

27 września 2023

Polska w przeddzień wyborów - stan gospodarki i perspektywy jej rozwoju



BNP PARIBAS

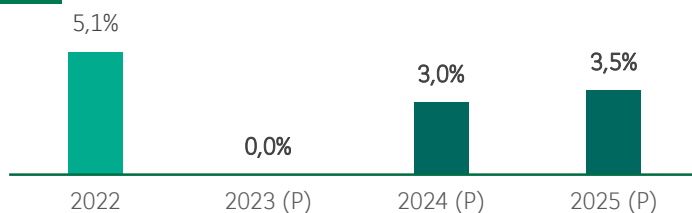
- 01 Nasze prognozy w pigułce
- 02 Otoczenie zewnętrzne
- 03 Perspektywy wzrostu
- 04 Polityka gospodarcza
- 05 Fundusze unijne
- 06 Kurs PLN
- 07 Reformy strukturalne

PROGNOZY

Wrzesień 2023

PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE

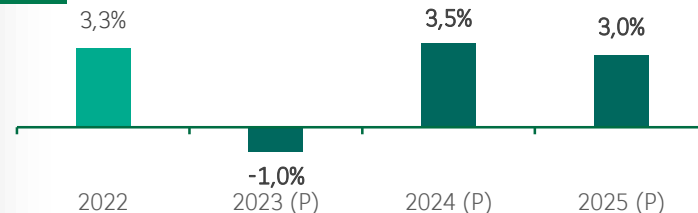
> PKB [% r/r]



vs 2022

- Polska gospodarka znajdzie się w tym roku w stagnacji. Schłodzenie aktywności w 2023 roku to m.in. efekt odwracającego się cyklu zapasów oraz niskiej konsumpcji zwłaszcza w I poł. roku.
- W przyszłym roku dynamika PKB przyspieszy do 3% głównie dzięki wyższym wydatkom konsumpcyjnym.

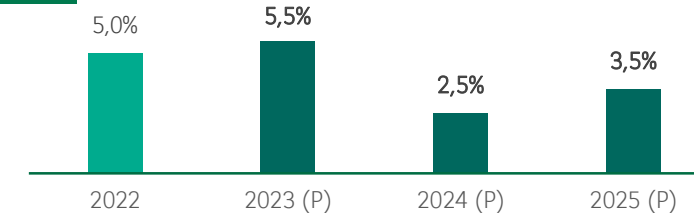
> Konsumpcja gosp. domowych [% r/r]



vs 2022

- Sądzymy, że wydatki konsumpcyjne w ujęciu realnym spadną w tym roku o około 1% r/r.
- Uważamy jednak, że minęliśmy dotek, jeśli chodzi o siłę nabywczą wynagrodzeń, co powinno spowodować, że w przyszłym roku konsumpcja ponownie stanie się motorem wzrostu.

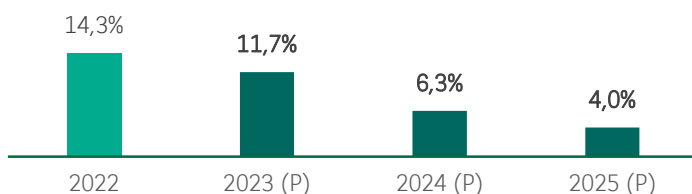
> Inwestycje brutto [% r/r]



vs 2022

- Inwestycje w tym roku zaskakiwały „in plus” i w całym roku mogą zwiększyć się o ponad 5% r/r.
- Wyhamowanie w budownictwie mieszkaniowym, przejście na nowy budżet UE oraz niepewny termin realizacji projektów z KPO rodzą jednak ryzyko dla inwestycji w dłuższym horyzoncie.

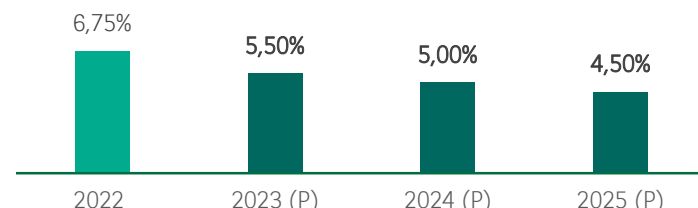
> Inflacja CPI [% , średniorocznie]



vs 2022

- W najbliższych miesiącach inflacja wyraźnie zwolni i na koniec roku powinna oscylować w granicach 6-7% r/r.
- W dłuższym horyzoncie ścieżka inflacji stanie się jednak bardziej płaska i powrót inflacji do celu NBP do końca 2025 r. jest mało prawdopodobny.

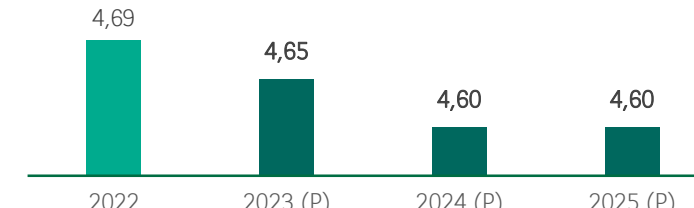
> Stopa referencyjna NBP [% , koniec okresu]



vs 2022

- W warunkach słabszego wzrostu gospodarczego oraz hamującej w tym roku inflacji Rada Polityki Pieniężnej będzie kontynuować cykl obniżek stóp procentowych.
- Prognozujemy, że stopa referencyjna NBP na koniec 2023 roku wyniesie 5,50%, a na koniec 2024 r. będzie to 5,00%.

> EURPLN [koniec okresu]



vs 2022

- Sądzymy, że do końca roku złoty może znajdować się pod presją ze względu na niepewność co do tempa łagodzenia polityki pieniężnej i wyników wyborów.
- W przyszłym roku ostrożne podejście RPP do obniżek stóp procentowych powinno wspierać notowania złotego.



PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - TABELA

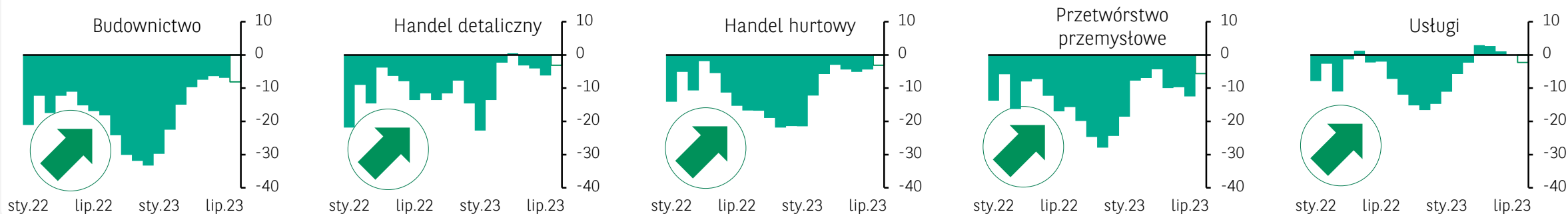
Główne wskaźniki dla Polski*:	2022	2023	2024	2025
Dynamika PKB (% r/r)	5,1	0,0	3,0	3,5
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	3,3	-1,0	3,5	3,0
Inwestycje brutto (% r/r)	5,0	5,5	2,5	3,5
Inflacja CPI (% r/r)	14,3	11,7	6,3	4,0
Inflacja bazowa (% r/r)	9,1	10,4	5,4	4,2
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (% r/r)	12,9	12,5	9,5	7,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,2	5,5	5,4
Saldo sektora general government (% PKB)	-3,7	-5,2	-4,5	-4,0
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	-3,0	1,0	-0,5	-0,5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6,75	5,50	5,00	4,50
EURPLN (koniec okresu)	4,69	4,65	4,60	4,60

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

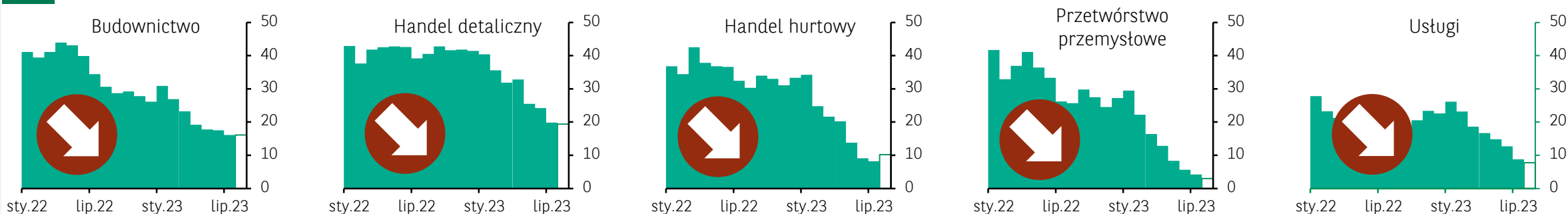


JAK KLUCZOWE BRANŻE WIDZĄ NAJBLIŻSZE KWARTAŁY?

> Przewidywana sprzedaż, sty-22 – sie-23 [saldo odpowiedzi, dotyczy zmiany sprzedaży bądź portfela zamówień krajowych i/lub zagranicznych]



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



Źródło: GUS, Bank BNP Paribas

W świetle danych GUS, w ciągu najbliższych kwartałów można spodziewać się ograniczonego wzrostu sprzedaży w większości branż. Towarzyszyć temu powinno dalsze osłabienie presji inflacyjnej.



WYBORY PARLAMENTARNE - WIEM, ŻE NIC NIE WIEM?

Powoływanie Rady Ministrów:

I. Prezydent desygnuje Premiera i Radę Ministrów

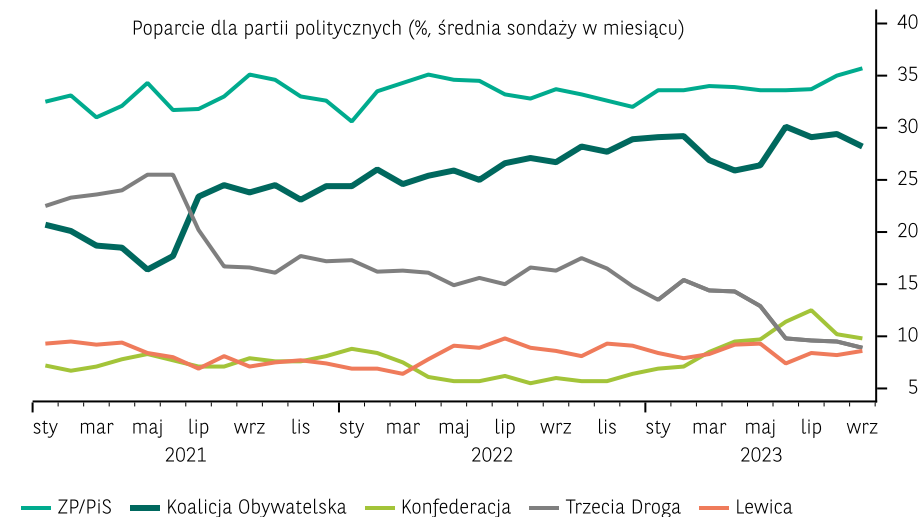
Jeśli Sejm nie udzieli wotum zaufania (większość bezwzględna)

II. Sejm wybiera Premiera i Radę Ministrów

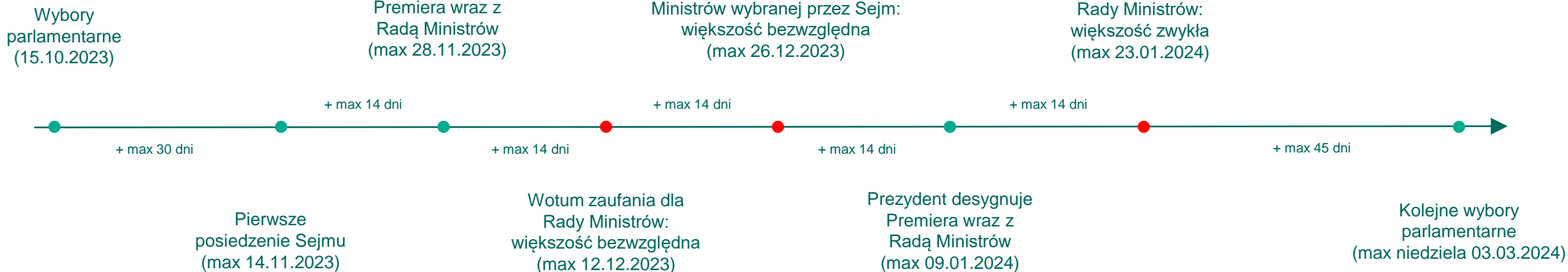
Jeśli Sejm nie udzieli wotum zaufania (większość bezwzględna)

III. Prezydent desygnuje Premiera i Radę Ministrów

Jeśli Sejm nie udzieli wotum zaufania (zwykła większość), Prezydent rozpisuje wcześniejsze wybory



Źródło: ewybory.eu, Macrobond, Bank BNP Paribas





BNP PARIBAS

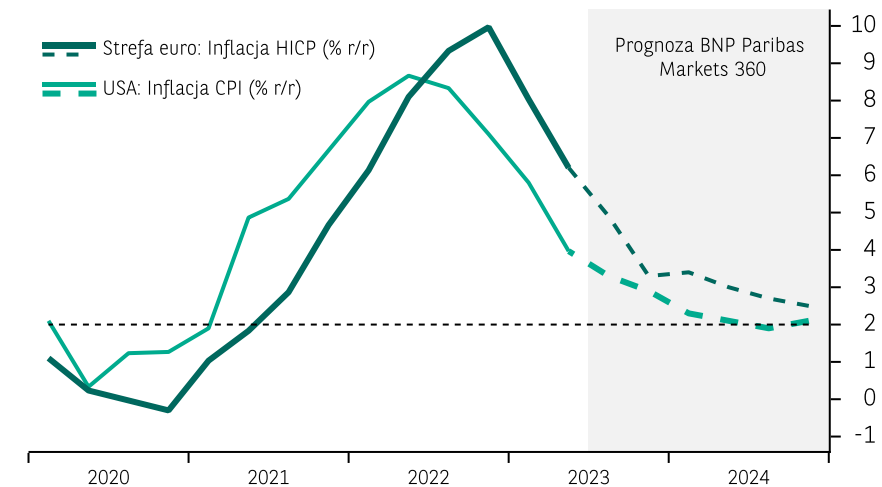
**Otoczenie zewnętrzne
polskiej gospodarki**

PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS MARKETS 360

Wzrost PKB

Region	% r/r			% kw/kw							
	2022	2023	2024	2023				2024			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
USA	2,1	2,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,3
Strefa euro	3,4	0,6	,0,9	0,0	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5
Niemcy	1,9	-0,3	0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5
Chiny	3,0	5,1	4,5	2,2	0,8	0,8	1,2	1,0	1,1	1,4	1,5

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



Stopy procentowe, kurs walutowy, surowce

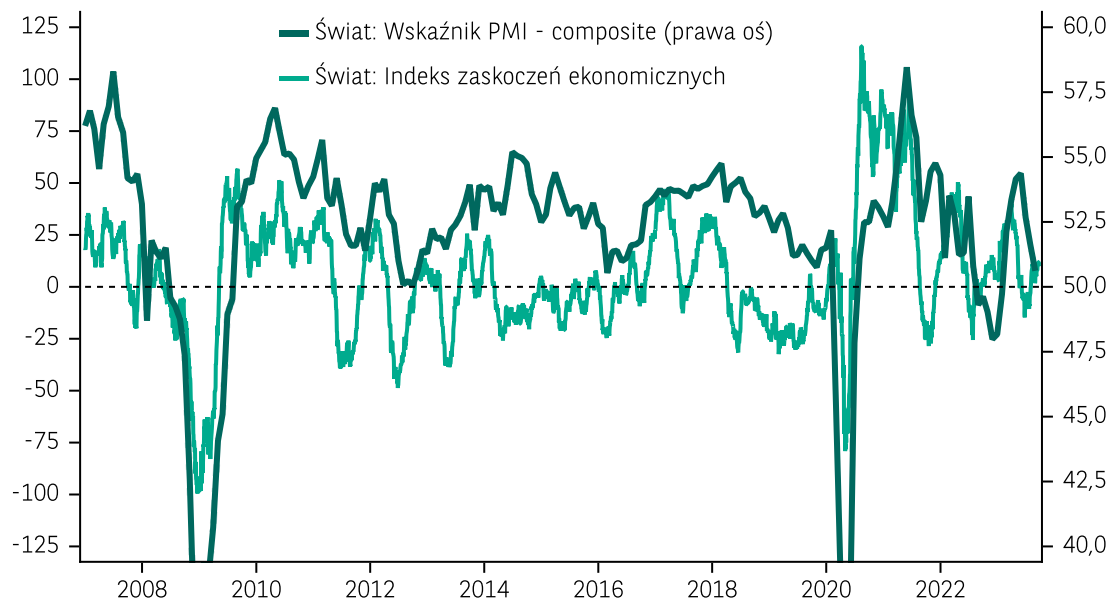
Stopy procentowe	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
Stopa fed funds (% , górna granica, koniec okresu)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
Stopa depozytowa EBC (% , koniec okresu)	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
Kurs walutowy					
EURUSD (koniec okresu)	1,10	1,11	1,12	1,13	1,15
EURCHF (koniec okresu)	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
Rynek surowcowy					
Ropa naftowa Brent (USD/baryłka)	81	82	86	88	86
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	45	64	37	40	63

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



GOSPODARKA ŚWIATOWA HAMUJE

> Gorsza koniunktura na świecie to głównie efekt słabej kondycji przemysłu



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

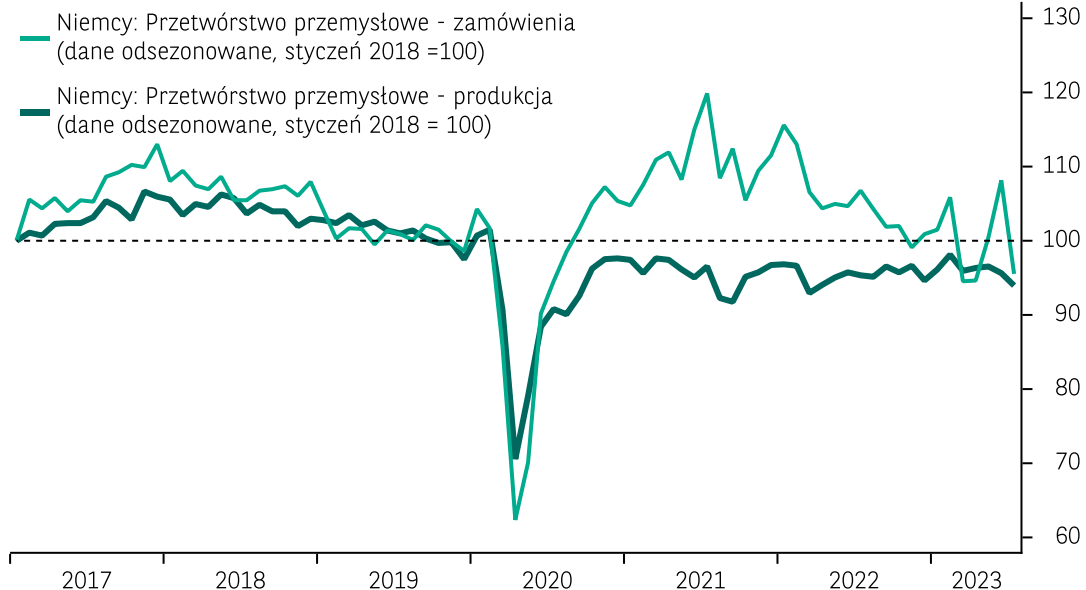
Napływające dane sugerują dalsze pogorszenie koniunktury w gospodarce światowej. Pozytywnym symptomem może być jednak fakt, że opublikowane ostatnio wskaźniki makroekonomiczne przestały rozczarowywać, a indeks zaskoczeń ekonomicznych nieco się podniósł. Pewien optymizm można też bazować na nieco lepszych informacjach o aktywności gospodarczej w Chinach.

W dalszym ciągu widać dużą dywergencję sektorową. O ile w przypadku usług bieżące wyniki pozostają solidne (m.in. za sprawą ożywienia w turystyce), globalny przemysł złapał wyraźną zadyszkę i w krótkim terminie istotny wzrost aktywności wydaje się mało prawdopodobny.

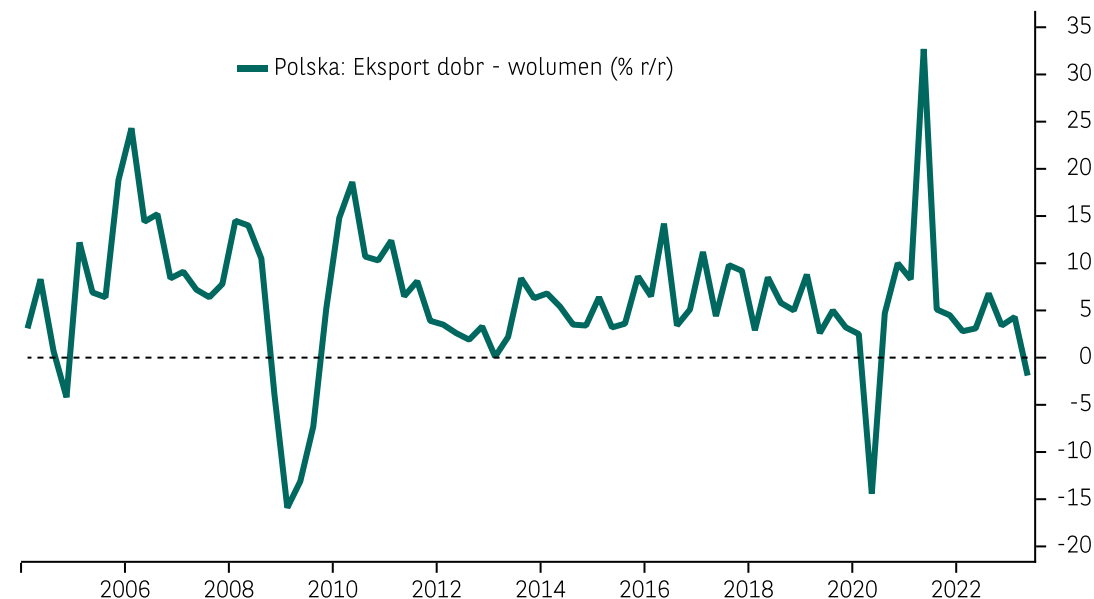


REGIONALNIE SYTUACJA NAJSŁABIEJ WYGLĄDA W EUROPIE...

> ... w tym w szczególności w Niemczech...



> ... co jest także odczuwalne w Polsce



Źródło: Destatis, Eurostat, Bank BNP Paribas

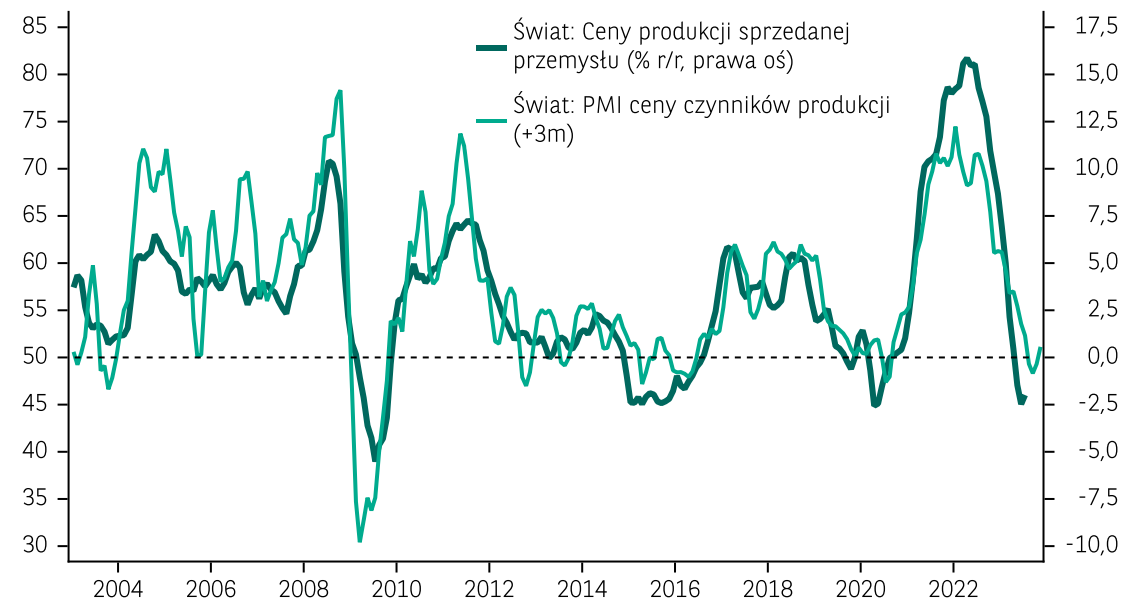
W ujęciu regionalnym najslabiej sytuacja gospodarcza wygląda w Europie, w tym zwłaszcza w Niemczech, gdzie przemysł od dłuższego czasu znajduje się w stagnacji, a wolumen produkcji pozostaje niższy niż przed pandemią. Pewnym wsparciem dla aktywności może być wciąż relatywnie duży portfel niezrealizowanych zamówień zgromadzonych w okresie popandemicznym, jednak bieżący popyt jest niski.

Nie wróży to dobrze polskim eksporterom. Już w drugim kwartale sprzedaż zagraniczna dóbr spadła w ujęciu wolumenowym o 1,9% r/r i sądzimy, że całoroczny wynik również okaże się gorszy niż w 2022 roku.



GLOBALNA PRESJA INFLACYJNA SŁABNIE...

> ...ale do czasu



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

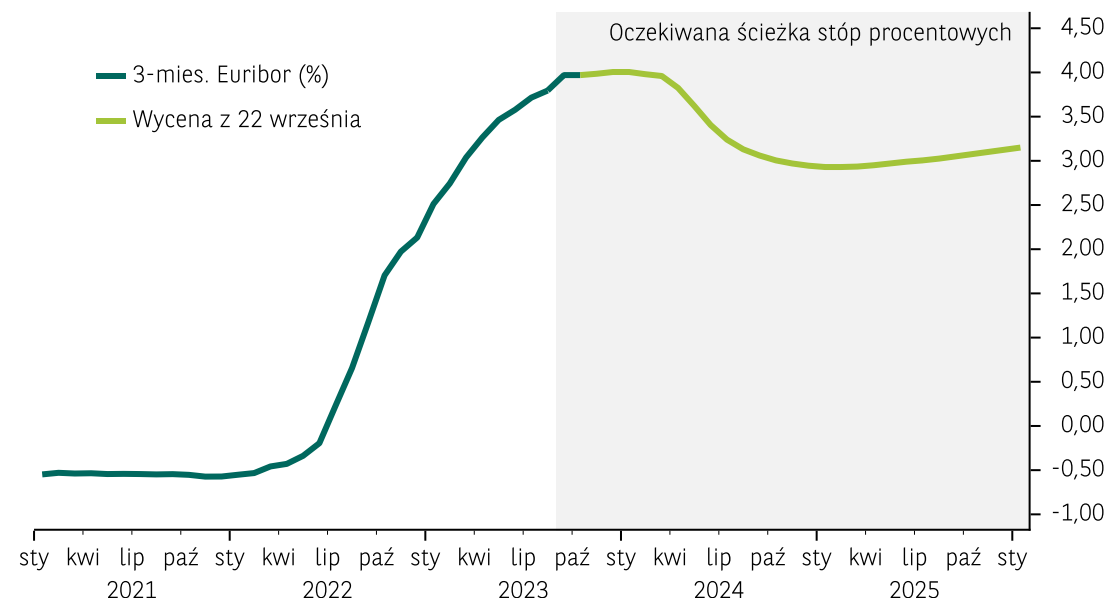
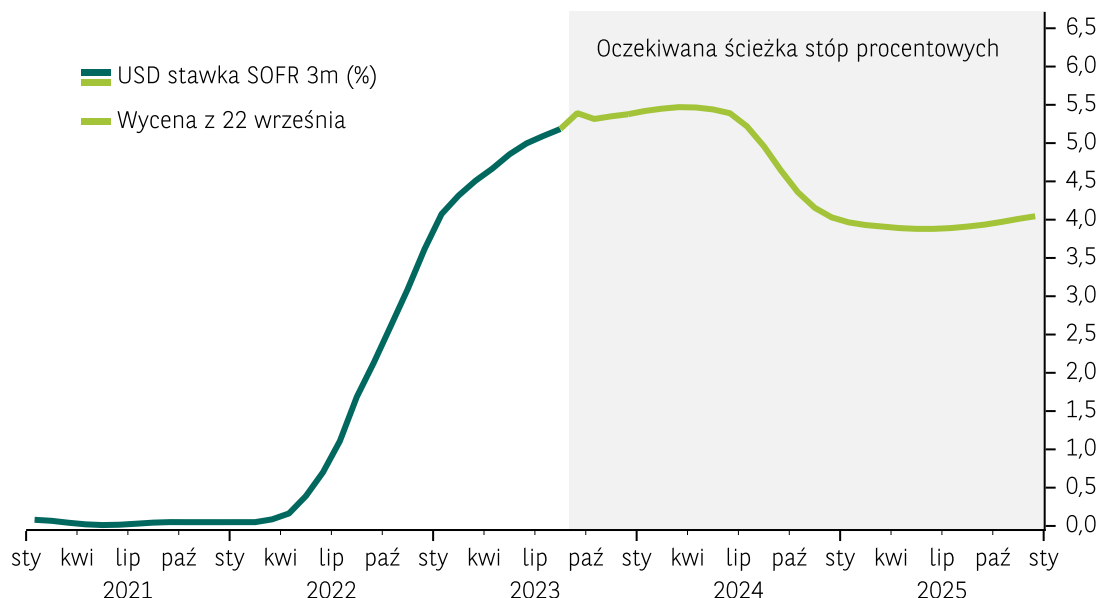
Globalna presja inflacyjna wyraźnie osłabła od połowy ubiegłego roku, głównie za sprawą taniejących surowców. W czerwcu nastąpiło jednak odwrócenie trendu i ceny surowców zaczęły stopniowo rosnąć. Sugeruje to, iż najbardziej korzystne dezinflacyjne efekty bazy, jeśli chodzi o surowce, obecnie się już zmaterializowały.

Oznacza to, że o ile dynamika cen konsumpcyjnych może zwalniać w najbliższych 3-6 miesiącach za sprawą mniejszej presji na wzrost cen towarów, to w dłuższym horyzoncie czynnik ten przestanie oddziaływać silnie obniżająco na inflację CPI na świecie.



FED I EBC: TO JUŻ KONIEC ZACIEŚNIANIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ?

> Rynek spodziewa się pierwszych obniżek stóp procentowych w połowie przyszłego roku




Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

Rynek wycenia, że zarówno Rezerwa Federalna, jak i Europejski Bank Centralny, zakończyły cykle podwyżek stóp procentowych. Oficjalnie jednak oba banki centralne zostawiają otwarte drzwi dla dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, które warunkują napływającymi w kolejnych miesiącach danymi ze sfery realnej.

Oczekiwania rynkowe zakładają także, że pierwszej obniżki stóp procentowych (o 25pb) zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro należy spodziewać się w czerwcu 2024 roku, a do końca przyszłego roku stopy procentowe mogą spaść odpowiednio o 150pb i 100pb.





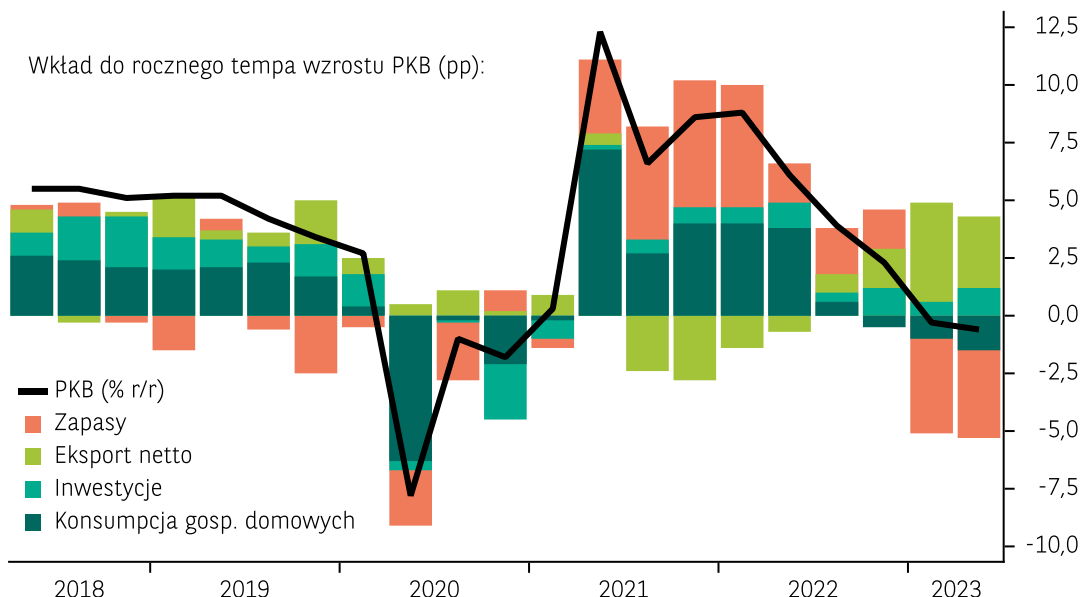
**Bieżąca sytuacja
gospodarcza w Polsce
i perspektywy jej rozwoju**



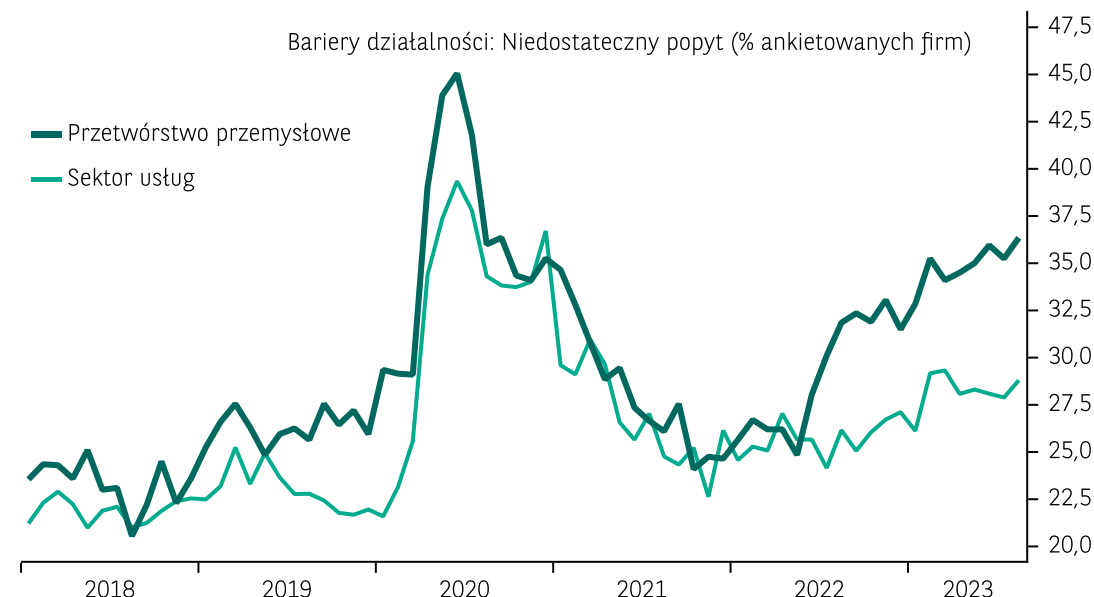
BNP PARIBAS

POLSKA GOSPODARKA W RECESJI

> Ograniczona przestrzeń do silnego odbicia aktywności w krótkim terminie ...



> ... przy rosnącej barierze popytu



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

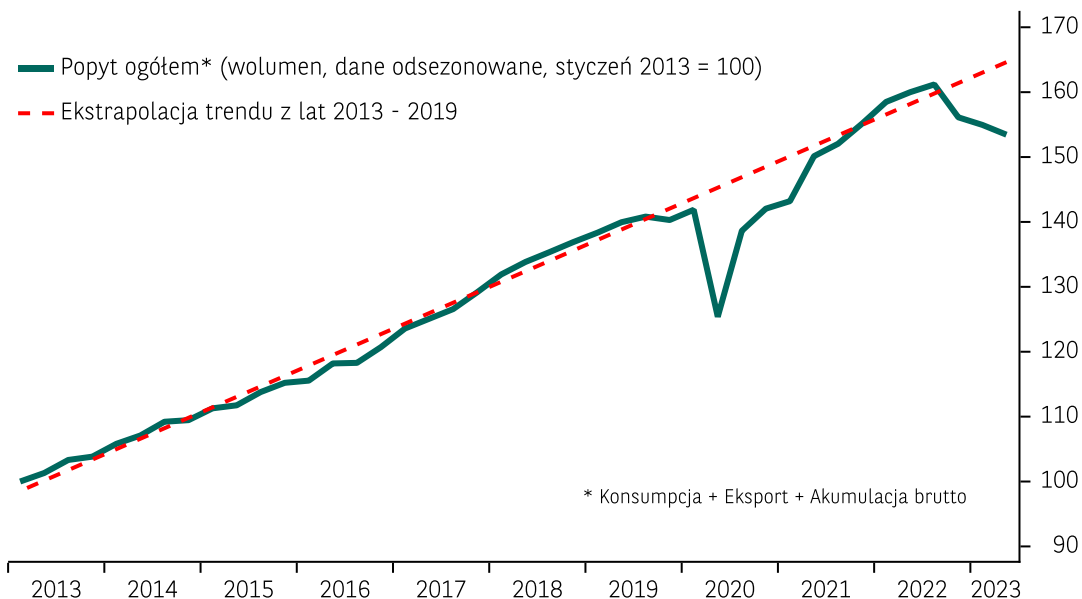
W pierwszej połowie roku polska gospodarka znalazła się w recesji, a PKB spadł o około 0,5% r/r. Poza słabymi wynikami eksportu za niższym wolumenem produkcji stały też zredukowane wydatki konsumpcyjne oraz odwracający się cykl zapasów, który mocno ograniczył import (stąd dodatni wpływ eksportu netto na dynamikę PKB). Zaskakująco dobrze radziły sobie natomiast inwestycje (w okresie styczeń – czerwiec +7% r/r).

Badania ankietowe przedsiębiorstw wskazują na rosnący problem z popytem, zwłaszcza w sektorze przemysłowym. W naszej ocenie zmniejsza to prawdopodobieństwo silnego odbicia aktywności jeszcze w tym roku.

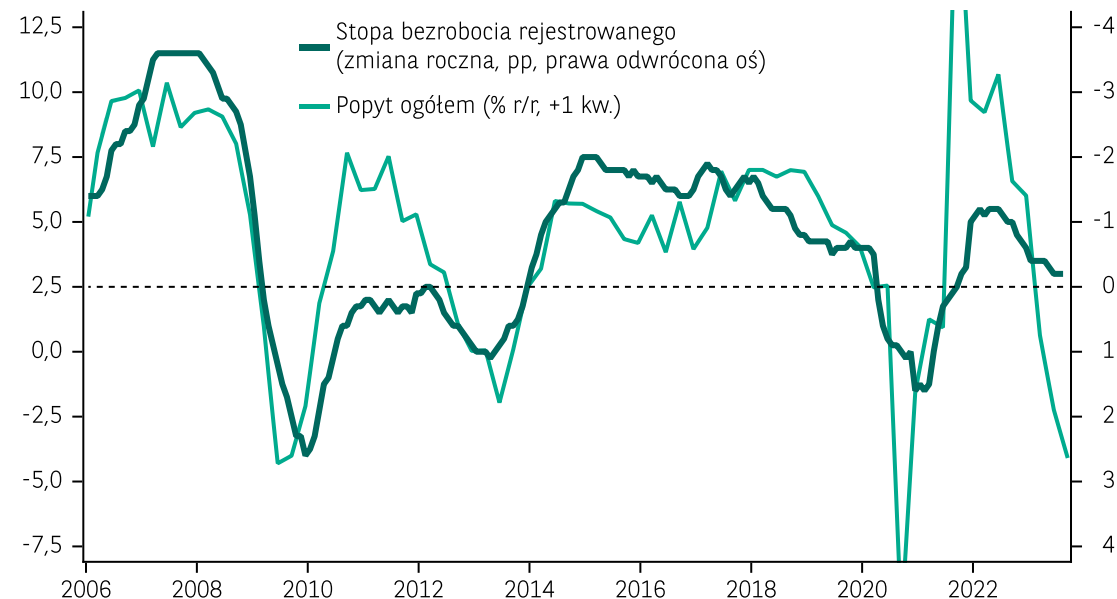


MIMO SPADKU POPYTU SYTUACJA NA RYNKU PRACY POZOSTAJE DOBRA

> Choć od popandemicznego szczytu popyt spadł o około 5%...



> ... stopa bezrobocia dalej spada



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wyraźny spadek popytu, który od szczytu aktywności w połowie 2022 roku obniżył się o blisko 5%, dotychczas nie przełożył się na pogorszenie sytuacji na krajowym rynku pracy.

Choć historyczna relacja wskazywałaby w obecnych warunkach na przyrost zwolnień, to stopa bezrobocia w dalszym ciągu spada, a zatrudnienie bije kolejne rekordy. Według statystyk za pierwszą połowę roku liczba pracujących w gospodarce po raz pierwszy przekroczyła 17 mln osób.



WCIĄŻ SOLIDNE WYNIKI FINANSOWE PRZEDSIĘBIORSTW

> Dynamika wyników finansowych wyraźnie przewyższała tempo wzrostu gospodarki w 2021-22 roku



Źródło: Eurostat, PONT Info, Macrobond, Bank BNP Paribas

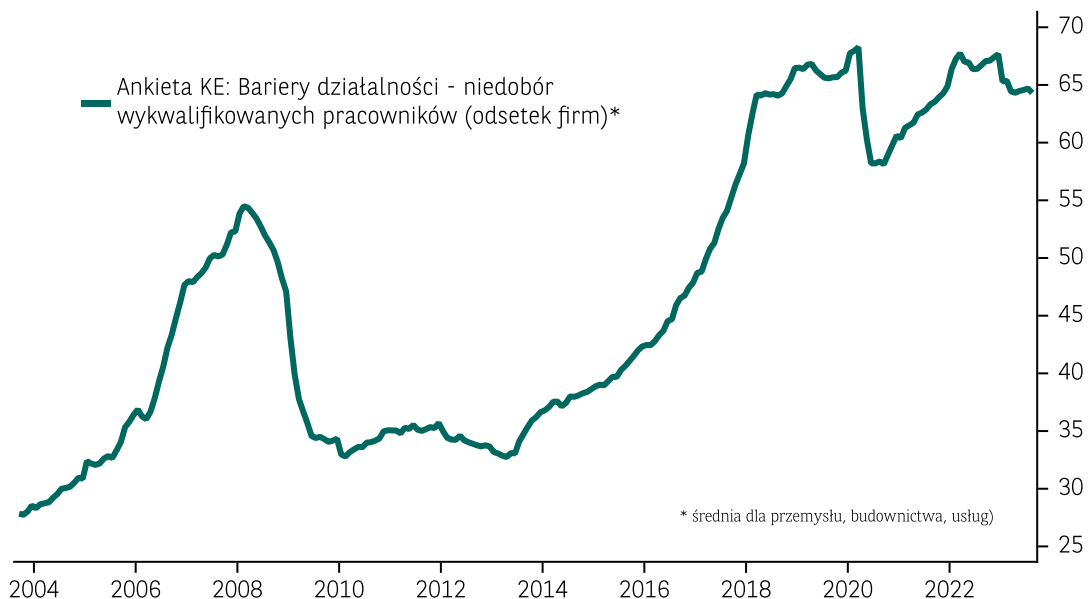
Utrzymanie zatrudnienia na wysokim poziomie jest możliwe dzięki dobrym wynikom finansowym przedsiębiorstw notowanym na przestrzeni ostatnich kwartałów. Choć dynamika wyniku netto mocno wyhamowała od połowy ubiegłego roku, to firmy wciąż utrzymują relatywnie wysoką rentowność.

Innymi słowy wygenerowany w gospodarce dochód w większym stopniu trafił do przedsiębiorstw, a w rezultacie wysoki pozostał także odsetek przedsiębiorstw wykazujących zysk, który znajduje się w pobliżu historycznych maksimów.

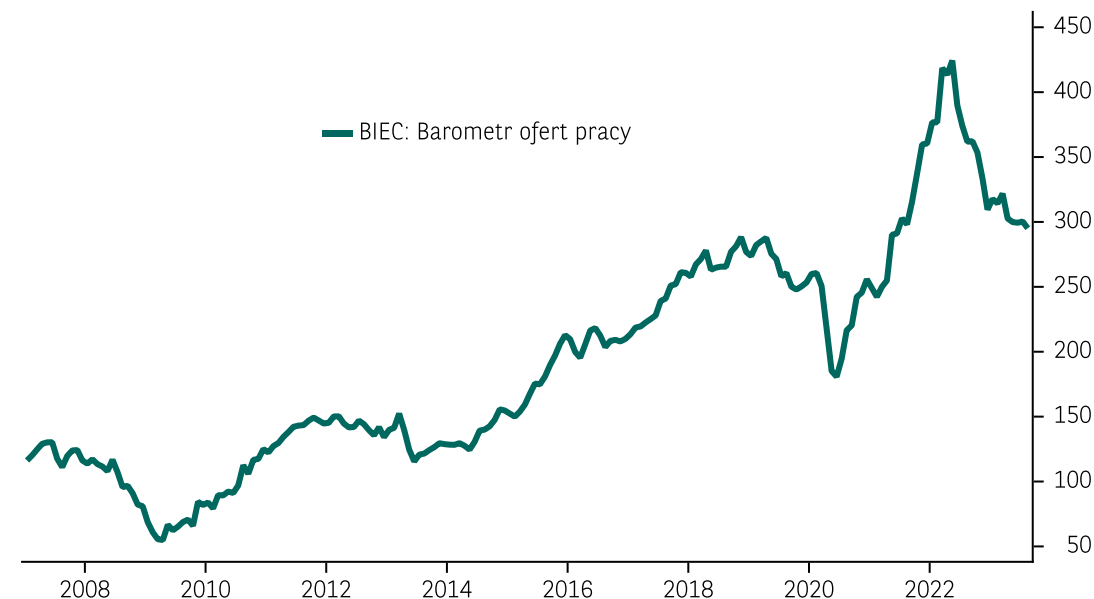


STRUKTURALNY NIEDOBÓR PRACOWNIKÓW OGRANICZA ZWOLNIENIA

> **Firmy starają się utrzymać pracowników przez okres gorszej koniunktury...**



> **...ograniczając przy tym skalę nowych rekrutacji**



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

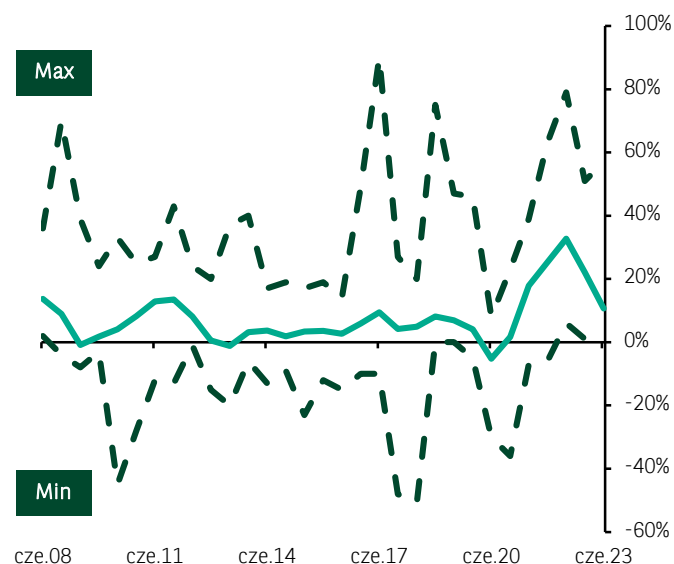
Mimo słabszej koniunktury, przedsiębiorstwa nie zdecydowały się dotychczas na redukcję zatrudnienia. Istotnym czynnikiem przemawiającym za takimi decyzjami wydaje się być strukturalny niedobór rąk do pracy. Widoczne załamanie popytu w krajowej gospodarce nie zmniejszyło wyraźnie odsetka firm wskazujących niedobór pracowników jako barierę działalności (wynik bliski średniej z lat 2018-2019).

Strukturalny „rynek pracownika” potwierdza także liczba publikowanych ofert pracy. Choć są one wyraźnie niższe niż w popandemicznym szczycie, to pomimo recesyjnego otoczenia, pozostają na poziomach wyższych niż przed 2020 rokiem.

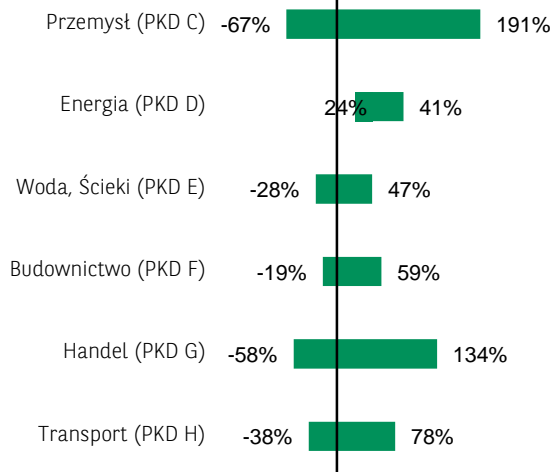


PRZYCHODY FIRM JESZCZE ROSNĄ, JEDNAK ICH DYNAMIKA WYRAŹNIE SPADA

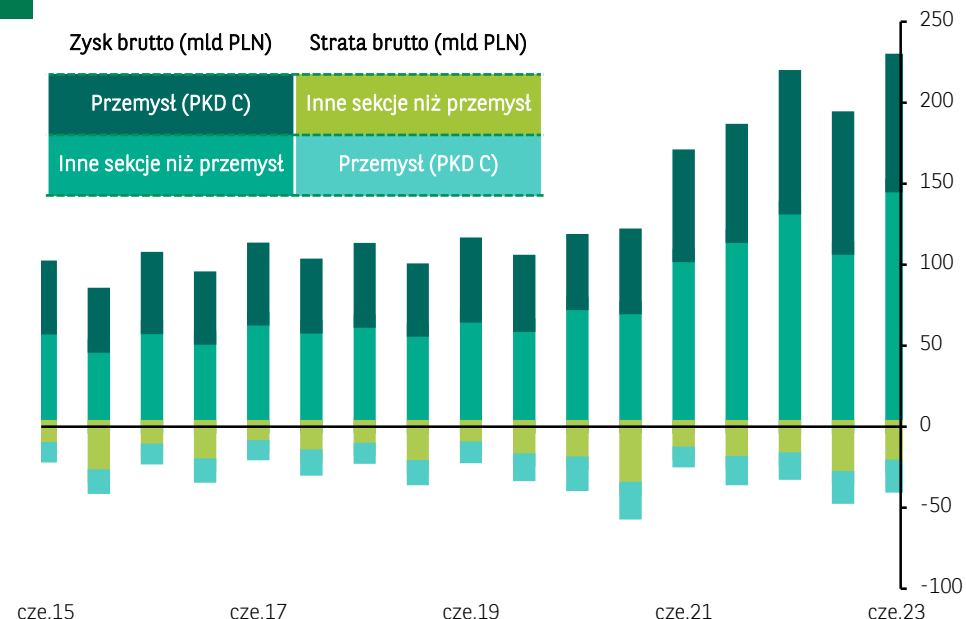
> Przychody firm* [% r/r, firmy 9+, dane półroczne, dane dla sekcji PKD**]



Najwyższa i najniższa dynamika w wybranych sekcjach na poziomie klas PKD**



> Zyski i straty brutto, 2015-2023 [mld PLN, firmy 9+, dane półroczne]



* Suma (1) przychodów netto ze sprzedaży oraz (2) dotacji. ** Sekcje PKD to kody literowe (np. Przemysł - PKD C), Klasy PKD to czterocyfrowe kody (np. Przygotowanie i przędzenie włókien tekstylnych - 13.10).
Źródło: GUS, PONT Info, Bank BNP Paribas

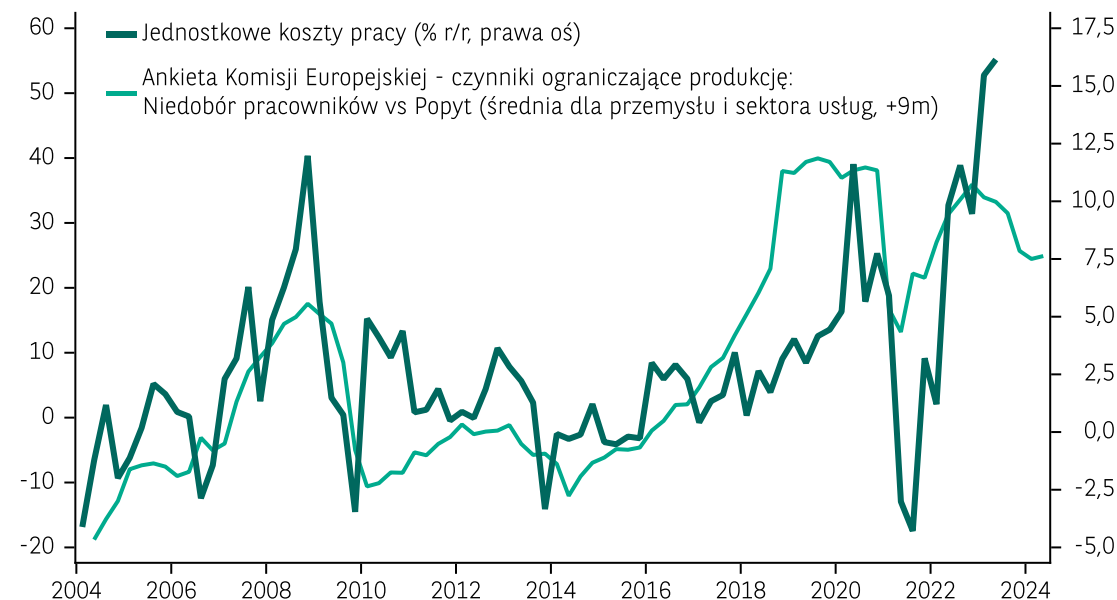
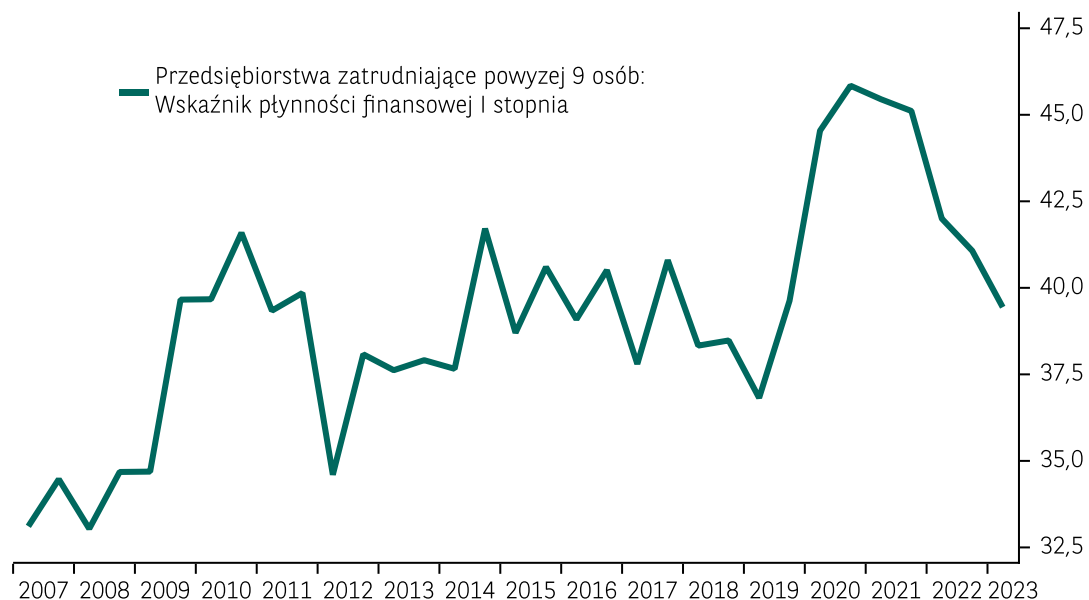
Spadająca dynamika wyniku finansowego netto (w I połowie roku: -0,5% r/r) wskazuje, że z biegiem czasu utrzymanie rentowności firm bez redukcji kosztów może okazać się problematyczne. Pierwsze sześć miesięcy 2023 roku to jeszcze wzrost przychodów ogółem, ale w niektórych sekcjach (szczególnie w przemyśle oraz handlu), dynamika wzrostu na poziomie konkretnych klas PKD** obniżyła się o ponad połowę r/r.

Co istotne, na słabą dynamikę wyniku finansowego netto wpłynęła przede wszystkim wyraźnie rosnąca strata brutto (+25,4% r/r), przy rachitycznym wzroście zysku brutto (+2,6% r/r).



PRESJA NA RENTOWNOŚĆ FIRM BĘDZIE W KOLEJNYCH KWARTAŁACH ROSŁA

> Pogorszenie wskaźników płynności oraz wzrost presji ze strony kosztów pracy



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

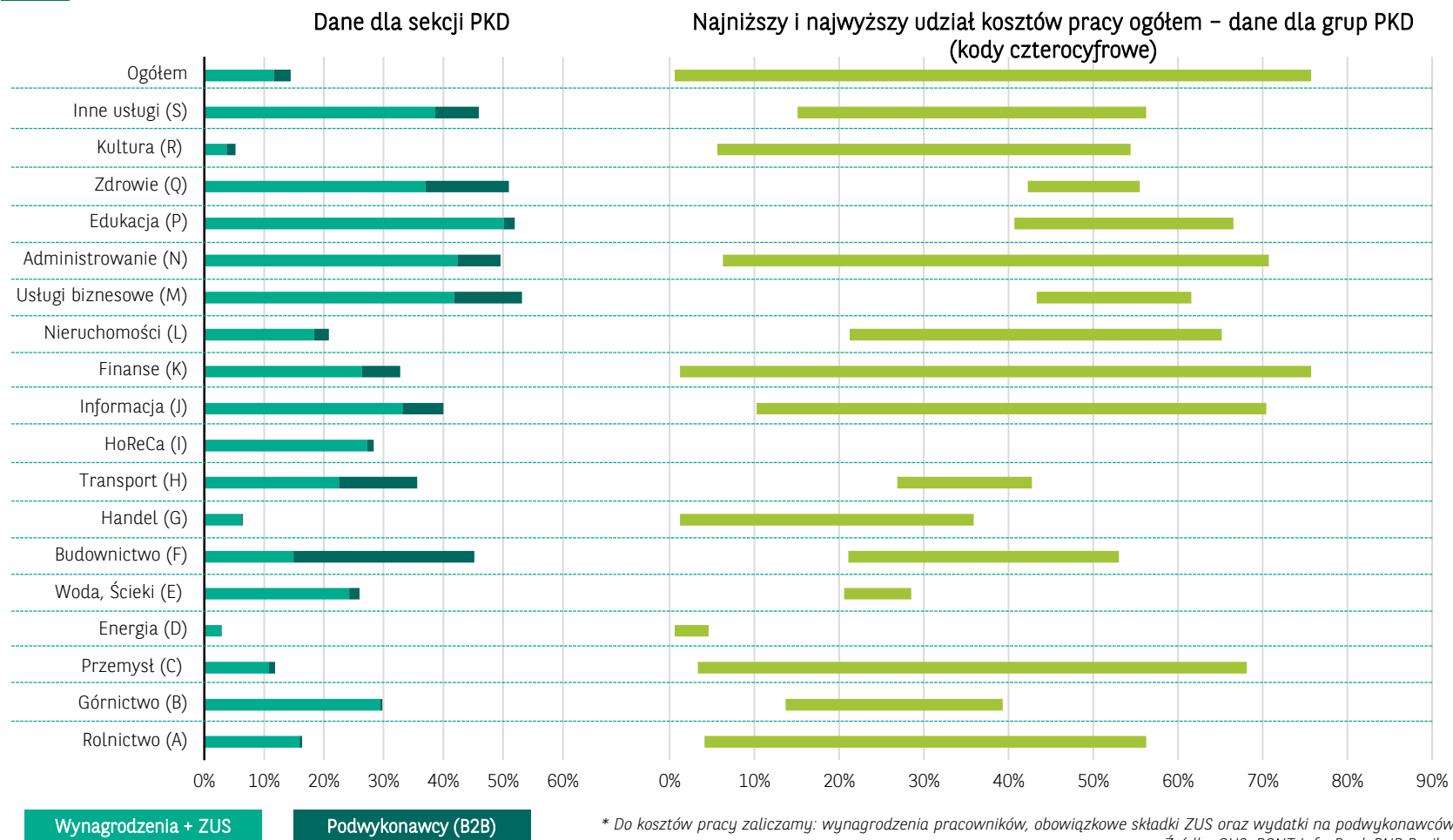
Na ograniczoną zdolność firm do absorbowania negatywnego szoku popytowego wskazuje także pogarszający się poziom płynności finansowej. Jedną z przyczyn, z powodu których spada on od 2021 roku jest fakt, iż generowane zyski firmy przeznaczają na zakup drożących materiałów/półproduktów (zapasy), a także na finansowanie inwestycji.

Jednocześnie, o ile po stronie kosztowej zmniejszyła się presja związana z cenami zakupu surowców, to dynamika kosztów pracy przyspieszyła. Strukturalne problemy ze znalezieniem pracowników mogą dodatkowo podsycać dynamikę wynagrodzeń w perspektywie kolejnych miesięcy.



KOSZTY PRACY W ROZBICIU NA SEKTORY

> Koszty pracy* jako % ogółu wydatków operacyjnych, 1H 2023



W świetle danych GUS (I poł. 2023 roku) na poziomie całej gospodarki koszty pracy* stanowią około 13% ogółu wydatków operacyjnych, co oznacza jedynie niewielki wzrost względem zeszłego roku.

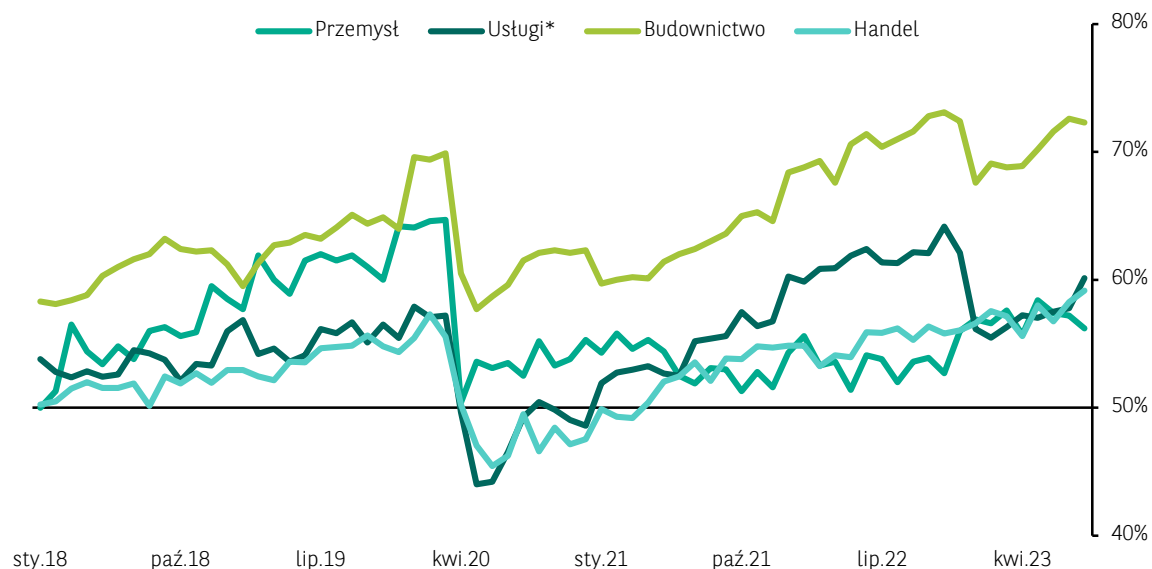
Relatywnie niski udział w strukturze wydatków ww. koszty mają w przemyśle czy handlu. W ramach poszczególnych branż istnieje jednak znaczne ich zróżnicowanie. Przykładowo w przemyśle (PKD C), najniższy udział tych kosztów w grupie PKD wynosi mniej niż 5%, zaś najwyższy zbliża się do 65%.

Na poziomie całych branż koszty pracy przekraczają (tradycyjnie) granicę 40% w wydatkach w sektorach usługowych (np. edukacja) oraz w budownictwie.

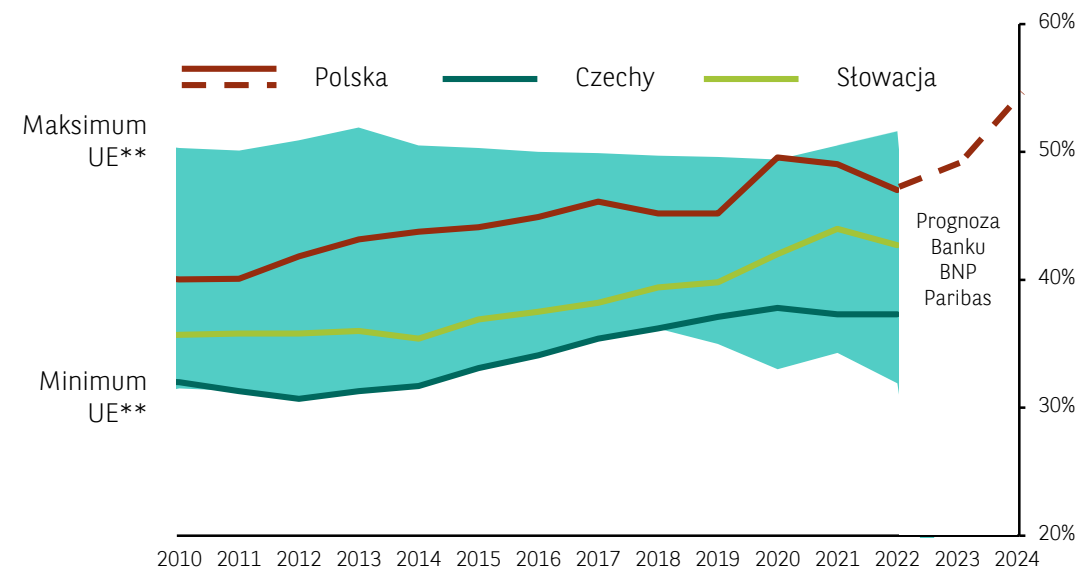


ZNACZĄCY WZROST PŁACY MINIMALNEJ DODATKOWO PODSYCI KOSZTY PRACY

> Odsetek firm zgłaszających problem kosztu zatrudnienia, sty-18 – sie-23 [%]



> Płaca minimalna jako % średniego wynagrodzenia w kraju [%]



* Średnia dla ogółu sekcji usługowych, dla których dane GUS prezentuje dane w ramach badania koniunktury. ** Dane dla krajów UE, dla których OECD publikuje statystyki. Źródło: GUS, Eurostat, OECD, Bank BNP Paribas

Większość sektorów krajowej gospodarki raportuje w Badaniu Koniunktury GUS (sie-23) wzrost znaczenia problemu kosztu zatrudnienia pracowników. Co istotne, problem ten jest wskazywany przez respondentów podobnie często jak bariera niedoboru pracowników.

Sytuacji, jeśli chodzi o presję płacową, nie poprawi perspektywa wzrostu płacy minimalnej, która w styczniu 2024 roku ma wzrosnąć do 4242 zł, a w lipcu do 4300 zł. Już teraz stosunek płacy minimalnej do średniego wynagrodzenia w Polsce jest jednym z najwyższych w krajach UE, a po przyszłorocznej podwyżce, najprawdopodobniej przekroczy 50%. Sama podwyżka może objąć nawet 3 mln pracowników (~20% zatrudnionych).



SZYBKO ROSNĄCE WYNAGRODZENIA TO TAKŻE IMPULS DLA POPYTU

> Oczekujemy wyraźnego odbicia konsumpcji gospodarstw domowych w przyszłym roku



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

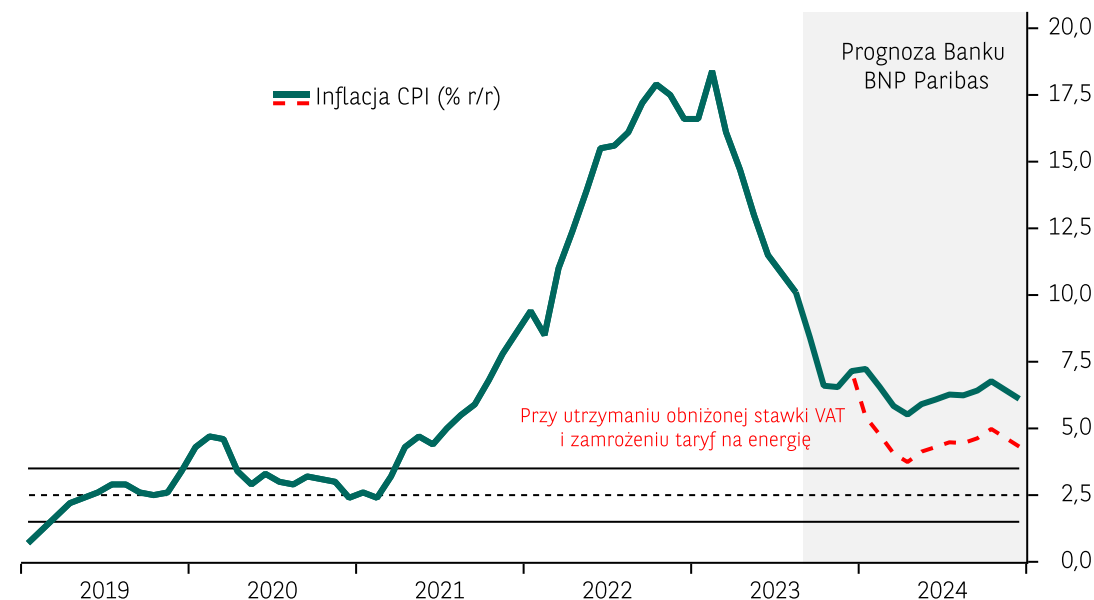
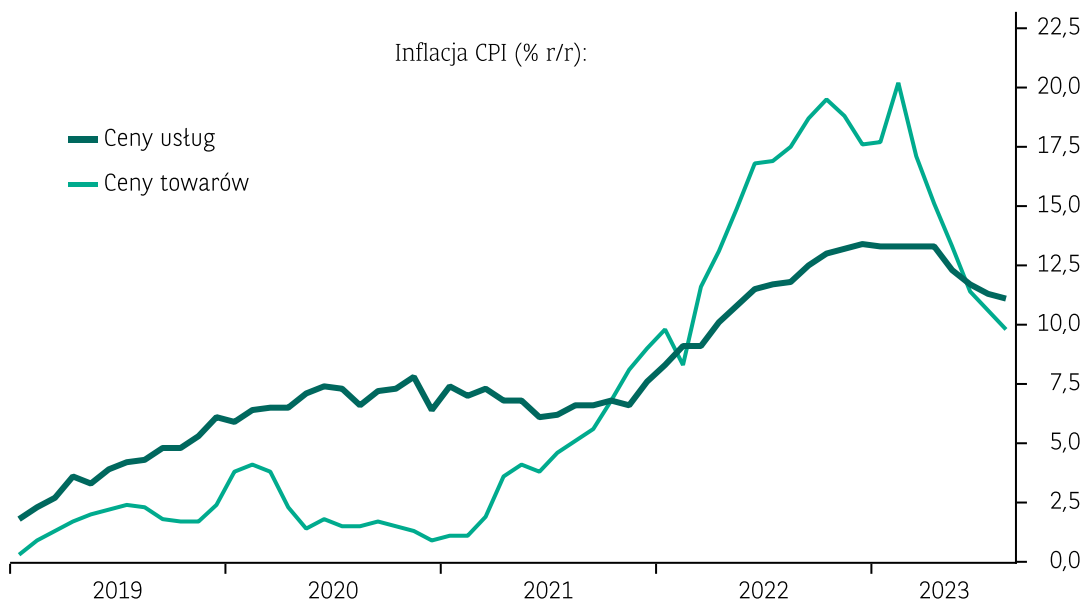
Drugą stroną medalu jeśli chodzi o szybki wzrost wynagrodzeń jest jednak perspektywa ożywienia popytu. Prognozujemy, że w przyszłym roku mocno odbiją wydatki konsumpcyjne, które w naszej ocenie wzrosną o 3,5%, dzięki szybkiemu wzrostowi płac, hamującej za sprawą tańszych surowców inflacji, a także dzięki niższym stopom procentowym i transferom fiskalnym (więcej na [slajdzie 31](#)).

Na wzrost konsumpcji wskazują też systematycznie poprawiające się nastroje konsumentów. Napędzane przez konsumpcję odbicie gospodarcze powinno ponownie zwiększyć popyt na pracę, a tym samym zapobiec znaczącemu wzrostowi bezrobocia.



INFLACJA KRÓTKOTERMINOWO W DÓŁ, POTEM RACZEJ TREND BOCZNY

> Spodziewamy się że dynamika cen towarów będzie wyraźnie spadać, inflacja cen usług będzie jednak bardziej „lepka”



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Szybka dynamika płac i odbicie popytu oznaczać będzie jednak także utrwalenie się presji inflacyjnej. O ile do wiosny inflacja powinna dość szybko spadać dzięki niższym cenom surowców, od drugiego kwartału przyszłego roku dynamika cen stanie się najprawdopodobniej dużo bardziej „lepka”. Inflacja cen towarów przestanie się obniżać, zaś tempo wzrostu cen usług będzie pozostawać relatywnie wysokie.

Ostateczny poziom przyszłorocznej inflacji zależny będzie od decyzji w sprawie przywrócenia stawki VAT na żywność (w scenariuszu bazowym zakładamy jej wzrost od stycznia) oraz wysokości taryf na energię (zakładamy jednocyfrowy wzrost). O ile jednak czynniki te będą miały wpływ na tempo wzrostu cen to nie będą oddziaływać na kształt ścieżki inflacji, która stanie się w 2024 roku dużo bardziej płaska.





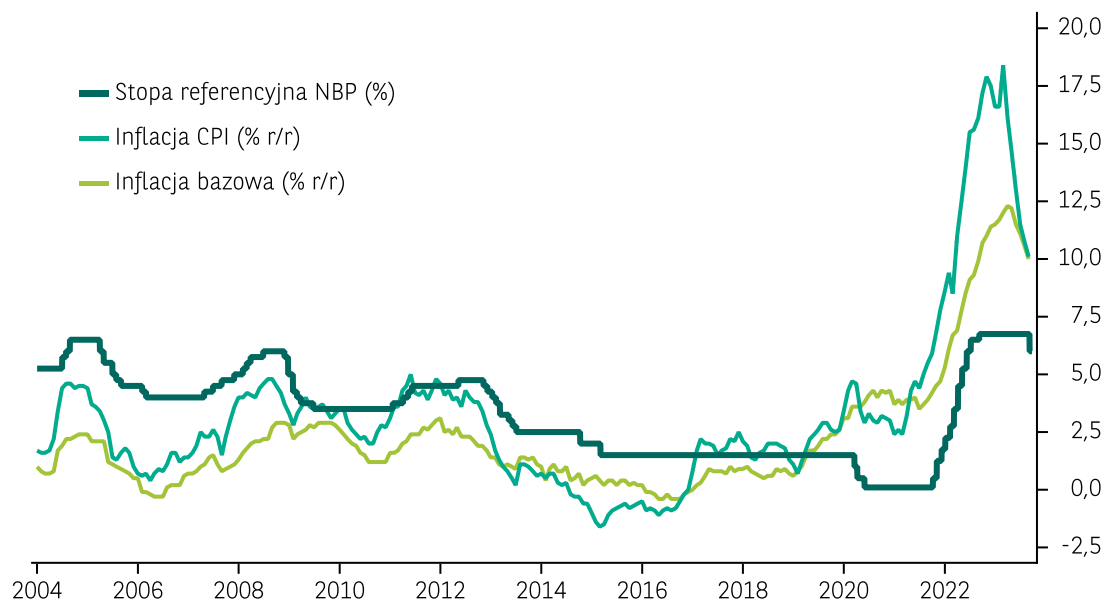
Polityka gospodarcza



BNP PARIBAS

LUZOWANIE POLITYKI GOSPODARCZEJ

> Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe, a rząd zwiększa deficyt



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

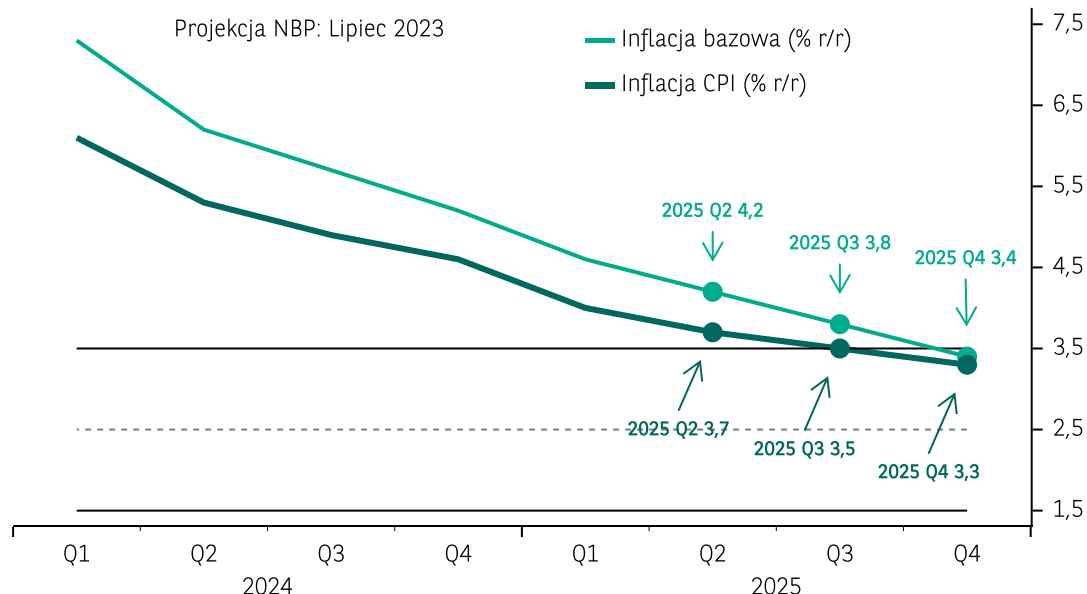
Biorąc pod uwagę, z jednej strony istotny spadek popytu i niepewne otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki, a z drugiej inflację, wciąż wyraźnie przekraczającą cel inflacyjny NBP (2,5% +/- 1pp) i bardzo odporny na gospodarczą zadyszkę rynek pracy uważamy, że polityka gospodarcza powinna być ustawiona na tryb neutralny, tj. nie powinna ani specjalnie podsycać koniunktury ani zbytnio jej dusić.

Tymczasem Rada Polityki Pieniężnej na wrześniowym posiedzeniu niespodziewanie obniżyła stopy procentowe NBP aż o 75pb, w tym stopę referencyjną do wysokości 6,00%. Jednocześnie 4-kwartalny deficyt sektora *general government* wzrósł w I kwartale do blisko 130 mld zł.



PROJEKCJA NBP UZASADNIA WRZEŚNIOWE CIĘCIE STÓP PROCENTOWYCH?

> Perspektywa istotnego wzrostu realnych stóp procentowych argumentem za łagodzeniem polityki pieniężnej



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

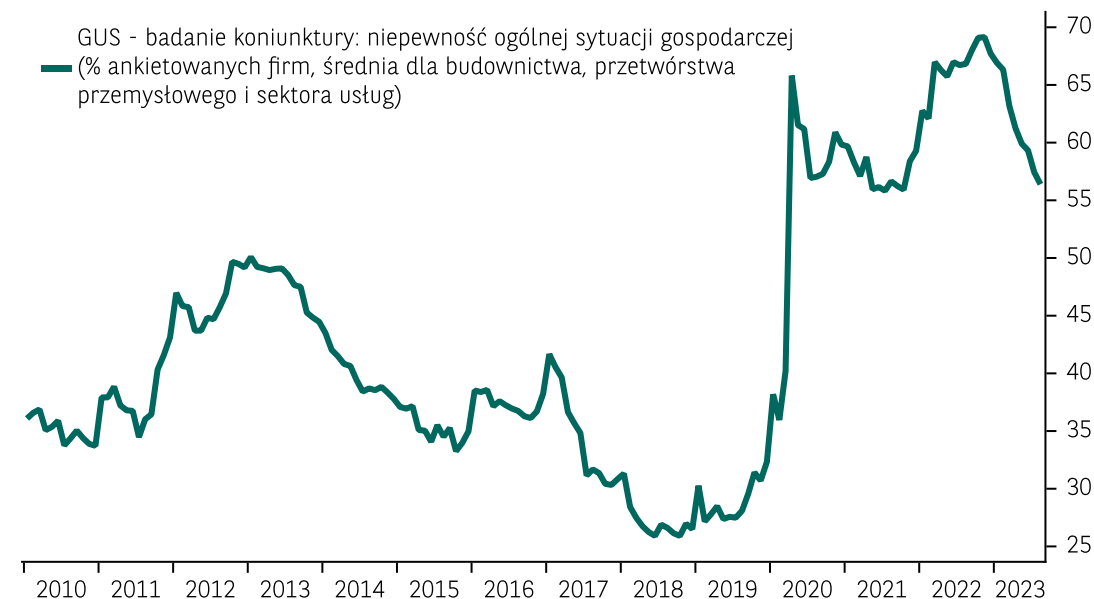
Istotne poluzowanie polityki pieniężnej nastąpiło nie tylko w warunkach wciąż wysokiej bieżącej inflacji CPI (w sierpniu wyniosła 10,1% r/r), ale także pomimo lipcowej projekcji NBP według której, przy utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna = 6,75%) inflacja pod koniec 2025 roku wynosiłaby 3,3% r/r.

Uważamy, że RPP do znaczącego cięcia stóp proc. mógł skłonić fakt, iż materializacja scenariusza założonego w projekcji NBP oznaczałaby bardzo wysokie stopy procentowe w ujęciu realnym w perspektywie 2025 roku (co zapewne mocno tłumi projektowaną inflację w latach 2026-27).



RESTRYKCYJNOŚĆ POLITYKI PIENIĘŻNEJ: TRUDNY BALANS

> Za wysokie stopy procentowe mogą zduścić wzrost gospodarczy, zbyt niskie odkotwiczyć inflację



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

Na rolę rosnących realnych stóp procentowych w podejmowanej we wrześniu 2023 roku decyzji zwracał również uwagę prezes NBP Adam Glapiński. Istotnie wraz z obniżającą się presją cenową stabilne nominalne stopy procentowe skutkowałyby tym, że warunki finansowe stawałyby się bardziej restrykcyjne, co mogłoby wpływać schładzająco na aktywność gospodarczą.

Z drugiej strony, znaczące obniżki stóp procentowych już teraz, mogą stawiać pod znakiem zapytania determinację RPP do sprowadzenia inflacji do celu NBP w średnim terminie, potencjalnie zwiększając niepewność wśród uczestników życia gospodarczego.



WALKA Z INFLACJĄ: ZYSKI I STRATY

- Przywrócenie kontroli nad inflacją (w Polsce oznacza to sprowadzenie jej do wynoszącego 2,5% +/- 1pp celu inflacyjnego NBP) w średnim terminie wymaga prowadzenia przez władze monetarne wystarczająco restrykcyjnej polityki, aby wytworzyć barierę popytu, która zapobiega utrwaleniu się procesu stałego wzrostu cen.
- Skala tej restrykcyjności determinuje jak szybko inflacja powróci do celu banku centralnego. Im wyższe stopy procentowe tym szybciej inflacja wytraci swój impet i *vice versa* łagodniejsze warunki monetarno-finansowe rozciągają ten proces w czasie.
- Szybkie sprowadzenie inflacji do celu oznacza jednak wyraźniejsze stłumienie popytu i może skutkować np. wzrostem bezrobocia. Wiąże się więc z pewnymi kosztami społecznymi.
- Wydłużony powrót do celu inflacyjnego także niechybnie wiąże się jednak z pewnymi kosztami. Im dłużej inflacja przekracza wyznaczony przez bank centralny poziom, tym bardziej uczestnicy życia gospodarczego mogą kwestionować jego przydatność jako punktu odniesienia w podejmowanych przez siebie decyzjach.
- W efekcie prowadzi to do podwyższonej niepewności, co może utrudniać prowadzenie działalności biznesowej, w tym planowanie wydatków czy inwestycji, a w konsekwencji skutkować mniejszą efektywnością alokacji kapitału w gospodarce (spadek potencjału rozwojowego kraju).
- Utrzymywanie relatywnie niskich względem inflacji stóp procentowych rzutuje też na realne stopy zwrotu z posiadanych depozytów (i gotówki). Może to skłaniać do podejmowania bardziej ryzykownych decyzji ukierunkowanych na utrzymanie realnej siły nabywczej zgromadzonych aktywów.
- Gołębie nastawienie władz monetarnych, jeśli chodzi o walkę z inflacją, negatywnie wpływa także na kurs walutowy. Zmniejsza się bowiem atrakcyjność lokowania kapitału przez podmioty zagraniczne, a jednocześnie podmioty krajowe mogą poszukiwać alternatyw dla inwestowania swoich środków (dolaryzacja).

IMF Working Paper: WP/23/190: One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts -

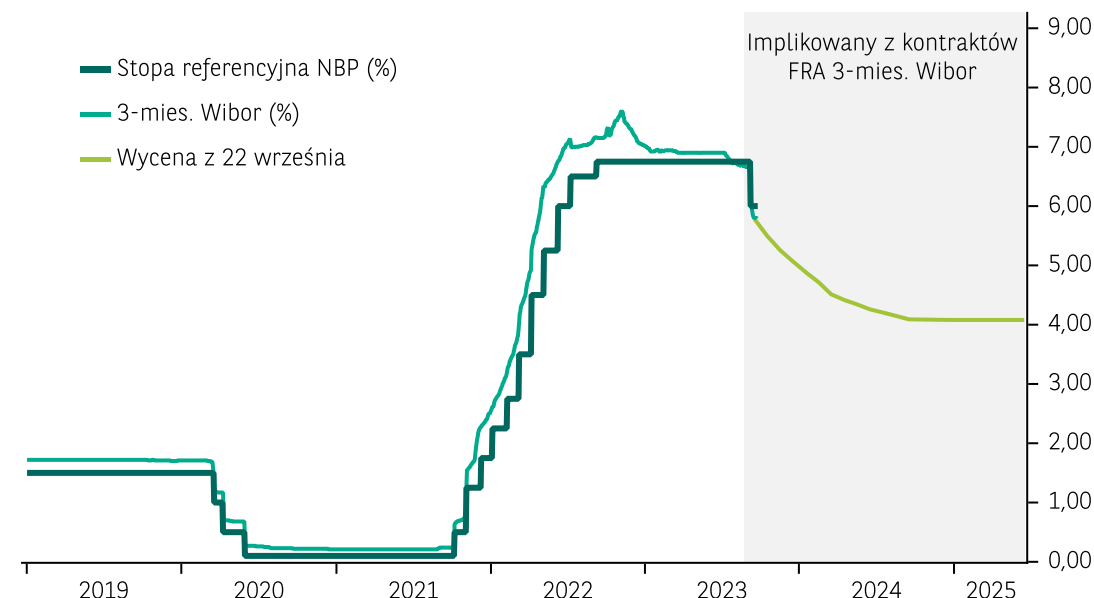
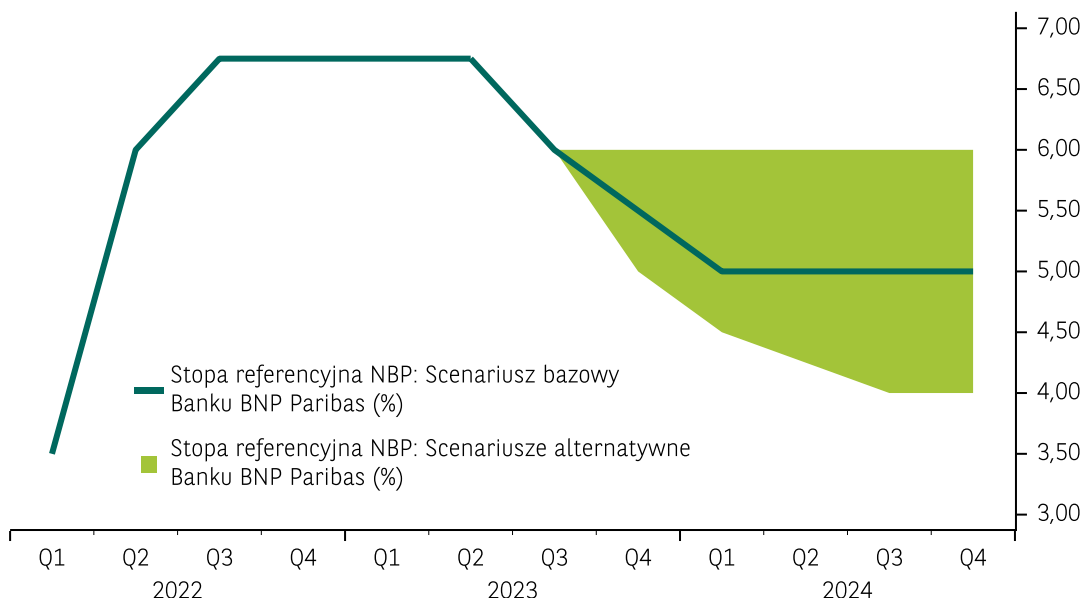
Fact 7. Countries that resolved inflation experienced lower growth in the short-term but not over the 5-year horizon

This potentially indicates that the benefits of macroeconomic stability and policy credibility over time offset the costs of a tighter policy stance.



OSTROŻNA POLITYKA PIENIĘŻNA PO WRZEŚNIOWYM DOSTOSOWANIU

> Sądzymy, że RPP będzie w najbliższym czasie obniżać stopy procentowe w tempie 25pb/posiedzenie



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

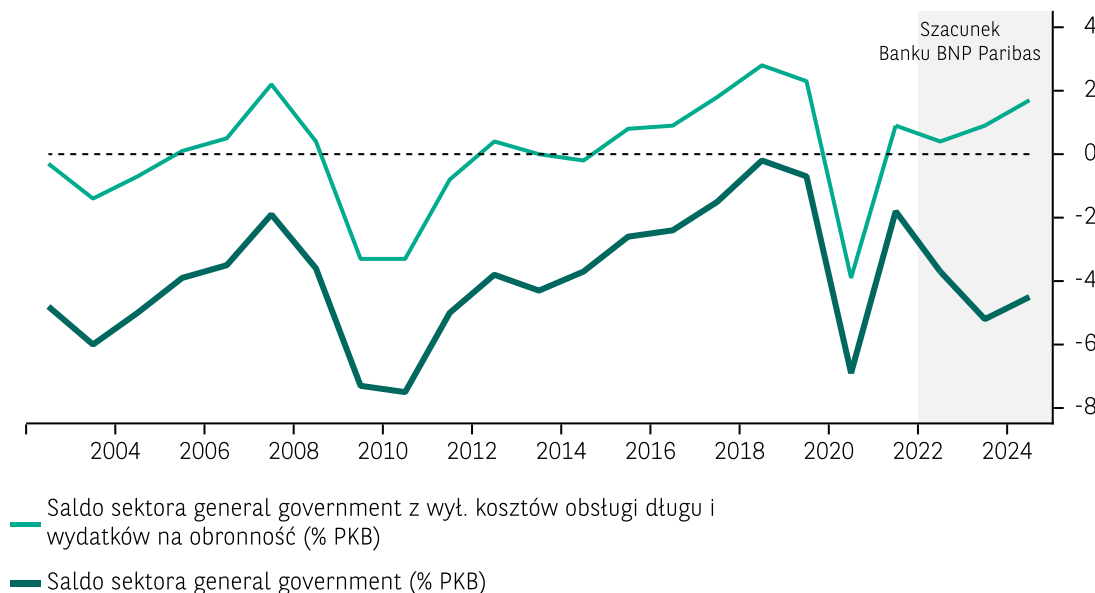
W tym świetle uważamy, że wrześniowy ruch stóp procentowych o 75pb był pewnym dostosowaniem do gorszych perspektyw gospodarczych, jednak w kolejnych miesiącach członkowie RPP będą optować za bardziej ostrożnym podejściem. Tym samym spodziewamy się jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych o 25pb każda do końca bieżącego roku.

Sądzymy, że cykl luzowania będzie kontynuowany także na początku przyszłego roku jednak ze względu na trajektorię inflacji okno dla obniżek stóp procentowych w 2024 roku zamknie się pod koniec pierwszego kwartału, kiedy stopa referencyjna NBP wynosić będzie 5.00%.



ROŚNIE DEFICYT FISKALNY. ALE CZY POLITYKA FISKALNA JEST BARDZO LUŻNA?

> Koszty obsługi długu i wydatki zbrojeniowe mocno zwiększają deficyt sektora *general government*



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

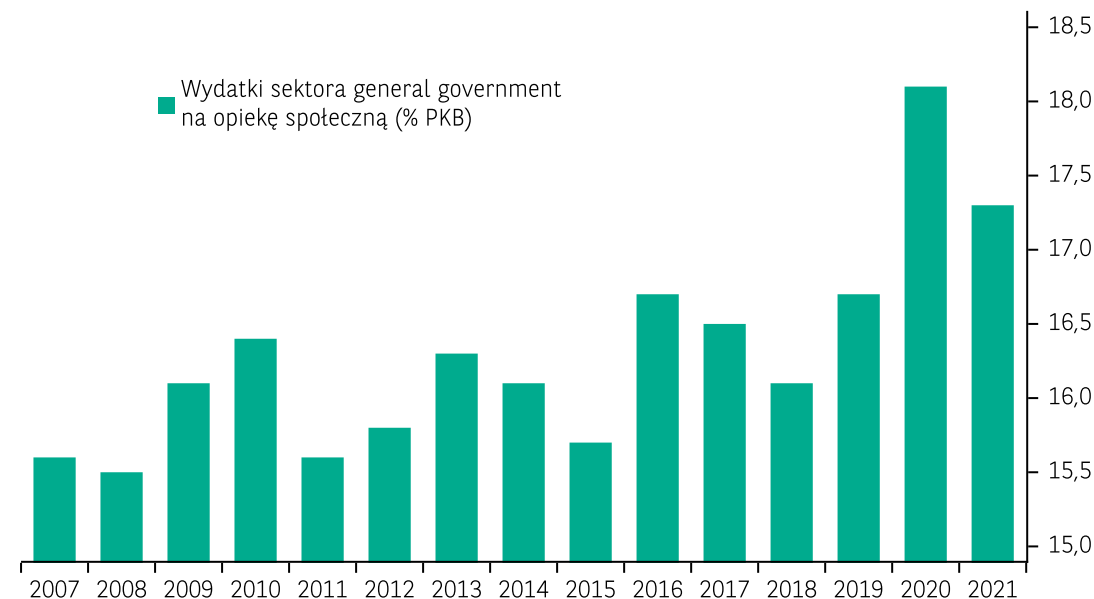
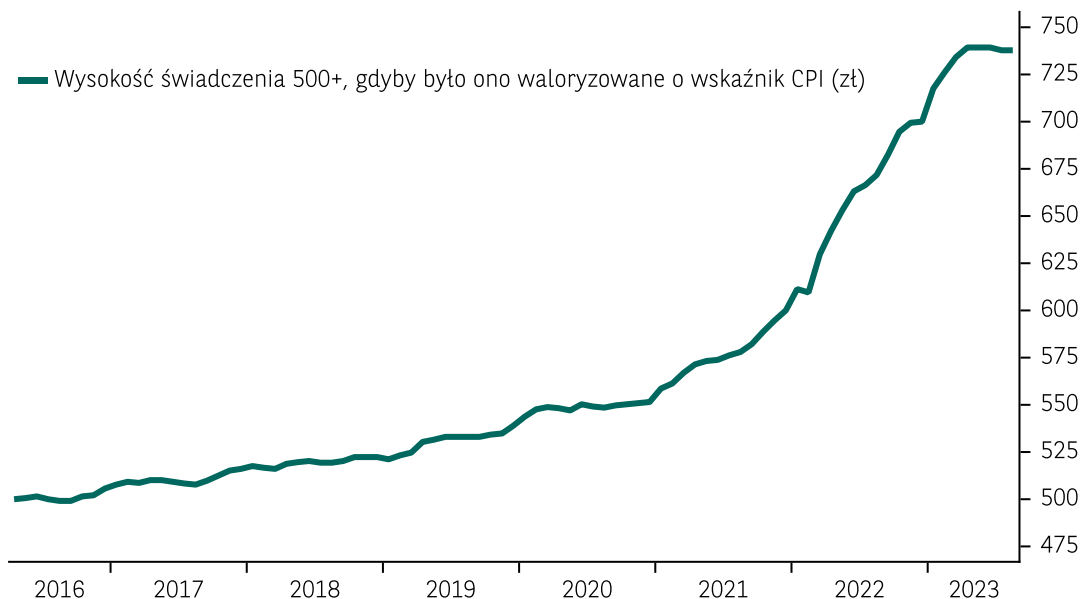
Tymczasem deficyt sektora *general government* ma w tym roku wzrosnąć do 5,2% PKB z 3,7% PKB w 2022 roku i będzie jednym z największych w ostatnich latach. Warto jednak zauważyć, że po wyłączeniu wydatków na obronę (w dużej mierze import) i kosztów obsługi długu, skala stymulusu fiskalnego jest dość ograniczona. W przyszłym roku, zgodnie z projektem ustawy budżetowej, deficyt ma wynieść 4,5% PKB.

W ujęciu nominalnym oznaczałoby to spadek deficytu do około 170 mld zł z 179 mld zł w br. Ryzykiem dla tej prognozy są oczywiście zbliżające się wybory, choć skala luzowania może być ograniczona przez ewentualne odwieszenie przez Komisję Europejską unijnych reguł fiskalnych.



WZROST ŚWIADCZEŃ SPOŁECZNYCH W BUDŻECIE NA 2024 ROK

> Podwyżka świadczenia 500+ i dodatkowe emerytury (13-tka, 14-tka) zapisane w przyszłorocznym budżecie



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

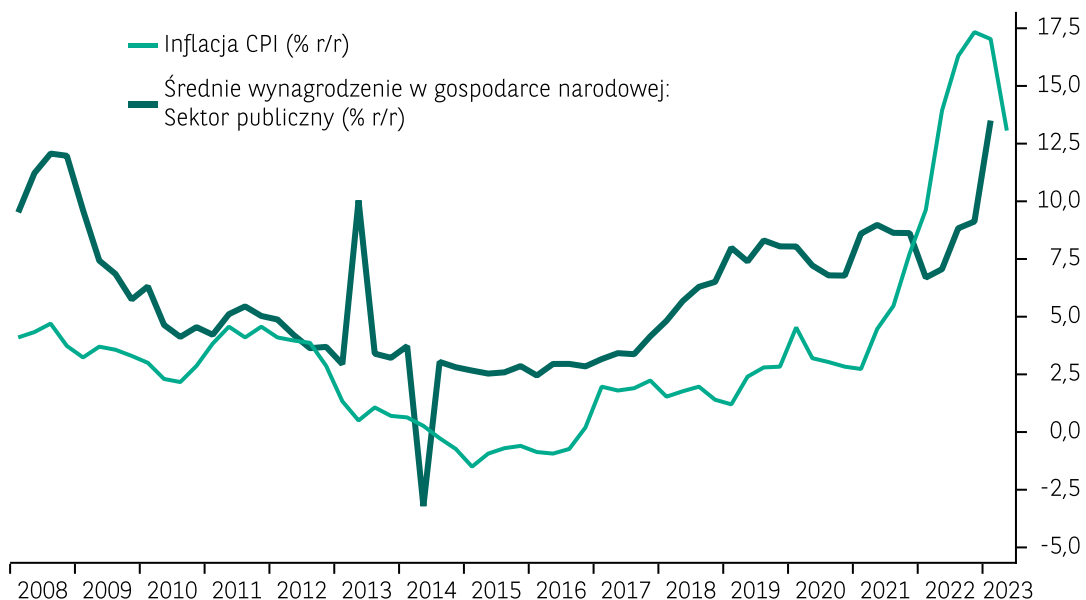
W budżecie państwa na 2024 rok założono waloryzację świadczenia 500+ do kwoty 800 zł, czego koszt wyniesie około 24 mld zł (około 0,6% przyszłorocznego PKB). W efekcie podwyższenia wysokości wsparcia dla rodzin z dziećmi, jego siła nabywcza będzie większa niż w momencie wprowadzenia w 2016 roku, co powinno mieć korzystny wpływ na wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych.

Na wysokość wydatków publicznych na opiekę społeczną wpływ będzie mieć także waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych o 12,3%, a także wypłata 13ej i 14ej emerytury co łącznie ma kosztować budżet 43 mld zł.



WYNAGRODZENIA W SEKTORZE PUBLICZNYM

> **Dynamika płac w sferze budżetowej powinna być zbliżona, a może nawet wyższa od tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw**



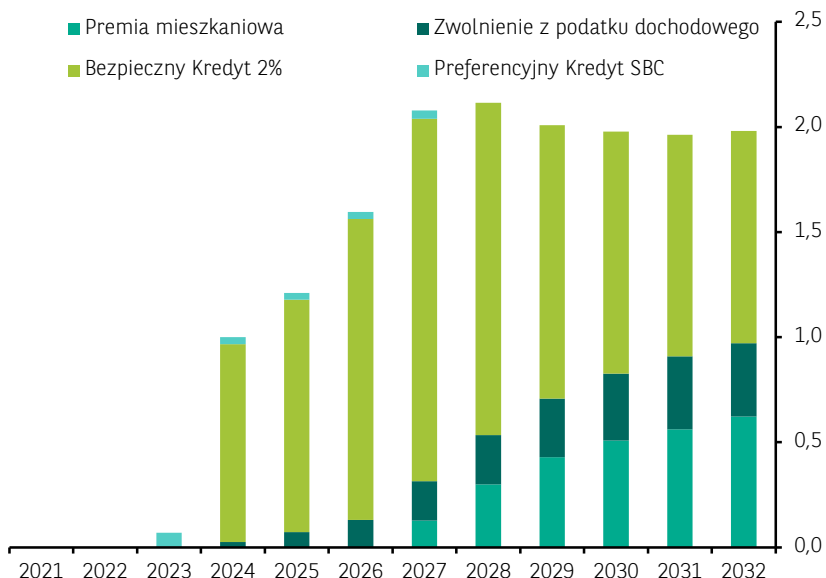
Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

W projekcie budżetu rząd zawarł także istotne podwyżki wynagrodzeń. Choć zapowiedź podniesienia kwoty bazowej w państwowej sferze budżetowej jest jedynie na poziomie 6,6%, to łączne wydatki na płace w państwowych jednostkach budżetowych mają wzrosnąć o ponad 12%. W przypadku nauczycieli założono podwyżkę wynagrodzeń w wysokości 12,3%, która skutkować będzie wzrostem subwencji oświatowej o 12 mld zł. Biorąc pod uwagę zakładany przez nas wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w tempie około 9 – 10% r/r, sądzimy, że relacja płac w sektorze publicznym względem sektora przedsiębiorstw może w przyszłym roku nieco wzrosnąć.



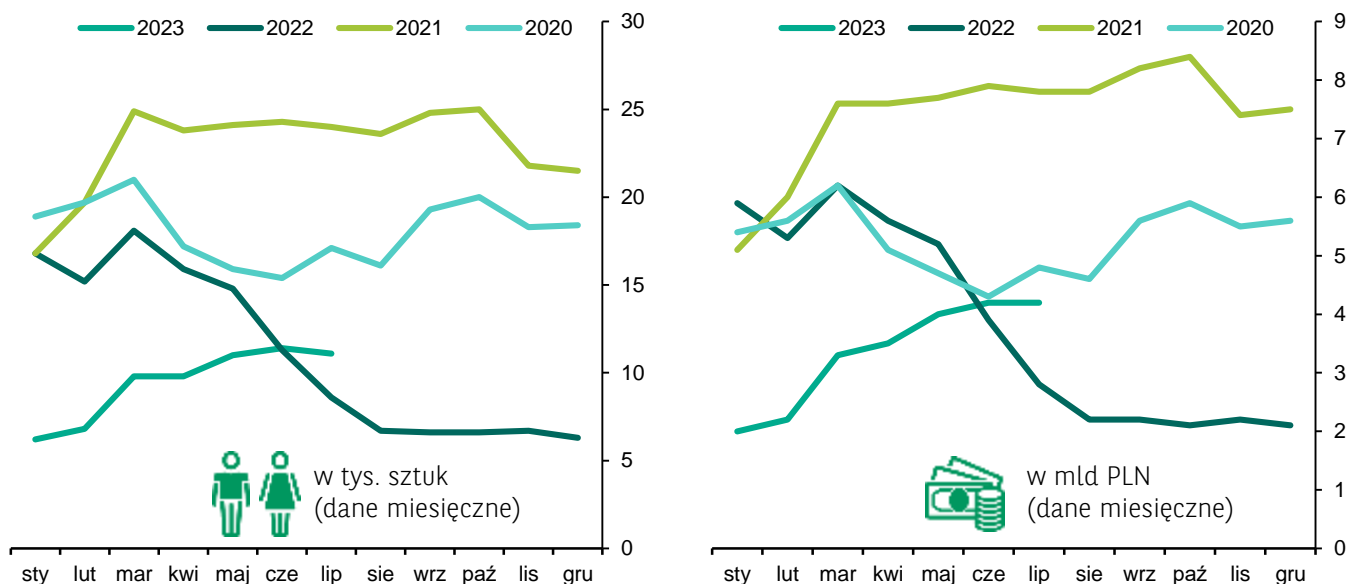
BUDOWNICTWO MIESZKANIOWE: NOWE RZĄDOWE PROGRAMY WSPARCIA

> Nowe programy wsparcia mieszkalnictwa* [mld PLN]



* Na bazie zaprezentowanych OSR.

> Liczba i wartość nowych kredytów mieszkaniowych



Źródło: MRIT, Macrobond, Bank BNP Paribas

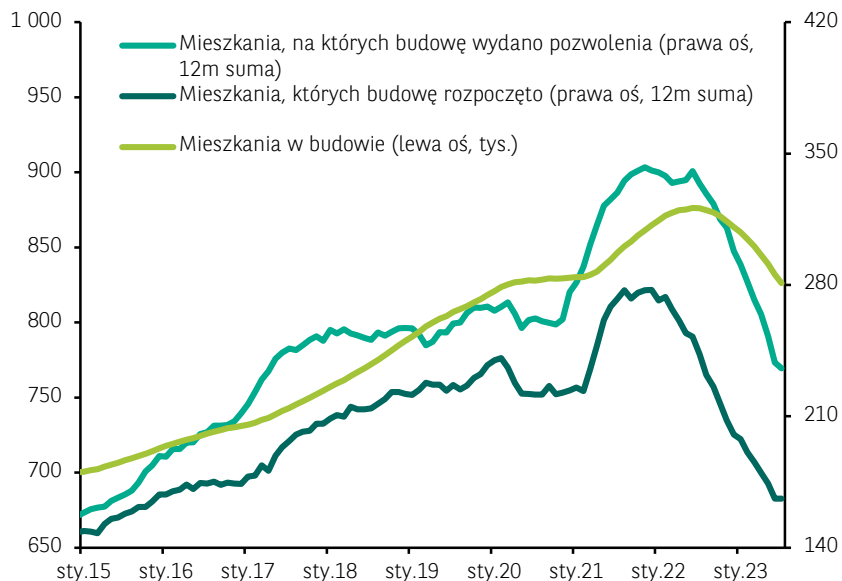
Rząd uruchomił także programy wsparcia zakupów nieruchomości, których wartość w przyszłym roku może oscylować wokół 1 mld zł, a do 2027 roku powinna wzrosnąć do około 2 mld zł przy założeniu utrzymania ich w dotychczasowym kształcie. Flagowym elementem wsparcia jest program „Bezpieczny Kredyt 2%” oferujący dopłaty do odsetkowej części spłacanych przez kredytobiorców rat.

Dane o sprzedaży nowych kredytów sugerują stopniową odbudowę popytu na finansowanie hipoteczne. Zarówno liczba, jak i wartość nowych kredytów pozostaje jednak wyraźnie niższa niż w rekordowym 2021 roku.

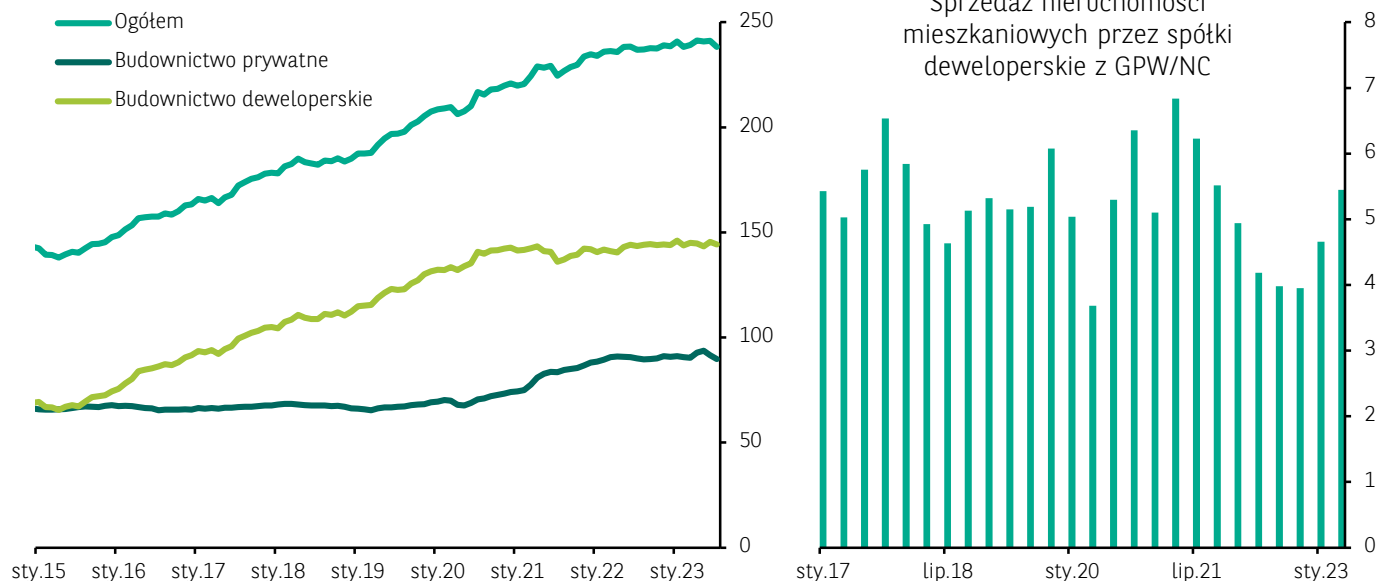


BUDOWNICTWO MIESZKANIOWE: POPYT ODBIJA A CO Z PODAŻĄ (I CENAMI)?

> Mieszkania w budowie, 2015-2023 [tys. sztuk]



> Mieszkania oddane do użytkowania, wg kategorii inwestorów [suma 12M, tys. sztuk]



Sprzedż nieruchomości mieszkaniowych przez spółki deweloperskie z GPW/NC



* Dostosowane dane aby uwzględnić tylko tych Deweloperów (bądź grupy), które były notowane w 2Q 2023
Źródło: GUS, Raporty spółek notowanych na GPW, Bank BNP Paribas

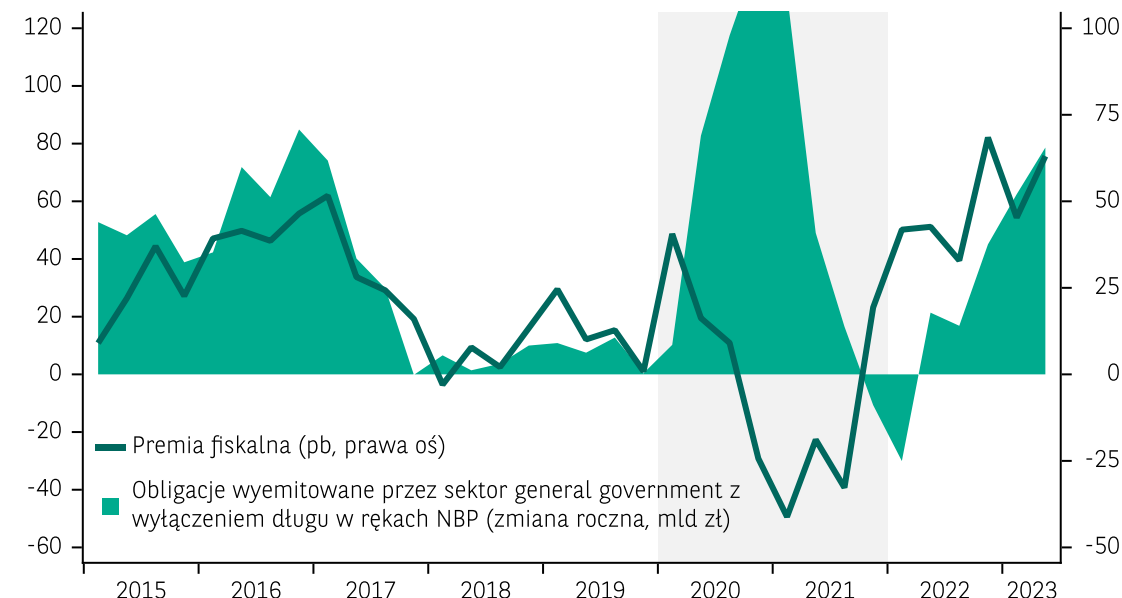
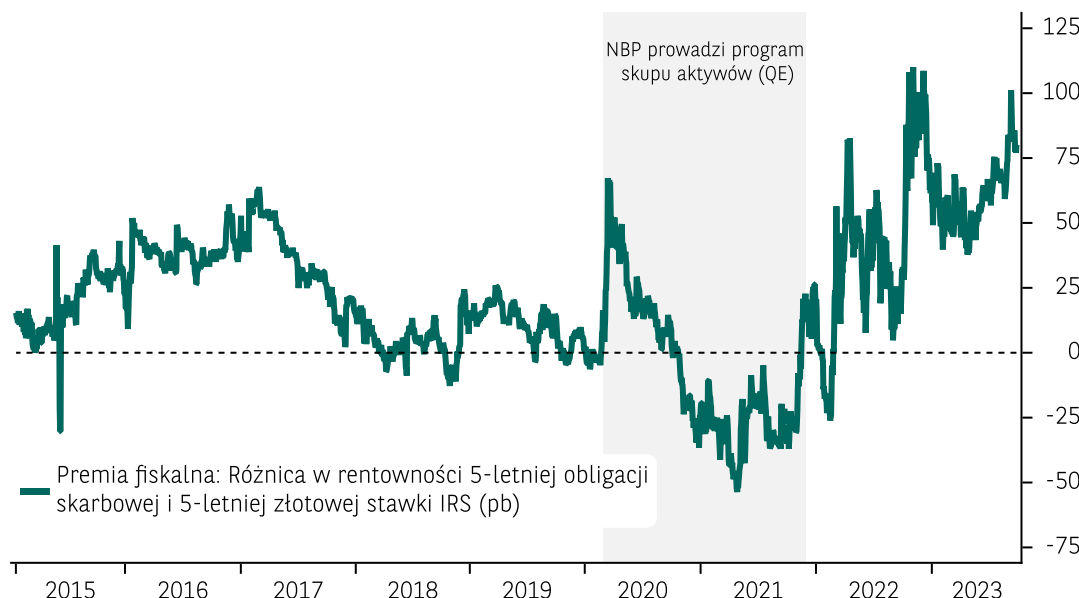
Branża budownictwa mieszkaniowego w Polsce dalej pozostaje pod wyraźną presją po stronie podaży. W pierwszej połowie 2023 roku, liczba rozpoczętych budów spadła do poziomów nie widzianych od 2015/2016 roku. Co istotne, w III kwartale br. doszło do dalszego ograniczenia liczby wydawanych pozwoleń na budowę, choć ich ujemna dynamika wydaje się stopniowo wypląszczać.

Dane GUS sugerują, iż dochodzi do stabilizacji liczby oddawanych mieszkań do użytkowania, a w przypadku deweloperów notowanych na GPW do wręcz odwrócenia dotychczasowego spadkowego trendu (ale odpowiadają oni tylko za kilka procent rynku deweloperskiego).



RYNKOWE OGRANICZENIA W DALSZYM LUZOWANIU POLITYKI FISKALNEJ

> Rynek obligacji wycenia znaczącą premię fiskalną



Źródło: Bloomberg, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Ograniczeniem dla polityki fiskalnej mogą być nie tylko unijne reguły, ale i sytuacja rynkowa. Premia fiskalna, definiowana jako różnica pomiędzy rentownością 5-letniej obligacji skarbowej, a 5-letnią złotową stawką IRS, wzrosła niedawno w okolice 100pb – poziomu obserwowanego pod koniec 2022 roku, kiedy rząd pod wpływem skoku rentowności zaostrzył retorykę dotyczącą polityki budżetowej.

Biorąc pod uwagę, że potrzeby pożyczkowe netto Skarbu Państwa szacowane są w przyszłym roku na 225 mld zł, z czego 161 mld zł ma zostać sfinansowane poprzez emisję obligacji na rynku krajowym, przestrzeń do zwiększenia zadłużenia wydaje się być relatywnie ograniczona.





Fundusze unijne



BNP PARIBAS

UE: ŚRODKI UNIJNE WZMOCNIĄ KRAJOWE PRZEDSIĘBIORSTWA

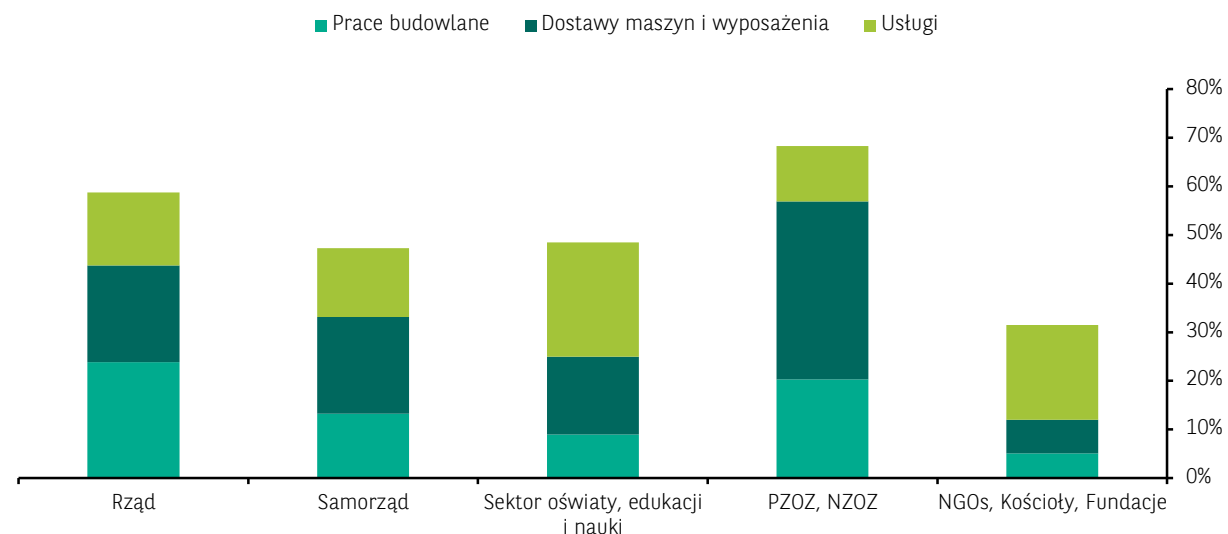
> Firmy czekają na nowe rozdanie środków na swoje inwestycje

Kategoria beneficjenta*	2007-2013	2014-2020	2021-2027*
Przedsiębiorstwa	34%	36% ↑	35% ↓
Rząd	28%	24% ↓	30% ↑
Samorząd	27%	29% ↑	26% ↓
Sektor oświaty, edukacji i nauki	8%	4% ↓	3% ↓
PZOZ, NZOZ	2%	5% ↑	3% ↓
NGOs, Kościoły, Fundacje	1%	2% ↑	3% ↑
Dofinansowanie z UE (mld EUR)**	67	86	77



Zmiana udziału alokacji dla danej kategorii beneficjentów. Nie należy mylić z nominalną wielkością alokacji środków unijnych.

> Firmy jako beneficjenci pośredni* projektów realizowanych w I. 2014-2020 [%]



* Szacunki Bank BNP Paribas ** Wartość nominalna wsparcia unijnego w ramach NSRO(NSS) / Umowy Partnerstwa. Ni e uwzględniono transferów m.in. na rzecz CEF („-“), pomocy technicznej KE („+“).

Źródło: MFIPR, Bank BNP Paribas

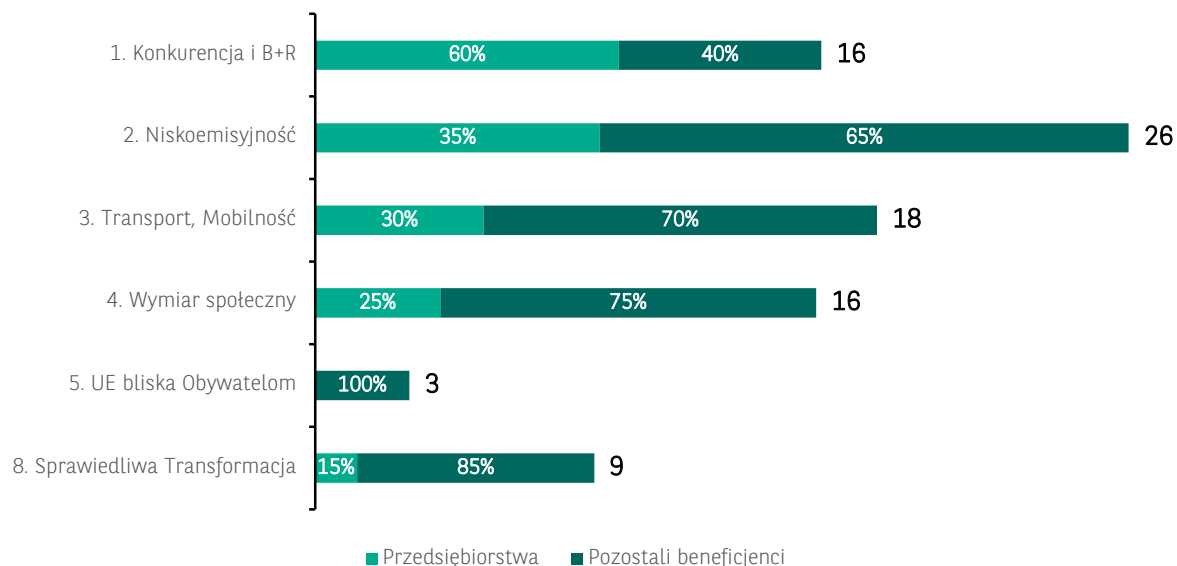
Nowa perspektywa finansowa dopiero się rozpoczyna (z „tradycyjnym” prawie 2-letnim opóźnieniem), co oznacza, iż dopiero w przyszłym roku nastąpią pierwsze duże rozstrzygnięcia konkursów skierowanych do przedsiębiorstw (projekty w ramach pomocy technicznej, jak również pierwsze projekty infrastrukturalne, już zostały rozstrzygnięte), a co ważniejsze – popłyną środki do beneficjentów.

Firmy pozostaną największym bezpośrednim beneficjentem środków unijnych (ponad 1/3 ogółu), ale będą także beneficjentem pośrednim w projektach wykonywanych m.in. przez administrację rządową i samorządową.

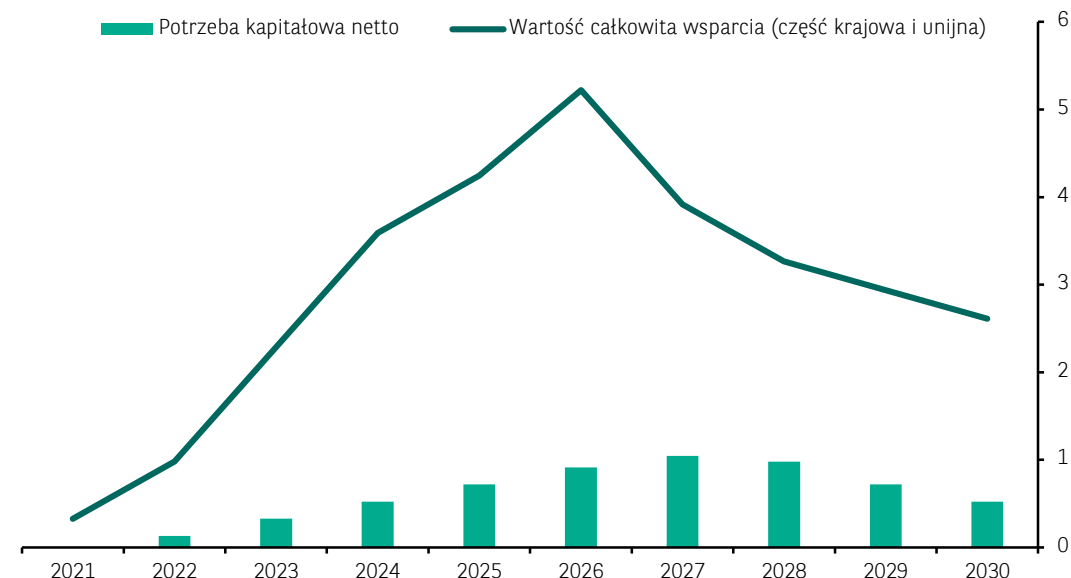


UE: ... POZWALAJĄC NA BUDOWĘ PRZEWAGI KONKURENCYJNEJ

> Interwencje* wg celu i kategorii beneficjenta** [mld EUR]



> Kapitał netto*** na pokrycia wkładu własnego przez firmy [mld EUR]



* Pominięto Krajowy Plan Odbudowy (w tym RePOWER EU). Uwzględniono wkład UE oraz wkład krajowy. ** Szacunki BNP Paribas na podstawie zapisów dokumentów strategicznych (Krajowe i Regionalne Programy Operacyjne, Umowa Partnerstwa). *** Szacunki BNP Paribas na bazie stopy dofinansowania poszczególnych kategorii beneficjentów – przyjęto, iż kapitał netto to różnica między wartością dofinansowania (część krajowa i unijna) a kosztami kwalifikowalnymi).

Źródło: MFIPR, Bank BNP Paribas

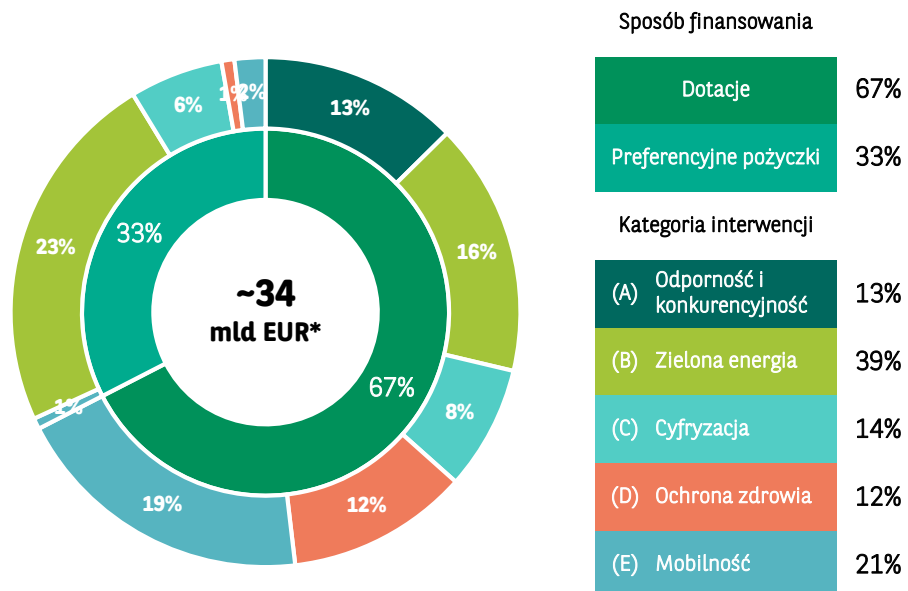
Podobnie jak w latach 2014-2020, największe wsparcie unijne dla przedsiębiorstw będzie dotyczyć działań zwiększających ich konkurencyjność (nowe inwestycje w środki produkcji, zmiany w modelu biznesowym), jak również innowacyjność (transfer know-how, prace B+R+I, inwestycje wdrożeniowe). Znaczne środki będą także przeznaczone na transformację energetyczną i niskoemisyjność.

Warto pamiętać, iż uruchomienie środków dla przedsiębiorców to także wymóg posiadania odpowiednich kapitałów własnych. Pomoc sektora finansowego będzie w tym obszarze nieodzowna.

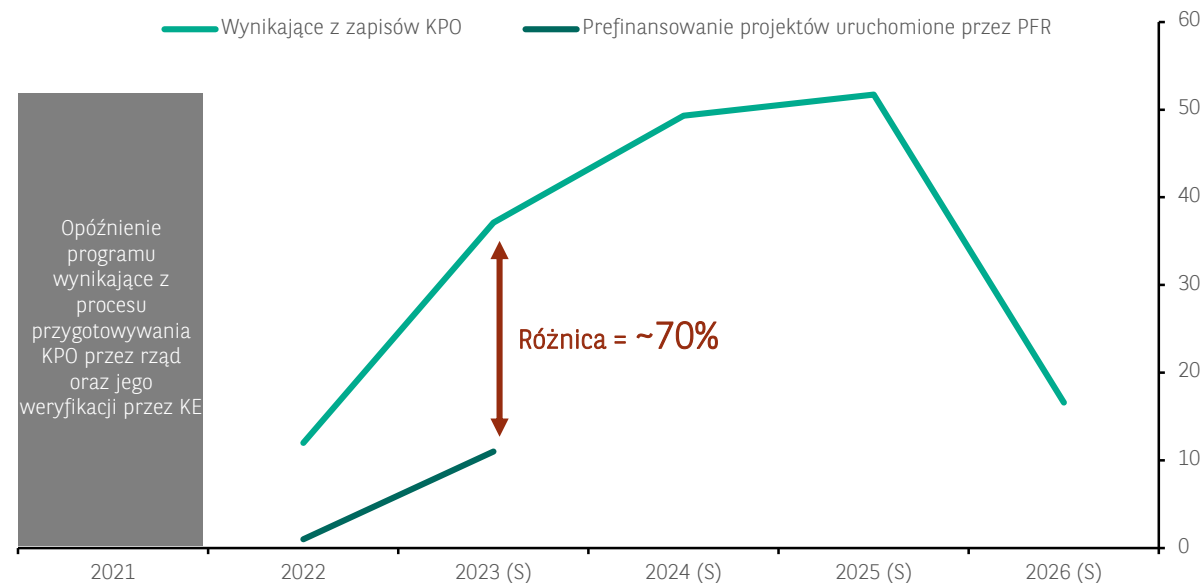


UE: PRZED NAMI PRAWDZIWIY POCZĄTEK FINANSOWANIA Z KPO?

> Alokacja KPO*, wg kategorii interwencji [mld EUR]



> Wdrażanie projektów z KPO**, wg lat*** [mld PLN]



* Pominięto finansowanie wynikające z finansowania programu RePower EU. ** Dokument znajduje się właśnie w procesie aktualizacji (stan na początek wrz'23). Możliwe wyraźne przesunięcia między poszczególnymi kategoriami interwencji. *** Szacunki BNP Paribas. Źródło: MFiPR, Grupa PFR, Bank BNP Paribas

Poza środkami z funduszu spójności („tradycyjny budżet UE”), polska gospodarka oczekuje na pełne uruchomienie środków z Krajowego Programu Odbudowy (Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności – KPO). Powyborczy okres powinien przyspieszyć zakończenie procesu jego renegocjacji (z uwagi na konieczność dostosowania harmonogramu) i rozpoczęcia wypłaty środków dla beneficjentów.

KPO to instrument, którego głównymi beneficjentami będą władze publiczne (rząd i samorząd) – z udziałem powyżej 66%. Firmy będą mogły wykorzystać te środki m.in. na transformację cyfrową i ograniczenie swojej emisyjności.





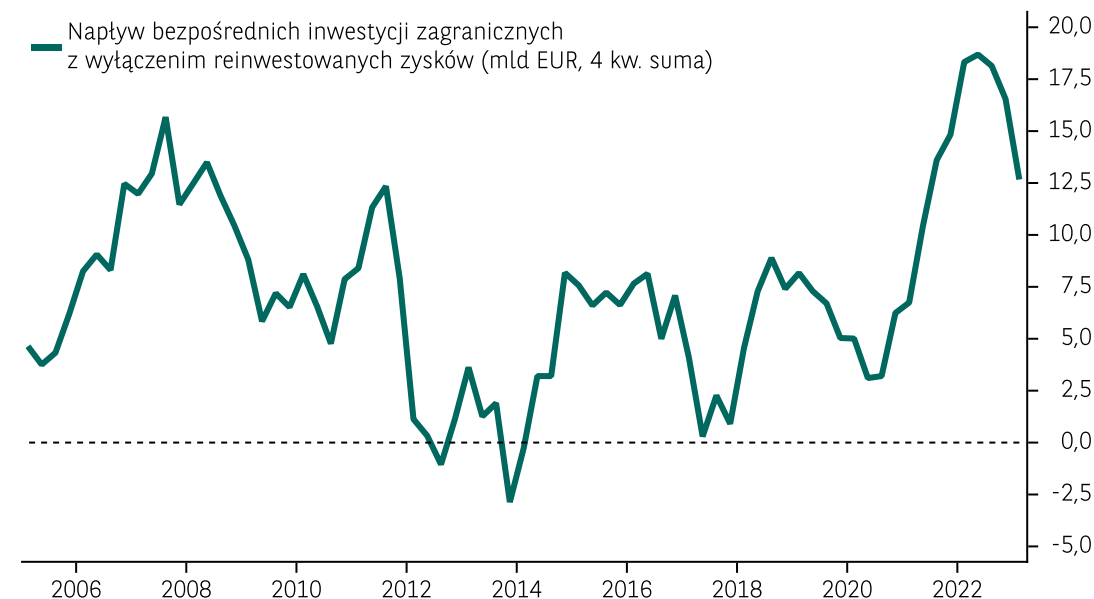
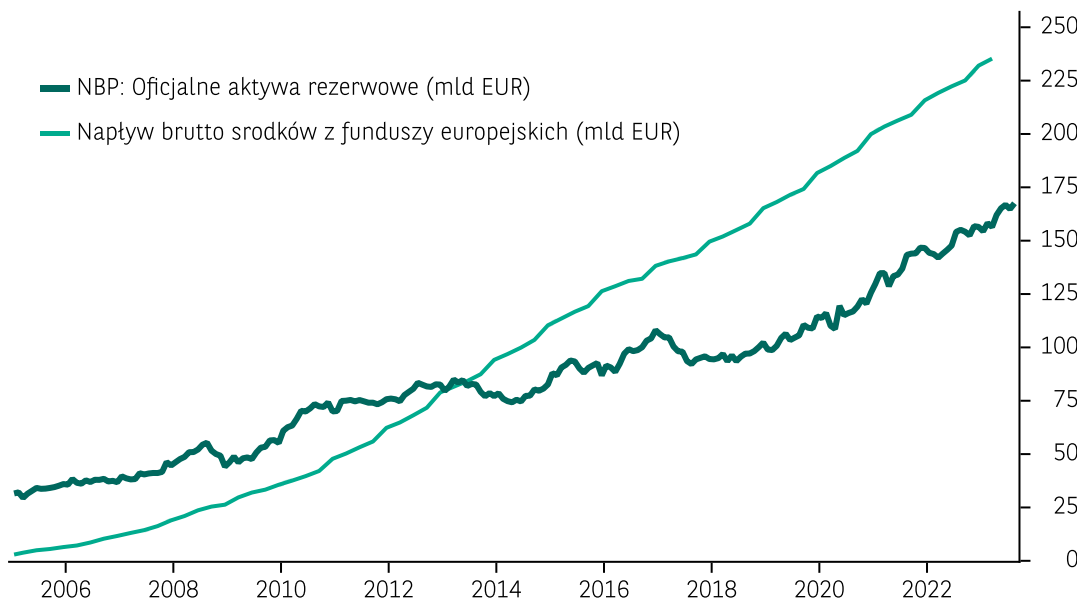
**Kurs PLN – przegląd
sytuacji**



BNP PARIBAS

PLN: FUNDUSZE UNIJNE I BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE ZAGRANICZNE

> Decyzja o uruchomieniu transferów unijnych istotna dla kursu złotego



Źródło: NBP, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

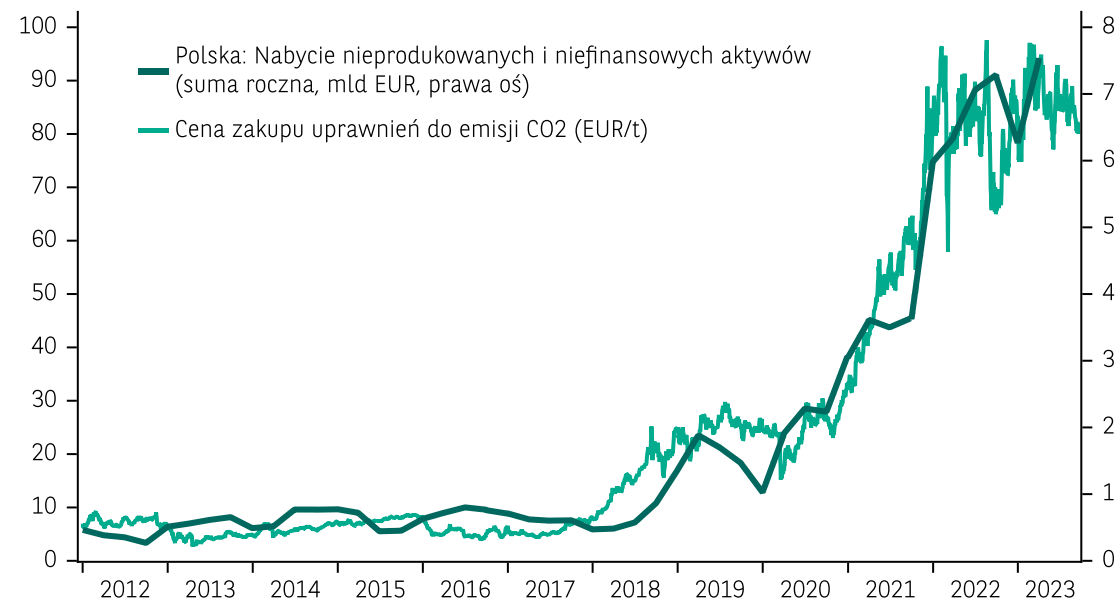
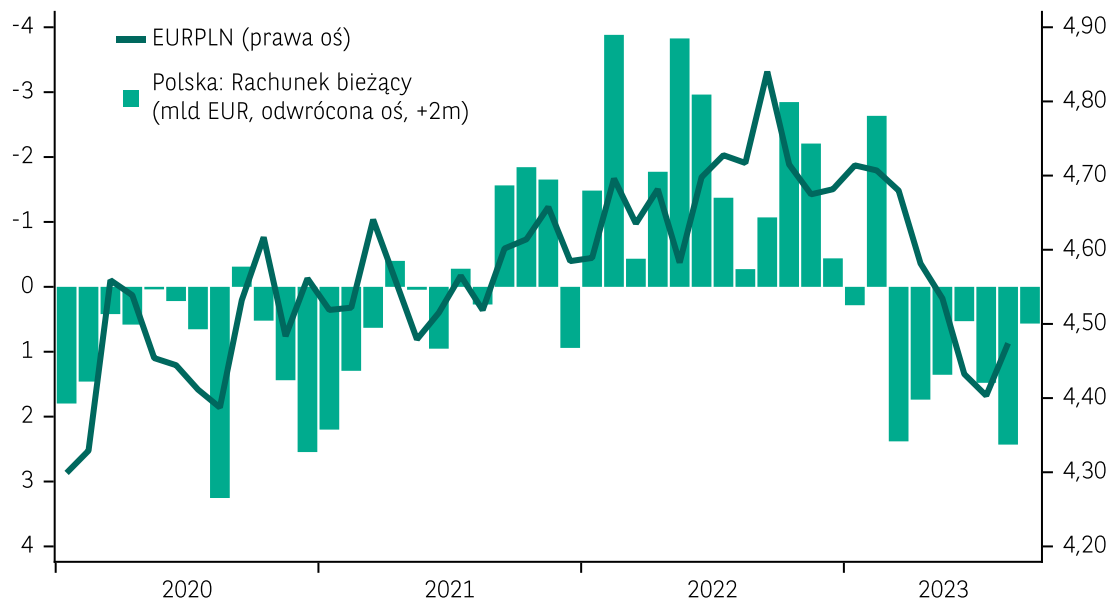
Napływ funduszy unijnych jest także jednym z istotnych czynników wpływającym na zachowanie kursu złotego. Poza aspektami instytucjonalnymi i faktem, że pobudzają one wzrost gospodarczy, co może zwiększać popyt na inwestycje w Polsce, środki unijne mogą bezpośrednio służyć do umocnienia polskiej waluty (wymiana na rynku) albo mogą być wykorzystywane do zwiększania rezerw walutowych (bufor bezpieczeństwa).

Uważamy, że uruchomienie środków z KPO i nowej perspektywy finansowej może być istotnym wsparciem dla notowań złotego zwłaszcza w sytuacji gdyby zmniejszeniu miał ulec napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych.



PLN: BILANS HANDLOWY I KOSZTY ZAKUPU UPRAWNIENÍ DO EMISJI CO2

> **Saldo na rachunku bieżącym w najbliższym czasie najprawdopodobniej zacznie wyglądać nieco słabiej**



Źródło: NBP, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

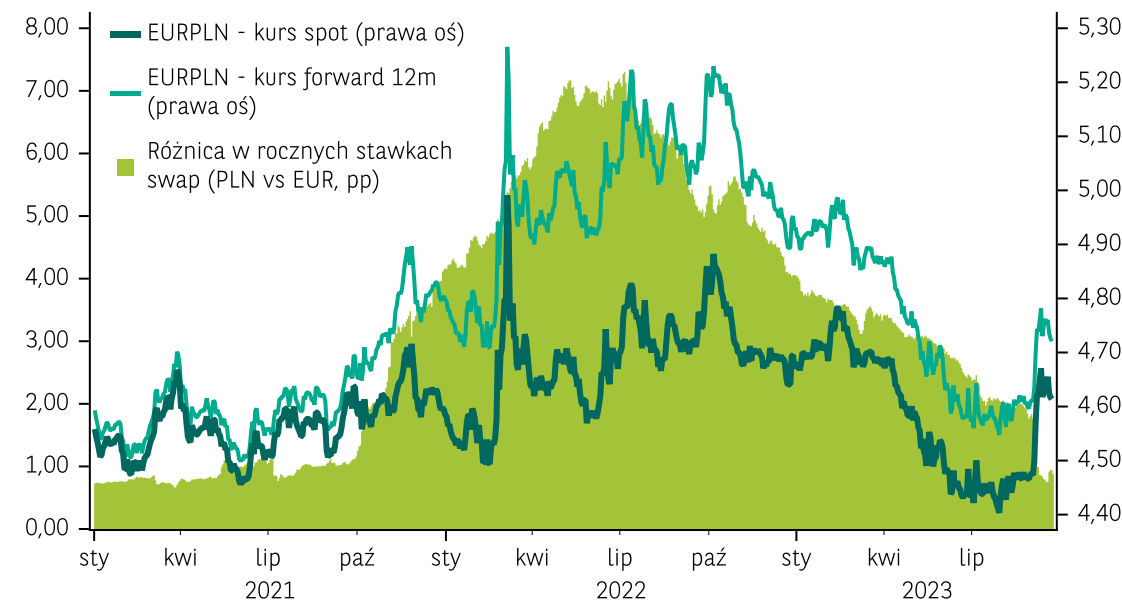
Uważamy jednocześnie, że pod koniec bieżącego i w przyszłym roku mniej korzystny wpływ na walutę będzie miało saldo na rachunku bieżącym i bilans handlowy. Eksport netto Polski korzystał na przecenie surowców i odwracającym się cyklu zapasów, jednak sądzimy, że w nadchodzących kwartałach wpływ tych czynników będzie wygasał.

Dodatkowo polskie przedsiębiorstwa wydają około 6-8 mld EUR (0,7 - 1% PKB) rocznie na zakup uprawnień do emisji CO2. Przy utrzymaniu lub wzroście cen uprawnień oraz zmniejszającej się darmowej puli, koszt ten może w kolejnych latach rosnąć, generując presję na PLN.



PLN: POLITYKA PIENIĘŻNA

> Kształtowanie stóp procentowych w Polsce na tle innych krajów może mocno oddziaływać na notowania polskiej waluty



Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

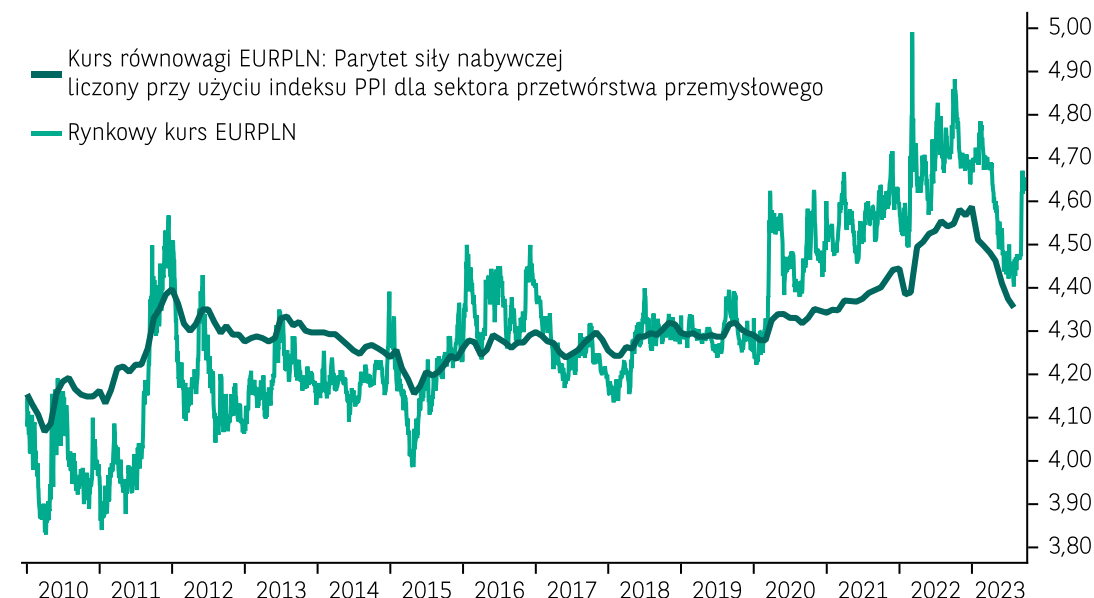
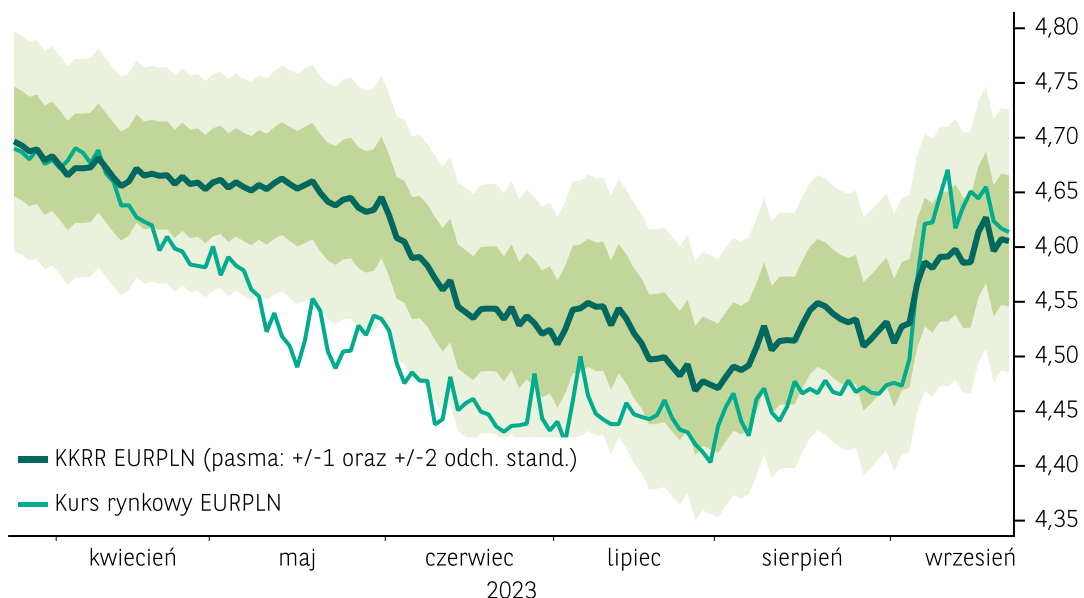
Istotna dla notowań złotego będzie też przyszła polityka pieniężna. Do tej pory nominalne stopy procentowe w Polsce wyglądały relatywnie atrakcyjnie na tle innych krajów *Emerging Markets*, jednak szybkie łagodzenie warunków monetarnych może zaburzyć ten obraz.

Wyraźnie zmniejszyła się także różnica w stopach pomiędzy Polską a strefą euro, co z jednej strony wpływa na obniżenie kursu *forward* EURPLN względem kursu *spot*, a z drugiej czyni bardziej atrakcyjną spekulacyjną grę na osłabienie złotego.



PLN: KURSY RÓWNOWAGI

> Duża niepewność wokół kursu złotego



Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

Biorąc wszystkie te czynniki pod uwagę prognozujemy, że na koniec 2023 roku kurs EURPLN wynosić będzie 4,65 (niepewność co do restrykcyjności polityki pieniężnej, wyników wyborów, otrzymania funduszy unijnych a także pogarszające się saldo na bilansie handlowym).

W 2024 roku zakładamy nieznaczny spadek kursu EURPLN do poziomu 4,60, czemu sprzyjać powinny mniej agresywne niż wycenia rynek obniżki stóp procentowych. Uważamy też, że wyższe koszty pracy i inflacja w Polsce będą długoterminowo uderzać w konkurencyjność eksportu i przesuwac kurs równowagi dla EURPLN w górę, choć bazując na parytecie siły nabywczej, póki co znajduje się on w okolicach poziomu 4,35.



**Czas na zmiany? – nasze
spojrzenie na reformy
strukturalne**

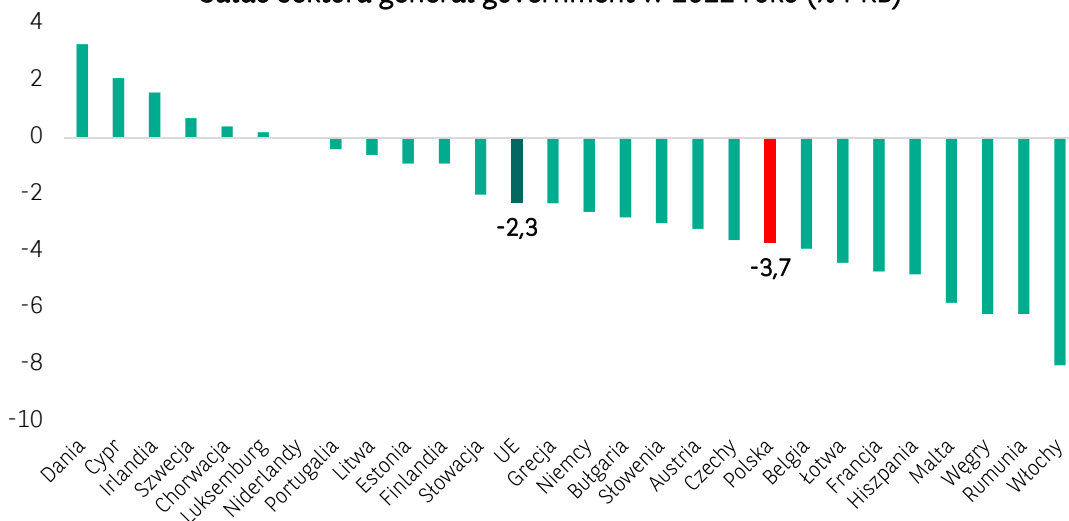


BNP PARIBAS

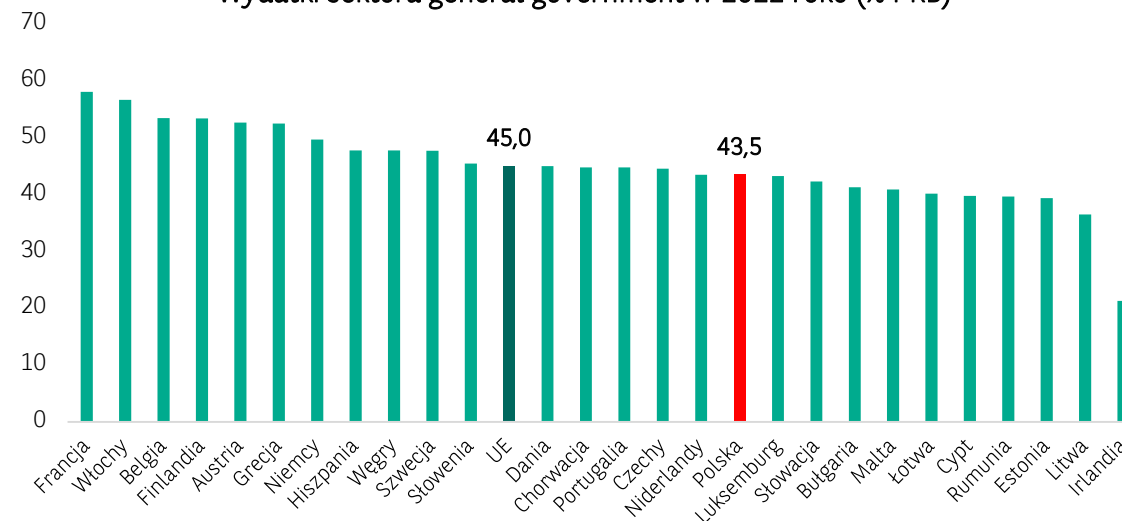
WSKAŹNIKI FISKALNE: POLSKA VS UNIA EUROPEJSKA

➤ Na tle innych krajów Polska ma wysoki deficyt sektora finansów publicznych, przy niskich wydatkach i jeszcze niższych dochodach

Saldo sektora general government w 2022 roku (% PKB)



Wydatki sektora general government w 2022 roku (% PKB)



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

W 2022 roku, deficyt sektora *general government* w Polsce wyniósł 3,7% PKB, tj. wyraźnie więcej niż unijna średnia (2,3% PKB), co uplasowało nas na 19-tym miejscu pod kątem najstabszego salda finansów publicznych. Jednocześnie wynoszący 43,5% PKB poziom wydatków sektora GG także był niższy niż unijna średnia. Wskazuje to na relatywnie niski poziom dochodów gromadzonych przez sektor rządowy.

Choć charakterystyka ta jest spójna z innymi krajami o niższym poziomie rozwoju, to ubiegłoroczne dochody sektora GG na poziomie 39,8% PKB były też niższe niż w Czechach (41% PKB) czy Węgrzech (41,6% PKB). Zasadnym wydaje się pytanie, czy warto zmniejszać obciążenia fiskalne?



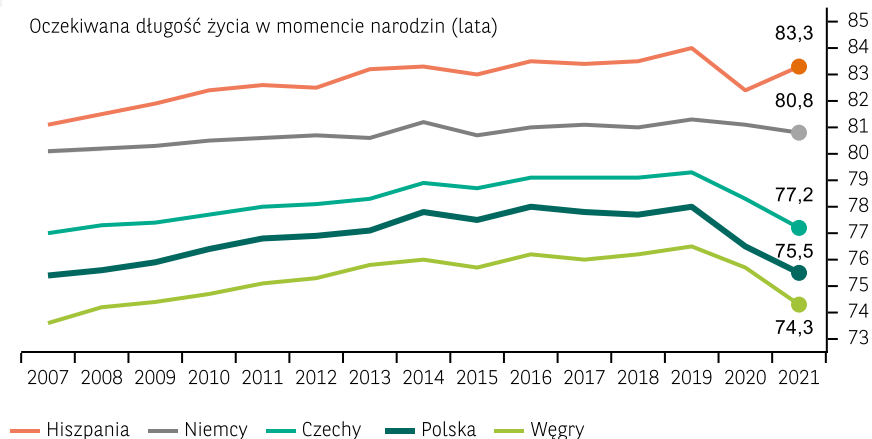
STRUKTURA WYDATKÓW FISKALNYCH: POLSKA VS UNIA EUROPEJSKA

Wydatki sektora general government w 2021 roku - struktura (% PKB)

Kategoria wydatków	Polska	Czechy	Węgry	Niemcy	Francja	Włochy	Hiszpania	Szwecja	Niderlandy	Austria	UE
Działalność ogólnopaństwowa	4,2	4,6	8,0	6,2	5,8	8,1	5,9	6,6	3,9	5,8	6,0
Obrona narodowa	1,6	1,0	1,1	1,1	1,8	1,4	1,0	1,3	1,3	0,6	1,3
Bezpieczeństwo i porządek publiczny	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,9	2,0	1,3	2,0	1,4	1,7
Sprawy gospodarcze	6,1	7,5	9,2	6,0	6,9	6,6	6,5	4,8	5,9	9,3	6,3
Ochrona środowiska	0,6	0,9	0,7	0,6	1,0	1,0	1,0	0,5	1,4	0,4	0,8
Gospodarka mieszkaniowa i komunalna	0,5	0,6	0,8	0,5	1,3	0,5	0,5	0,7	0,4	0,3	0,6
Ochrona zdrowia	5,8	9,8	5,6	8,6	9,2	7,6	7,3	7,3	8,7	10,1	8,1
Organizacja wypoczynku, kultura i religia	1,2	1,3	3,0	1,1	1,4	0,8	1,2	1,4	1,3	1,2	1,2
Edukacja	4,9	5,1	5,0	4,5	5,2	4,1	4,6	6,6	5,1	4,9	4,8
Ochrona socjalna	17,3	13,6	13,1	20,9	24,8	23,4	20,6	18,5	16,6	21,9	20,5
Razem	44,4	46,4	48,3	51,2	59,1	55,4	50,6	49,0	46,6	55,9	51,3

Patrząc na strukturę wydatków unijnych krajów, Polska wydaje przykładowo wyraźnie mniej na ochronę zdrowia (5,8% PKB podczas gdy na poziomie Unii jest to 8,1% PKB). Przy zmniejszaniu obciążeń fiskalnych i przy wyjściowym deficycie sektora *general government* na poziomie 4-5% PKB, poprawa jakości usług publicznych może być krótkoterminowo trudna i wymagałaby cięć po stronie wydatków.

W tym kontekście należy podkreślić, że wskutek sytuacji geopolitycznej, Polska w najbliższych latach będzie zmuszona utrzymywać wysokie wydatki na obronę narodową i bezpieczeństwo oraz porządek publiczny, co znacznie ogranicza możliwości znalezienia oszczędności po stronie wydatkowej.

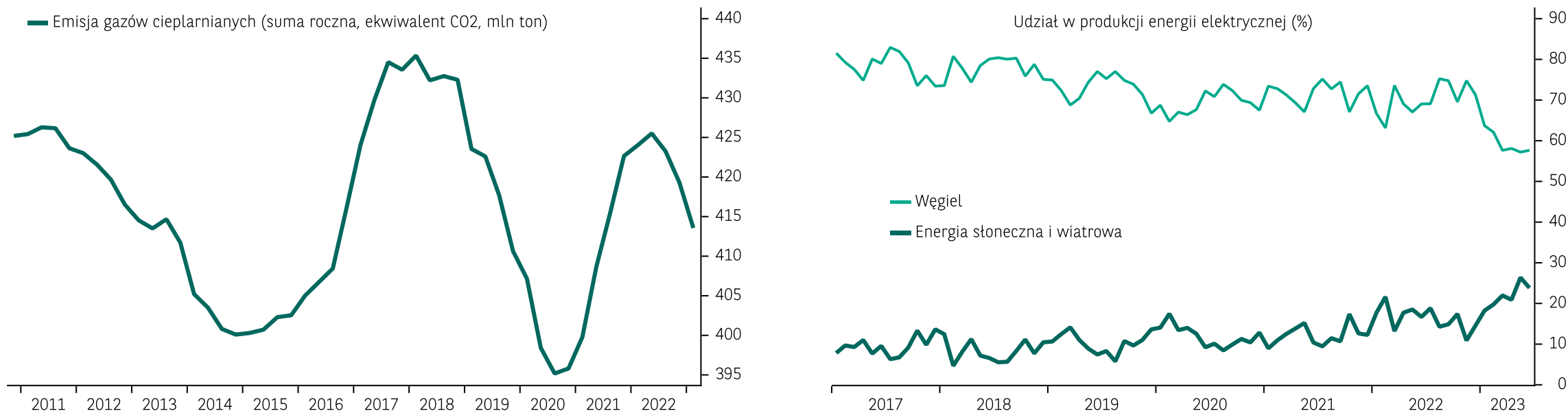


Źródło: Eurostat, OECD, Macrobond, Bank BNP Paribas



ZIELONA TRANSFORMACJA - POLSKA POTRZEBUJE ZNACZĄCYCH NAKŁADÓW

> Pozytywne zmiany widać w polskim miesie energetycznym, ale wciąż jest bardzo dużo do zrobienia



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

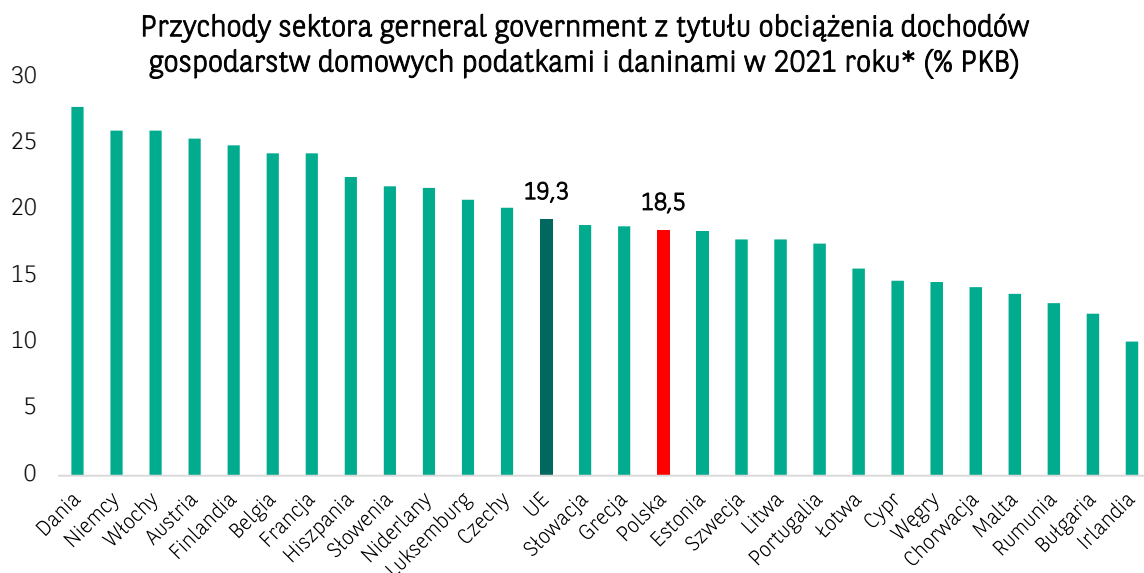
W kontekście kształtowania polityki fiskalnej należy także podkreślić konieczność poniesienia dużych nakładów na obniżenie emisji gazów cieplarnianych przez całą gospodarkę. Według danych Eurostatu poziom emisji nie uległ w Polsce większym zmianom od 2011 roku, choć trzeba pamiętać o dynamicznym wzroście PKB w tym okresie, co wskazuje, że Polska gospodarka staje się mniej emisyjna.

W tym świetle kluczowe jest otrzymanie środków unijnych, które pozwalają sfinansować inwestycje m.in. z zakresu transformacji energetycznej. Przykładowo w tym roku udział węgla w wytwarzaniu prądu spadł poniżej 60%, ale Polska wciąż potrzebuje dużych nakładów w tym obszarze.

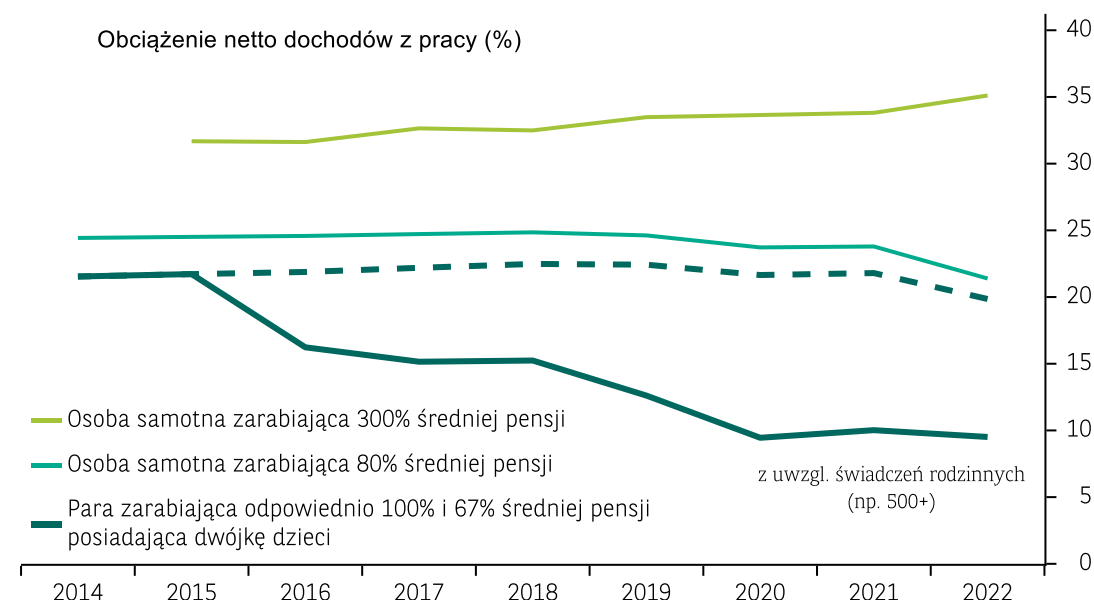


OBCIĄŻENIE FISKALNE DOCHODÓW GOSPODARSTW DOMOWYCH

> Polski system podatkowy jest obecnie dużo bardziej progresywny niż 10 lat temu



* Uwzględnia podatki dochodowe, podatek od zysków kapitałowych, a także składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracowników, pracodawców i samozatrudnionych



Źródło: Eurostat, wynagrodzenia.pl, Macrobond, Bank BNP Paribas

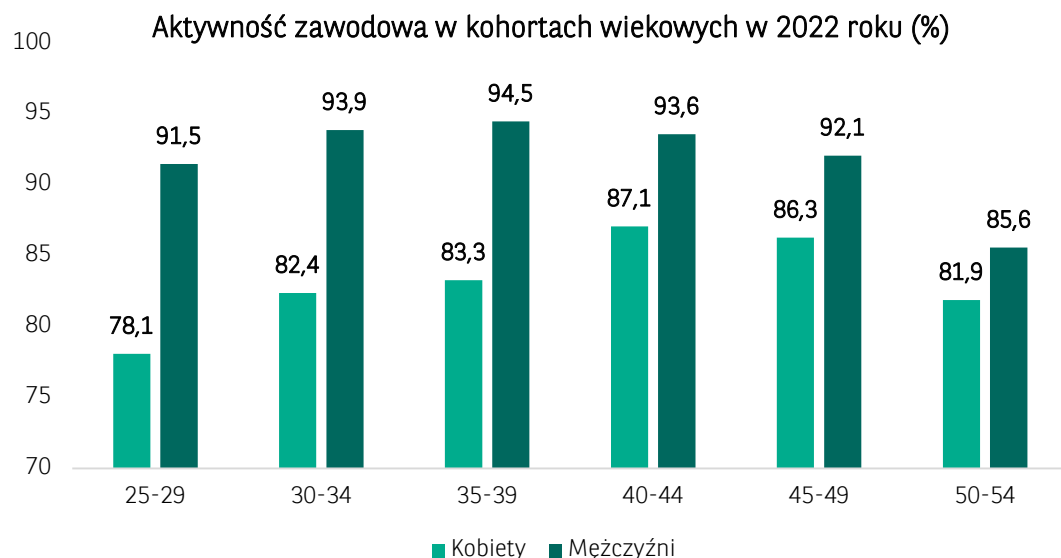
Jednym z obszarów, który często jest przedmiotem dyskusji w kontekście zmniejszania obciążeń fiskalnych, są podatki i daniny nakładane na dochody gospodarstw domowych. W 2021 roku Polska z tego tytułu notowała dochody na poziomie 18,5% PKB – nieznacznie mniej niż unijna średnia (19,3% PKB). Zakładamy jednak, że w wyniku zmian podatkowych wprowadzonych w 2022 roku dochody te w relacji do PKB spadły.

W ostatnich latach w polskim systemie podatkowym zaobserwować można istotny wzrost progresji z głównym wsparciem nakierowanym na osoby posiadające dzieci. Wyższymi obciążeniami obarczane są natomiast osoby wysokozarabiające i samozatrudnieni.



AKTYWNOŚĆ ZAWODOWA W POLSCE

> Kobiety później osiągają szczyt aktywności zawodowej, relatywnie mało jest zatrudnionych wśród osób w wieku okołoemerytalnym



Stopa zatrudnienia wśród osób w wieku 55 - 64 w 2022 roku (%)



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Pozytywnym efektem ewentualnego zmniejszenia obciążeń podatkowo-składkowych może być dalszy wzrost aktywności zawodowej, co przy problemach krajowych firm ze znalezieniem pracowników mogłoby korzystnie oddziaływać na potencjał rozwojowy Polski. Warto jednak podkreślić, że wskaźnik ten w ostatnich kilku latach już mocno wzrósł, zwłaszcza wśród kobiet (do 83,5% w 2022 roku z 79,1% w 2019 roku).

Szczyt aktywności kobiety osiągają jednak w przedziale wiekowym 40-49 lat, podczas gdy u mężczyzn jest to przedział 30-44 lata, co może sugerować potencjał do zwiększenia aktywności w tych kohortach. Niskie pozostaje zatrudnienie (i aktywność) osób w wieku okołoemerytalnym.



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.

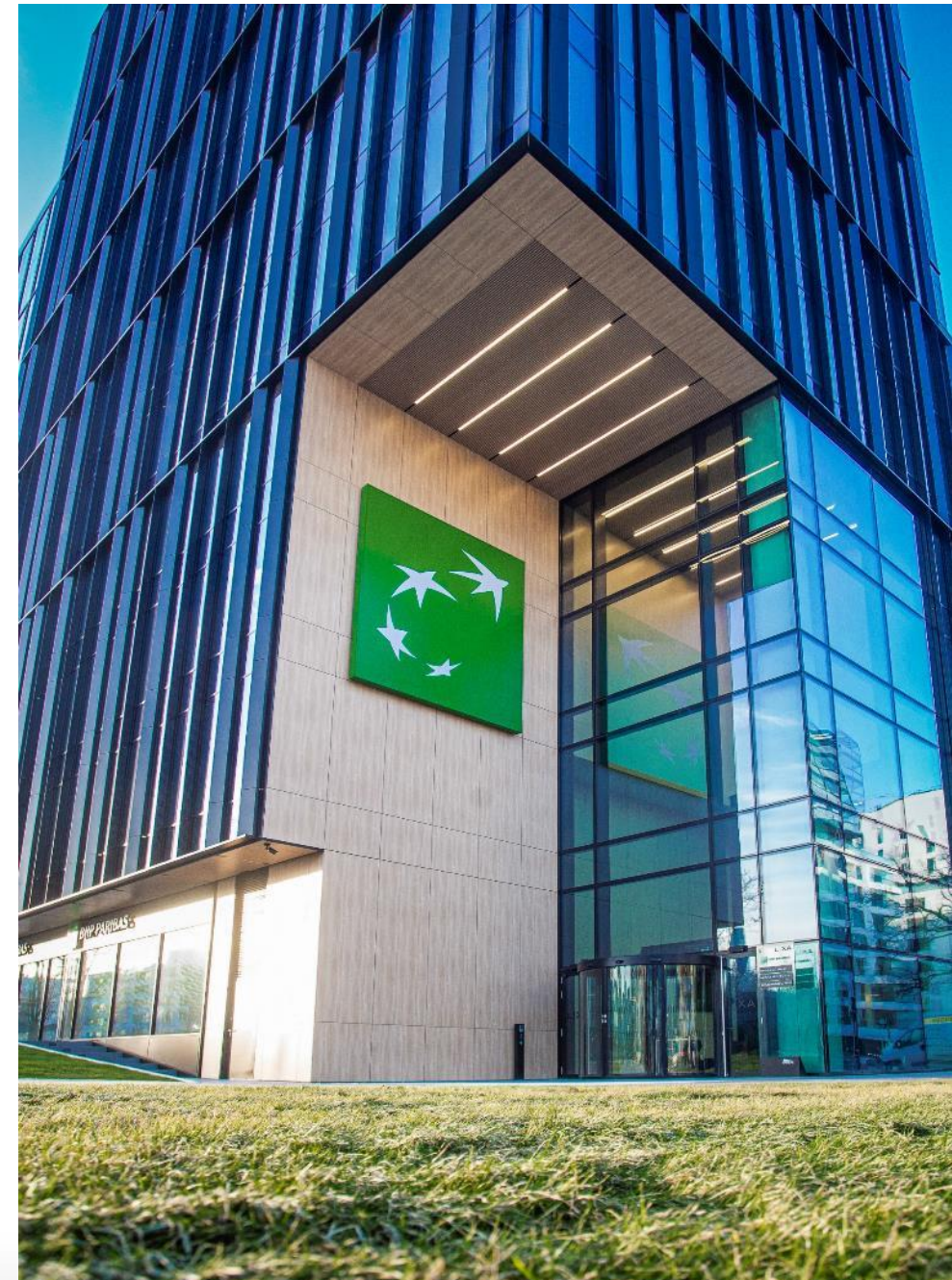
Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez BNP Paribas Bank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

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





BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 593 150 zł w całości wpłacony.