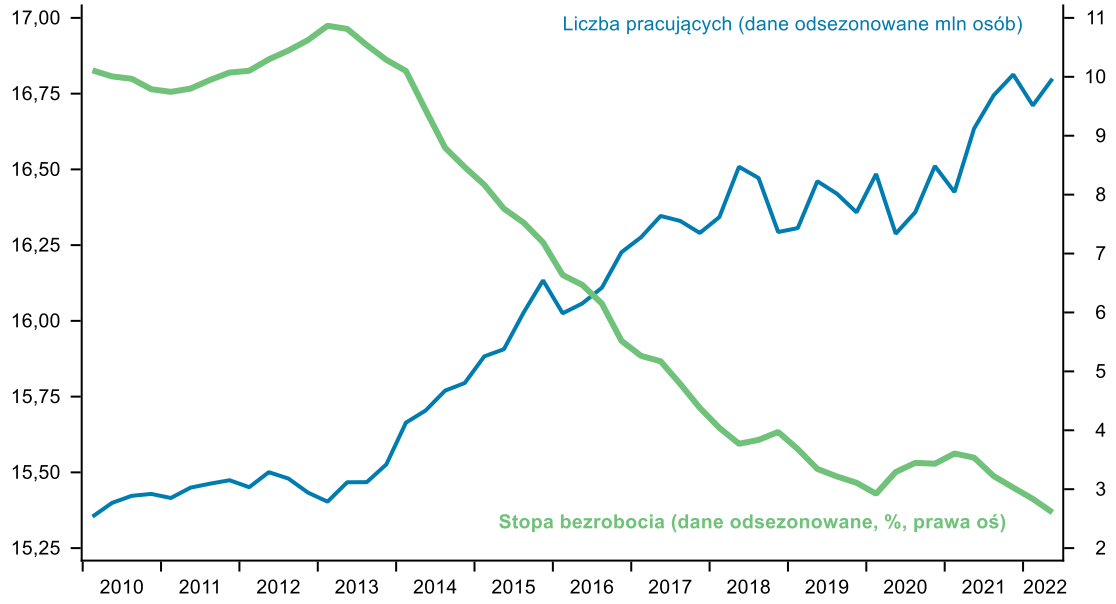
POLSKA: BRANŻE NAJBARDZIEJ NARAŻONE NA WZROST KOSZTÓW ENERGII

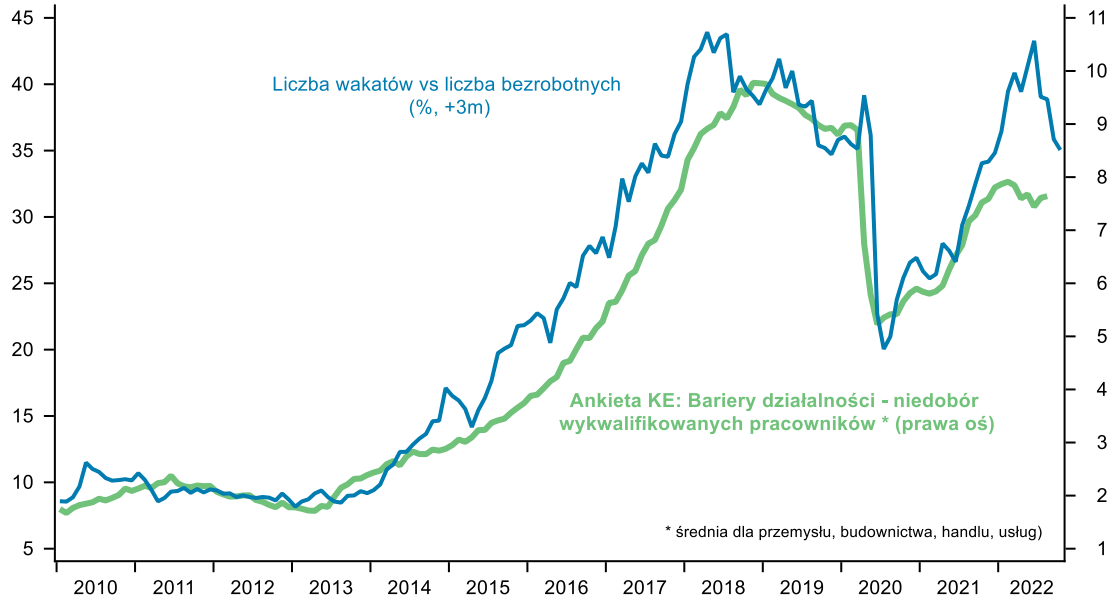
		Udział energii w kosztach operacyjnych	Koszt energii 2021 vs. 2019
	TOTAL	**1.6%**	**31.5%**
	SEKTOR PRZEMYSŁOWY	**2.3%**	**39.8%**
L	Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	22.8%	**15.6%**
B	Górnictwo i wydobywanie	6.3%	**29.9%**
E	Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	3.5%	**31.9%**
I	Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	3.0%	**2.2%**
D	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów	2.2%	**37.6%**
C	Przetwórstwo przemysłowe	2.2%	**41.7%**
H	Transport i gospodarka magazynowa	2.1%	**21.6%**
A	Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	1.6%	**35.9%**
Q	Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	1.5%	**31.7%**
S	Pozostała działalność usługowa	1.4%	**12.7%**
P	Edukacja	1.0%	**-5.2%**
J	Informacja i komunikacja	1.0%	**17.1%**
F	Budownictwo	0.5%	**8.7%**
R	Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	0.5%	**15.5%**
M	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	0.4%	**12.6%**
G	Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	0.3%	**20.2%**
N	Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	0.3%	**23.0%**
K	Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	0.2%	**-16.3%**

- **Mimo że udział energii w strukturze kosztowej polskich przedsiębiorstw wydaje się być relatywnie nieduży, to skala wzrostu cen energii może zacząć przekładać się na ich rentowność.**
- **Najbardziej narażone na wzrost kosztów energii są branże takie jak: działalność związana z rynkiem nieruchomości, górnictwo i wydobywanie, dostawa wody i gospodarowanie ściekami oraz wytwarzanie energii oraz przetwórstwo przemysłowe.**

Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

DOBRA KONDYCJA RYNKU PRACY W POLSCE



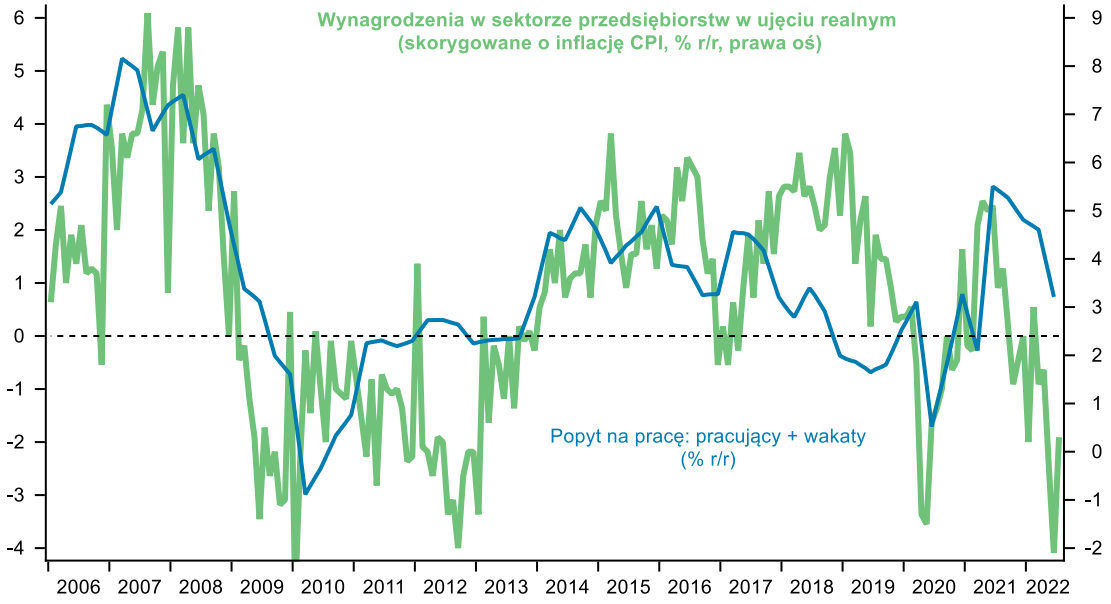


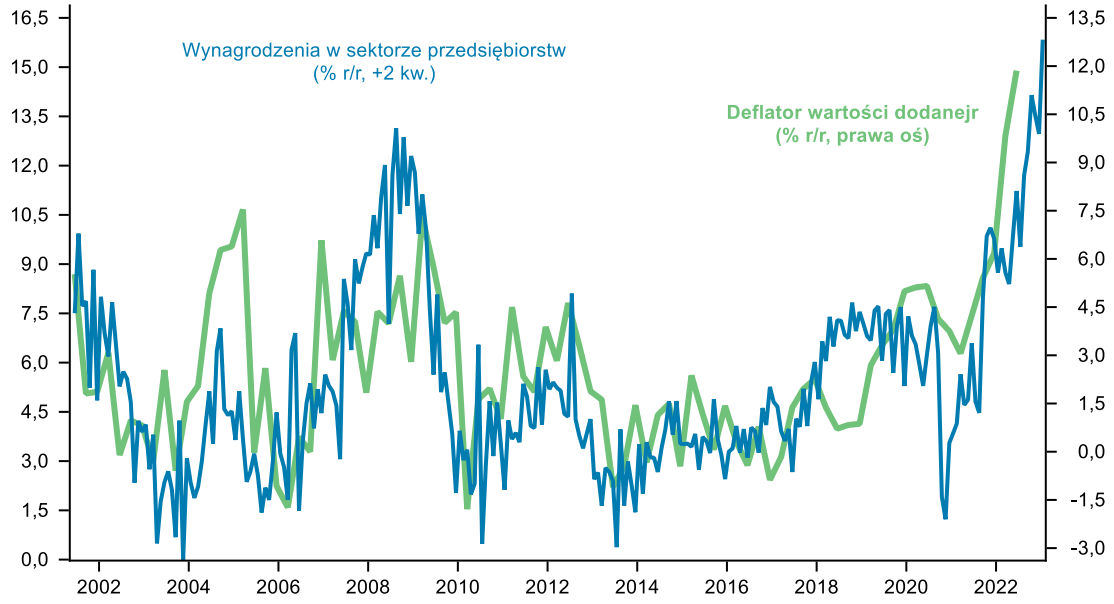
Źródło: Eurostat, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Sytuacja na rynku energii to główny czynnik ryzyka dla prognoz wzrostu gospodarczego w nadchodzących kwartałach. Zakładając, że nie przełoży się ona na silne załamanie aktywności gospodarczej, przewidujemy, że dobra kondycja rynku pracy powinna pozwolić gospodarce dość szybko powrócić na ścieżkę wzrostu (kw/kw).**

- **Spadek aktywności gospodarczej powinien przede wszystkim przekładać się na obniżenie liczby wolnych miejsc pracy, a niekoniecznie ograniczać zatrudnienie. Na koniec drugiego kwartału liczba pracujących w Polsce wyniosła 16,8 mln osób, a stopa bezrobocia (metodologia BAEL) osiągnęła wieloletnie minima i spadła do 2,6%.**

SPADEK POPYTU NA PRACĘ ISTOTNY DLA INFLACJI W ŚREDNIM TERMINIE



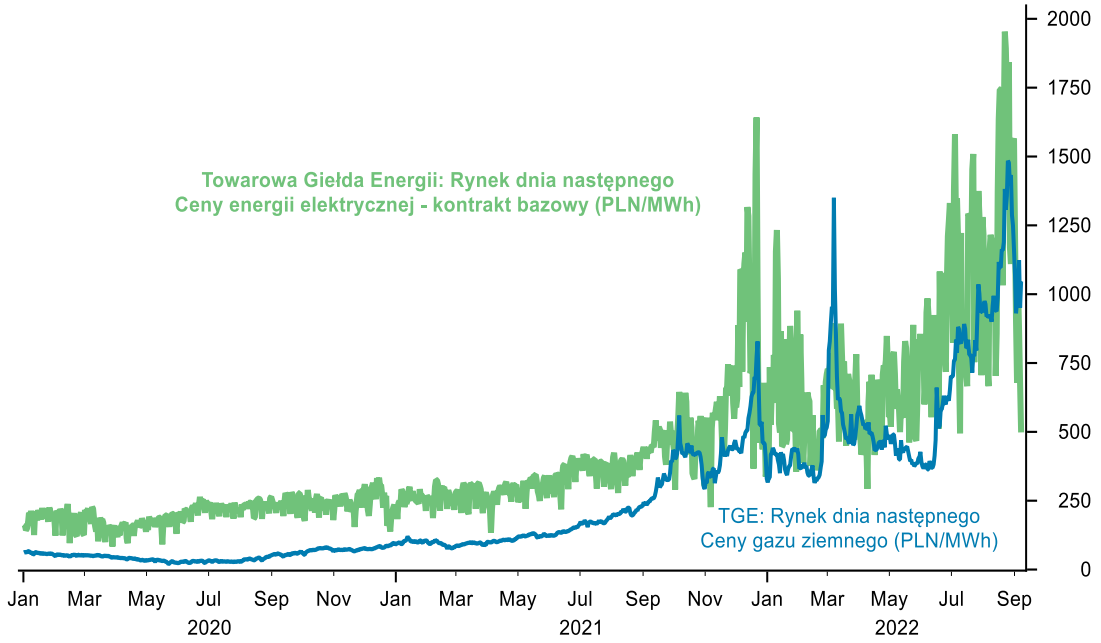


Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Skala spadku popytu na pracę będzie kluczowa dla perspektyw inflacji w średnim terminie. Im głębszy spadek aktywności tym szybciej można spodziewać, że inflacja znajdzie się pod kontrolą. W naszym scenariuszu bazowym inflacja będzie jednak jedynie stopniowo zwalniać wraz z odkręcaniem się spirali płacowo-cenowej.**

- **Nasza reguła kciuka mówi, że krajowa presja cenowa (deflator wartości dodanej) równa jest dynamice wynagrodzeń pomniejszonej o 3pp (trend produktywności w polskiej gospodarce).**

CENY ENERGII BĘDĄ DETERMINOWAĆ ŚCIEŻKĘ INFLACJI W PRZYSZŁYM ROKU



Inflacja i koszt fiskalny w 2023 roku w różnych scenariuszach podwyżki taryfy za gaz										
Taryfa (zł/MWh)	200	250	300	400	500	600	700	800	900	1000
Zmiana taryfy vs 2022 (%)	0%	25%	50%	100%	150%	200%	250%	300%	350%	400%
Koszt fiskalny (mld zł)	33,6	31,5	29,4	25,2	21	16,8	12,6	8,4	4,2	0
Wpływ na inflację CPI (pp)	0,0	0,3	0,6	1,2	1,8	2,4	3,0	3,6	4,2	4,8

*założenia: cena spot = 1000 zł/MWh, zużycie gospodarstw domowych = 42TWh, pozostałe komponenty rachunku za gaz bez zmian r/r

Inflacja i koszt fiskalny w 2023 roku w różnych scenariuszach podwyżki taryfy za prąd										
Taryfa (zł/MWh)	440	500	550	600	650	700	750	800	900	1000
Zmiana taryfy vs 2022 (%)	0%	14%	25%	36%	48%	59%	70%	82%	105%	127%
Koszt fiskalny (mld zł)	19	17	15,3	13,6	11,9	10,2	8,5	6,8	3,4	0
Wpływ na inflację CPI (pp)	0,0	0,4	0,7	1,0	1,3	1,6	1,9	2,2	2,8	3,4

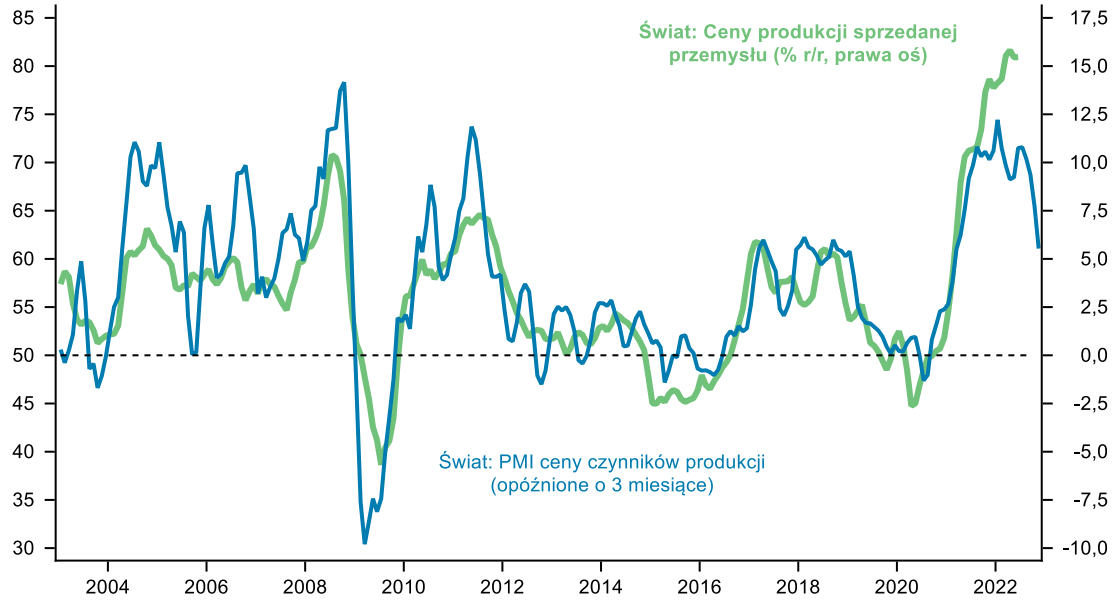
*założenia: cena spot = 1000 zł/MWh, zużycie gospodarstw domowych = 34TWh, pozostałe komponenty rachunku za prąd bez zmian r/r

Źródło: TGE, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Dla ścieżki inflacji CPI w krótkim terminie istotne będą decyzje Urzędu Regulacji Energetyki dotyczące taryf na gaz ziemny i energię elektryczną. Ceny na rynku hurtowym w sierpniu sugerowałyby przestrzeń nawet na trzycyfrowe wzrosty. Decyzje UE mogą jednak ograniczyć zakres ruchu w górę rynkowych cen.**

- **Sądzimy, że regulator będzie się starał ograniczyć uderzenie w portfele konsumentów. Będzie to z kolei najprawdopodobniej oznaczać konieczność skompensowania różnicy w cenach przez mechanizm fiskalny.**

ŚWIAT: SYGNAŁY DEZINFLACYJNE

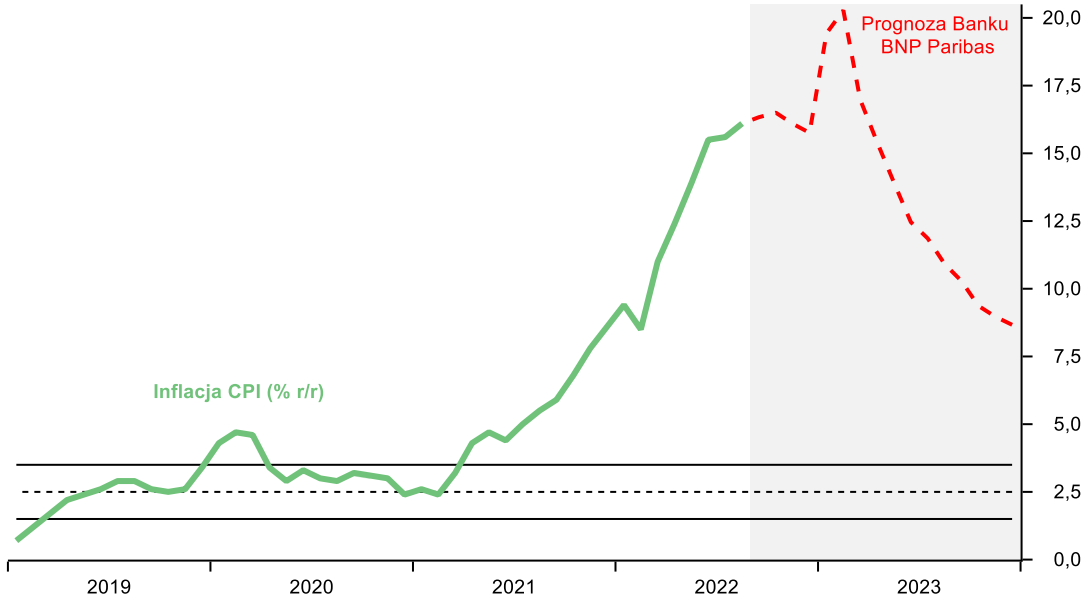


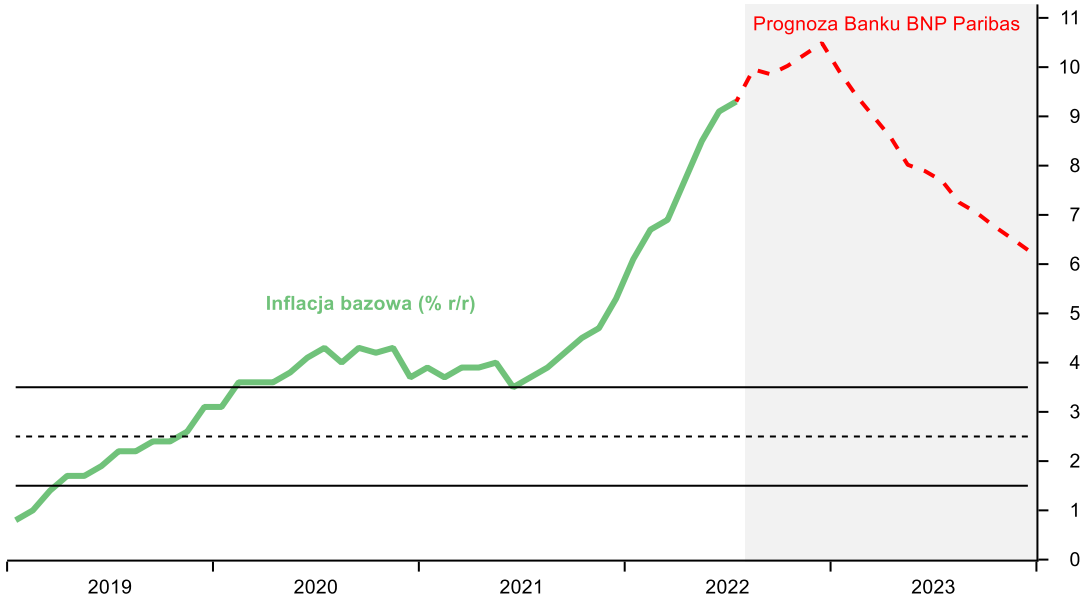
Źródło: Dallas Fed, Markit S&P, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **W gospodarce światowej widać sygnały dezinflacyjne związane ze słabnącym popytem na towary i towarzyszącym mu udrożnieniem łańcuchów logistycznych. Spadać zaczął czas dostaw raportowany przez producentów. Widać też spadek cen części surowców, w tym przede wszystkim ropy naftowej, co zmniejsza presję kosztową.**

- **W ostatnich tygodniach silnie obniżyły się także ceny frachtu. Obecnie cena transportu kontenera na głównych morskich szlakach wynosi około 5500 USD i jest najniższa od maja 2021 roku.**

BANK BNP PARIBAS: PROGNOZY INFLACJI



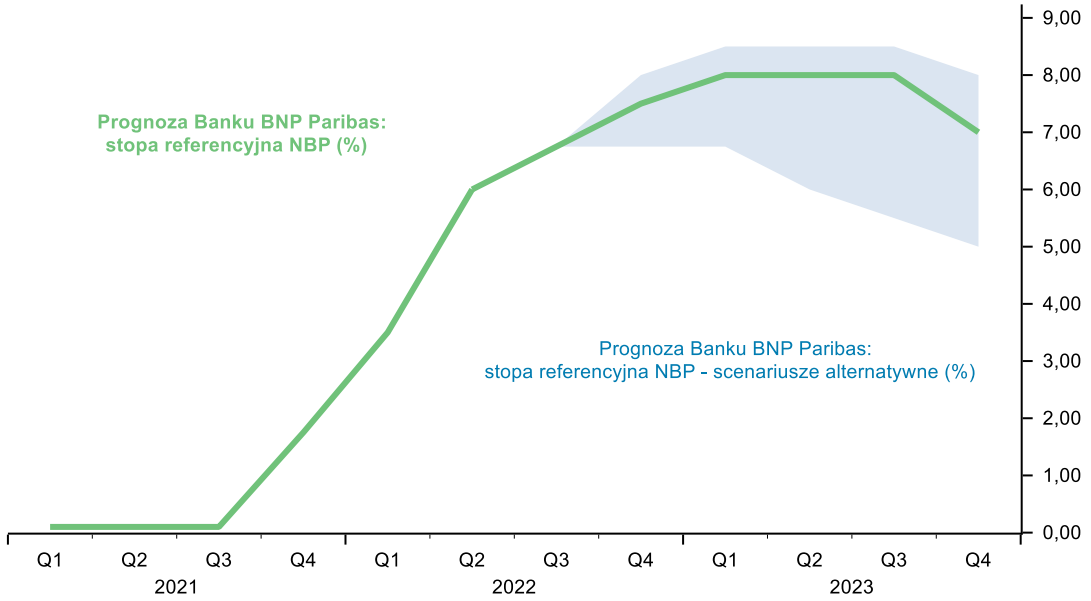


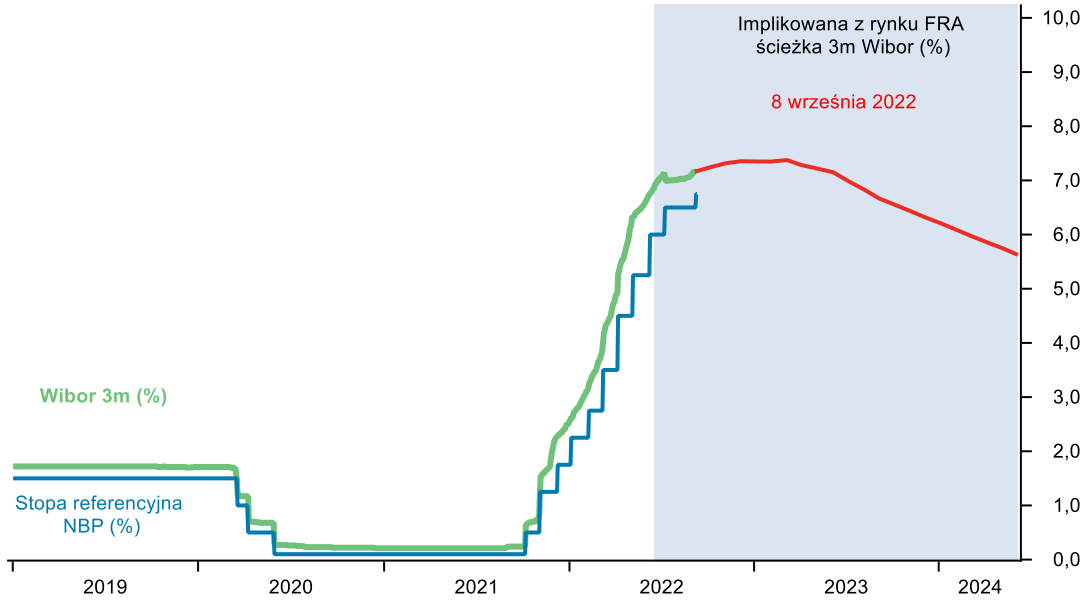
Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Prognozujemy, że inflacja CPI w Polsce wyniesie średniorocznie odpowiednio 14% i 13% w tym i przyszłym roku. Szacunki obarczone są dużą niepewnością ze względu na decyzje o taryfach. Na potrzeby prognoz punktowych przyjęliśmy, że cena zakupu gazu i energii elektrycznej dla gospodarstw domowych rośnie odpowiednio o 180% i 60%. Jeśli taryfy zostałyby kompletnie zamrożone przyszłoroczna inflacja wyniosłaby średniorocznie około 9%.**

- **Przewidujemy, że inflacja bazowa będzie przyspieszać do końca roku, a następnie rozpocznie stopniowy marsz w dół. Szacujemy, że inflacja z wyłączeniem cen energii, paliw i żywności na koniec przyszłego roku wyniesie około 6% r/r.**

POLSKA: TO NIE KONIEC PODWYŻEK STÓP PROCENTOWYCH



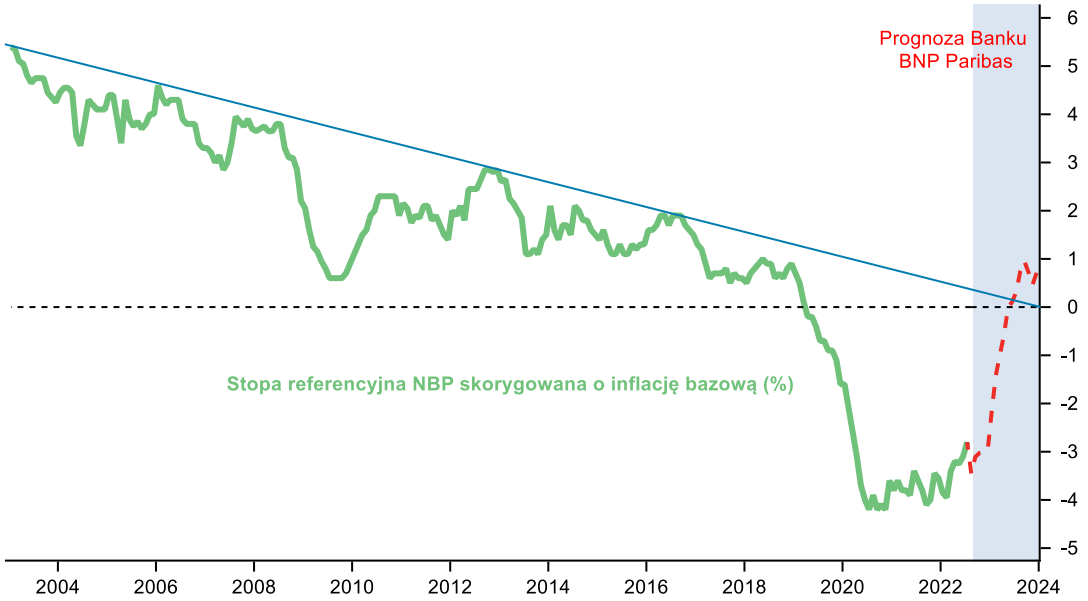


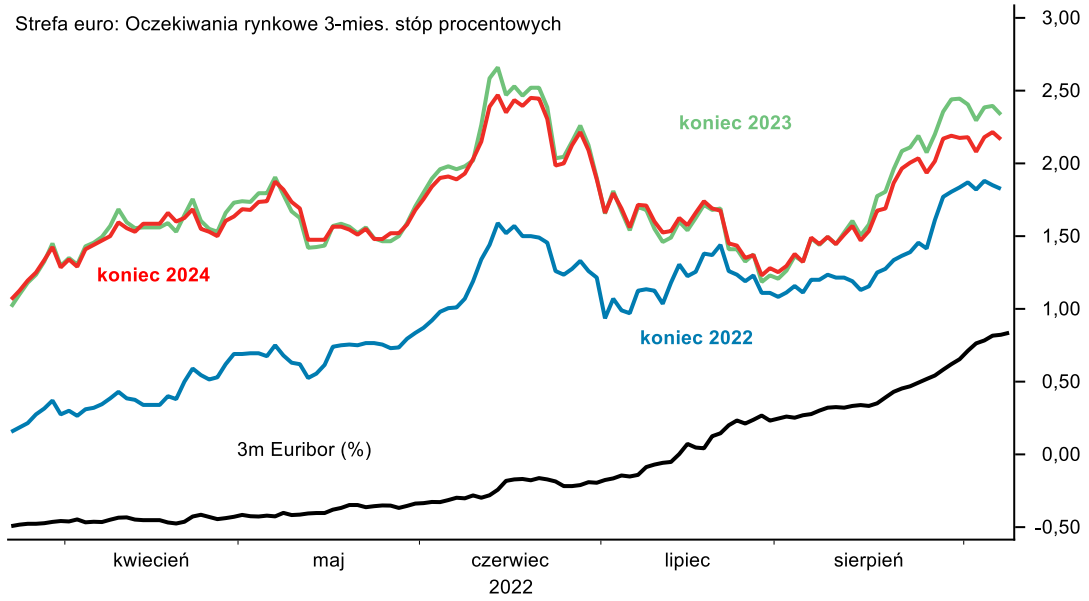
Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **W swoich ostatnich wystąpieniach Prezes NBP Adam Glapiński wskazywał, że zbliżamy się do końca cyklu podwyżek. W naszej ocenie jednak ryzyko odchylenia się inflacji od celu w średnim terminie będzie mocnym argumentem za tym, aby politykę pieniężną dalej zacieśniać, choć już w mniejszej skali i tempie.**

- **Sądzimy, że Rada po wrześniowej decyzji na jakiś czas przestawi się na tryb podnoszenia stóp procentowych o 25pb. W efekcie prognozujemy, ze na koniec roku stopa referencyjna NBP wyniesie 7,50%, a na koniec pierwszego kwartału 8%. Bilans ryzyka dla naszej prognozy skierowany jest jednak w stronę niższej ścieżki stóp procentowych.**

POLSKA: OBNIŻKI STÓP PROCENTOWYCH JESZCZE W 2023 ROKU?



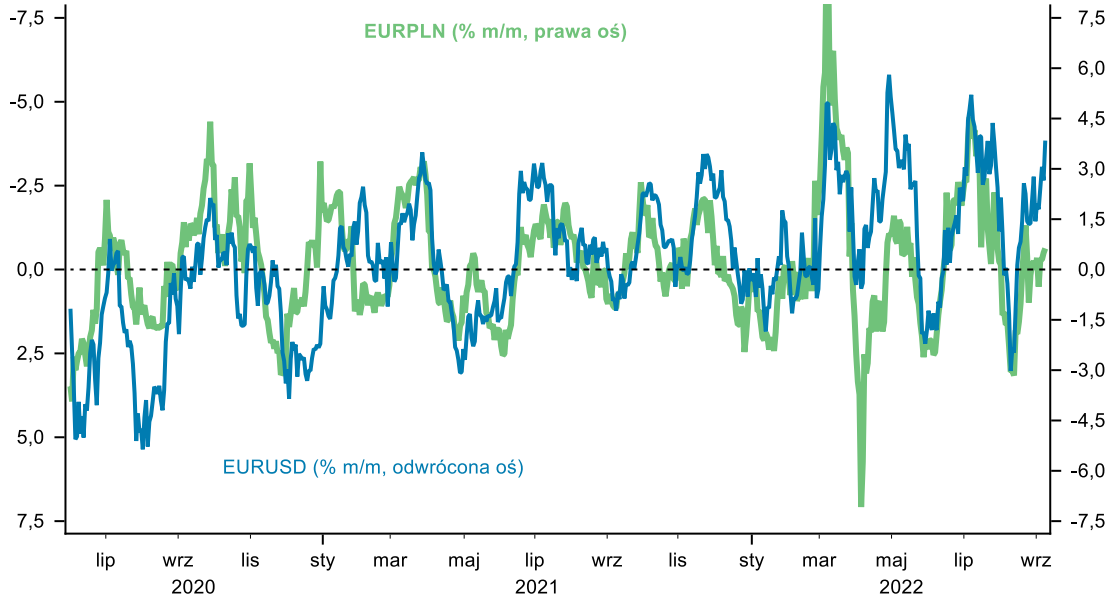


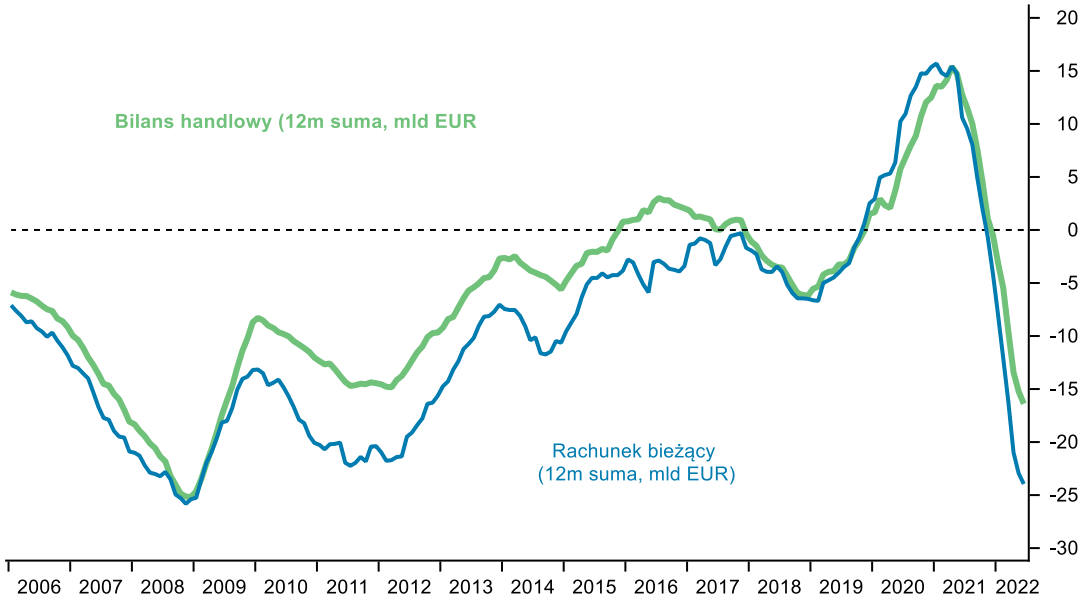
Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Po zacieśnieniu polityki pieniężnej na początku przyszłego roku sądzimy, że pod koniec roku pojawi się przestrzeń do obniżek, a stopa referencyjna spadnie do poziomu 7%. Będzie to związane przede wszystkim z wyhamowania inflacji bazowej. Większa restrykcyjność warunków monetarnych skłoni naszym zdaniem członków Rady do złagodzenia polityki pieniężnej.**

- **Skala przyszłorocznego (i późniejszego) luzowania poza czynnikami krajowymi będzie także w dużej mierze zależeć od polityki głównych banków centralnych.**

ZŁOTY ODPORNY ALE NA JAK DŁUGO?



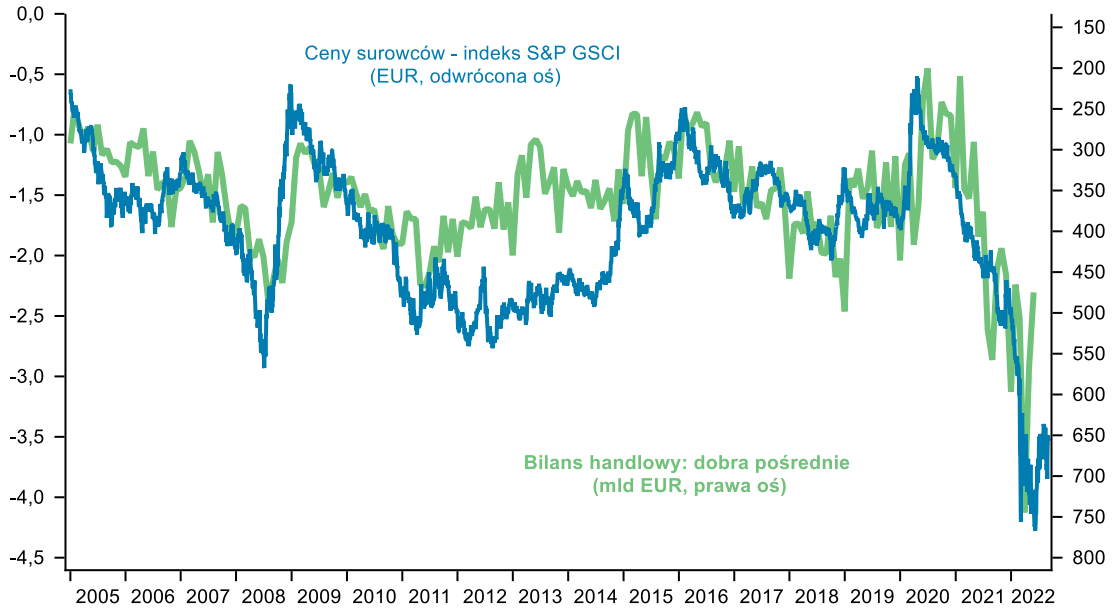


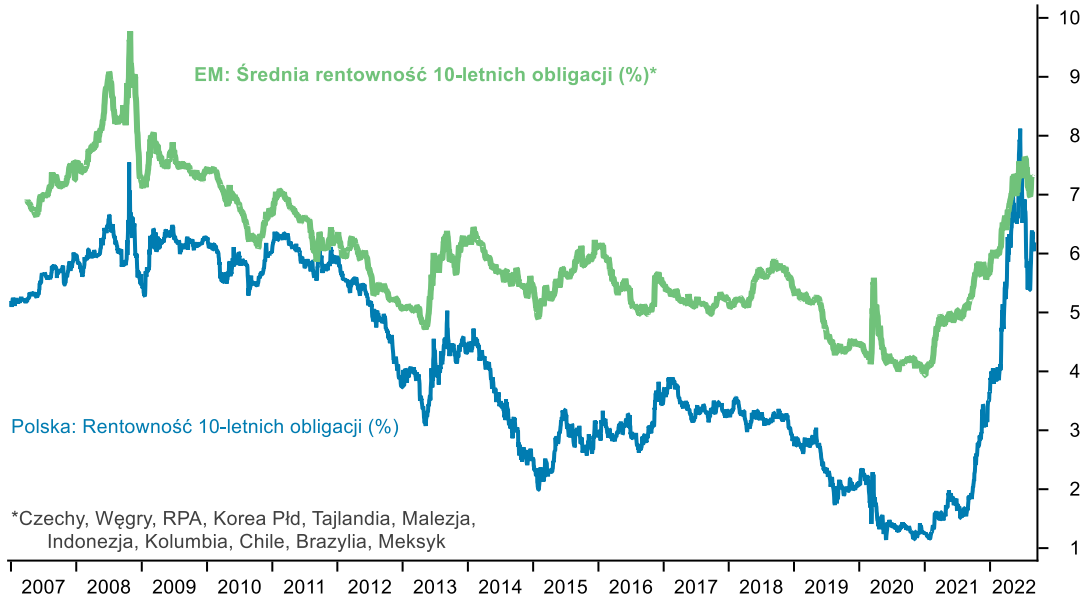
Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **W ostatnich tygodniach kurs złotego względem euro poruszał się w zakresie 4,70 – 4,80. Mimo spadku kursu EURUSD poniżej parytetu notowania PLN cechowała relatywna odporność. Decyzja Europejskiego Banku Centralnego o podwyżce stóp procentowych o 75pb poprawiła otoczenie dla polskiej waluty.**

- **Sądzimy jednak, że do końca roku polska waluta może znajdować się pod presją. Widmo recesji w Europie przy znaczącym deficycie handlowym może niekorzystnie oddziaływać na kurs złotego. Przewidujemy, że okresowo kurs EURPLN może zbliżyć się do tegorocznych maksimów.**

PLN: BILANS HANDLOWY I STOPY PROCENTOWE



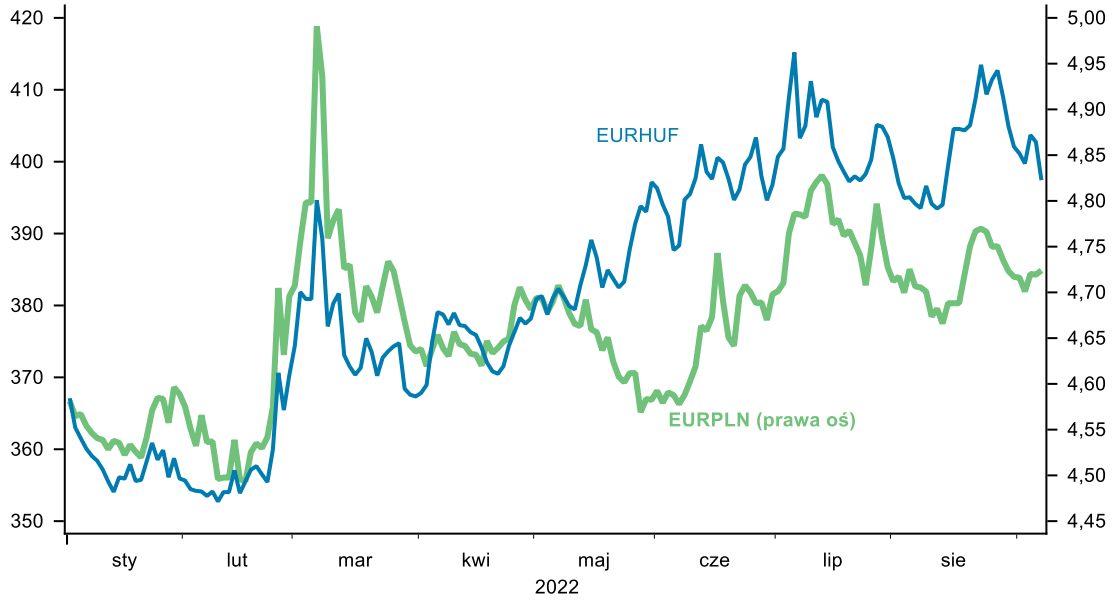


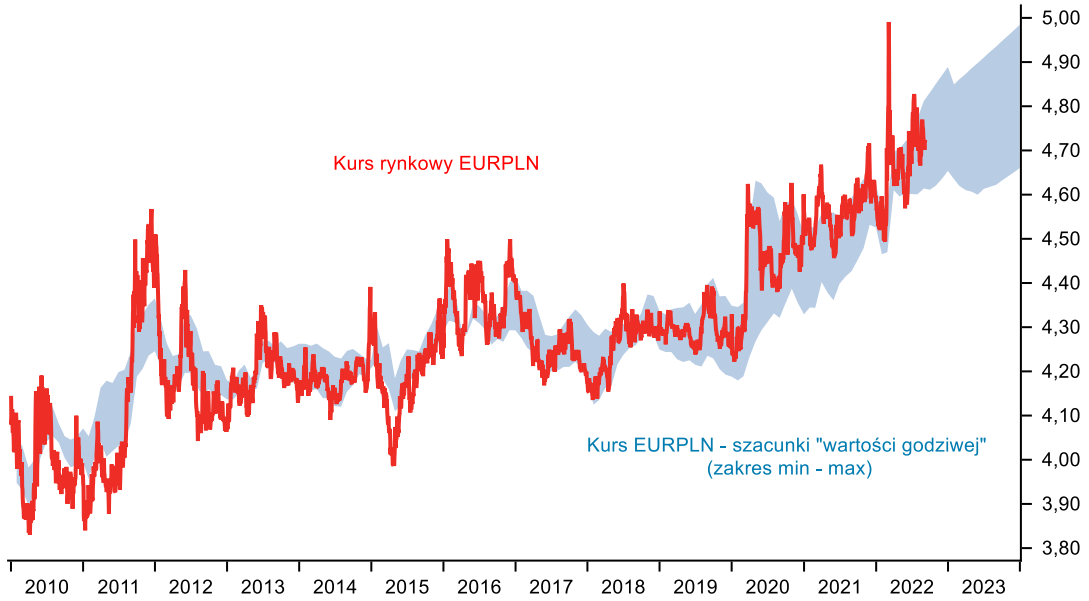
Źródło: S&P, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

- **Deficyt handlowy związany jest przede wszystkim z wyższymi cenami importu, w tym gazu ziemnego. Ostatnie dane wskazywały jednak na spadek importu dóbr pośrednich, co może wynikać z odwrócenia cyklu zapasów. Sądzimy jednak, że deficyt w wymianie handlowej pozostanie w najbliższych miesiącach znaczący.**

- **Korzystnie na walutę oddziaływać powinien wzrost stóp procentowych. Ewentualny zbyt wczesny gołębi zwrot Rady Polityki Pieniężnej może jednak ograniczać napływ kapitału portfelowego do Polski. Z tej perspektywy w najbliższym czasie istotne będą nie tylko decyzje, ale i komunikacja RPP.**

BRAK POSTĘPU W SPRAWIE KPO MOŻE CIĄŻYĆ POLSKIEJ WALUCIE





Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

- **W ostatnich miesiącach kurs złotego kształtowany był także pod wpływem oczekiwań, co do osiągnięcia porozumienia z Komisją Europejską w sprawie Krajowego Planu Odbudowy. W ostatnim czasie prawdopodobieństwo szybkiego kompromisu spadło. Widzimy więc ryzyko, że inwestorzy odwrócą się nieco od polskiej waluty, a złoty może podążyć ścieżką wyznaczoną w ostatnich miesiącach przez węgierskiego forinta.**

- **Nasze szacunki „wartości godziwej" kursu EURPLN wskazują, że powinien on w nadchodzących miesiącach poruszać się w zakresie 4,65 – 4,95.**

Osoby zaangażowane w sporządzenie rekomendacji: Michał Dybuła, Marcin Kujawski

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

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

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

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

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

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

BNP PARIBAS

Bank zmieniającego się świata