

24 kwietnia 2024

# Polska gospodarka przyspiesza - czynniki wpływające na skalę ożywienia gospodarczego w latach 2024-25



BNP PARIBAS



- 01 Nasze prognozy w pigułce
- 02 Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki
- 03 Przegląd sytuacji gospodarstw domowych
- 04 Skok kosztów pracy
- 05 Inwestycje i fundusze europejskie
- 06 Inflacja w celu NBP – na jak długo?
- 07 Polityka pieniężna
- 08 Kurs PLN

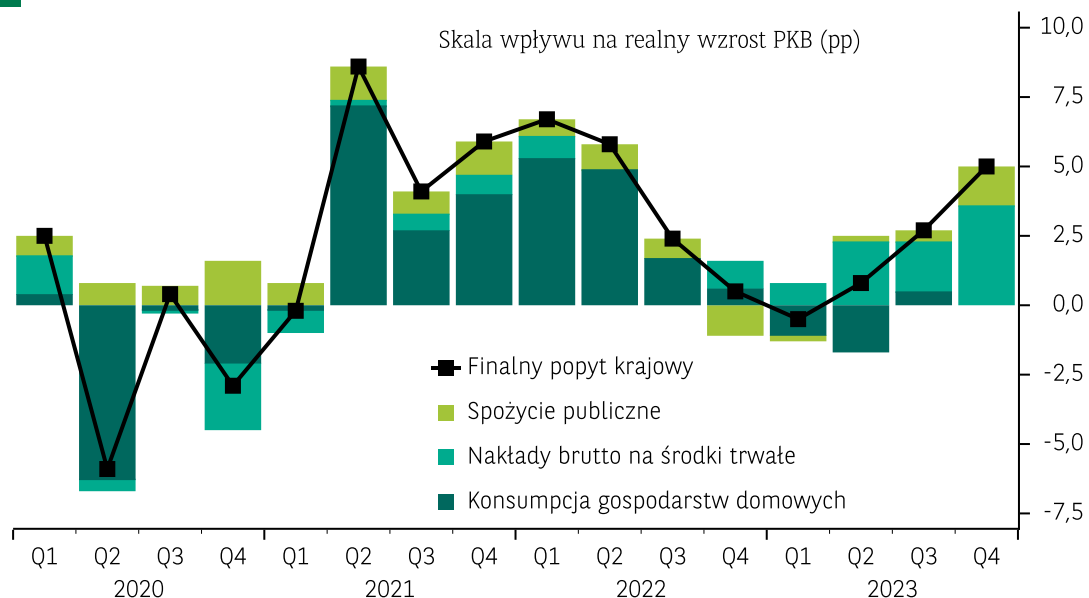


# PROGNOZY

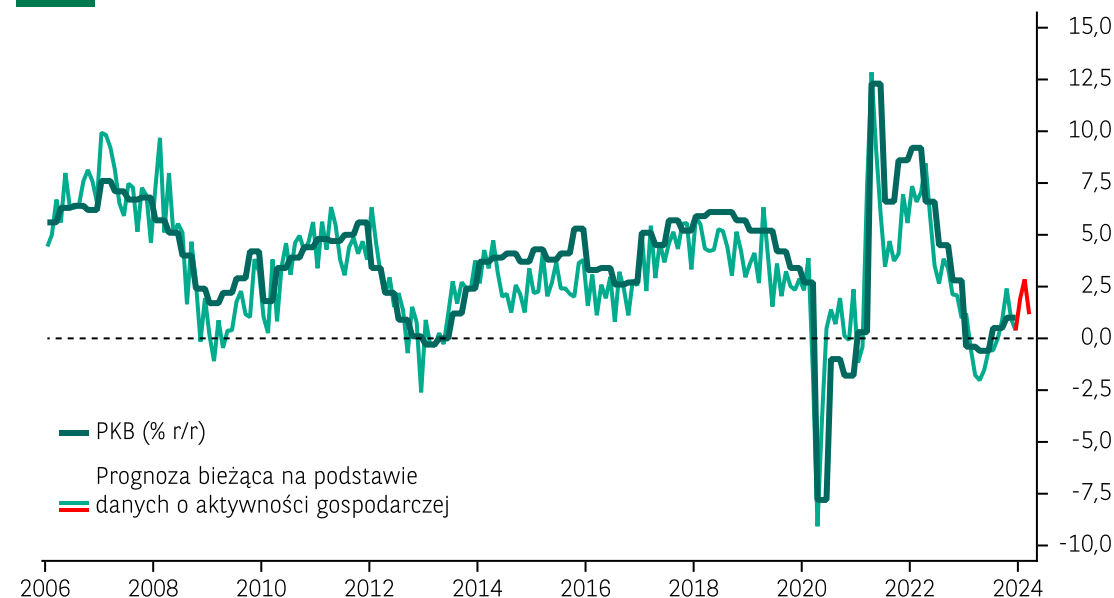
## Kwiecień 2024

# PKB W POLSCE: WZROST GOSPODARCZY PRZYSPIESZA

## > Inwestycje napędzały gospodarkę w ubiegłym roku



## > Wyższa dynamika PKB na początku roku



Źródło: GUS, Bank BNP Paribas

Choć w ubiegłym roku Produkt Krajowy Brutto w Polsce wzrósł zaledwie o 0,2%, to na przestrzeni ostatnich miesięcy gospodarka stopniowo nabierała rozpędu. W czwartym kwartale ub. r. dynamika PKB wyniosła już +1% r/r. Głównym motorem wzrostu był w 2023 roku finalny popyt krajowy, w tym w szczególności inwestycje. Konsumpcja gospodarstw domowych, choć relatywnie słaba, także wykazywała sygnały odbicia.

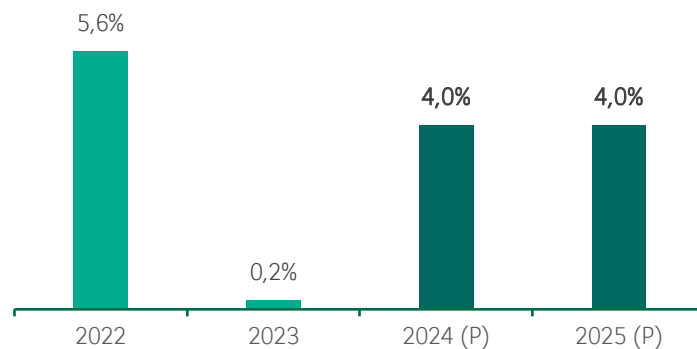
Miesięczne dane o aktywności wskazują, że na początku bieżącego roku tempo wzrostu gospodarczego ponownie przyspieszyło i w ujęciu rocznym oscylowało w granicach 2-2,5% r/r. W naszej ocenie to dopiero początek odbicia, a w najbliższym czasie gospodarka wrzuci wyższy bieg.



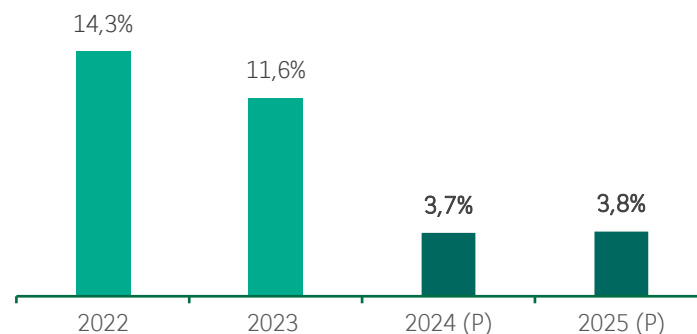
# PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE



## PKB [% r/r]



## Inflacja CPI [% , średniorocznie]



- Polska gospodarka wchodzi w fazę dynamicznego ożywienia aktywności. W scenariuszu bazowym prognozujemy, że Produkt Krajowy Brutto zwiększy się w Polsce o 4% zarówno w tym jak i w przyszłym roku.
- Niezależnie od ostatecznej trajektorii (nie wykluczamy, że wzrost może być nieco wolniejszy w tym, a szybszy w przyszłym roku) sądzimy, że na koniec 2025 roku PKB będzie o ponad 8% wyższy niż na koniec ubiegłego roku.
- W tym roku wzrost gospodarczy napędzany będzie przede wszystkim przez odradzającą się konsumpcję – wynik szybko rosnących dochodów gospodarstw domowych, które według nas w ujęciu nominalnym zwiększą się o około 12%. Ryzykiem dla wzrostu pozostaje nienajlepsza kondycja europejskiego przemysłu.
- W przyszłym roku koniunktura zagraniczna najprawdopodobniej się poprawi, a środki unijne z Krajowego Planu Odbudowy i regularnej perspektywy finansowej na lata 2021–2027 powinny płynąć szerokim strumieniem. W efekcie, mimo niższego tempa wzrostu wydatków konsumpcyjnych, dynamika PKB nie zwolni.
- Presja inflacyjna w polskiej gospodarce wyraźnie osłabła, a spadek inflacyjnego pędu spowodowany był przede wszystkim obniżką cen surowców i umocnieniem się kursu złotego. Trend na rynku surowcowym wydaje się jednak odwracać.
- Jednocześnie w 2024 roku szybko rosnać będą koszty pracy, które poza cenami importu są drugim fundamentalnym czynnikiem determinującym poziom inflacji.

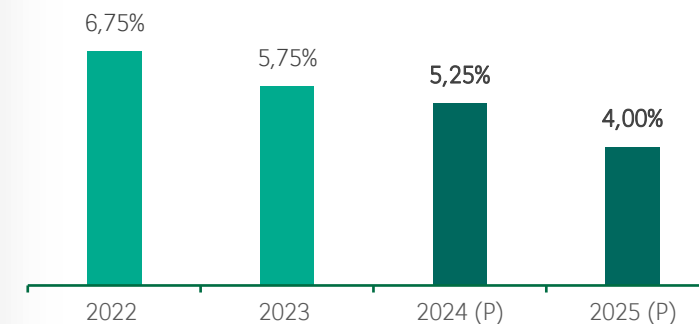


# PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE

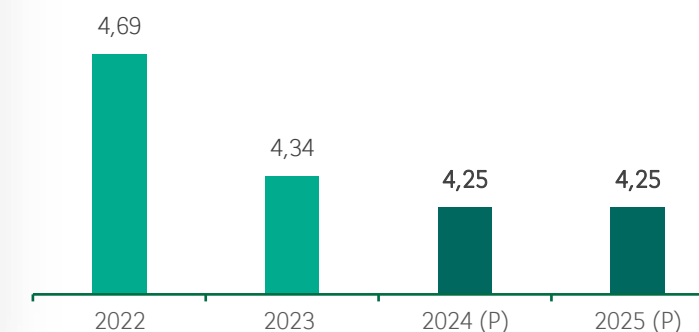
- Na dynamikę cen w nadchodzących miesiącach wpływ będą mieć też notowania ropy naftowej, wzrost stawki VAT na artykuły spożywcze do 5% oraz podwyżka cen energii.
- Prognozujemy, że po osiągnięciu dołka w marcu tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce przyspieszy i pod koniec roku będzie oscylować w okolicach 4,5% r/r. W drugiej połowie 2025 roku inflacja CPI znajdzie się naszym zdaniem poniżej górnej granicy pasma odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%), choć będzie przekraczać 2,5%.
- W scenariuszu bazowym podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę stóp procentowych NBP zakładającą, że Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na ich obniżkę o 50pb w listopadzie.
- Nie uważamy jednak, że będzie to początek miarowego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, choć spodziewamy się dalszych dostosowań stóp procentowych w dół na przestrzeni przyszłego roku.
- Sądzymy jednocześnie, że prawdopodobieństwo, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie dłużej niż zakładamy w naszej bazowej prognozie, jest relatywnie wysokie. Przyspieszający wzrost gospodarczy może bowiem skłaniać członków RPP do większej wstrzemięźliwości.
- Mimo ostatniej korekty na rynku walutowym fundamentalny obraz złotego nie uległ zmianie, a nasza punktowa prognoza dalej zakłada spadek kursu EURPLN do poziomu 4,25 w drugiej połowie bieżącego roku



## Stopa referencyjna NBP [% , koniec okresu]



## EURPLN [koniec okresu]





## PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - TABELA

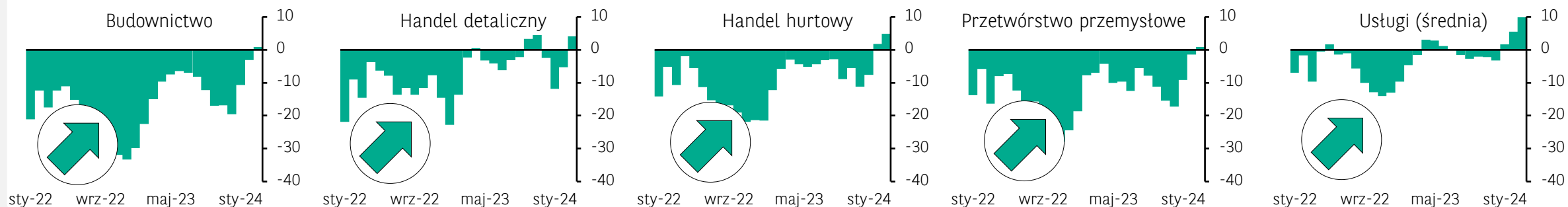
<b>Główne wskaźniki dla Polski*:</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Dynamika PKB (% r/r)	5,6	0,2	4,0	4,0
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	5,4	-1,0	5,0	3,8
Inwestycje brutto (% r/r)	2,7	13,1	1,0	5,0
Inflacja CPI (% r/r)	14,3	11,6	3,7	3,8
Inflacja bazowa (% r/r)	9,1	10,2	4,5	3,8
Średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej (% r/r)	12,9	12,5	13,5	8,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,2	5,2	5,2
Saldo sektora general government (% PKB)	-3,4	-5,1	-5,5	-4,5
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	-2,4	1,6	-0,5	-1,0
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6,75	5,75	5,25	4,00
EURPLN (koniec okresu)	4,69	4,34	4,25	4,25
USDPLN (koniec okresu)	4,38	3,94	4,01	3,86

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

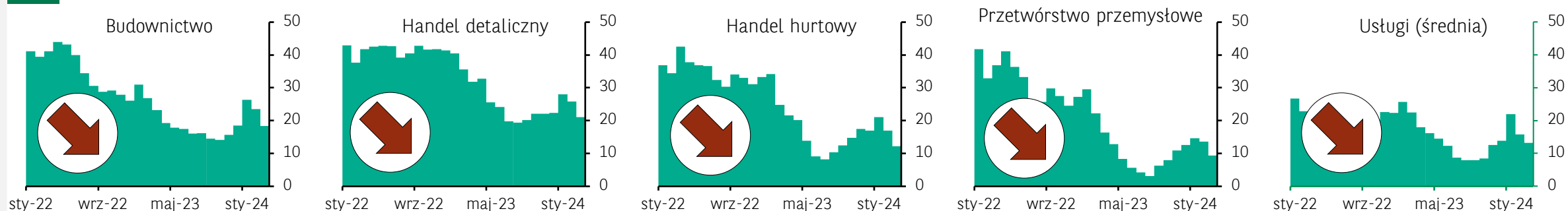


# JAK KLUCZOWE BRANŻE WIDZĄ NAJBLIŻSZE KWARTAŁY?

## > Przewidywana sprzedaż, styczeń 2022 - marzec 2024 [saldo odpowiedzi, dotyczy zmiany sprzedaży bądź portfela zamówień krajowych i/lub zagranicznych]



## > Przewidywane ceny, styczeń 2022 - marzec 2024 [saldo odpowiedzi]



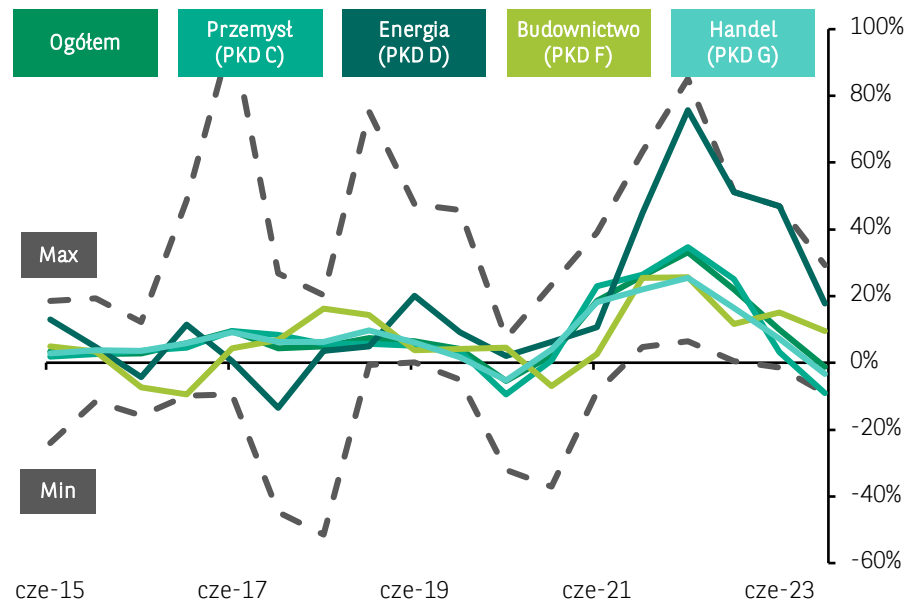
Źródło: GUS, Bank BNP Paribas

Ogół branż ankietowanych przez GUS spodziewa się wzrostu swojej sprzedaży w przeciągu najbliższych kwartałów. Najwyższe zmiany *in plus* dotyczą handlu hurtowego oraz usług (w uśrednieniu). Towarzyszy temu spadek oczekiwań dotyczących uzyskiwanych cen. Prym bierze tu budownictwo, a następnie sektor handlu i przemysł. W relatywnie lepszej sytuacji są usługi, choć są silnie wewnętrznie zróżnicowane.



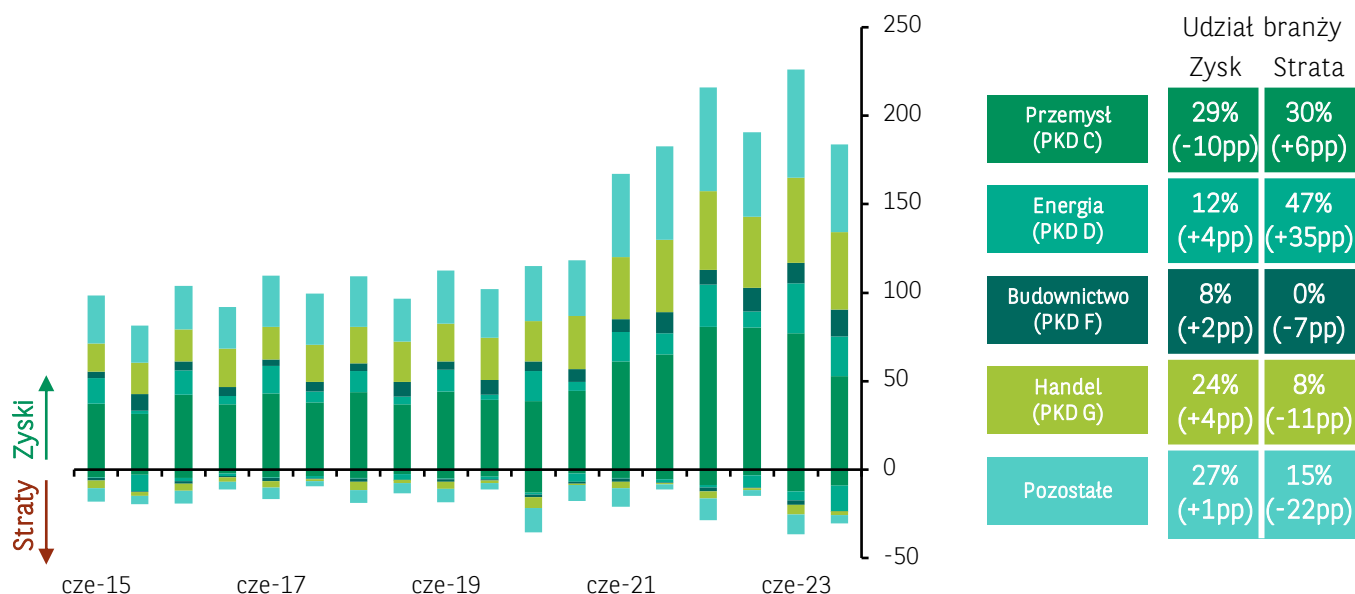
# PRZEDSIĘBIORSTWA NIEFINANSOWE: WYNIKI W 2023 ROKU

## > Przychody firm\* [% r/r, firmy 9+, dane półroczne, sekcje PKD\*\*]



\* Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. \*\* Sekcje PKD to kody literowe (np. Przemysł – PKD C), Działy PKD to dwucyfrowe kody (np. Handel hurtowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi – 46), Klasy PKD to czterocyfrowe kody (np. Przygotowanie i przędzenie włókien tekstylnych – 13.10).  
Źródło: GUS, PONT Info, Bank BNP Paribas

## > Zyski i straty brutto, 2015-2023 [mld PLN, firmy 9+, dane półroczne, sekcje PKD\*\*]



Wprawdzie sektor przedsiębiorstw zakończył cały 2023 rok wzrostem przychodów netto\* (+4% r/r, firmy 9+), w drugiej połowie zeszłego roku firmy raportowały już ich spadek (-1% r/r, wobec +11% w 1H 2023). Co więcej osłabienie dynamiki przychodów netto\* w ostatnich miesiącach „rozlało” się na ogół branż i sekcji.

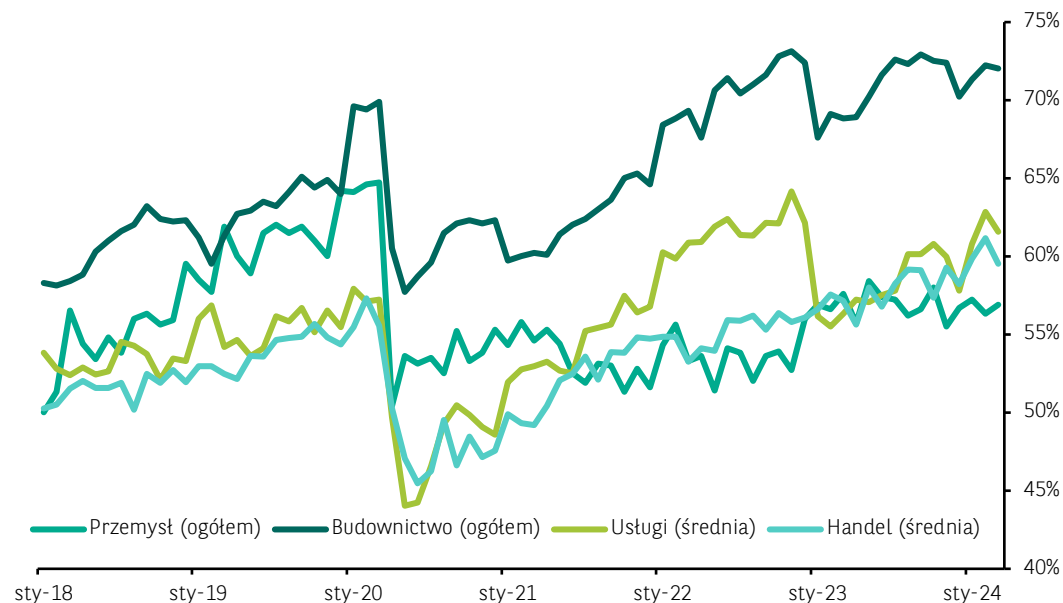
Niższej dynamice przychodów towarzyszył spadek zysków brutto, a w niektórych branżach jak np. sektorze energetycznym doszło nawet do pojawienia się straty. Sytuacja w poszczególnych sektorach jest jednak silnie zróżnicowana i np. w budownictwie wynik operacyjny poprawił się.



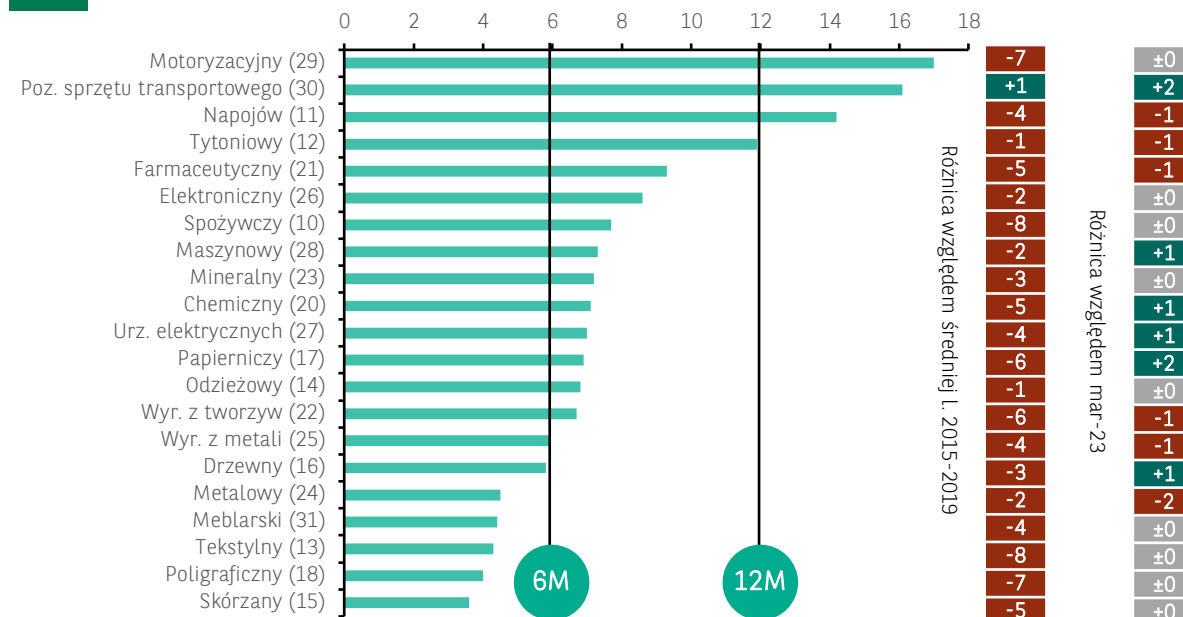


# PRZEDSIĘBIORSTWA NIEFINANSOWE: KOSZTY PRACY I PORTFEL ZAMÓWIEŃ

## > Bariera kosztu zatrudnienia [%]



## > Czas pracy zapewniony na bazie bieżących kontraktów, mar-24 [PKD, miesiące]



Źródło: GUS, Komisja Europejska, Bank BNP Paribas

Przedsiębiorstwa zapomniały już o pandemicznych wstrząsach w łańcuchach dostaw, a ich kluczowym zmartwieniem na najbliższe miesiące wydają się być koszty pracy, a także (choć w mniejszym stopniu) dostępność pracowników, zwłaszcza wykwalifikowanych. W ubiegłym roku odsetek firm zgłaszających koszt zatrudnienia jako barierę działalności wzrósł zwłaszcza w handlu i usługach, gdzie silniej odczuwalny jest wpływ podwyżki minimalnego wynagrodzenia.

W sektorze przemysłowym popyt pozostaje relatywnie słaby. Na koniec marca 2024 roku, czas pracy zapewniony przez bieżące kontrakty był niższy od średniej dla lat 2015-19 w prawie wszystkich branżach. Względem marca 2023 roku sytuacja uległa polepszeniu w 6 z 21 z nich, co może napawać pewnym optymizmem.



# Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki: Zastój w Europie ryzykiem dla krajowego przemysłu?



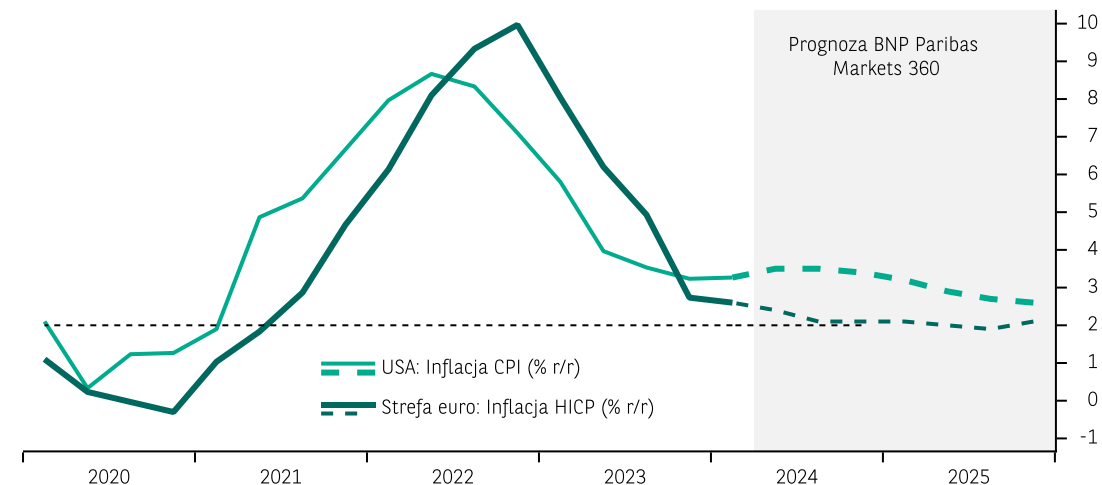
**BNP PARIBAS**

# PROGNOZY ANALITYKÓW BNP PARIBAS MARKETS 360

## Wzrost PKB

Region	% r/r			% kw/kw			
	2023	2024	2025	2024			
				Q1	Q2	Q3	Q4
USA	2,5	2,8	1,8	0,7	0,6	0,4	0,4
Strefa euro	0,4	0,7	1,7	0,1	0,3	0,4	0,4
Niemcy	-0,1	0,0	1,4	-0,1	0,1	0,3	0,4
Chiny	5,2	5,2	4,3	1,6	0,9	1,3	1,0

Źródło: BEA, Eurostat, Destatis, PBS, BNP Paribas Markets 360, Bank BNP Paribas



## Stopy procentowe, kursy walutowe, surowce

Stopy procentowe	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q4 2025
Stopa fed funds (% , górna granica, koniec okresu)	5,50	5,50	5,25	5,00	4,25
Stopa depozytowa EBC (% , koniec okresu)	4,00	3,75	3,50	3,25	2,50
Kurs walutowy					
EURUSD (koniec okresu)	1,08	1,05	1,05	1,06	1,10
EURCHF (koniec okresu)	0,97	0,98	0,98	0,98	0,98
Rynek surowcowy					
Ropa naftowa Brent (USD/baryłka)	87	80	85	83	82
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	27	25	28	40	31

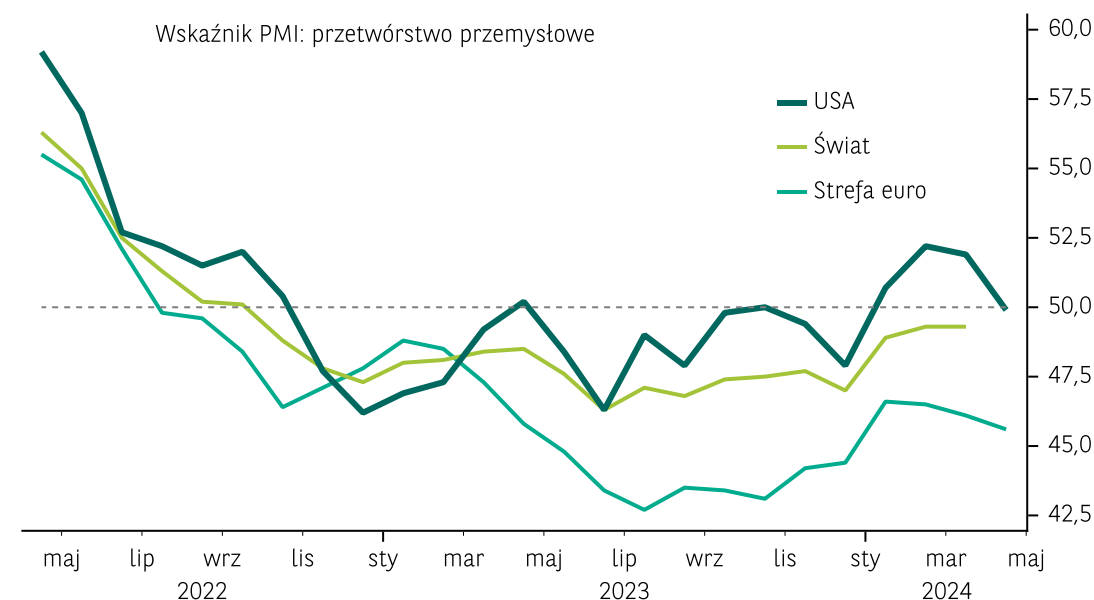
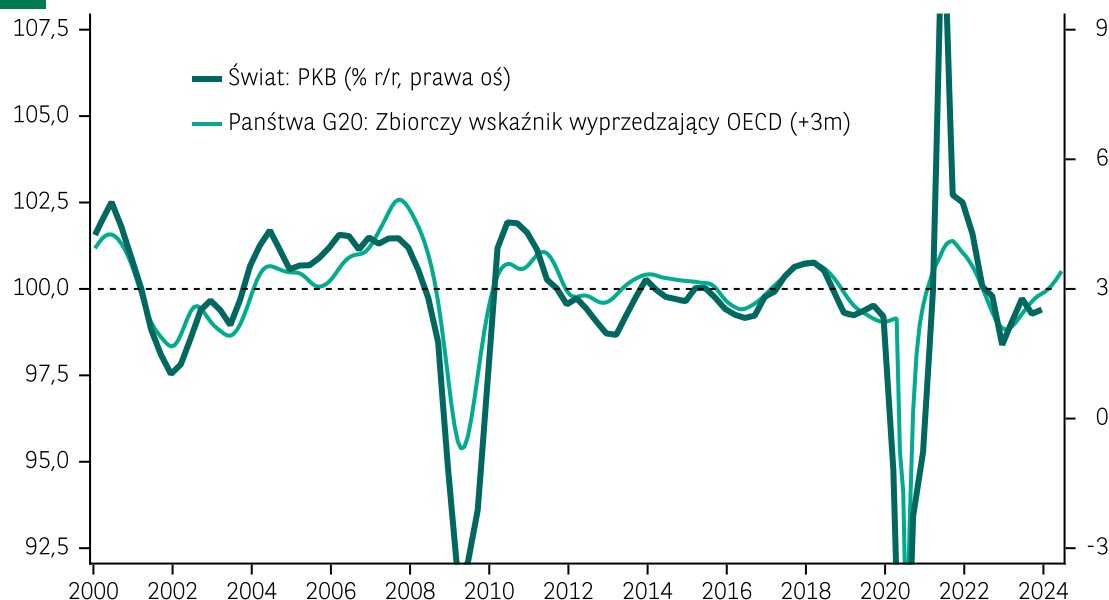
Źródło: Fed, EBC, BNP Paribas Markets 360, Bank BNP Paribas





# GOSPODARKA ŚWIATOWA: PO MIĘKKIM LĄDOWANIU...

## > ... czas na odbicie



Źródło: OECD, Bank Światowy, S&P Markit, Bank BNP Paribas

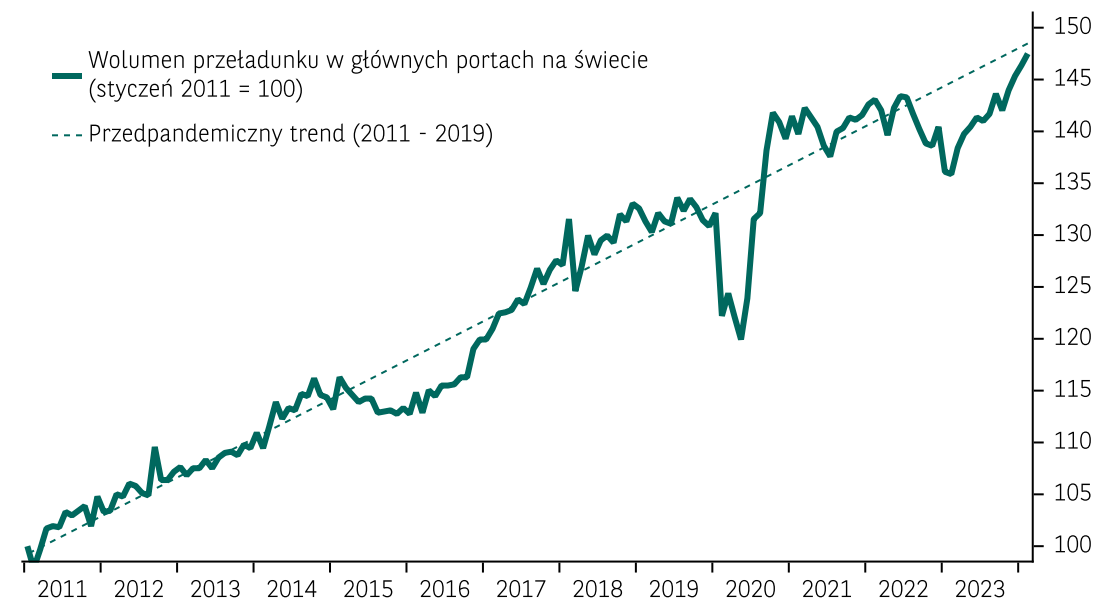
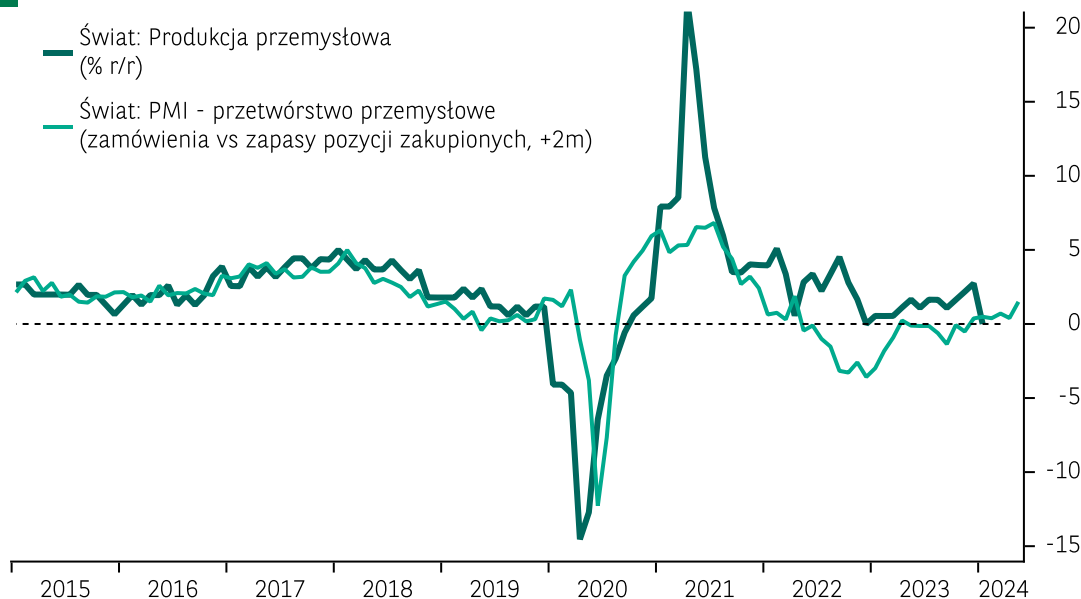
Gospodarka światowa „miętko” wylądowała i wydaje się, że minęła już cykliczny dołek. Wskaźniki wyprzedzające sugerują, że aktywność zaczyna się ponownie rozkręcać, choć skala ożywienia gospodarczego w tym roku najprawdopodobniej pozostanie ograniczona. Według najnowszych prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego globalny PKB zwiększy się w tym roku o 3,2% (podobnie jak w 2023 roku).

Lepsze perspektywy wzrostu na świecie dotyczą przede wszystkim sektora usług. W globalnym przemyśle, sytuacja także wygląda bardziej optymistycznie niż przed kilkoma miesiącami, jednak kondycja sektora poprawia się bardzo powoli, zwłaszcza w Europie Zachodniej.



# GOSPODARKA ŚWIATOWA: WCZESNE SYGNAŁY...

## > ... odbudowy w globalnym przemyśle



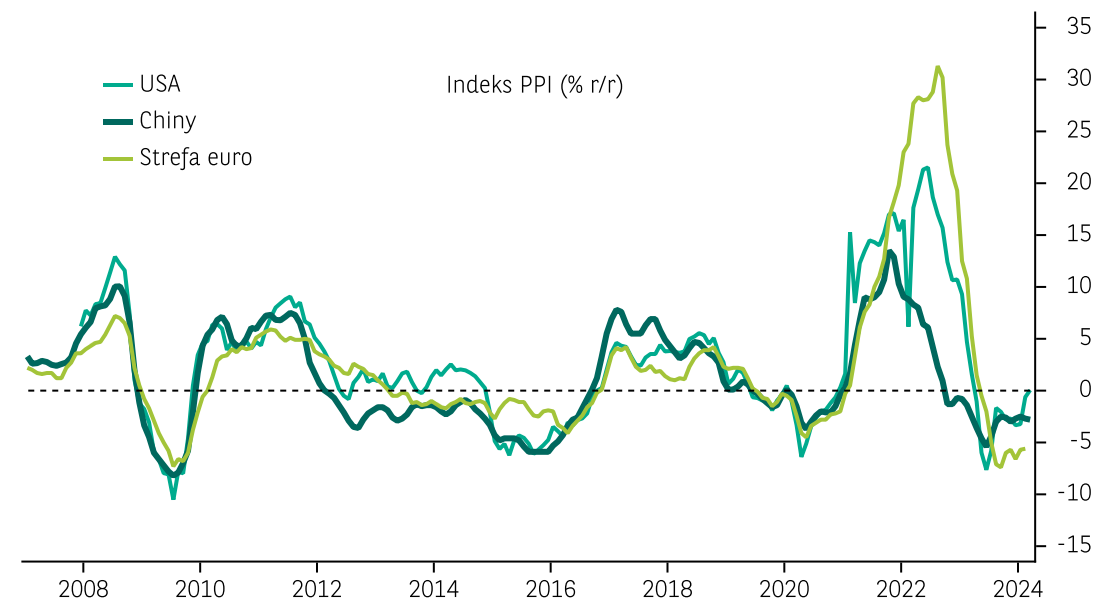
Źródło: S&P Markit, RWI/ISL, Bank BNP Paribas

W najbliższych miesiącach nie należy więc spodziewać się znaczącego wzrostu wolumenów produkcji, choć wyniki globalnego przemysłu powinny prezentować się nieco lepiej niż w roku ubiegłym. Popyt zaczyna odbijać, co staje się widoczne w wyższej aktywności handlowej odzwierciedlonej m.in. w szybko rosnącym w ostatnim czasie przeladunku towarów w głównych portach na świecie.



# GOSPODARKA ŚWIATOWA: NIŻSZE CENY SUROWCÓW W OSTATNICH MIESIĄCACH ...

## > ... „rozchodzą” się po świecie



Źródło: Bloomberg, BLS, Eurostat, NBS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Stopniowo postępująca odbudowa popytu w światowym przemyśle jest, w naszej ocenie, przede wszystkim wynikiem niższej presji inflacyjnej. Od szczytu w pierwszej połowie 2022 roku, ceny surowców obniżyły się o około 30%, co mocno ograniczyło koszty produkcji i przełożyło się na ceny produktów dla ostatecznych klientów.

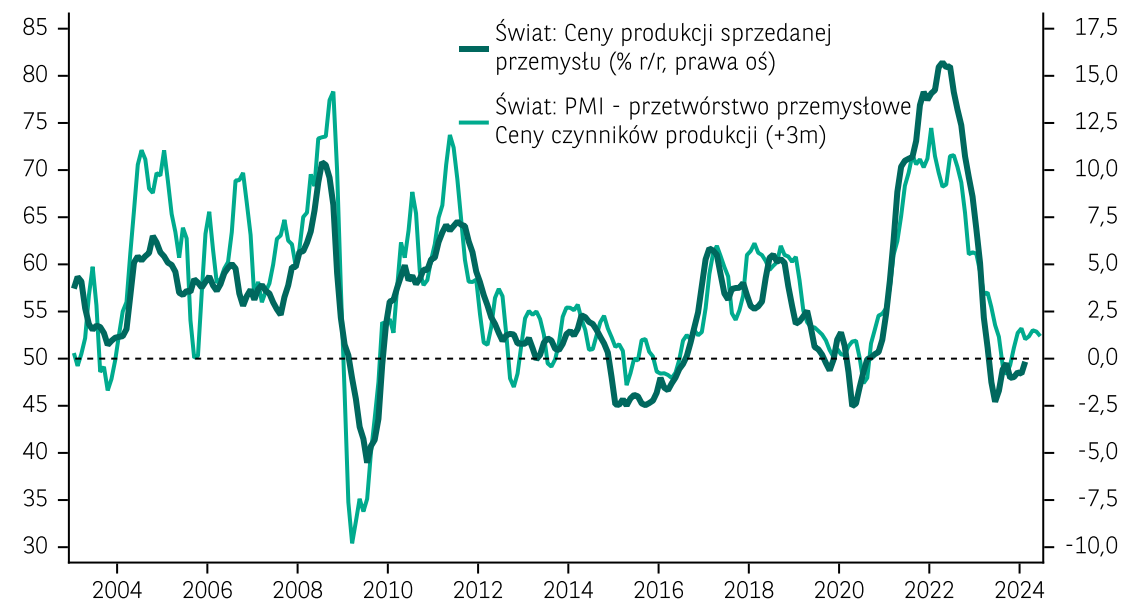
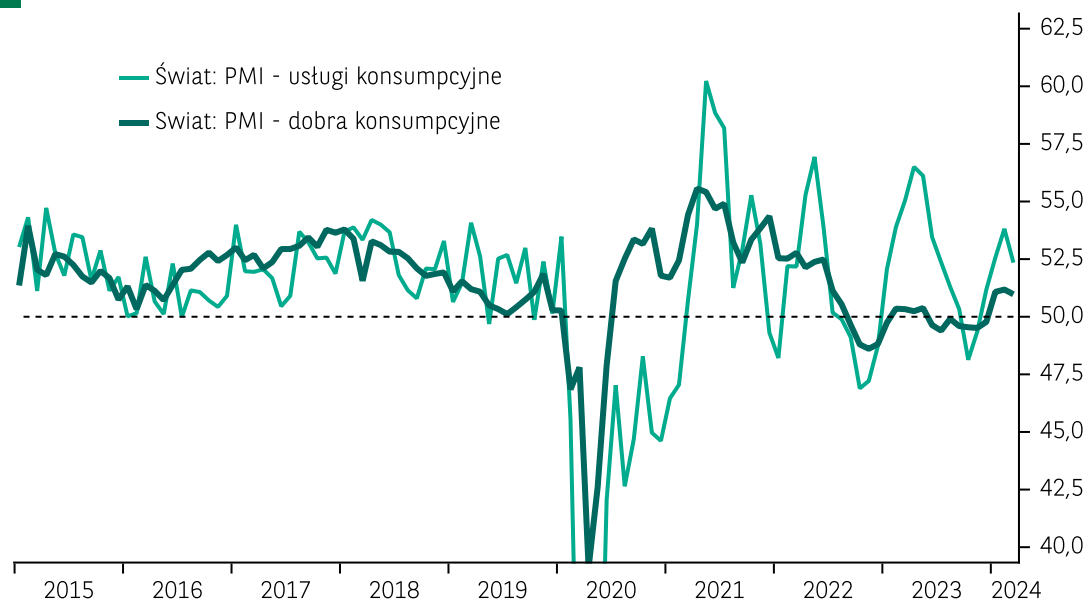
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (indeks PPI) spadają we wszystkich głównych gospodarkach świata, a w Chinach deflacja (w ujęciu rok-do-roku) cen w przemyśle trwa już ponad półtora roku.





# GOSPODARKA ŚWIATOWA: HAMUJĄCA INFLACJA...

## > ... wsparciem dla realnych dochodów gospodarstw domowych



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

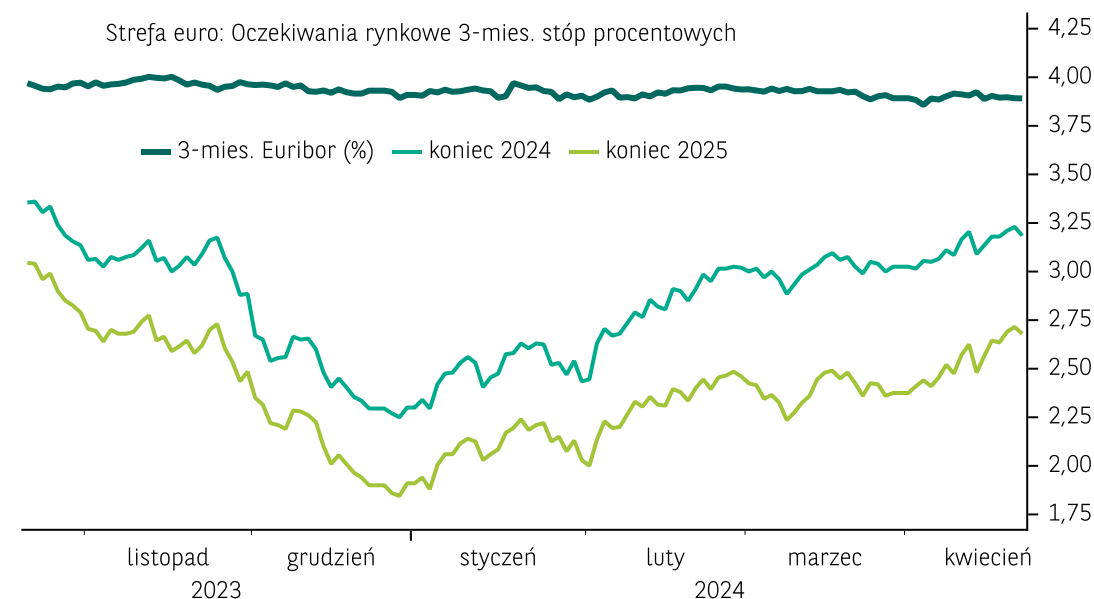
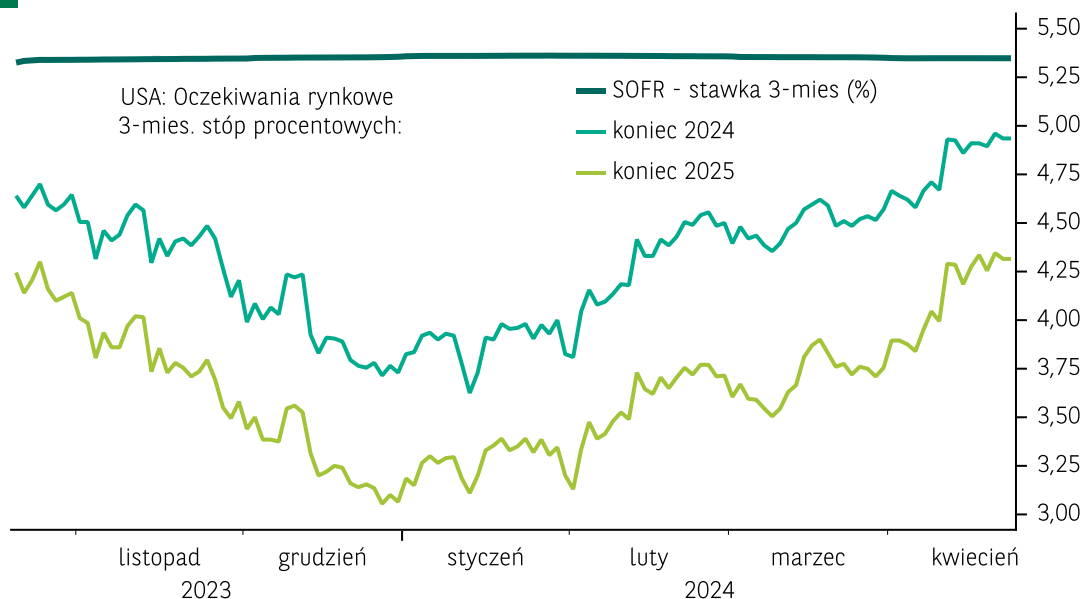
Tańsze towary oznaczają wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych, co w naszej ocenie będzie przekładać się na wyższą realną konsumpcję zarówno usług jak i dóbr i w nadchodzących miesiącach powinno wspierać wzrost globalnej aktywności produkcyjnej. .

Wraz z odbiciem cen surowców w ostatnich tygodniach wydaje się jednak, że pozytywny impuls cenowy rozchodzący się obecnie po gospodarce światowej zaczyna powoli zmierzać ku końcowi. Choć biorąc pod uwagę wciąż nadwątloną koniunkturę w gospodarce światowej nie spodziewamy się znaczącej zwyżki notowań surowców, to samo odwrócenie trendu oznacza, że czynnik ten przestanie oddziaływać tłumiąco na inflację.



# FED & ECB: MNIJSZA SKALA OBNIŻEK STÓP PROCENTOWYCH

## > W Stanach Zjednoczonych moment łagodzenia polityki pieniężnej odsuwa się w czasie



Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

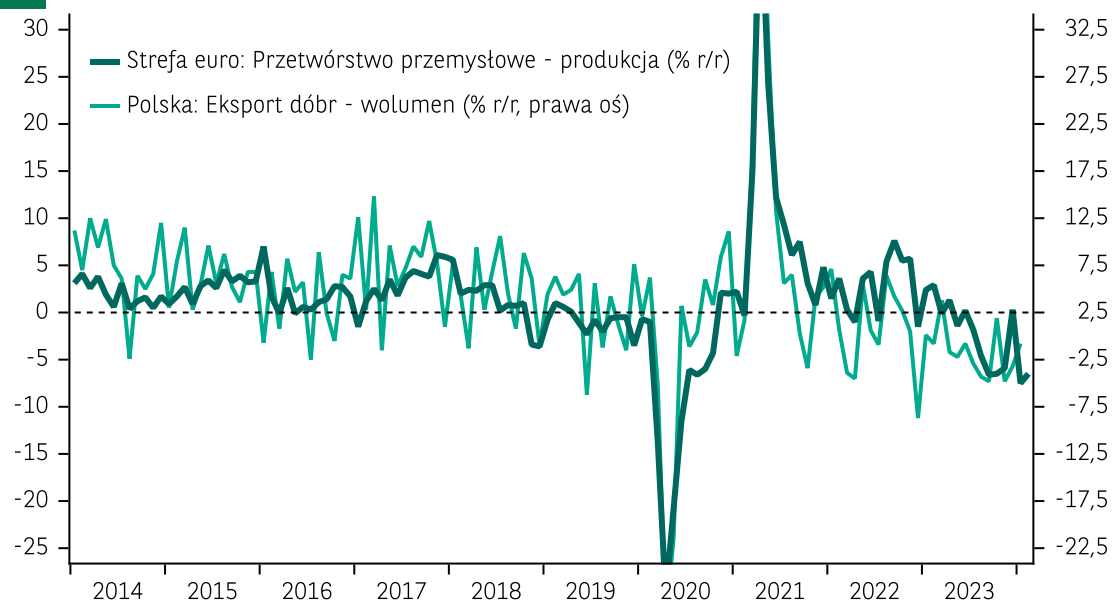
Wspieraniem dla wzrostu gospodarczego na świecie w najbliższych kwartałach powinna być też łagodniejsza polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne. W USA jednak prawdopodobny moment pierwszej obniżki stóp procentowych mocno odsunął się w czasie (wrzesień/listopad), a i skala przewidywanego łagodzenia polityki monetarnej jest zdecydowanie mniejsza niż oczekiwano na początku roku.

Europejski Bank Centralny wydaje się natomiast zmierzać pewnym krokiem ku pierwszej obniżce stóp procentowych w czerwcu, jednak decyzje europejskich władz monetarnych w kolejnych miesiącach nie wydają się być obecnie przesądzone.



# SŁABOŚĆ EUROPEJSKIEGO PRZEMYSŁU...

## > ... ryzykiem dla krajowego eksportu



Źródło: Eurostat, Destatis, Macrobond, Bank BNP Paribas

Z racji bliskich relacji handlowych z punktu widzenia perspektyw gospodarczych w Polsce bardzo istotną rolę odgrywa sytuacja w europejskim przemyśle. W ubiegłym roku wyraźny spadek produkcji przemysłowej w strefie euro przyczynił się do obniżenia krajowego eksportu dóbr (w ujęciu wolumenowym) o ponad 1,5%.

Szczególnie niepokoić może zastój w niemieckich branżach przetwórczych, gdzie póki co nie widać sygnałów zwiastujących rychłą poprawę koniunktury.

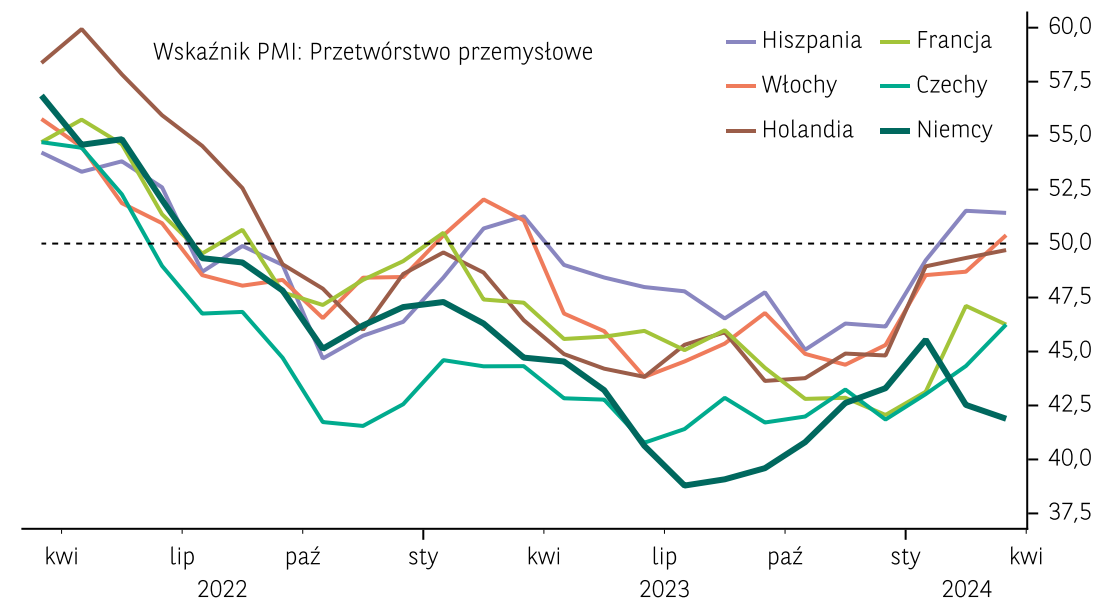
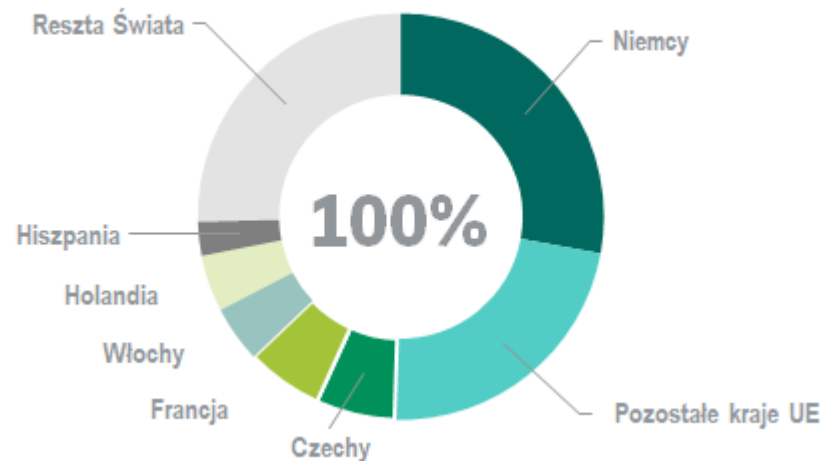




# POLSKI EKSPORT ZALEŻNY OD NIEMIEC...

> ... ale nie tylko

Eksport Polski w 2023 roku = 352,9 mld euro



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

Choć Niemcy są zdecydowanie najważniejszym partnerem handlowym Polski (28% krajowego eksportu) to jednak nie jedynym. Eksport do pozostałych krajów UE odpowiada za 47% sprzedaży zagranicznej ogółem, a tam perspektywy gospodarcze rysują się zdecydowanie lepiej.

Według prognoz analityków BNP Paribas Markets 360, niemiecka gospodarka znajdzie się w tym roku w stagnacji, podczas gdy PKB w reszcie strefy euro zwiększy się o ok. 1%. Rozbieżności w sytuacji gospodarczej pomiędzy Niemcami, a innymi krajami Europy Zachodniej (na niekorzyść Niemiec) jaskrawo widać także w danych o wskaźnikach PMI dla sektorów przetwórstwa przemysłowego.



# WRAŻLIWOŚĆ SEKTORÓW PRZEMYSŁOWYCH...

## > ... na zastój w Europie

Udział partnerów handlowych (%)

Kategorie produktów	Eksport w 2023 roku (mld EUR)	Udział partnerów handlowych (%)							
		Niemcy	Czechy	Francja	Włochy	Holandia	Hiszpania	Pozostałe kraje UE	Reszta świata
Pojazdy samochodowe	44,2	31%	7%	8%	7%	3%	4%	20%	20%
Artykuły spożywcze	37,3	23%	5%	7%	5%	6%	3%	25%	27%
Urządzenia elektryczne	36,6	36%	5%	9%	4%	3%	2%	18%	22%
Elektronika	26,4	24%	5%	7%	5%	9%	4%	20%	26%
Maszyny i urządzenia	26,1	26%	4%	6%	5%	3%	3%	21%	32%
Chemikalia	22,8	24%	7%	4%	4%	5%	2%	25%	28%
Wyroby z tworzyw sztucznych	19,5	28%	6%	8%	7%	4%	3%	25%	20%
Metalowe wyroby gotowe	17,8	28%	4%	5%	3%	5%	2%	25%	28%
Metale	15,5	27%	13%	3%	7%	2%	1%	28%	19%
Meble	13,5	36%	8%	7%	2%	6%	2%	21%	18%
Odzież	11,4	41%	5%	3%	2%	5%	2%	25%	17%
Pozostały sprzęt transportowy	11,0	10%	1%	5%	3%	4%	2%	10%	66%
Papier	7,3	29%	6%	5%	4%	4%	2%	29%	21%
Wyroby z surowców niemetalicznych	6,9	26%	7%	6%	4%	3%	2%	29%	24%
Pozostałe wyroby	6,3	31%	6%	4%	3%	4%	2%	23%	25%
Rafinacja ropy naftowej	6,2	15%	6%	3%	1%	2%	2%	23%	47%
Wyroby farmaceutyczne	5,9	26%	5%	4%	5%	2%	4%	26%	28%
Wyroby drewniane	5,8	30%	4%	9%	6%	4%	1%	26%	19%
Wyroby tytoniowe	5,3	41%	2%	2%	8%	4%	11%	17%	15%
Wyroby skórzanе	4,3	32%	6%	2%	4%	3%	2%	29%	22%
Tekstyliа	3,6	29%	6%	7%	4%	6%	2%	24%	22%
Napoje	1,5	11%	6%	13%	2%	5%	2%	23%	39%
Poligrafia	0,0	15%	3%	7%	7%	2%	3%	25%	38%
<b>OGÓLEM</b>	<b>352,9</b>	<b>28%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>

Źródło: Eurostat, Pont Info, Bank BNP Paribas

Udział przychodów eksportowych w przychodach ogółem w 2023 r. - PKD (%)

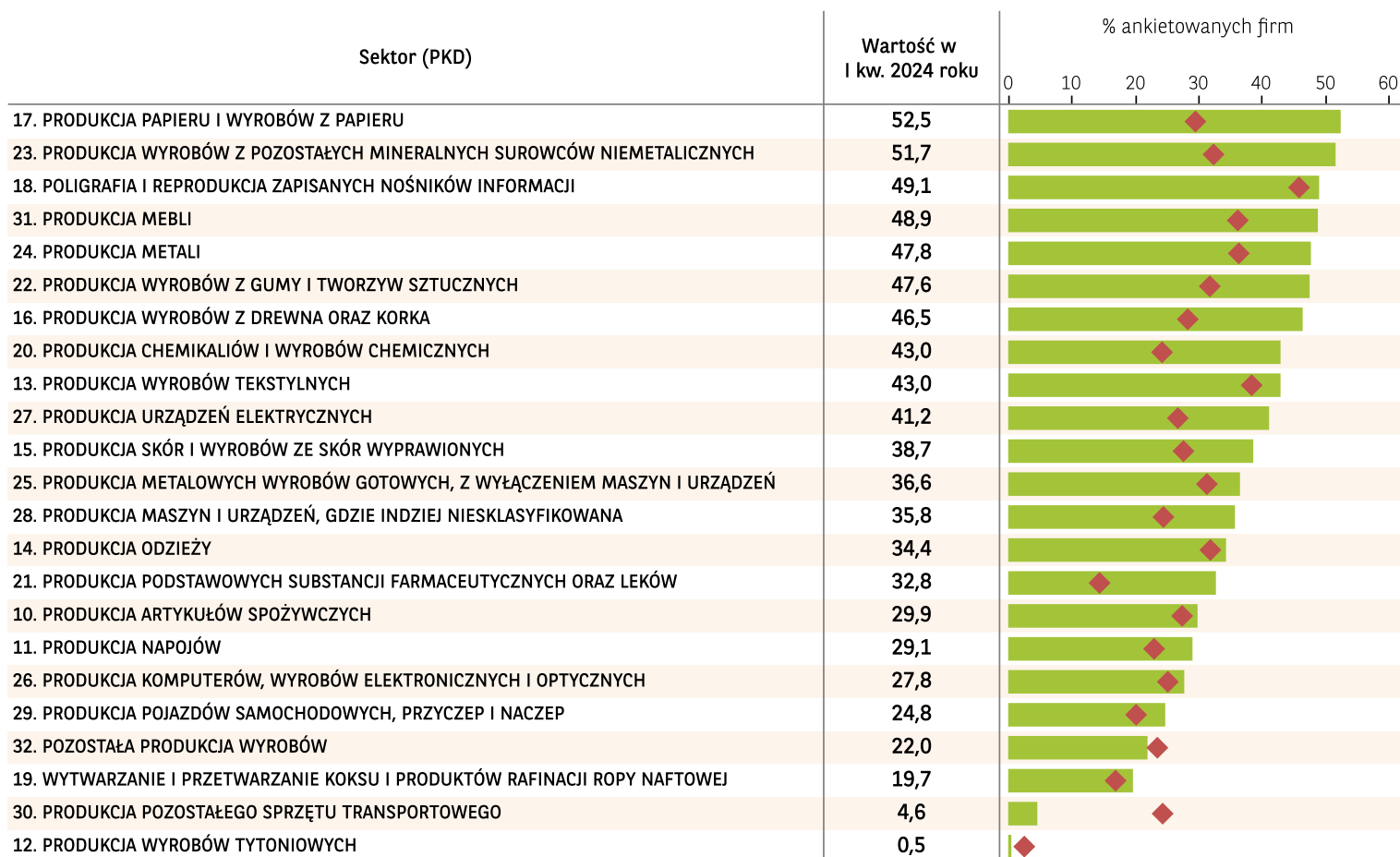


W tym świetle wydaje się, że nienajlepsza sytuacja gospodarcza w Europie choć jest czynnikiem ryzyka, to nie powinna przeszkodzić Polsce osiągnąć wysokie tempo wzrostu PKB w br. W poszczególnych sektorach wpływ otoczenia zewnętrznego na aktywność może być jednak silniejszy. Szczególnie narażone na zastój są przede wszystkim te branże, w których udział przychodów eksportowych jest wysoki, a Niemcy są zdecydowanie najważniejszym partnerem handlowym.



# EUROPEJSKI PRZEMYSŁ – BARIERA POPYTU

## Strefa euro - Przetwórstwo przemysłowe Bariery działalności: niedostateczny popyt



◆ Średnia w latach 2015 - 2023

Źródło: Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

Przykładem takich sektorów są producenci urządzeń elektrycznych czy mebli. Są to także branże, w których odsetek przedsiębiorstw w strefie euro zgłaszających niedostateczny popyt jako barierę działalności jest zdecydowanie wyższy od wieloletnich średnich, co potwierdza, że perspektywy rozwoju w tych gałęziach przemysłu nie wyglądają zbyt optymistycznie.

Wśród sektorów znajdujących się na drugim biegunie można natomiast wymienić m.in. producentów artykułów spożywczych – branżę charakteryzującą się niskim udziałem przychodów z eksportu, relatywnie mało zależną od sprzedaży do Niemiec w ramach działalności zagranicznej i wciąż mogącą się cieszyć relatywnie solidnym popytem w strefie euro.





# Dochody, konsumpcja, oszczędności – przeгляд sytuacji gosp. domowych



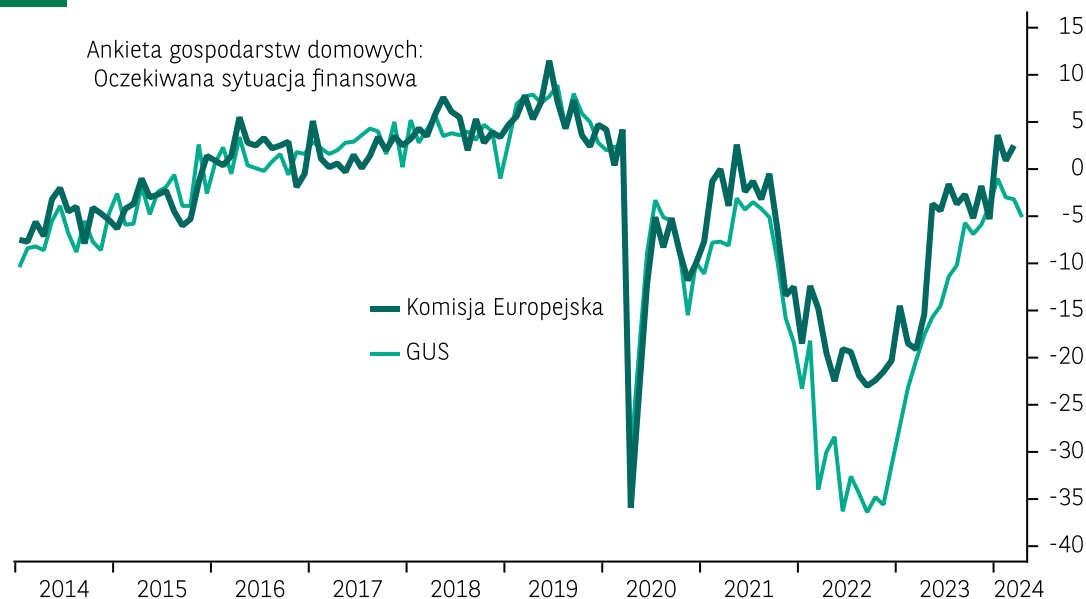
BNP PARIBAS

# GOSPODARSTWA DOMOWE W DOBRYCH NASTROJACH

## > Konsumenci mają lepsze nastroje...



## > ... bo spodziewają się wzrostu dochodów



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

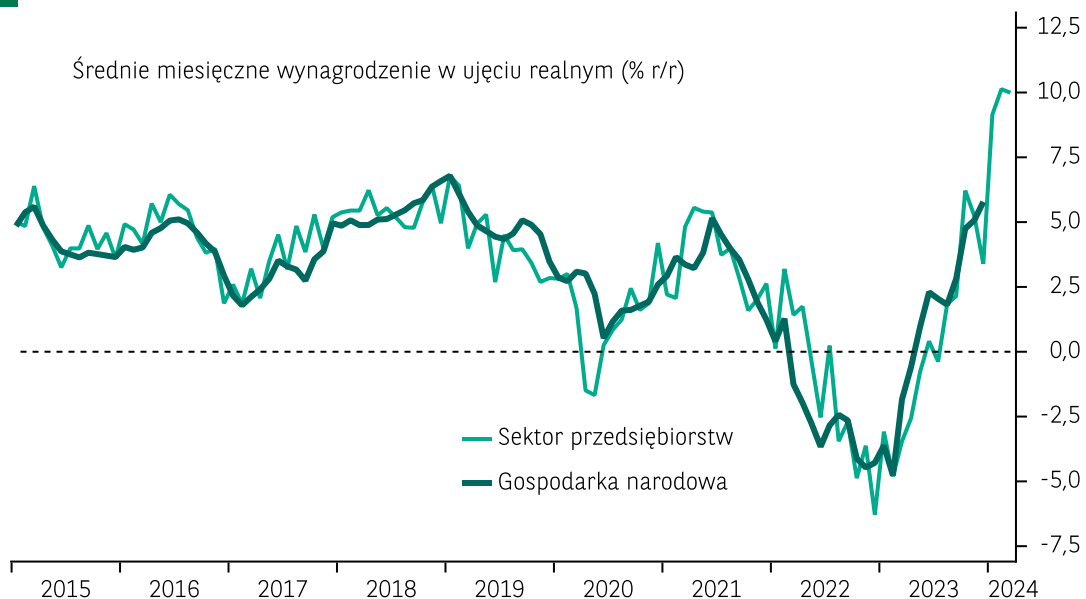
Sytuacja gospodarstw domowych w Polsce wygląda bardzo optymistycznie. Badania koniunktury konsumenckiej wskazują na systematycznie poprawiające się nastroje, choć tempo wzrostu wskaźnika ufności konsumenckiej jest obecnie wyraźnie niższe niż przed rokiem.

Optymistyczne oceny bieżącej sytuacji przez gospodarstwa domowe są naszym zdaniem przede wszystkim wypadkową szybko rosnących realnych dochodów. Potwierdzać zdają się to badania ankietowe, które wskazują, że miary oczekiwanej sytuacji finansowej wśród gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach poszybowały mocno w górę.



# DOCHODY Z PRACY MOCNO ZWIĘKSZĄ SIĘ W TYM ROKU

## > Siła nabywcza wynagrodzeń szybko rośnie



## > Wzrost płac w gospodarce narodowej wyższy niż w przedsiębiorstwach

### Wzrost średniego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w 2024 roku (prognoza)

Sektor	Szacunki: Przeciętne zatrudnienie w 2023 roku (mln osób)	Udział w zatrudnieniu ogółem	Prognozowana dynamika średniego wynagrodzenia w 2024 roku	Wkład do dynamiki średniego wynagrodzenia w gospodarce narodowej
Przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 9 osób	6,5	59%	11,5%	6,8%
Przedsiębiorstwa zatrudniające do 9 osób	1,5	14%	15,0%	2,1%
Administracja państwowa (osoby objęte 20% podwyżką)	0,4	3%	20,0%	0,6%
Edukacja (osoby objęte 30% podwyżką)	0,6	5%	30,0%	1,6%
Pozostałe	2,0	18%	13,0%	2,4%
<b>GOSPODARKA NARODOWA OGÓLEM</b>	<b>11,0</b>	<b>100%</b>		<b>13,5%</b>

Źródło: GUS, BNP Paribas Polska

Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wyższe dochody gospodarstw domowych to głównie wynik bardzo znaczących wzrostów wynagrodzeń. W pierwszym kwartale przeciętna płaca w sektorze przedsiębiorstw (firmy zatrudniające powyżej 9 osób) po skorygowaniu o inflację zwiększyła się średnio o blisko 10% r/r.

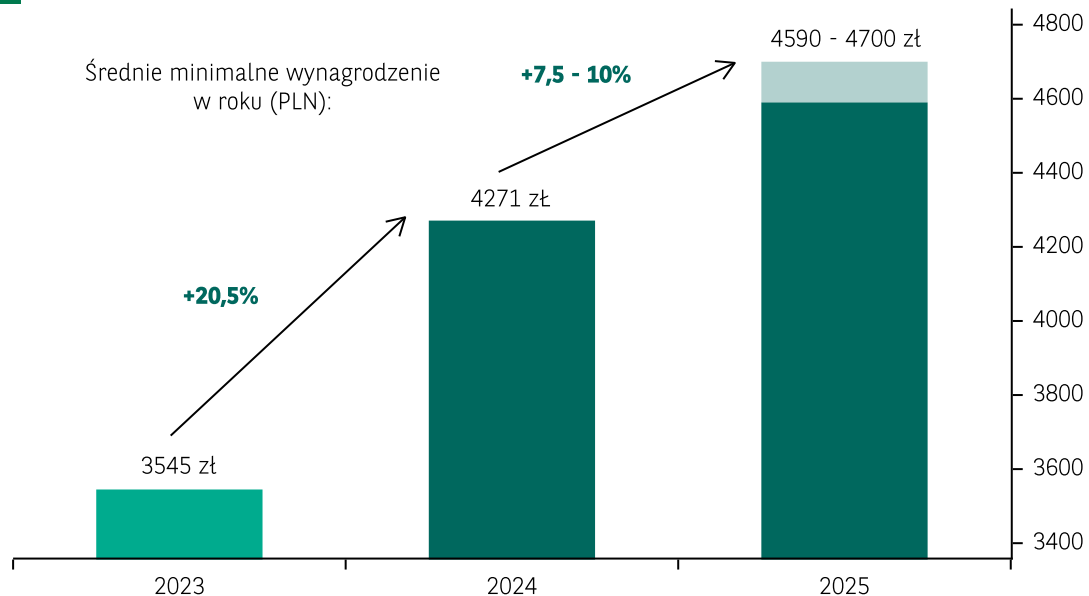
W gospodarce ogółem, dynamika wzrostów była w naszej ocenie jeszcze wyższa ze względu na podwyżki płac w sektorze administracji publicznej i edukacji, a także w związku z istotnie wyższym wynagrodzeniem minimalnym, które oddziałuje szczególnie mocno na płace w mikroprzedsiębiorstwach. Prognozujemy, że średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej nominalnie zwiększy się w tym roku o około 13,5%.



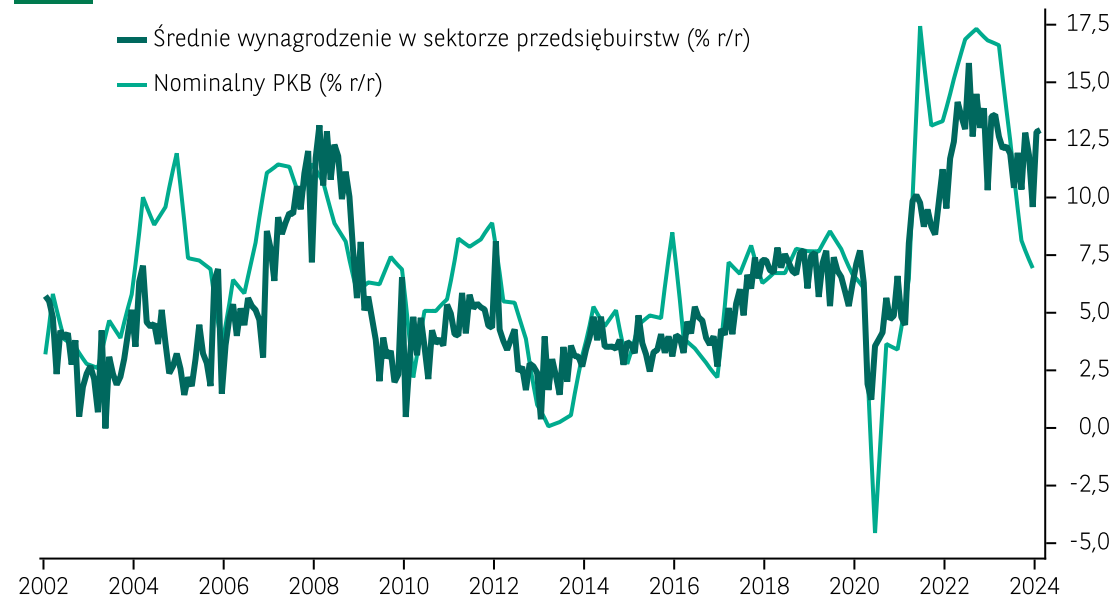


# W PRZYSZŁYM ROKU DYNAMIKA PŁAC PRAWDOPODOBNIIE ZWOLNI

## > Płaca minimalna w 2025 roku - szacunki



## > Nominalna dynamika wynagrodzeń wyhamuje wraz z gospodarką



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

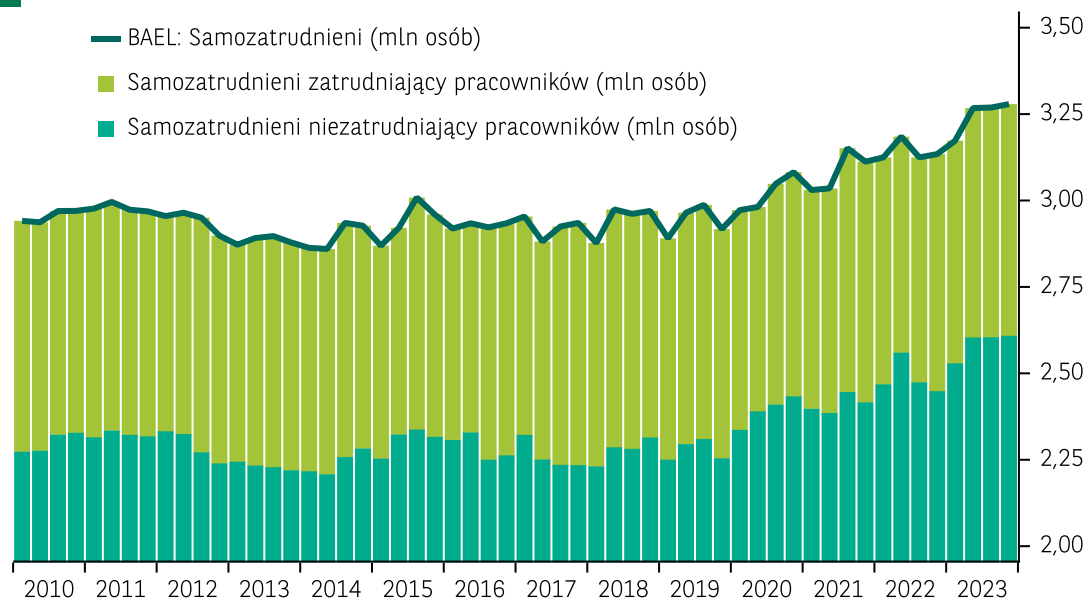
W przyszłym roku spodziewamy się, że tempo wzrostu wynagrodzeń wyhamuje i spadnie poniżej 10%. W naszej ocenie przyczyni się do tego m.in. istotnie mniejsza podwyżka płacy minimalnej (szacujemy, że wzrośnie ona o 7,5-10% do poziomu 4590-4700 zł).

Dodatkowo, hamująca w sensie nominalnym gospodarka, ograniczy przestrzeń do tak dynamicznych wzrostów kosztów pracy. Będzie mieć to związek ze spadkiem oczekiwań inflacyjnych pracowników jak i mniejszą możliwością oferowania podwyżek przez przedsiębiorstwa w warunkach wolniejszego wzrostu przychodów. W efekcie szacujemy, że średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej wzrośnie w przyszłym roku o 8,5% r/r.

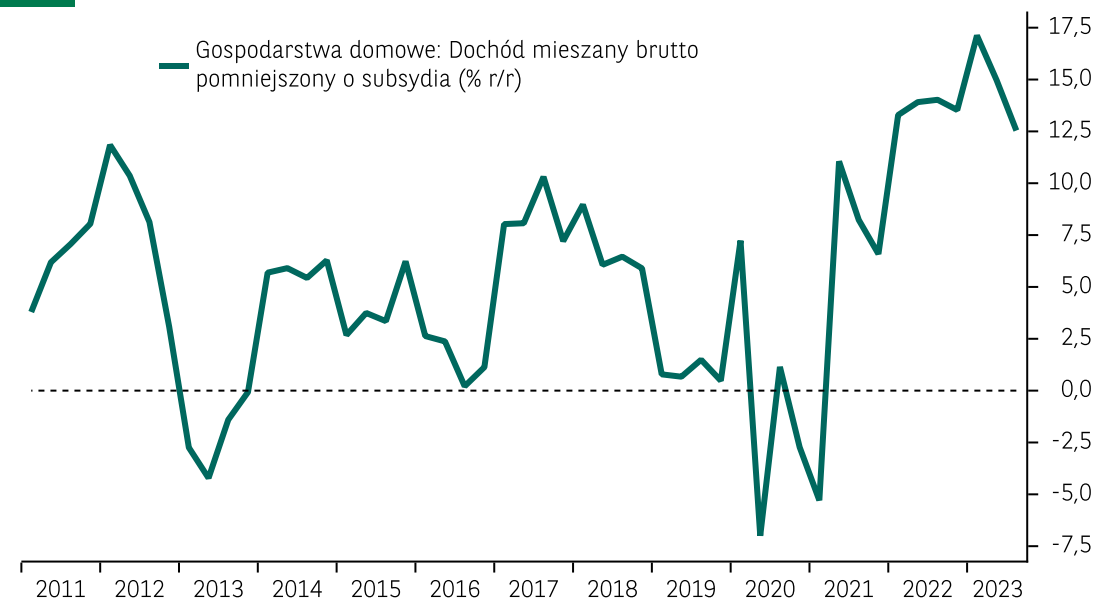


# WZROST DOCHODÓW SAMOZATRUDNIONYCH MNIEJ OKAZAŁY?

## > Liczba samozatrudnionych w polskiej gospodarce



## > Dynamika wzrostu dochodów samozatrudnionych - aproksymacja



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

O ile dochody z pracy najemnej będą dynamicznie rosnać, większy znak zapytania można postawić w przypadku dochodów osób samozatrudnionych, których według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) jest w Polsce ponad 3 mln.

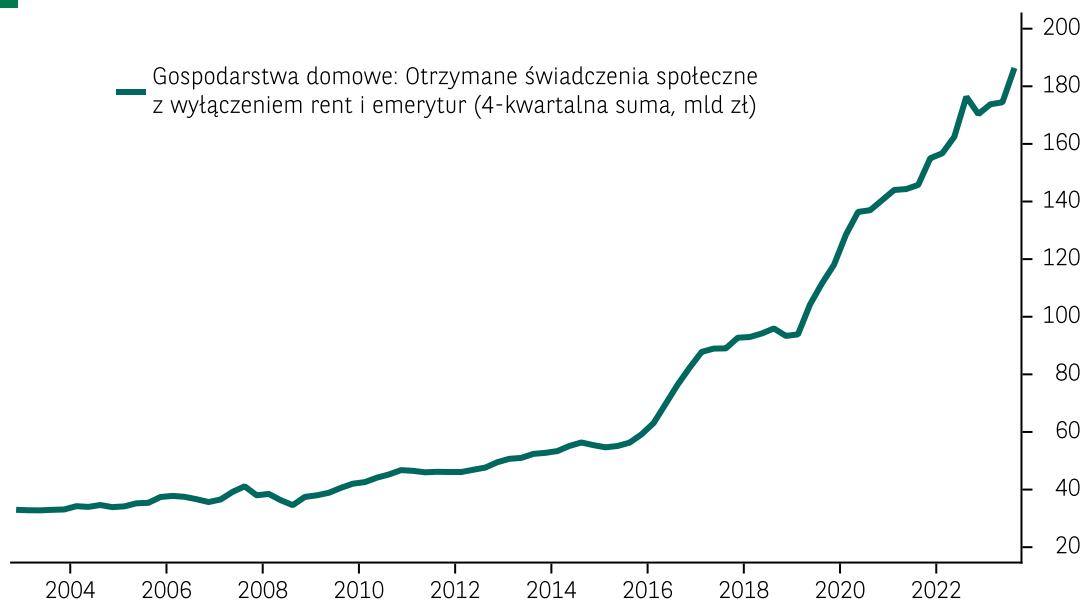
W ubiegłym roku dochody w tej grupie pracujących wciąż rosły w dwucyfrowym tempie (dochód mieszany brutto) choć dochody do dyspozycji zostały nieco uszczuplone przez podwyżki składek na ubezpieczenia społeczne. W tym roku wyzwaniem dla jednoosobowych działalności gospodarczych zatrudniających pracowników będą szybko rosące koszty związane przede wszystkim ze wzrostem płacy minimalnej.



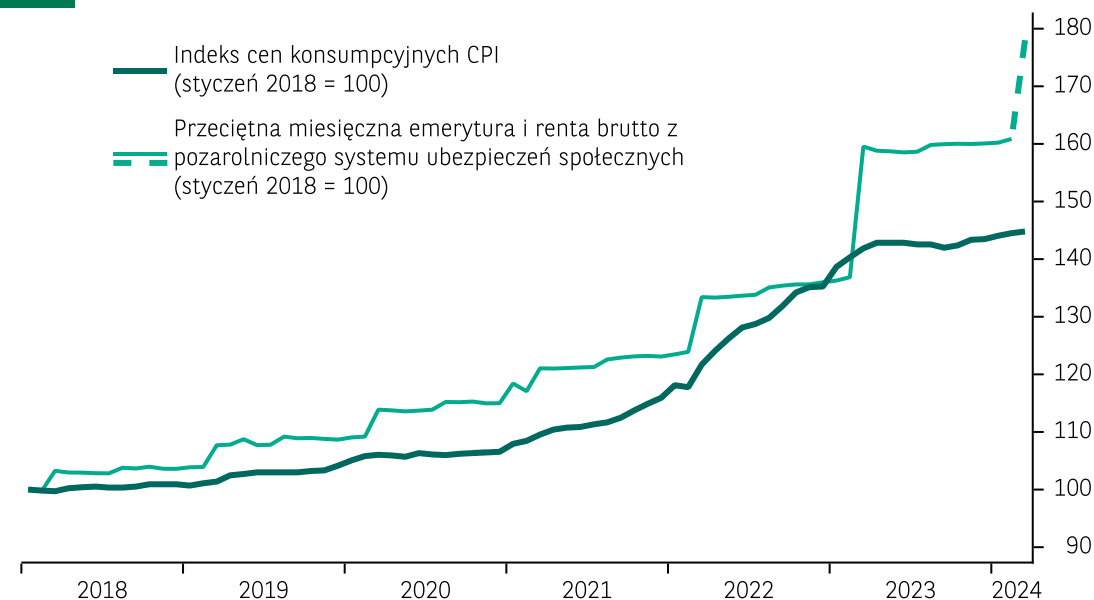


# ŚWIADCZENIA SPOŁECZNE WSPARCIEM DOCHODÓW GOSPODARSTW DOMOWYCH W TYM ROKU

## > Świadczenia społeczne trafiające do rodzin wyraźnie wzrosną



## > W ujęciu realnym emerytura mocno w górę



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Dochody gospodarstw domowych zwiększą się w tym roku także na skutek wyższych świadczeń społecznych. Waloryzacja świadczenia 500+ do kwoty 800 zł przyniesie rodzinom dodatkowe 24 mld zł. Zapowiadany program Aktywny Rodzic („babciowe”) to zastrzyk 8 mld zł dla rodziców, jednak jego uruchomienie najprawdopodobniej będzie miało miejsce dopiero jesienią/zimą.

Wskaźnik waloryzacji emerytur wyniósł w tym roku natomiast 12,1% (o tyle wzrosły też emerytura minimalna i „13 emerytura”). Na tym samym poziomie co w ubiegłym roku utrzymana ma zostać natomiast tzw. „14 emerytura”.



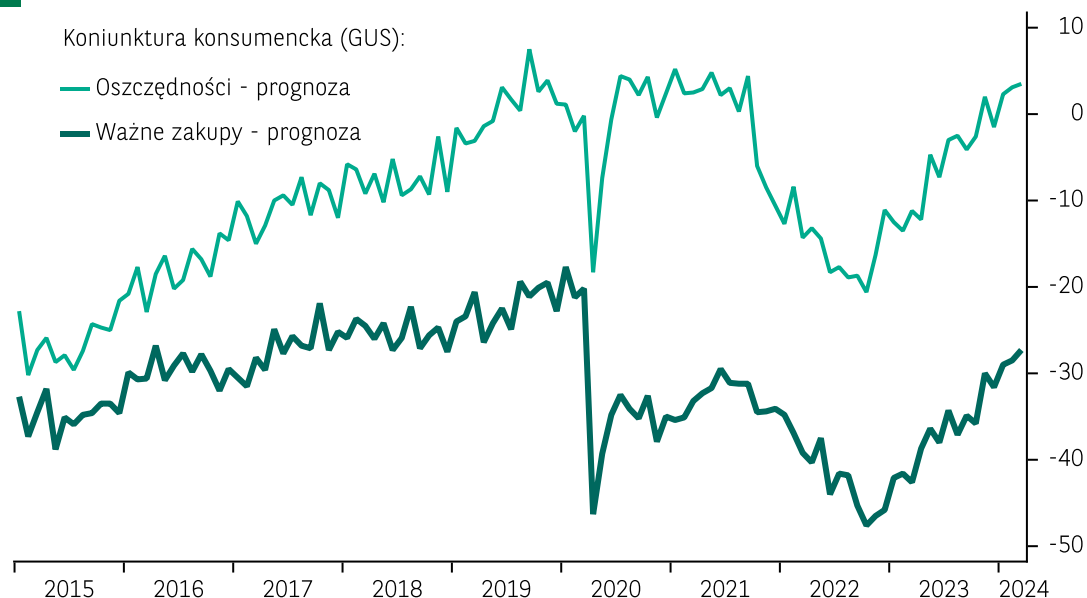
# GOSPODARSTWA DOMOWE: KONSUMPCJA VS OSZCZĘDNOŚCI

## > Intencje konsumentów

Koniunktura konsumencka (GUS):

— Oszczędności - prognoza

— Ważne zakupy - prognoza



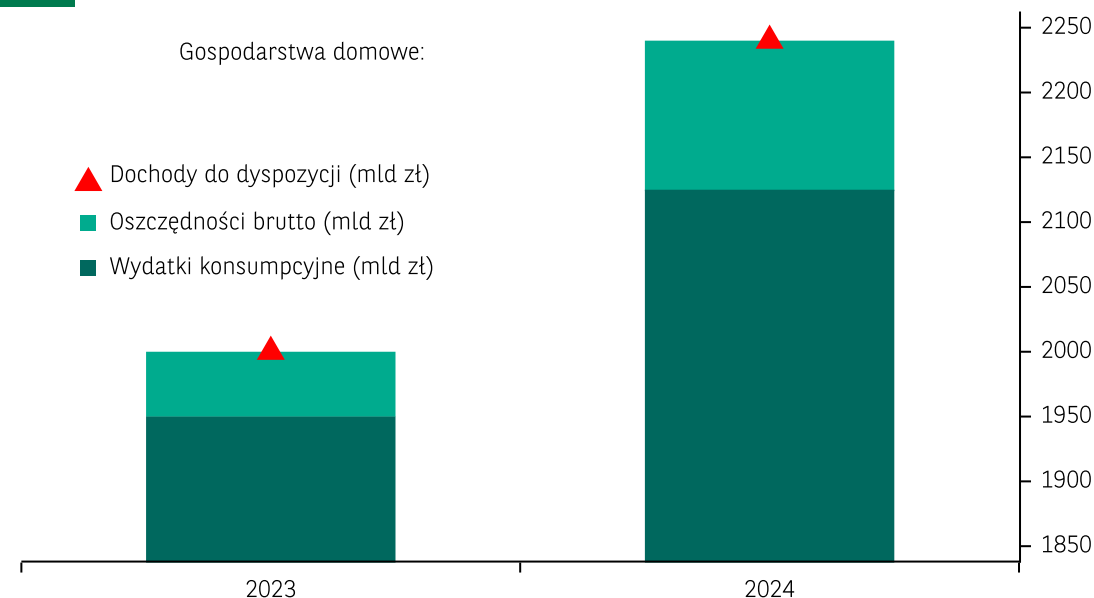
## > Wzrost dochodów pozwoli i zaoszczędzić i wydać

Gospodarstwa domowe:

▲ Dochody do dyspozycji (mld zł)

■ Oszczędności brutto (mld zł)

■ Wydatki konsumpcyjne (mld zł)



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

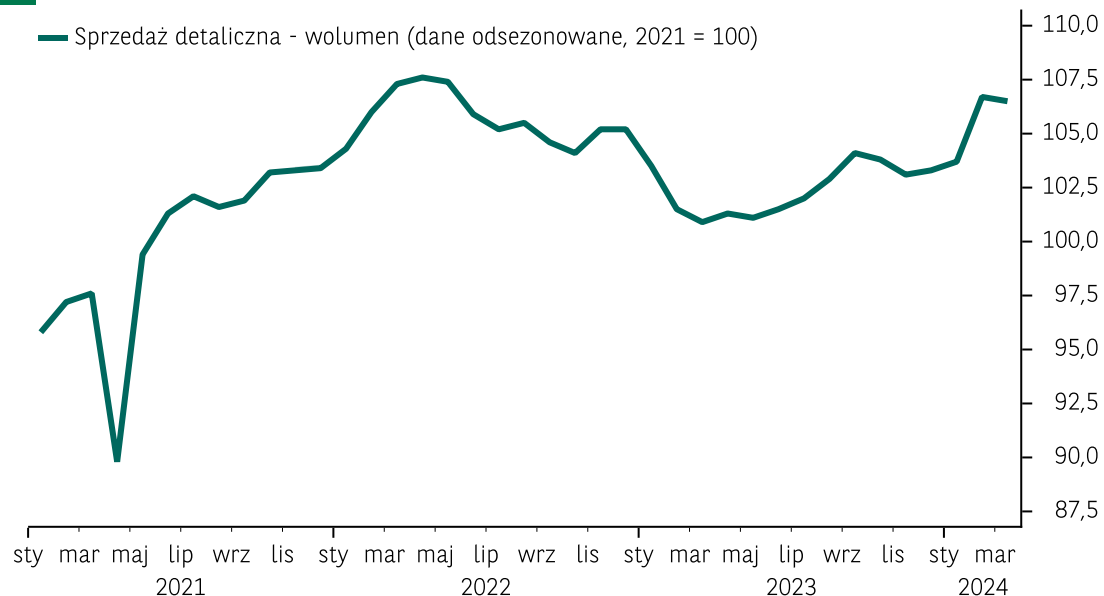
W warunkach szybko rosnących nominalnych dochodów gospodarstw domowych, które naszym zdaniem zwiększą się w tym roku o 12%, pozostaje pytanie jaka część wzrostu zostanie przeznaczona na wydatki konsumpcyjne a jaka zaoszczędzona. Badania ankietowe sugerują, że gospodarstwa domowe „chciałyby i zjeść i mieć ciastko” i według nas w tym roku „kawa nie będzie wykluczać herbaty”.

Zgodnie z naszymi prognozami 5% realny wzrost konsumpcji powinien pozwolić na zwiększenie oszczędności brutto gospodarstw domowych względem ubiegłego roku o 65 mld zł, co jest równoważne ze wzrostem stopy oszczędności z około 2,5% w 2023 roku do ponad 5% w tym.



# POPYT KONSUMENCKI SIĘ ODRADZA

## > Sprzedaż detaliczna wyraźnie wyższa w pierwszym kwartale



## > W sektorze usług konsumenckich też widać odbicie popytu



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Większą aktywność zakupową gospodarstw domowych od początku roku można zauważyć w danych o sprzedaży detalicznej. W pierwszym kwartale wyniki sprzedaży podmiotów handlowych były w ujęciu realnym o około 5% wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Bazując na badaniach ankietowych wydaje się też, że systematycznie odbudowuje się popyt na usługi konsumpcyjne (działalność związana z kulturą rozrywką i rekreacją, a także zakwaterowanie i usługi gastronomiczne).





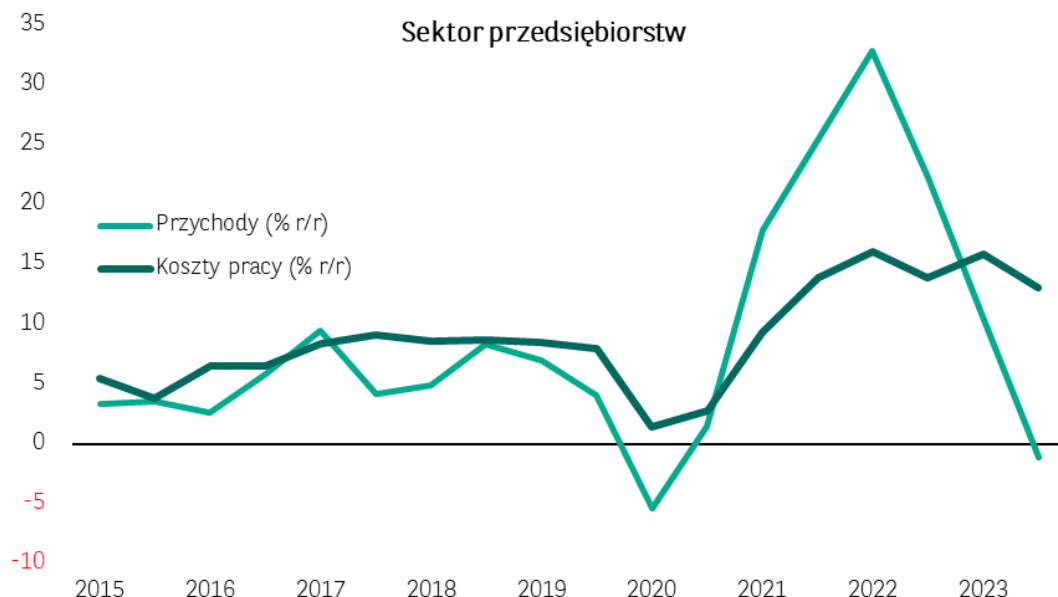
# Skok kosztów pracy – przełożenie na przedsiębiorstwa



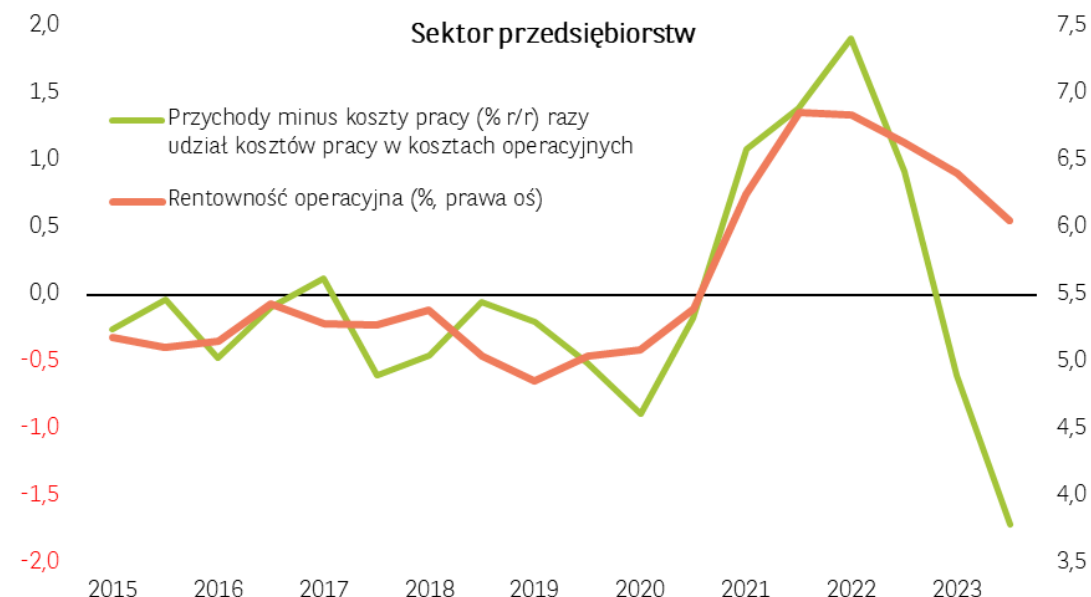
BNP PARIBAS

# SPADEK PRZYCHODÓW I WZROST KOSZTÓW PRACY STANOWI RYZYKO DLA RENTOWNOŚCI FIRM

## > Spadek przychodów przy szybko rosnących kosztach pracy



## > Niższa rentowność w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Pont Info, Bank BNP Paribas

O ile szybko rosnące wynagrodzenia cieszą gospodarstwa domowe, dla przedsiębiorstw mogą być powodem do niepokoju. Koszty pracy, które bezpośrednio stanowią przeciętnie ok. 12% całości kosztów operacyjnych firm, rosły w ubiegłym roku w dwucyfrowym tempie, co w warunkach spadku przychodów w drugiej połowie ub.r. przyczyniło się do obniżenia rentowności firm.

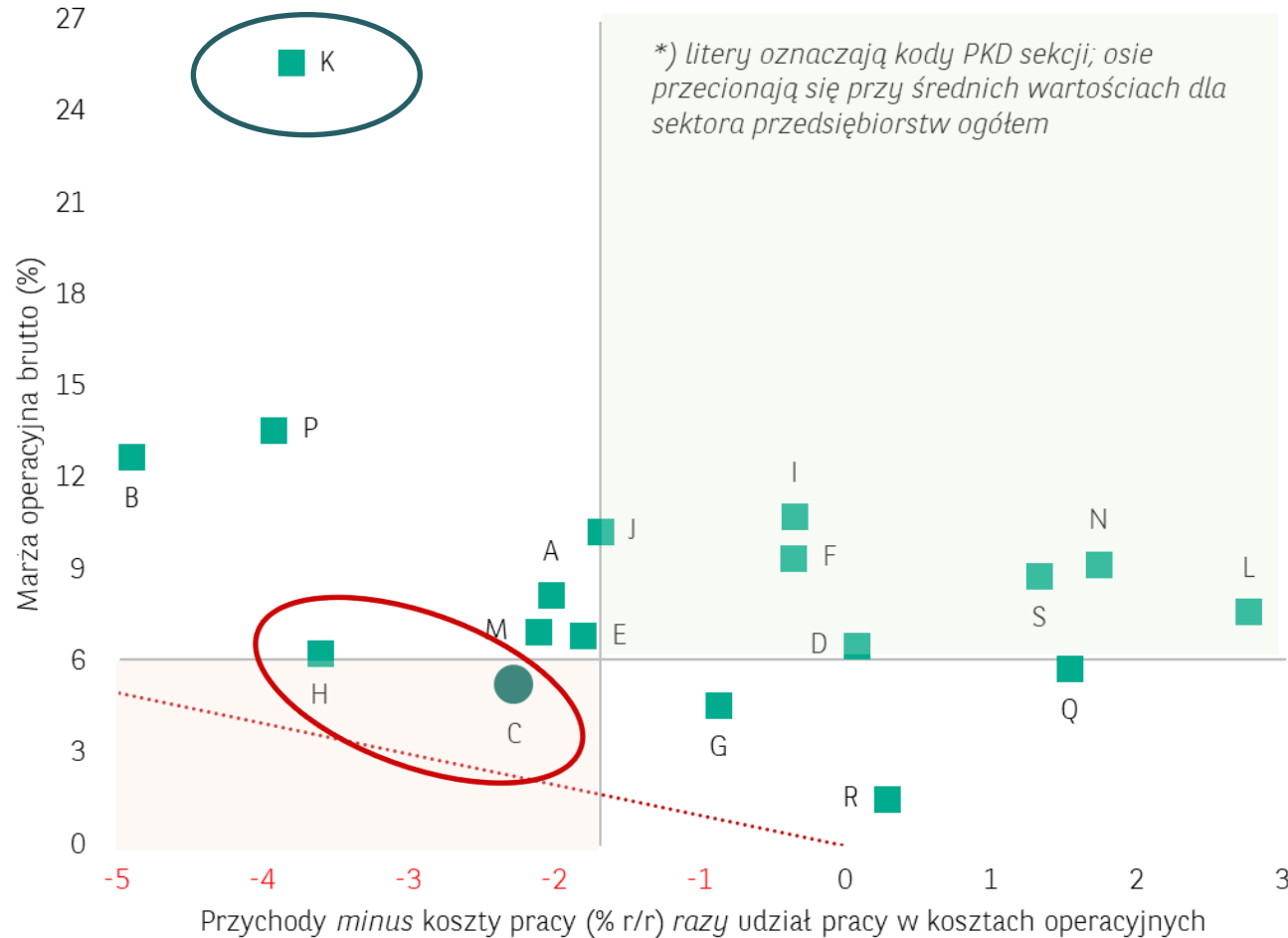
W ubiegłym roku wskaźniki rentowności na poziomie operacyjnym spadły w większości branż, choć zazwyczaj z rekordowo wysokich poziomów. Sytuacja i perspektywy zyskowności poszczególnych sektorów w roku bieżącym są jednak silnie zróżnicowane.





# PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE, TRANSPORT I LOGISTYKA SĄ W NAJTRUDNIEJSZEJ SYTUACJI

Sektor firm: Jednostkowe koszty pracy i rentowność w 2023 roku



Żadna z działalności gospodarczych na poziomie **całej sekcji PKD**, nie wydaje się być obecnie zagrożona pojawieniem się straty. Niemniej, uwzględniając rentowność poszczególnych branż w 2023 roku oraz różnice pomiędzy wzrostem przychodów i kosztów pracy w drugiej połowie ubiegłego roku, to w najtrudniejszej sytuacji znajdują się zwłaszcza mocno cykliczne sektory, takie jak przetwórstwo przemysłowe (PKD C) czy transport i logistyka (PKD H).

Szybki wzrost kosztów pracy w połączeniu ze słabnącą dynamiką przychodów - o ile trendy te nie zostaną wkrótce osłabione/odwrócone - może spowodować istotne pogorszenie i tak już nie najwyższej rentowności w tych sekcjach PKD.

Na drugim biegunie znajdują się branże usługowe, gdzie koszty pracy rosną wolniej niż przychody, lub też marża jest na tyle wysoka, np. w usługach finansowych (PKD K), by w pełni zaabsorbować spadek przychodów i/lub wzrost kosztów.

Źródło: GUS, Pont Info, Bank BNP Paribas



BNP PARIBAS

Bank zmieniającego się świata

24 kwietnia 2024

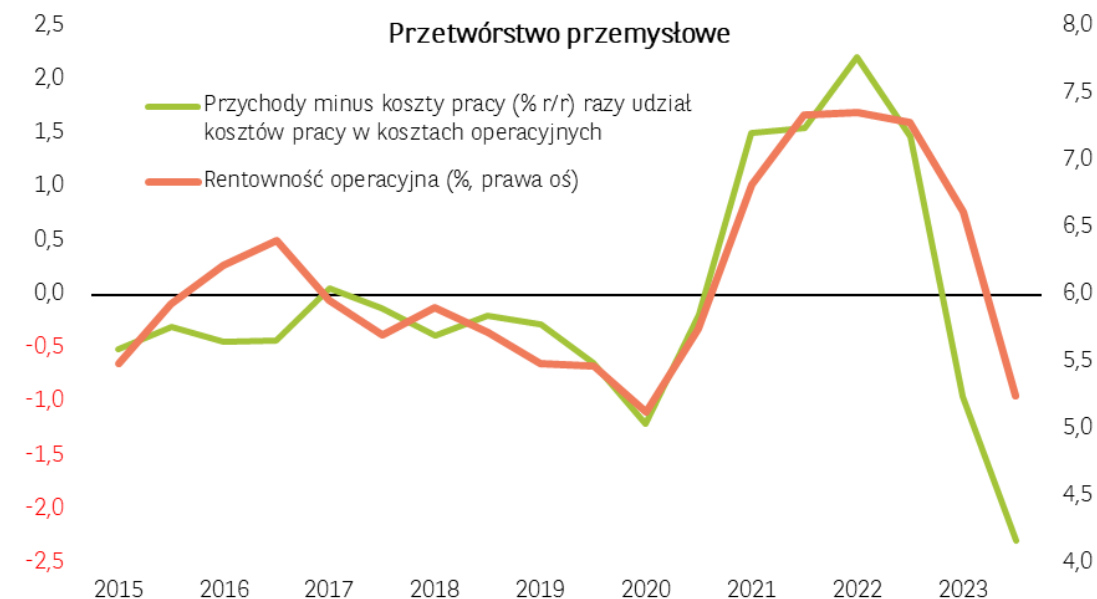
| 31

# RENTOWNOŚĆ PRZEMYSŁU SPADA WRAZ ZE SPADKIEM PRZYCHODÓW I DROŻEJĄCĄ PRACĄ

## > Dynamika przychodów i kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym



## > Rentowność operacyjna w przetwórstwie przemysłowym



Źródło: GUS, Pont Info, Bank BNP Paribas

W 2023 roku rentowność operacyjna w przetwórstwie przemysłowym obniżyła się o ok. 2pp do nieco powyżej 5%, co współgra ze wzrostem kosztów pracy skorygowanych o ich udział w kosztach operacyjnych ogółem, który również przekracza tempo wzrostu przychodów o 2-2,5pp.

Głęboki, ponad 10-procentowy, spadek cen produkcji sprzedanej w ostatnich miesiącach i powolne jak dotąd tempo ożywienia realnej aktywności zwiększają ryzyko dalszego obniżenia rentowności w obliczu utrzymującej się presji na wynagrodzenia - choć sam udział pracy w całości kosztów operacyjnych branży jest nieco niższy niż przeciętnie w sektorze przedsiębiorstw, a zatrudnienie w przemyśle przetwórczym generalnie spada. W niektórych działach przetwórstwa przemysłowego pojawia się realne ryzyko wystąpienia straty w najbliższym czasie.



# PRODUKCJA METALI I PRZEMYSŁ MOTORYZACYJNY NA KRAWĘDZI STRATY

Przemysł: Jednostkowe koszty pracy i rentowność w 2023 roku



O ile w przypadku sekcji PKD, żadna z działalności gospodarczych nie wydaje się być narażona na pojawienie się straty, o tyle w przetwórstwie przemysłowym wyzwania związane z utrzymaniem dodatniej rentowności są o wiele większe.

Ryzyko straty dotyczy przede wszystkim producentów metali (PKD 24) oraz przemysłu motoryzacyjnego (PKD 29, a zwłaszcza 29.1). W branżach tych wzrost kosztów pracy zdecydowanie przekracza tempo przychodów, a jednocześnie rentowność już jest dosyć niska. Potencjalnie problemy z „dowiezieniem” zysków mogą mieć też branża chemiczna (PKD 20), producenci urządzeń elektrycznych (PKD 27), oraz elektroniki (PKD 26).

Nie cały przemysł jest jednak pod presją. Obecnie w najlepszej sytuacji znajdują się producenci farmaceutyków (PKD 21), odzieży (PKD 14), napojów (PKD 11), ale również pozostałych środków transportu (PKD 30).

Źródło: GUS, Pont Info, Bank BNP Paribas



# RENTOWNOŚĆ W PRZETWÓRSTWIE PRZEMYSŁOWYM: CZYNNIKI RYZYKA

Dla poszczególnych branż głównie czynniki ryzyka dla rentowności są zróżnicowane, choć – co nie powinno dziwić - sektory najbardziej narażone na pojawienie się strat charakteryzują się przede wszystkim trudnym punktem startowym, czyli relatywnie słabą zyskownością już w 2023 roku (zobacz tabela na kolejnej stronie).

Dane za pierwszy kwartał br. wskazują, że dla producentów wyrobów chemicznych (PKD 20), metali (PKD 24) oraz urządzeń elektrycznych (PKD 27) największym problemem są wciąż bardzo szybko spadające przychody, zaś koszty pracy rosną relatywnie wolniej niż przeciętnie w przetwórstwie przemysłowym – zarówno ze względu na słabsze tempo wzrostu wynagrodzeń, jak też (za wyjątkiem branży chemicznej) spadek zatrudnienia.

Z kolei w przypadku przemysłu motoryzacyjnego (PKD 29), kluczowym ryzykiem wydają się być wyjątkowo szybko rosnące koszty pracy – zarówno wynagrodzenia jak i zatrudnienie. Tymczasem przychody sektora *automotive* ponownie zaczęły rosnąć, pomimo wyjątkowo dużego udziału eksportu (ok. 77% przychodów), wciąż słabej koniunktury w Europie oraz mocnego złotego.

W branżach o potencjalnie najlepszych perspektywach – utrzymania lub poprawy rentowności – również występują istotne rozbieżności. Przychody producentów napojów (PKD 11) rosną, choć jednocześnie tempo wzrostu ich kosztów pracy należy do najwyższych w całym przetwórstwie przemysłowym. Niemniej jednak niewielki udział pracy w całości kosztów operacyjnych tej branży (6,3% w 2023 roku) powoduje, że nie mają one w obliczu zwiększania wartości sprzedaży istotnego wpływu dla perspektyw zysków. Nieco inaczej wygląda sytuacja wśród producentów wyrobów farmaceutycznych (PKD 21). Choć przychody branży nieznacznie spadają, to koszty pracy (których udział w całości wydatków operacyjnych jest jednak znaczny, bo przekraczający 17%), rosną bardzo powoli – zarówno ze względu na względnie słabe tempo wzrostu wynagrodzeń, jak i dość znaczny spadek zatrudnienia. Warto zauważyć, że obie te branże (PKD 11 i PKD 21) należą do jednych z najmniej „eksportowych” działów (udział eksportu w przychodach wynosi bowiem odpowiednio 11% i 30%, wobec średnio 46% w przetwórstwie przemysłowym).

Z kolei, dla producentów pozostałego sprzętu transportowego (PKD 30) kluczowe znaczenie mają przychody, których tempo wzrostu nie tylko jest obecnie najwyższe w całym przetwórstwie (ok. +23,5% r/r, co należy podkreślić biorąc pod uwagę 70-procentowy udział eksportu w przychodach), ale i znacząco przewyższa również bardzo wysoki wzrost kosztów pracy (ok. +17,5% r/r).

Warto wspomnieć również o branży odzieżowej (PKD 14), której dane za 2023 rok wskazywały na niezły potencjał do utrzymania wysokiej rentowności. W pierwszym kwartale br. perspektywy te wyraźnie się pogorszyły ze względu na drożącą pracę, której udział w całości kosztów operacyjnych jest najwyższy w całym przetwórstwie przemysłowym (ponad 30%). Pomimo znacznego spadku zatrudnienia (o 3,5% r/r), nominalne wynagrodzenia w branży wzrosły o prawie 15% r/r – na co wpływ miała przede wszystkim kolejna znacząca podwyżka płacy minimalnej (relacja przeciętnej płacy w branży do minimalnego wynagrodzenia jest najniższa w całym przetwórstwie przemysłowym i wynosi raptem ok. 125%).



# RENTOWNOŚĆ W PRZETWÓRSTWIE PRZEMYSŁOWYM: CZYNNIKI RYZYKA W BRANŻACH

PKD	Branża	Zmiana rok-do-roku (%): średnia za ostatnie 3 miesiące				Memo: Średnie wynagrodzenie w branży vs. pensja minimalna (%)	Przychody minus koszty pracy (%)	Udział pracy w kosztach operacyjnych ogółem w 2023 roku (%)	Marża operacyjna w 2023 roku (%)	Szacowany wpływ zmiany przychodów i kosztów pracy na marżę operacyjną (pp)
		Przychody	Koszty pracy	Zatrudnienie	Wynagrodzenia					
		a	b = c + d	c	d					
C	PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE	-4,2	11,7	-1,0	12,6	184	-15,9	11,2	5,2	-1,8
10	Artykuły spożywcze	-2,7	12,3	-0,3	12,6	164	-15,0	9,1	6,4	-1,4
✓ 11	Napoje	4,8	15,4	0,0	15,4	226	-10,6	6,3	8,1	-0,7
13	Wyroby tekstylne	-7,9	10,7	-3,1	13,8	148	-18,7	18,6	7,0	-3,5
14	Odzież	-2,2	11,3	-3,5	14,8	126	-13,5	30,3	8,1	-4,1
16	Wyroby z drewna, korka, słomy i wikliny	-17,8	8,7	-5,8	14,5	153	-26,5	14,3	7,2	-3,8
17	Papier i wyroby z papieru	-11,8	12,3	0,5	11,8	195	-24,1	11,5	8,7	-2,8
18	Poligrafia i reprodukcja	-2,0	13,6	-2,6	16,2	191	-15,5	23,8	8,3	-3,7
✓ 20	Wyroby chemiczne	-13,9	8,7	1,2	7,4	209	-22,6	9,8	5,0	-2,2
✓ 21	Wyroby farmaceutyczne	-1,1	3,3	-3,6	6,9	236	-4,3	17,6	16,3	-0,8
22	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	-12,3	12,9	-0,6	13,5	185	-25,2	16,2	8,0	-4,1
23	Wyroby z mineralnych surowców niemetalicznych	-9,3	7,8	-3,5	11,3	192	-17,1	15,0	9,0	-2,6
✓ 24	Metale	-14,7	9,3	-1,0	10,3	200	-24,0	8,5	1,8	-2,0
25	Wyroby z metali	-9,0	10,9	-0,6	11,4	172	-19,9	16,8	7,8	-3,3
26	Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne	-6,9	9,5	-1,6	11,2	203	-16,5	11,2	4,3	-1,8
✓ 27	Urządzenia elektryczne	-28,6	9,0	-2,9	11,9	202	-37,7	9,7	3,7	-3,7
28	Maszyny i urządzenia	-2,9	10,7	0,5	10,2	194	-13,6	19,3	8,2	-2,6
✓ 29	Pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy	4,7	15,3	2,2	13,1	207	-10,6	10,4	1,4	-1,1
✓ 30	Pozostały sprzęt transportowy	23,4	17,2	4,5	12,7	214	6,2	17,0	6,6	1,1
31	Meble	-7,6	10,2	-5,2	15,4	148	-17,8	20,4	6,6	-3,6

Źródło: GUS, Pont Info, Macrobond, BNP Paribas Polska; kolorami zaznaczono 6 najlepszych (zielony) i 6 najgorszych (czerwony) sektorów w poszczególnych kategoriach





## WPŁYW KOSZTÓW PRACY NA RENTOWNOŚĆ – RYS TEORETYCZNY

Dane finansowe, w tym struktura i dynamika poszczególnych kategorii kosztów, umożliwiają pełną analizę kształtowania się rentowności poszczególnych branż w przeszłości. Do bieżących celów prognostycznych takie dane zazwyczaj nie są jednak dostępne. W uproszczeniu można jednak założyć, że inne niż praca koszty operacyjne zmieniają się w podobnym tempie jak przychody danego działu produkcji czy usług, co potwierdzają zresztą dane historyczne dla większości działalności gospodarczych – przede wszystkim przemysłowych.

Zgodnie z tym założeniem rentowność branży rośnie, jeżeli deflator (ceny produkcji) rosną szybciej niż jednostkowe koszty pracy, lub – jeszcze bardziej upraszczając – nominalne przychody branży zwiększają się mocniej niż nominalne koszty pracy. Dane o przychodach i kosztach pracy dla większości branż są publikowane z niewielkim jedynie opóźnieniem przez GUS, co ogromnie ułatwia bieżącą analizę perspektyw zysków poszczególnych działów gospodarki. Skalę zmian rentowności można z kolei oszacować mnożąc różnicę w dynamice cen i jednostkowych kosztów pracy (różnicę w tempie nominalnych przychodów i nominalnych kosztów pracy) razy udział pracy w całości kosztów operacyjnej branży.

$\Delta$ Marża operacyjna (pp)  $\approx [\Delta$ Deflator (%) –  $\Delta$ Jednostkowe koszty pracy (%)] \* Udział pracy w kosztach operacyjnych (%) \* 100; lub

$\Delta$ Marża operacyjna (pp)  $\approx [\Delta$ Przychody (%) –  $\Delta$ Koszty pracy (%)] \* Udział pracy w kosztach operacyjnych (%) \* 100; gdzie

$\Delta$ Jednostkowe koszty pracy (%)  $\approx \Delta$ Wynagrodzenia (%) +  $\Delta$ Zatrudnienie (%) -  $\Delta$ Wolumen produkcji (%)

$\Delta$ Przychody (%)  $\approx \Delta$ Wolumen produkcji (%) +  $\Delta$ Deflator produkcji (%)

$\Delta$ Koszty pracy (%)  $\approx \Delta$ Wynagrodzenia (%) +  $\Delta$ Zatrudnienie (%)

Takie proste podejście nie uwzględnia siłą rzeczy pozycji przetargowej (pricing power) poszczególnych branż wobec swoich dostawców i/lub odbiorców. Pozycja ta ma oczywiście bardzo istotne znaczenie zarówno dla kształtowania się pozostałych - poza pracą - kosztów operacyjnych, jak też i dla cen produkcji sprzedanej, a w konsekwencji rentowności branży. Niemniej uważamy, że dla krótkoterminowych projekcji przedstawione wyżej podejście to może być bardzo przydatne, zwłaszcza że umożliwia jednoczesną analizę wpływu koniunktury, cen (polityki cenowej), presji (polityki) płacowej, oraz (polityki) zatrudnienia w kontekście utrzymania lub zwiększenia rentowności przez podmioty w poszczególnych branżach. Na kolejnej stronie przedstawiamy kilka przykładów, potwierdzających że zaprezentowane proste formuły całkiem nieźle przybliżają rzeczywiste zmiany rentowności.



# WPŁYW KOSZTÓW PRACY NA RENTOWNOŚĆ - PRZYKŁADY

Przykład 1	Rok 1	Rok 2	Zmiana r/r	w przybliżeniu
<b>Przychody</b>	<b>110,0</b>	<b>99,0</b>	-10%	
<b>Koszty operacyjne ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>92,0</b>		
Koszty pracy	10,0	11,0	10%	
Pozostałe koszty operacyjne	90,0	81,0	-10%	≈ zmiana przychodów
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>10,0</b>	<b>7,0</b>		
<b>Rentowność (marża) operacyjna</b>	<b>9,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-2,0%</b>
<i>Udział pracy w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,0%</i>		

Przykład 4	Rok 1	Rok 2	Zmiana r/r	w przybliżeniu
<b>Przychody</b>	<b>110,0</b>	<b>99,0</b>	-10%	
<b>Koszty operacyjne ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>96,0</b>		
Koszty pracy	30,0	33,0	10%	
Pozostałe koszty operacyjne	70,0	63,0	-10%	≈ zmiana przychodów
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>10,0</b>	<b>3,0</b>		
<b>Rentowność (marża) operacyjna</b>	<b>9,1%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>-6,0%</b>
<i>Udział pracy w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>30,0%</i>	<i>34,4%</i>		

Przykład 2	Rok 1	Rok 2	Zmiana r/r	w przybliżeniu
<b>Przychody</b>	<b>110,0</b>	<b>110,0</b>	0%	
<b>Koszty operacyjne ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>101,0</b>		
Koszty pracy	10,0	11,0	10%	
Pozostałe koszty operacyjne	90,0	90,0	0%	≈ zmiana przychodów
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>		
<b>Rentowność (marża) operacyjna</b>	<b>9,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-1,0%</b>
<i>Udział pracy w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,9%</i>		

Przykład 5	Rok 1	Rok 2	Zmiana r/r	w przybliżeniu
<b>Przychody</b>	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>	0%	
<b>Koszty operacyjne ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>101,5</b>		
Koszty pracy	15,0	16,5	10%	
Pozostałe koszty operacyjne	85,0	85,0	0%	≈ zmiana przychodów
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>		
<b>Rentowność (marża) operacyjna</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-1,5%</b>
<i>Udział pracy w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,3%</i>		

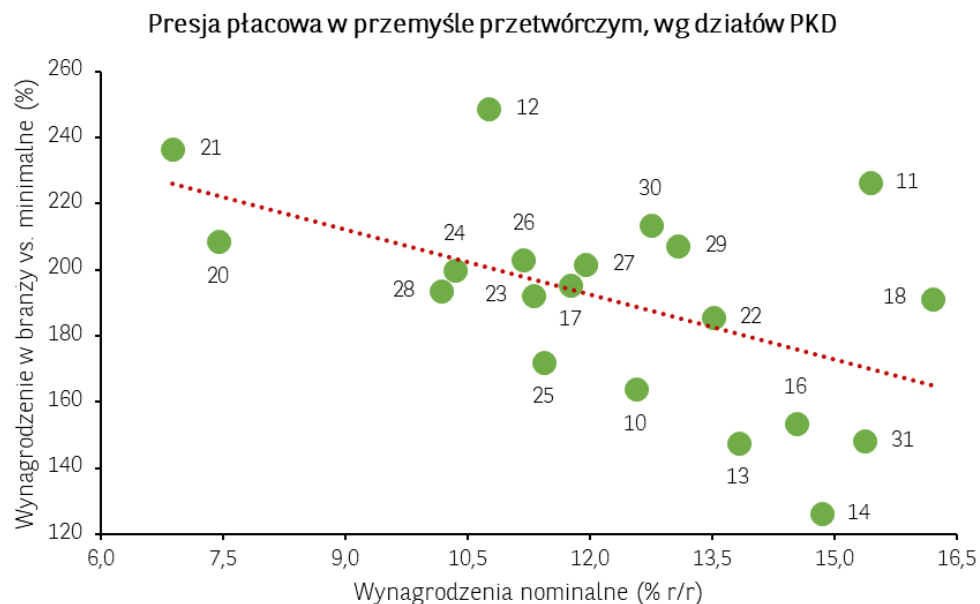
Przykład 3	Rok 1	Rok 2	Zmiana r/r	w przybliżeniu
<b>Przychody</b>	<b>110,0</b>	<b>126,5</b>	15%	
<b>Koszty operacyjne ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>114,5</b>		
Koszty pracy	10,0	11,0	10%	
Pozostałe koszty operacyjne	90,0	103,5	15%	≈ zmiana przychodów
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>10,0</b>	<b>12,0</b>		
<b>Rentowność (marża) operacyjna</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,5%</b>
<i>Udział pracy w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,6%</i>		

Przykład 6	Rok 1	Rok 2	Zmiana r/r	w przybliżeniu
<b>Przychody</b>	<b>120,0</b>	<b>144,0</b>	20%	
<b>Koszty operacyjne ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>119,3</b>		
Koszty pracy	5,0	5,3	5%	
Pozostałe koszty operacyjne	95,0	114,0	20%	≈ zmiana przychodów
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>20,0</b>	<b>24,8</b>		
<b>Rentowność (marża) operacyjna</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,8%</b>
<i>Udział pracy w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,4%</i>		

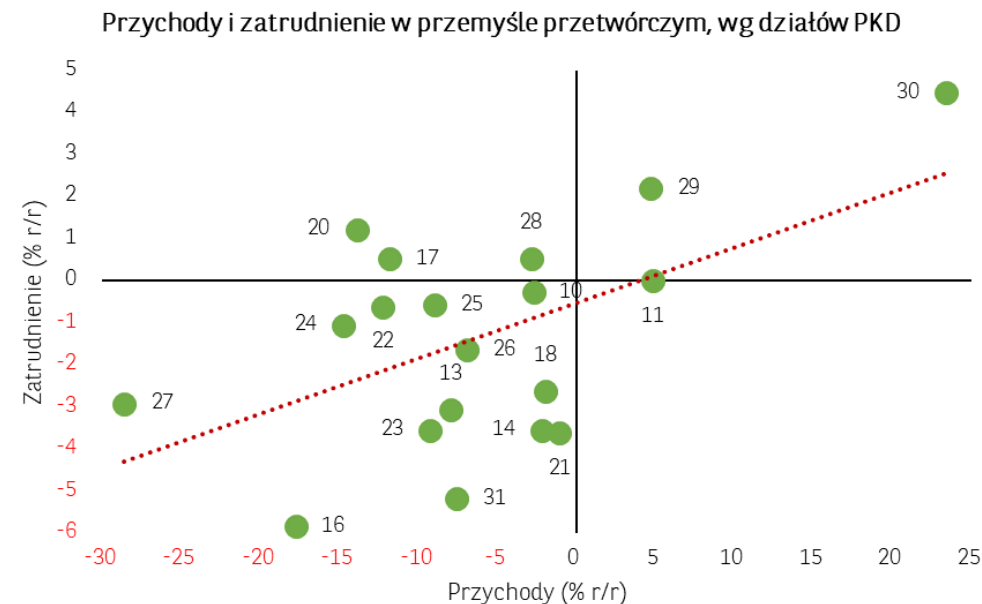


# KOSZTY PRACY, A PENSJA MINIMALNA I PRZYCHODY BRANŻ PRZETWÓRSTWA PRZEMYSŁOWEGO

## > Wpływ wzrostu płacy minimalnej na średnie wynagrodzenie



## > Dynamika przychodów vs zmiany zatrudnienia



Źródło: GUS, Pont Info, Bank BNP Paribas

Podwyżka płacy minimalnej o kolejne 20% w br. może być istotnym wyzwaniem również dla innych niż tylko produkcja odzieży branż przetwórstwa przemysłowego, w tym producentów tekstyliów (PKD 13), odzieży (PKD 14), wyrobów z drewna (PKD 16) oraz producentów mebli (PKD 31). We wszystkich tych branżach przeciętne wynagrodzenie jest relatywnie niewiele większe niż pensja minimalna, co oznacza, że presja na wzrost wynagrodzeń będzie w nich wyraźnie wyższa niż w całym przemyśle.

W sytuacji obniżających się (bądź rosnących bardzo powoli) przychodów w przemysłach tych rośnie ryzyko redukcji zatrudnienia, co zresztą ma już obecnie miejsce. Szybko spada ono w branży drewnianej i meblarskiej, ale też – pomimo wysokiej rentowności – u producentów leków (PKD 21) oraz wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (PKD 23). Relatywnie niska rentowność i szczególnie szybki spadek przychodów mogą z kolei uzasadniać równie znaczący spadek zatrudnienia branży produkcji komputerów i elektroniki (PKD 27).



# BRANŻE ISTOTNIE DOTKNIĘTE PODWYŻKĄ PŁACY MINIMALNEJ MOGĄ ZMNIJSZAĆ ZATRUDNIENIE

Wskaźniki koniunktury GUS (odsezonowane)		Oczekiwana produkcja		Oczekiwane ceny		Oczekiwane zatrudnienie	
PKD	Branża	Ostatnie 3 miesiące	Ostatnie 12 miesięcy	Ostatnie 3 miesiące	Ostatnie 12 miesięcy	Ostatnie 3 miesiące	Ostatnie 12 miesięcy
C	PRZETWÓRSTWO PRZEMYSŁOWE	-5,9	-8,4	8,2	9,1	-6,0	-6,7
10-12	Artykuły spożywcze, napoje i wyroby tytoniowe	6,2	1,9	7,1	8,0	-0,3	-2,7
13	Wyroby tekstylne	-7,0	-5,1	0,5	3,0	-4,3	-7,4
14	Odzież	-7,0	-7,1	7,0	11,9	-17,0	-13,9
15	Wyroby ze skóry	-8,4	-9,6	14,0	12,2	-20,2	-11,7
16	Wyroby z drewna, korka, słomy i wikliny	-12,8	-13,0	-4,6	-10,4	-14,9	-18,8
17	Papier i wyroby z papieru	5,6	1,2	1,1	-10,2	-5,1	0,0
18	Poligrafia i reprodukcja	13,9	4,8	3,8	2,9	-2,3	-4,3
20	Wyroby chemiczne	7,8	2,0	6,3	6,4	-0,6	-0,5
21	Wyroby farmaceutyczne	-2,2	2,1	12,0	14,8	-3,5	-1,0
22	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	-2,0	-2,1	7,5	5,3	-2,6	-3,8
23	Wyroby z mineralnych surowców niemetalicznych	2,7	-6,4	-2,8	-4,2	-5,1	-8,4
24	Metale	2,0	-0,4	3,0	0,1	-2,6	0,2
25	Wyroby z metali	-4,0	-5,2	3,1	3,3	-5,5	-6,2
26	Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne	3,6	0,0	10,6	10,7	-1,1	-2,3
27	Urządzenia elektryczne	1,0	-1,4	3,6	7,5	-3,3	-3,4
28	Maszyny i urządzenia	-2,2	-7,7	6,6	10,2	-8,7	-6,5
29	Pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy	-7,3	-4,5	7,0	7,8	-7,4	-6,4
30	Pozostały sprzęt transportowy	11,6	9,3	11,9	12,0	20,6	12,3
31	Meble	-4,7	-4,8	2,3	3,3	-15,1	-14,2
32	Pozostałe wyroby	2,8	-7,9	5,3	5,9	-3,9	-13,1
33	Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn	5,4	0,9	10,9	15,2	7,1	5,4

Źródło: GUS, Macrobond, BNP Paribas Polska; kolorami zaznaczono 6 najwyższych (zielony) i 6 najniższych (czerwony) wartości w poszczególnych kategoriach

Oprócz bieżących, twardych danych za pierwsze miesiące 2024 roku, dodatkowych informacji dostarczają oczekiwania firm na kolejne kwartały. Podmioty z branż szczególnie dotkniętych podwyżką płacy minimalnej (PKD 14, 15, 16 a także 31) spodziewają się relatywnie największej redukcji zatrudnienia. Ponadto w większości tych sektorów liczba pracowników może spadać szybciej niż w roku ubiegłym, jak wynika z badań koniunktury GUS

Oprócz wpływu wyższych kosztów pracy na rentowność firm, pogorszenie perspektyw zatrudnienia w wymienionych branżach współgra z bardzo słabymi oczekiwaniami co do wolumenu produkcji, a w przypadku wyrobów tekstylnych, z drewna oraz mebli również ze spodziewanym spadkiem (lub utrzymaniem bardzo niskich) cen.

Popyt na pracę powinien, z kolei rosnać w przemyśle rolno-spożywczym, wśród producentów pozostałego sprzętu transportowego, a także w branży naprawy i instalacji maszyn. We wszystkich tych sektorach równie optymistyczne są bowiem oczekiwania co do wolumenu i wartości (cen) przyszłej produkcji.





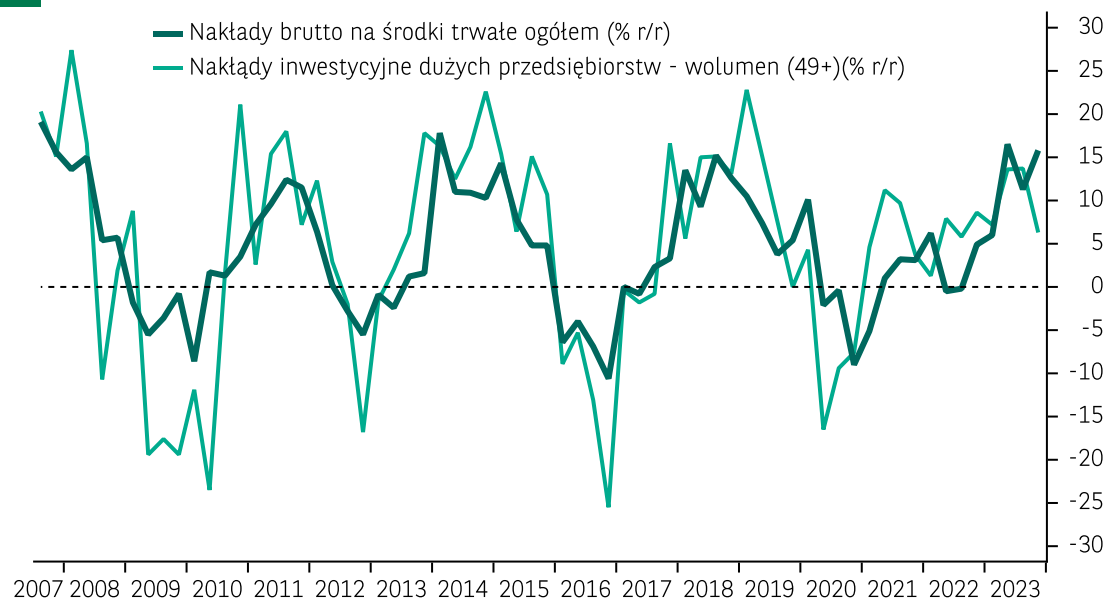
# Fundusze europejskie – od odblokowania do wydatkowania



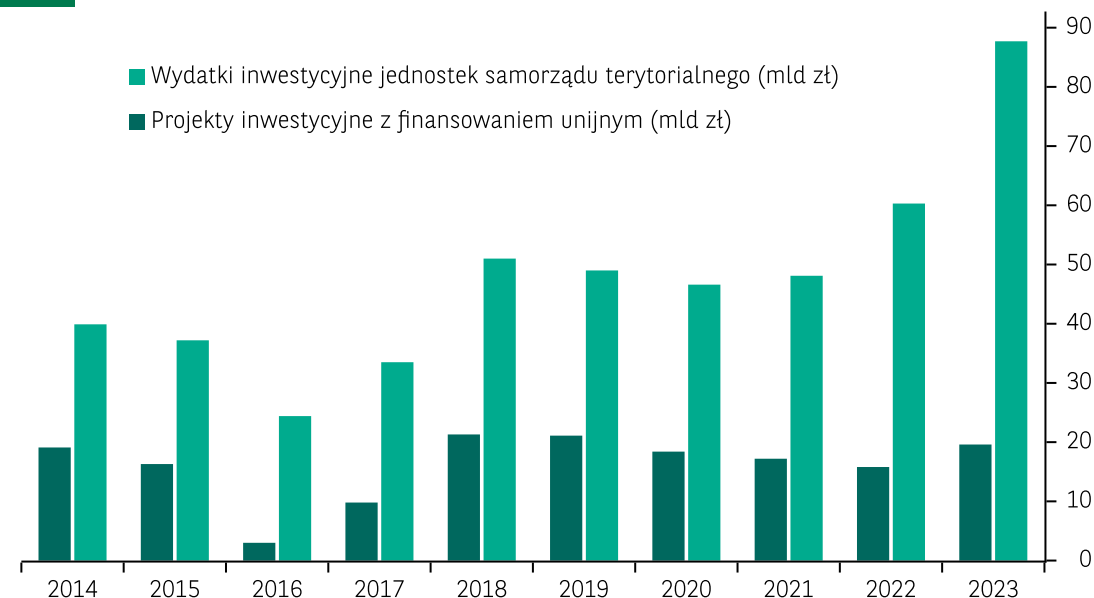
BNP PARIBAS

# WYŻSZE INWESTYCJE W UBIEGLYM ROKU PRZY OGRANICZONYM UDZIALE UNIJNYCH FUNDUSZY

## > Nakłady brutto na środki trwałe dużych przedsiębiorstw...



## > ... i samorządów terytorialnych napędziły wzrost inwestycji w ubiegłym roku



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

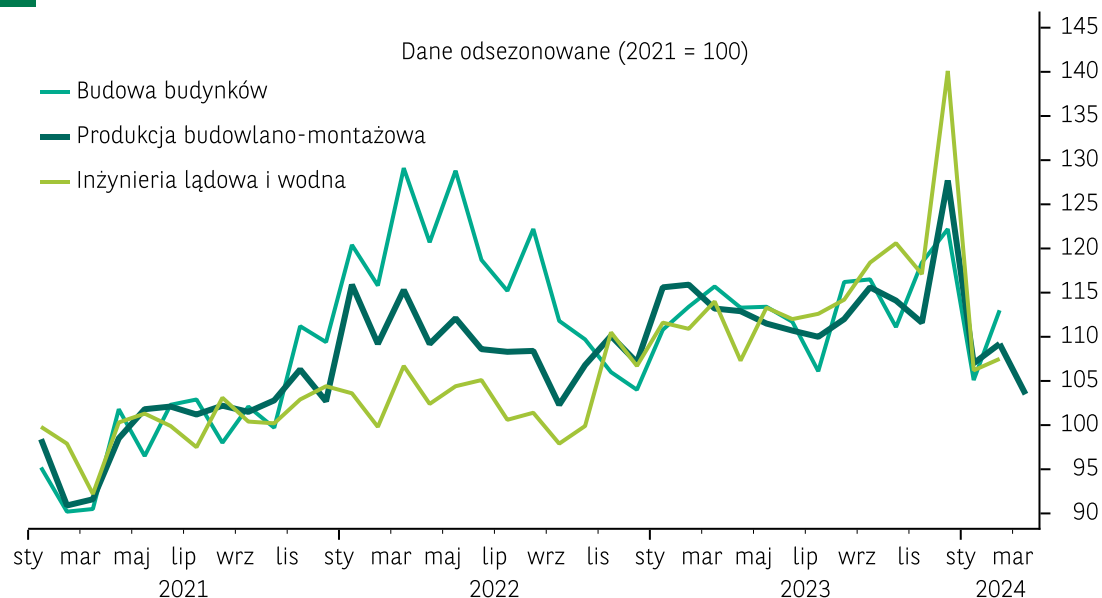
Odblokowanie pod koniec lutego przez Komisję Europejską funduszy unijnych przeznaczonych dla Polski ma w naszej ocenie fundamentalne znaczenie dla perspektyw wydatków inwestycyjnych w Polsce w najbliższych latach.

W ubiegłym roku nakłady brutto na środki trwałe zaskoczyły mocno *in plus* i wzrosły aż o 13,1% r/r. Był to jednak głównie efekt wydatków dużych przedsiębiorstw i samorządów terytorialnych przy ograniczonym udziale finansowania z UE (w przypadku samorządów duża część środków na projekty inwestycyjne pochodziła z dotacji rządowych, co można w pewnym stopniu wiązać z kalendarzem wyborczym).



# INWESTYCJE W UBIEGŁYM ROKU BEZ DUŻEGO WSPARCIA UNIJNYCH FUNDUSZY

## > Produkcja budowlana tąpnęła



## > Przy niższej rentowności popyt inwestycyjny wśród firm może osłabnąć



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Od początku roku widać, że aktywność budowlana finansowana ze środków publicznych tąpnęła. W marcu produkcja budowlano-montażowa spadła aż o 13,3% r/r. Będzie to rzutować na wyniki inwestycji ogółem w gospodarce zwłaszcza, że w warunkach presji na wyniki finansowe, wydatki kapitałowe przedsiębiorstw najprawdopodobniej również nie będą rosnąć tak szybko jak przed rokiem.

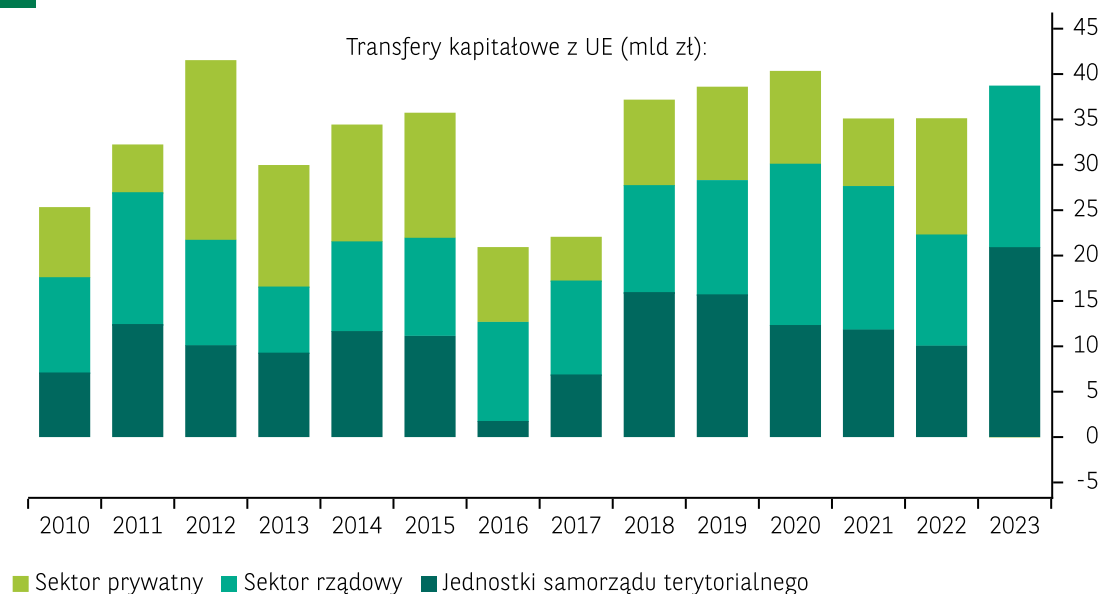
Biorąc pod uwagę wysoką bazę porównawczą spodziewamy się, że w tym roku dynamika nakładów brutto na środki trwałe w Polsce wyraźnie zwolni i wyniesie zaledwie +1% r/r



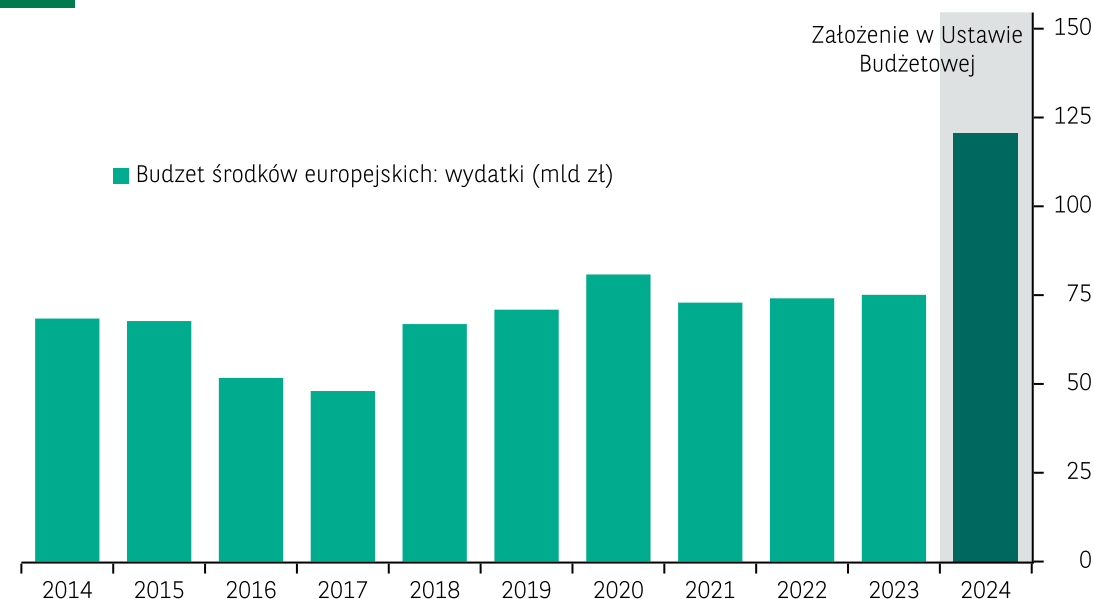


# ŚRODKI UNIJNE KLUCZOWE DLA INWESTYCJI W TYM ROKU

## > Beneficjenci funduszy unijnych



## > Oczekiwany zwiększone wydatkowanie funduszy unijnych w tym roku



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

Ostateczna skala spowolnienia jeśli chodzi o dynamikę inwestycji będzie według nas przede wszystkim determinowana przez to jak sprawnie Polska będzie w stanie wydatkować odblokowane środki z UE, które jako beneficjentów bezpośrednich wspierają zarówno sektor rządowy i samorządowy jak i sektor prywatny.

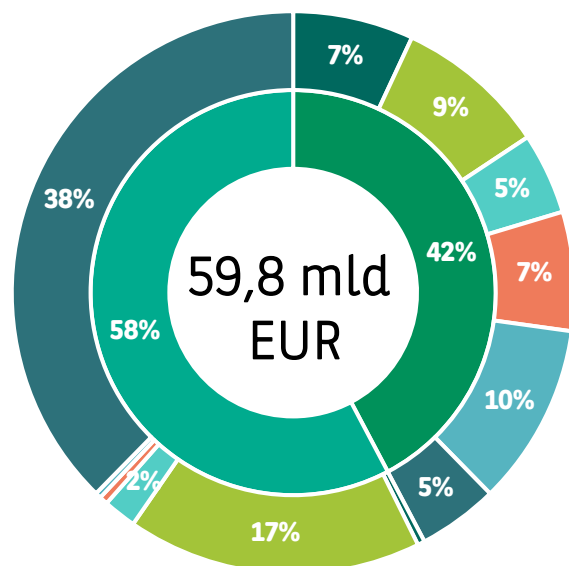
Tegoroczna Ustawa Budżetowa zakłada bardzo znaczący wzrost wydatkowania z budżetu środków europejskich do 121 mld zł w tym z 75 mld zł w ubiegłym roku (zawiera fundusze wypłacane w ramach Wspólnej Polityki Rolnej).



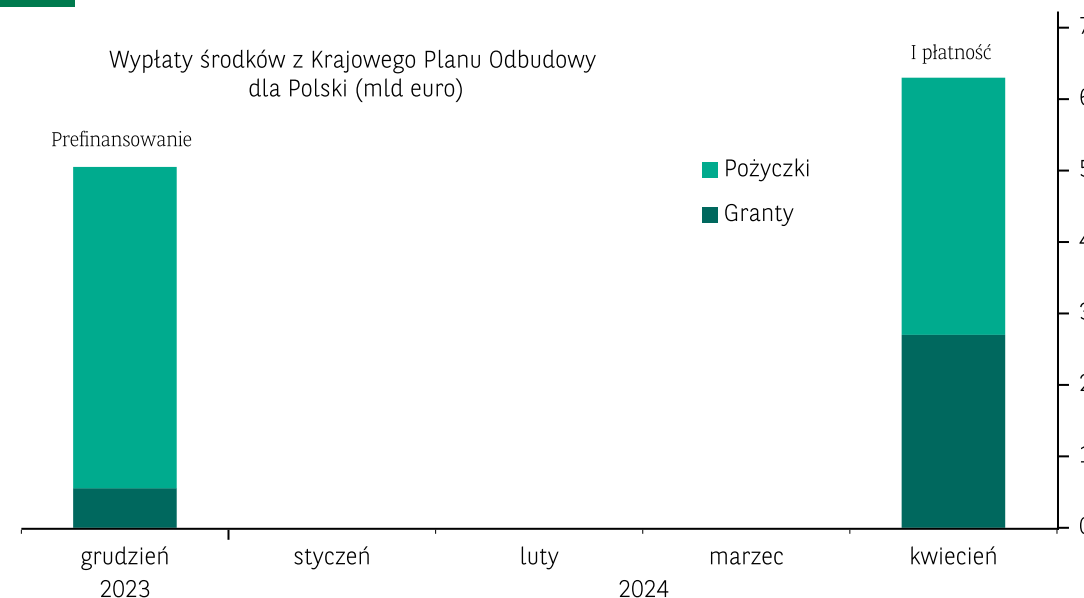


# KRAJOWY PLAN ODBUDOWY - IMPULS DLA GOSPODARKI

## > Krajowy Plan Odbudowy - obecna alokacja



## > Transfery środków z KPO do Polski



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

Kluczową rolę dla inwestycji w krótkim terminie ma wydatkowanie środków przeznaczonych dla Polski w ramach Krajowego Planu Odbudowy (KPO), które Polska musi wykorzystać do końca 2026 roku. Do tej pory do Polski trafiło około 19% alokacji tj. 11,4 mld euro (około 49 mld zł).

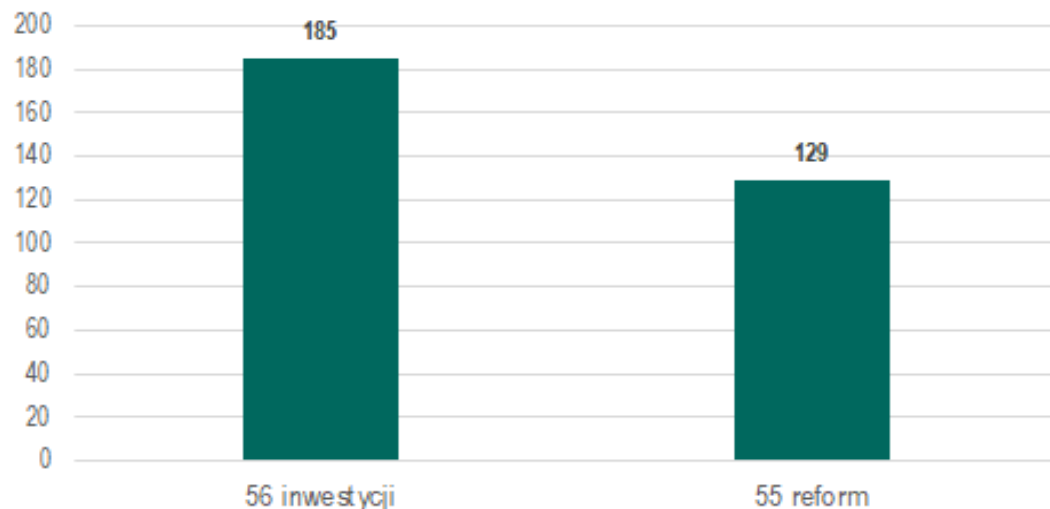
Faktyczne dotychczasowe wypłaty do beneficjentów były jednak najprawdopodobniej zdecydowanie mniejsze, i oscylowały w granicach 10-12 mld zł (w tym około 7-8 mld zł prefinansowania oferowanego przez Polski Fundusz Rozwoju w ubiegłym roku). Wydaje się więc, że przy sprawnym zarządzaniu Polska ma w tym momencie do dyspozycji ponad 30 mld zł z KPO, które może dość szybko „wpompować” do gospodarki.



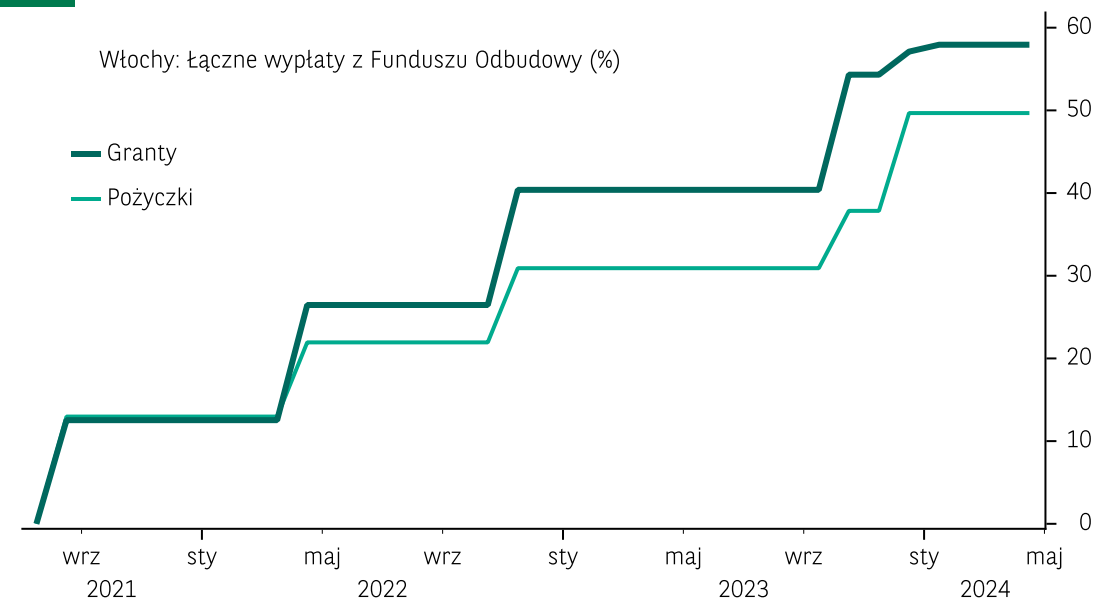
# KRAJOWY PLAN ODBUDOWY - JAK SZYBKO UDA SIĘ POZYSKIWAĆ I WYDATKOWAĆ ŚRODKI?

## > KPO to przywileje, ale i obowiązki

### Liczba kamieni milowych i wskaźników



## > Transfery środków z Funduszu Odbudowy do Włoch



Źródło: Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

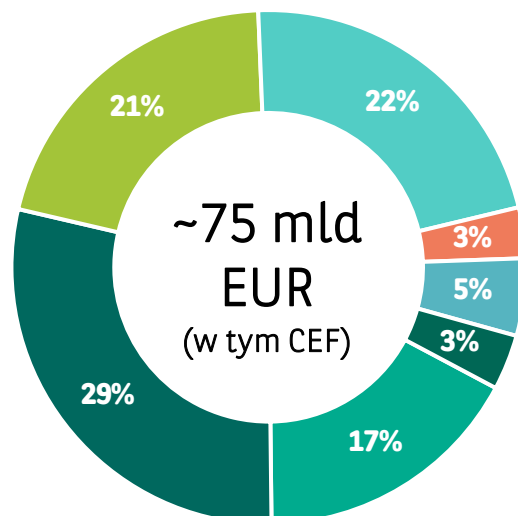
Transfery kolejnych środków z KPO do Polski zależne są od systematycznej realizacji określonych w ramach umowy z Komisją Europejską reform i inwestycji, których progres mierzony jest poprzez kryteria liczbowe (wskaźniki) i jakościowe (kamienie milowe). Polska musi więc nie tylko spieszyć się z wydatkowaniem środków, ale także przeprowadzaniem koniecznych zmian w wymiarze instytucjonalnym.

Włochy, które są jednym z liderów jeśli chodzi o wykorzystywanie środków w ramach Planów Odbudowy po około 3 latach otrzymały dopiero nieco ponad 50% alokowanych środków. Polska zamierza wystąpić o kolejne płatności pod koniec lata (środki z 2 i 3 transzy z zaplanowanych 9).



# PRZEJŚCIE NA NOWĄ PERSPEKTYWĘ FINANSOWĄ UE NA LATA 2021-27

## > Dofinansowanie UE dla celów polityki spójności w Polsce [mld EUR]



CP 1: Wzrost konkurencji i B+R

CP 2: Działania na rzecz niskoemisyjności

CP 3: Inwestycje w infrastrukturę

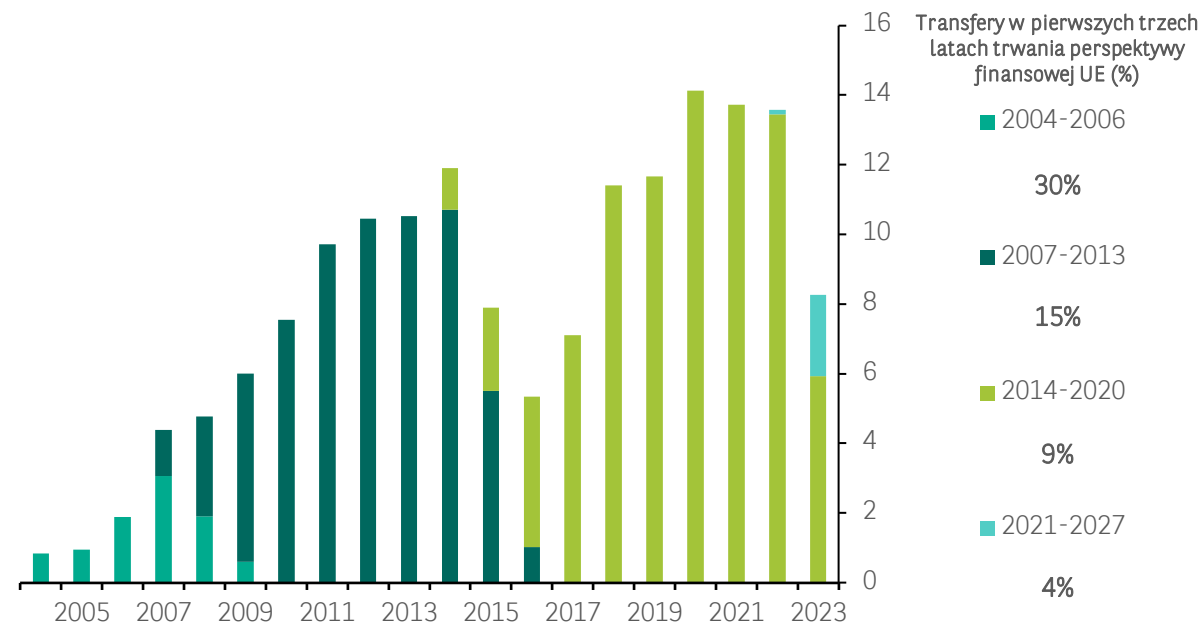
CP 4: Wymiar społeczny

CP 5: Europa bliższa Obywatelom

CP 6: Sprawiedliwa Transformacja

Pomoc Techniczna

## > Transfery z wieloletnich perspektyw finansowych UE\* do Polski [mld EUR]



\* Uwzględniono środki z Funduszy Strukturalnych, Funduszu Spójności oraz Instrumentu Łącząc Europę (Connecting Europe Facility).

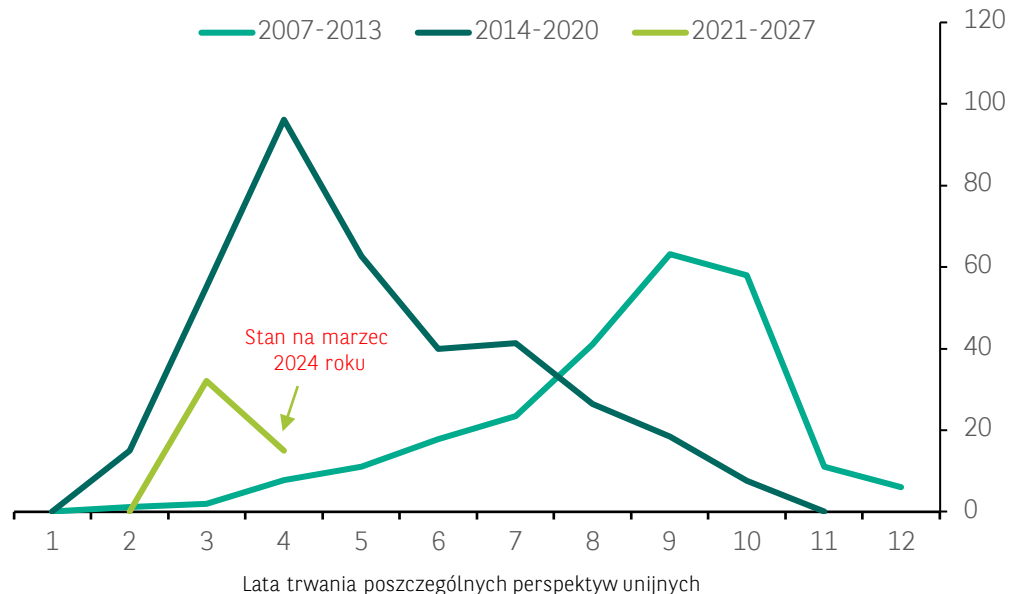
Źródło: Ministerstwo Funduszy i Polityki Rozwoju, Ministerstwo Finansów Bank BNP Paribas

O ile liczymy, że środki z Krajowego Planu Odbudowy zaczną napędzać gospodarkę jeszcze w tym roku, w przypadku regularnej wieloletniej perspektywy finansowej na lata 2021-27 czeka nas zapewne wyhamowanie wydatkowania związane z zakończeniem w ubiegłym roku perspektywy na lata 2014-2020. Uruchamianie nowych programów/przetargów przebiega zazwyczaj powoli, choć wraz z upływem lat widać większą zdolność krajowej administracji do zarządzania procesem organizacji konkursów oraz negocjacji z przyszłymi beneficjentami.

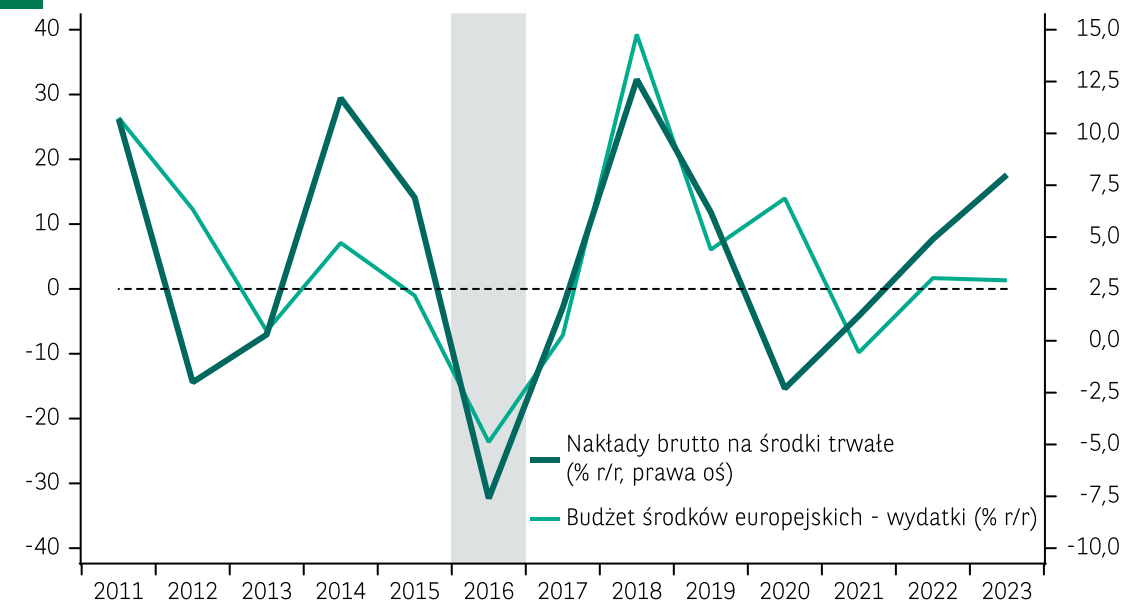


# PERSPEKTYWA FINANSOWA 2021 - 27 ROZKRĘCA SIĘ POWOLI

## > Wartość podpisywanych umów - komponent środków UE\* [mld PLN]



## > Fundusze UE vs krajowe inwestycje



\* Dofinansowanie ze środków UE, uwzględniono datę pierwotną umowy, a nie ewentualne aneksy  
Źródło: Ministerstwo Funduszy i Polityki Rozwoju, Ministerstwo Finansów Bank BNP Paribas

Na tle poprzednich perspektyw wartość podpisywanych umów w ramach budżetu na lata 2021-27 do tej pory rozkręcała się dość spokojnie m.in. ze względu na to, że w perspektywie finansowej na lata 2014-20 dopuszczono dłuższy okres rozliczania środków (reguła t+3 umożliwiająca rozliczenie do końca 2023 roku). Obecna kontraktacja wygląda jednak zauważalnie lepiej niż ta z 2007-2013.

W 2016 roku przełączenie się między perspektywami finansowymi UE miało wydatny negatywny wpływ na poziom nakładów brutto na środki trwałe w całej gospodarce. Tym razem liczymy, że fundusze dostępne w ramach KPO pozwolą na zasypanie tej „dziury”.





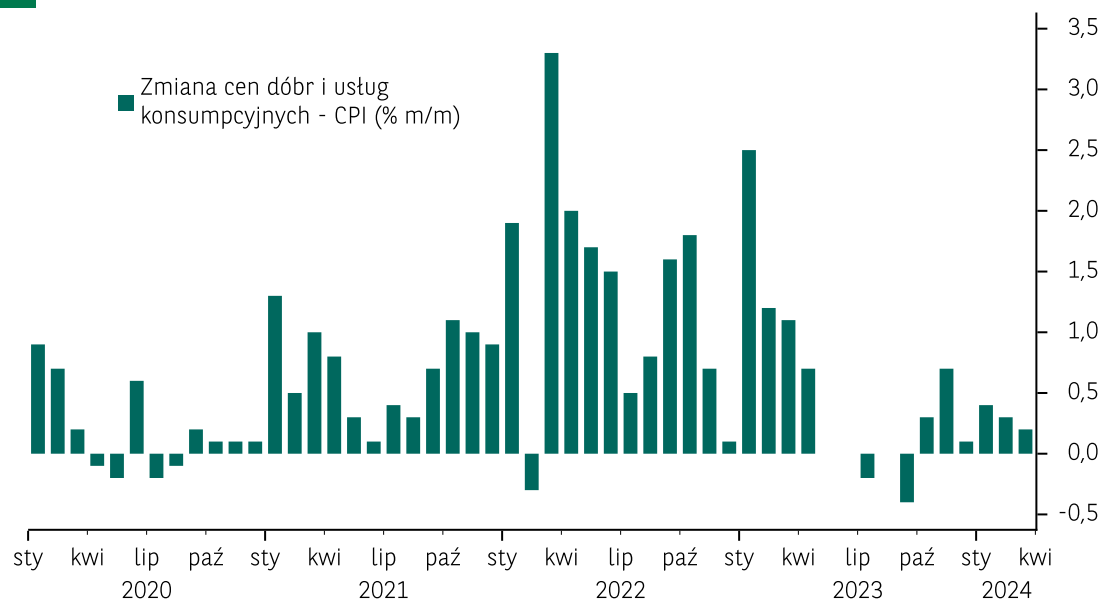
# Inflacja w celu NBP – na jak długo?



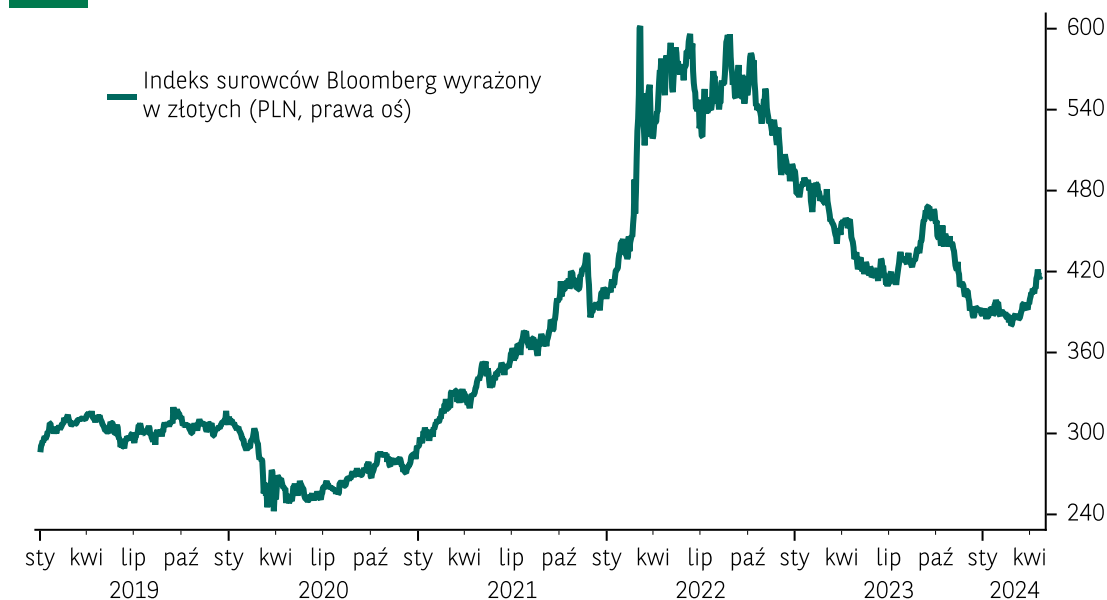
BNP PARIBAS

# PRESJA INFLACYJNA W POLSCE OSŁABŁA

## > Dynamika cen konsumpcyjnych wytraciła impet



## > Tańszy import w ostatnich 18 miesiącach



Źródło: GUS, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

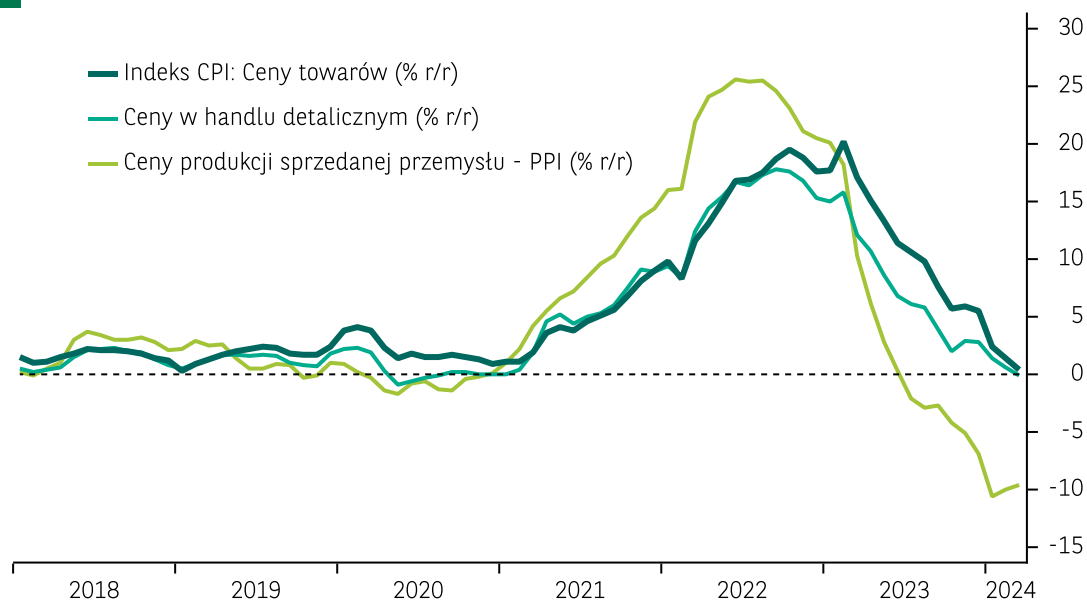
Na przestrzeni ostatnich miesięcy presja inflacyjna w polskiej gospodarce wyraźnie osłabła, a roczna dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych zwolniła w marcu do 2% r/r z „szczytowego” poziomu 18,4% r/r w lutym 2023 roku.

Spadek pędu inflacyjnego podyktowany był przede wszystkim obniżką cen surowców, dodatkowo wspomaganą umocnieniem się kursu złotego. Ograniczyło to znacząco presję kosztową w łańcuchach produkcyjnych.

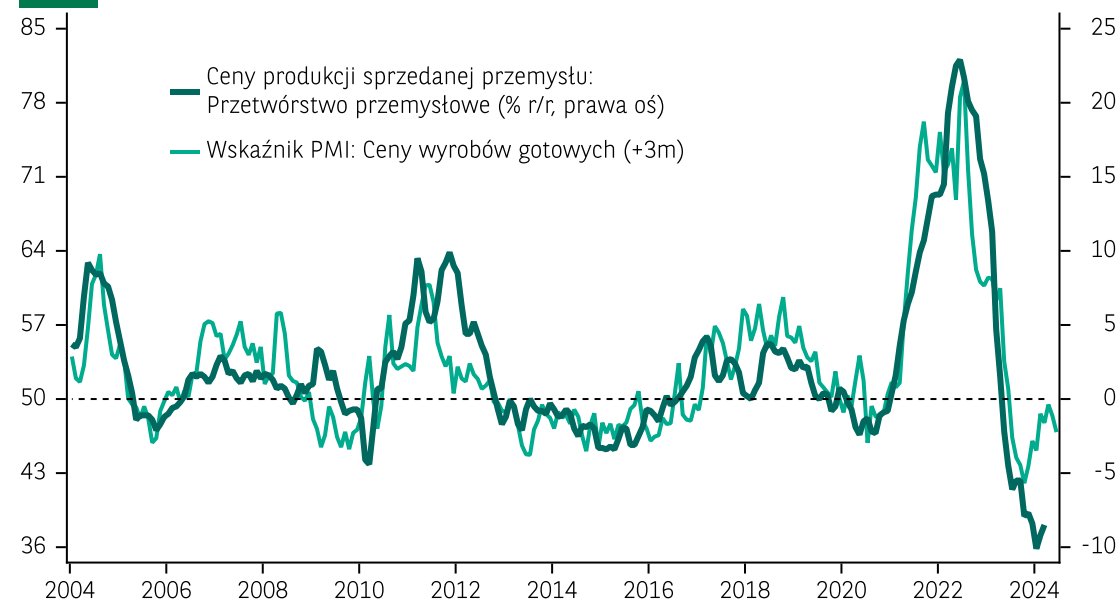


# INFLACJA ZWOLNIŁA DZIĘKI KORZYSTNEMU OTOCZENIU ZEWNĘTRZEMU

## > Zjazd inflacji cen towarów...



## > ... może dobiegać końca



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

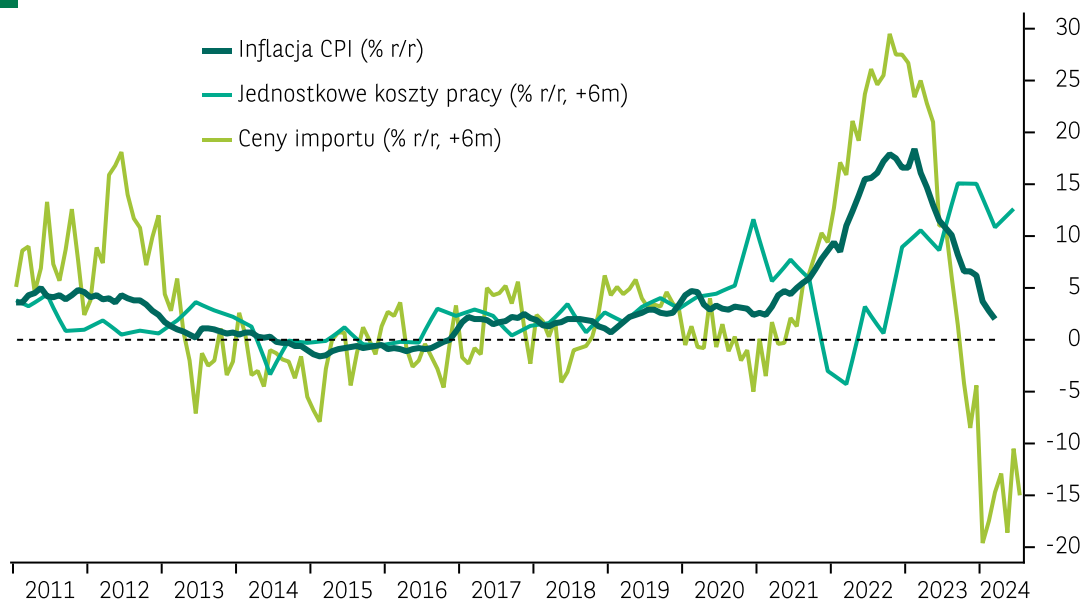
Niższa dynamika kosztów (czy wręcz ich spadki) znalazły odzwierciedlenie w różnych miarach cen towarów. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w lutym spadły o ponad 10% r/r.

W przypadku nabywców finalnych dezinflacja nie była aż tak głęboka, jednak w marcu ceny towarów w indeksie CPI wzrosły zaledwie o 0,4% r/r. Nie wykluczamy, że krótkoterminowo (3 miesiące) niższa presja kosztowa w łańcuchach wartości może dalej przekładać się na ceny produktów finalnych na sklepowych półkach, jednak w dłuższym horyzoncie (jesień/zima) trend dezinflacyjny ulegnie najprawdopodobniej odwróceniu.

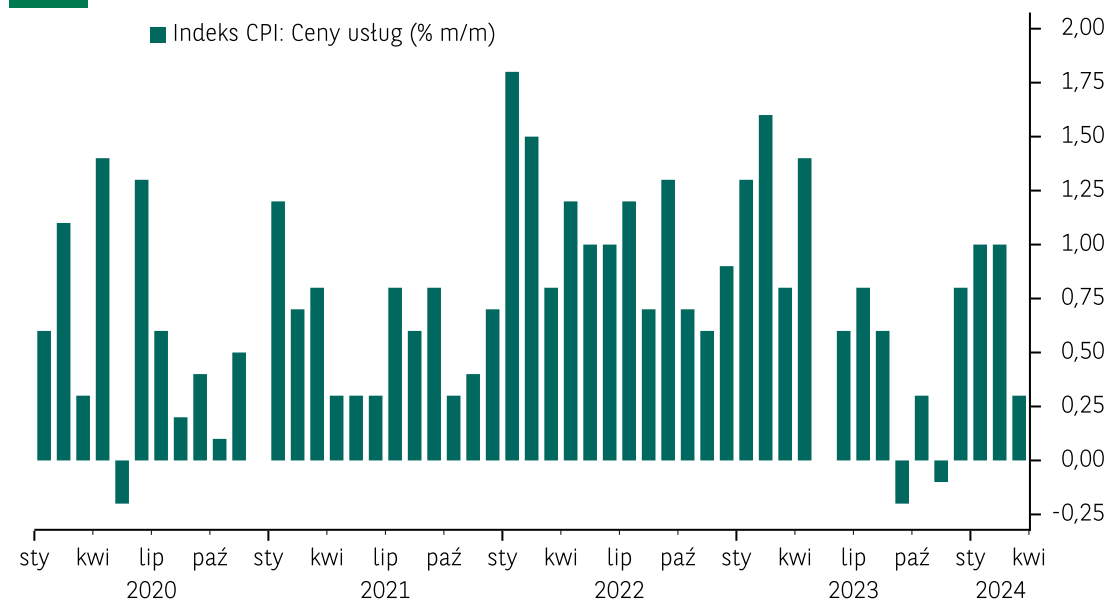


# KOSZTY PRACY WCIĄŻ PODSYCAJĄ INFLACJĘ

## > Inflacja - czynniki fundamentalne



## > Ceny usług rosą wolniej, ale nie wolno



Źródło: GUS, eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Drugim fundamentalnym czynnikiem determinującym poziom inflacji poza cenami surowców, czy szerzej cenami importu, są koszty pracy. W tym roku dynamika płac będzie w naszej ocenie dwucyfrowa, co będzie zwiększać presję na wyniki finansowe firm i skłaniać je do przekładania wyższych kosztów zatrudnienia na ceny (zwłaszcza tam gdzie bariera popytu będzie słabnąć).

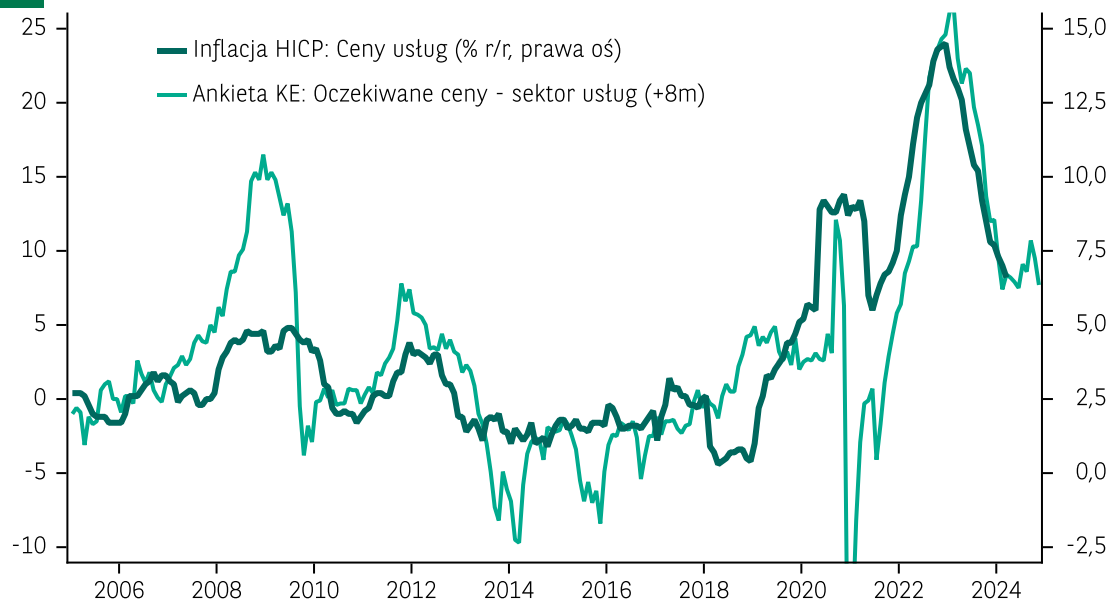
Dotyczy to w szczególności sektora usług gdzie udział wynagrodzeń w strukturze kosztów jest stosunkowo wysoki. Choć w marcu ceny usług wzrosły tylko o 0,3% m/m, to w poprzednich miesiącach notowały one wyraźniejsze zwyżki.



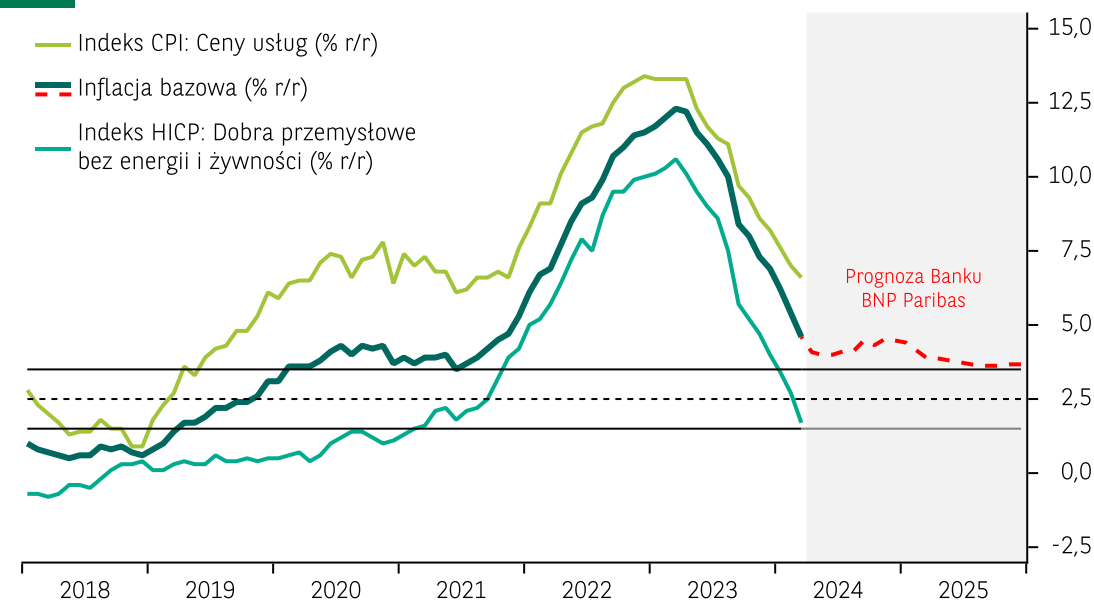


# INFLACJA BAZOWA - WYPŁASZCZENIE ŚCIEŻKI PRZED NAMI

## > Dynamika cen usług pozostanie podwyższona



## > Inflacja bazowa będzie oscylować w przedziale 3,5 - 4,5%



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

Bazując na szybko rosnących kosztach pracy i oczekiwaniach przedsiębiorstw z sektora usługowego prognozujemy że w kolejnych miesiącach roczna dynamika cen usług będzie relatywnie stabilna i będzie oscylować w granicach 6-7% r/r.

Zakładając, że dynamika cen towarów może krótkoterminowo notować dalsze spadki prognozujemy, że inflacja bazowa (z wyłączeniem energii, paliw, żywności) wyhamuje w połowie roku do około 4% r/r, a w okresie lato-jesień nieco przyspieszy do 4,5% r/r. W przyszłym roku niższa dynamika płac powinna wspierać spadek rocznego tempa wzrostu cen bazowych w kierunku 3,5%.

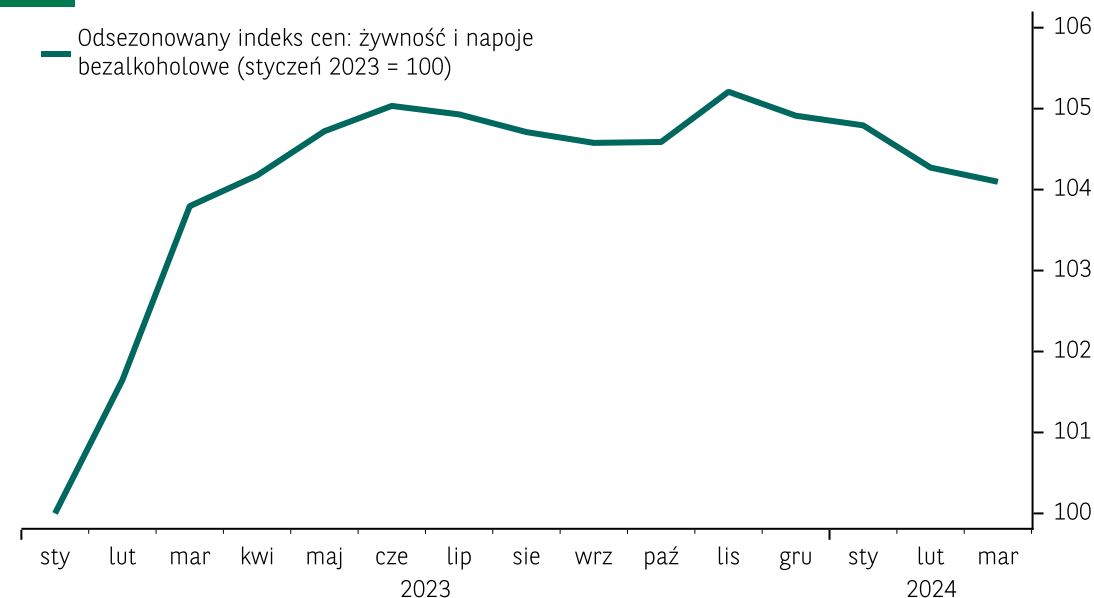


# CENY PALIW I ŻYWNOŚCI

## > Notowania ropy naftowej w trendzie wzrostowym?



## > Ceny artykułów spożywczych stabilne od roku



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

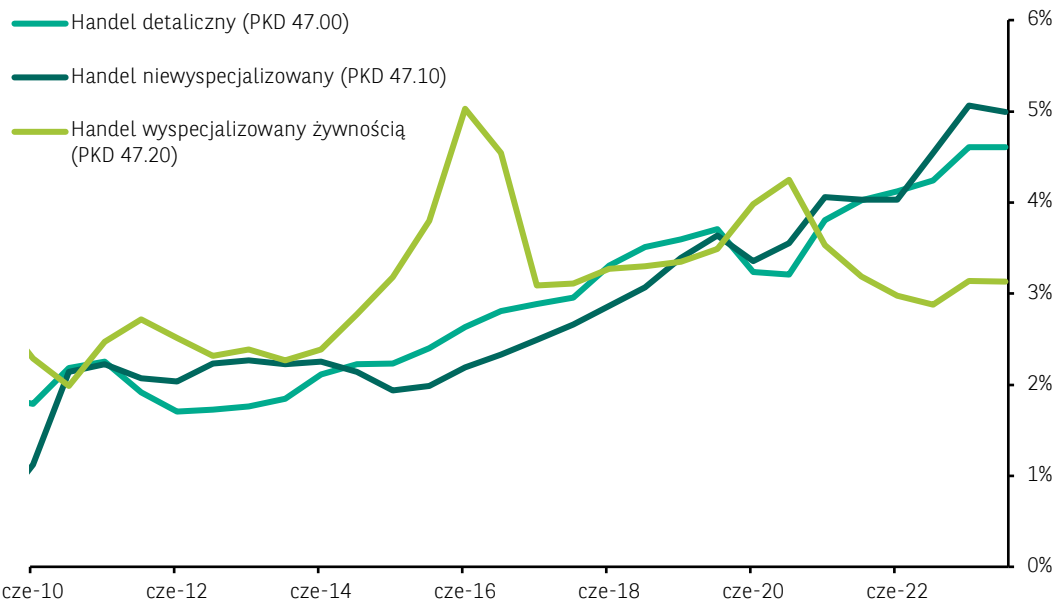
Ścieżka inflacji w nadchodzących miesiącach będzie kształtowana także przez ceny paliw i żywności. W ostatnich tygodniach notowania ropy naftowej wyraźnie wzrosły do czego przyczyniło się m.in. zaognienie sytuacji na Bliskim Wschodzie i napięcia między Izraelem i Iranem. Ich dalsza wyżka mogłaby wyraźniej podbić inflację. Szacujemy, że wzrost cen ropy naftowej o 10% *ceteris paribus* podwyższa inflację CPI o około 0,2pp.

Tymczasem ceny żywności mocno przyczyniły się do obserwowanego w ostatnich miesiącach zjazdu dynamiki cen. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych ceny artykułów spożywczych praktycznie nie zmieniły się od 12 miesięcy.



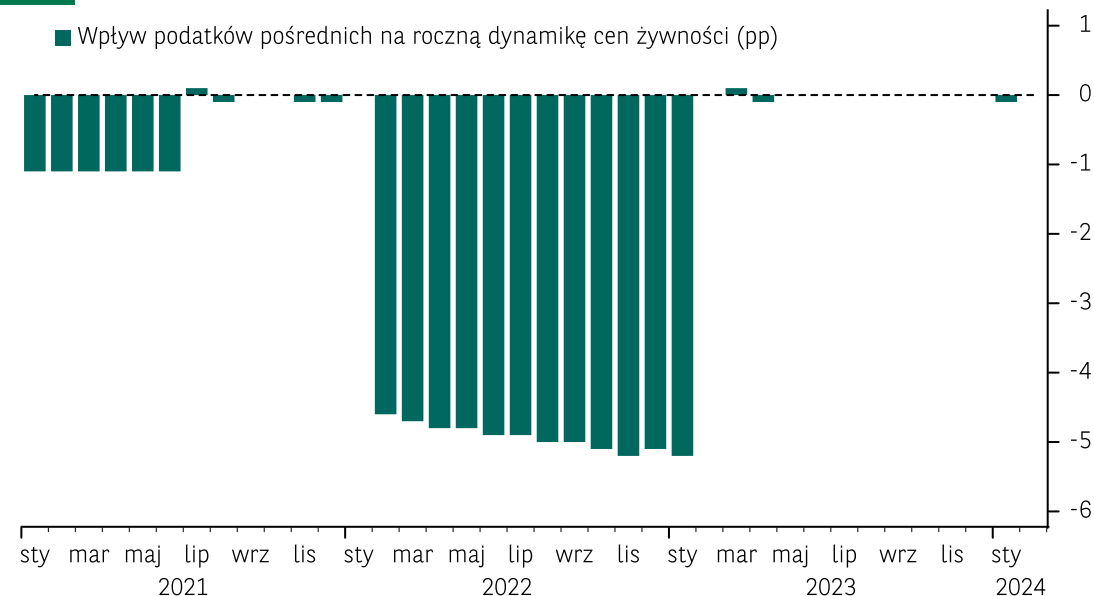
# OGRANICZONA PRESJA NA CENY ARTYKUŁÓW SPOŻYWCZYCH

## > Marża handlowa\* w branży dystrybucji detalicznej [firmy 9+, %]



\* Marża handlowa to stosunek wyniku ze sprzedaży towarów do przychodów ze sprzedaży towarów.

## > Pełne przełożenie wyższej stawki VAT dodałoby około 1pp do inflacji CPI



Źródło: Pont Info, Eurostat, Bank BNP Paribas

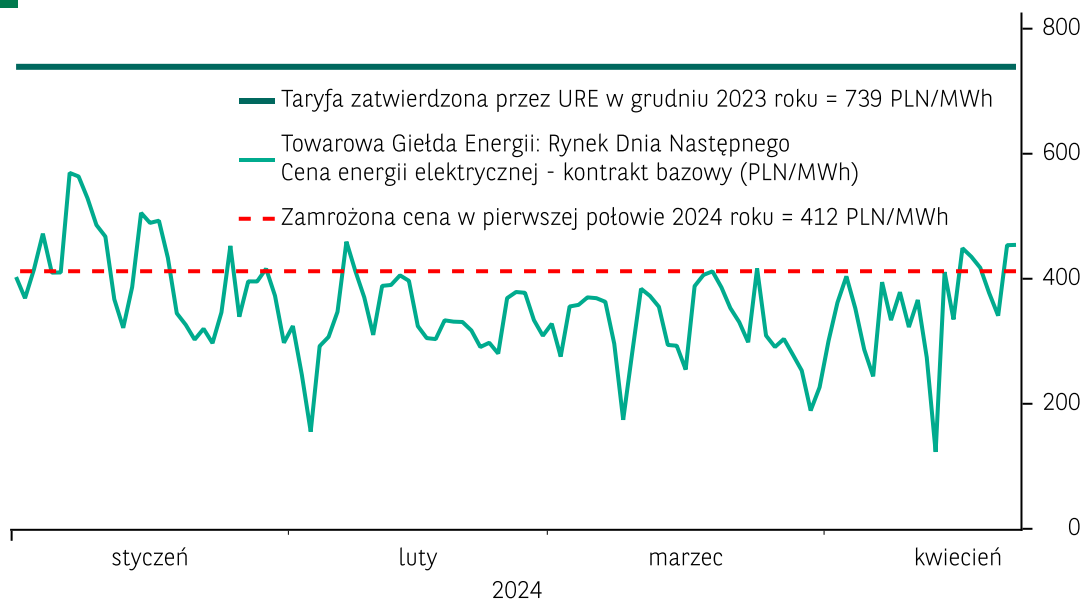
Stabilne ceny żywności to poza trendami światowymi z jednej strony efekt taniejących produktów rolnych na krajowym rynku, z drugiej zaś wzmożonej konkurencji pomiędzy sieciami handlowymi. Rentowność podmiotów prowadzących sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach (w tym także tych z przewagą sprzedaży artykułów spożywczych) w ostatnich latach wyraźnie się podniosła, co daje przestrzeń do „grania” marżą.

Sądzymy, że nasilona konkurencja ograniczy także wpływ na inflację kwietniowej podwyżki stawki VAT na artykuły spożywcze do 5%. Szacujemy, że wzrost podatku podwyższy inflację CPI o około 0,5-0,7pp. Przy pełnym przełożeniu na ceny wpływ na inflację mógłby wynieść około 1pp.

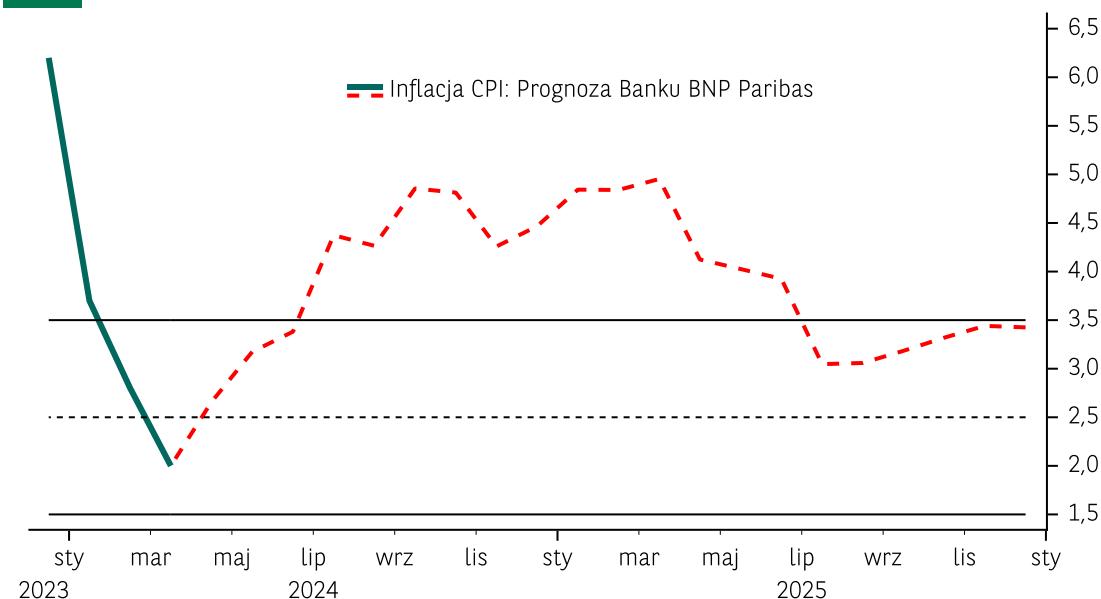


# INFLACJA CPI: PROGNOZA BANKU BNP PARIBAS

## > Ceny energii elektrycznej obszarem (coraz mniejszej) niepewności



## > Inflacja CPI przyspieszy... a potem zwolni



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

Na finalny poziom inflacji w drugiej połowie roku istotny wpływ będą miały także decyzje o wysokości opłat za energię. Zakładamy, że od lipca ceny rachunków za prąd wzrosną o 15-25%, a w przypadku gazu pozostaną one na niezmiennym poziomie.

W rezultacie prognozujemy, że po osiągnięciu dołka w marcu dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce przyspieszy i pod koniec roku będzie oscylować w okolicach 4,5% r/r. W przyszłym roku tempo wzrostu cen ponownie zwolni i w drugiej połowie 2025 roku inflacja CPI znajdzie się naszym zdaniem poniżej górnej granicy pasma odchylenia od celu inflacyjnego NBP (3,5%), choć będzie przekraczać 2,5%.





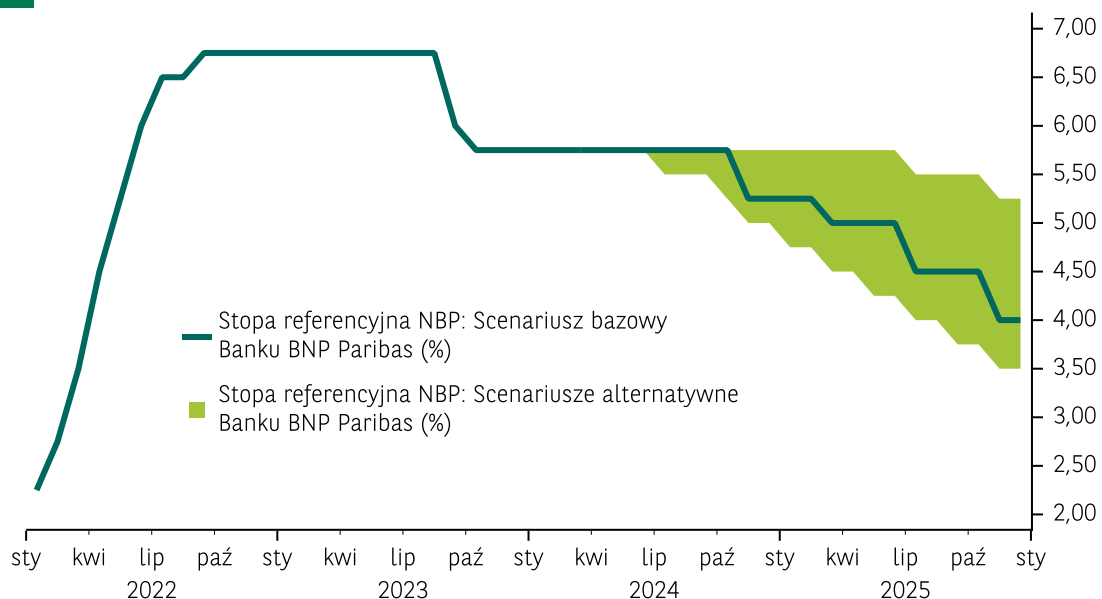
# Rada Polityki Pieniężnej – obniżka stóp procentowych jeszcze w tym roku?



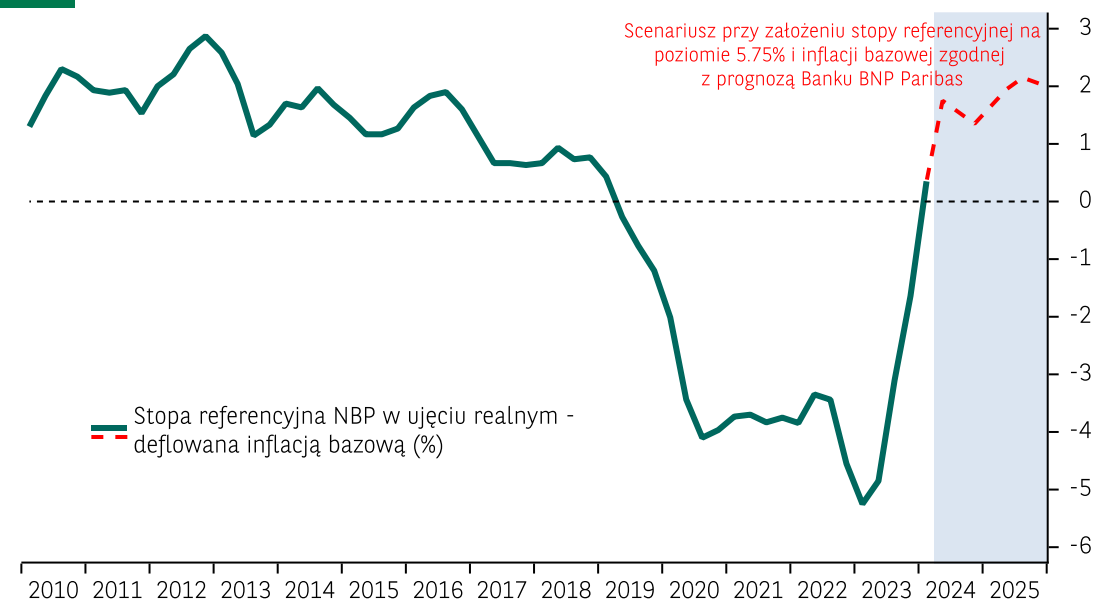
BNP PARIBAS

# RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ WZNOWI CYKL OBNIŻEK POD KONIEC ROKU?

## > Nie miarowy cykl, a sekwencja dostosowań stóp procentowych w dół



## > Warunki monetarno-finansowe będą się zaostrzać



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

W scenariuszu bazowym podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę stóp procentowych NBP zakładającą, że Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na ich obniżkę o 50pb w listopadzie. Nie uważamy jednak, że będzie to początek miarowego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, choć spodziewamy się dalszych dostosowań stóp procentowych w dół na przestrzeni przyszłego roku.

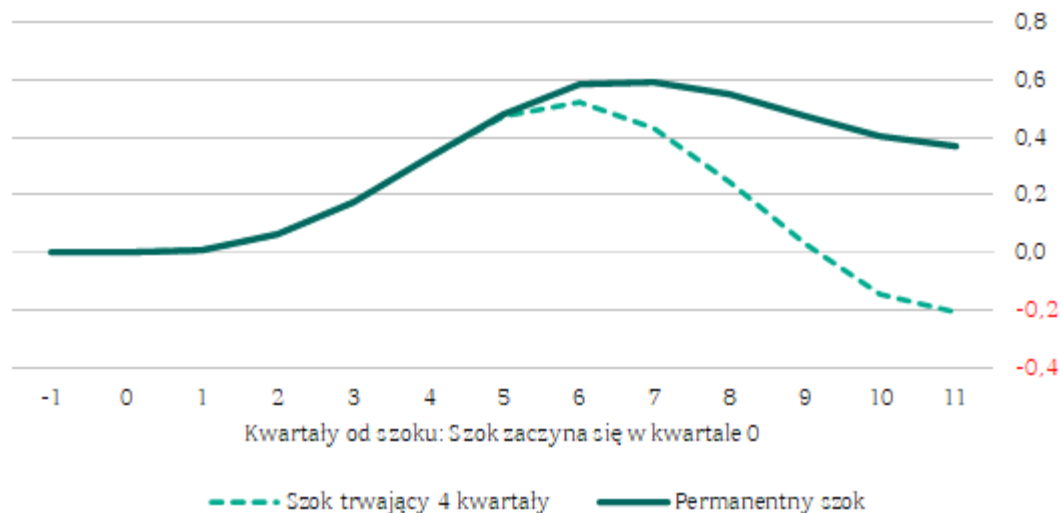
Mimo że perspektywy gospodarcze w Polsce są optymistyczne, to ogólna presja inflacyjna zelżała. Oznacza to, że utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie będzie z biegiem czasu zaostrzać warunki monetarno-finansowe.



# PRAWDOPODOBIEŃSTWO, ŻE STOPY PROCENTOWE W TYM ROKU NIE SPADNĄ POZOSTAJE WYSOKIE

## > Długi mechanizm transmisji polityki pieniężnej

Wpływ obniżki stóp procentowych o 100pb na inflację CPI



## > Ożywienie gospodarcze może skłonić RPP do wstrzemięzliwości



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

Decyzje w ramach polityki pieniężnej są podejmowane nie tylko w kontekście bieżącej, ale i przyszłej sytuacji gospodarczej. Transmisja zmian w polityce pieniężnej do gospodarki trwa około 6 kwartałów. W praktyce oznacza to, że decyzje o stopach procentowych podejmowane w drugiej połowie przyszłego roku będą najsilniej oddziaływać na wzrost gospodarczy i inflację dopiero w 2027 roku.

Uważamy jednocześnie, że prawdopodobieństwo iż stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas wciąż jest relatywnie wysokie. Przyspieszający wzrost gospodarczy może bowiem skłaniać członków RPP ku bardziej zachowawczej postawie.



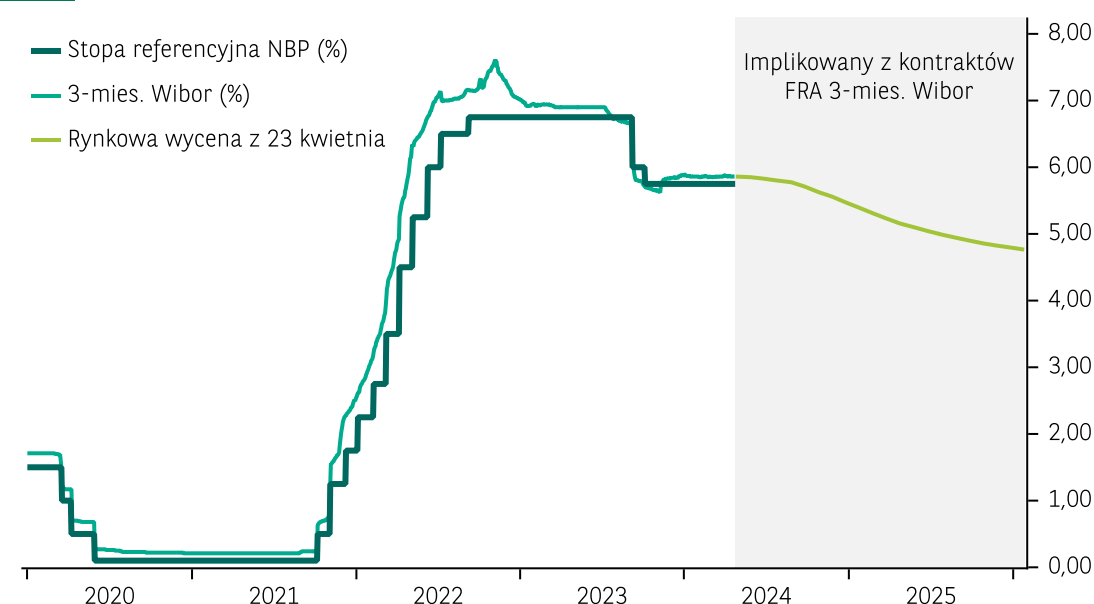


# RYNEK WYCENIA STOPNIOWE ŁAGODZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W POLSCE

## > Przewidywana mniejsza skala cięć przez EBC i Fed



## > Stopy procentowe w Polsce - wycena rynkowa



Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

Ryzykiem dla naszego bazowego scenariusza jest również fakt iż przewidywana skala łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne w ostatnim czasie istotnie się zmniejszyła. O ile jeszcze na przełomie roku rynek wyceniał, że w Stanach Zjednoczonych do końca 2025 roku stopy procentowe spadną o ponad 200pb, obecnie głębokość cięć szacowana jest na zaledwie około 100pb.

W Polsce rynek praktycznie porzucił już możliwość obniżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. Do końca przyszłego roku wyceniana jest natomiast redukcja stóp procentowych o około 75-100pb.





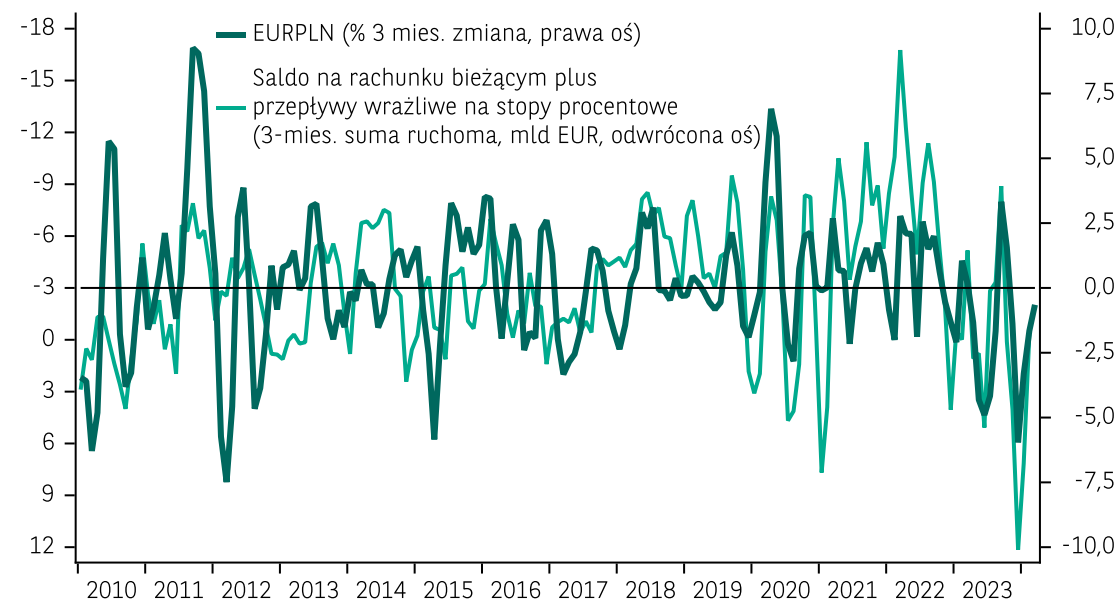
# PLN – czy jest paliwo do dalszej aprecjacji?



**BNP PARIBAS**

# OD KILKU MIESIĘCY KURS PLN W TRENDZIE APRECJACYJNYM

## > Otoczenie dla kursu złotego poprawiło się w ubiegłym roku



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

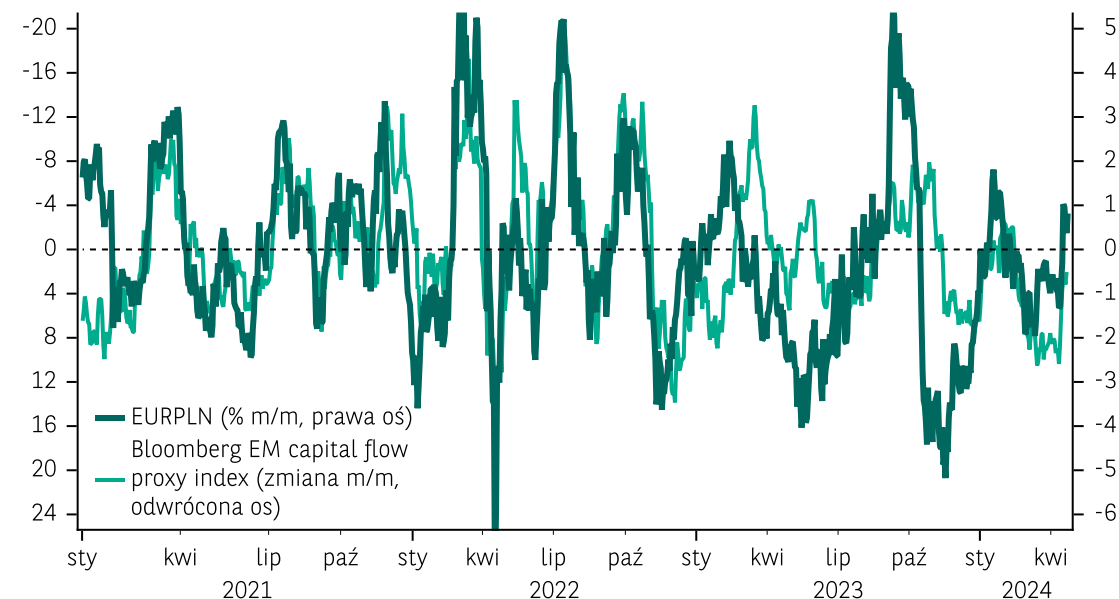
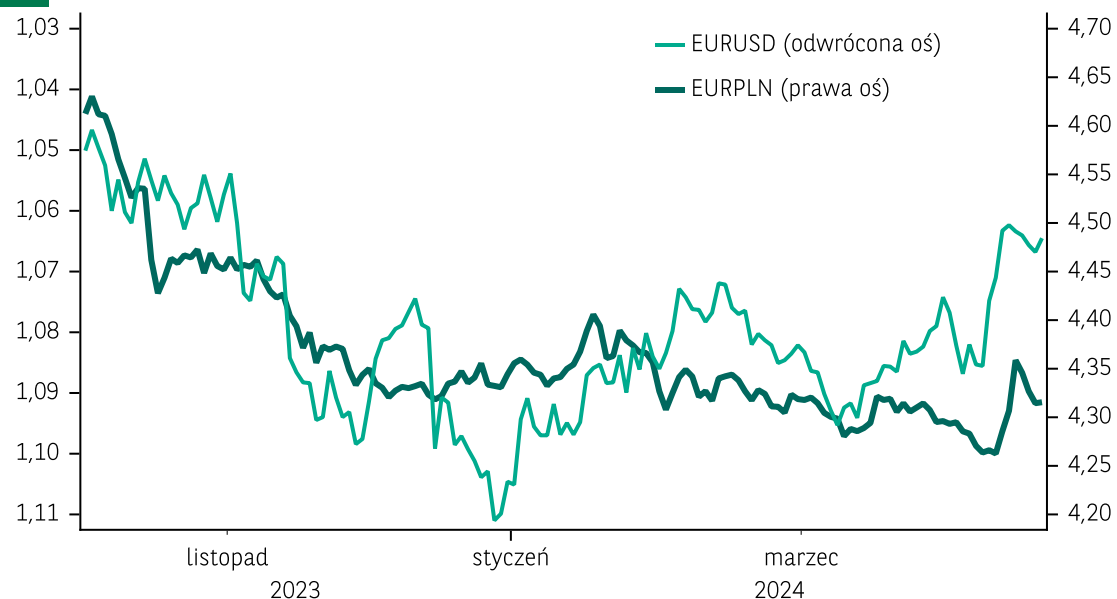
Kurs złotego od jesieni ubiegłego roku wykazywał tendencję aprecjacyjną, a notowania pary EURPLN spadły na początku kwietnia do poziomu 4,25 z 4,65 w październiku.

W naszej ocenie perspektywa dla kursu złotego poprawiła się jednak wcześniej – już wiosną ubiegłego roku. To wówczas doszło do wyraźnej zmiany w krajowym bilansie płatniczym. Nadwyżki na rachunku bieżącym oraz lepsze saldo przepływów finansowych wrażliwych na stopy procentowe zwiększyły popyt na krajową walutę.



# PLN: KOREKTA PODYKTOWANA SYTUACJĄ GEOPOLITYCZNĄ...

## > ... i bardziej „jastrzębim” Fedem



Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

W ostatnich dniach na rynku walutowym widoczna była jednak wyraźna korekta i skok kursu EURPLN z powrotem w okolice poziomu 4,30-4,35. W naszej ocenie ostatnie zachowanie złotego było wypadkową sytuacji globalnej w tym wzrostu napięć geopolitycznych.

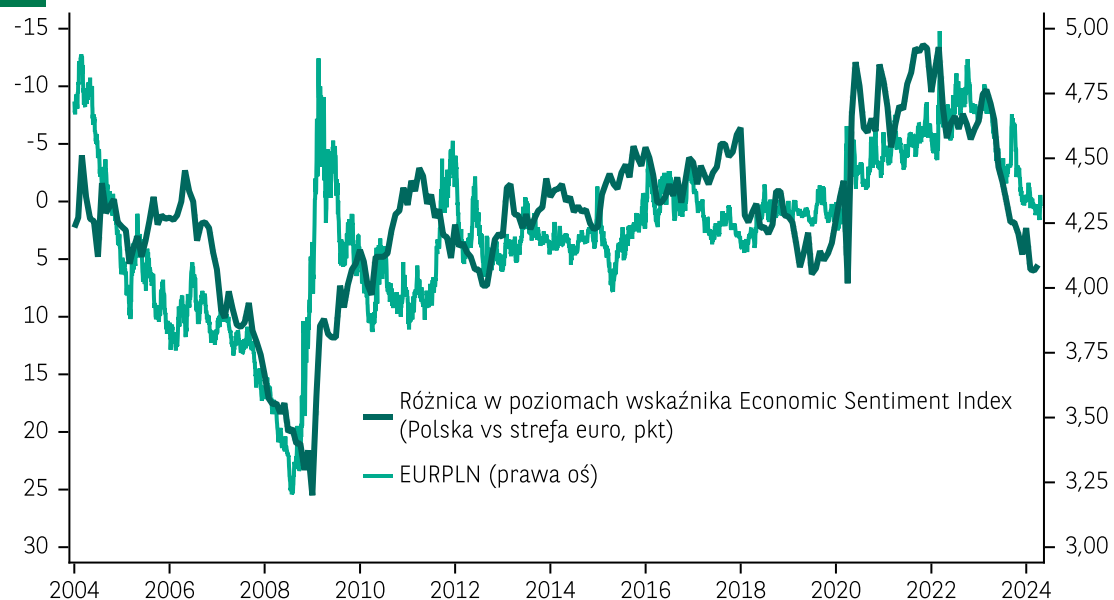
Ostatnia zwyżka pokazała według nas, że do Polski w ostatnich miesiącach napłynęło sporo labilnego kapitału krótkookresowego, który w warunkach wzrostu globalnej awersji do ryzyka szybko ucieka z kraju. Epizody nastawienia *risk-off* mogą więc wiązać się z istotnymi wahaniami kursu PLN, zwłaszcza w sytuacji w której stopy procentowe w gospodarkach rozwiniętych tak szybko jak wydawało się przed kilkoma miesiącami





# PLN: FUNDAMENTALNY OBRAZ POLSKIEJ GOSPODARKI...

## > ... spójny z umiarkowanym umocnieniem krajowej waluty



Źródło: Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

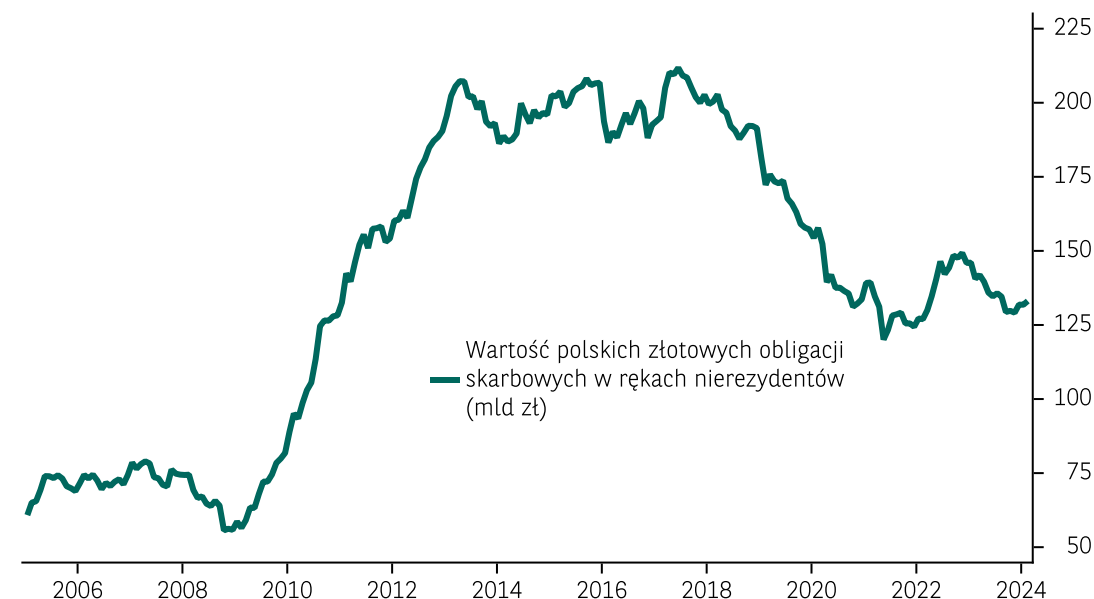
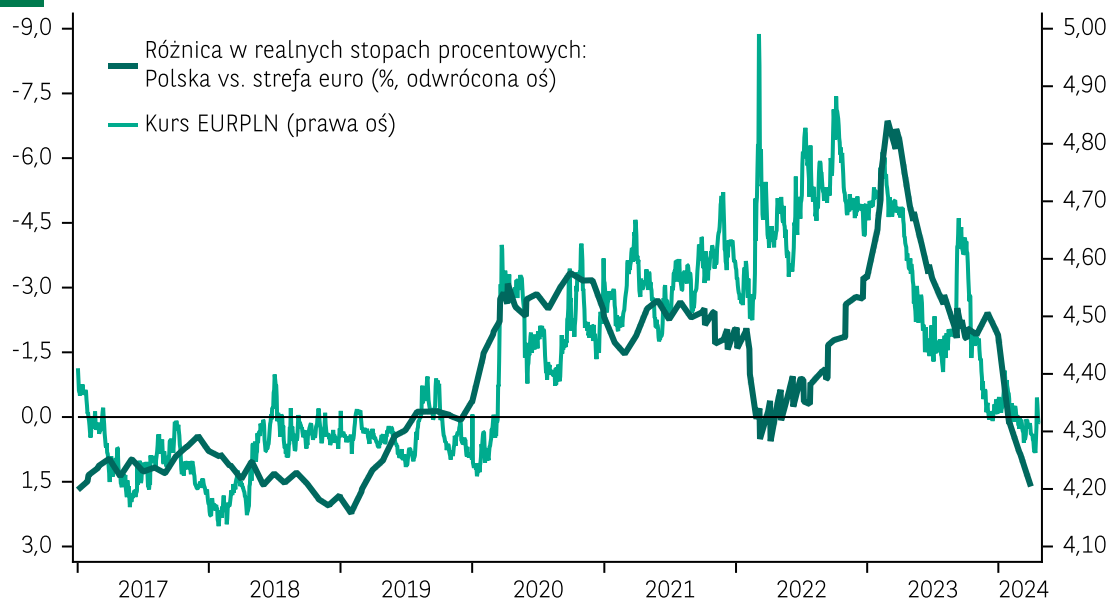
Fundamentalny obraz złotego nie uległ jednak zmianie i podtrzymujemy naszą punktową prognozę kursu EURPLN na poziomie 4,25 w drugiej połowie bieżącego roku.

Dobre perspektywy wzrostu gospodarczego, wspierane m.in. przez odblokowane fundusze unijne, powinny w dalszym ciągu być czynnikiem uatrakcyjniającym napływ kapitału zagranicznego do Polski.



# PLN: BARDZIEJ RESTRYKCYJNE NASTAWIENIE GŁÓWNYCH BANKÓW CENTRALNYCH...

## > ... ograniczy napływ inwestorów na krajowy rynek dłużny?



Źródło: GUS, Eurostat, Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wsparciem dla złotego powinna być też polityka pieniężna, choć w obliczu odsunięcia w czasie i mniejszej skali przewidywanych obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych czynnik ten może nie oddziaływać na kurs walutowy tak silnie jak spodziewaliśmy się kilka miesięcy temu.

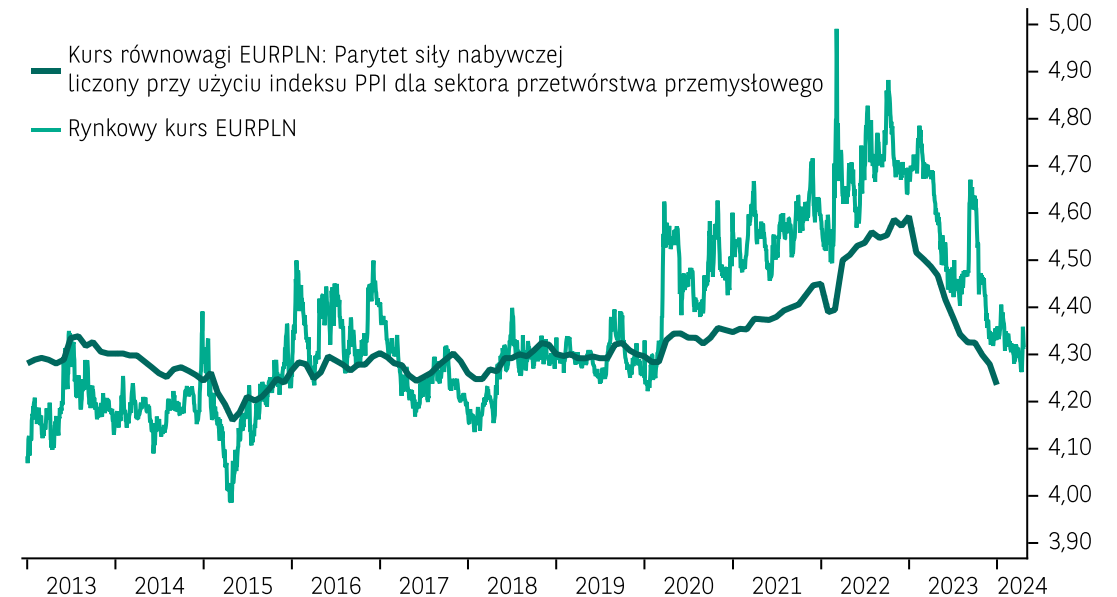
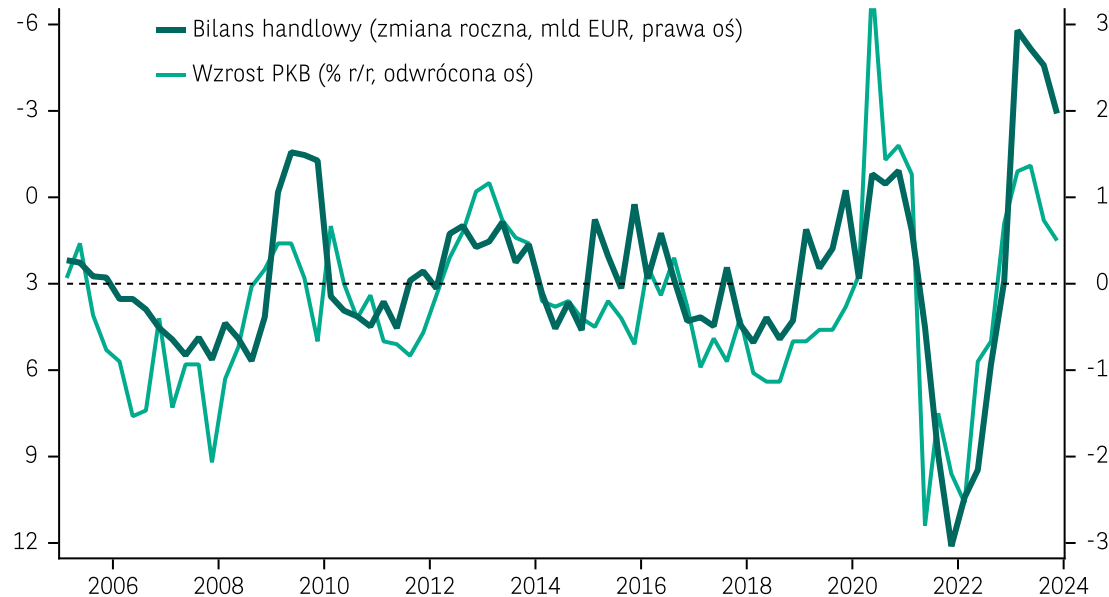
Bardziej restrykcyjne nastawienie amerykańskich władz monetarnych może ograniczać napływ inwestorów zagranicznych na krajowy rynek długu skarbowego, choć nadal uważamy, że w kolejnych miesiącach zainteresowanie polskimi złotowymi obligacjami może rosnąć.





# PLN: BILANS HANDLOWY I KURS RÓWNOWAGI

## > Saldo wymiany handlowej póki co nie ciąży złotemu



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

Choć spodziewamy się, że wraz z ożywieniem aktywności gospodarczej, w tym konsumpcji gospodarstw domowych, ponownie pogarszać zaczną się eksport netto to nie powinien być to na tyle silny czynnik, aby zapobiec umocnieniu złotego w horyzoncie najbliższych 6 miesięcy. Szacujemy, że w tym roku deficyt na rachunku bieżącym wyniesie tylko 0,5% PKB.

Polski przemysł do tej pory nie stracił swojej konkurencyjności względem państw strefy euro i mimo że sądzimy, że w dłuższej perspektywie wyższa krajowa inflacja, napędzana przez szybki wzrost płac, zacznie „ciężać” złotemu, to nie jest to raczej temat na bieżący rok.



# Nota informacyjna

Osoby zaangażowane w sporządzenie rekomendacji:

Michał Dybuła, Marcin Kujawski, Tomasz Tyc (Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych w Banku BNP Paribas)

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.

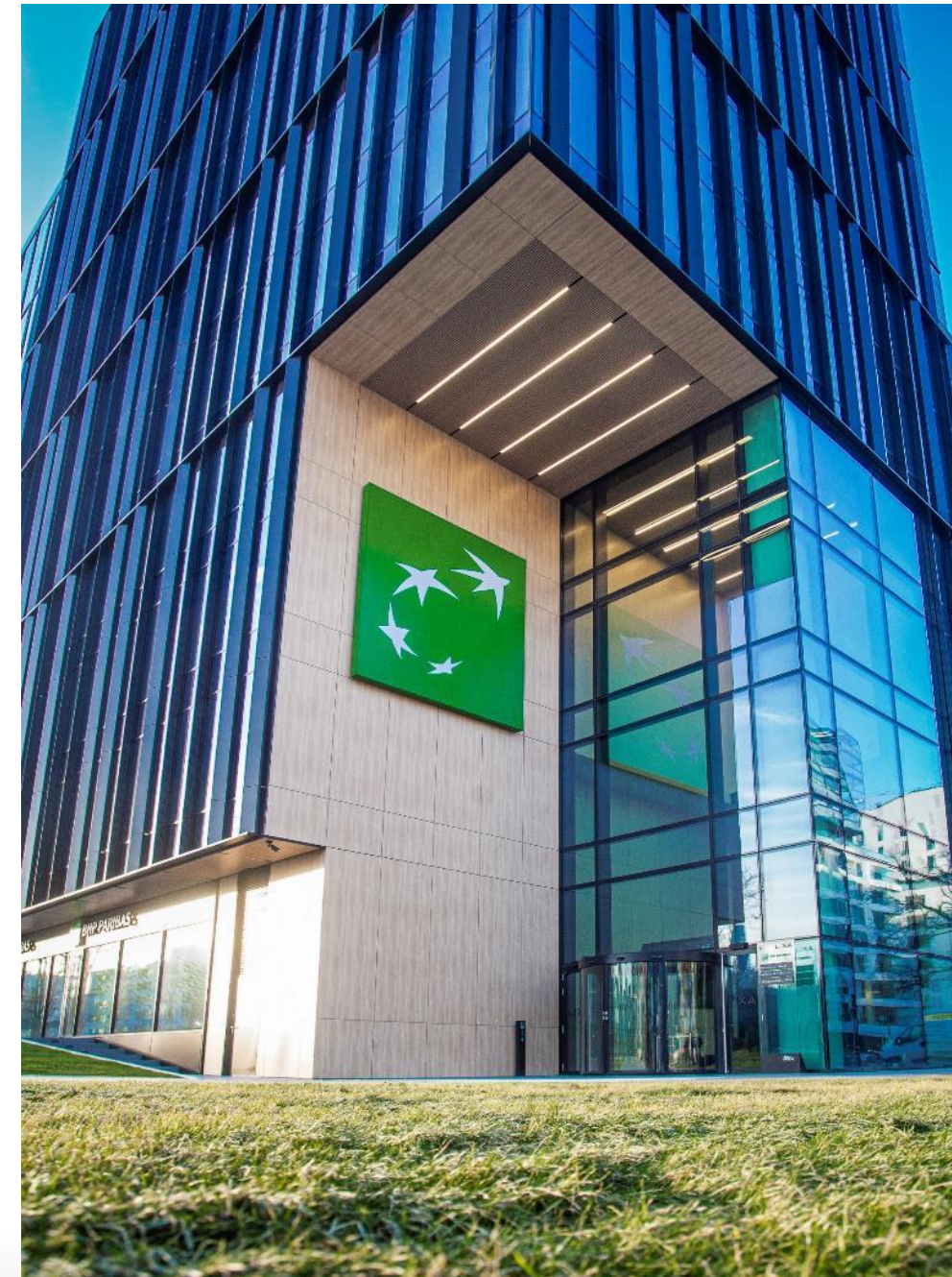
Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez BNP Paribas Bank 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 147 799 870 zł w całości wpłacony.

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







**BNP PARIBAS**

# Q2 2024 PERSPEKTYWY MAKRO

**BNP PARIBAS BANK POLSKA S.A.**

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 147 799 870 zł w całości wpłacony.