

Economia

Polonia

La contrazione del PIL nel 2020 (-2,7%), sebbene significativa, è stata meno grave della media UE (-6,1%) per via della politica economica, fortemente espansiva, che è stato possibile implementare grazie agli ampi margini di manovra consentiti dall'assenza di squilibri nei conti pubblici e nei conti con l'estero. PIL nel 1° trimestre 2021 ancora in territorio negativo ma in recupero.

- Nel 2020 il calo del PIL è stato del 2,7%. L'impatto dello shock economico prodotto dalla pandemia da COVID-19 è stato forte ma meno grave di quanto osservato in media nella UE (-6,1%) grazie alla **politica economica** ampiamente espansiva che è stata implementata dalle Autorità polacche.
- Il **PIL** si è contratto nel 1° trimestre 2021 dello 0,9% a/a, tuttavia in termini congiunturali è salito dell'1,1% e i principali indicatori economici evidenziano il graduale recupero dell'economia dall'inizio dell'anno. La produzione industriale, le vendite al dettaglio e l'export sono migliorati progressivamente nel corso del primo trimestre. Ad aprile l'Economic Sentiment Indicator è salito al massimo degli ultimi quattordici mesi segnalando il proseguimento della fase ciclica positiva. Se la campagna vaccinale proseguirà come pianificato, e consentirà di continuare ad alleggerire le **misure di contenimento**, è atteso che il PIL si sia portato su un trend positivo nel 2° trimestre spingendo la crescita economica al 4,4% nel 2021 e al 4,8% nel 2022 (previsioni di marzo 2021). La ripresa sarà sostenuta oltre che dalla **domanda interna**, in particolare domanda per consumi privati ed investimenti, anche da quella **estera** che è attesa in progressivo rafforzamento. Una significativa spinta alla ripresa dell'economia arriverà dalla **politica economica**, attesa ancora espansiva, e dai **Fondi Europei** (il Multiannual Financial Framework e il Next Generation EU). I **rischi per le prospettive** sono elevati ma sostanzialmente bilanciati.
- L'**inflazione** è salita al 4,7% a maggio, dopo il 4,4% nel mese precedente. È stato il valore più alto dal settembre del 2020. I prezzi hanno accelerato per tutte le tipologie di beni e servizi nel paniere. La dinamica sostenuta dell'inflazione ha provocato uno spostamento del mood della Banca centrale verso un orientamento più restrittivo, ancorché cauto, dell'azione monetaria e non è escluso che il **tasso di policy** venga aumentato entro la fine dell'anno (a 0,25% nelle nostre previsioni) per tener ancorate le aspettative d'inflazione.
- L'assenza di squilibri nei conti pubblici e con l'estero ha consentito ampi margini di manovra alla politica fiscale che, nello scorso anno, insieme alla politica monetaria, è stata particolarmente espansiva per contrastare gli effetti economici negativi derivati dalle misure di contenimento adottate per contrastare la pandemia. Per il 2021 il Governo prevede un **deficit pubblico** al 3,3% del PIL, e nelle previsioni del FMI, il **debito pubblico** è visto salire al 58,1%.
- Il **saldo di conto corrente** (3,6% del PIL nel 2020) è atteso rimanere positivo anche quest'anno ed il prossimo grazie al significativo avanzo commerciale. L'**indebitamento estero** è inferiore al 60% del PIL, e la **posizione finanziaria internazionale netta** (PFIN), ancorché negativa (pari al 44% del PIL), risulta relativamente contenuta. Debito estero e PFIN non costituiscono elementi di fragilità finanziaria nei conti esteri nel medio termine perché, ad oggi, sull'orizzonte di previsione di medio periodo non sono attesi significativi disavanzi di conto corrente (-0,1% del PIL nel 2025, secondo le previsioni del FMI). Il **reserve cover ratio** (atteso in miglioramento al valore 2 nel 2021) è ampiamente superiore all'unità, quindi ben lontano dalla soglia critica di allerta per la disponibilità di liquidità in valuta estera.

2 luglio 2021

Focus

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

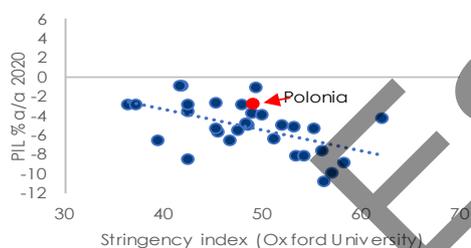
Antonio Pesce
Economista - CEE e SEE

Congiuntura e prospettive

Lo scorso anno, con i primi contagi da **COVID-19** registrati a inizio marzo, il Paese ha introdotto le misure di contenimento per contrastare la diffusione dell'infezione, quali ad esempio chiusure di scuole, università, ristoranti e tutti i punti vendita al dettaglio e servizi non essenziali, nonché divieti di grandi raduni, controlli alle frontiere e restrizioni ai viaggi. Queste misure sono state poi progressivamente allentate a partire da fine aprile 2020, in quattro step successivi, fino a maggio. Tuttavia, in risposta all'aumento delle infezioni tra la fine 2020 e l'inizio di quest'anno, a partire dal 27 febbraio 2021, diverse restrizioni, come ad esempio la chiusura dei centri commerciali e il trasferimento delle scuole alla modalità remota, sono state reintrodotte nelle regioni con la peggiore situazione pandemica. Dopo il picco di quasi 35.000 nuovi casi giornalieri di positività al COVID-19 raggiunto a fine marzo, la curva pandemica nel Paese ha iniziato a calare e attualmente si registrano meno di 2.000 nuovi casi giornalieri. Nel frattempo, le misure di contenimento per il contrasto alla diffusione del virus sono state ulteriormente allentate e a partire dal 28 maggio sono consentite le attività al chiuso, tra cui ad esempio le palestre e gli impianti sportivi, con il limite di 1 persona per 15mq.

Le misure per il contrasto alla pandemia introdotte a marzo dello scorso anno hanno fortemente pesato sulla dinamica economica nel 2° trimestre 2020, quando il **PIL** si è contratto del 9,0% t/t (dopo una contrazione dello 0,3% t/t nel 1° trimestre) per via del calo dei consumi privati e degli investimenti fissi. A seguito di un allentamento delle restrizioni, il PIL ha in parte recuperato nel 3° trimestre crescendo del 7,9% t/t, tuttavia, con il montare della seconda ondata, nel 4° trimestre l'economia ha segnato una nuova contrazione (-0,7% t/t). Complessivamente nel 2020 il calo del PIL è stato significativo (-2,7%), ma meno grave della media UE (-6,1%). Ad eccezione dei **consumi pubblici** e dell'**export netto**, i cui contributi alla dinamica del PIL sono stati rispettivamente di 0,6pp e di 1,0pp, tutte le altre componenti della domanda hanno espresso un contributo negativo. I **consumi privati** hanno sottratto 1,8pp alla dinamica del PIL, mentre il contributo degli **investimenti** lordi è stato di -2,6pp.

Dinamica del PIL vs Stringency Index



Fonte: Oxford University, elaborazioni Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche

PIL e contributi della domanda



Fonte: Istituto Nazionale di Statistica, elaborazioni Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche

Dal lato dell'offerta, tutti i settori produttivi hanno risentito delle misure di contenimento, soprattutto nel 2° trimestre 2020, quando le restrizioni alla mobilità sono state maggiormente stringenti e la dinamica tendenziale del valore aggiunto dell'intera economia è crollata a -8,2%. Nei mesi successivi, l'allentamento delle misure di contrasto al COVID-19 ha però in parte alleviato le restrizioni all'attività produttiva di alcuni settori, come ad esempio l'**industria** (escluse le costruzioni) la cui produzione è tornata su un trend positivo già nel 3° trimestre (3,1%), mentre per altri comparti produttivi, e cioè quelli più legati alla socialità e alla mobilità delle persone, il trend del valore aggiunto (V.A.) ha continuato a peggiorare. Nel **settore dell'arte e dell'intrattenimento** il V.A. è arrivato a crollare del 67% a/a nel T4 2020. Considerando l'intero anno, il calo di questo settore è stato del 44,9%. L'intrattenimento, la ristorazione e i servizi alberghieri, che rappresentano meno del 5,0% del V.A. totale, sono stati i comparti produttivi più duramente colpiti dalle restrizioni anti-COVID. Il V.A. del **settore industriale** (escluse le costruzioni), che nell'intero anno è calato dello 0,2%, ha sottratto 0,1pp alla dinamica del V.A. dell'intera economia, e l'apporto negativo del settore del **commercio e dei trasporti** (in contrazione del

3,7%) è stato di 1,5 pp. I contributi di quasi tutti i rimanenti settori sono stati negativi e compresi nell'intervallo di -0,4pp (del settore **finanza e assicurazione**) e -0,1pp (**agricoltura, silvicoltura, pesca**). I pochi settori a fare eccezione e ad esprimere contributi positivi sono: **pubblica amministrazione** e **salute** (0,4pp), **ICT** (0,1pp) e **real estate** (0,1pp).

Valore Aggiunto settoriale

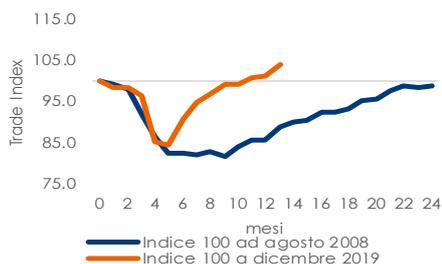
Settori	Quota (%)	Valore Aggiunto* (% a/a)						Contributo al Valore Aggiunto totale (in pp)					
		2019	1T20	2T20	3T20	4T20	2019	2020	1T20	2T20	3T20	4T20	2019
Agri. silvic. pesca	2,0	-2,6	-4,8	-2,8	-1,7	-0,8	-3,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Ind. (ex. costruz.)	24,8	0,1	-12,6	3,1	6,1	3,0	-0,2	0,0	-2,8	0,7	1,7	0,7	-0,1
Costruzioni	8,0	4,3	-0,4	-9,5	-5,3	-0,3	-3,7	0,2	0,0	-0,9	-0,5	0,0	-0,3
Com. tras. rist./all.	25,2	1,1	-16,3	-3,8	-7,1	4,3	-6,4	0,3	-4,0	-1,0	-1,7	1,1	-1,6
ICT	5,6	2,5	2,2	4,0	1,7	7,9	2,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1
Finanza e assicur.	5,5	6,2	-7,6	-16,4	-12,4	10,1	-7,7	0,3	-0,5	-0,9	-0,6	0,5	-0,4
Attività immob.	5,2	3,8	0,2	0,0	1,3	16,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,8	0,1
Professioni	8,5	3,0	-3,4	-1,2	-0,2	6,5	-0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,5	-0,1
Am. pub. e salute	13,0	4,3	3,0	2,6	2,7	3,9	3,2	0,6	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4
Arte intrattenim.	2,1	-1,8	-45,1	-43,4	-66,6	5,1	-44,9	0,0	-1,0	-0,7	-1,9	0,1	-1,0

Nota: * In volume (2010), valori concatenati, mln in valuta locale. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche su dati Eurostat classificazione NACE Rev2

Passando all'anno in corso, **il PIL è rimasto su un trend negativo nel 1° trimestre (-0,9%)**. I consumi finali sono cresciuti dello 0,6% (di cui quelli delle famiglie dello 0,2%) e gli investimenti fissi lordi sono aumentati dell'1,3%. Positivo il contributo delle variazioni delle scorte (0,3 punti percentuali), mentre si registra un impatto negativo delle esportazioni nette sulla crescita economica (-1,9 punti percentuali). Su base trimestrale destagionalizzata, il PIL è aumentato dell'1,1% e i principali indicatori economici evidenziano il graduale recupero dell'economia dall'inizio dell'anno. La **produzione industriale** è aumentata del 7,9% nel primo trimestre rispetto al corrispondente periodo del 2020. A spingere l'indice è stato il dato di marzo, quando cioè il tasso di crescita è stato del 18,9% a/a (dopo il 2,7% di febbraio e lo 0,9% a gennaio), con tutti i comparti produttivi su un trend positivo e in progressivo miglioramento. Ad aprile, per via del forte effetto base, la produzione è saltata al 44% a/a, e poi a maggio al 29,8%. Le **vendite al dettaglio**, ancora su trend negativo a gennaio (-60%) e febbraio (-5,0%), sono salite del 15% a/a a marzo, ed hanno proseguito la loro corsa ad aprile e maggio (17,1% e 25,7%, rispettivamente). Le **esportazioni** polacche, che sono tornate ai livelli pre-COVID-19 già a luglio del 2020, a febbraio sono cresciute di oltre il 10% a/a e a marzo sono balzate del 27,3% a/a. Il **PMI** manifatturiero è salito al massimo storico di 59,4 a giugno 2021, da 57,2 del mese precedente e ben al di sopra delle aspettative di mercato di 57,0, segnalando un forte rimbalzo della produzione manifatturiera. I nuovi ordini sono aumentati per il settimo mese consecutivo, inoltre il tasso di creazione di posti di lavoro è stato il più forte da aprile 2017. Secondo la survey, sul fronte dei prezzi, i costi di input e output sono aumentati a tassi record.

Il contesto **economico internazionale** è previsto in miglioramento nei prossimi mesi. Nelle principali economie mondiali la campagna vaccinale ha mantenuto un buon ritmo, e forti **stimoli di politica monetaria e fiscale** sono stati implementati negli USA con il programma "American Jobs Plan" (USD 2,3 tln), con "American Family Plan" (USD 1,8 tln), ed anche nell'UE con il "Next Generation EU" (euro 750 bln) e il "Multiannual Financial Framework 2021-2027" (euro 1,8 tln). La resilienza economica mostrata dalla Cina, il cui PIL è cresciuto anche nel 2020 (2,3%), ha dato un forte impulso al **commercio mondiale, come mostrato dal World Trade Index che, già dopo circa 4 mesi dall'esplosione della pandemia, ha iniziato la fase di recupero, e dopo circa 10 mesi è tornato su livelli pre-pandemici**. Sulla base di questi elementi, e supponendo che i piani vaccinali proseguano come pianificato e che eventuali nuovi focolai restino contenuti, il FMI prevede una ripresa dell'economia globale nel 2021 e un consolidamento nel 2022 (6,0% e 4,4% rispettivamente). L'Istituto di Washington da un lato non esclude l'eventualità di una risposta dell'economia all'allentamento delle misure di contenimento che sia migliore delle attese e, dall'altro, cita anche i rischi verso il basso derivanti dall'eventuale diffusione di nuove varianti del virus e possibili accelerazioni del numero delle infezioni da COVID-19.

Indice del commercio mondiale



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche, su dati Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Miglioramento atteso nel contesto internazionale

PIL % a/a	2020	2021	2022
Area euro	-6.6	4.4	3.8
USA	-3.5	6.4	3.5
UK	-9.9	5.3	5.1
JP	-4.8	3.3	2.5
Cina	2.3	8.4	5.6
Unione Europea	-6.1	4.4	3.9
Mondo	-3.3	6.0	4.4

Fonte: FMI, WEO aprile 2021

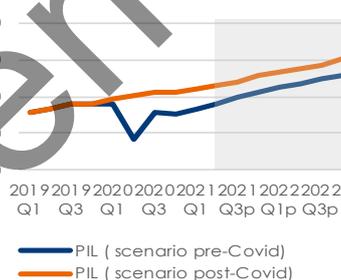
In prospettiva, in Polonia, se la campagna vaccinale proseguirà come pianificato e consentirà di alleggerire le misure di contenimento senza pregiudicare il contrasto alla pandemia, si prevede che il PIL potrà portarsi su un trend positivo nel 2° trimestre spingendo la crescita economica al 4,4% nel 2021 e al 4,8% nel 2022 (previsioni di giugno 2021). Queste previsioni sono fondate su diversi fattori, alcuni dei quali esterni al Paese, ma altri interni. Da un lato, con l'atteso miglioramento del contesto internazionale, la **domanda estera** potrà fornire un significativo impulso alla ripresa dell'economia polacca anche se il contributo netto atteso, per via della ripresa delle importazioni, sarà di 0,9pp nel 2021 e di -0,6pp nel 2022; dall'altro si prevede che, grazie alle politiche economiche ampiamente espansive, con il graduale superamento della pandemia anche la ripresa della domanda interna per **consumi finali** (contributi al PIL di 3,0pp nel 2021 e nel 2022) e quella per **investimenti** (0,4pp e 2,2pp) costituiranno importanti driver della crescita economica polacca.

Dinamica del PIL polacco



Nota: (p) previsioni Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche. Fonte: Istituto Nazionale di Statistica

Profilo del PIL polacco

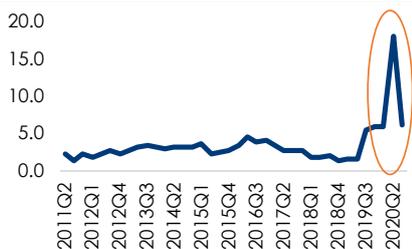


Nota: (p) previsioni Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche; PIL reale, dest. Fonte: Istituto Nazionale di Statistica

Un forte sostegno alla ripresa dei consumi delle famiglie potrà arrivare dalla normalizzazione della **propensione al risparmio**. Nel 2° trimestre del 2020, durante la fase più dura del lockdown, il tasso di risparmio delle famiglie è balzato oltre il 18% per poi in parte ritracciare al 6,0% nel 3° trimestre e rimanere ampiamente superiore alla media calcolata sul quinquennio precedente la pandemia (3,2%). È atteso che il tasso di risparmio torni verso il valore medio, e cioè che la propensione al consumo aumenti, favorendo la spesa per consumi delle famiglie. Un'ulteriore spinta ai consumi potrà arrivare dall'impiego di quella parte di risparmi che le famiglie hanno realizzato durante la pandemia ma che avrebbero evitato di accumulare se non ci fossero state le restrizioni dettate dalle misure anti COVID-19. L'incremento del **tasso di disoccupazione** durante l'anno in corso (al 4,9% nelle previsioni del FMI) penalizzerà i consumi; tuttavia questo effetto sarà solo transitorio perché si prevede un miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro già dal prossimo anno con la disoccupazione in calo al 4,5%. Il Paese ha realizzato importanti riforme nel mercato del lavoro rendendolo più efficiente e migliorando l'incontro tra domanda ed offerta. Il rapporto tra il tasso percentuale di posti di lavoro vacanti e il tasso di disoccupazione è infatti migliorato notevolmente negli ultimi anni, come segnalato dalla curva di Beveridge.

Si attende che i **fondi strutturali e di investimento dell'UE** continueranno a fornire un'importante supporto agli investimenti nell'orizzonte di previsione 2021-22. Nell'ambito del bilancio pluriennale 2014-20 la Polonia ha ottenuto FSI per un totale di circa 55 mld di euro (tasso di assorbimento del 63,3%, superiore alla media UE del 59%). Per il periodo 2021-27 sono stati stanziati circa 106 mld di euro nell'ambito del MMF a cui si aggiungono per quest'anno circa 30 mld del programma NGEU¹ (di cui 23,9 sono relativi al piano di Recovery and Resilience Facility che saranno assegnati sulla base del National Recovery and Resilience Plan consegnato alla Commissione Europea (CE) a inizio maggio (si veda il paragrafo successivo).

Tasso di risparmio delle famiglie



Fonte: Eurostat

Curva di Beveridge



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche, su dati Eurostat

I **prezzi al consumo** della Polonia sono aumentati del 4,7% su base annua a maggio, dopo un aumento del 4,4% nel mese precedente. È stato il valore più alto dal settembre del 2020. I prezzi sono rimbalzati in modo significativo per tutte le componenti del paniere, soprattutto relativamente ai trasporti e all'energia. La **Banca centrale** di Polonia prevede che nei prossimi mesi la pressione inflazionistica possa salire ancora per via dell'accelerazione prevista della domanda per consumi delle famiglie e a causa del recupero atteso del prezzo dell'energia; tuttavia l'aumento è previsto transitorio e l'inflazione dovrebbe tornare all'interno del corridoio target già entro la fine dell'anno in corso, portando la media in prossimità del 3,5% nel 2021 e del 3,0% nel 2022.

Inflazione e target della Banca Centrale



Fonte: Refinitiv-Datastream e Banca centrale di Polonia

Inflazione core, alimentari, bevande e tabacco



Fonte: Refinitiv-Datastream

I **rischi per le prospettive sono ancora elevati ma sostanzialmente bilanciati**. L'evoluzione della situazione epidemiologica nonché l'efficienza e l'efficacia dei programmi di vaccinazione potrebbero risultare migliori o peggiori di quanto ipotizzato nello scenario centrale di queste previsioni. Le previsioni potrebbero sottostimare la propensione delle famiglie a spendere, oppure il desiderio dei consumatori di mantenere livelli elevati di risparmio precauzionale. Le ripercussioni delle difficoltà delle imprese sul mercato del lavoro e sul settore finanziario potrebbero rivelarsi

¹ La CE stima che il contributo del NGEU alla crescita del PIL nell'UE sarà di circa 1,2pp nel biennio di previsione 2021-22.

peggiori del previsto. Una crescita mondiale più forte/debole, in particolare nell'area euro, potrebbe produrre sull'economia polacca effetti più/meno positivi di quanto previsto.

Contabilità nazionale, PIL e componenti della domanda (var. %)

	2018	2019	2020	2021	2022
PIL reale	5,1	4,1	-2,7	4,4	4,8
Consumi privati	4,3	4,1	-3,1	3,7	4,0
Consumi pubblici	3,8	5,9	3,4	5,1	4,0
Investimenti	9,8	7,6	-7,3	2,1	11,6
Scorte e res. (contributo alla crescita PIL %)	0,5	-1,3	-1,2	0,1	0,2
Esportazioni nette	-2,3	31,8	22,9	19,6	-14,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo con modello Oxford Economics

Contributi delle componenti della domanda alla dinamica del PIL (in punti percentuali)

	Quote* (% PIL)	2018	2019	2020	2021	2022
PIL reale		5,1	4,1	-2,7	4,4	4,8
Variazione delle scorte e res. statistico	1,7	0,5	-1,3	-1,2	0,1	0,2
Consumi privati	57,4	2,4	2,1	-1,8	2,1	2,3
Consumi pubblici	17,4	0,7	0,9	0,6	0,9	0,7
Investimenti	18,9	1,6	1,3	-1,4	0,4	2,2
Saldo commerciale	4,6	-0,1	1,1	1,0	0,9	-0,6

Nota: * 2019. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo con modello Oxford Economics

Esempio

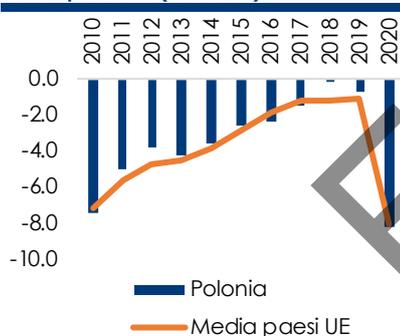
Governo dell'economia

Lo scorso anno, le misure fiscali direttamente riconducibili al contrasto degli effetti economici dovuti alla pandemia (maggiori spese e rinuncia alle entrate fiscali) sono state circa il 7,7% del PIL (nelle stime del FMI), tra le più alte dell'UE, dove la percentuale è stata mediamente del 6,0% circa. A queste misure si sono poi aggiunte garanzie pubbliche in favore di finanziamenti ai privati per un valore pari al 5,4% del PIL. Un margine di manovra così ampio per la politica economica è stato possibile grazie all'assenza di squilibri nei conti pubblici. Il contenuto **deficit pubblico**, che dal 2015 al 2019 è stato inferiore al 3,0% del PIL e in progressivo calo, ha consentito di far scendere il **debito pubblico** rispetto al PIL al 45,7% nel 2019 mantenendolo sotto la media della UE (63,4%). Ovviamente lo scorso anno c'è stato un balzo del deficit di bilancio (8,2% del PIL) con un incremento del debito al 57,7%, che tuttavia è rimasto inferiore alla media UE (75%).

Tra le **principali misure economiche** adottate lo scorso anno per contrastare la pandemia, ed ancora in vigore, ci sono i sussidi ai lavoratori nel caso di sospensione parziale o totale dell'orario di lavoro, la sospensione dei contributi sociali, l'incremento dei sussidi di disoccupazione e il piano PFR per il sostegno alla liquidità delle imprese. Per l'anno in corso, il Governo prevede un deficit pubblico al 3,3% del PIL. Nelle previsioni del FMI, l'indebitamento pubblico è visto salire al 58,1%.

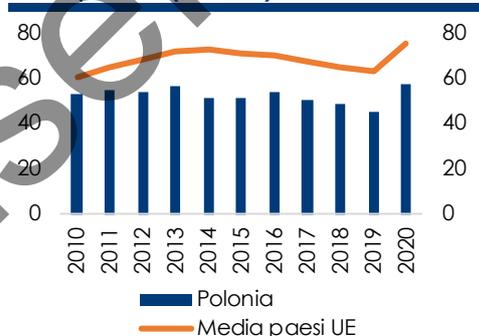
Il 3 maggio scorso la Commissione Europea ha ricevuto il **Piano di Ripresa e Resilienza** dalla Polonia. Il Paese ha chiesto un totale di 23,9 miliardi di euro in sovvenzioni e 12,1 miliardi di euro in prestiti. Il piano polacco è strutturato intorno a cinque pilastri per la resilienza dell'economia: ambiente imprenditoriale, innovazione e mercato del lavoro, energia verde, trasformazione digitale, trasporto sostenibile. In particolare, il programma di investimenti e riforme di Varsavia prevede misure per migliorare la qualità dell'aria, l'efficienza energetica degli edifici, lo sviluppo delle energie rinnovabili, il trasporto a emissioni zero e l'accesso alla banda larga. La Commissione Europea, qualora dovesse accogliere il piano della Polonia, erogherebbe i fondi del Next Generation EU entro l'estate.

Deficit pubblico (% del PIL)



Fonte: Eurostat, Ministero delle Finanze

Debito pubblico (% del PIL)



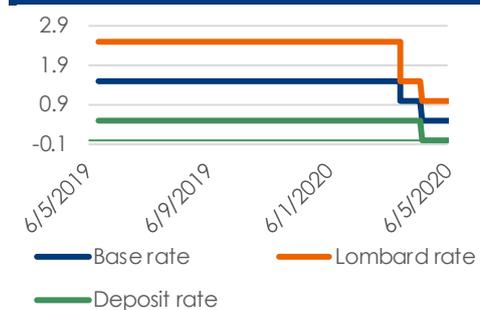
Fonte: Eurostat, Ministero delle Finanze

Lo scorso anno, un significativo sostegno all'economia è stato fornito, oltre che dalle misure fiscali, anche dalla **politica monetaria** espansiva che è stata implementata dalla Banca centrale polacca (NBP) per favorire la liquidità nel sistema economico e per tenere basso il costo dei finanziamenti. Nel 2020, il tasso di policy è stato ridotto di 140pb da 1,5% a 0,1% con tre distinti interventi (50pb sono stati tagliati a marzo, altri 50pb ad aprile e 40pb a maggio) e il coefficiente di riserva obbligatoria richiesto alle banche commerciali è stato portato a 0,5% dal 3,5%. Nell'ultima riunione del Board il tasso di policy è stato lasciato a 0,1%, tuttavia la dinamica sostenuta dell'inflazione ha indotto uno spostamento del *mood* della Banca centrale verso un orientamento più restrittivo, ancorché cauto, dell'azione monetaria e non è escluso che il tasso di policy venga aumentato entro la fine dell'anno (a 0,25% nelle nostre previsioni) per tener ancorate le aspettative d'inflazione. In occasione dell'ultima riunione, l'Autorità monetaria ha anche ribadito l'importanza dello strumento di policy «*quantitative easing*». La NBP continuerà ad acquistare titoli di stato sul mercato secondario con lo scopo di rafforzare il meccanismo di

trasmissione della politica monetaria, per contenere i rendimenti a medio e lungo termine e garantire la liquidità sui mercati secondari.

I tassi di interesse a breve termine sono ancora ai minimi storici (0,2%) per via del persistere delle condizioni monetarie espansive. Relativamente alle scadenze su orizzonti temporali più lunghi, seguendo l'incremento del rendimento del Bund, e con un aumento di circa 30pb dello spread, il rendimento del decennale è salito a 1,8% da 1,2% dall'inizio di quest'anno.

Tassi di policy



Fonte: Banca Centrale di Polonia

Curva dei rendimenti



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Esempio

Conti con l'estero

Nel 2019 il **saldo di conto corrente** è passato in territorio positivo a 0,5% del PIL, contro una media di -0,8% dei due anni precedenti, grazie al miglioramento del saldo della **bilancia commerciale** (al 4,7% del PIL dal 3,4%) e al minor deficit del **conto dei redditi** in percentuale del PIL (-3,8% da -4,1%).

Il miglioramento del conto corrente è proseguito anche lo scorso anno. Nel 2020 le esportazioni hanno registrato un brusco rallentamento (a 1,3% a/a, dall'8,4% a/a dell'anno precedente), tuttavia con la contrazione delle importazioni (-2,8% a/a) l'export nominale netto è salito al 6,8% del PIL. Il miglioramento della bilancia commerciale, insieme con una riduzione del deficit del conto dei redditi (del 22% circa), riflesso dei minori profitti delle società straniere in Polonia, hanno rafforzato l'avanzo di conto corrente che è salito al 3,6% del PIL.

Per l'anno in corso si prevede che il saldo di conto corrente resti ancora positivo sebbene in calo all'1,7% del PIL, secondo le previsioni del FMI. Si prevede un rimbalzo delle esportazioni del 14% grazie ad un effetto base favorevole e per via dell'aumento atteso della domanda estera che sarà alimentata dal recupero economico previsto per i principali partner commerciali, come ad esempio la Germania. Per quest'ultima, che importa oltre il 25% delle esportazioni polacche, la CE prevede una crescita del PIL del 3,4% quest'anno. Anche le importazioni sono previste in forte crescita nel 2021 (15% circa) per via del rafforzamento della domanda per consumi ed investimenti atteso in Polonia.

Bilancia dei pagamenti

Milioni di euro	2018	2019	2020	Gen.- Feb. 2021
Saldo corrente	-6.518	2.611	18.538	4.960
Beni	-6.219	1.204	12.392	1.862
Servizi	21.259	23.647	23.518	4.808
Redditi	-21.558	-22.240	-17.372	-1.710
Saldo dei capitali	10.423	10.544	12.619	1.801
Saldo finanziario	1.173	7.852	22.416	5.279
IDE	-12.854	-8.538	-7.387	-3.038
Portafoglio	3.731	10.964	7.128	2.486
Altri invest.	5.142	-2.820	7.713	-3.243
Derivati	-1.074	-964	-953	-231
Riserve	6.228	9.210	15.915	9.305
Discr. Statistica	-2.732	-5.303	-8.741	-1.482

Fonte: Banca centrale; sistema contabile BPM6

Posizione finanziaria estera dicembre 2020

Milioni di euro	Attività	Passività
Riserve	125.622	
FDI	62.662	243.568
Portafoglio	29.620	121.173
Derivati	6.447	5.920
Altri Investimenti	55.011	131.363
Totale	279.362	502.024
Posizione finanziaria netta	-222.662	
Debito lordo	302.987	
Reserve cover ratio	1,9	

Fonte: Banca centrale

Lo scorso anno, risorse finanziarie sono affluite dall'estero tramite il **conto dei capitali**, il cui saldo netto è rimasto positivo. Il **conto finanziario** è invece passato in territorio negativo perché l'afflusso netto di investimenti diretti esteri è stato superato dal disavanzo del conto degli investimenti di portafoglio ed altri investimenti. Nel complesso la bilancia dei pagamenti ha registrato un avanzo di quasi 16 mld di euro.

Il **debito estero**, sceso nel 2019 al 59,4% del PIL dal 61,7% del 2018, è calato ulteriormente nel 2020 a 57,9% del PIL (circa 303 mld di euro). Lo scorso anno l'indebitamento estero pubblico, pari al 35,9% del totale, è sceso del 5,6% rispetto all'anno precedente, mentre quello privato si è ridotto del 3,1%. A guidare il calo dell'indebitamento nel settore privato, con un contributo di 2,6pp, è stato il settore privato escluse le istituzioni monetarie/finanziarie, mentre queste ultime hanno contribuito per 0,3pp, e la parte restante (0,2pp) è dovuta al calo dei prestiti interaziendali. Per l'anno in corso il FMI prevede che il debito estero possa calare ancora in percentuale del PIL, seppur lievemente, a circa 57,5%.

La **posizione finanziaria internazionale netta** (PFIN), ancorché negativa, è migliorata lo scorso anno portandosi a quasi 223 mld di euro (da 266 mld a dicembre 2019) e cioè al 44% del PIL. Per

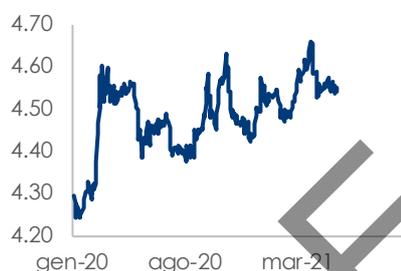
l'anno in corso la PFIN è attesa ancora in lieve miglioramento (a circa il 40% del PIL nelle previsioni del FMI). Si prevede che la PFIN, pur rimanendo negativa, continui a migliorare nei prossimi anni grazie alle buone prospettive di crescita dell'economia polacca. Il FMI prevede che il saldo corrente possa essere negativo e pari solo allo 0,1% del PIL nel 2025; comunque, seppure ipotizzassimo un deficit corrente nel medio/lungo periodo prudenzialmente più ampio di quanto previsto dal FMI, ad esempio 1,5% del PIL, la posizione finanziaria internazionale netta, sebbene ancora negativa, migliorerebbe in ogni caso in maniera significativa e si stabilizzerebbe sotto il 25% del PIL². Al momento non si evidenziano quindi criticità nella sostenibilità dei conti con l'estero.

Su un orizzonte di breve periodo il **reserve cover ratio**, vale a dire il rapporto tra riserve in valuta e l'aggregato pari alla somma di debito in scadenza e disavanzo di parte corrente (che fornisce il fabbisogno finanziario estero a breve termine del Paese) è stimato superiore al valore 1, che rappresenta la soglia di allerta per la liquidità estera del Paese (1,8 stimato nel 2020 sui dati del FMI), e atteso nel 2021 in miglioramento a 2 (previsione su dati del FMI).

Dall'inizio della pandemia lo **Zloty** polacco si è deprezzato ed è salito da 4,34 Zloty contro l'euro di febbraio 2020 agli attuali 4,52, passando per il picco di 4,67 segnato ad aprile scorso. Nonostante il saldo positivo del conto corrente, hanno pesato sul cambio polacco le incertezze sull'evoluzione della pandemia e le sue implicazioni economiche.

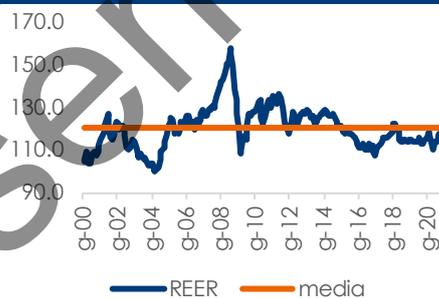
Il tasso di **cambio effettivo reale** (117,4) risulta attualmente inferiore alla media di lungo periodo³ (121,1) e, al di là della fisiologica volatilità che può caratterizzare il profilo del cambio, si attende che il tasso di cambio nominale si apprezzi nel medio termine (intorno a 4,48 come fine periodo nel 2022), agevolando la risalita del cambio reale verso il valore medio.

Tasso di cambio nominale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Tasso di cambio effettivo reale (REER)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche, su dati Refinitiv-Datastream

² Questa stima si basa su una crescita potenziale del PIL nominale pari a 5,1% calcolata considerando la crescita potenziale del PIL reale stimata al 2,6% e l'inflazione al 2,5% (valore centrale del corridoio target della Banca centrale polacca).

³ Secondo il test di radice unitaria, la serie storica del tasso di cambio effettivo reale risulta stazionaria attorno alla media ad un livello di significatività del 5,0%.

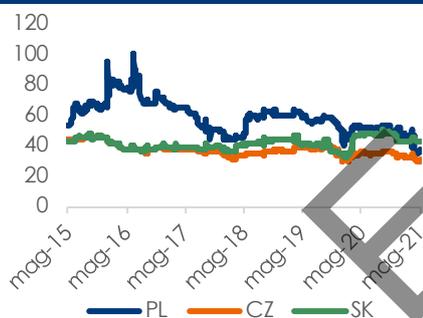
Prospettive e rischi

Secondo l'indice **"Doing Business"** elaborato dalla Banca Mondiale, che misura quanto il contesto economico sociale ed istituzionale di un paese sia favorevole allo sviluppo dell'attività imprenditoriale, la Polonia occupa la 40-esima posizione, in una classifica di 190 paesi, e ha un punteggio di 76,4 su una scala da 0 (contesto sfavorevole) a 100 (contesto favorevole). Tra le componenti dell'indice generale spicca l'efficienza degli **scambi commerciali con l'estero**. Questi risultano particolarmente favoriti da una logistica con bassi costi di gestione e tempi rapidi, nonché da una burocrazia snella. Il punteggio assegnato a questo sottoindice è pari a 100 e la Polonia occupa la prima posizione. Si retrocede invece vistosamente alla 128-esima posizione, e si passa al punteggio più basso assegnato al Paese, se si considera l'**avvio di una nuova attività imprenditoriale** per via delle pratiche burocratiche da assolvere.

Relativamente ai **conti con l'estero**, l'indebitamento estero, inferiore al 60% del PIL, e la posizione finanziaria internazionale netta in calo, ancorché negativa (pari al 44% del PIL), non costituiscono elementi di fragilità finanziaria nei conti esteri perché la Polonia ha un saldo di conto corrente atteso ancora positivo nei prossimi anni e moderatamente negativo nel medio/lungo periodo. Il reserve cover ratio è ampiamente superiore all'unità, quindi ben lontano dalla soglia critica di allerta per la disponibilità di liquidità in valuta estera.

Il deficit pubblico in calo negli anni precedenti la pandemia ha consentito un consolidamento della **finanza pubblica** e il debito pubblico rispetto al PIL, sebbene sia salito lo scorso anno per via dell'eccezionale deficit di bilancio, è rimasto inferiore alla media UE. I **CDS** in Polonia, attualmente ai minimi degli ultimi anni a quota 42pb, sono lievemente superiori a quelli della Repubblica Ceca (31pb), che secondo Moody's ha un rating migliore della Polonia (Aa3 contro A2), ma sono leggermente migliori della Slovacchia (43pb) sebbene in questo caso i rating dei due paesi siano uguali.

CDS 5Y Polonia vs. alcuni Paesi CEE



Fonte: Refinitiv-Datastream

Doing Business Index



Nota: punteggio compreso tra 0 (contesto sfavorevole) e 100 (contesto favorevole). Fonte: Banca Mondiale

Tavola dati macroeconomici

Economia reale	2015-16	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Popolazione (milioni)	38,49	38,49	38,49	38,5	38,51	38,57	38,64
PIL procapite (Euro)	11092	12130	12950	13832	13547	14262	15496
PIL reale (var. %)^	3,4	4,8	5,1	4,1	-2,7	4,4	4,8
Inflazione (media %)^	-0,7	2	1,7	3,4	3,4	3,5	3
Salario nominale (var. %)	3,5	5,6	7,1	6,6	4,8	3,9	2,8
Saldo Stato/PIL (%)	-2,5	-1,5	-0,2	-0,7	-8,2	-3,3	-2,1
Debito pubblico/PIL (%)	52,8	50,6	48,8	45,7	57,7	58,1	56,3
Tasso di mercato monetario (media %)^	1,7	1,5	1,7	1,7	0,6	0,1	0,3
Cambio valuta locale/Euro (fine periodo) ^	4,36	4,20	4,29	4,27	4,48	4,55	4,48
Vulnerabilità Esterna	2015-16	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Saldo CC/PIL (%)	-0,9	-0,3	-1,3	0,5	3,6	1,7	0,6
Debito estero/PIL (%)	71,1	67,7	61,7	59,4	57,9	57,5	56,0
Servizio debito/Export (%)	31,7	25,9	25,6	25,3	24,6	22,5	21,2
Debito estero breve/Debito estero totale (%)	14,0	14,0	14,1	15,9	13,9	15,1	16,1
Debito estero breve/Riserve	43,7	47,0	45,4	48,0	35,6	39,4	39,6
Riserve (in mesi di importazioni)	5,6	5,1	4,6	5,1	6,4	5,4	5,4

Fonte: Oxford Economics database, FMI, CE, IIF, EIU, elaborazione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo con modello Oxford Economics; ^ previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Esempio

Importanti comunicazioni

Gli economisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – International Research Network, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Department Gregorio De Felice**Coordination International Research Network****e-mail address****Giovanni Barone (Head) and Gianluca Salsecci (Head)**giovanni.barone1@intesasnpaolo.com
gianluca.salsecci@intesasnpaolo.com**ISP Research Department (Headquarter Team)****Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

debora.palmieri@intesasnpaolo.com

Francesca Pascali (MENA and CIS)

francesca.pascali@intesasnpaolo.com

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

antonio.pesce@intesasnpaolo.com

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

francesco.martinelli@intesasnpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry)

wilma.vergi@intesasnpaolo.com

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasnpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasnpaolo.com

ISP International Subsidiaries Research Departments:**VUB (Slovakia, Czech Republic and Poland)**

Zdenko Štefanides (Head)

zstefanides@vub.sk

Michal Lehuta

mlehuta1@vub.sk

Jacob Obst

jobst@vub.sk

CIB (Hungary)

Mariann Trippon (Head)

trippon.mariann@cib.hu

Andras Bukovszki

bukovszki.andras@cib.hu

PBZ (Croatia, Bosnia I Hercegovina and Slovenia)

Ivana Jovic (Head)

ivana.jovic@pbz.hr

Ana Lokin

ana.lokin@pbz.hr

Ivan Odrčić

ivan.odrcic@pbz.hr

Banca Intesa (Serbia)

Marija Savic (Head)

marija.v.savic@bancaintesa.rs

Tijana Matijasevic

tijana.matijasevic@bancaintesa.rs

Milos Drezga

milos.drezga@bancaintesa.rs

Jelena Draskovic

jelena.draskovic@bancaintesa.rs

Alexbank (Egypt)

Samer Halim (Head)

samer.halim@alexbank.com

Mariam Massoud

mariam.massoud@alexbank.com

Aly Fayad

aly.fayad@alexbank.com

Mayada Hassan

mayada.hassan@alexbank.com

ISP International Subsidiaries Research Contacts:**Banca Intesa (Russia)**

Elizaveta Sklianina

elizaveta.sklianina@bancaintesa.ru

Intesa Sanpaolo Bank (Albania)

Kledi Gjordeni

kledi.gjordeni@intesasnpaolobank.al

Intesa Sanpaolo Bank (Romania)

Marius Pacurari (Head)

marius.pacurari@intesasnpaolo.ro

Pravex Bank (Ukraine)

Artem Krasovskyi

artem.krasovskyi@pravex.ua

Eduard Nazarenko

eduard.nazarenko@pravex.ua

Eximbank (Moldova)

Natalia Mihalas

natalia.mihalas@eximbank.com

Olga Pisla

olga.pisla@eximbank.com