


15 stycznia 2024

# Polska gospodarka wraca na ścieżkę wzrostu – perspektywy makroekonomiczne na 2024 rok



**BNP PARIBAS**

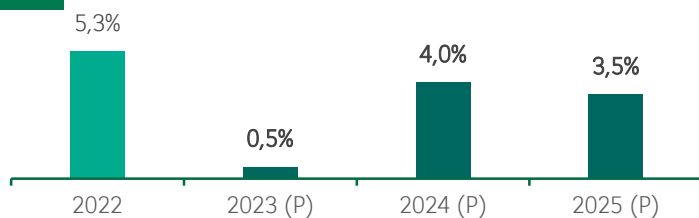
- 
- 01 Nasze prognozy w pigułce
  - 02 Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki
  - 03 Struktura wzrostu PKB
  - 04 Inwestycje i fundusze unijne
  - 05 Inflacja - perspektywy
  - 06 Polityka pieniężna
  - 07 Kurs PLN

# PROGNOZY

## Styczeń 2024

# PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE

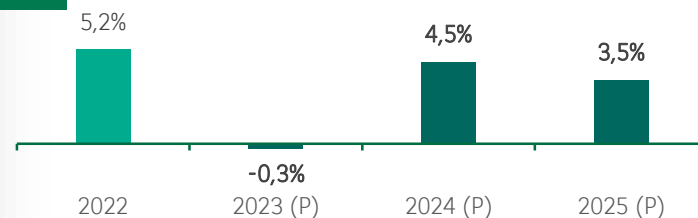
## > PKB [% r/r]



vs 2023

- Po nieznacznym wzroście o 0,5% w ubiegłym roku prognozujemy, że polska gospodarka zwiększy się w tym roku o 4%.
- Dynamika PKB powinna być napędzana przede wszystkim przez szybko rosnące wydatki konsumpcyjne.

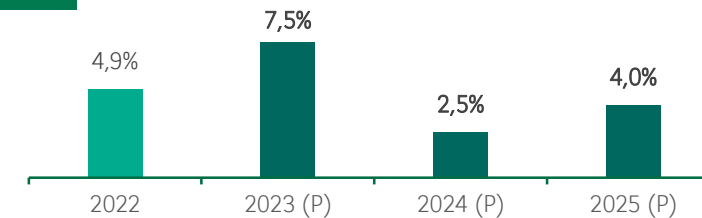
## > Konsumpcja gosp. domowych [% r/r]



vs 2023

- Szacujemy że wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych mogą zwiększyć się w tym roku o 4,5%.
- Wspieraniem dla konsumpcji będą dobra sytuacja na rynku pracy, niższa inflacja, podwyżka płacy minimalnej, wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym jak i transfery fiskalne.

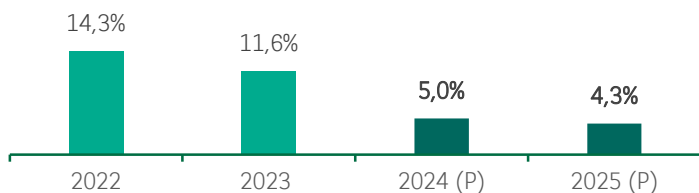
## > Inwestycje brutto [% r/r]



vs 2023

- Spodziewamy się, że po bardzo mocnym 2023 roku dynamika inwestycji w najbliższych miesiącach wyhamuje, a w całym roku wyniesie 2,5%.
- Sądzymy, że wiodącą rolę we wzroście inwestycji odgrywać będzie sektor publiczny (w tym projekty współfinansowane ze środków unijnych).

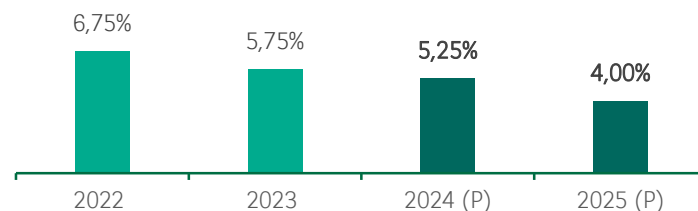
## > Inflacja CPI [% , średniorocznie]



vs 2023

- W najbliższych miesiącach inflacja wyraźnie zwolni i w marcu może oscylować nawet w okolicach 3% r/r.
- W dłuższym horyzoncie dynamika cen ponownie przyspieszy ze względu na podwyżkę stawki VAT na żywność i wzrost cen energii. Prognozujemy, że średniorocznie inflacja wyniesie 5%.

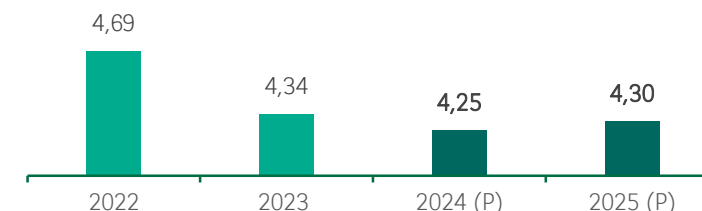
## > Stopa referencyjna NBP [% , koniec okresu]



vs 2023

- Utrzymujemy naszą dotychczasową prognozę, zakładającą że RPP zdecyduje się na obniżkę stóp proc. o 50pb dopiero pod koniec bieżącego roku.
- Uważamy, że to trwałość presji inflacyjnej skłoni Radę do wstrzymania się z ponownym cięciem stóp procentowych do czwartego kwartału.

## > EURPLN [koniec okresu]



vs 2023

- Prognozujemy, że w warunkach ożywienia gospodarczego kurs złotego może w tym roku dalej nieznacznie się umacniać.
- Wspieraniem dla notowań polskiej waluty powinno być też relatywnie „jastrzębie” nastawienie RPP i napływ kapitału zagranicznego na polski rynek obligacji.



## PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - TABELA

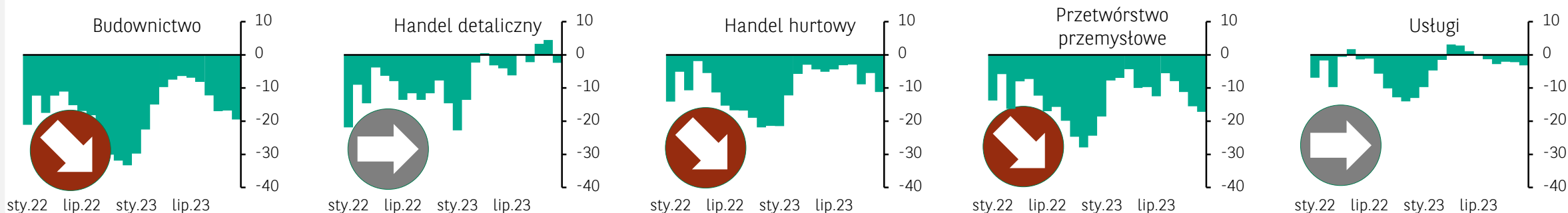
<b>Główne wskaźniki dla Polski*:</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Dynamika PKB (% r/r)	5,3	0,5	4,0	3,5
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	5,2	-0,3	4,5	3,5
Inwestycje brutto (% r/r)	4,9	7,5	2,5	4,0
Inflacja CPI (% r/r)	14,3	11,6	5,0	4,3
Inflacja bazowa (% r/r)	9,1	10,2	5,3	4,3
Średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej (% r/r)	12,9	12,5	11,0	7,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,2	5,3	5,2
Saldo sektora general government (% PKB)	-3,7	-5,5	-6,0	-4,5
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	-3,0	1,5	-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	4,30
USDPLN (koniec okresu)	4,38	3,94	3,70	3,74

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

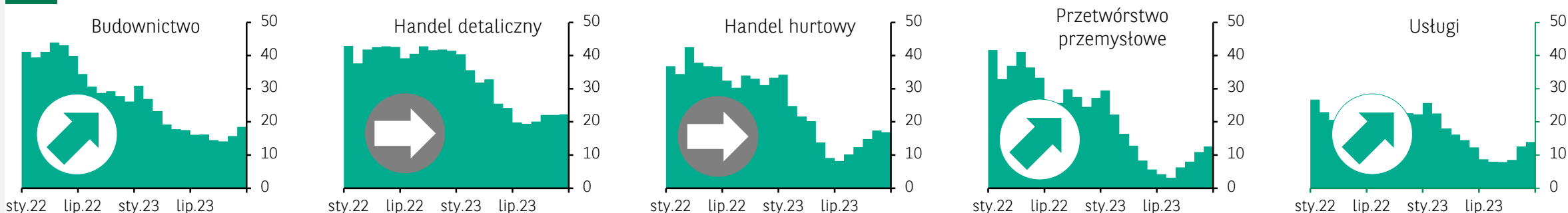


# JAK KLUCZOWE BRANŻE WIDZĄ NAJBLIŻSZE KWARTAŁY?

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



## > Przewidywane ceny, sty-22 - gru-23 [saldo odpowiedzi]



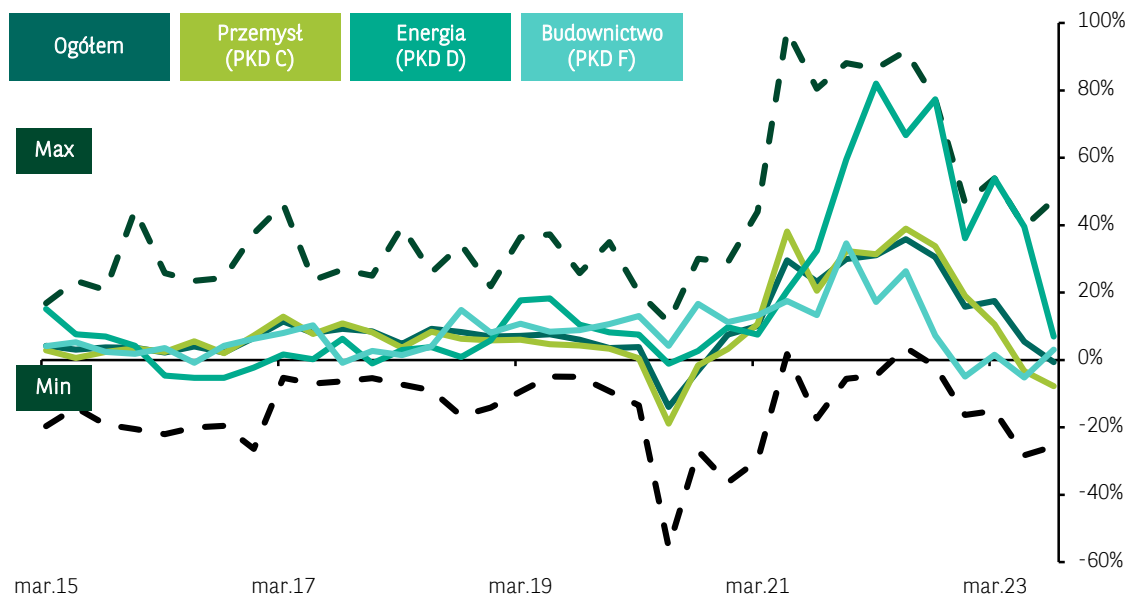
Źródło: GUS, Bank BNP Paribas

Badania ankietowe GUS wskazują, że firmy nieco inaczej patrzą na perspektywy polskiej gospodarki. Sektor przemysłowy i budownictwo spodziewają się niższej aktywności gospodarczej, podczas gdy branże handlowe i usługowe bardziej optymistycznie patrzą w przyszłość. Jednocześnie wszystkie główne branże spodziewają się wzrostu cen.



# PRZEDSIĘBIORSTWA NIEFINANSOWE: WYNIKI W TRZECIM KWARTALE 2023 ROKU

## > Przychody firm [% r/r, firmy 49+, dane kwartalne, dane dla działów PKD\*\*]

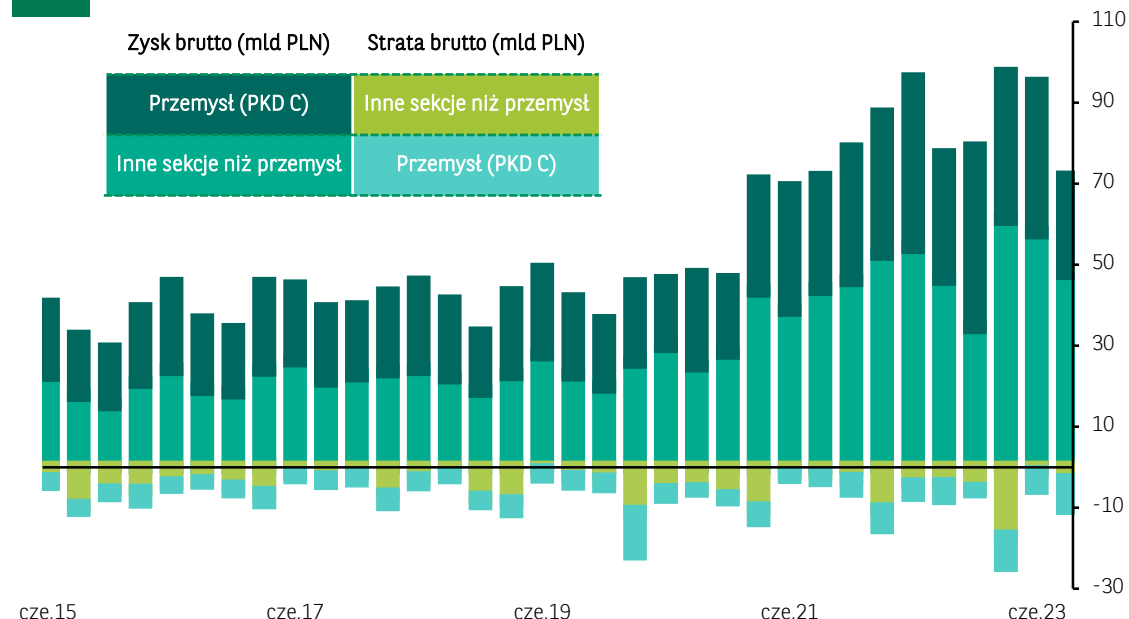


\* Sekcje PKD to kody literowe (np. Przemysł - PKD C), Działy PKD to dwucyfrowe kody (np. Handel hurtowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi - 46), Klasy PKD to czterocyfrowe kody (np. Przygotowanie i przedzenie włókien tekstylnych - 13.10).  
Źródło: GUS, Bank BNP Paribas

Ogół krajowych średnich i dużych przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 49 osób) odnotował w trzecim kwartale 2023 roku symboliczny spadek przychodów w ujęciu rok-do-roku. Wprawdzie dalej można zidentyfikować branże, które charakteryzuje wzrost, w przypadku przetwórstwa przemysłowego (PKD C) obniżyły się one o blisko 8% r/r.

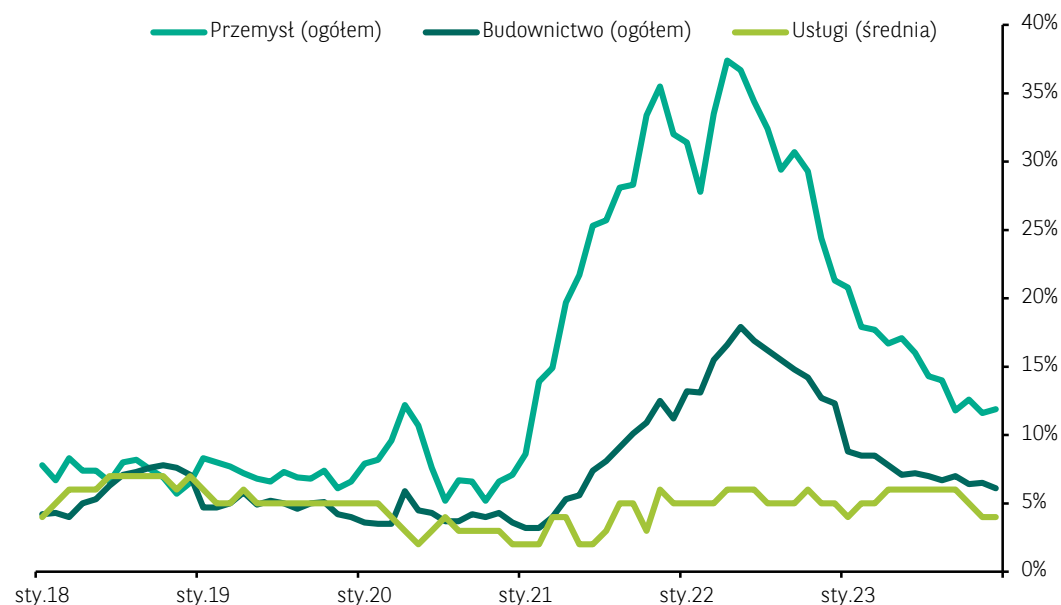
Jednocześnie wynik brutto (różnica między zyskiem a stratą brutto) obniżył się do poziomów sprzed roku, a skala strat firm przemysłowych wzrosła. Wskazuje to na silnie zróżnicowaną sytuację panującą na poziomie poszczególnych sektorów i branż gospodarczych.

## > Zyski i straty brutto, 2015-2023 [mld PLN, firmy 49+, dane kwartalne]



# PRZEDSIĘBIORSTWA NIEFINANSOWE: ŁAŃCUCHY DOSTAW I PORTFEL ZAMÓWIEŃ

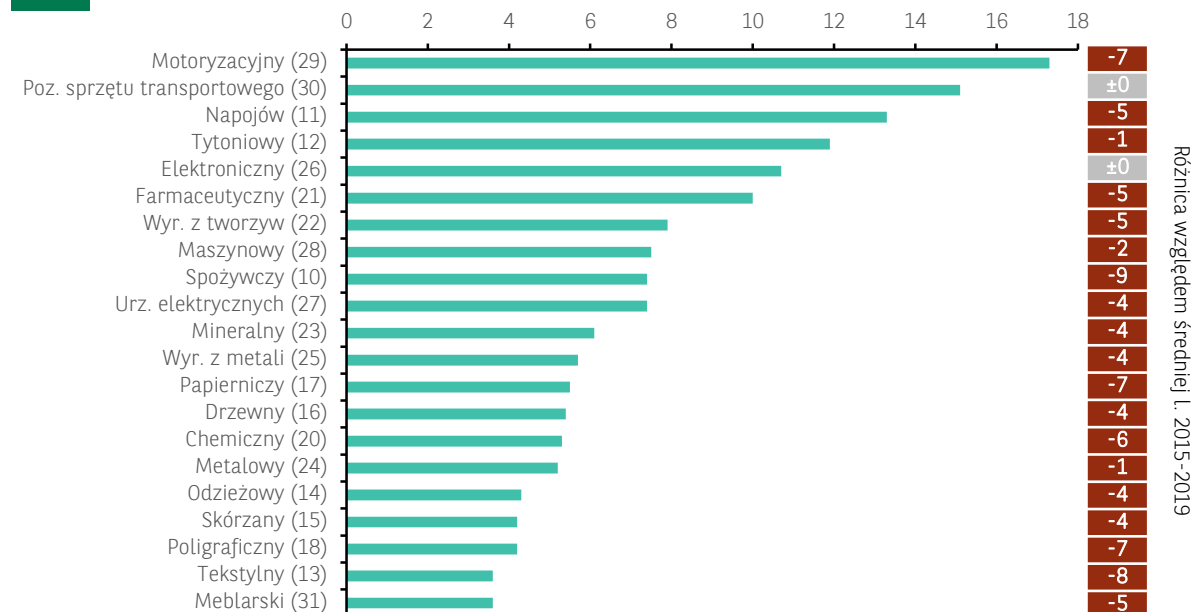
## > Bariera braku surowców, materiałów, powierzchni lub sprzętu\* [%]



Przemysł: Niedobór surowców, materiałów i półfabrykatów (z przyczyn pozafinansowych); Budownictwo: Niedobór sprzętu oraz/lub materiałów i surowców (z przyczyn pozafinansowych); Usługi: Niedobór powierzchni usługowej i/lub wyposażenia.

Źródło: GUS, Komisja Europejska, Bank BNP Paribas

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



Różnica względem średniej L. 2015-2019

Według przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach wyraźnie udrożniły się łańcuchy dostaw.. W przypadku przemysłu odsetek podmiotów skarżących się na brak surowców, materiałów i półfabrykatów wciąż utrzymuje się jednak na poziomie wyższym niż przed wybuchem pandemii.

Jednocześnie większość krajowych branż przemysłowych wciąż cieszy się relatywnie długim okresem pracy zapewnionym bieżącymi kontraktami, choć sytuacja różni się między sektorami. Korzystnie w tym zakresie prezentuje się zwłaszcza sektor motoryzacyjny.



# Globalna koniunktura – czekając na odbicie



**BNP PARIBAS**

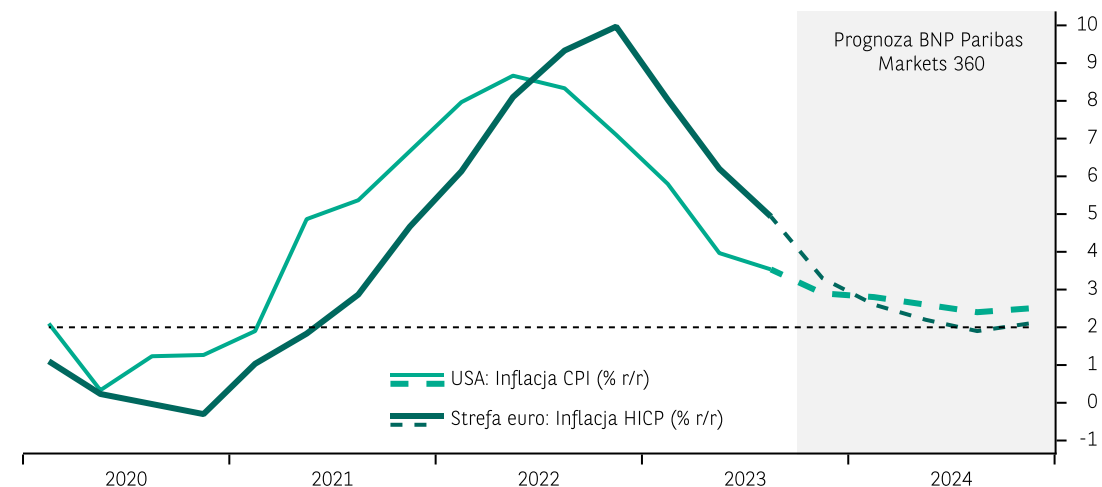


# PROGNOZY ANALITYKÓW BNP PARIBAS MARKETS 360

## Wzrost PKB

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

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



## Stopy procentowe, kursy walutowe, surowce

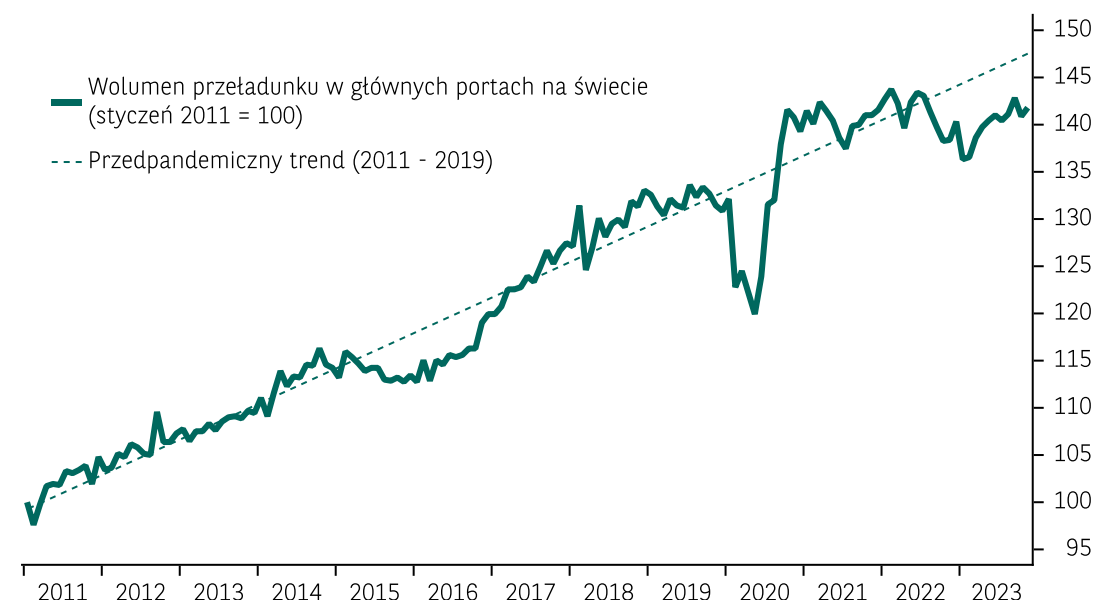
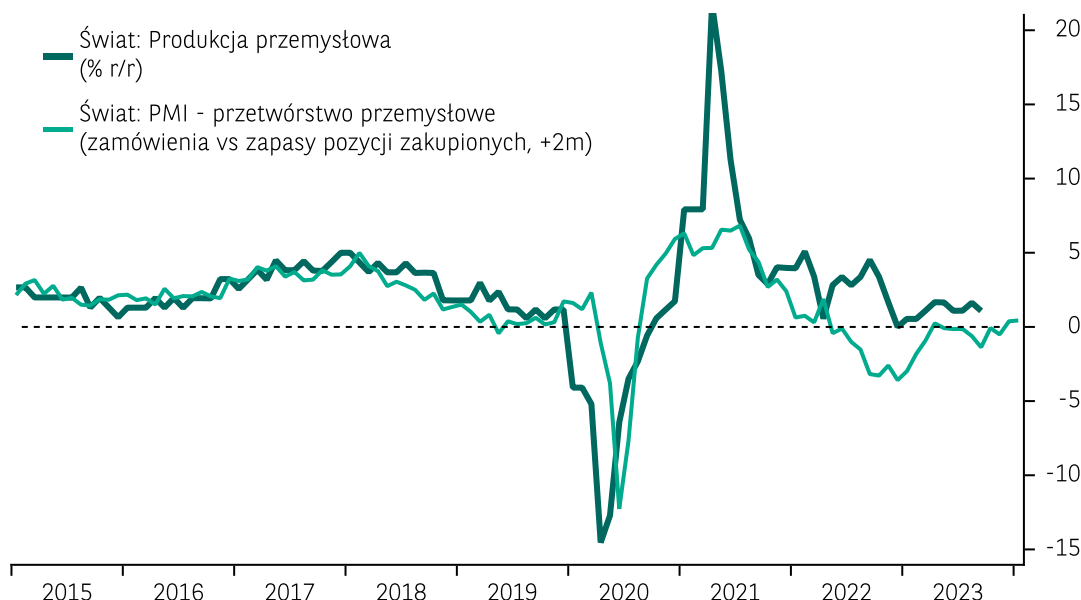
Stopy procentowe	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q4 2025
Stopa fed funds (% , górna granica, koniec okresu)	5,50	5,00	4,50	4,00	2,75
Stopa depozytowa EBC (% , koniec okresu)	4,00	3,75	3,50	3,25	2,50
<b>Kurs walutowy</b>					
EURUSD (koniec okresu)	1,10	1,12	1,14	1,15	1,18
EURCHF (koniec okresu)	0,98	0,99	1,00	1,00	1,00
<b>Rynek surowcowy</b>					
Ropa naftowa Brent (USD/baryłka)	85	86	91	88	85
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	43	35	41	56	40

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



# GOSPODARKA ŚWIATOWA: GLOBALNY PRZEMYSŁ W DOŁKU...

## > ... ale raczej szoruje już po dnie



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

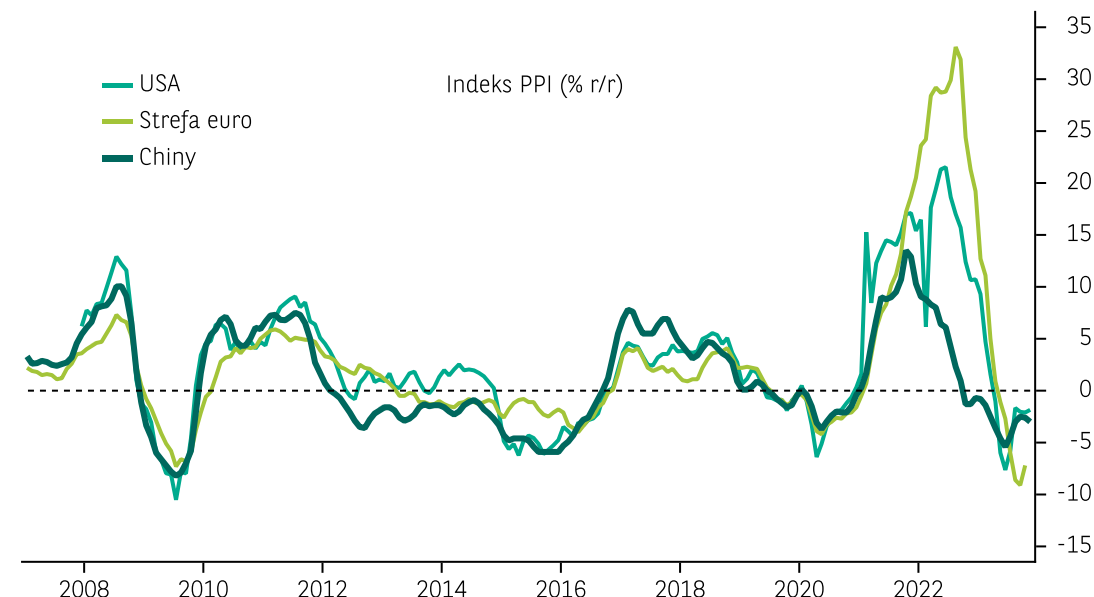
Aktywność w światowym przemyśle na przestrzeni ostatnich miesięcy wyraźnie się obniżyła, jednak wydaje się, że koniunktura już się nie pogarsza. W efekcie scenariusz „miękkiego lądowania” globalnej gospodarki wciąż jawi się jako najbardziej prawdopodobny.

Jednocześnie brak jest jednak wyraźnych pozytywnych sygnałów zwiastujących istotne odbicie, jeśli chodzi o działalność produkcyjną. Choć ostatnie dane o wskaźnikach PMI, jak i wolumenie przeladunku w głównych portach na świecie, mogą budzić pewien optymizm, wydaje się, że pierwsza połowa 2024 roku w światowym przemyśle pozostanie mizerna, a silniejszego ożywienia można spodziewać się dopiero latem.



# ZWALNIAJĄCA INFLACJA...

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



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

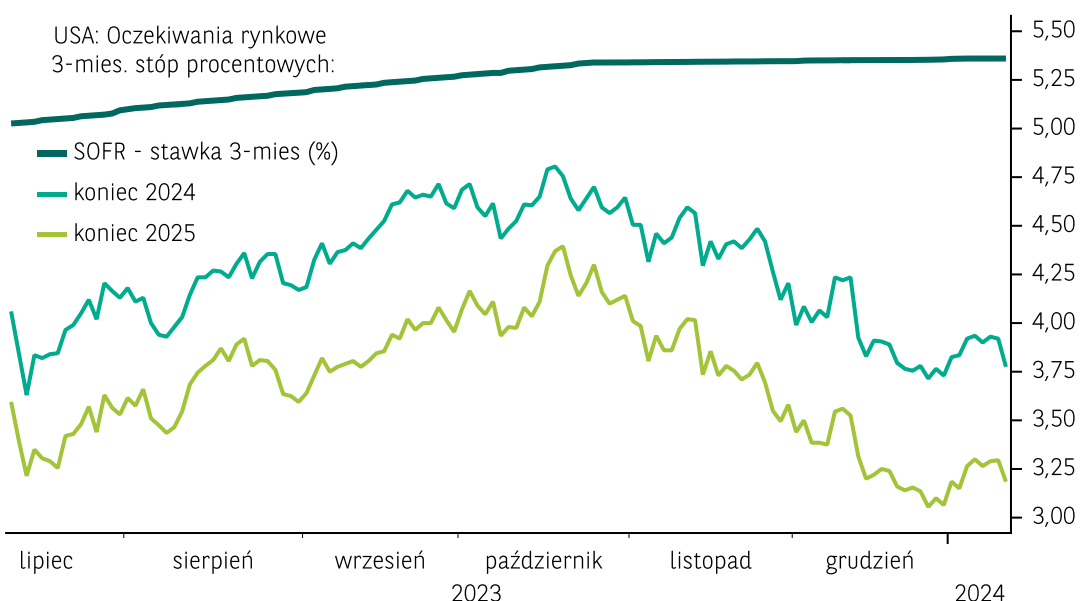
Odbudowa popytu w światowym przemyśle powinna być wynikiem słabnącej presji inflacyjnej. Od szczytu, w pierwszej połowie 2022 roku, ceny surowców obniżyły się o blisko 30%, co mocno ograniczyło koszty produkcji. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (indeks PPI) spadają we wszystkich głównych gospodarkach świata. Podkreślmy, że w Chinach deflacja cen (w ujęciu rok-do-roku) w przemyśle trwa już ponad rok.

Tańsze towary oznaczają wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych, która w pewnym momencie powinna przełożyć się na faktyczne decyzje zakupowe i pozytywnie przełożyć się na bieżącą produkcję.



# GŁÓWNE BANKI CENTRALNE...

## > ... będą obniżać stopy procentowe



Źródło: Fed, Macrobond, Bank BNP Paribas

Pozytywnym impulsem dla wzrostu gospodarczego na świecie powinno być też łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Rynek wycenia, że zarówno Fed jak i Europejski Bank Centralny obniżą stopy procentowe w tym roku o około 125-150pb, a pierwsze decyzje w tym zakresie podjęte zostaną w marcu/kwietniu.

Uważamy jednak, że wyceniana przez rynek skala cięć stóp procentowych może być nadmierna. Choć stopy procentowe są wysokie to warunki finansowe nie są na tyle restrykcyjne, aby silnie chłodzić aktywność gospodarczą, co może ograniczać faktyczną (potrzebną) skalę obniżek.

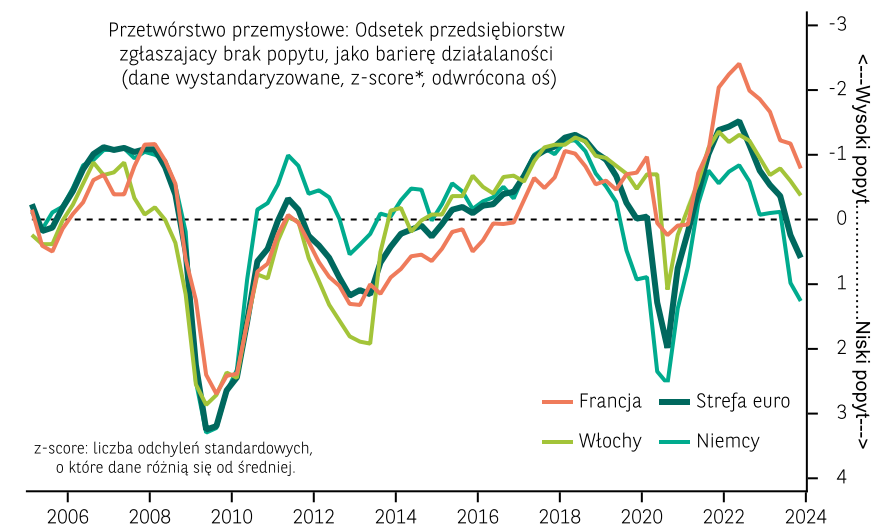


# EUROPA: GOSPODARCZY MARAZM...

## > ... przede wszystkim w niemieckim przemyśle

Branże	Sektorowe wskaźniki PMI: Europa											
	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23
<b>Materiały podstawowe</b>												
Metale & Górnictwo	46,3	48,3	48,0	48,8	45,7	42,5	41,5	40,6	39,9	41,4	41,3	43,1
Przemysł drzewny i papierniczy	43,8	45,8	44,0	40,5	41,0	41,5	40,3	40,9	41,5	38,7	43,2	44,4
Przemysł chemiczny	46,0	44,8	41,7	40,4	42,2	43,8	42,3	43,0	44,3	44,2	45,2	43,9
<b>Dobra przemysłowe</b>												
Materiały budowlane	47,7	47,8	48,4	46,7	43,0	41,7	44,1	44,7	45,1	40,4	41,7	39,6
Maszyny i urządzenia	50,3	49,7	47,5	46,1	44,7	43,3	42,7	40,8	42,7	41,9	43,9	43,9
<b>Dobra konsumpcyjne</b>												
Motoryzacja	45,8	46,6	50,1	47,8	48,8	46,3	43,4	43,4	43,5	42,9	43,1	43,9
Napoje	50,8	53,3	50,5	49,9	47,0	45,9	45,8	43,8	43,1	46,2	44,4	47,7
Żywność	51,0	50,6	49,8	51,5	50,8	48,8	49,3	48,8	49,1	49,1	50,3	50,4
Pozostałe	48,6	48,8	48,7	46,1	46,3	44,5	43,8	46,2	44,5	44,6	45,6	46,0
<b>Technologia</b>												
Sprzęt	51,8	50,4	51,9	52,5	52,0	49,8	47,7	50,2	48,1	47,5	47,7	49,0
Software & Usługi	56,4	56,1	59,0	63,6	62,8	56,4	56,9	51,1	52,7	53,2	54,5	54,7
<b>Transport</b>	46,9	48,5	52,5	53,9	54,3	48,5	47,3	46,2	45,6	44,6	44,3	44,4
<b>Usługi przemysłowe</b>												
Usługi profesjonalne	54,1	54,7	56,5	56,6	56,3	53,6	52,4	50,1	49,5	49,1	50,1	49,1
Pozostałe	45,6	48,0	49,1	47,4	47,5	47,8	46,6	46,1	45,8	44,1	44,8	44,1
<b>Usługi konsumpcyjne</b>												
Media	42,7	48,0	53,3	56,8	55,5	49,2	44,7	44,6	47,2	43,9	48,1	52,7
Turystyka & Rekreacja	55,9	58,1	54,8	59,8	56,1	51,8	48,1	42,1	48,1	46,0	51,2	54,2
<b>Zdrowie</b>												
Usługi	49,2	52,9	57,1	51,9	47,6	50,9	51,2	48,3	48,2	49,1	49,5	54,4
Farmaceutyki & Biotechnologia	49,4	51,6	52,3	52,7	50,1	51,5	49,4	45,8	48,9	48,9	49,8	52,3
<b>Usługi finansowe</b>												
Banki	49,3	54,8	58,5	61,1	56,3	57,6	51,0	45,9	46,4	48,3	51,1	50,7
Inne instytucje finansowe	48,4	54,3	54,2	53,8	57,4	55,9	54,5	48,4	48,2	51,9	53,6	58,1
Nieruchomości	49,9	48,4	48,5	52,8	47,8	49,3	46,8	43,5	45,2	42,9	48,0	44,1

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

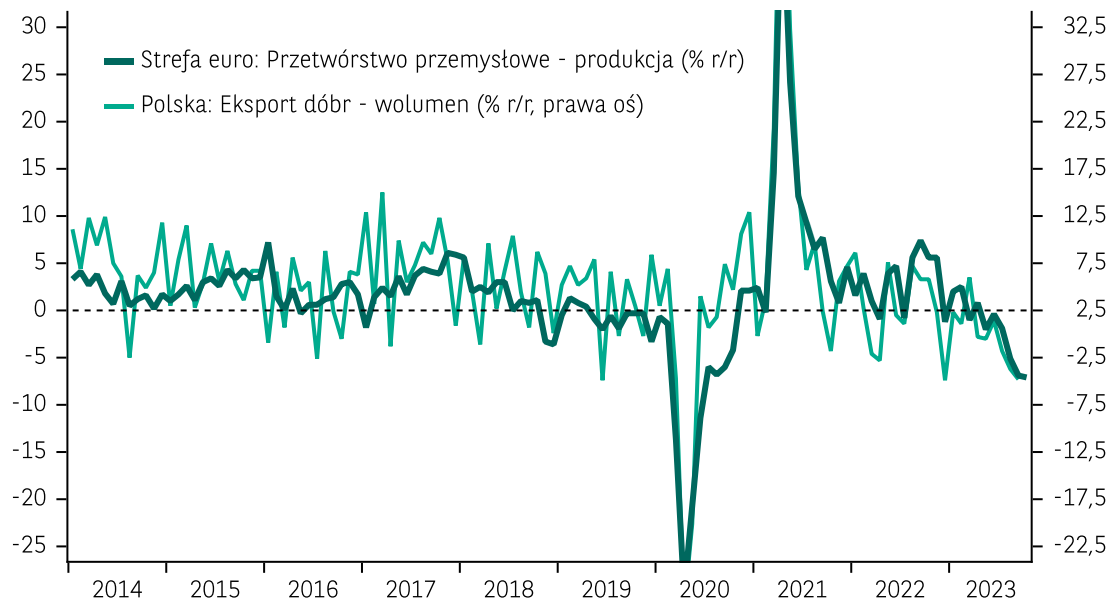


Źródło: S&P Markit, Eurostat, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas



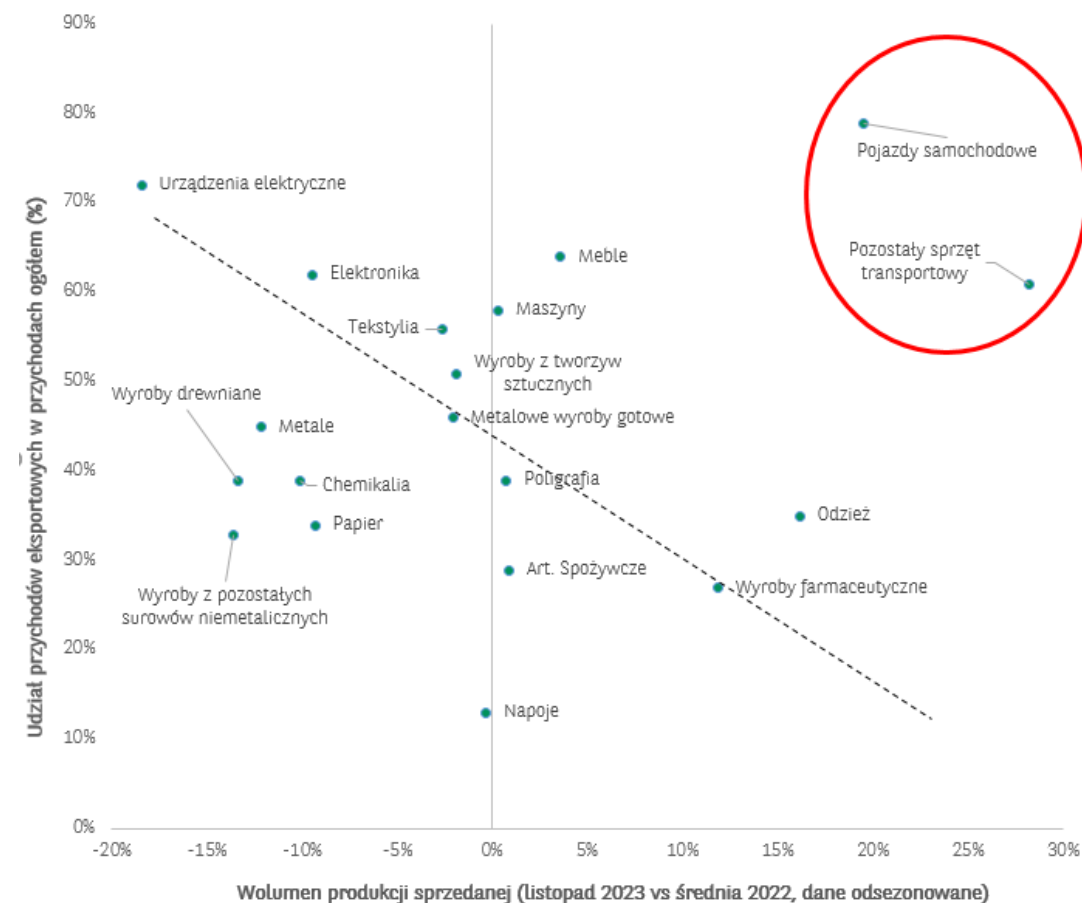
# ZASTÓJ W EUROPEJSKIM PRZEMYŚLE...

## > ... będzie rzutował na krajowy eksport...



Słaba kondycja europejskiej gospodarki będzie ciążyć polskim eksporterom. Sądzymy jednak, że ze względu na korzystną bazę i lepszą sytuację koniunkturalną w Europie w drugiej połowie roku, wolumen sprzedaży zagranicznej może w br. wzrosnąć o 1-3%. Przekrój sektorowy jasno pokazuje jednak, że o ile aktywność produkcyjna w branżach nastawionych na eksport jest niższa niż w 2022 roku, to nie we wszystkich z nich doszło do ograniczenia działalności.

## > ... choć sytuacja w sektorach mocno się różni
















Źródło: Eurostat, GUS, Bank BNP Paribas













# EKSPORT W SEKTORZE MOTORYZACYJNYM NIEŻLE SOBIE RADZI

## > PKD 29: Największa dynamika eksportu - kraje

Kraj	Dynamika r/r, wrz-23	Udział w eksporcie, suma 12M, wrz-23
 Słowenia	67%	0,5%
 Włochy	62%	5,1%
 Białoruś	59%	0,4%
 Bułgaria	51%	0,4%
 Turcja	42%	2,8%
 Ukraina	41%	0,5%
 Wielka Brytania	24%	6,7%
 Austria	22%	2,2%
 Francja	10%	7,8%
 Rumunia	9%	1,2%

 Kraje należące do UE27   
  Pozostałe kraje europejskie   
  Kraje pozaeuropejskie

## > PKD 30: Największa dynamika eksportu - kraje

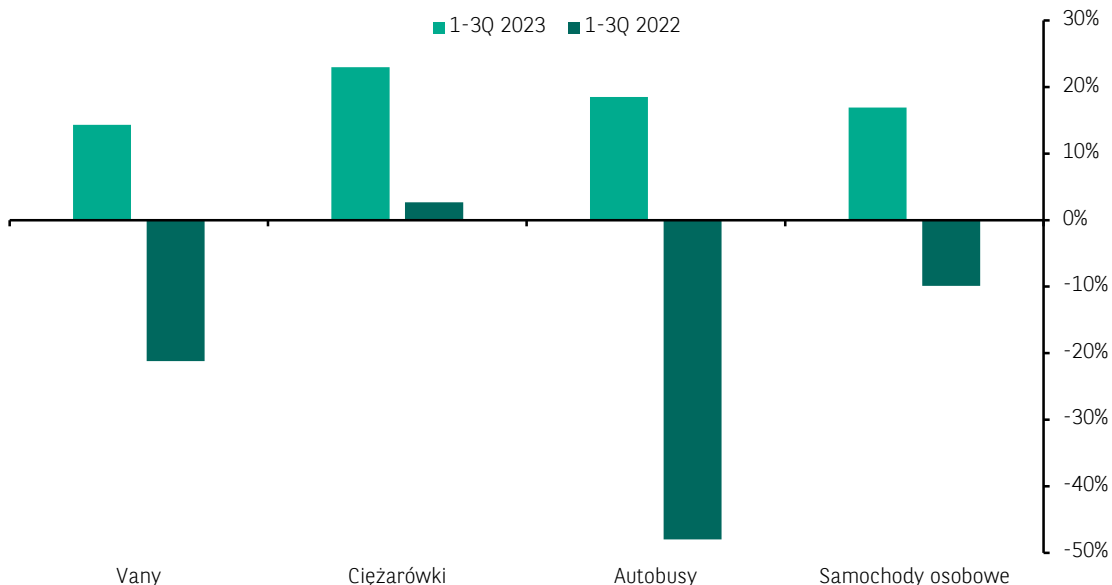
Kraj	Dynamika r/r, wrz-23	Udział w eksporcie, suma 12M, wrz-23
 Wietnam	5197%	0,6%
 Finlandia	415%	0,3%
 Japonia	157%	1,2%
 Francja	156%	6,4%
 Indie	150%	3,7%
 Nowa Zelandia	150%	0,3%
 Ukraina	69%	0,5%
 Stany Zjednoczone	24%	14,6%
 Hiszpania	9%	3,0%
 Czechy	4%	0,8%

Źródło: Eurostat, Bank BNP Paribas

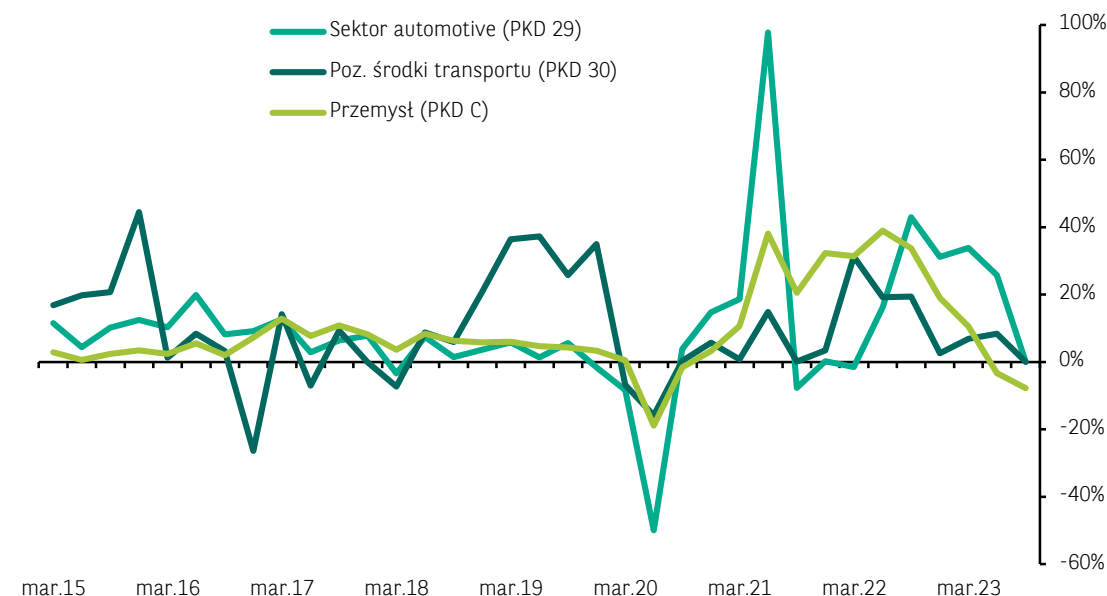
Silne odbicie produkcji obserwowaliśmy zwłaszcza w szerokim sektorze motoryzacyjnym (60-80% przychodów z eksportu). Wzrost sprzedaży jeśli chodzi o produkcję pojazdów samochodowych, przyczep i naczep (PKD dział 29) pochodził głównie z państw europejskich. W przypadku pozostałego sprzętu transportowego (PKD dział 30) regionalny przekrój popytu był mniej jednorodny.

# SPRZEDAŻ SAMOCHODÓW ROŚNIE... ALE DYNAMIKA PRZYCHODÓW SŁABNIE

## > Rejestracje pojazdów osobowych i komercyjnych w UE27 [% r/r]



## > Przychody polskiej branży automotive [% r/r, firmy 49+, dane kwartalne]



Źródło: ACEA, GUS, Bank BNP Paribas

Pierwsze trzy kwartały 2023 roku pokazały wyraźne odbicie w liczbie rejestracji samochodów użytkowych oraz osobowych w Unii Europejskiej (we wszystkich kategoriach raportowanych przez ACEA wzrosty wynosiły blisko lub powyżej 20% r/r), jednak w przypadku rejestracji samochodów osobowych pod koniec roku (na podstawie danych miesięcznych) było widać już pewne wyhamowanie wzrostów (do około +10% r/r).

Dane o przychodach sektora motoryzacyjnego, także sugerują że największa skala odbicia, jeśli chodzi o sprzedaż, miała miejsce w okresie lato 2022 – wiosna 2023, a obecnie tempo wzrostów jest już zdecydowanie niższe (kilka procent r/r).





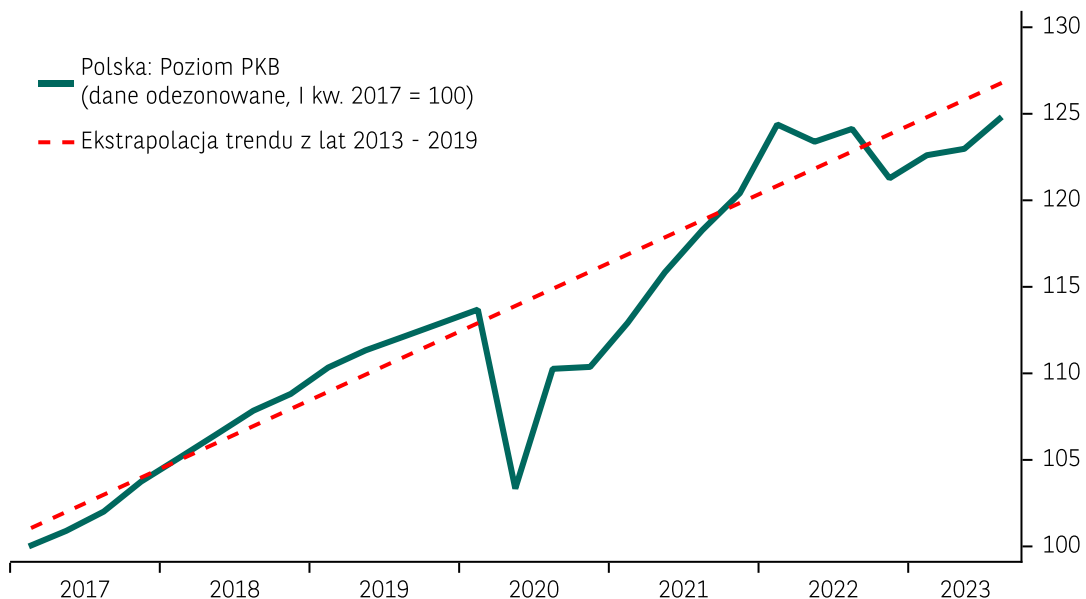
# Struktura wzrostu PKB – konsumpcja motorem napędowym



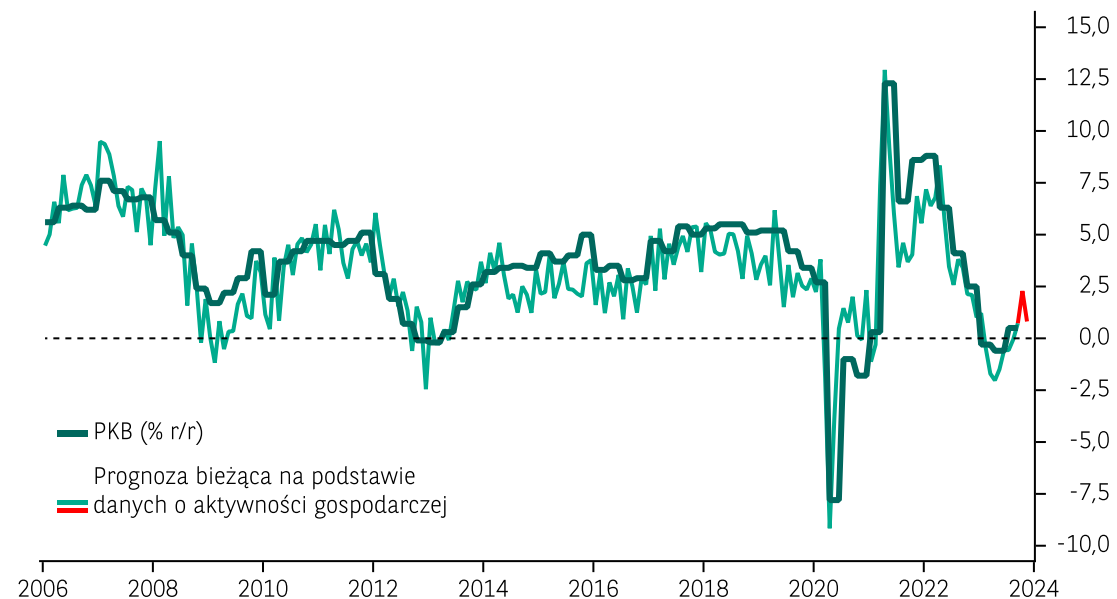
**BNP PARIBAS**

# POLSKA GOSPODARKA NABIERA ROZPĘDU

## > Dołek aktywności w Polsce przypadł na koniec 2022 roku...



## > ... a roczna dynamika PKB pod koniec ubiegłego roku mogła wynieść około +2%



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

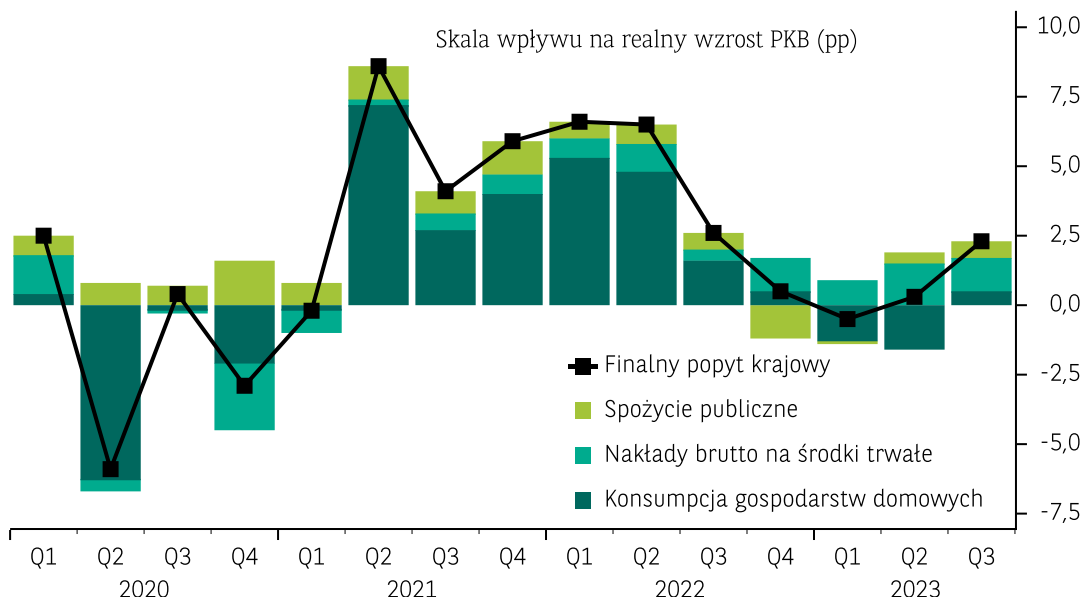
W pierwszej połowie ubiegłego roku polska gospodarka znalazła się w recesji, a PKB spadł o około 0,5% r/r. Poza słabymi wynikami eksportu za niższym wolumenem produkcji stały też wyraźnie ograniczone wydatki konsumpcyjne oraz odwracający się cykl zapasów. Zaskakująco dobrze w tym okresie radziły sobie natomiast inwestycje.

W trzecim kwartale dynamika PKB była już dodatnia (+0,5% r/r) i szacujemy, że w okresie październik – grudzień tempo wzrostu gospodarczego przyspieszyło i mogło oscylować w okolicach 2% r/r.

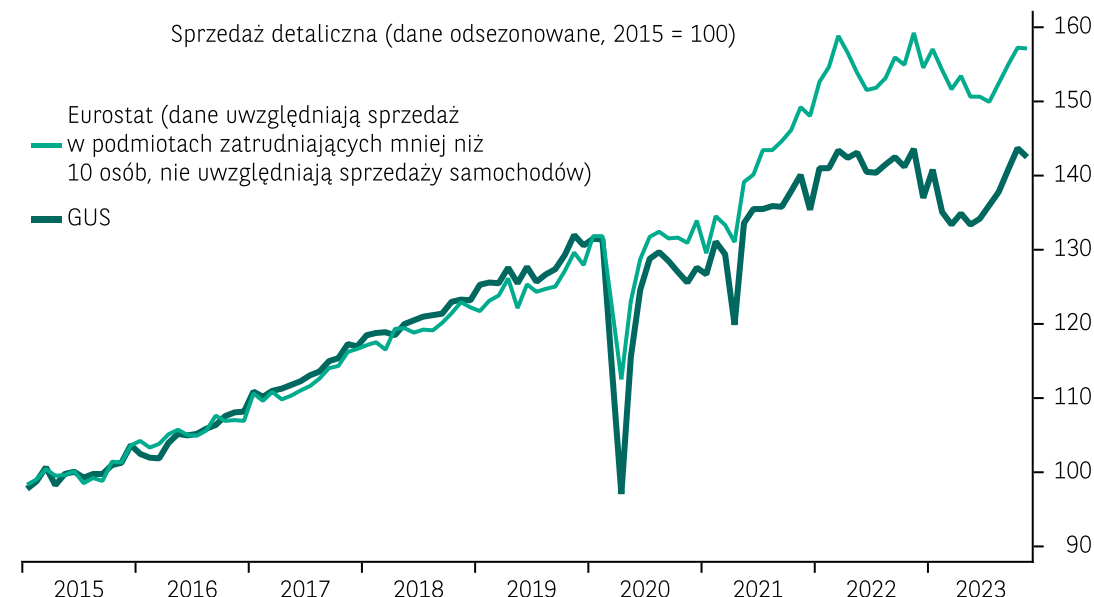


# KONSUMPCJA PRZEJMIE WIODĄCĄ ROLĘ W NAPĘDZANIU GOSPODARKI

## > Finalny popyt krajowy – struktura



## > Sprzedaż detaliczna mocno odbiła w drugiej połowie ubiegłego roku



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

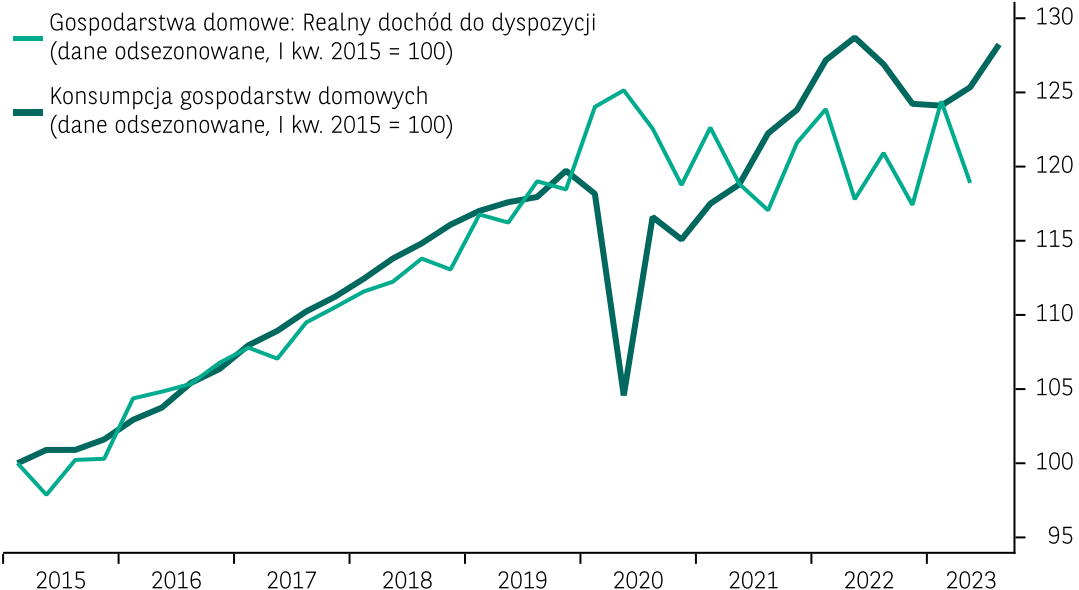
Spodziewamy się, że w bieżącym roku wzrost PKB w Polsce będzie dalej przyspieszać, a wolumen wytworzonych w kraju dóbr i usług zwiększy się o 4%. W obliczu niepewnej sytuacji zagranicznej aktywność powinna być przede wszystkim napędzana przez popyt krajowy, jednak jego struktura ulegnie zmianie. O ile w ubiegłym roku to inwestycje mocno „podbijały” dynamikę PKB sądzimy, że teraz rolę tą przejmie konsumpcja.

Wzrost wydatków gospodarstw domowych materializował się już w drugiej połowie ubiegłego roku, kiedy sprzedaż detaliczna (w ujęciu realnym) wzrosła „od dołka” nawet o 7%.

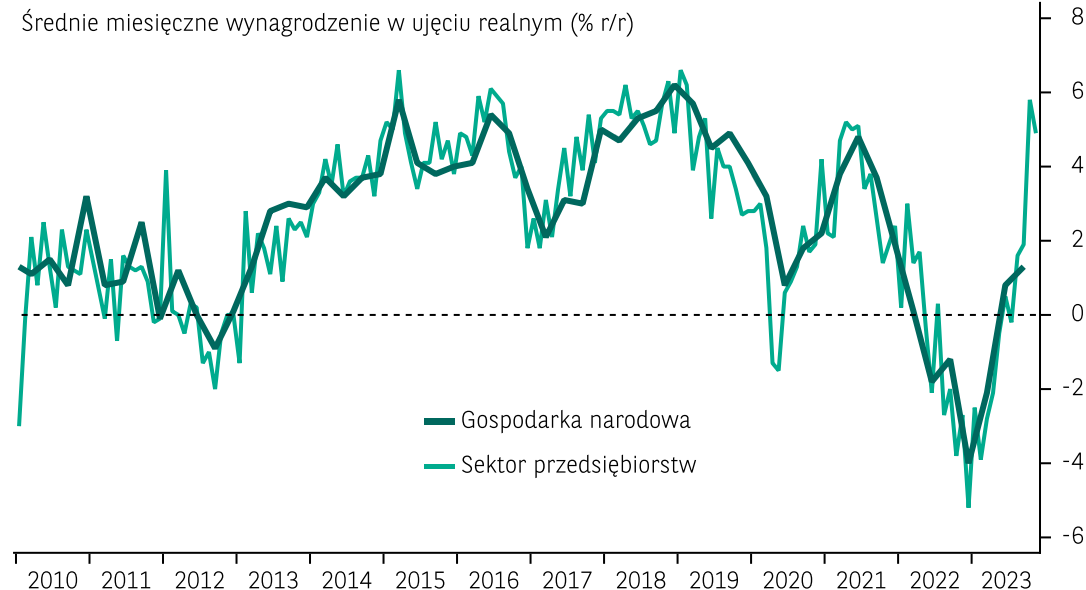


# WYŻSZE REALNE DOCHODY BĘDĄ NAKRĘCAĆ WYDATKI GOSPODARSTW DOMOWYCH

## > Realny dochód do dyspozycji...



## > ... wzrośnie dzięki wyższym wynagrodzeniom



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

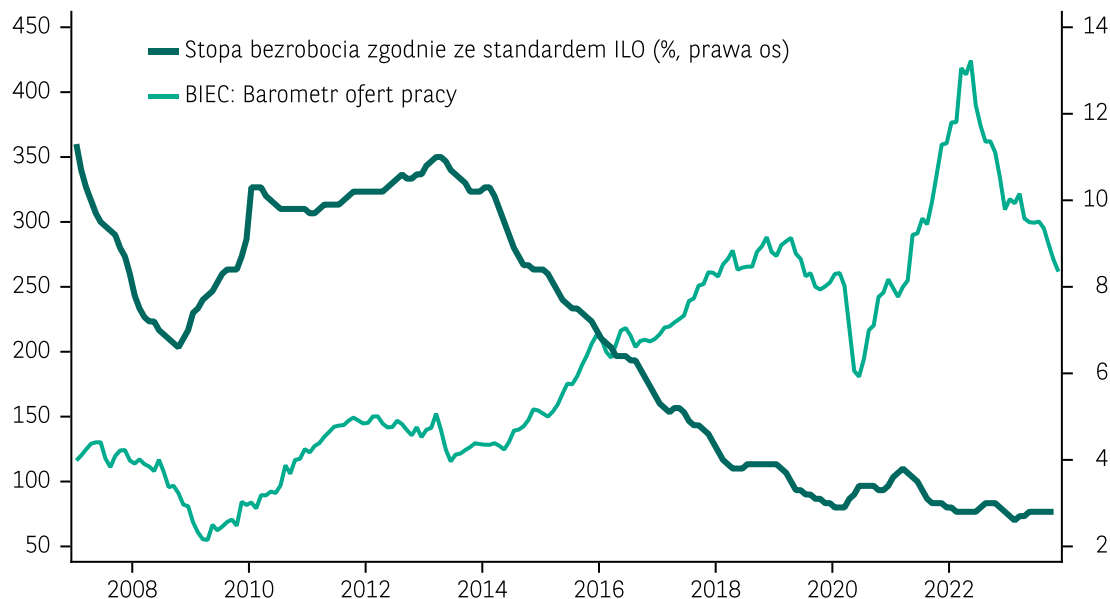
Od wybuchu pandemii relacja pomiędzy realnym dochodem gospodarstw domowych a konsumpcją mocno się poluzowała. Najpierw do połowy 2021 roku dochód przewyższał konsumpcję bo ograniczona mobilność „wymusiła” oszczędności. Potem sytuacja się odwróciła a gospodarstwa domowe zaczęły wydawać odłożone wcześniej środki. Przewidujemy, że od tego roku relacja ta powróci do przedpandemicznej normy.

Prognozujemy, że realny dochód gospodarstw domowych w tym roku wyraźnie wzrośnie o ponad 6%, co będzie w głównej mierze zasługą podwyżek wynagrodzeń w gospodarce narodowej (+11%), w tym w sektorze publicznym (sfera budżetowa +20%, nauczyciele +30%).

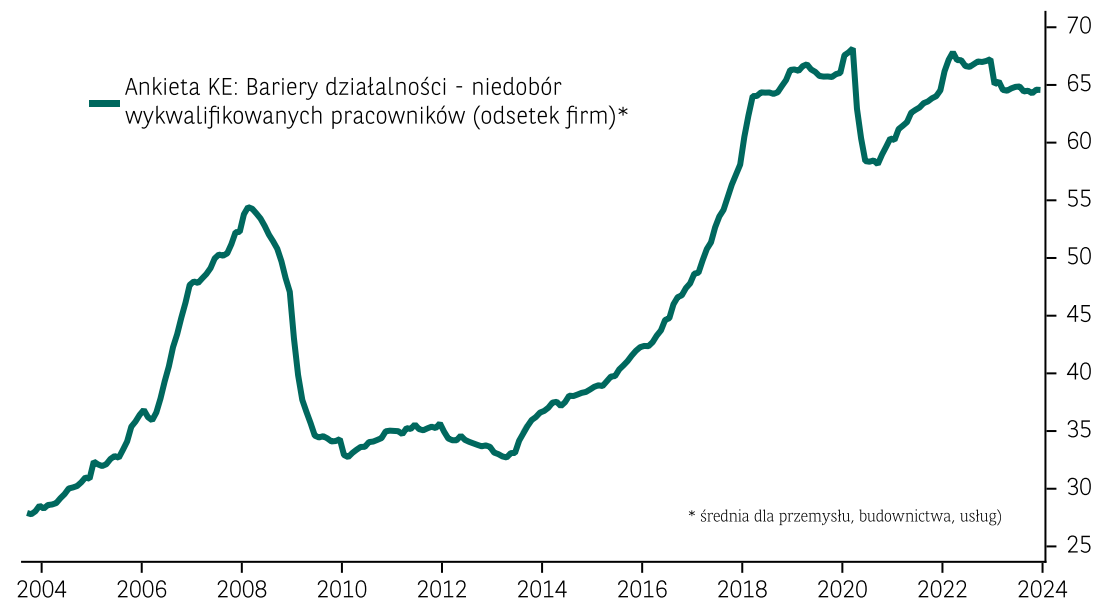


# DYNAMIKA PŁAC BĘDZIE PODSYCANANA PRZEZ DOBRĄ SYTUACJĘ NA RYNKU PRACY

## > Tylko nieznaczny spadek popytu na pracę...



## > ... przy strukturalnym niedoborze pracowników



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

Choć w sektorze prywatnym presja płacowa może nieco osłabnąć (prognozujemy że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniesie średniorocznie 9,5%), to dobra sytuacja na rynku pracy będzie naszym zdaniem ograniczać wyhamowywanie dynamiki zarobków. Stopa bezrobocia pozostaje na historycznie niskich poziomach i strukturalny niedobór pracowników pozostaje widoczny.

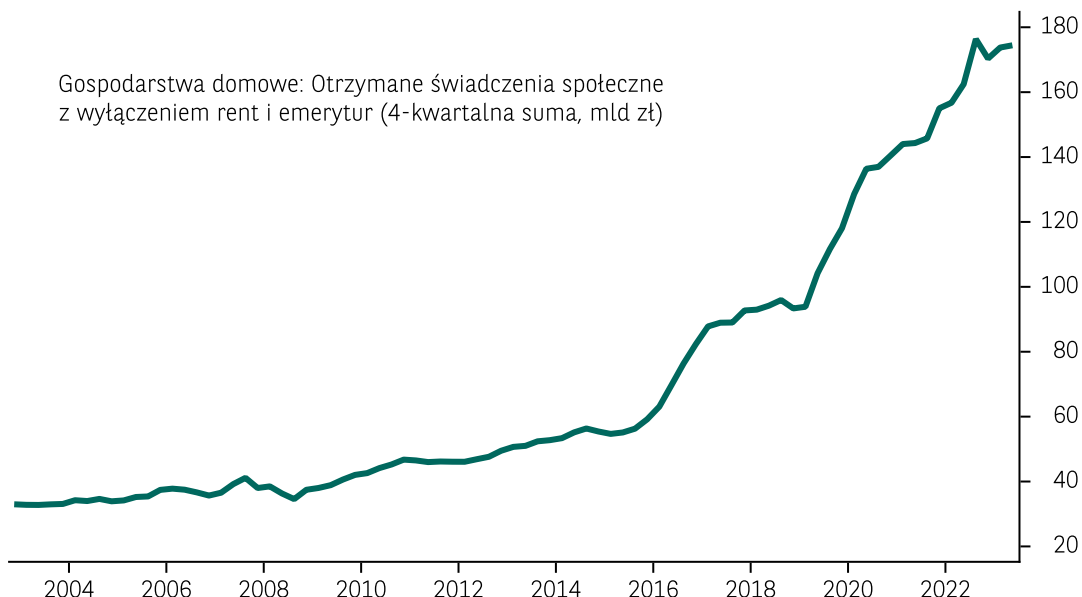
Dodatkowo podnosić średnie wynagrodzenie w gospodarce w tym roku będzie też blisko 20% podwyżka płacy minimalnej (w styczniu do 4242 zł, a w lipcu do 4300 zł), która naszym zdaniem w największym stopniu wpłynie na koszty pracy w najmniejszych przedsiębiorstwach.



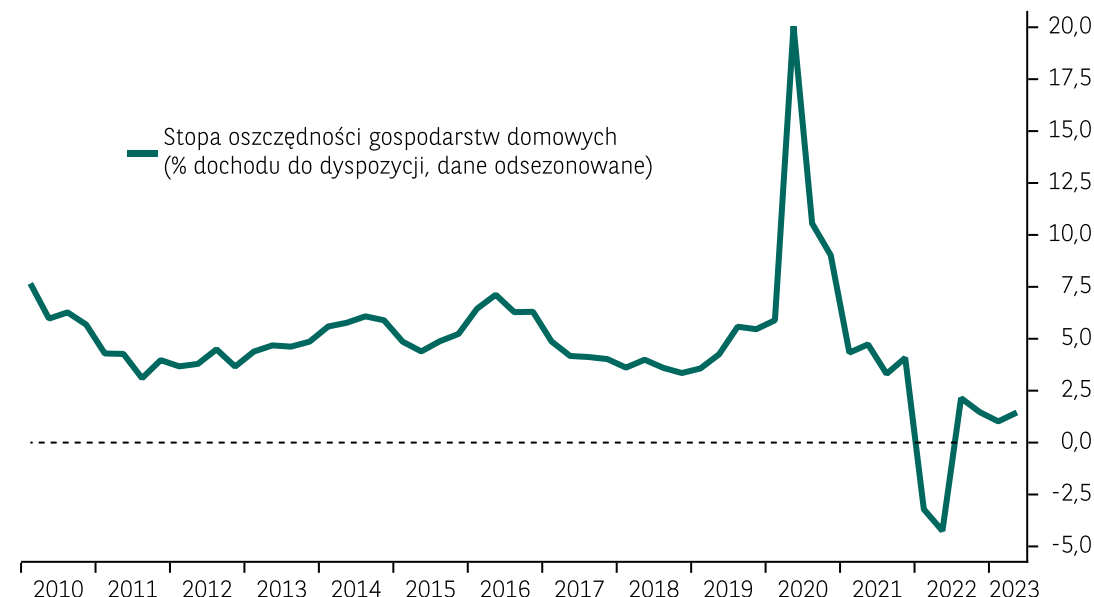
# WZROST STOPY OSZCZĘDNOŚCI MOŻE OGRANICZYĆ ODBICIE KONSUMPCJI

## > Świadczenia społeczne trafiające do rodzin wyraźnie wzrosną

Gospodarstwa domowe: Otrzymane świadczenia społeczne z wyłączeniem rent i emerytur (4-kwartalna suma, mld zł)



## > W ostatnich kwartałach stopa oszczędności była bardzo niska



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. Jednocześnie zapowiadany program Aktywny Rodzic („babciowe”) to zastrzyk 8 mld zł dla rodziców. W efekcie spodziewamy się, że konsumpcja (w ujęciu realnym) wzrośnie w tym roku o 4,5%.

Ryzykiem dla naszej prognozy jest ewentualny wzrost stopy oszczędności. W ostatnich kwartałach kształtowała się ona na niskim poziomie i jej wzrost mógłby spowodować mniej wyraźne przełożenie się wyższych dochodów na wydatki konsumpcyjne.

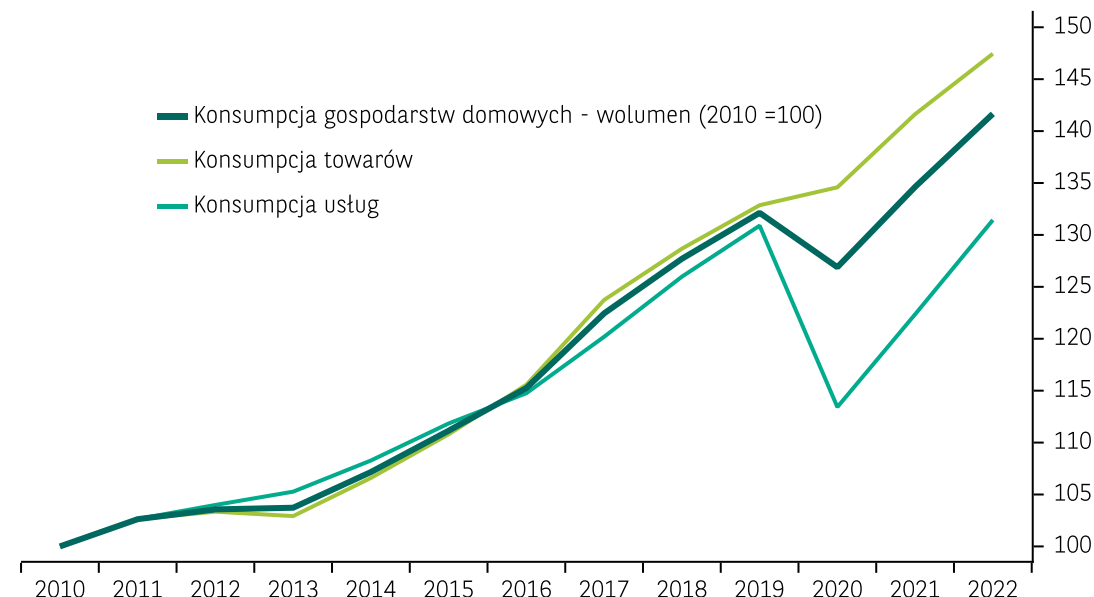


# AKTYWNOŚĆ ZAKUPOWA GOSPODARSTW DOMOWYCH POWINNA BYĆ WYSOKA

## > Nastroje konsumentów systematycznie się poprawiają



## > Efekt pandemii wciąż widoczny w wydatkach na usługi



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

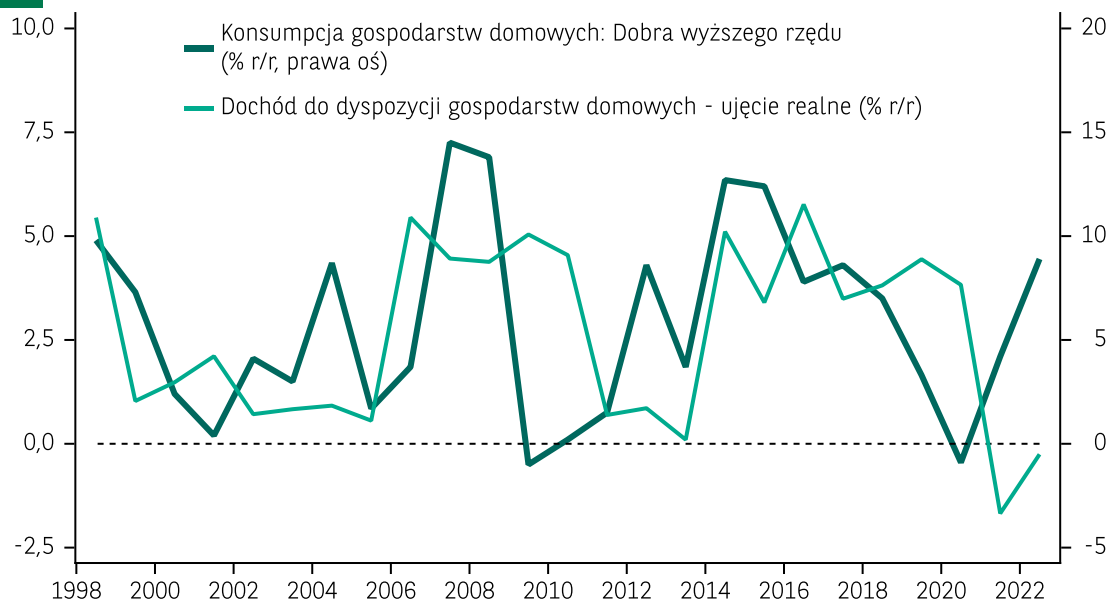
W scenariuszu bazowym nie zakładamy jednak, żeby skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych miała na tyle istotnie wzrosnąć, żeby konsumpcja w tym roku wyraźnie nie odbiła. Sugeruje to także systematycznie poprawiający się wskaźnik ufności konsumenckiej, który naszym zdaniem sugeruje, że aktywność zakupowa wśród gospodarstw domowych powinna być w nadchodzących miesiącach wysoka.

W naszej ocenie wydatki konsumentów powinny być w dużej mierze przeznaczane na usługi. Wydaje się, że po pandemii popyt na nie wciąż nie odbudował się w pełni, a wzrost dochodów może skłonić gospodarstwa domowe do częstszego korzystania z nich.

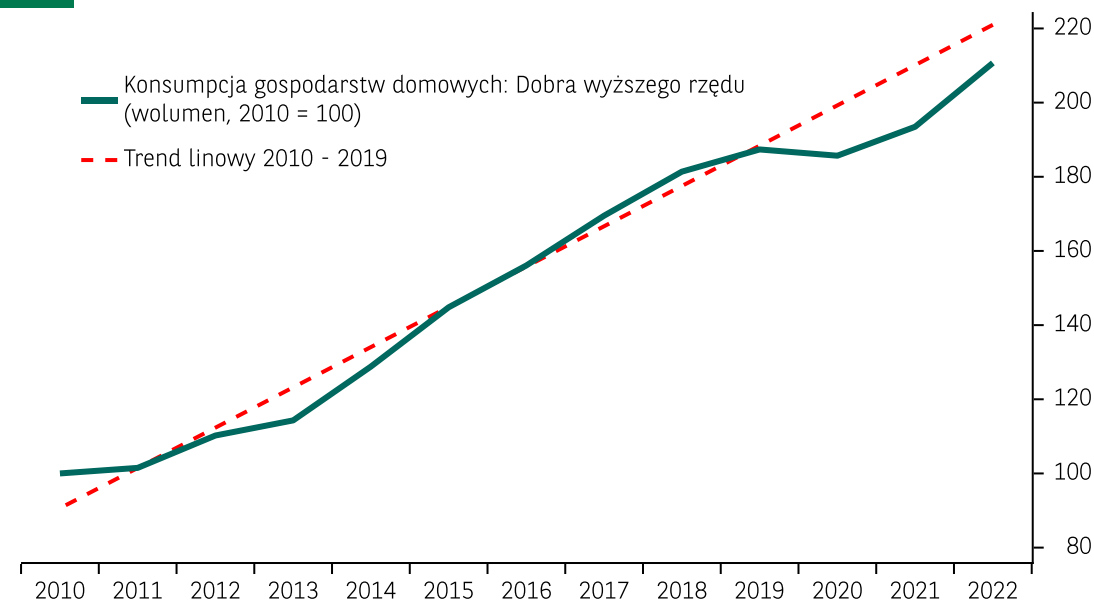


# WZROST POPYTU NA DOBRA TRWAŁEGO UŻYTKU W TYM ROKU?

## > Elastyczność dochodowa dóbr wyższego rzędu



## > W Polsce brak pandemicznego boomu na dobra trwałe użytku



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Jeśli chodzi o towary, to tu także spodziewamy się odbicia konsumpcji, jednak powinno ono dotyczyć przede wszystkim dóbr wyższego rzędu (np. elektronika, meble, sprzęt RTV), które charakteryzują się wysoką elastycznością dochodową popytu (popyt na nie silnie zmienia się pod wpływem zmian dochodu konsumentów).

Mimo, że globalnie w pandemii popyt na dobra trwałe użytku wyraźnie wzrósł (co może ograniczać go obecnie), w Polsce taka sytuacja nie miała miejsca, co w naszej ocenie zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu zakupów w tych kategoriach towarów w najbliższych miesiącach.





# KTÓRE BRANŻE SKORZYSTAJĄ NAJBARDDZIEJ NA WZROŚCIE DOCHODÓW GOSP. DOMOWYCH?

## > Kategorie dóbr i usług o wysokiej elastyczności dochodowej

Nr.	Dobra i usługi	Elastyczność dochodowa popytu*	Udział w wydatkach konsumpcyjnych**
1	Turystyka zorganizowana	3,14	1,1%
2	Tekstylia domowe	2,95	0,5%
3	Pozostałe artykuły i sprzęt rekreacyjny, ogród i zwierzęta domowe	2,76	0,6%
4	Usługi finansowe	2,69	5,1%
5	Gastronomia	2,50	3,0%
6	Usługi lekarskie	2,37	2,3%
7	Usługi hotelarskie	2,21	0,8%
8	Higiena osobista	2,07	3,1%
9	Meble i wyposażenie wnętrz, dywany i inne pokrycia podłogowe	1,98	1,7%
10	Napoje bezalkoholowe	1,91	2,3%
11	Urządzenia gospodarstwa domowego	1,84	0,9%
12	Produkty medyczne, urządzenia i wyposażenie	1,84	4,6%
13	Gazety, książki i przybory piśmiennicze	1,82	0,9%
14	Zakup pojazdów	1,61	4,7%
15	Odzież i obuwie	1,39	4,9%
16	Konserwacja i naprawa mieszkania	1,32	3,4%
17	Narzędzia i wyposażenie dla domu i ogrodu	1,24	0,1%
18	Artykuły użytku osobistego, gdzie indziej nieklasyfikowane	1,17	0,8%
19	Towary i usługi do bieżącego utrzymania gospodarstwa domowego	1,17	1,3%
20	Szkló, zastawa stołowa i sprzęt gospodarstwa domowego	1,13	0,6%
<b>ŁĄCZNIE</b>			<b>42,7%</b>

Źródło: Eurostat, Macrobond, BNP Paribas Polska; \*) na podstawie obliczeń BNP Paribas Polska; \*\*) w 2022 roku

Wśród dóbr i usług konsumpcyjnych charakteryzujących się najwyższą elastycznością dochodową (popyt najsilniej reaguje na zmiany dochodu) znajdują się turystyka zorganizowana, tekstylia domowe, oraz pozostałe artykuły i sprzęt rekreacyjny.

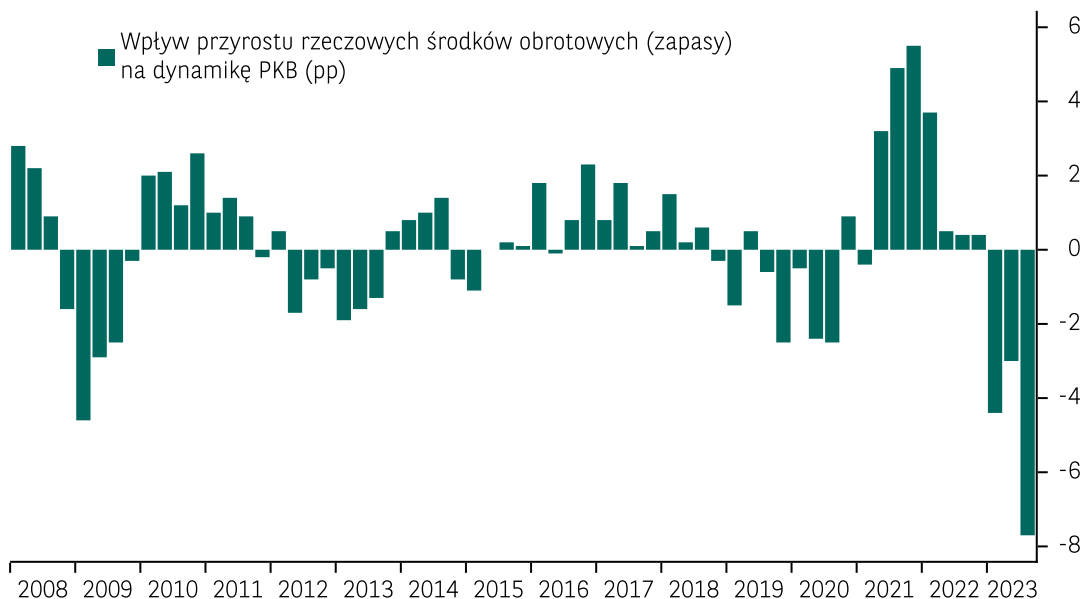
Choć udział tych kategorii w wydatkach konsumpcyjnych ogółem jest niewielki (około 2%) to wśród grup produktów o elastyczności dochodowej przekraczającej jeden można znaleźć też takie o dużo większym znaczeniu w budżetach gospodarstw domowych, a łącznie odpowiadają one za 42,7% koszyka zakupów HICP.

W naszej ocenie poza wymienionymi już pozycjami w tym roku wyraźnie wzrosnąć mogą wydatki na gastronomię, usługi hotelarskie, meble i wyposażenie wnętrz, urządzenia gospodarstwa domowego a także higienę osobistą (zarówno usługi pielęgnacyjne jak i kosmetyki).

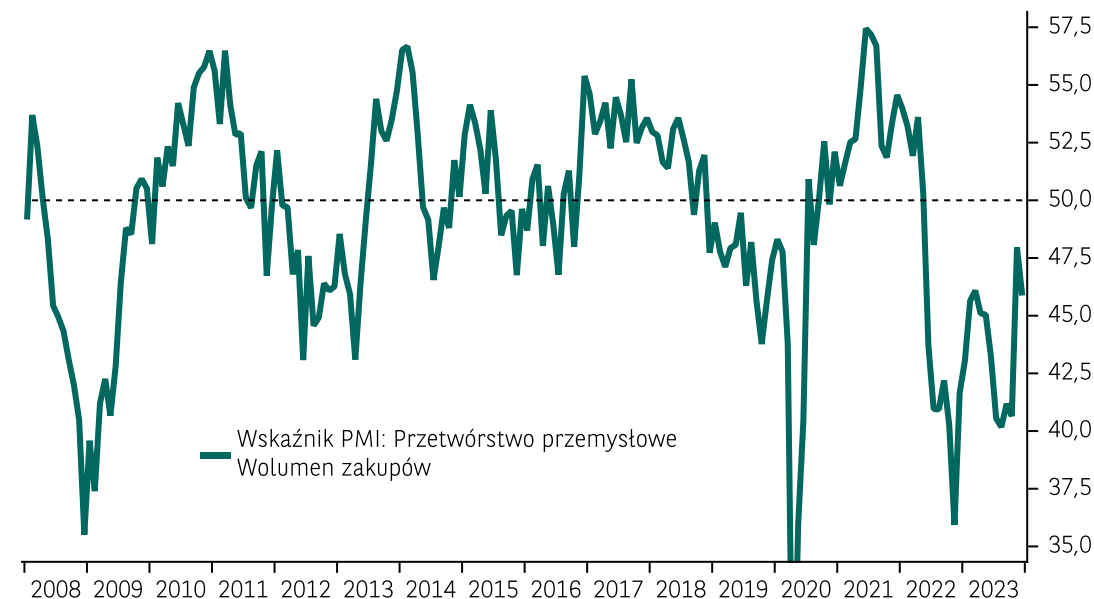


# DOSTOSOWANIE ZAPASÓW JUŻ ZAKOŃCZONE?

## > Zapasy były istotnym czynnikiem oddziałującym na wzrost PKB od 2021 r.



## > Branże przemysłowe póki co nie odbudowują jeszcze pozycji magazynowych



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

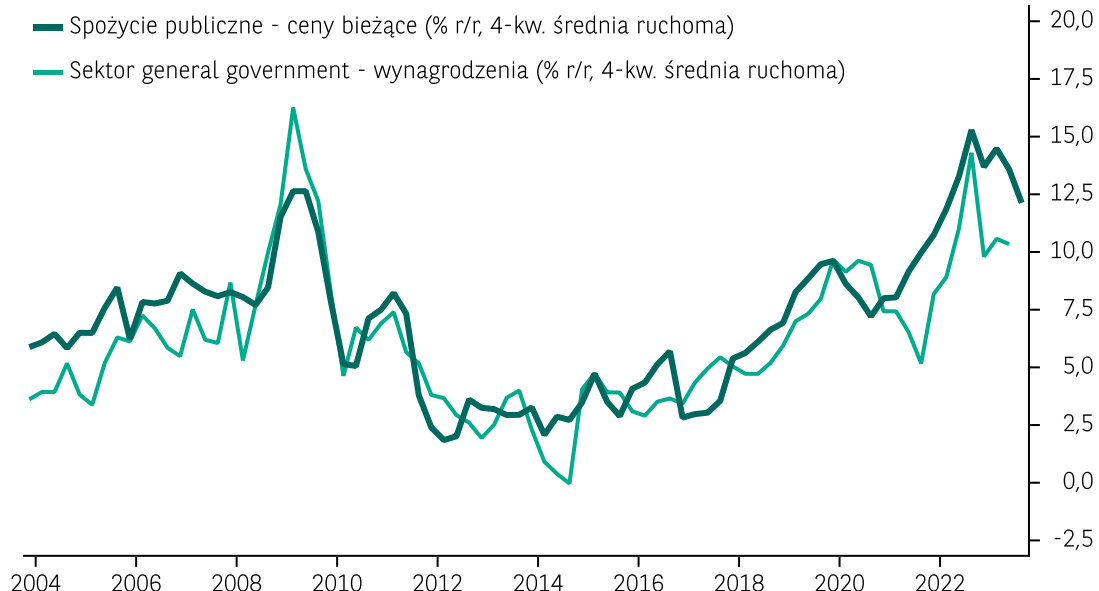
O ile silne ożywienie konsumpcji wydaje się nam w tym roku bardzo prawdopodobne, to skala jego przełożenia na dynamikę wzrostu gospodarczego obarczona jest niepewnością ze względu na politykę zarządzania zapasami. W 2021-22 roku przedsiębiorstwa mocno zwiększyły posiadane przez siebie środki obrotowe. W zeszłym roku wraz ze słabnącym popytem, proces ten uległ jednak wyraźnemu wstrzymaniu.

Zakładamy, że dostosowanie pozycji magazynowych do koniunktury w dużym stopniu już się zmaterializowało. Jeżeli jednak odradzający popyt konsumpcyjny w większym stopniu będzie zaspokajany z zapasów, może to oznaczać wolniejsze tempo wzrostu PKB niż się obecnie spodziewamy.

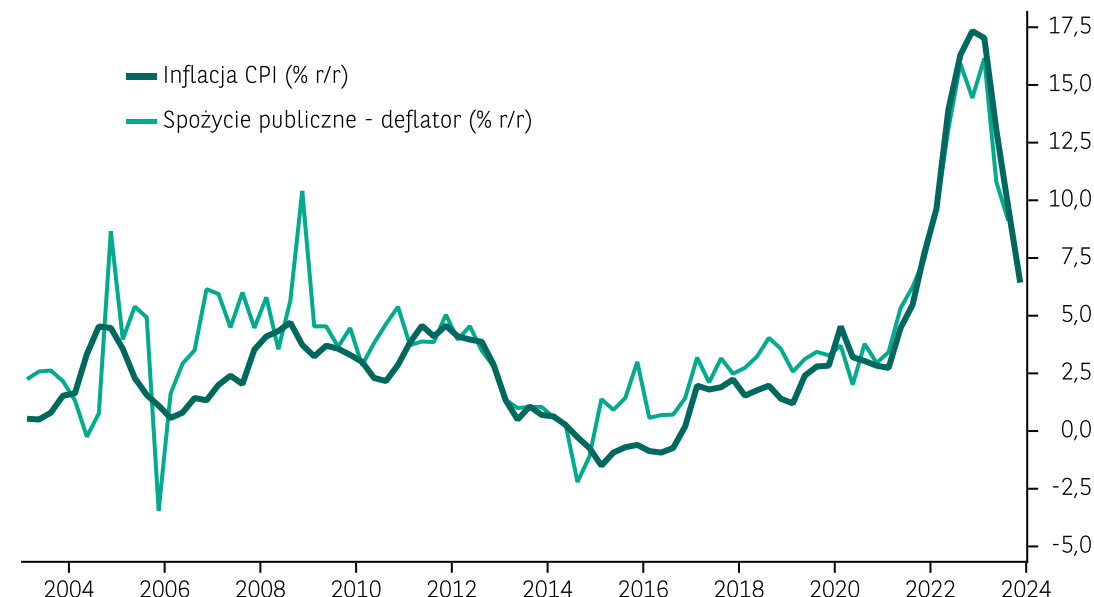


# SPOŻYCIE PUBLICZNE: WZROST WSPARTY PODWYŻKAMI W BUDŻETÓWCE

## > Dynamika spożycia publicznego silnie zależna od wynagrodzeń



## > Deflator spożycia publicznego vs inflacja CPI



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym będą z jednej strony korzystnie wpływać na wydatki gospodarstw domowych, z drugiej powinny podbić także spożycie publiczne poprzez wyższą wartość usług oferowanych przez państwo. Jako że usługi takie jak edukacja, czy działalność policji nie mają rynkowej ceny, ich wartość obliczana jest w oparciu o koszt ich dostarczenia (w tym koszt pracy).

„Urealnienie” tych wydatków następuje poprzez skorygowanie o indeks cen (deflator). Historycznie indeks ten był wyraźnie skorelowany z inflacją CPI. W efekcie spodziewamy się, że wysoki realny wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym może dodatkowo podbić dynamikę PKB w br.



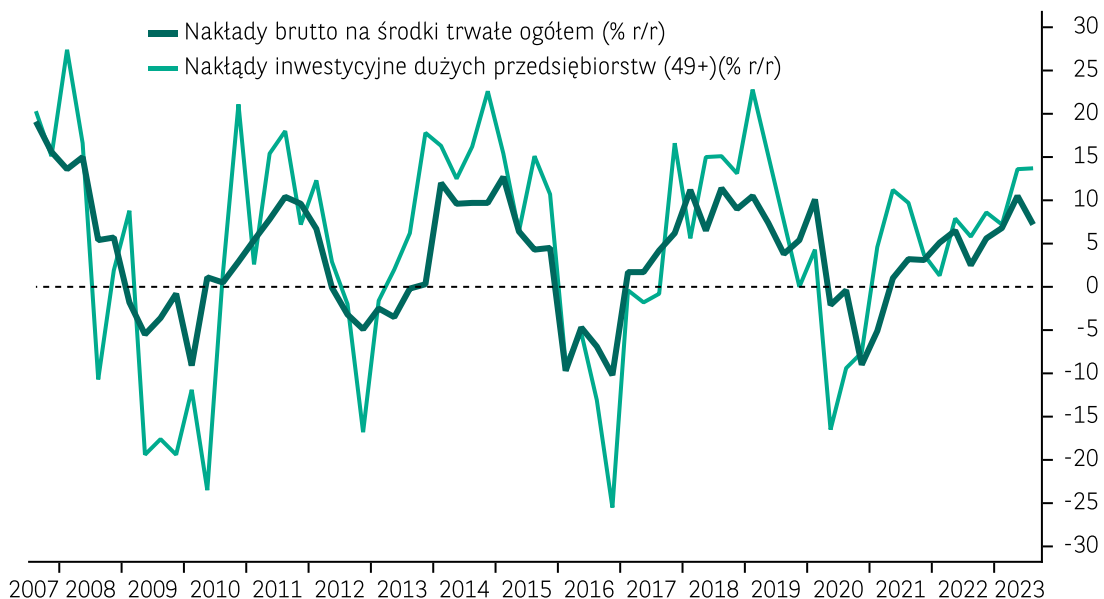
# Inwestycje i fundusze unijne – nowa perspektywa finansowa i KPO w Polsce i wybranych krajach UE



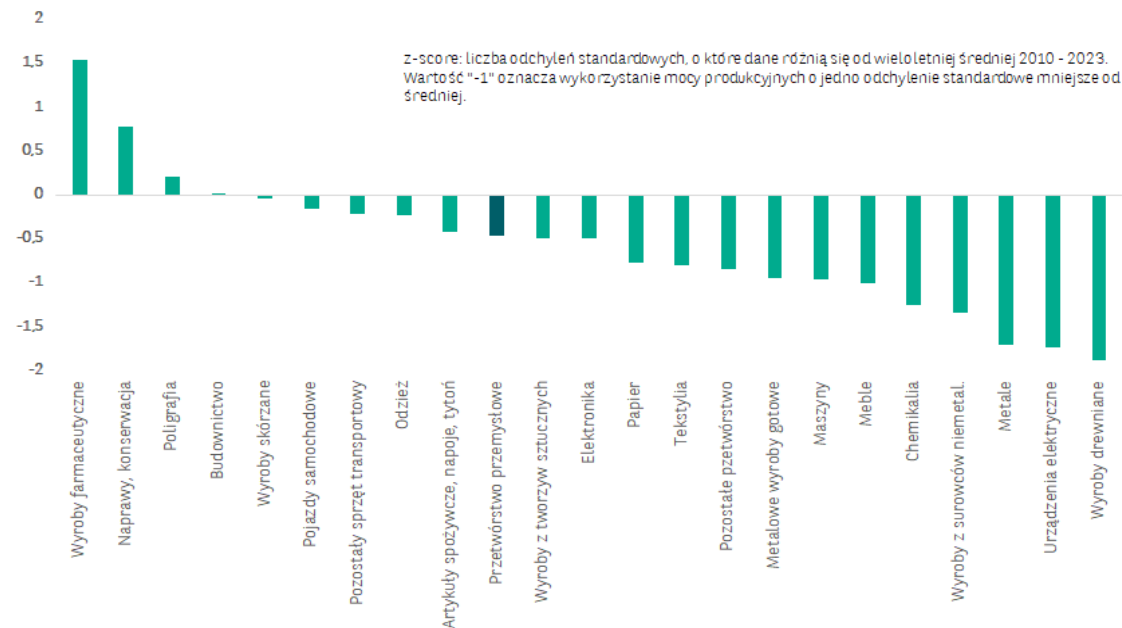
**BNP PARIBAS**

# INWESTYCJE W UBIEGLYM ROKU NAPĘDZANE WYDATKAMI DUŻYCH PRZEDSIĘBIORSTW

## > Czy firmy dalej będą tak chętnie inwestować?



## Wykorzystanie mocy produkcyjnych w IV kw. 2023 r - przemysł i budownictwo, dane wystandaryzowane (z-score)



Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

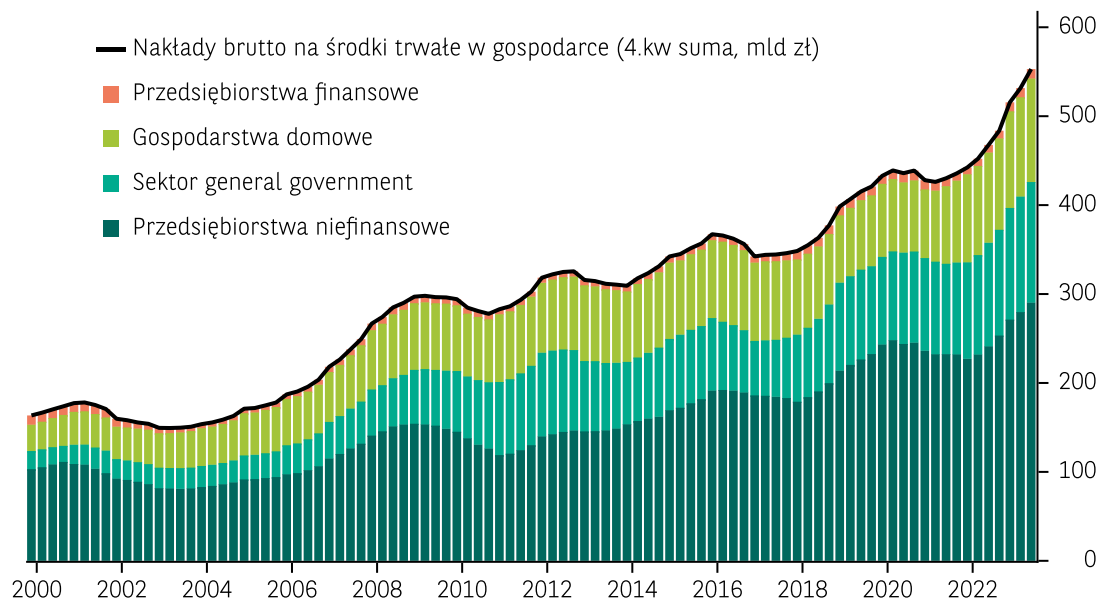
Na przestrzeni ostatnich miesięcy zaskakująco odporne na słabnący popyt konsumpcyjny i zagraniczny były krajowe inwestycje. W pierwszych trzech kwartałach ubiegłego roku nakłady brutto na środki trwałe wzrosły średnio o 8,2% r/r, głównie za sprawą wydatków kapitałowych dużych przedsiębiorstw, które w okresie styczeń – wrzesień wzrosły realnie o 11,5% r/r.

Uważamy jednak, że aktywność inwestycyjna firm może osłabnąć w nadchodzącym czasie. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle jest poniżej wieloletniej średniej w większości branż, co najprawdopodobniej będzie ograniczać nakłady na zwiększanie parku maszynowego.

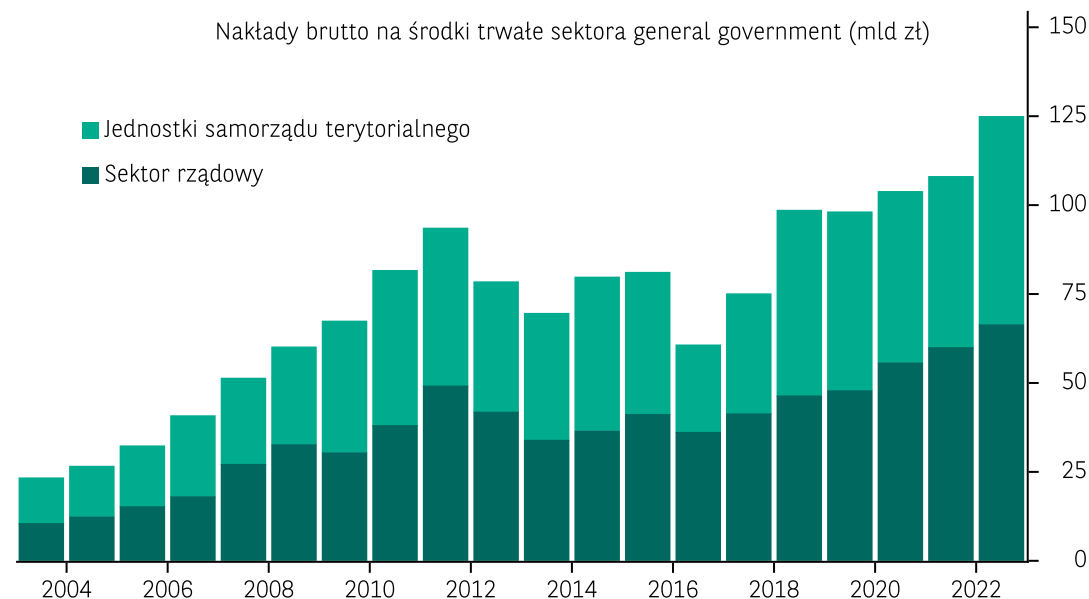


# STRUKTURA INWESTYCJI W POLSCE

## > Przedsiębiorstwa odpowiadają za ponad 50% wydatków inwestycyjnych



## > Wydatki inwestycyjne sektora general government



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

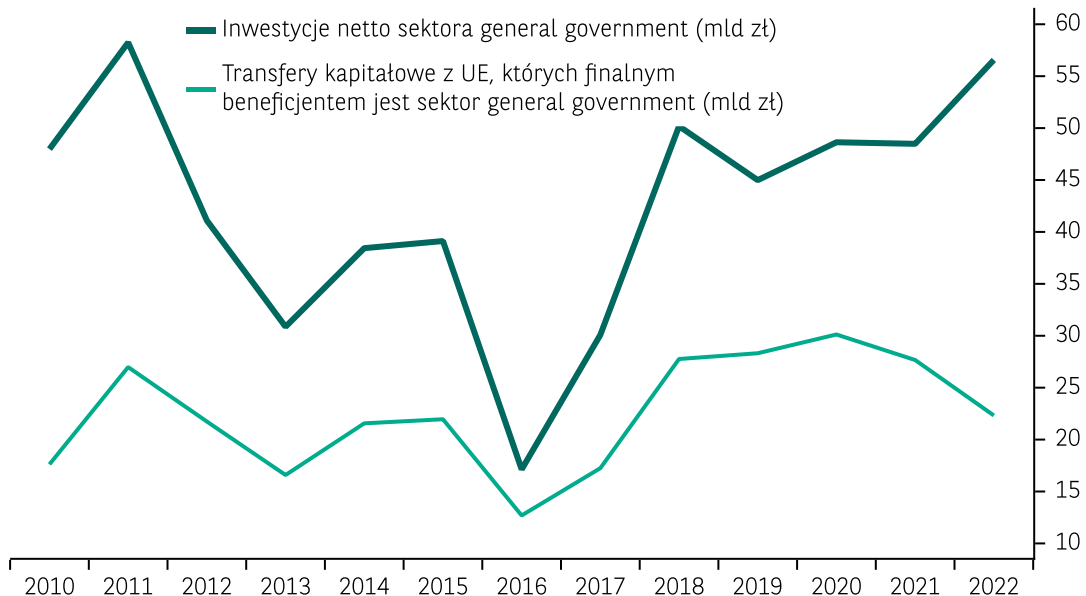
Ponoszone przez przedsiębiorstwa nakłady brutto na środki trwałe odpowiadają za 52% ogółu wydatków inwestycyjnych w polskiej gospodarce. Ich ograniczenie będzie więc wpływać na wyhamowanie dynamiki inwestycji w tym roku (do 2,5%). Niwelować negatywny wpływ niższych wydatków kapitałowych firm mogą w pewnym stopniu projekty rządowe (25% udziału w inwestycjach w Polsce).

Nakłady brutto na środki trwałe sektora *general government* są mniej więcej po połowie rozdzielone pomiędzy jednostki samorządu terytorialnego jak i sektor rządowy (uwzględnia fundusze zarządzane przez BGK np. Krajowy Fundusz Drogowy).

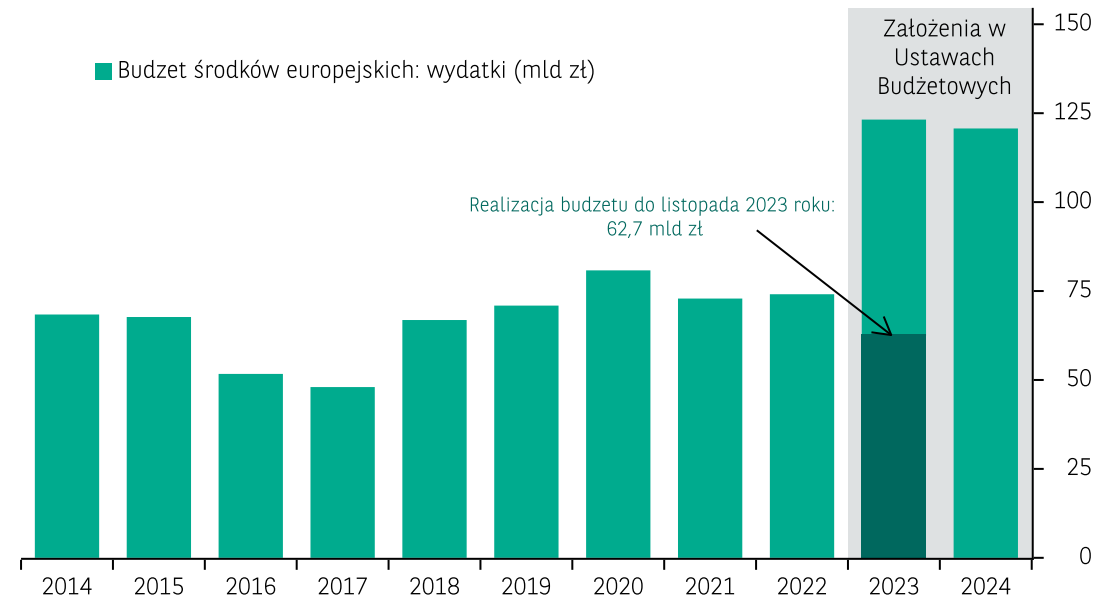


# ROLA FUNDUSZY UNIJNYCH W INWESTYCJACH PUBLICZNYCH

## > Transfery z Unii kluczowym czynnikiem dla inwestycji publicznych



## > Oczekiwany zwiększony napływ funduszy unijnych w tym roku



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

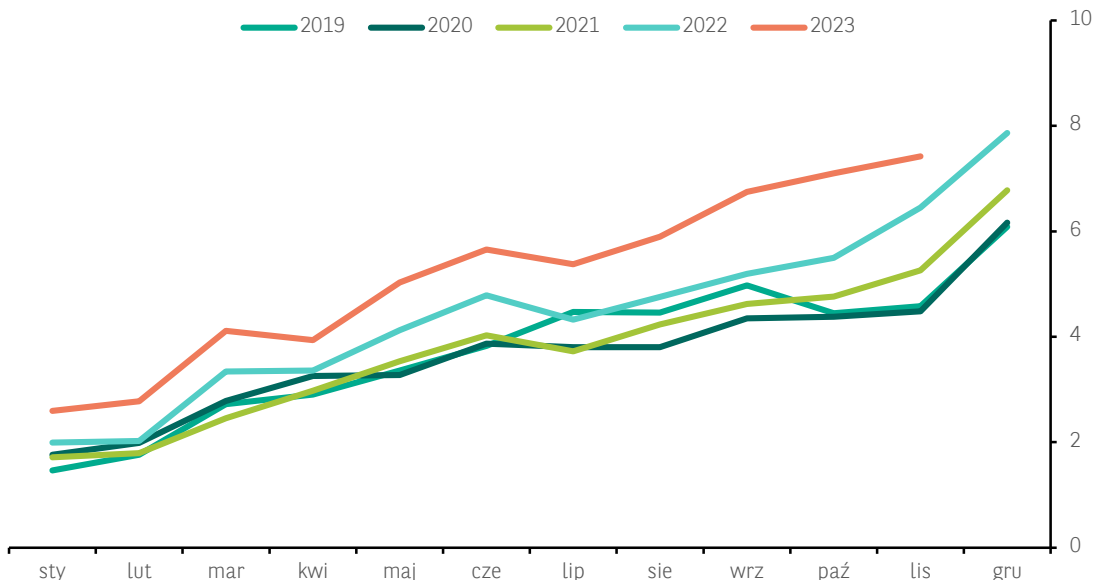
Finansowanie inwestycji sektora *general government* pozostaje silnie uzależnione od napływu funduszy unijnych. W uproszczeniu około 40% środków na nowe projekty (inwestycje netto) pochodzi z Brukseli.

Nowy projekt Ustawy Budżetowej zakłada bardzo znaczący napływ środków europejskich na poziomie 121 mld zł (zawiera fundusze wypłacane w ramach Wspólnej Polityki Rolnej), głównie ze względu na uwzględnienie finansowania z Krajowego Planu Odbudowy oraz wieloletniego budżetu UE na lata 2021-27. Faktyczne wykorzystanie tych środków powinno dać istotny impuls dla inwestycji rządowych i samorządowych.



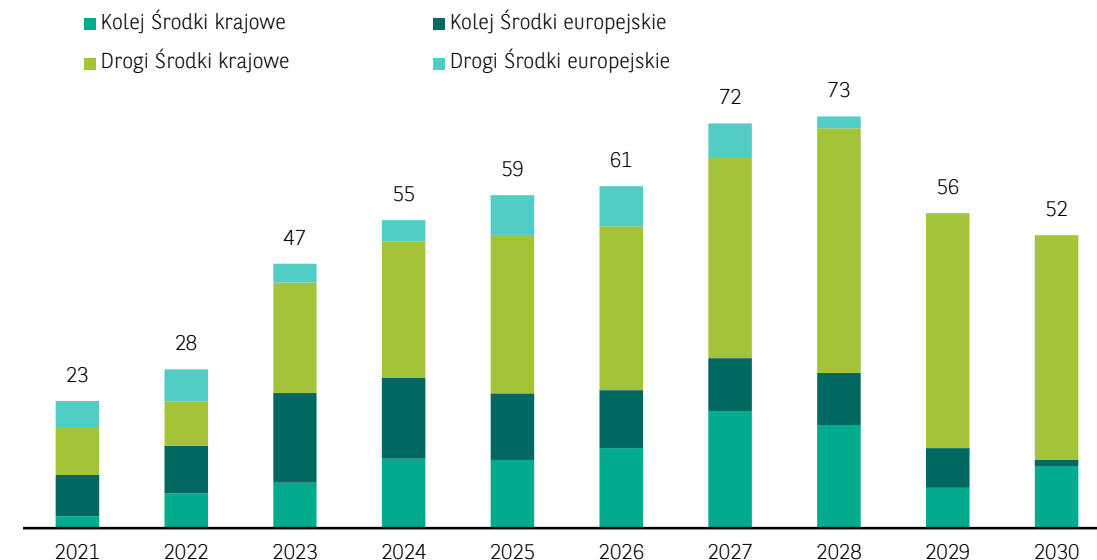
# INWESTYCJE PUBLICZNE: PROJEKTY INFRASTRUKTURALNE

## > Budowa obiektów inżynierskich w Polsce [mld PLN, dane miesięczne]



\* Uwzględniono programy rozwoju dróg (Program Budowy Dróg Krajowych; Program Wzmocnienia Krajowej Sieci Drogowej; Program 100 Obwodnic; Program Bezpiecznej Infrastruktury Drogowej; Rządowy Fundusz Rozwoju Dróg) oraz kolei (Krajowy Program Kolejowy; Rządowy program wsparcia zadań zarządców infrastruktury kolejowej; Program Kolej+; Rządowy program budowy lub modernizacji przystanków kolejowych)  
Źródło: GUS, Ministerstwo Infrastruktury, Bank BNP Paribas

## > Inwestycje publiczne w infrastrukturę transportową\* [mld PLN]



Tymczasem branża infrastrukturalna powinna zaliczyć już zakończony właśnie 2023 rok do udanych – co widać szczególnie w danych na temat zrealizowanej produkcji budowlano-montażowej w zakresie obiektów inżynierskich.

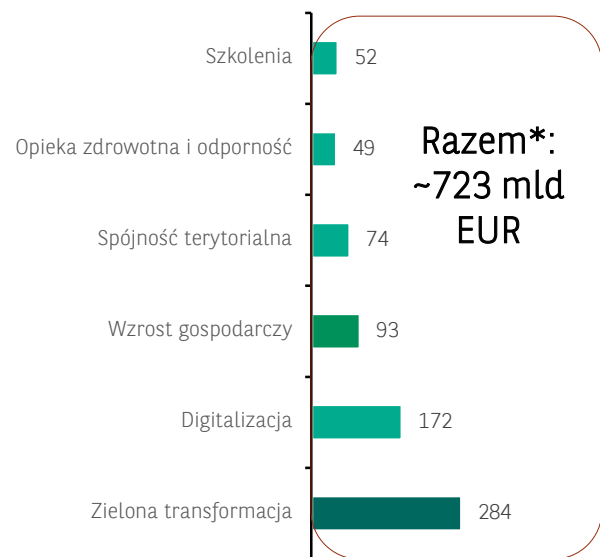
Rok 2024 i kolejne lata to także powinien być okres wzmożonej aktywności budowlanej finansowanej ze środków unijnych, wraz z „rozkrećaniem się” kolejnych programów krajowych i regionalnych. O ile w zakończonym roku zakładano wydatki na poziomie 47 mld PLN w infrastrukturę transportową drogową i kolejową, o tyle rozpoczęty 2024 rok powinien przynieść już ponad 55 mld PLN inwestycji w tym obszarze.



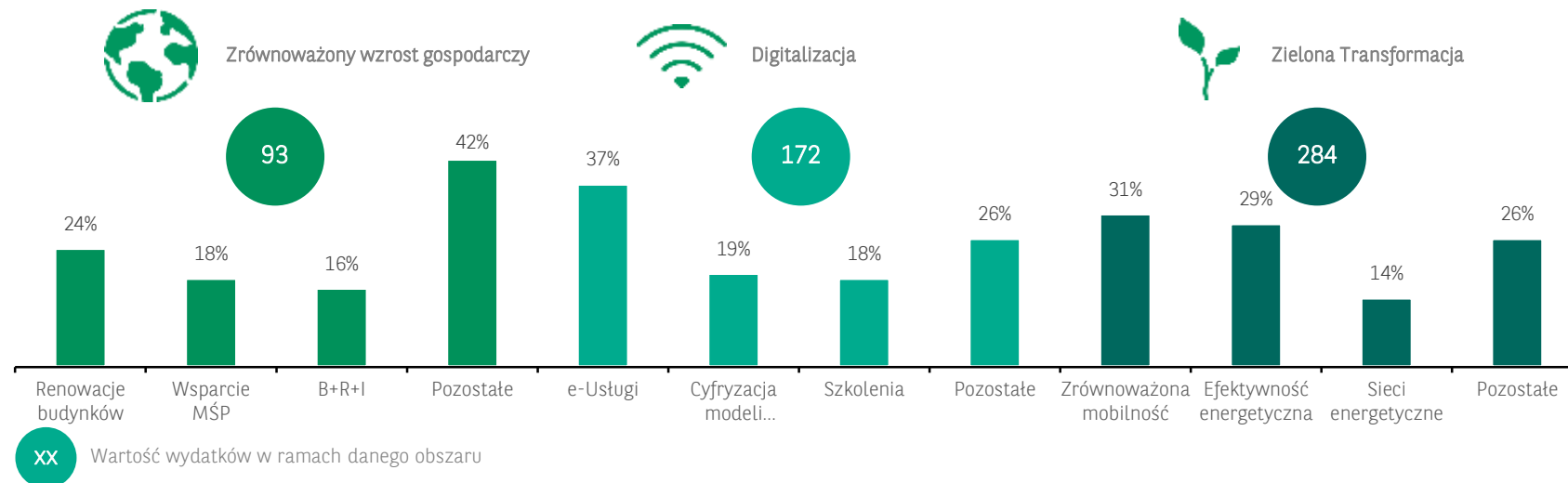


# UE: PLANY ODBUDOWY W UE27

## > Główne obszary wydatków [mld EUR]



## Trzy największe obszary interwencji



\* Maksymalna dostępna kwota w przypadku 100% wykorzystania części pożyczkowej przez wszystkie Państwa UE27 (dotychczas o część pożyczkową wystąpiło tylko 15). \*\* Szacunki Bank BNP Paribas na bazie zaakceptowanych wersji KPO. Wyliczenia mają charakter wstępny i mogą się zmieniać wraz z kolejnymi aktualizacjami poszczególnych dokumentów strategicznych przez Państwa Członkowskie. Źródło: Komisja Europejska, Bank BNP Paribas

Wprowadzony przez UE Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (w Polsce wdrażany jako KPO) to tymczasowy mechanizm, którego celem jest przyspieszenie wzrostu unijnej gospodarki po pandemicznym kryzysie, zgodnie z celami zawartymi w Europejskim Zielonym Ładzie. W 2022 roku rozbudowano to rozwiązanie o działania mające na celu ograniczenie zależności od kopalnych nośników energii.

Budżet tego Instrumentu na poziomie unijnym to ponad 723 mld EUR\*, z czego 385 mld EUR będzie dystrybuowane jest w formie preferencyjnych pożyczek. Jednak jego pełne wydatkowanie będzie możliwe tylko jeżeli wszystkie kraje wystąpią o część pożyczkową.



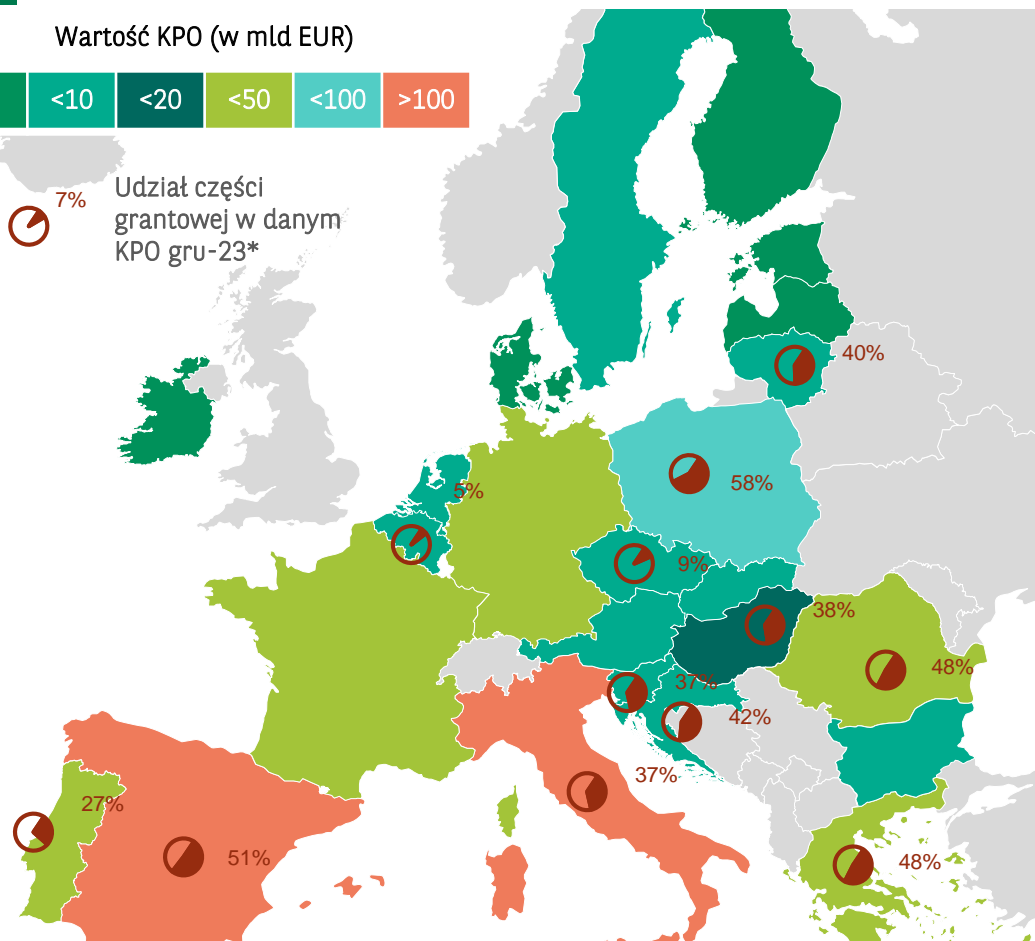
# UE: PLANY ODBUDOWY W UE27

## > Porównanie wielkości poszczególnych KPO w krajach UE27, gru-23 [mld EUR]

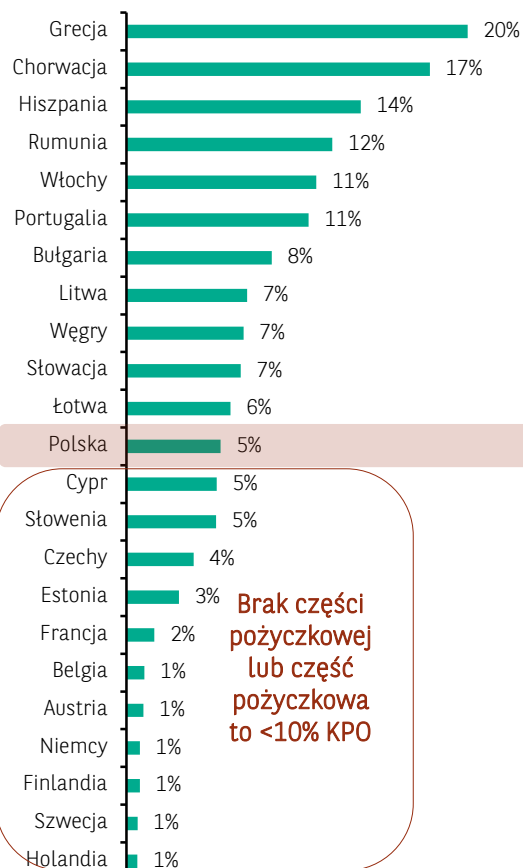
Wartość KPO (w mld EUR)



7%  
Udział części grantowej w danym KPO gru-23\*



Wartość KPO a PKB krajów UE27, 2022\*\*



Brak części pożyczkowej lub część pożyczkowa to <10% KPO

\* Wg stanu na koniec gru-23 jedynie 13 KPO zawierało część pożyczkową. Może się to zmienić w przyszłości. \*\* Pomijęto Irlandię, Luksemburg, Cypr i Malte o bardzo niskich KPO (blisko 0% ich PKB).

Źródło: Komisja Europejska, Bank BNP Paribas

Poszczególne Plany Odbudowy silnie różnią się między krajami nie tylko wielkością, ale przede wszystkim stopniem planowanego wykorzystania preferencyjnych pożyczek.

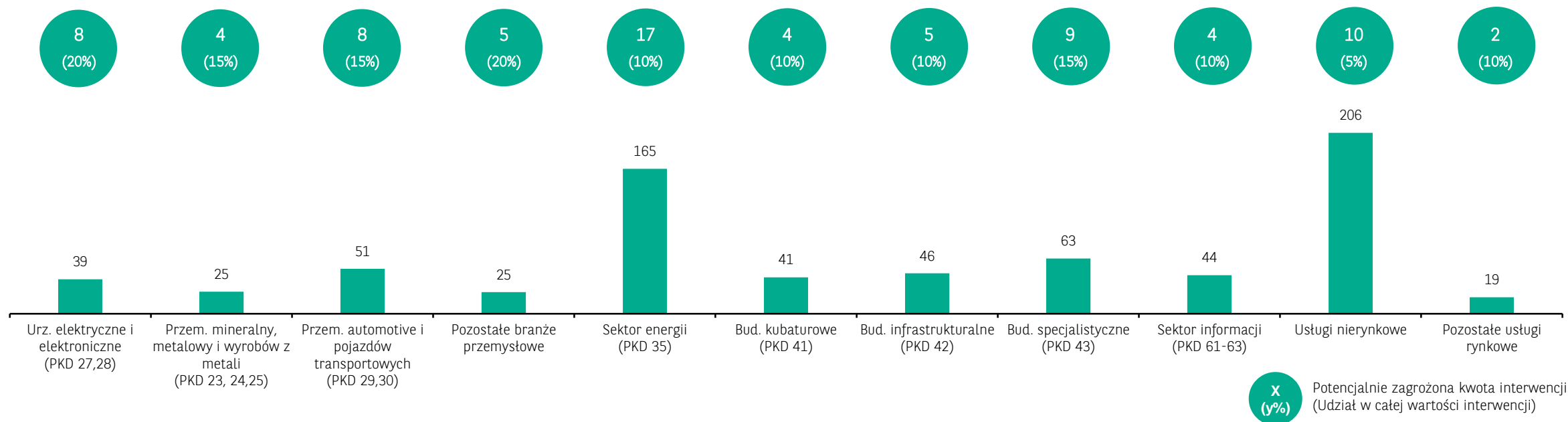
Po rewizji dokonanej w grudniu 2023 r. (aby w pełni uwzględnić RePowerEU), jedynie 13 krajów UE27 zamierzało skorzystać z preferencyjnych pożyczek. Wśród nich warto wyróżnić: Polskę (udział pożyczek w KPO: 58%), Hiszpanię (51%) oraz Włochy (37%), gdzie wolumen tych instrumentów będzie ponadprzeciętnie wysoki.

Znaczne wykorzystanie pożyczek będzie także w Rumunii oraz Grecji, choć te kraje charakteryzują się niższą całkowitą wielkością Planów Odbudowy.



# UE: WSPARCIE TRAFI PRZEDE WSZYSTKIM DO ADMINISTRACJI PUBLICZNEJ I SEKTORA ENERGII

## > Branże - beneficjenci bezpośredni KPO\* [mld EUR]



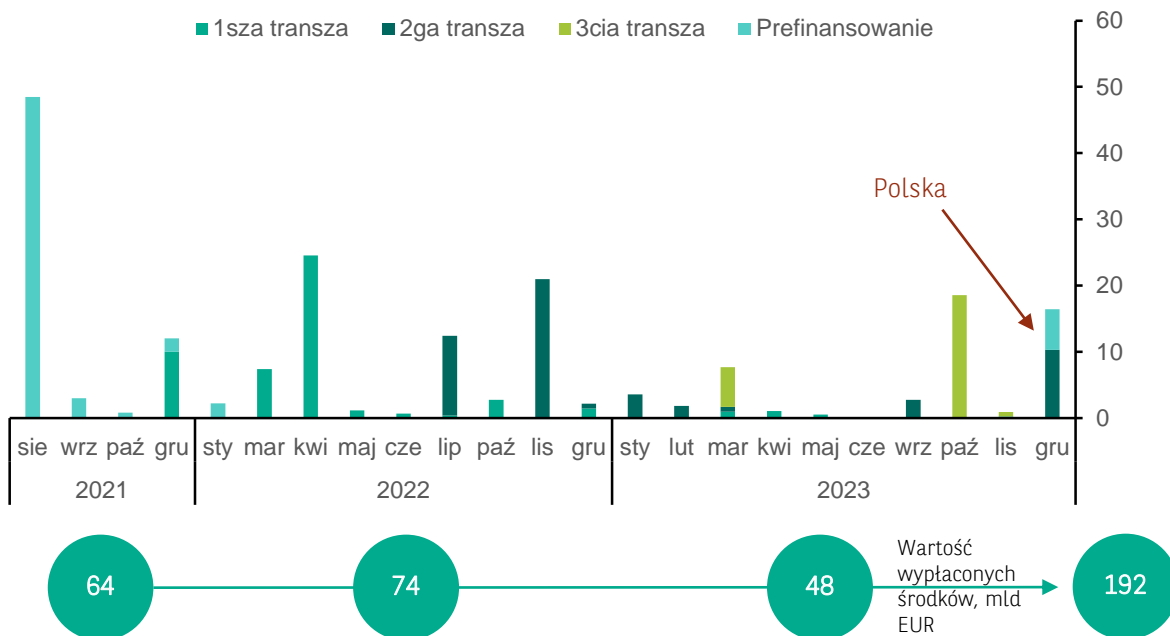
\* Szacunki Bank BNP Paribas na bazie zaakceptowanych wersji KPO (gru-23). Wyliczenia mają charakter wstępny i mogą się zmieniać wraz z kolejnymi aktualizacjami poszczególnych dokumentów strategicznych przez Państwa Członkowskie. \*\* Środki „zagrożone” to wartość nie zaprogramowanej interwencji publicznej w ramach KPO z wykorzystaniem preferencyjnych pożyczek. Źródło: Komisja Europejska, Bank BNP Paribas

Głównym beneficjentem wspieranym w ramach narodowych Planów Odbudowy będą podmioty świadczące pośrednio, bądź bezpośrednio, usługi publiczne bądź też zaangażowane w produkcję i dystrybucję energii. Do tych podmiotów bezpośrednio trafi ponad 360 mld EUR (w formie grantów i dotacji, jak również preferencyjnych instrumentów pożyczkowych – zwłaszcza w obszarze wsparcia źródeł energii, ale także rozwoju infrastruktury). Beneficjentami będą także firmy budowlane oraz wytwórcy maszyn i urządzeń, jak również środki transportu.

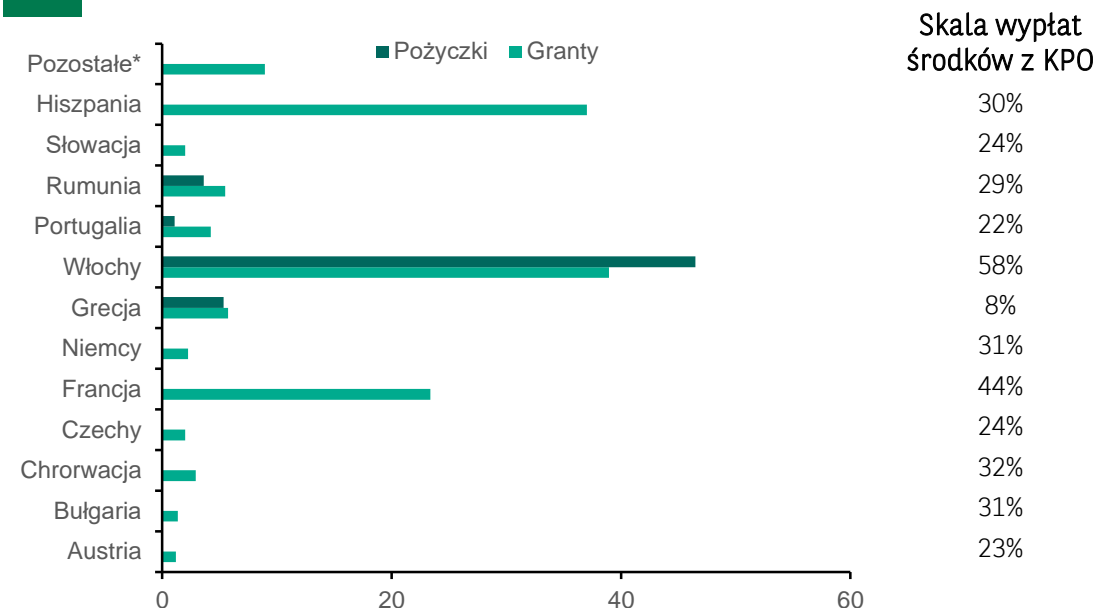


# UE: ŚRODKI Z KPO JUŻ WZMACniają UNIJNĄ GOSPODARKĘ

## > Środki przekazana w ramach KPO, gru-23 [mld EUR]



## > Kraje-beneficjenci wypłat środków z KPO, gru-23 [mld EUR]



\* Są to: Belgia, Cypr, Dania, Estonia, Finlandia, Łotwa, Litwa, Luksemburg, Malta, Słowenia, Polska.  
Źródło: Komisja Europejska Bank BNP Paribas

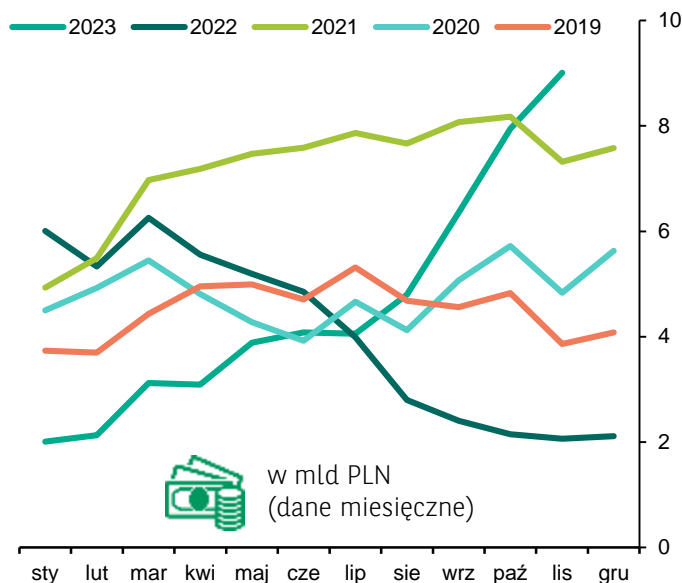
Komisja Europejska wypłaciła dotychczas 192 mld EUR dla 23 krajów (ok. 27% z założonych 724 mld EUR), w ramach zarówno pre-finansowania (w tej grupie jedynie Bułgaria nie uzyskała w taki sposób środków) bądź „tradycyjnych” transz (w tej grupie jedynie Belgia, Niemcy, Finlandia oraz Polska nie uzyskały jeszcze w taki sposób środków).

Co istotne, w perspektywie 2026 muszą zostać zakończone projekty wspierane w formie grantowej, zaś te, które pozyskują preferencyjne pożyczki będą najprawdopodobniej korzystały z finansowania kilka lat dłużej.

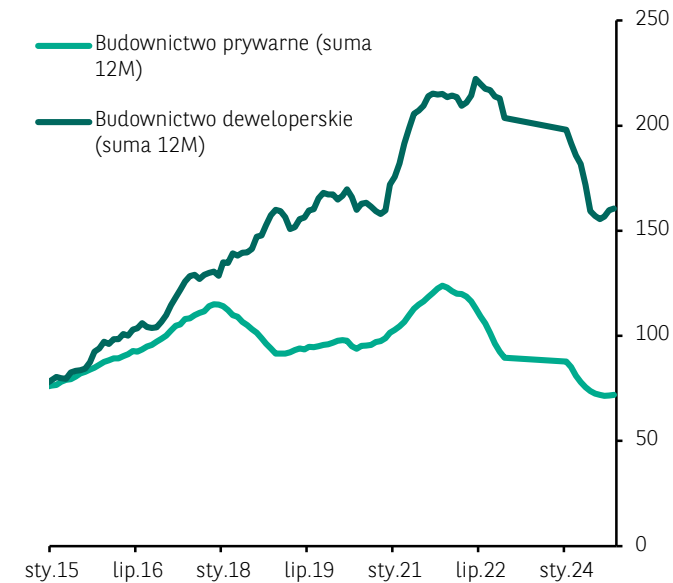
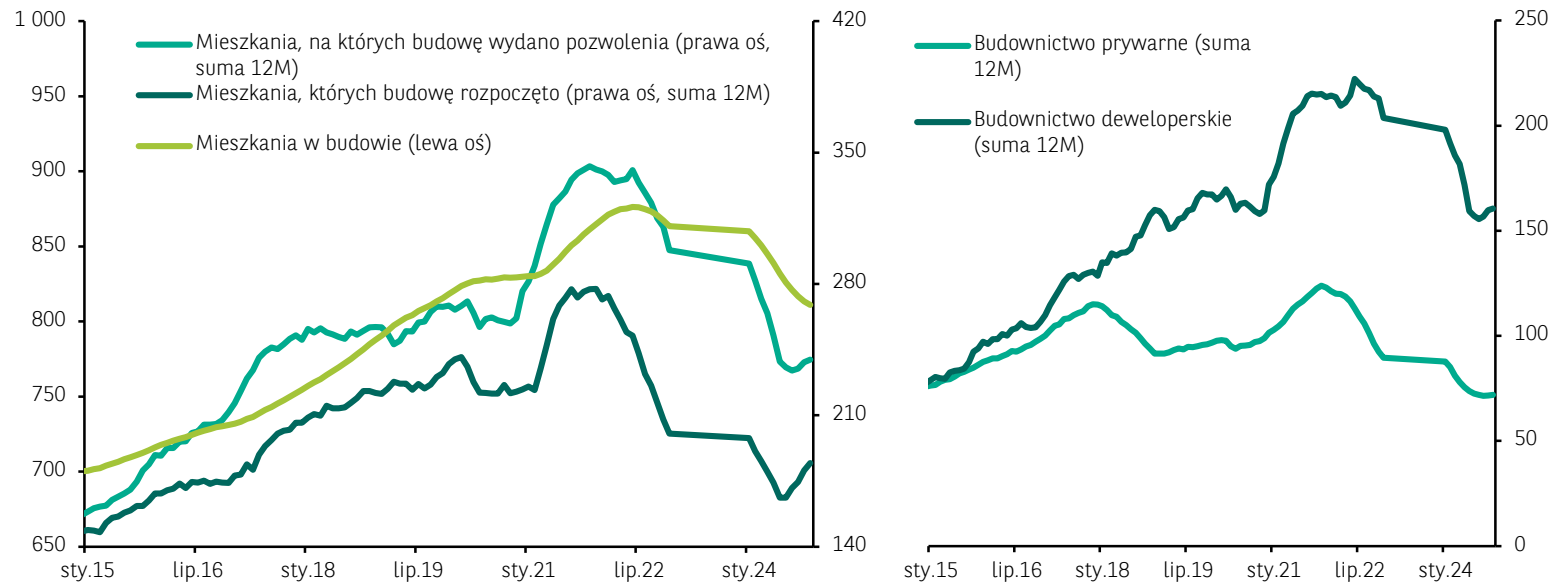


# BUDOWNICTWO MIESZKANIOWE: W POSZUKIWANIU EFEKTÓW PUBLICZNEGO WSPARCIA

## > Sprzedaż kredytów hipotecznych [mld PLN]



## > Mieszkania, których budowę rozpoczęto, 2015-2023 [tys. sztuk]



Źródło: BIK, GUS, Bank BNP Paribas

Dotychczas uruchomione mechanizmy wsparcia zakupu nieruchomości przez władze w publiczne nie doprowadziły do znacznego wzrostu inwestycji mieszkaniowych osób fizycznych, jak również deweloperów (bądź pozostałych inwestorów, np. spółdzielnie mieszkaniowe, TBSy).

Liczba noworozpoczętych inwestycji pozostaje poniżej wyników z lat 2018-2019 (a zatem jeszcze przed górką z końca 2021 roku). Niemniej dobre wyniki deweloperów zaczynają powoli przekładać się na liczbę rozpoczętych przez nich nowych inwestycji, choć skala odbicia pozostaje póki co ograniczona. Stymulująco na rynek mieszkaniowy powinien oddziaływać zapowiadany niedawno rządowy program „Mieszkanie na start”.



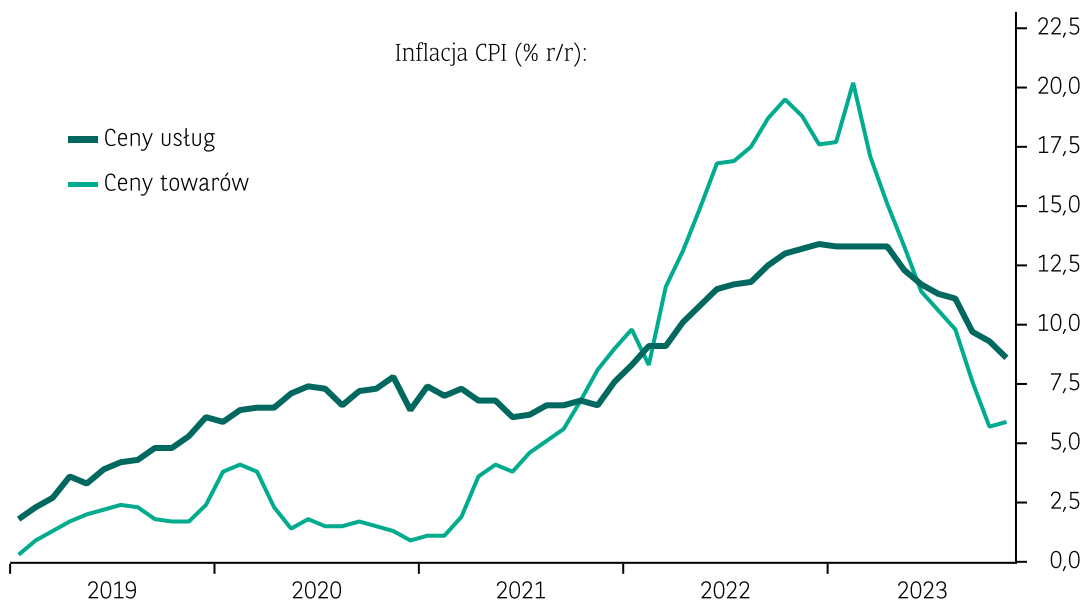
# Inflacja – surowce, koszty pracy, podatki, regulacje



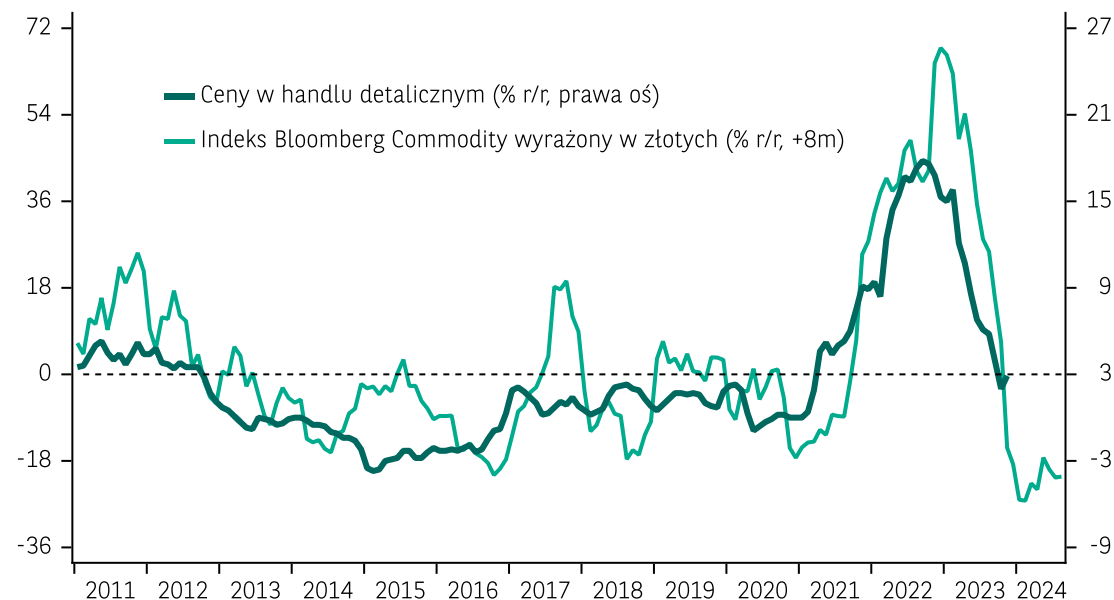
**BNP PARIBAS**

# INFLACJA ZWALNIA DZIĘKI KORZYSTNEMU OTOCZENIU ZEWNĘTRZEMU

## > Dynamika cen towarów obniżyła się o blisko 15pp



## > Tańsze surowce i mocniejszy złoty ograniczają dynamikę cen dóbr



Źródło: GUS, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

Na przestrzeni ostatnich miesięcy inflacja CPI w Polsce wyraźnie zwolniła. Na koniec ubiegłego roku dynamika cen konsumpcyjnych wyniosła 6,1% r/r, podczas gdy w lutym 2023 roku wynosiła ona aż 18,4% r/r. Za wyhamowaniem tempa wzrostu cen stała zarówno dezinflacja w kategorii towarów jak i usług, choć skala spadku inflacji była zdecydowanie większa w przypadku pierwszej z nich.

Mniejsza presja cenowa w przypadku towarów to wynik niższych kosztów zakupu surowców jak i mocniejszego kursu złotego. Spodziewamy się, że czynniki te mogą działać chłodząco na inflację także w perspektywie najbliższych 3 – 6 miesięcy.

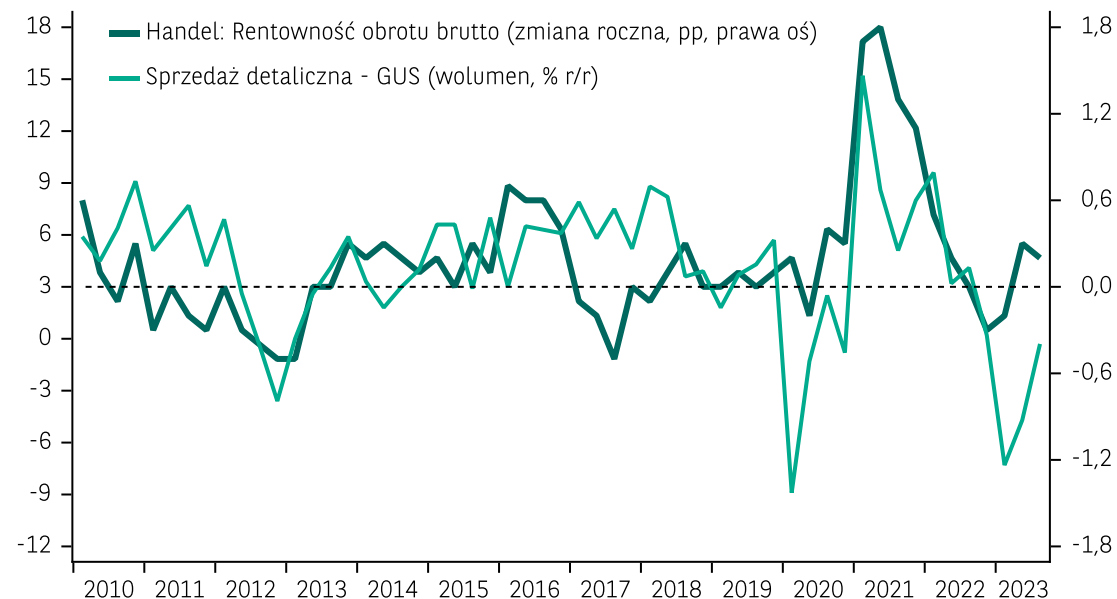


# POPRAWA KONIUNKTURY OGRANICZY DEZINFLACJĘ

## > Wraz z odbiciem popytu...



## > ...zwiększy się presja na ceny



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

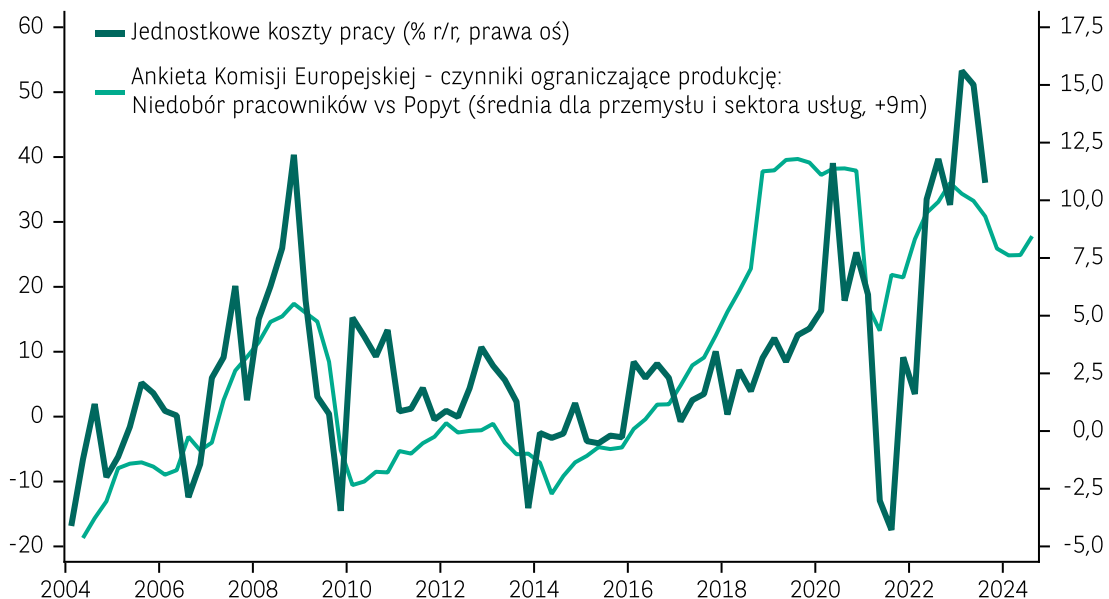
Jednocześnie naszym zdaniem ożywienie gospodarcze i silny wzrost konsumpcji oznaczać będą niższą barierę popytu dla przedsiębiorstw, a tym samym będą oddziaływać w kierunku wyższej presji na wzrost cen, poprzez chęć utrzymania (bądź w przypadku niektórych branż – dalszego zwiększania) marż. Może to ograniczać przełożenie się niższych cen surowców i materiałów na ceny płacone przez nabywców końcowych.



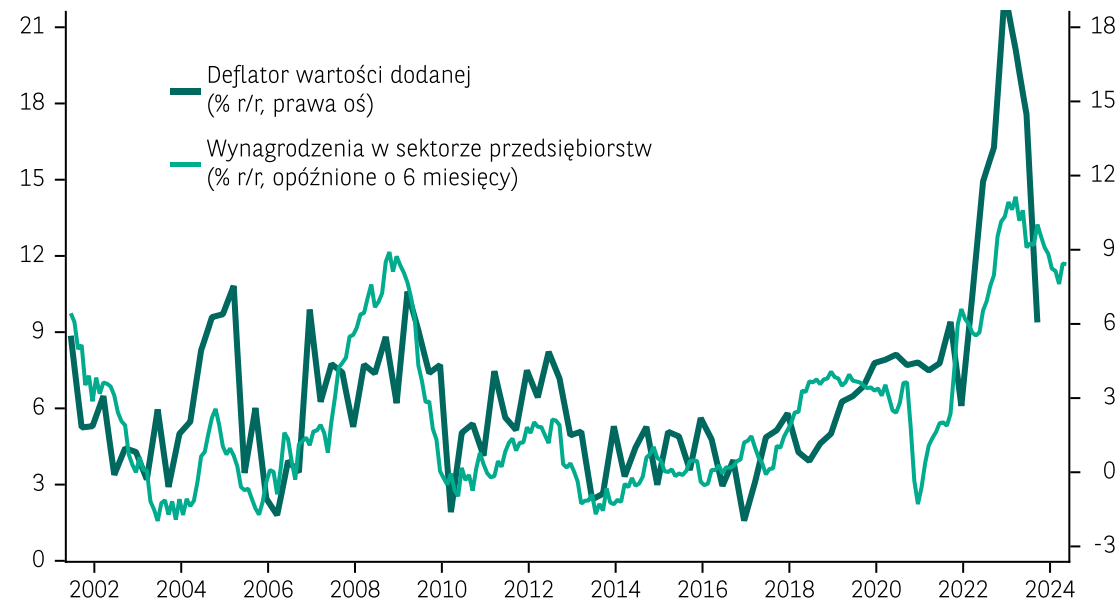


# KOSZTY PRACY FUNDAMENTALNYM CZYNNIKIEM ZAKOTWICZAJĄCYM INFLACJĘ

## > Jednostkowe koszty pracy rosną w dwucyfrowym tempie



## > Trend inflacji wciąż przewyższa cel inflacyjny NBP



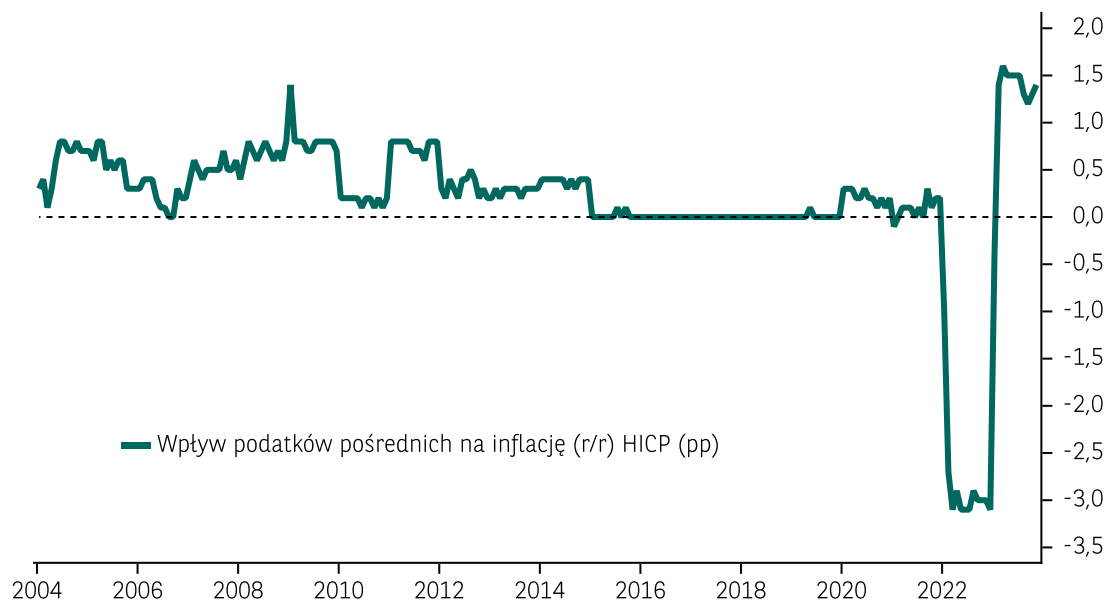
Źródło: Eurostat, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

Czynnikiem pro-inflacyjnym wciąż pozostają koszty pracy. Dynamika płac pozostaje dwucyfrowa i mimo, że przewidujemy pewne wyhamowanie tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw to sądzimy, że pozostanie ona spójna z inflacją wyraźnie przekraczającą wynoszącą 2,5% +/-1pp cel inflacyjny Narodowego Banku Polskiego. W naszej ocenie trend inflacji wynikającej z krajowej koniunktury będzie w tym roku pozostawać w okolicach 5-6 % r/r.



# WPLYW CZYNNIKÓW PODATKOWO-REGULACYJNYCH NA INFLACJĘ

## > Przywrócenie wyższej stawki VAT na żywność podwyższy inflację o około 1pp



## > Urząd Regulacji Energetyki ogłosił tegoroczne taryfy na prąd

### Energia elektryczna dla gospodarstw domowych: taryfy i podatki

Rok	Sprzedaż energii (zł/MWh)	Dystrybucja energii (zł/MWh)	Akcyza (zł/MWh)	Stawka VAT (%)	Cena łączna (zł/MWh)
2022	412	292	0	5	739
2023	1077	424	5	23	1852
<b>2023*</b>	<b>412</b>	<b>292</b>	<b>5</b>	<b>23</b>	<b>872</b>
2024	739	430	5	23	1444
<b>2024**</b>	<b>412</b>	<b>292</b>	<b>5</b>	<b>23</b>	<b>872</b>

\* w 2023 roku ceny energii zostały ustawowo zamrożone na poziomie z 2022 roku, wzrosły natomiast stawki podatków

\*\* zamrożenie cen obowiązywać będzie przynajmniej od połowy 2024 roku

Źródło: Eurostat, URE, Macrobond, Bank BNP Paribas

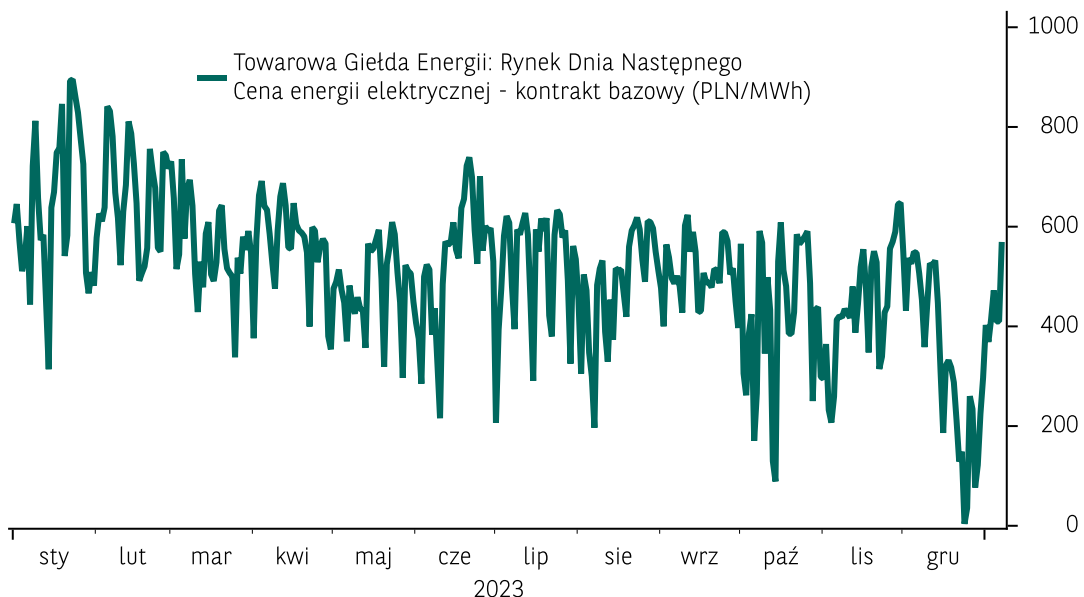
Na ostateczny poziom i kształt ścieżki inflacji w tym roku istotny wpływ będą miały czynniki podatkowo-regulacyjne. Według obecnego stanu prawnego obowiązywanie zerowej stawki VAT na żywność zostało przedłużone do marca 2024 roku, natomiast ceny zakupu energii elektrycznej i gazu ziemnego przez gospodarstwa domowe zostały utrzymane na poziomie z 2022 roku do czerwca 2024 roku.

W naszym bazowym scenariuszu inflacyjnym zakładamy, że te działania osłonowe przestaną obowiązywać zgodnie z bieżącym harmonogramem. Zmiany w nim mogą jednak silnie wpłynąć na ścieżkę inflacji. Samo przywrócenie wyższej stawki VAT przesunęło ścieżkę inflacji o około 1pp w górę.

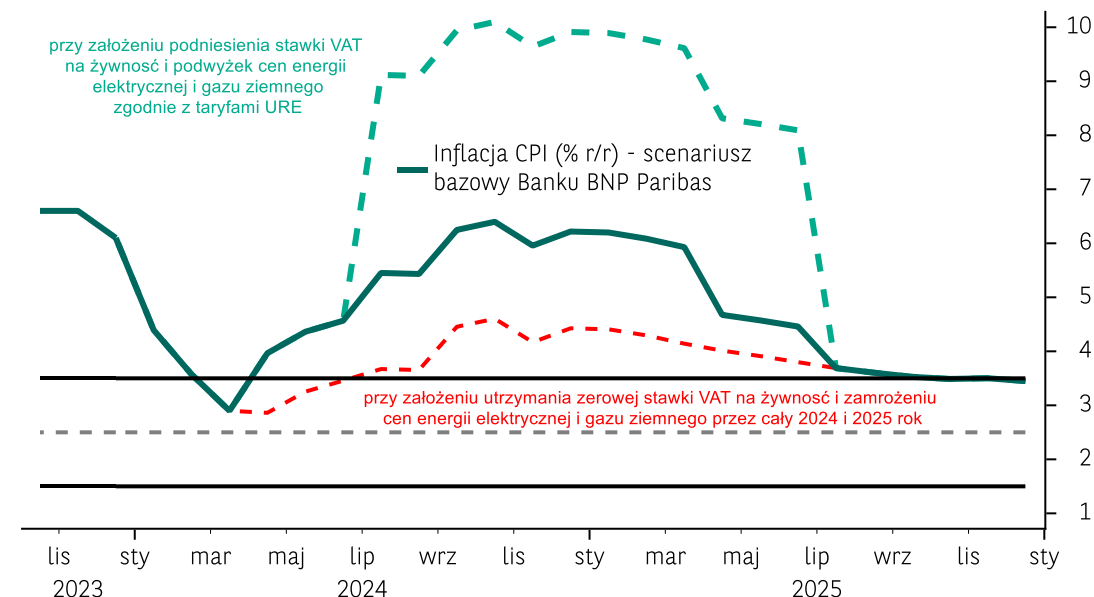


# INFLACJA CPI: RÓŻNE SCENARIUSZE

## > Rynkowe ceny energii elektrycznej



## > Profil inflacji silnie zależny od decyzji administracyjnych



Źródło: GUS, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

W oparciu o rynkowe ceny zakupu energii elektrycznej przyjmujemy także, że od lipca 2024 roku nastąpi wzrost cen prądu o 15% a ceny gazu pozostaną na niezmiennym poziomie. Jeżeli jednak do wyliczeń możliwych podwyżek użyć zatwierdzonych przez Urząd Regulacji Energetyki (URE) taryf, ceny zakupu energii elektrycznej przez gospodarstwa domowe mogłyby w lipcu wzrosnąć nawet o 65%, a gazu o 50%.

W efekcie ścieżka inflacji w tym roku jest silnie zależna od ostatecznych decyzji w sprawie podatku VAT na żywność i cen energii w drugiej połowie roku. W scenariuszu bazowym prognozujemy jednak, że inflacja CPI średniorocznie wyniesie 5% a na koniec roku oscylować będzie wokół 6% r/r.



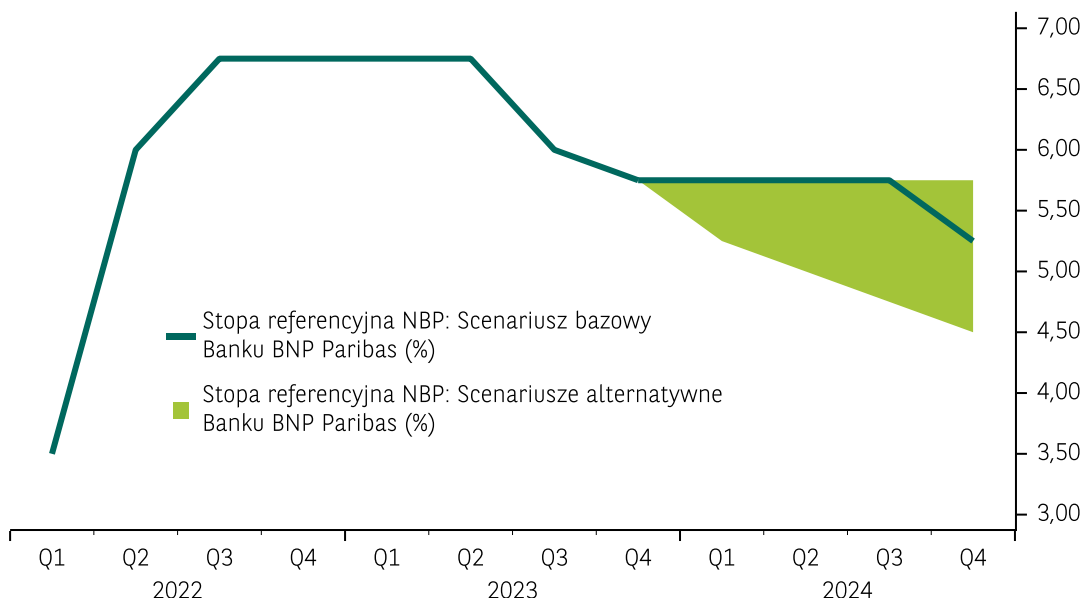
# Rada Polityki Pieniężnej – w trybie czuwania (jak długo?)



**BNP PARIBAS**

# RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ WZNOWI CYKL OBNIŻEK POD KONIEC ROKU

> Spadek inflacji w krótkim terminie nieco zwiększa prawdopodobieństwo wcześniejszego ruchu ze strony RPP



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

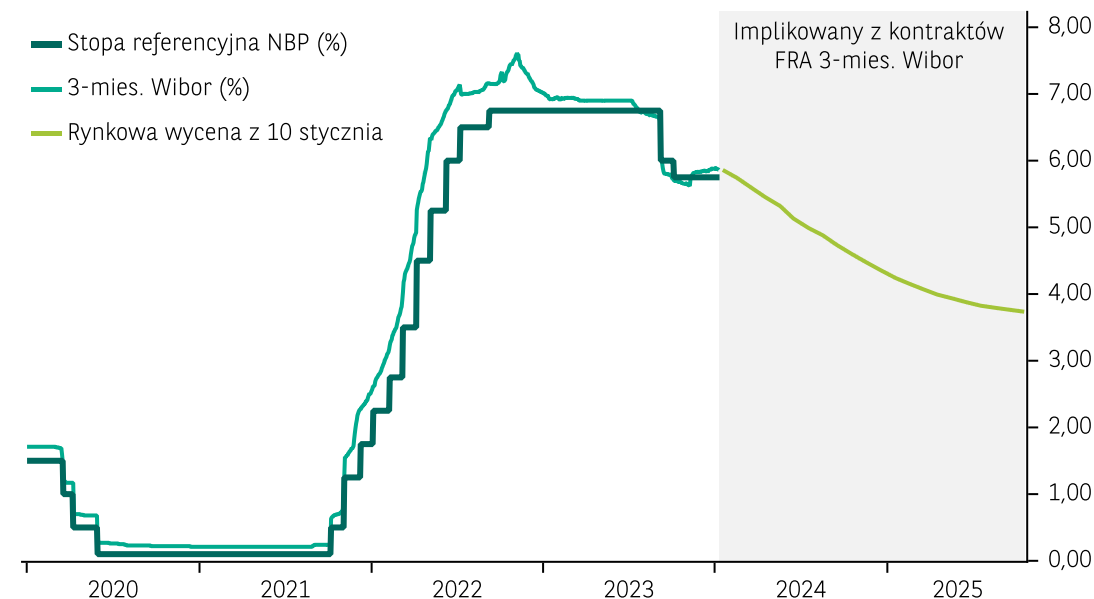
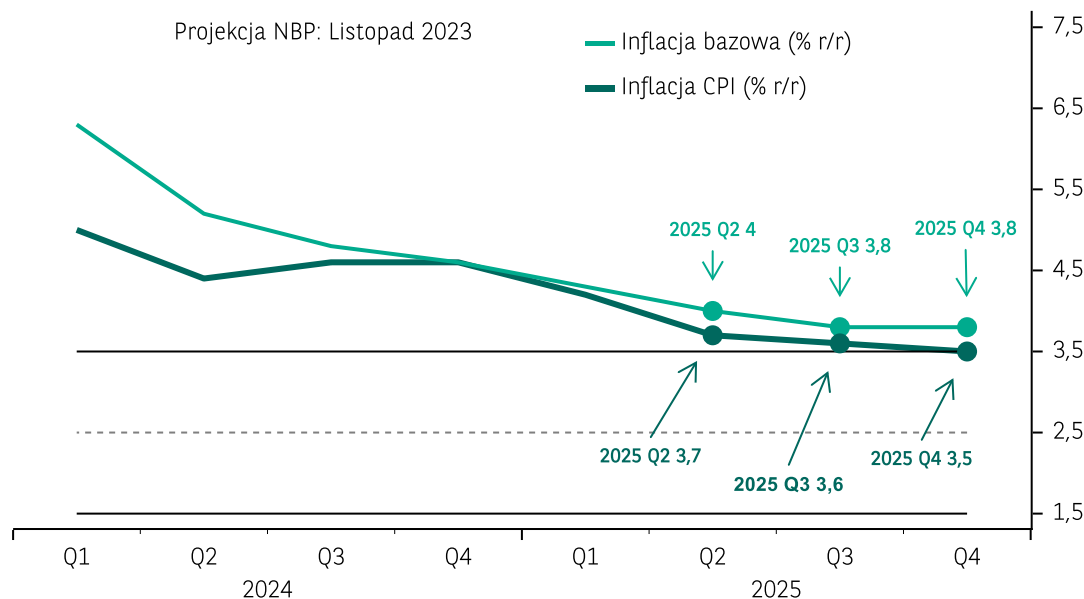
Utrzymujemy naszą dotychczasową prognozę stóp procentowych NBP zakładającą, że Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na ich obniżkę o 50pb dopiero pod koniec bieżącego roku. Fakt, że w naszym scenariuszu bazowym inflacja CPI spada w pobliże wynoszącego 2,5% +/-1pp celu inflacyjnego NBP w marcu naszym zdaniem nieco zwiększa prawdopodobieństwo wcześniejszego wznowienia cyklu łagodzenia polityk pieniężnej.

Przemawiać za tym mógłby też fakt istotnego schłodzenia aktywności kredytowej w ostatnich miesiącach i zmiana funkcjonowania wakacji kredytowych. Wartość udzielonego przez banki gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom finansowania w ostatnim czasie spadała.



# TRWAŁOŚĆ INFLACJI SKŁONI RADĘ DO WSTRZEMIĘŻLIWOŚCI

## > Rynek wycenia bardziej agresywny cykl łagodzenia polityki pieniężnej w tym roku



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Z drugiej jednak strony spadek inflacji do 3% będzie wynikiem utrzymania działań osłonowych, które z kolei poprawiają i tak już optymistyczne perspektywy konsumpcji. Wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej oznaczać będzie natomiast, że strukturalna (wynikająca z czynników krajowych) presja inflacyjna w Polsce może ponownie zacząć się nasilać.

W tym świetle sadzimy, że członkowie Rady Polityki Pieniężnej mogą nie przywiązywać dużej wagi do faktu, że inflacja krótkookresowo zbliży się do celu banku centralnego. Według ostatniej projekcji NBP inflacja bazowa pod koniec 2025 roku miała wynieść 3,8%, a inflacja CPI 3,5%. Uważamy, że to trwałość presji inflacyjnej skłoni Radę do wstrzymania się z ponownym cięciem stóp procentowych do czwartego kwartału. Rynek wycenia około 100-125pb obniżek stóp procentowych do końca br.



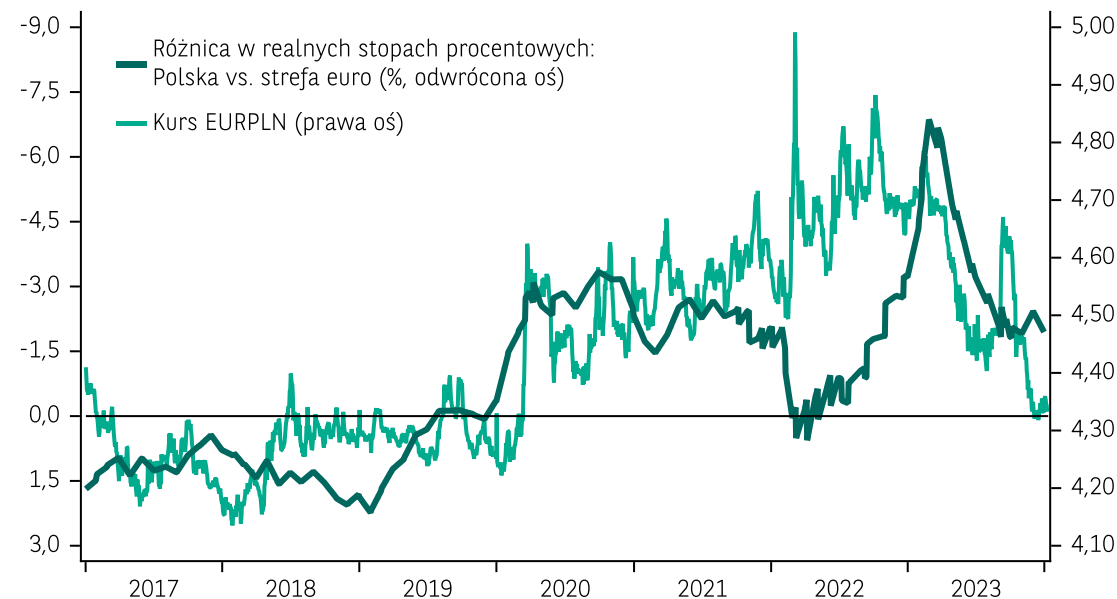
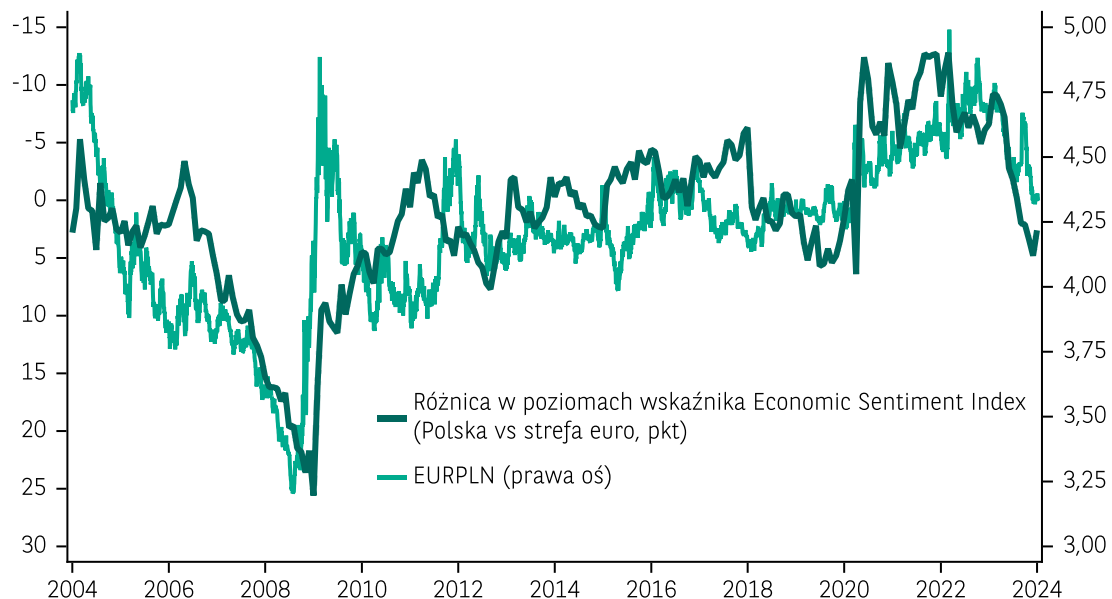
# Kurs PLN – przestrzeń do dalszej umiarkowanej aprecjacji



**BNP PARIBAS**

# SZYBKI WZROST GOSPODARCZY I „JASTRZĘBIA” RPP WSPARCIEM DLA ZŁOTEGO

## > Prognozujemy łagodną aprecjację polskiej waluty w tym roku



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

Prognozujemy, że w warunkach ożywienia gospodarczego kurs złotego może w tym roku dalej nieznacznie się umacniać. Nasza punktowa prognoza zakłada spadek kursu EURPLN do 4,25 latem bieżącego roku.

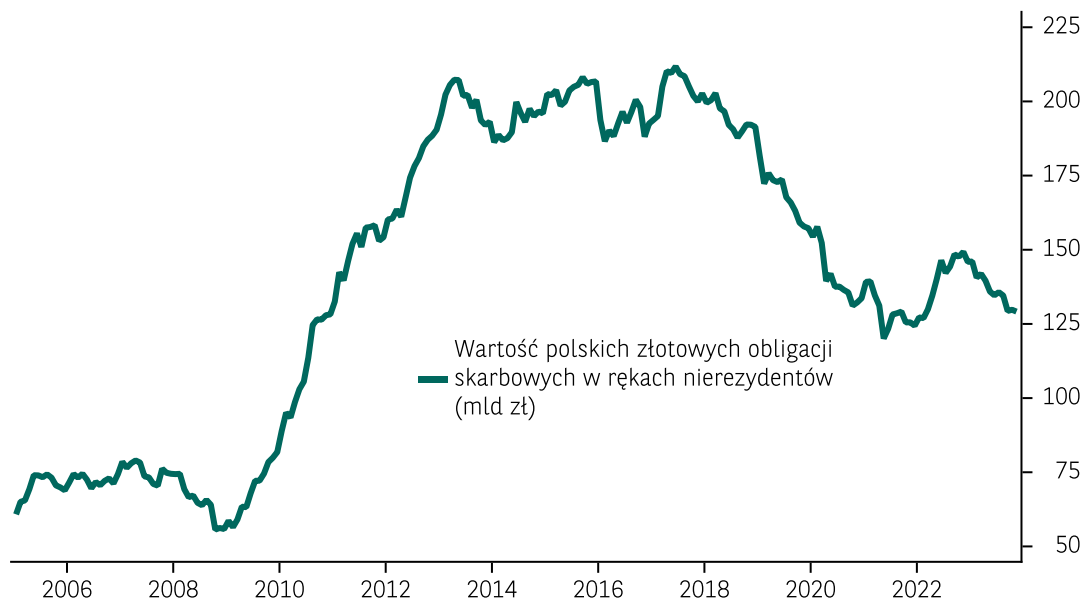
Wsparciem dla notowań polskiej waluty powinno być też relatywnie „jastrzębie” nastawienie Rady Polityki Pieniężnej, zwłaszcza jeśli zgodnie z wyceną rynkową luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro rozpoczęłoby się wiosną.





# NAPŁYW INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH NA POLSKI RYNEK OBLIGACJI

## > Lokowanie kapitału w Polsce powinno umocnić złotego



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

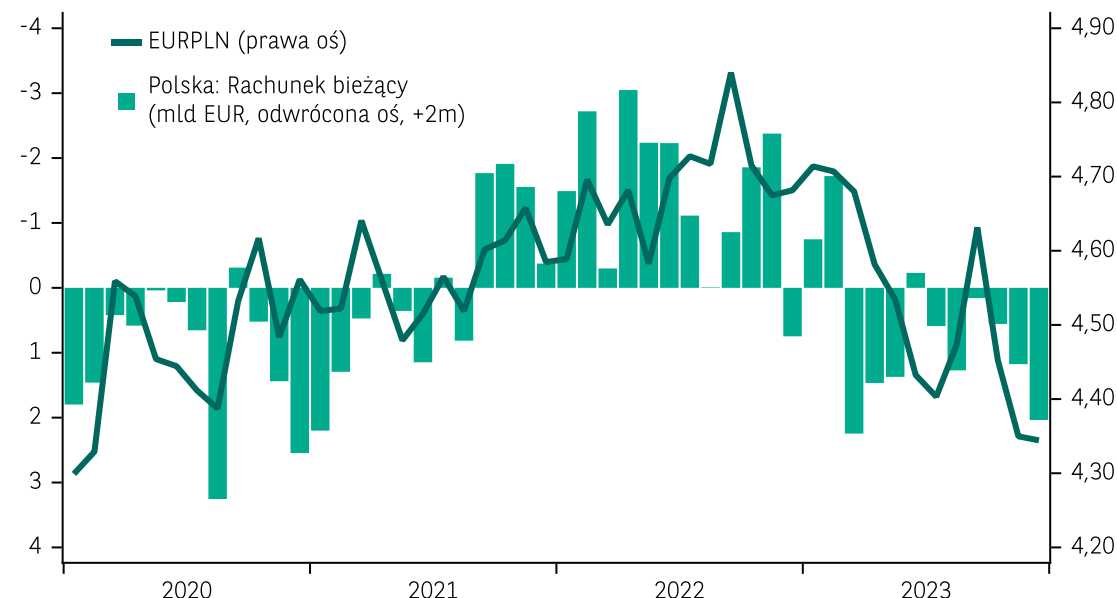
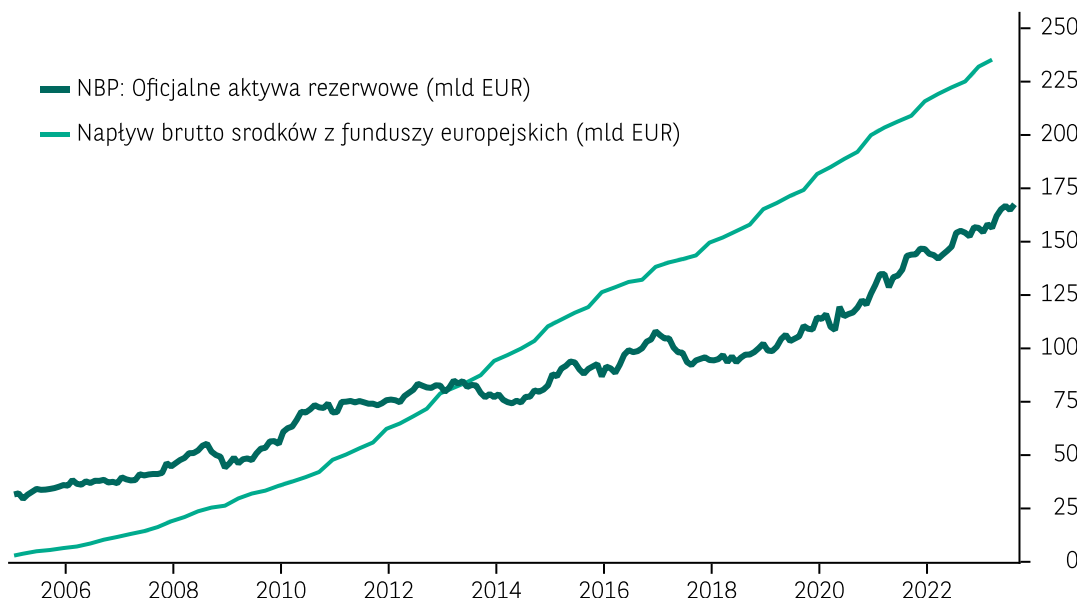
Sądzymy także, że luźna polityka fiskalna i towarzyszące jej wysokie potrzeby pożyczkowe mogą z powrotem przyciągnąć inwestorów zagranicznych na polski rynek długu skarbowego. W latach 2018 -2021 wartość obligacji skarbowych w rękach nierezydentów istotnie spadła, co wskazywałoby na przestrzeń do ponownego pojawienia się tej kategorii nabywców na polskim rynku dłużnym.

W tym kontekście warto jednak zauważyć, że relatywne rentowności polskich obligacji skarbowych w porównaniu z innymi krajami *Emerging Markets* nieco się obniżyły, co może w pewnym stopniu ograniczać apetyt inwestorów zagranicznych na polski dług skarbowy.



# PLN: FUNDUSZE UNIJNE I RACHUNEK BIEŻĄCY

## > Uruchomienie transferów unijnych istotne dla kursu złotego



Źródło: NBP, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

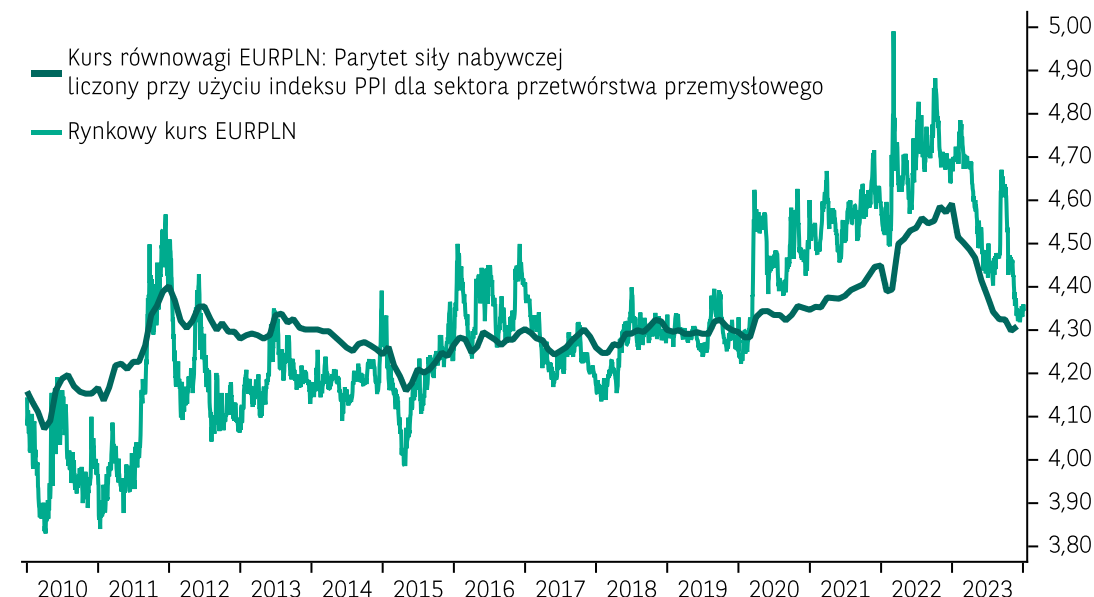
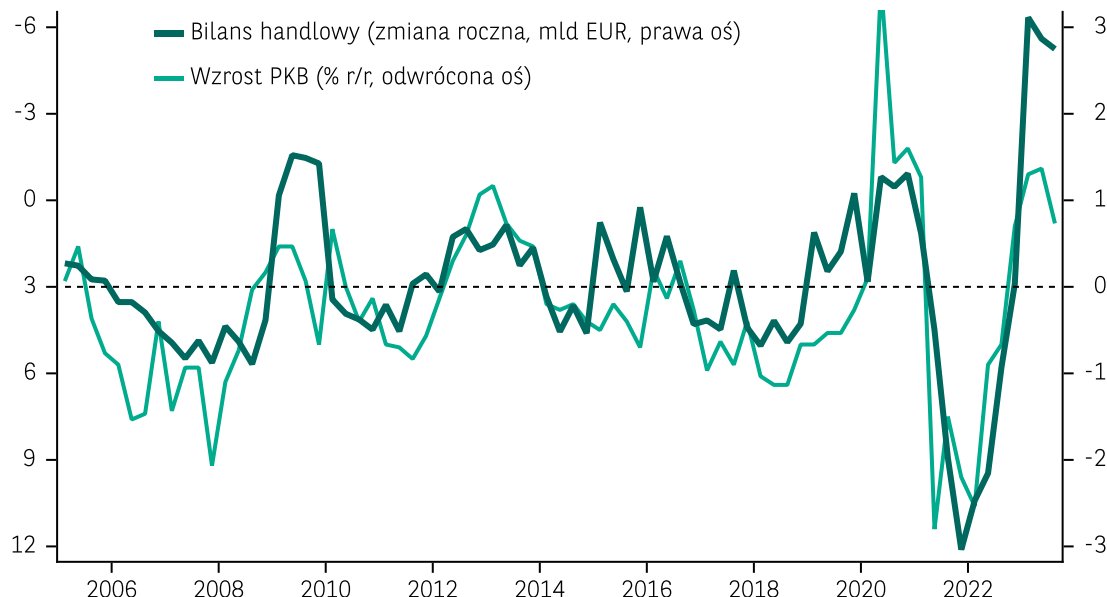
Prawdopodobny zwiększony napływ funduszy unijnych także jest jednym z istotnych czynników wpływającym na zachowanie kursu złotego. Poza aspektami instytucjonalnymi i faktem, że pobudzają one wzrost gospodarczy, co może sprzyjać lokowaniu kapitału w Polsce, środki unijne mogą bezpośrednio służyć do umocnienia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

Jednocześnie, saldo na rachunku bieżącym (i bilansie handlowym) pozostaje dodatnie. Szacujemy, że w całym 2023 roku nadwyżka wygenerowana przez Polskę w rozliczeniach zagranicznych wyniosła około 1,5% PKB.



# PLN: BILANS HANDLOWY I KURS RÓWNOWAGI

## > Saldo wymiany handlowej póki co nie ciąży złotemu



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

Choć uważamy, 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 6-12 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 ten 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.

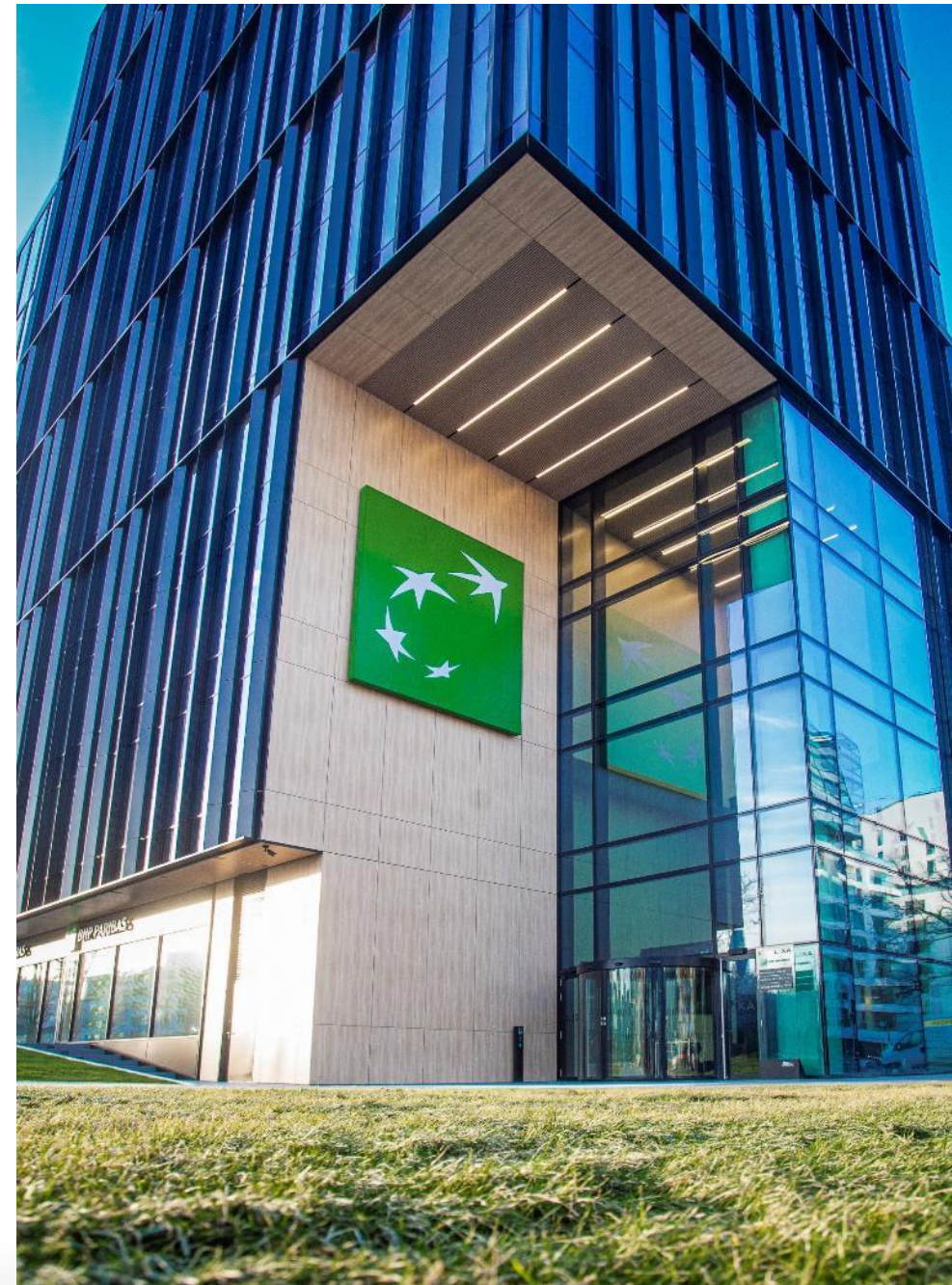
Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez BNP Paribas Bank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

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





**BNP PARIBAS**

# 1Q 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 147 593 150 zł w całości wpłacony.