

15 stycznia 2025

Prognoza na 2025 rok: Ocieplenie, lecz nie skwar



BNP PARIBAS

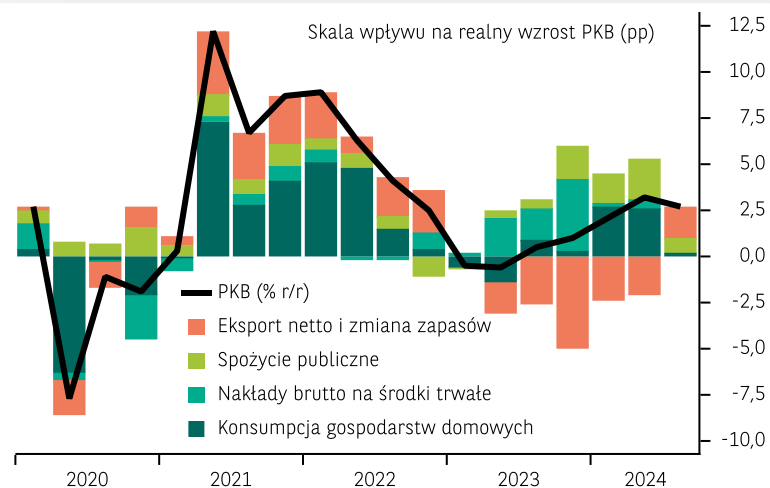
- 01 Nasze prognozy w pigułce
- 02 Wojny handlowe – nadchodzą amerykańskie cła?
- 03 Polityka EBC – obniżki pobudzą europejską gospodarkę?
- 04 Kluczowe zmienne w 2025 r. – fundusze UE i płace
- 05 Struktura wzrostu PKB w nadchodzących kwartałach
- 06 Analizy sektorowe – kto liderem wzrostu?
- 07 CPI – droższa żywność i hamująca inflacja bazowa
- 08 Kiedy RPP zacznie obniżać stopy procentowe?
- 09 PLN – stabilny kurs po wzburzonych wodach?



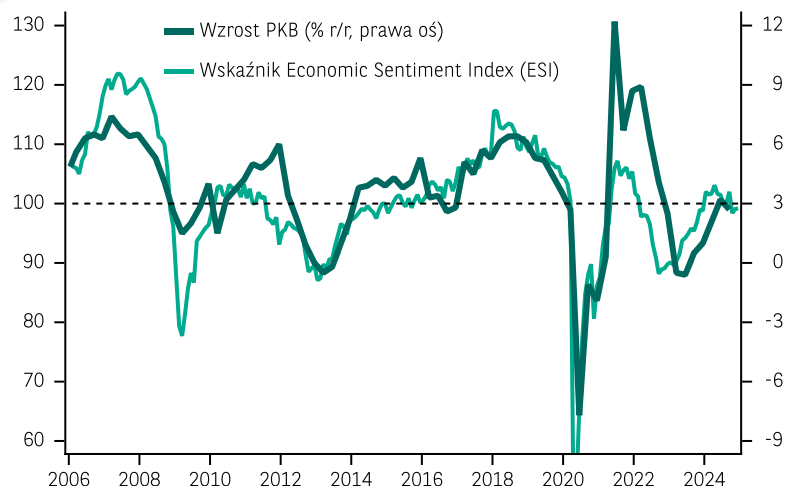
PROGNOZY

Styczeń 2025

PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE



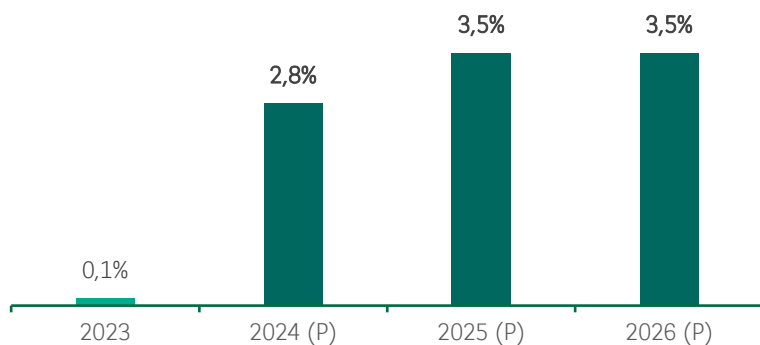
- W pierwszej połowie ubiegłego roku tempo wzrostu Produktu Krajowego Brutto przyspieszyło za sprawą wyższych wydatków gospodarstw domowych oraz większego spożycia publicznego.
- Latem gospodarka złapała jednak zadyszkę, a dynamika wzrostu gospodarczego zwolniła do 2,7% r/r z 3,2% w okresie kwiecień-czerwiec 2024. Za słabszymi danymi stało przede wszystkim niespodziewane osłabienie popytu konsumpcyjnego w okresie wakacyjnym.
- Niższą aktywność konsumentów w trzecim kwartale wiążemy z dalszym wzrostem stopy oszczędności, podyktowanej chęcią odbudowy poduszki finansowej po okresie wysokiej inflacji w latach 2022-2023.
- W marcu ub. r. dynamika cen konsumpcyjnych zwolniła do 2% r/r, jednak w dalszej części roku nieco wzrosła za sprawą droższej energii i podwyżki stawki VAT na żywność.
- Mimo dwucyfrowego spadku wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw, nakłady brutto na środki trwałe nieco zwiększyły się w pierwszych trzech kwartałach 2024 roku, co przypisujemy w dużym stopniu dostawom sprzętu wojskowego.
- Miesięczne dane o aktywności (produkcja przemysłowa, produkcja budowlano-montażowa, sprzedaż detaliczna) oraz wskaźniki koniunktury sugerują, że pod koniec ubiegłego roku aktywność gospodarcza nieznacznie odbiła. Szacujemy, że w czwartym kwartale wzrost PKB „zakręcił się” koło 3% r/r.
- W efekcie prognozujemy, że w całym ubiegłym roku wolumen dóbr i usług wytworzonych w Polsce zwiększył się o ok. 2,8%.



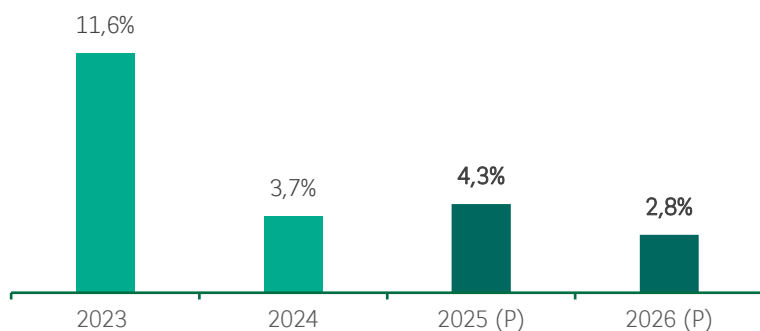
PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE



PKB [% r/r]



Inflacja CPI [% r/r, średniorocznie]



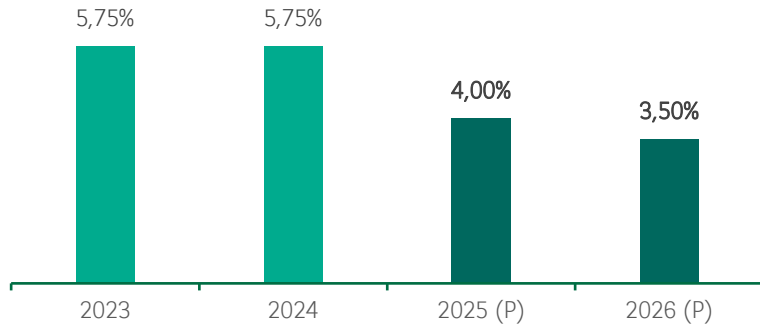
- W tym roku spodziewamy się, że w gospodarce czeka nas raczej „wiosenne ocieplenie” niż „letni upał”. Choć prognozujemy, że aktywność nieco się podniesie, to nie widzimy ryzyka przegrzewania się gospodarki. W scenariuszu bazowym zakładamy, że Produkt Krajowy Brutto w Polsce zwiększy się w tym roku o 3,5%.
- Wiodącą rolę, jeśli chodzi o rozkręcanie koniunktury, w najbliższych miesiącach przejąć powinny wydatki inwestycyjne.
- Szacujemy, że dzięki zwiększonemu wydatkowaniu środków unijnych z Krajowego Planu Odbudowy i regularnej perspektywy finansowej na lata 2021-2027, nakłady brutto na środki trwałe zwiększą się w ujęciu realnym o 9% r/r.
- Tymczasem, solidny wzrost realnych dochodów i nieznaczne obniżenie się stopy oszczędności powinny skutkować około 3,5% wzrostem konsumpcji.
- Głównym wyzwaniem dla wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje słaba sytuacja zagraniczna. Europejski przemysł w dalszym ciągu znajduje się w odwrocie, a Niemcy balansują na granicy recesji.
- Dodatkowo początek drugiej kadencji Donalda Trumpa w Białym Domu może oznaczać zwrot w polityce gospodarczej USA. Obawy dotyczą przede wszystkim kwestii wprowadzenia nowych ceł przez Stany Zjednoczone, które negatywnie wpłynęłyby na handel i wzrost gospodarczy na świecie.
- Przewidujemy, że inflacja CPI średniorocznie wyniesie w tym roku 4,3% r/r. W drugim półroczu tempo wzrostu cen powinno oscylować jednak w przedziale 3-3,5%.



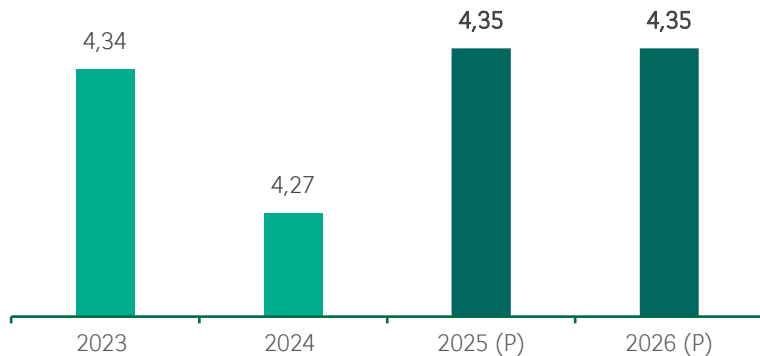
PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE



Stopa referencyjna NBP [% , koniec roku]



EURPLN [koniec roku]



- W kierunku wygasania dynamiki cen na przestrzeni roku oddziaływać będzie niższa dynamika płac (+8% vs 13,8% w 2024 roku) oraz sytuacja koniunkturalna. Oceniamy, że przy przewidywanym przez nas 3,5% wzroście PKB, wynikająca z popytu presja na wzrost cen będzie relatywnie słaba.
- Zarysowany przez nas scenariusz makroekonomiczny w naszej ocenie w pełni uzasadnia poluzowanie polityki pieniężnej w Polsce w tym roku.
- Solidny, ale nie grożący przegrzaniem gospodarki, wzrost gospodarczy wraz z perspektywą stopniowego powrotu inflacji do celu Narodowego Banku Polskiego tworzą według nas sporą przestrzeń do obniżenia stopy referencyjnej NBP z obecnego poziomu 5,75%.
- Oceniamy, że zbudowanie większości popierającej cięcia stóp procentowych w Radzie Polityki Pieniężnej zajmie jednak trochę czasu. Spodziewamy się, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej rozpocznie się w lipcu, a na koniec tego roku główna stopa banku centralnego wynosić będzie 4%.
- Zakładając istotne zaostrzenie polityki handlowej przez USA, waluty krajów *Emerging Markets*, w tym złoty, mogą tracić na wartości. Wydaje się, że w takiej sytuacji PLN powinien osłabiać się jednak przede wszystkim względem dolara.
- Fundamenty złotego pozostają solidne i na tle innych walut PLN powinien wykazywać większą odporność. Wsparciem dla krajowej waluty, zwłaszcza w pierwszej połowie roku, będą relatywnie wysokie stopy procentowe w Polsce.



PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - TABELA

Główne wskaźniki dla Polski*:	2022	2023	2024	2025	2026
Produkt Krajowy Brutto (% r/r)	5,3	0,1	2,8	3,5	3,5
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	5,0	-0,3	3,3	3,5	3,6
Inwestycje brutto (% r/r)	1,7	12,6	1,2	9,0	6,5
Inflacja CPI (% r/r)	14,3	11,6	3,7	4,3	2,8
Inflacja bazowa (% r/r)	9,1	10,2	4,3	3,6	2,8
Średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej (% r/r)	12,0	13,1	13,8	8,0	7,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,2	5,1	5,1	5,0
Saldo sektora general government (% PKB)	-3,4	-5,3	-5,7	-5,5	-4,8
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	-2,2	1,8	0,0	-0,8	1,2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6,75	5,75	5,75	4,00	3,50
EURPLN (koniec okresu)	4,69	4,34	4,27	4,35	4,35
USDPLN (koniec okresu)	4,38	3,94	4,10	4,35	4,35

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

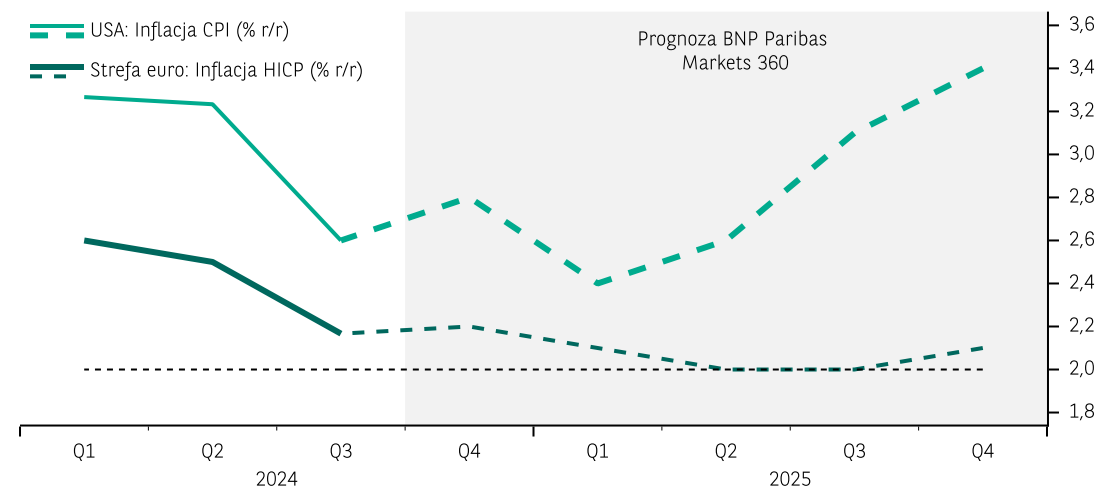


PROGNOZY ANALITYKÓW BNP PARIBAS MARKETS 360

Wzrost PKB

Region	% r/r			% kw/kw			
	2024	2025	2026	2025			
				Q1	Q2	Q3	Q4
USA	2,8	2,1	1,3	0,5	0,4	0,4	0,4
Strefa euro	0,8	1,0	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Niemcy	-0,1	0,4	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Chiny	4,9	4,5	4,3	1,3	0,9	1,2	0,8

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



Stopy procentowe, kursy walutowe, surowce

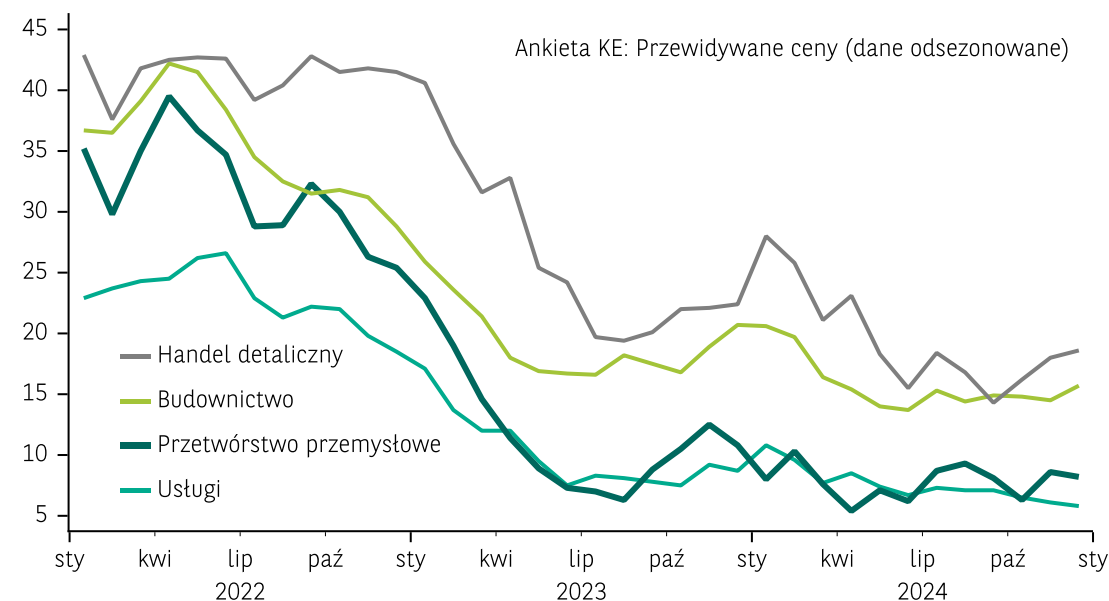
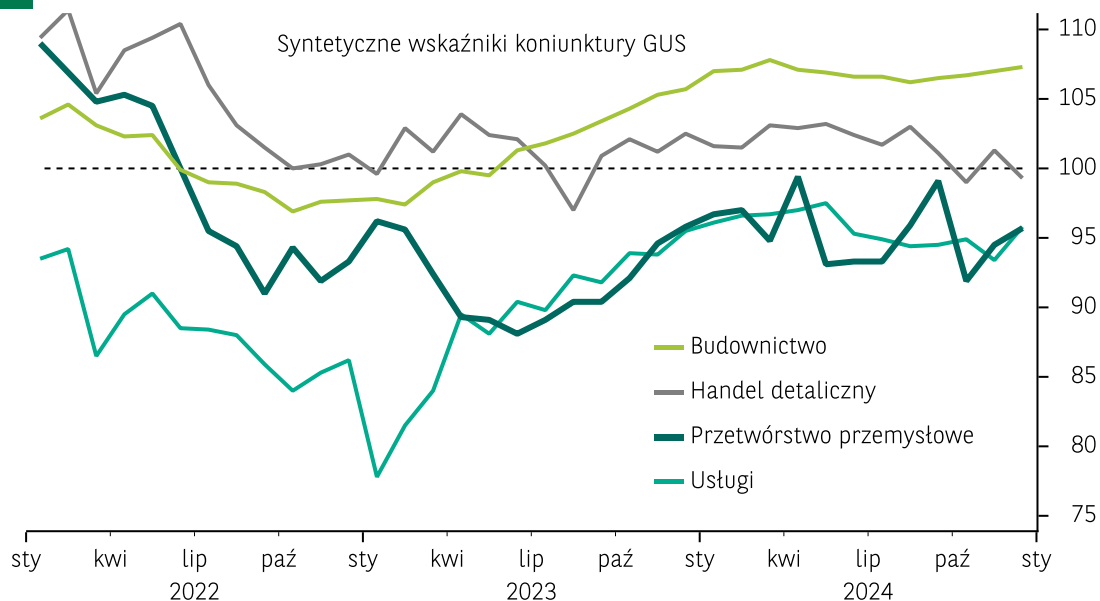
	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
Stopy procentowe				
Stopa fed funds (% , górna granica, koniec okresu)	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa depozytowa EBC (% , koniec okresu)	2,50	2,00	2,00	2,00
Kurs walutowy				
EURUSD (koniec okresu)	1,03	1,02	1,01	1,00
EURCHF (koniec okresu)	0,95	0,94	0,93	0,92
Rynek surowcowy				
Ropa naftowa Brent (USD/baryłka)	72	75	76	75
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	44	40	37	38

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



JAKI OBRAZ GOSPODARKI...

> ... rysują badania ankietowe przedsiębiorstw?



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

Przygotowywane przez GUS syntetyczne wskaźniki koniunktury wskazują „z grubsza” na stagnację, jeżeli chodzi o dynamikę aktywności w głównych sektorach gospodarki. Pewne przygaszenie w danych od połowy ubiegłego roku widać w przypadku handlu detalicznego i usług, co byłoby spójne ze słabością konsumpcji w trzecim kwartale. Indeks dla przemysłu charakteryzuje się natomiast dużymi wahaniami, co sugerowałoby brak trwałości popytu. Na tym tle dobrze wypada budownictwo, choć „twarde” dane o pracach budowlanych rysują zdecydowanie mniej optymistyczny obrazek bieżącej produkcji.

Stagnacja aktywności, przekłada się na przewidywania stabilizacji, jeżeli chodzi o dynamikę cen. Z punktu widzenia trwałości procesów inflacyjnych cieszy obniżenie się indeksu cenowego w sektorze usług. Pewne wzrosty w przypadku handlu detalicznego wiążemy natomiast z droższą w ostatnim czasie żywnością.

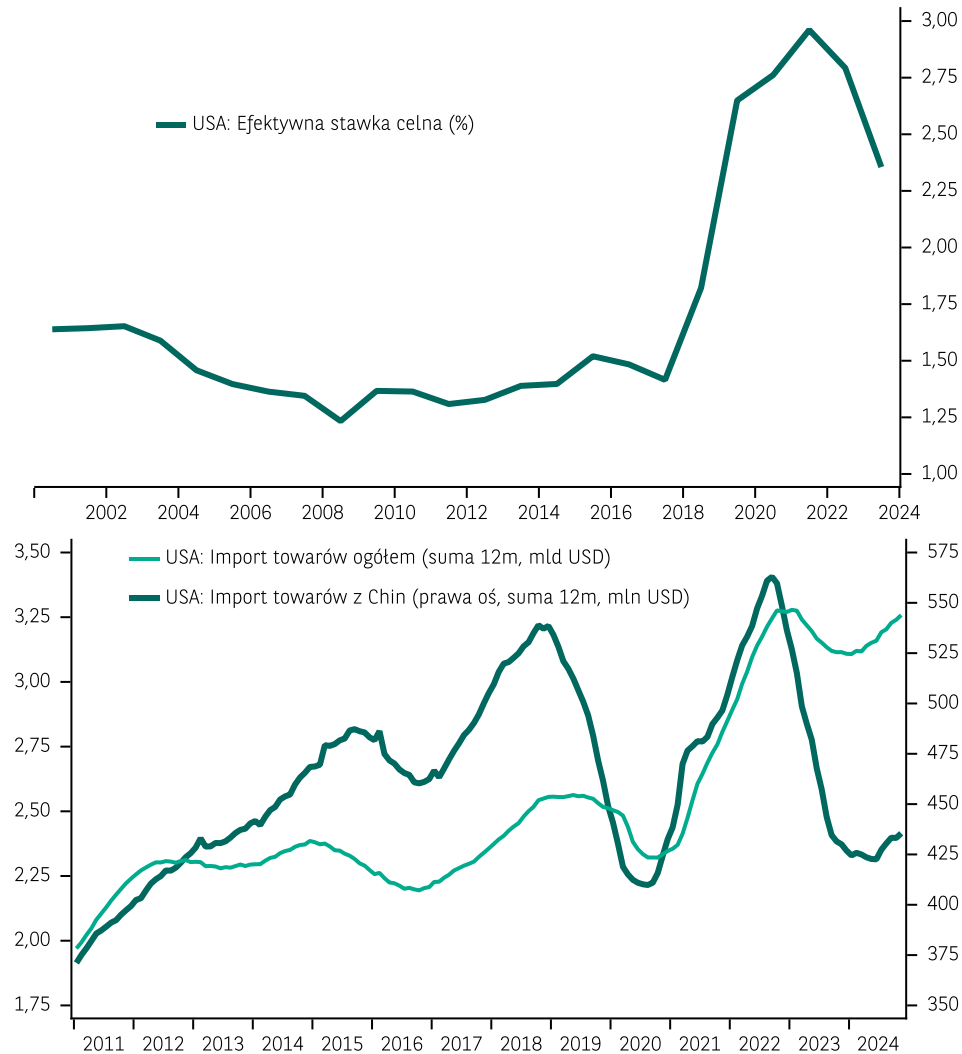


Wojny handlowe – nadchodzą amerykańskie cła?



BNP PARIBAS

PREZYDENTURA DONALDA TRUMPA = WIĘKSZY PROTEKCJONIZM?



Źródło: USITC, Census Bureau, Macrobond, Bank BNP Paribas

Rozpoczynająca się 20 stycznia br. prezydentura Donalda Trumpa może być jednym z kluczowych czynników wpływających na sytuację makroekonomiczną na świecie w 2025 roku i kolejnych latach. Decyzje nowej amerykańskiej administracji oddziaływać będą na świat w wielu wymiarach. Z punktu widzenia Polski kluczowa wydaje się postawa prezydenta Trumpa i jego otoczenia wobec trwającej w Ukrainie wojny. Globalnie jednak równie duża, jeśli nie większa, waga przypisywana jest kwestii prawdopodobnego zaostrzenia polityki handlowej USA.

Donald Trump już w trakcie swojej pierwszej - trwającej w latach 2017-2021 - kadencji w prezydenckim fotelu był zwolennikiem większego protekcjonizmu. Wówczas podjęte działania wymierzone były przede wszystkim w Chiny. Zgodnie z przyjętymi przez Światową Organizację Handlu (WTO) zasadami, zrzeszone w niej państwa nie powinny dyskryminować swoich partnerów handlowych, którzy powinni być traktowani zgodnie z zasadą największego uprzywilejowania (*most favoured nation*).

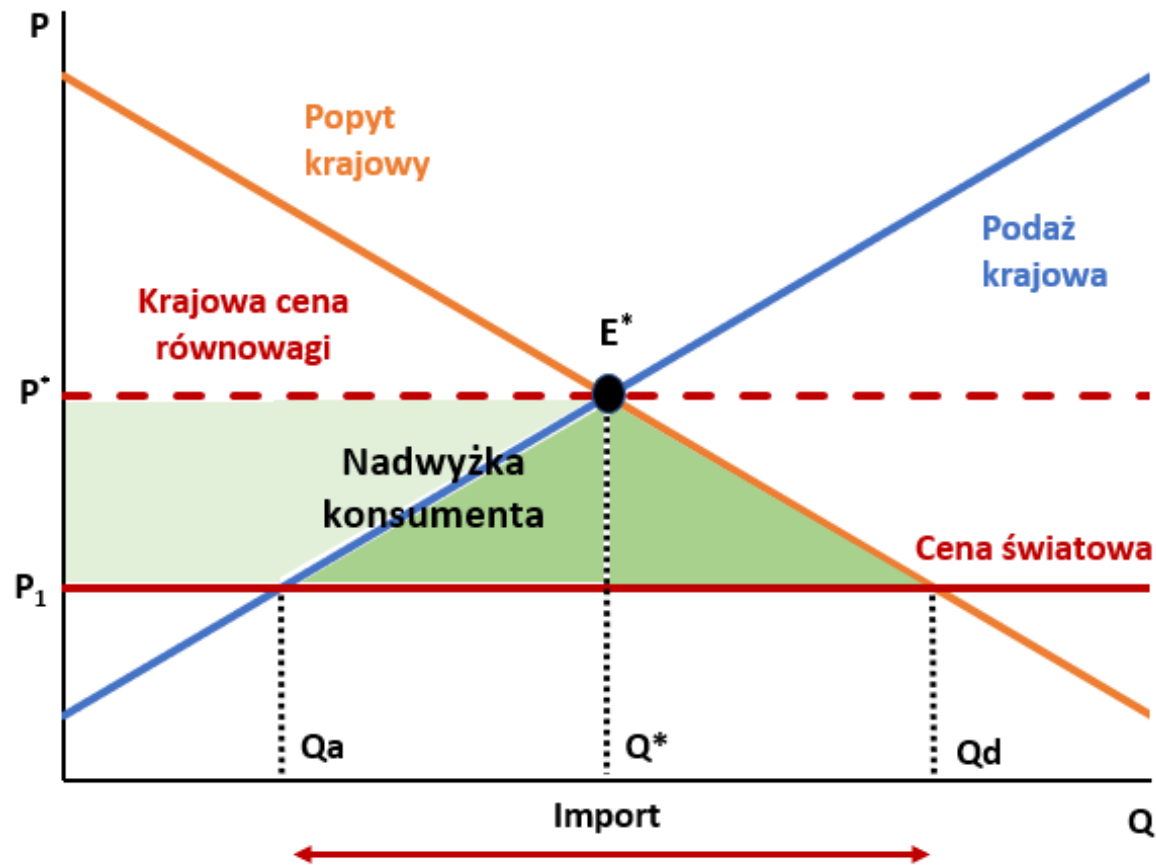
Tymczasem w latach 2018-19 Stany Zjednoczone wprowadziły w oparciu o rodzime prawo szereg ceł na import z Chin (co wskazuje na niską efektywność egzekwowania regulacji przez WTO), powołując się na nieuczciwe praktyki (przede wszystkim kradzież własności intelektualnej) stosowane w Państwie Środka. W ich wyniku około 2/3 towarów sprowadzanych do USA z Chin objętych zostało nowymi opłatami celnymi, a efektywna stawka celna na import z tego kraju wzrosła do ok 11% z 3% (dla importu ogółem było to ok. 2.5%).

Warto podkreślić, że nałożone na Chiny cła zostały podtrzymane przez Joe Bidena, co wskazuje na konsensus wśród amerykańskiej klasy politycznej, na temat zasadności obwarowania importu z tego kierunku ograniczeniami. Co więcej, w ubiegłym roku Prezydent Biden zdecydował się objąć nowymi cłami towary z Chin o wartości około 18 mld USD (m.in. auta elektryczne i baterie).

Wprowadzone przez D. Trumpa w latach 2018-19 cła doprowadziły do spadku roli Chin jako dostawcy amerykańskiej gospodarki, jednak ani nie spowodowały wyraźnego ograniczenia dynamiki importu ogółem, ani też nie skutkowały poprawą salda w bilansie handlowym USA, na co liczył były/przyszły amerykański Prezydent. Według badaczy były one natomiast jednym z istotnych czynników podwyższających ceny dóbr konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych.



LIBERALIZACJA HANDLU ZAGRANICZNEGO WSPIERA KONSUMENTÓW



Aby w pełni zrozumieć wpływ, jaki zaostrenie polityki handlowej w USA może mieć na tamtejszą gospodarkę, warto zacząć od zastanowienia się, jakie korzyści płyną z liberalizacji handlu zagranicznego. W tym celu posłużymy się zaprezentowanym po lewej stronie schematem obrazującym sytuację na rynku pewnego dobra.

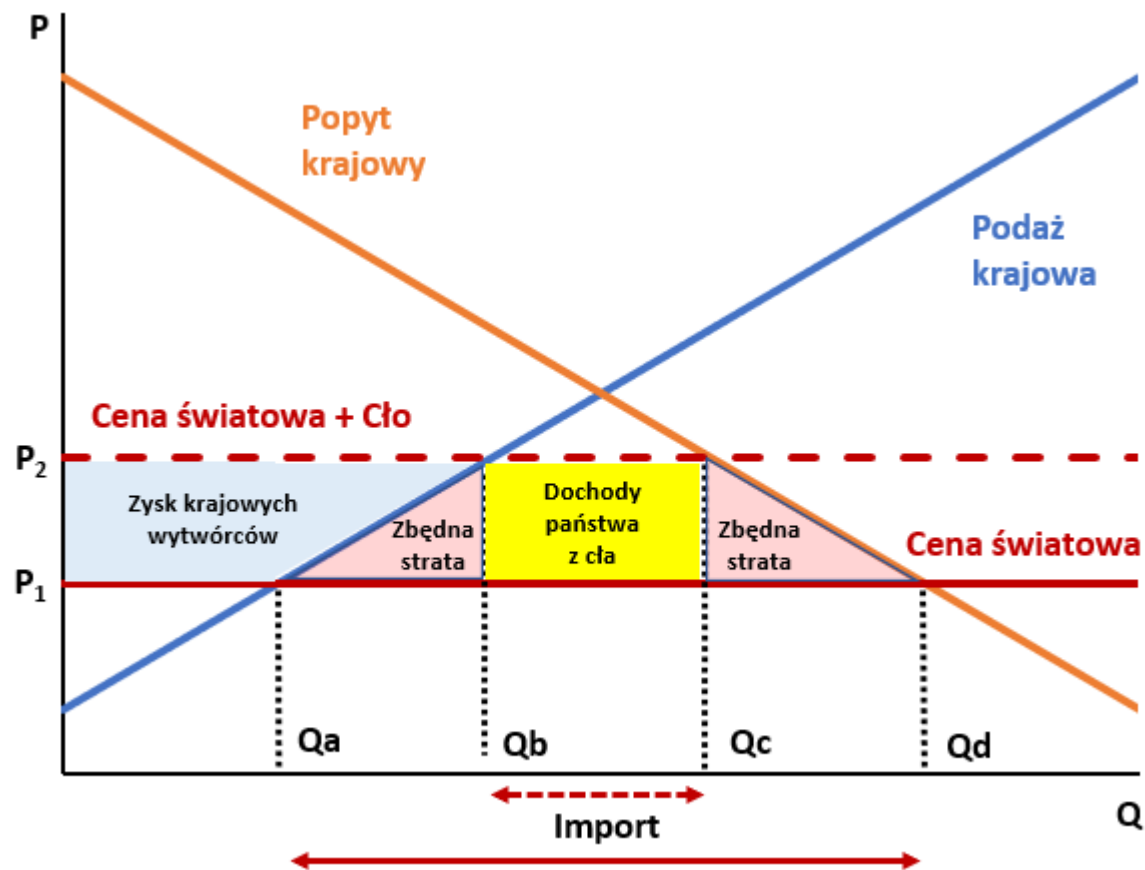
Przyjmijmy, że początkowo na rynku tym obowiązuje całkowity zakaz importu. W efekcie równowaga popytu i podaży wyznaczona jest przez punkt E^* , przy produkcji na poziomie Q^* i cenie w wysokości P^* . Załóżmy teraz, że rynek ten całkowicie otwiera się na handel zagraniczny, a obowiązująca na rynku światowym cena (P_1 na schemacie) towaru jest wyraźnie niższa niż w kraju.

W wyniku pojawienia się tańszego importu popyt rośnie do poziomu Q_d , a wraz z nim także nadwyżka konsumenta (zaznaczona na schemacie zielonym kolorem) tj. różnica w kwocie jaką nabywcy gotowi są zapłacić za daną ilość towaru (cena jaką konsumenci gotowi są wydać wyznaczona jest przez krzywą popytu), a jaką faktycznie płacą. Nadwyżka ta stanowi źródło oszczędności dla konsumentów, które mogą oni spożytkować np. na zakupy innych towarów.

Należy jednak zauważyć, że część tej nadwyżki osiągnana jest kosztem krajowych producentów (obszar zaznaczony jaśniejszym odcieniem). O ile w sytuacji wyjściowej wielkość ich produkcji wynosiła Q^* , w momencie pojawienia się bardziej konkurencyjnego importu wolumen wytwarzania w kraju spada do poziomu Q_a . Jednocześnie cena jaką otrzymują za swój towar spada do poziomu P_1 z P^* .

Co do zasady, teoria zakłada jednak, że nadwyżka osiągnana przez konsumentów przewyższa straty krajowych producentów, co jest uznawane za argument przemawiający za liberalizacją handlu.

CŁA PRZYNOSZĄ STRATY SPOŁECZNE



Co więc stanie na tym rynku, kiedy rząd zdecyduje się na wprowadzenia cła? Wywołany nim wzrost cen (do P_2 z P_1) spowoduje spadek popytu konsumentów (do Q_c z Q_d) i zmniejszenie się osiągniętej dzięki liberalizacji handlu nadwyżki. Na cło częściowo zyskają za to rodzimi producenci, których konkurencyjność zostanie w jakimś stopniu przywrócona (wzrost produkcji do Q_b z Q_a). Beneficjentem nowego stanu rzeczy będzie też oczywiście rząd, który osiągnie dodatkowe wpływy do budżetu z tytułu opłat celnych (zaznaczone na schemacie żółtym kolorem).

Co jednak kluczowe - "zyski" osiągnięte przez producentów i rząd nie skompensują w pełni strat poniesionych przez konsumentów. Patrząc więc z perspektywy wszystkich uczestniczących w życiu gospodarczym aktorów, nałożenie ceł skutkuje pojawieniem się zbędnych strat społecznych (zaznaczonych na schemacie kolorem jasno czerwonym).

Skoro na gruncie teorii wprowadzenie ceł wiąże się z pojawieniem strat społecznych, dlaczego tego typu restrykcje wciąż są rozważane? Wiąże się to z tym, że przedstawiony tu schemat jest pewnym uproszczeniem ilustrującym jedynie bezpośredni wpływ wprowadzenia ceł na wycinek gospodarki (pojedynczy rynek) i nie uwzględnia on wszystkich możliwych skutków, które mogą wystąpić w skali makro.

Przykładowo można wyobrazić sobie sytuację, w której mimo strat w konsumpcji wywołanych wzrostem cen, firmy i rząd korzystający na cłach zwiększają zatrudnienie i przeprowadzają inwestycje, które stają się silnym impulsem rozwojowym i wprowadzają gospodarkę na wyższą ścieżkę wzrostu.

Należy tu jednak podkreślić, że choć tego typu argumenty są często podnoszone przez entuzjastów działań protekcyjnych, to w literaturze zdecydowanie dominuje pogląd, iż wprowadzenie szeroko zakrojonych ceł obniża dobrostan społeczeństw.

KONSEKWENCJE AMERYKAŃSKICH CEŁ

Szacunki BNP Paribas Bank Polska

Kierunki importu do USA	Dane rzeczywiste w 2024 r.			"Groźba" Donalda Trumpa	
	Import (mld USD)	Cła (mld USD)	Efektywna stawka celna	Cła (mld USD)	Efektywna stawka celna
Ogółem	3250	81,3	2,5%	683,3	21,0%
Chiny	435	47,9	11,0%	261,0	60,0%
Reszta Świata	2815	33,4	1,2%	422,3	15,0%

Szacunki BNP Paribas Bank Polska

Dodatkowe koszty z tytułu ceł (mld USD)	602
Konsumpcja w USA (mld USD)	20250
Wpływ na indeks CPI w USA (%)	3,0

Szacunki BNP Paribas Bank Polska

Potencjalny spadek importu USA (mld USD)	497
Światowy PKB z wył. USA (mld USD)	75000
Wpływ na tempo wzrostu gospodarczego na świecie poza USA (pp)	0,7

Wydaje się jednak, że Donald Trump należy do osób mocno wierzących w korzyści płynące z ceł i w trakcie swojej drugiej kadencji może on prezentować jeszcze bardziej protekcjonistyczne stanowisko. W trakcie swoich wystąpień wskazywał on, że słowo cło jest jego ulubionym w słowniku. Zapowiadał on także nałożenie stawek celnych w wysokości 60% na import z Chin i 10-20% na zakup towarów z pozostałych kierunków (w tym UE27).

Przyjmując, iż faktycznie cła w takiej wysokości weszłyby w życie (choć uważamy, że będą one przedmiotem negocjacji z poszczególnymi krajami i ostatecznie ich poziom może być niższy), a wielkość importu nie uległaby zmianie, oznaczałoby to wzrost wpływów z opłat celnych w USA o około 600 mld USD.

Przyjmując, że wprowadzone cła zostałyby całkowicie przełożone na ceny dla odbiorców końcowych, indeks CPI w USA mógłby wzrosnąć nawet o 3%. Oszacowanie wpływu na Produkt Krajowy Brutto (PKB) jest trudniejsze ze względu na to, iż wymagałoby założeń na ile droższy import skompensowany zostałby rodzimą produkcją, a także na co amerykańska administracja zdecydowałaby się przeznaczyć pozyskane z ceł środki.

Jesteśmy jednak zdania, że protekcjonistyczna polityka nie przyniesie realnych korzyści Stanom Zjednoczonym - zwłaszcza biorąc pod uwagę prawdopodobnie bardziej restrykcyjną, w warunkach wyższej inflacji, politykę Rezerwy Federalnej, a także możliwe działania odwetowe ze strony krajów, na które nałożone zostałyby cła.

Polityka "wet za wet" ze strony partnerów handlowych USA jest o tyle prawdopodobna, iż wprowadzenie ceł przez Stany Zjednoczone byłoby z ich perspektywy jednoznacznie negatywne. Przyjmując skrajny scenariusz, w którym po wprowadzeniu ceł nominalna wartość wydatków Amerykanów na dobrą z importu (koszt zakupu + cło) nie ulega zmianie, PKB w reszcie świata (poza USA) mógłby spaść o ok. 0.7%. Szacunek ten obejmuje jedynie bezpośredni wpływ ceł i nie uwzględnia ewentualnego spadku aktywności związanego np. z niższym zatrudnieniem czy zyskami.

Źródło: Census Bureau, BEA, Bank Światowy, Macrobond, Bank BNP Paribas



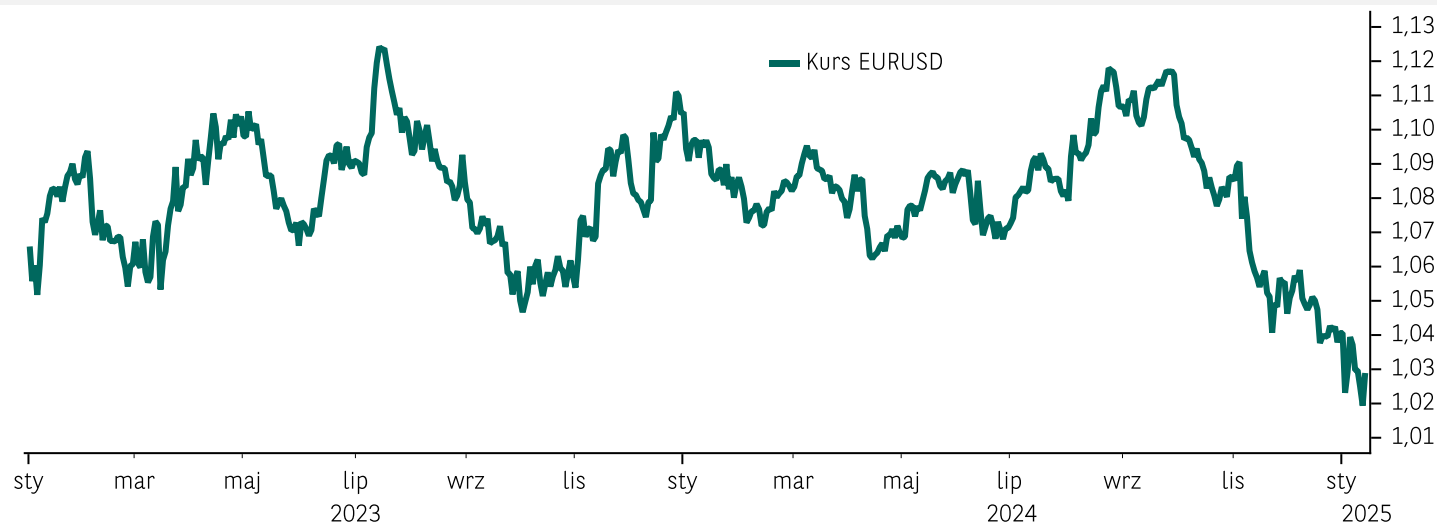
WPŁYW SPADKU POPYTU AMERYKAŃSKICH ODBIORCÓW NA GOSPODARKĘ UE

Państwo	Eksport (2023)		Eksport do USA	
	Wartość (mld EUR)	Udział w PKB (%)	Udział w eksporcie (%)	Udział w PKB (%)
Irlandia	192,7	37,8%	26,6%	10,1%
Belgia	525,3	88,1%	6,3%	5,6%
Słowacja	108,7	88,4%	4,5%	4,0%
Holandia	866,0	81,1%	4,7%	3,8%
Niemcy	1574,6	37,6%	10,0%	3,8%
Włochy	625,9	29,4%	10,7%	3,2%
Austria	207,3	43,8%	7,1%	3,1%
Finlandia	76,4	27,9%	11,1%	3,1%
Szwecja	182,7	33,8%	8,9%	3,0%
Dania	120,4	32,0%	8,2%	2,6%
Litwa	39,8	53,9%	4,7%	2,6%
Węgry	149,2	75,9%	2,9%	2,2%
Portugalia	77,3	28,9%	6,8%	2,0%
Czechy	236,4	74,5%	2,4%	1,8%
Francja	602,2	21,3%	7,3%	1,6%
Polska	352,9	47,1%	3,1%	1,5%
Słowenia	67,6	105,7%	1,3%	1,4%
Estonia	18,2	47,6%	2,7%	1,3%
Łotwa	21,0	53,6%	2,4%	1,3%
Hiszpania	390,8	26,1%	4,8%	1,3%
Bułgaria	44,4	46,9%	2,6%	1,2%
Grecja	51,0	22,7%	4,2%	0,9%
Chorwacja	23,1	29,6%	2,5%	0,8%
Rumunia	93,1	28,7%	2,3%	0,7%
Luksemburg	15,9	20,0%	3,2%	0,7%
Malta	3,2	15,6%	3,9%	0,6%
Cypr	4,6	14,8%	2,9%	0,4%

Z punktu widzenia Unii Europejskiej zaostrenie polityki handlowej przez USA z pewnością byłoby czynnikiem niekorzystnym. Stany Zjednoczone są największym pozaunijnym odbiorcą towarów wyprodukowanych w UE i odpowiadają za ok. 20% pozaunijnego eksportu. W 2023 r. unijny eksport do USA wyniósł 500 mld euro.

Jednak jednocześnie sprzedaż za Atlantyk stanowi jedynie 3% unijnego PKB. Oznacza to, że spadek amerykańskiego popytu rzędu 10%, obniżyłby *ceteris paribus*, gospodarkę UE jedynie o 0,3%. Choć uważamy, że ostatecznie wpływ takiego spadku popytu w USA byłby większy (ze względu na przełożenie na zatrudnienie, zyski itd.), to nie groziłby on zapewne głęboką recesją na Starym Kontynencie. Wśród krajów najbardziej narażonych na negatywny wpływ amerykańskich ceł znajdują się Irlandia, Belgia, Słowacja, Holandia i Niemcy.

Częściowo negatywny wpływ ewentualnych ceł na popyt na unijne towary w USA niwelowany byłby też najprawdopodobniej przez słabsze europejskie waluty. Od października kurs EURUSD obniżył się już o ok. 7%. Co ciekawe, czynnik ten osłabia też potencjalnie korzystny wpływ ceł na gospodarkę Stanów Zjednoczonych, podkopując konkurencyjność amerykańskich eksporterów.



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas



POLSKA MAŁO ZALEŻNA OD GOSPODARKI USA

Klasyfikacja produktów według działalności (CPA)	Rok: 2023							
	Eksport		Polska					
	Wartość (mld EUR)	Udział w PKB (%)	Udział w sprzedaży zagranicznej (% eksportu)					
			Niemcy	Reszta strefy euro	Reszta UE	Chiny	USA	Reszta Świata
Ogółem	352,9	47,1%	27,9%	31,3%	15,4%	0,9%	3,1%	21,4%
Dobra przemysłowe	335,3	2,4%	28,0%	31,3%	15,2%	0,9%	3,2%	21,4%
Artykuły spożywcze	37,3	5,0%	22,9%	33,9%	16,1%	0,4%	2,0%	24,7%
Napoje	1,5	0,2%	10,9%	37,6%	12,8%	0,3%	2,9%	35,5%
Wyroby tytoniowe	5,3	0,7%	40,7%	36,8%	7,3%	0,0%	0,0%	15,2%
Tekstylia	3,6	0,5%	29,2%	32,4%	16,8%	0,7%	1,6%	19,4%
Odzież	11,4	1,5%	41,4%	26,3%	15,6%	0,1%	0,6%	16,0%
Skóra i wyroby ze skór	4,3	0,6%	32,1%	25,8%	20,6%	0,2%	0,6%	20,8%
Wyroby drewniane	5,8	0,8%	29,6%	36,5%	14,7%	1,0%	1,5%	16,6%
Papier i wyroby z papieru	7,3	1,0%	28,8%	32,3%	18,1%	0,3%	0,7%	19,8%
Poligrafia i reprodukcja	0,0	0,0%	14,7%	35,0%	12,3%	0,9%	2,5%	34,6%
Koks i produkty rafinacji ropy naftowej	6,2	0,8%	14,9%	26,8%	11,0%	0,3%	0,3%	46,8%
Chemikalia i wyroby chemiczne	22,8	3,0%	23,5%	32,2%	15,8%	0,7%	2,0%	25,7%
Leki i wyroby farmaceutyczne	5,9	0,8%	25,8%	27,8%	18,0%	1,1%	0,7%	26,7%
Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	19,5	2,6%	27,7%	36,1%	16,3%	0,6%	2,0%	17,3%
Wyroby z mineralnych surowców niemetal.	6,9	0,9%	26,3%	31,8%	18,4%	1,4%	2,4%	19,8%
Metale	15,5	2,1%	26,7%	29,3%	24,6%	4,2%	2,6%	12,7%
Metalowe wyroby gotowe	17,8	2,4%	28,3%	29,0%	14,8%	0,6%	2,5%	24,9%
Komputery i wyroby elektroniczne	26,4	3,5%	23,8%	35,4%	14,7%	1,0%	6,1%	19,0%
Urządzenia elektryczne	36,6	4,9%	36,1%	28,4%	13,3%	1,1%	3,5%	17,5%
Maszyny i urządzenia	26,1	3,5%	26,0%	28,0%	14,2%	1,2%	7,4%	23,1%
Pojazdy samochodowe	44,2	5,9%	30,7%	35,3%	14,3%	0,4%	0,8%	18,5%
Pozostały sprzęt transportowy	11,0	1,5%	9,9%	19,0%	4,9%	1,9%	17,0%	47,2%
Meble	13,5	1,8%	35,6%	29,2%	17,0%	0,4%	3,3%	14,4%
Pozostałe wyroby	6,3	0,8%	31,3%	26,8%	16,7%	1,1%	5,1%	18,8%

Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Polska nie należy do krajów szczególnie wystawionych na negatywne skutki wprowadzenia ceł przez USA. Stany Zjednoczone są ósmym największym odbiorcą krajowego eksportu odpowiadając za około 3% sprzedaży zagranicznej. W efekcie amerykański popyt stanowi około 1,5% wytworzonego w Polsce PKB.

Sytuacja różni się jednak mocno pomiędzy poszczególnymi sektorami. Przykładowo wśród wytwórców pozostałego sprzętu transportowego kierunek amerykański odpowiada aż za 17% sprzedaży zagranicznej (ponad 60% przychodów branży generowanych jest z eksportu). Jest to głównie efekt wysokiej sprzedaży do USA notowanej przez producentów statków powietrznych, statków kosmicznych i podobnych maszyn (28% eksportu).

Relatywnie duży udział USA w eksporcie (7,4%) wykazują również firmy w branży zajmującej się produkcją maszyn i urządzeń (około 55% przychodów sektora generowanych jest ze sprzedaży zagranicznej). Dotyczy to zwłaszcza producentów maszyn ogólnego przeznaczenia, w tym w szczególności wytwórców silników i turbin oraz łożysk i kół zębatach (udział USA w eksporcie przekracza 11%).

Na drugim biegunie znajdują się sektory produkcji wyrobów tytoniowych, odzieży, skór, papieru, leków, pojazdów samochodowych oraz rafinacji ropy naftowej, gdzie udział USA w eksporcie jest bliski zeru.

Choć Polska nie należy do krajów specjalnie wrażliwych na zaostrzenie polityki handlowej przez USA, należy pamiętać, że negatywne skutki dla krajowej gospodarki wynikałyby nie tylko z bezpośredniego spadku sprzedaży za ocean, ale także niższej aktywności gospodarczej w Europie Zachodniej.



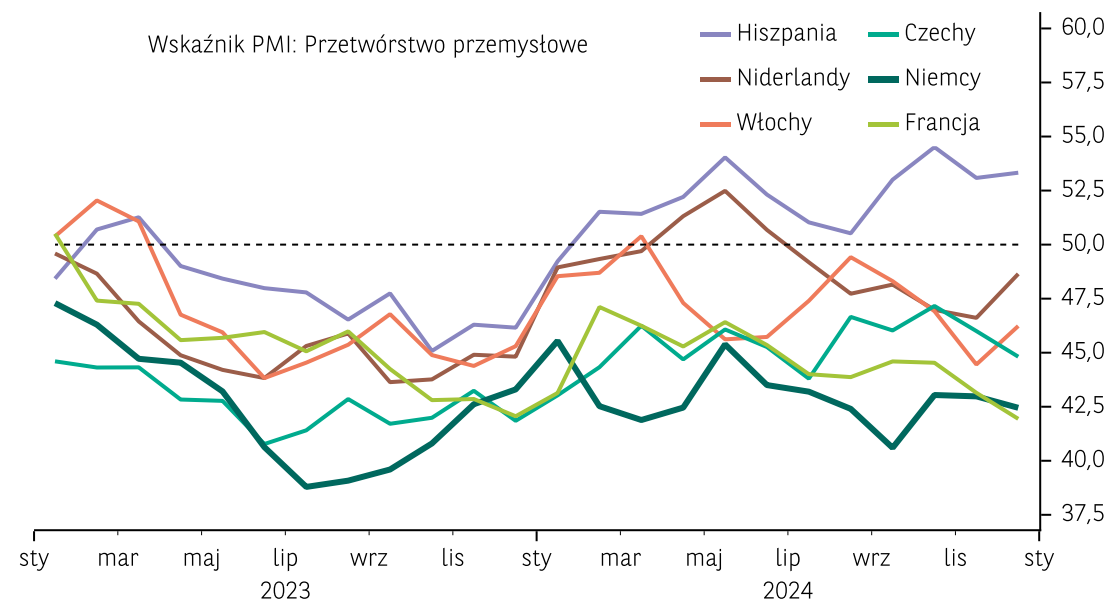
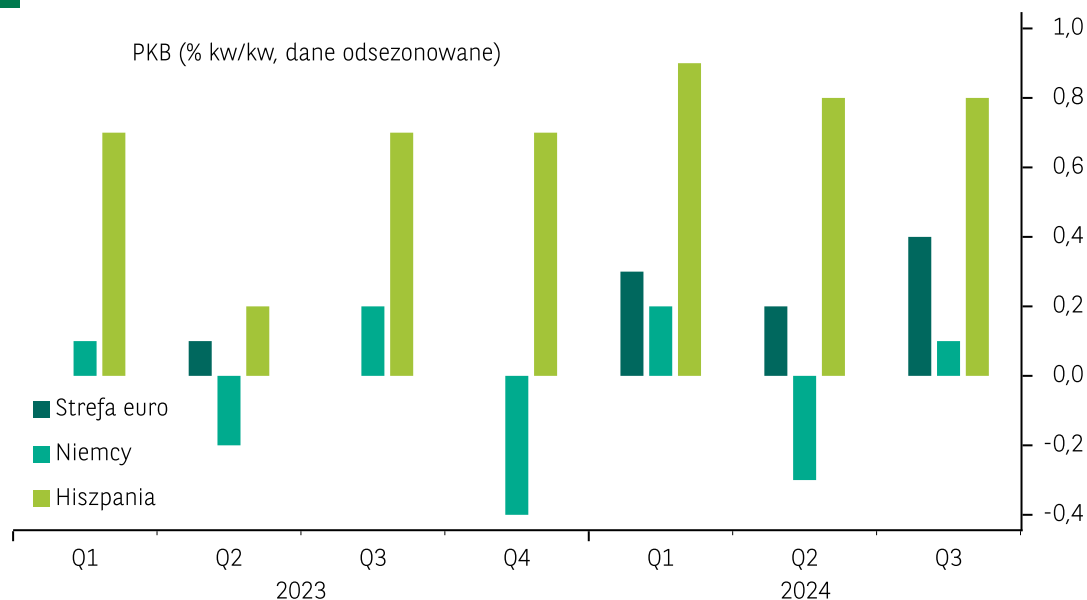
Polityka EBC: Obniżki stóp procentowych pobudzą europejską gospodarkę?



BNP PARIBAS

SYTUACJA KONIUNKTURALNA W STREFIE EURO...

> ... pozostaje krucha



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

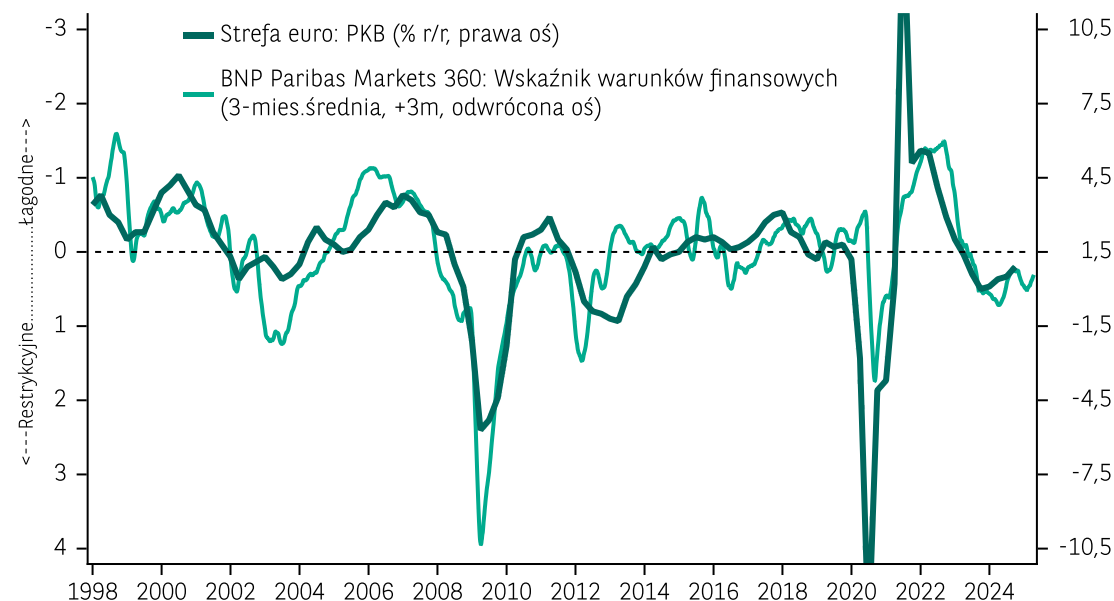
Choć negatywny wpływ na europejską gospodarkę ewentualnych ceł nałożonych przez USA na UE byłby zapewne ograniczony, to nastąpiłby on w momencie, kiedy sytuacja koniunkturalna w strefie euro wciąż pozostaje dość krucha. O ile w trzecim kwartale PKB w krajach posługujących się wspólną europejską walutą wzrósł o solidne 0,4% kw/kw, była to głównie zasługa bardzo dobrej kondycji hiszpańskiej gospodarki.

Tymczasem Niemcy balansują na granicy recesji. Jest to przede wszystkim efekt marazmu w europejskim przemyśle. Indeksy PMI wskazują, że poza Hiszpanią aktywność w branżach przetwórczych w głównych krajach strefy euro w dalszym ciągu się kurczy.



OBNIŻKI STÓP PROCENTOWYCH...

> ... szansą na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w strefie euro?



Źródło: EBC, Eurostat, BNP Paribas Markets 360, Macrobond, Bank BNP Paribas

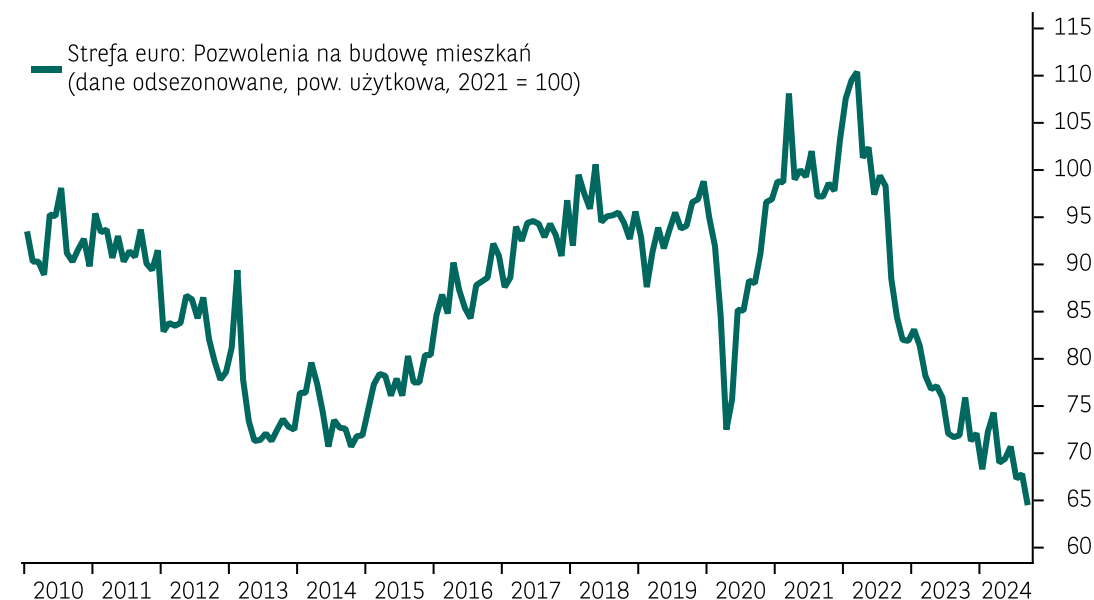
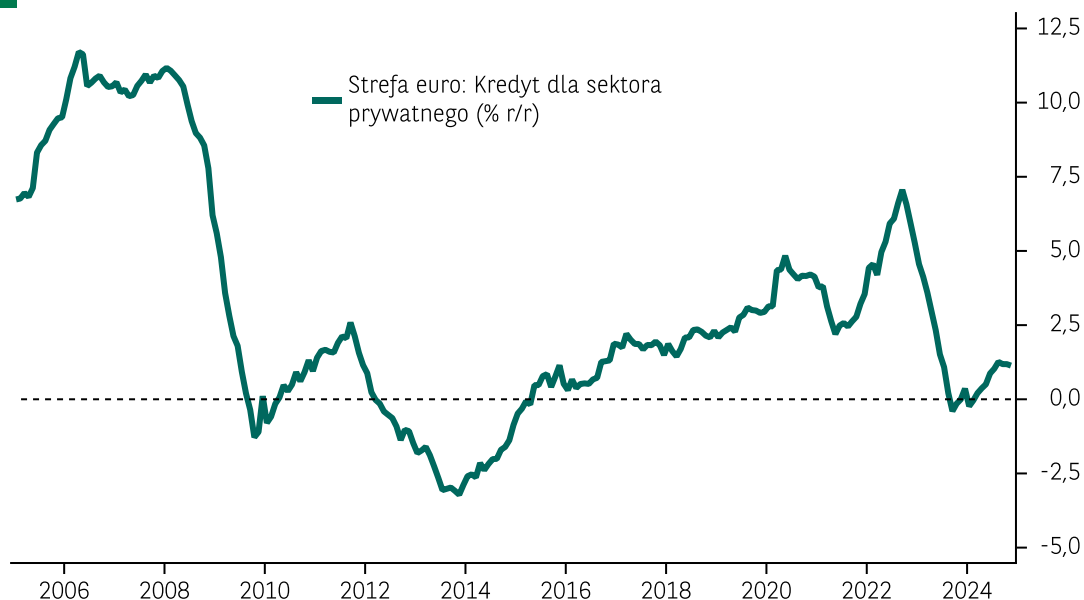
Pewną nadzieją na lepsze jutro w strefie euro jest rozpoczęty w czerwcu ubiegłego roku przez Europejski Bank Centralny cykl obniżek stóp procentowych. Łącznie w 2024 roku stopa depozytowa została obcięta o 100pb do 3,00% z 4,00%.

Na wyraźniejsze przełożenie się dotychczasowego luzowania polityki pieniężnej w strefie euro na gospodarkę realną przyjdzie w naszej ocenie poczekać do drugiej połowy bieżącego roku. Póki co bowiem panujące w strefie euro warunki finansowe (oceniane poprzez wskaźniki rynkowe takie jak realne stopy procentowe czy indeksy giełdowe) wciąż pozostają relatywnie restrykcyjne, co ogranicza możliwość ożywienia aktywności.



LUŻNIEJSZA POLITYKA PIENIĘŻNA EBC...

> ... póki co miała ograniczony wpływ na sytuację gospodarczą



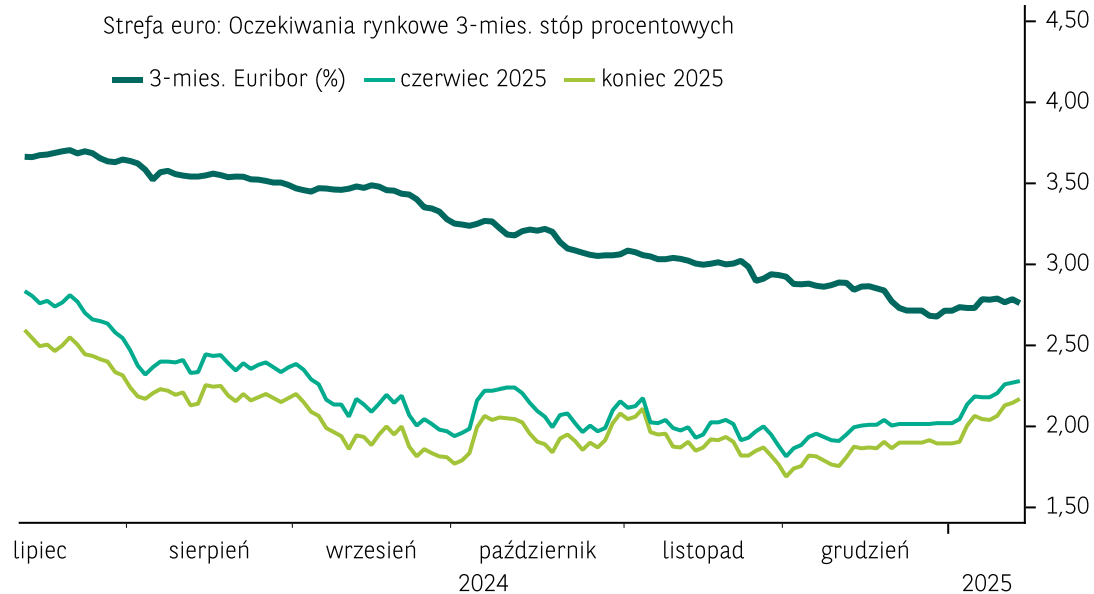
Źródło: EBC, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Nieznaczny, jak do tej pory, wpływ ubiegłorocznego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC widać także w danych o kredycie dla sektora prywatnego. Choć wolumen finansowania udzielonego gospodarce strefy euro nieco zwiększył się w ostatnim czasie, to skala tego wzrostu pozostała relatywnie niewielka.

Póki co nie widać też odpowiedzi na obniżki stóp procentowych ze strony budownictwa mieszkaniowego, w którym aktywność powinna być blisko związana z kierunkiem zmian w polityce pieniężnej. Wolumen wydawanych pozwoleń na budowę jest obecnie najniższy od kryzysu z lat 2008-09.



RYNEK SPODZIEWA SIĘ, ŻE CYKL LUZOWANIA BĘDZIE PRZEZ EBC KONTYNUOWANY



Źródło: Macrobond, Bank BNP Paribas

Uważamy jednak, że wraz z dalszym postępowaniem cyklu obniżek (rynek zakłada, że stopa depozytowa EBC do połowy roku spadnie o kolejne 75-100pb do 2,00-2,25%), gospodarka strefy euro powinna zacząć odczuwać wsparcie z tytułu niższego kosztu pieniądza. Sądzymy, że korzystać na spadku stóp procentowych powinien również przemysł. Historycznie najmocniej na zmiany w polityce pieniężnej reagowała aktywność wśród producentów urządzeń elektrycznych, chemikaliów, tekstyliów oraz wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych.

Korelacja produkcji przemysłowej w strefie euro z poziomem lub zmianą stopy depozytowej EBC, opóźnione o 9-12 miesięcy

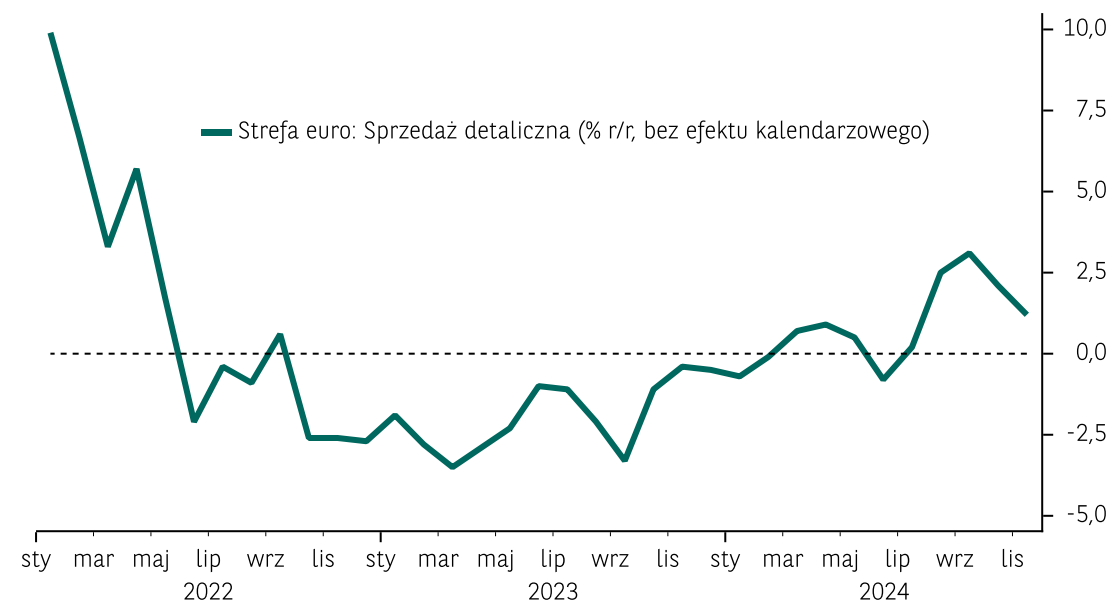
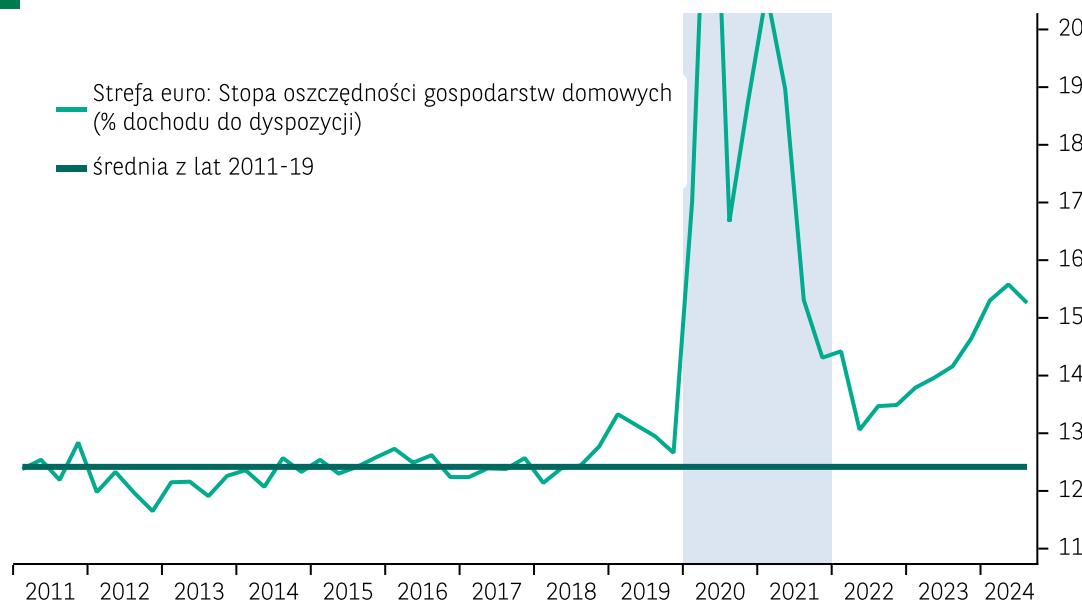
PKD	Sektor	Korelacja*	Produkcja w III kw. 2024 vs 2022
C27	PRODUKCJA URZĄDZEŃ ELEKTRYCZNYCH	-43,9%	-9,7%
C20	PRODUKCJA CHEMIKALIÓW I WYROBÓW CHEMICZNYCH	-42,9%	-12,2%
C13	PRODUKCJA WYROBÓW TEKSTYLNYCH	-42,9%	-11,6%
C23	PRODUKCJA WYROBÓW Z POZOSTAŁYCH MINERALNYCH SUROWCÓW NIEMETALICZNYCH	-41,5%	-15,2%
C26	PRODUKCJA KOMPUTERÓW, WYROBÓW ELEKTRONICZNYCH I OPTYCZNYCH	-38,9%	-12,8%
C16	PRODUKCJA WYROBÓW Z DREWNA ORAZ KORKA, (...)	-38,9%	-13,2%
C28	PRODUKCJA MASZYN I URZĄDZEŃ, GDZIE INDEKS INDYKATORA NIESKLASYFIKOWANA	-38,8%	-6,6%
C15	PRODUKCJA SKÓR I WYROBÓW ZE SKÓR WYPRAWIONYCH	-38,5%	-15,3%
C32	POZOSTAŁA PRODUKCJA WYROBÓW	-36,2%	4,8%
C31	PRODUKCJA MEBLI	-34,9%	-12,3%
C24	PRODUKCJA METALI	-34,7%	-5,9%
C25	PRODUKCJA METALOWYCH WYROBÓW GOTOWYCH, (...)	-32,7%	-7,7%
C29	PRODUKCJA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, (...)	-32,3%	2,2%
C22	PRODUKCJA WYROBÓW Z GUMY I TWORZYW SZTUCZNYCH	-31,6%	-7,4%
C14	PRODUKCJA ODIĘŻY	-25,4%	-14,1%
C12	PRODUKCJA WYROBÓW TYTONIOWYCH	-25,3%	7,5%
C17	PRODUKCJA PAPIERU I WYROBÓW Z PAPIERU	-23,5%	-8,0%
C21	PRODUKCJA PODSTAWOWYCH SUBSTANCJI FARMACEUTYCZNYCH ORAZ LEKÓW (...)	-23,1%	10,4%
C33	NAPRAWA, KONSERWACJA I INSTALOWANIE MASZYN I URZĄDZEŃ	-17,7%	8,7%
C18	POLIGRAFIA I REPRODUKCJA ZAPISANYCH NOŚNIKÓW INFORMACJI	-16,3%	-14,6%
C11	PRODUKCJA NAPOJÓW	-15,5%	-5,3%
C30	PRODUKCJA POZOSTAŁEGO SPRZĘTU TRANSPORTOWEGO	-11,4%	15,6%
C10	PRODUKCJA ARTYKUŁÓW SPOŻYWCZYCH	-8,1%	-0,1%
C19	WYTWARZANIE I PRZETWARZANIE KOKSU I PRODUKTÓW RAFINACJI ROPY NAFTOWEJ	-3,5%	-1,6%
C	Przetwórstwo przemysłowe	-36,0%	-4,4%

Źródło: Eurostat, Macrobond, BNP Paribas Polska; *) obliczona na podstawie kwartalnych danych od I kw. 2002 do III kw. 2024



NIŻSZE STOPY PROCENTOWE W STREFIE EURO MOGĄ...

> ...ograniczyć oszczędności i pobudzić konsumpcję



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Sadzimy, że wraz z obniżkami stóp procentowych w strefie euro spaść może rosnąca w ostatnich kwartałach stopa oszczędności gospodarstw domowych. Powinno mieć to pozytywne przełożenie na wydatki konsumpcyjne, w tym także na towary.

W ostatnich miesiącach zaobserwować można pewne odbicie w danych o sprzedaży detalicznej. Podczas gdy w pierwszej połowie ubiegłego roku dynamika (r/r) sprzedaży oscylowała wokół zera, latem podniosła się w okolice 2,5%, co jest obiecującym prognostykiem dla poziomu konsumpcji w strefie euro w nadchodzących kwartałach.



WYŻSZA KONSUMPCJA W STREFIE EURO...

> ... byłyby dobrą informacją dla krajowych eksporterów

Polska - Handel zagraniczny Eksport (mld EUR)

Kierunek eksportu	Wartość eksportu w okresie styczeń - październik 2024 r.	Zmiana rok-do-roku (%)					
		-6	-4	-2	0	2	4
OGÓŁEM	292,6						
Niemcy	79,1						
Reszta świata	76,3						
Pozostałe kraje UE	66,1						
Czechy	17,9						
Francja	17,9						
Niderlandy	13,5						
Włochy	13,3						
Hiszpania	8,5						



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Pobudzenie popytu konsumpcyjnego w strefie euro byłoby bardzo dobrą informacją z perspektywy polskich eksporterów. Sprzedaż do krajów posługujących się euro odpowiada bowiem za około 60% sprzedaży zagranicznej krajowych podmiotów. W ubiegłym roku całkiem nieźle radziła sobie sprzedaż do Hiszpanii i Niderlandów. Na ich tle błado wypadały Niemcy, Włochy czy Francja.

Niższe stopy procentowe EBC to nie tylko potencjalne pobudzenie konsumpcji w strefie euro, ale poprzez słabszą walutę, także eksportu. Analitycy BNP Paribas Markets 360 prognozują, że kurs EURUSD spadnie do parytetu w połowie bieżącego roku. Należy jednak pamiętać, że wynikające z deprecjacji euro korzyści dla eksportu mogą być w pewnym/dużym stopniu niwelowane przez (ewentualne) wprowadzenie ceł w USA.



Kluczowe zmienne w 2025 roku – fundusze UE i płace

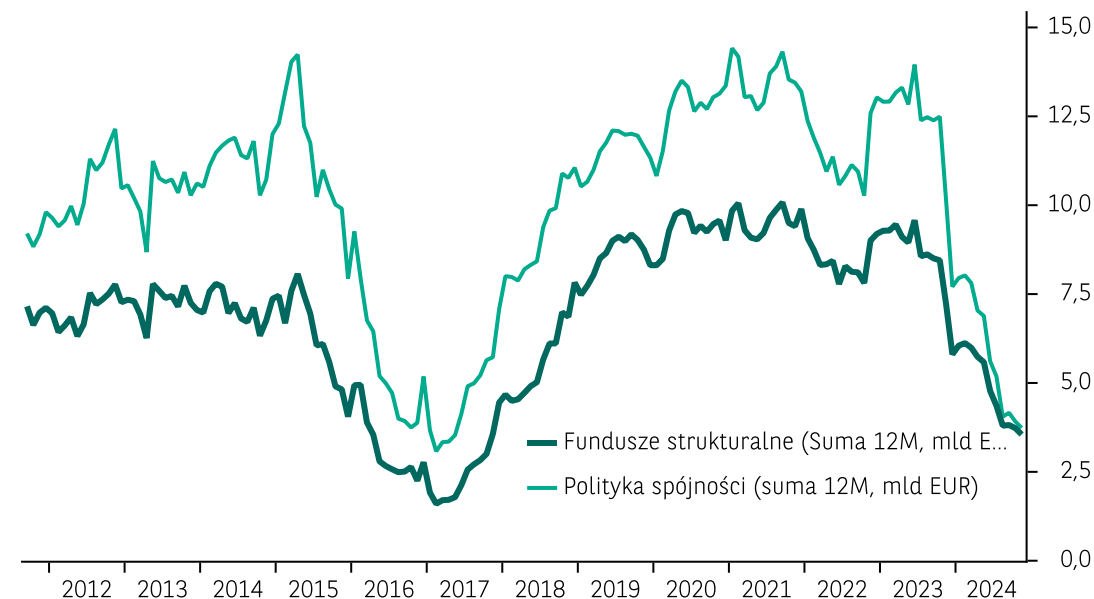
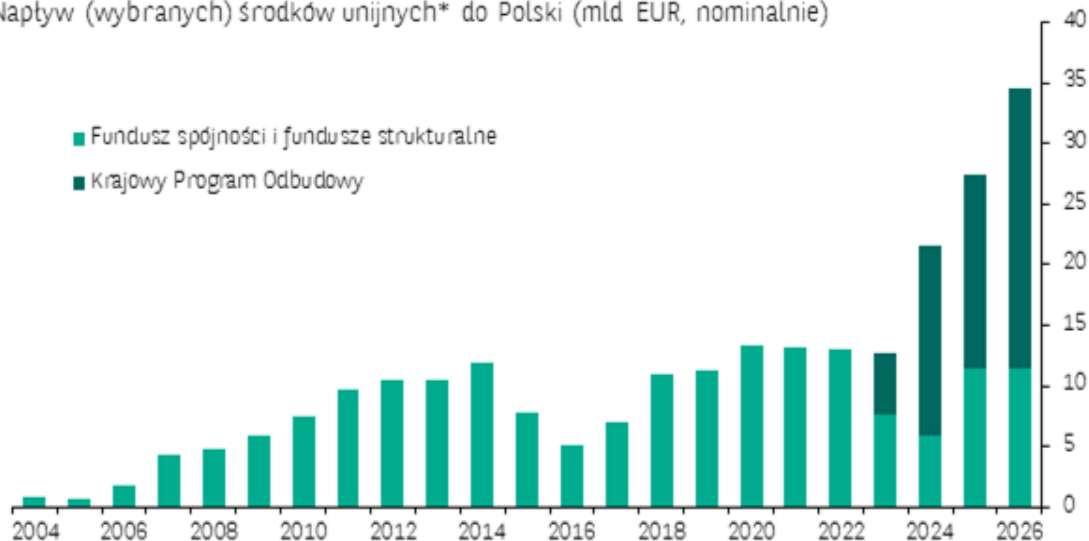


BNP PARIBAS

NAPŁYW FUNDUSZY EUROPEJSKICH...

> ... będzie w tym roku dalej przyspieszał

Napływ (wybranych) środków unijnych* do Polski (mld EUR, nominalnie)



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

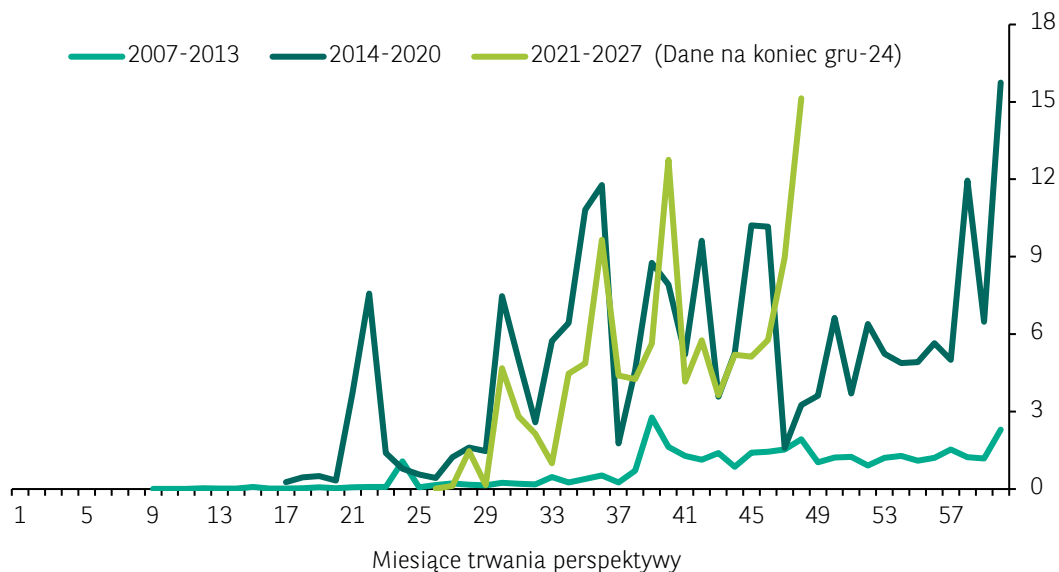
Poza otoczeniem międzynarodowym istotny wpływ na sytuację makroekonomiczną w Polsce w tym roku będzie mieć znacząca skala napływu funduszy europejskich oraz wytracająca rozpęd dynamika płac. Spodziewamy się, że po rekordowym ubiegłym roku kiedy do Polski z Brukseli trafiły środki o wartości ponad 21 mld euro, w tym roku kwota transferu będzie jeszcze większa i wyniesie ok. 27 mld euro. Złożą się na to przede wszystkim środki z Krajowego Planu Odbudowy.

Pod koniec 2024 roku Polska wystąpiła z 4 i 5 wnioskiem o płatność w ramach KPO opiewającym na ponad 7 mld euro. W pierwszej połowie bieżącego roku planowana jest rewizja Planu, po której we wrześniu Polska ma ubiegać się o kolejny wynoszący ok. 7 mld euro przelew (6. i 7. wniosek). W 2025 roku powinny się też rozkręcać projekty realizowane w ramach regularnej wieloletniej perspektywy finansowej UE, które w ubiegłym roku „siadły” wraz z zamknięciem budżetu na lata 2014 – 2020.

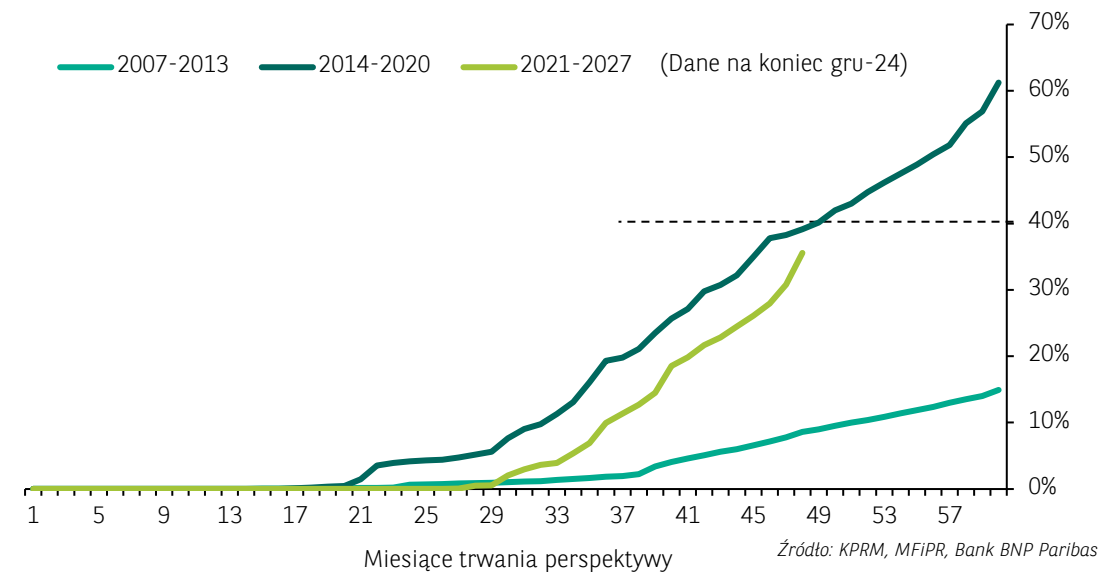


TEMPO PODPISYWANIA UMÓW W POSZCZEGÓLNYCH PERSPEKTYWACH FINANSOWYCH UE

> Wartość wsparcia UE, wg miesiąca podpisania [mld PLN]



> Wartość wsparcia UE, jako % całości, wg miesiąca podpisania



Źródło: KPRM, MFIPR, Bank BNP Paribas

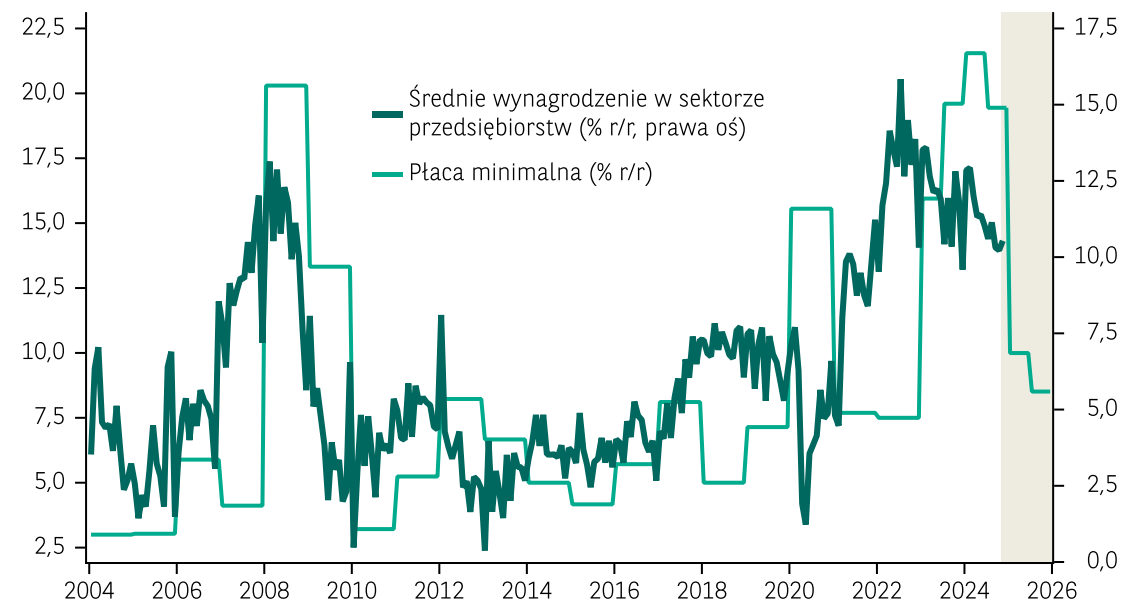
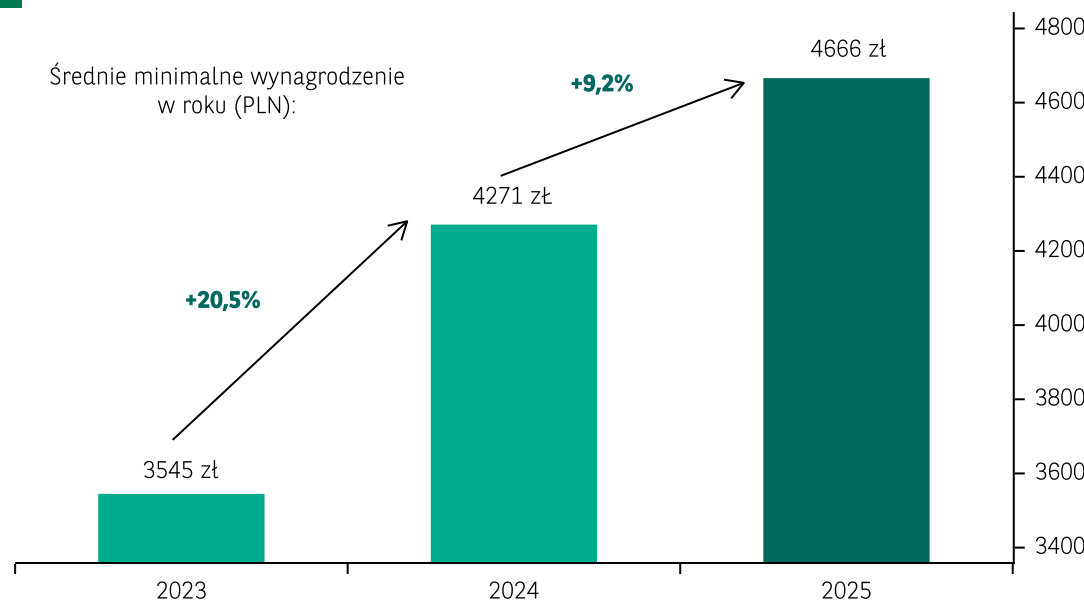
Porównując bieżącą perspektywę finansową na lata 2021-2027 do dwóch już zakończonych (2007-13, 2014-2020), można zauważyć, iż skala początkowego opóźnienia zaczyna być stopniowo niwelowana. Szczególnie pod koniec ubiegłego roku widać było przyspieszenie jeśli chodzi o alokowanie unijnych środków. W efekcie Polska rozdysponowała około 35% funduszy przyznanych w ramach Polityki Spójności. Wśród unijnych krajów plasuje to jednak Polskę dopiero w drugiej połowie tabeli – liderami w tym zakresie są Luksemburg, Holandia i Estonia (wyraźnie ponad 50%).

Uważamy jednak, że proces zawierania umów oraz wypłat środków do beneficjentów będzie w kolejnych kwartałach nabierał tempa. W efekcie zakładamy, że z tytułu funduszy strukturalnych i funduszu spójności Polska otrzyma w 2025 roku z Unii około 11-12 mld euro.



WYRAŹNIE MNIEJSZA PODWYŻKA PŁACY MINIMALNEJ...

> ... ograniczy presję na wzrost wynagrodzeń



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

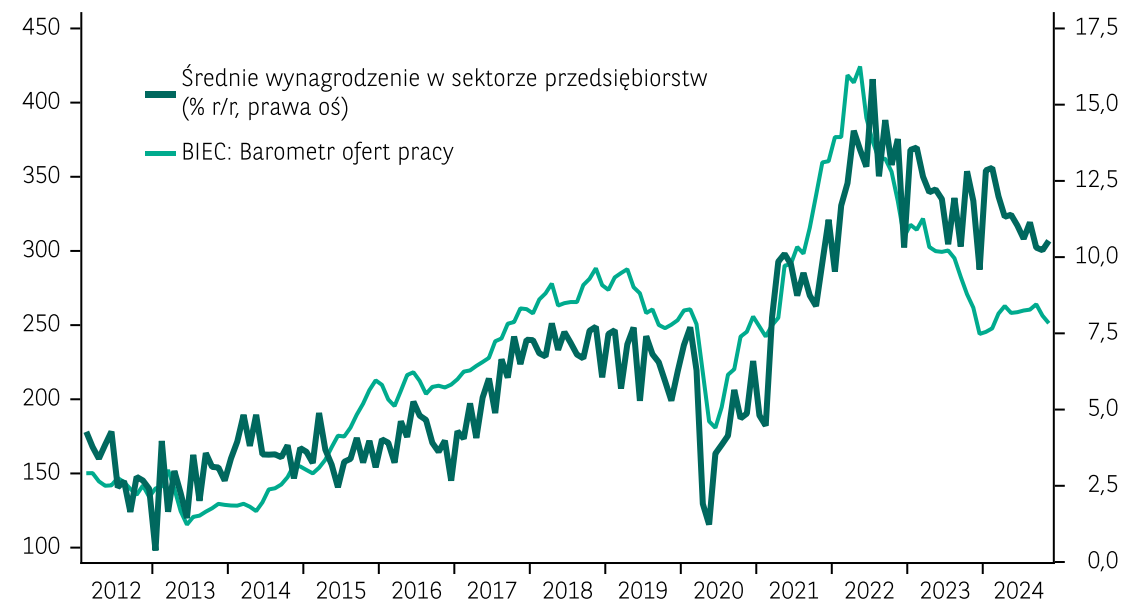
Wolniejsze tempo wzrostu wynagrodzeń w tym roku będzie w naszej ocenie w dużym stopniu związane z mniejszą niż w ubiegłych latach podwyżką płacy minimalnej. Zgodnie z przyjętym przez rząd rozporządzeniem „najniższa krajowa” wzrosła od stycznia o 9,2% do 4666 zł brutto z 4271 zł w ubiegłym roku, podczas gdy w 2024 roku minimalne wynagrodzenie zostało podniesione o ponad 20%.

Ograniczona skala podwyżki w tym roku wpłynie studząco przede wszystkim na presję płacową w mikroprzedsiębiorstwach, gdzie średnie wynagrodzenie jest stosunkowo niskie. Uważamy jednak, że czynnik ten będzie oddziaływał także na politykę płacową w większych firmach.



MNIEJSZY WZROST PŁAC W BUDŻETÓWCE ...

> ... i brak napięć na rynku pracy także tłumić będą dynamikę wynagrodzeń



Źródło: GUS, BIEC, Macrobond, Bank BNP Paribas

W tym roku wyraźnie mniejsze będą też podwyżki w „budżetówce”. Po 20-30% wzrostach uposażeń w roku ubiegłym, w tegorocznej Ustawie Budżetowej założono podniesienie kwot bazowych dla nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej tylko o 5% r/r.

Na wyhamowanie dynamiki płac wpływa też przeciętna koniunktura gospodarcza. Oscylujące w granicach 3-3,5% tempo wzrostu Produktu Krajowego Brutto nie powoduje napięć na rynku pracy, a popyt na pracowników jest obecnie wyraźnie niższy niż w szczycie z 2022 roku i powrócił do poziomów sprzed pandemii.



PROGNOZUJEMY, ŻE ŚREDNIE WYNAGRODZENIE W GOSPODARCE NARODOWEJ...

> ...zwiększy się w tym roku o 8%



Wzrost średniego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w 2025 roku (prognoza)

Sektor	Szacunki: Przeciętne zatrudnienie w 2024 roku (mln osób)	Udział w zatrudnieniu ogółem	Prognozowana dynamika średniego wynagrodzenia w 2025 roku	Wkład do dynamiki średniego wynagrodzenia w gospodarce narodowej
Przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 9 osób	6,5	59%	8,5%	5,0%
Przedsiębiorstwa zatrudniające do 9 osób	1,5	14%	9,5%	1,3%
Administracja państwowa	0,6	5%	5,0%	0,3%
Edukacja (sektor publiczny)	1,0	9%	5,0%	0,5%
Pozostałe	1,4	13%	8,0%	1,0%
GOSPODARKA NARODOWA OGÓŁEM	11,0	100%		8,0%

Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wraz z pogorszeniem się rentowności w sektorze przedsiębiorstw, zmniejszyła się również przestrzeń do oferowania istotnych podwyżek pensji przez pracodawców. Dane ankietowe sugerują też, że stopniowo spada odsetek firm prognozujących wzrost płac. Sprzyja temu wyhamowanie inflacji, które ogranicza presję na zwiększanie wynagrodzeń w związku z szybko rosnącymi kosztami życia.

W efekcie spodziewamy się, że średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej po wzroście o blisko 14% w ubiegłym roku, w roku bieżącym zwiększy się jedynie o 8%.



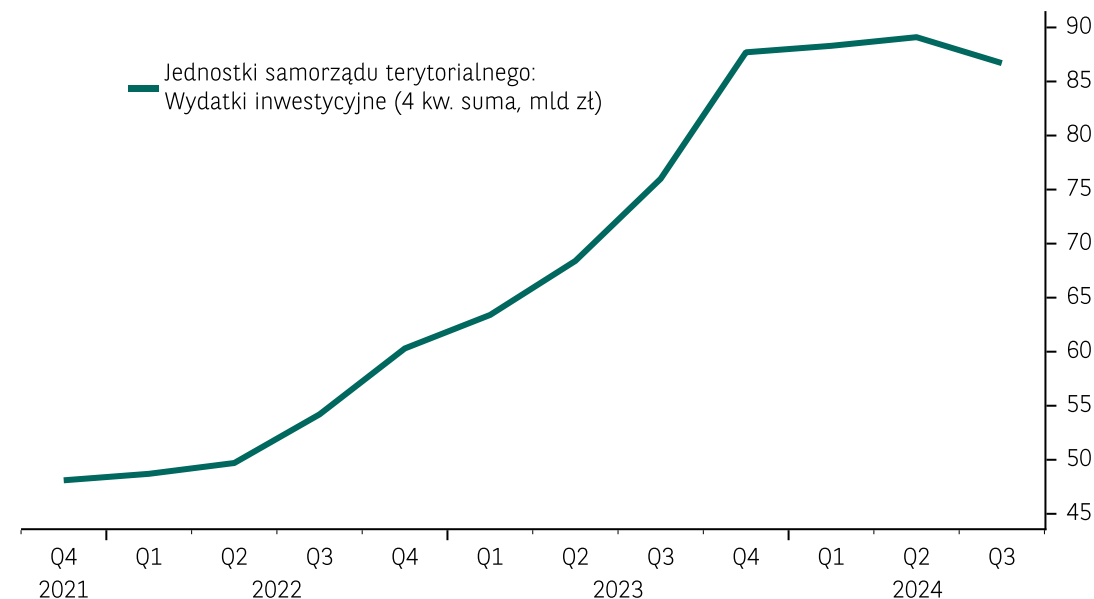
Struktura wzrostu PKB w nadchodzących kwartałach



BNP PARIBAS

SOLIDNE INWESTYCJE W UBIEGLYM ROKU...

> ... mimo cięć nakładów przez duże firmy



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

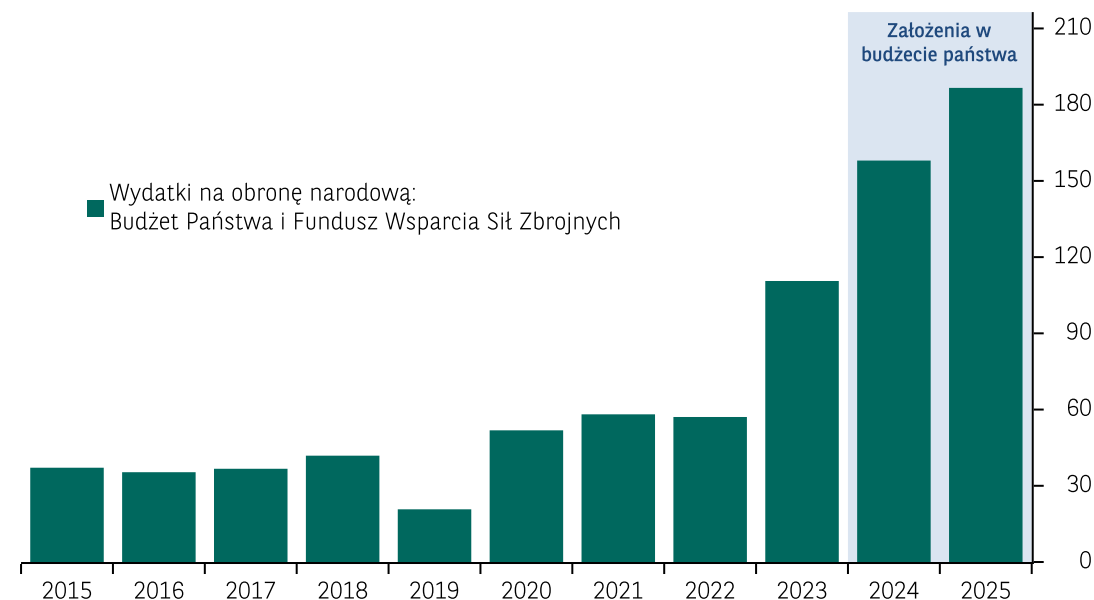
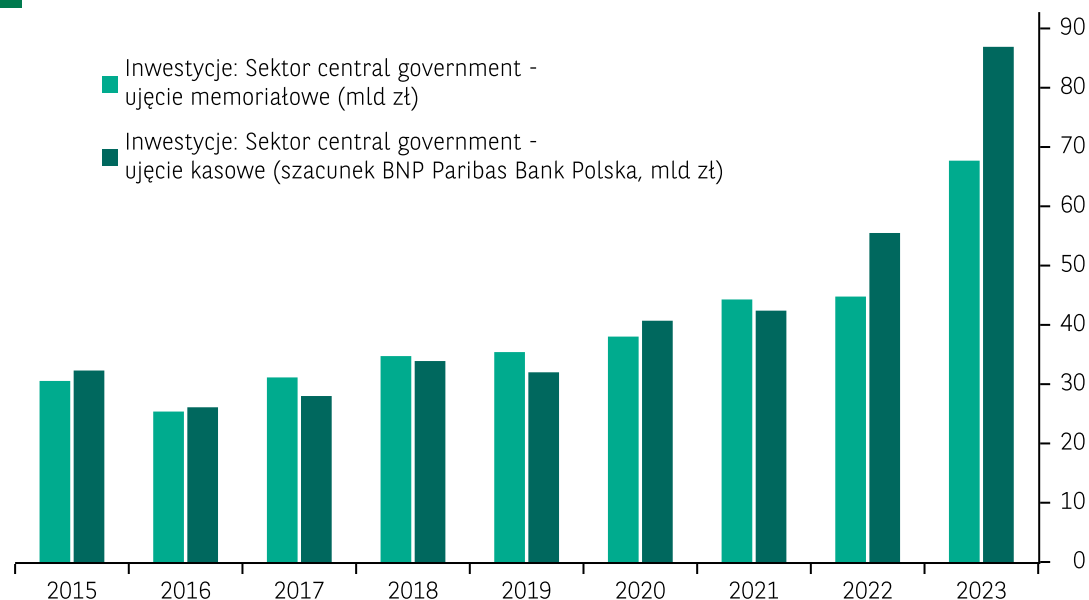
W świetle prognozowanego przyspieszenia realizacji projektów inwestycyjnych finansowanych przez fundusze unijne spodziewamy się, że w tym roku nakłady brutto na środki trwałe zwiększą się w ujęciu realnym o 9%. Warto jednak zauważyć, że już w ubiegłym roku inwestycje okazały się zaskakująco solidne. W pierwszych trzech kwartałach 2024 roku wydatki kapitałowe w gospodarce były o około 1,5% wyższe niż rok wcześniej, mimo iż nakłady inwestycyjne dużych przedsiębiorstw, które odpowiadają za 38% inwestycji w kraju, spadały w dwucyfrowym tempie.

Zważywszy na stagnację nakładów inwestycyjnych wśród jednostek samorządu terytorialnego w ubiegłym roku, ubiegłoroczną odporność inwestycji ogółem przypisujemy przede wszystkim wydatkom na zbrojenia.



DOSTAWY SPRZĘTU WOJSKOWEGO...

> ... podbijają statystyki inwestycji



Źródło: Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

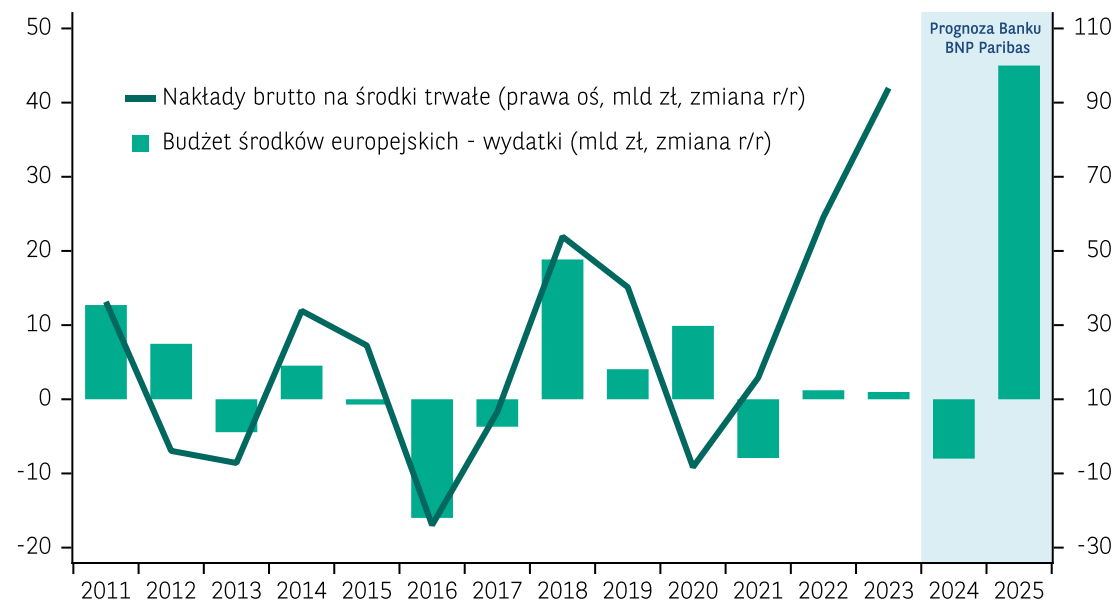
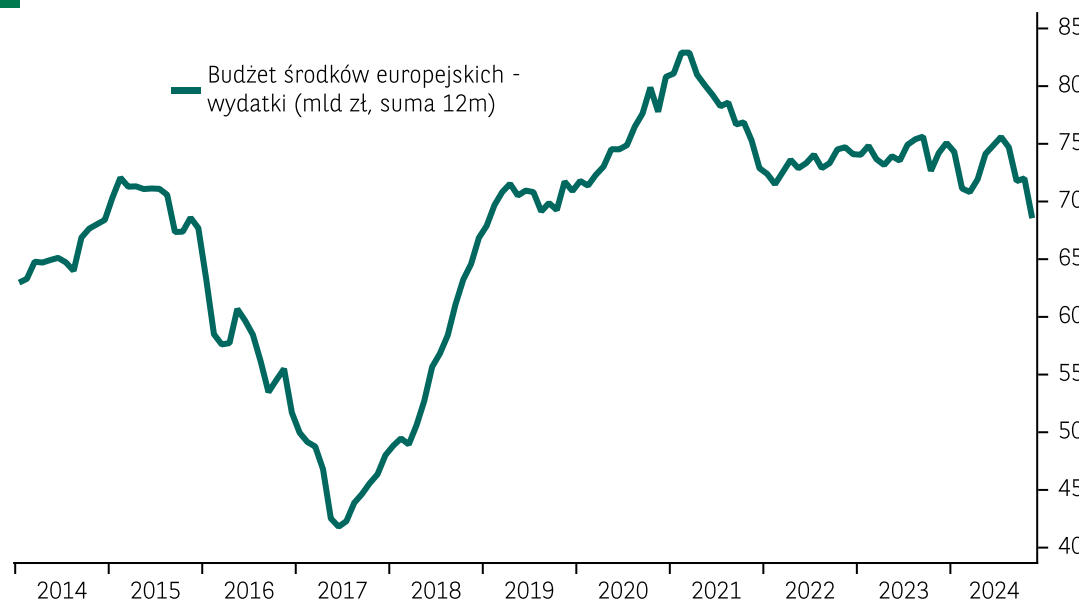
Zakup sprzętu wojskowego, co do zasady, uwzględniany jest w statystykach o rachunkach narodowych i inwestycjach w momencie przekazania uzbrojenia do użytkowania (ujęcie memoriałowe). W latach 2022-23 w danych zaobserwować można duży rozdzwitek w wartościach wydatków inwestycyjnych sektora rządowego w ujęciu kasowym i memoriałowym, który wiążemy z koniecznością ponoszenia kosztów zakupu wyposażenia armii. Szacujemy, że różnica ta w ciągu 2 lat wyniosła około 30 mld zł.

Przypuszczamy, że wraz z dostawami zakupionego w latach 2022-23 sprzętu wojskowego, ubiegłoroczne dane o inwestycjach zostały „podbite”. Sądzymy, że czynnik ten mógł podwyższyć statystyki nakładów na środki trwałe w 2024 roku nawet o 5%. Wydatki militarne będą wpływać na dane o inwestycjach także w kolejnych kwartałach. Rząd planuje w tym roku przeznaczyć na obronę narodową rekordowe 187 mld zł (ok. 4,8% PKB).



WYDATKOWANIE FUNDUSZY UNIJNYCH...

> ... impulsem dla krajowej gospodarki



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

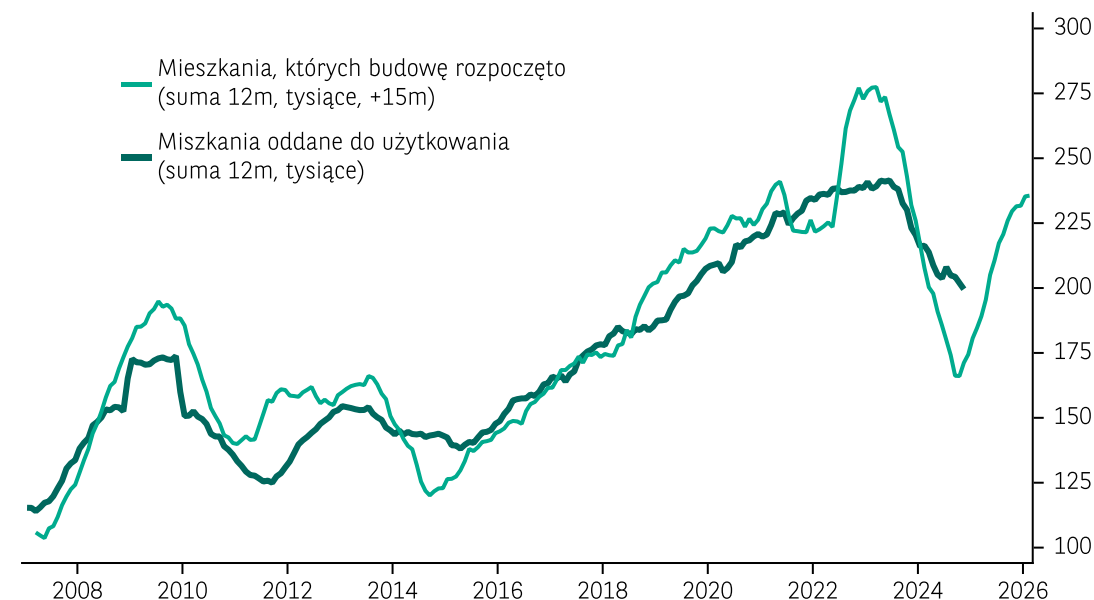
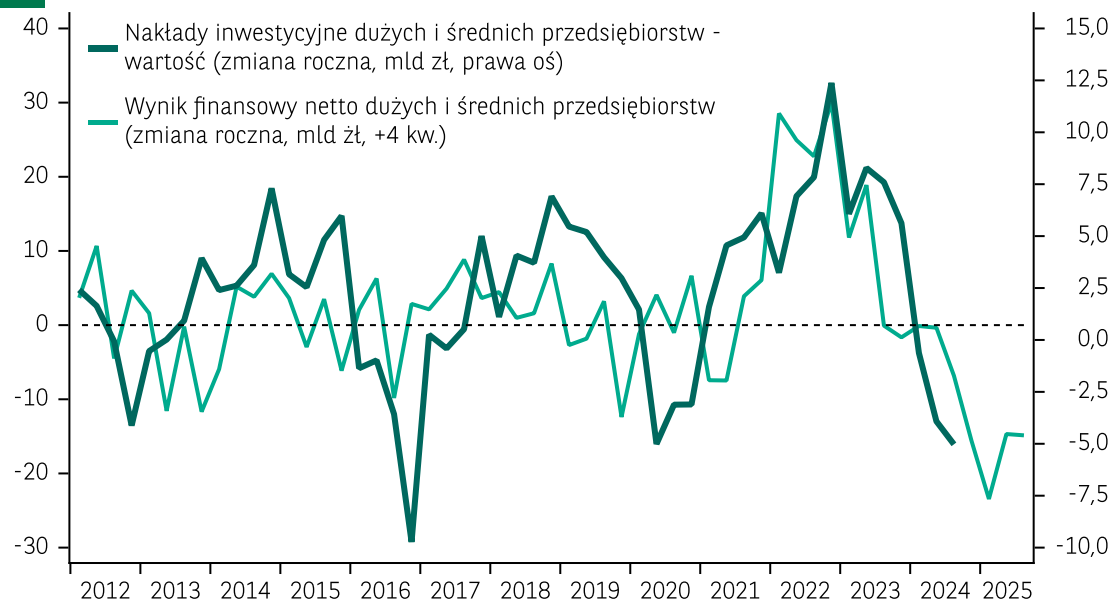
Nasz optymizm co do perspektyw inwestycji w tym roku opieramy przede wszystkim na większym wykorzystaniu środków unijnych. Choć szacujemy, że w ramach środków z Krajowego Planu Odbudowy i Polityki Spójności Polska otrzymała w ubiegłym roku rekordowe +21 mld euro (więcej na slajdzie 24), to jak wskazują dane z budżetu środków europejskich, póki co środki te zostały w ograniczonym stopniu „wpompowane” do gospodarki.

Dotyczy to zwłaszcza pieniędzy z KPO. Bazując na informacjach z Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej szacujemy, że faktyczne wypłaty środków do beneficjentów wyniosły w ubiegłym roku około 8-10 mld zł. Tymczasem Polska otrzymała łącznie środki o wartości 67 mld zł. Biorąc pod uwagę, że w ramach KPO do połowy grudnia 2024 roku zawarto umowy z beneficjentami na ponad 41 mld zł, spodziewamy się, że finansowane z programu projekty ruszą w tym roku mocno do przodu.



NISKA RENTOWNOŚĆ...

> ... ogranicza plany inwestycyjne przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

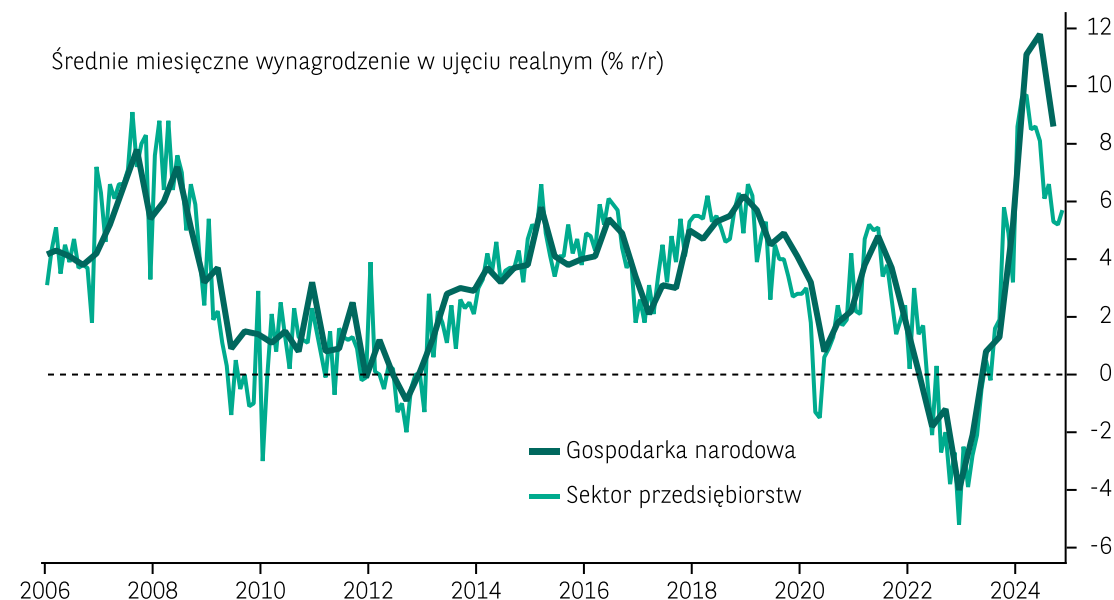
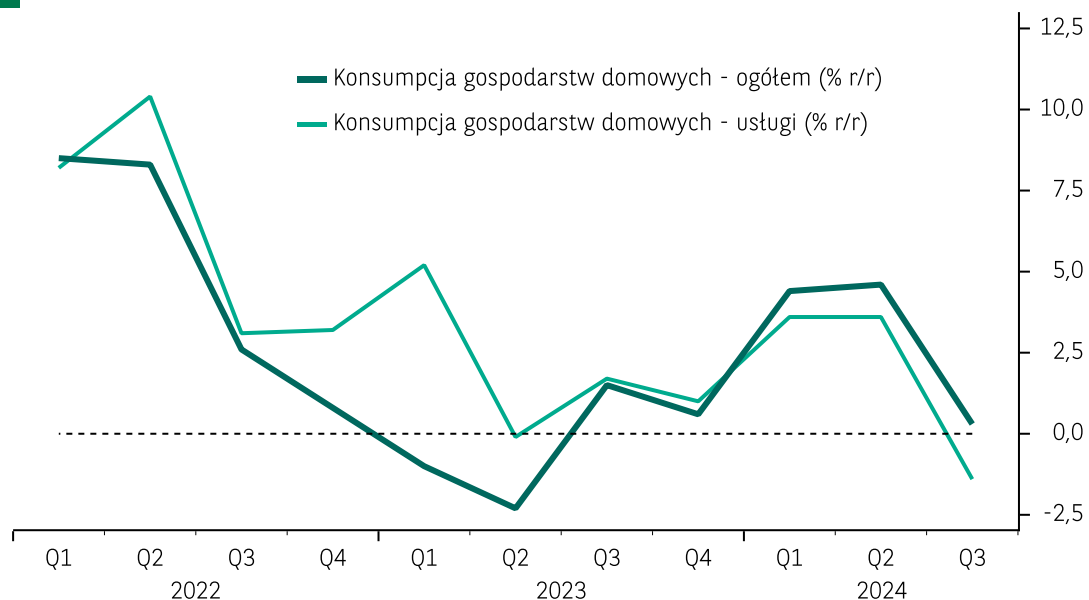
Większe wykorzystanie europejskiego finansowania ma szczególnie istotne znaczenie dla wydatków kapitałowych dużych i średnich przedsiębiorstw, które należą do istotnych beneficjentów środków unijnych. Ze względu na pogorszenie się w ostatnich kwartałach ich wyników finansowych, bez wsparcia z Unii wydatki kapitałowe w tej grupie podmiotów mogłyby wyglądać bardzo blado.

W 2025 roku spodziewamy się ożywienia jeśli chodzi o budownictwo mieszkaniowe. Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy wyraźnie zwiększyła się liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, co powinno przekładać się na intensyfikację prac budowlanych w najbliższym czasie. Przeszkodą dla trwałego i znaczącego odbicia na tym rynku może być jednak słabnący popyt, na co wskazuje m.in. spadek wartości zapytań o kredyt mieszkaniowy.



POPYT KONSUMPCYJNY...

> ... niespodziewanie siadł w trzecim kwartale



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

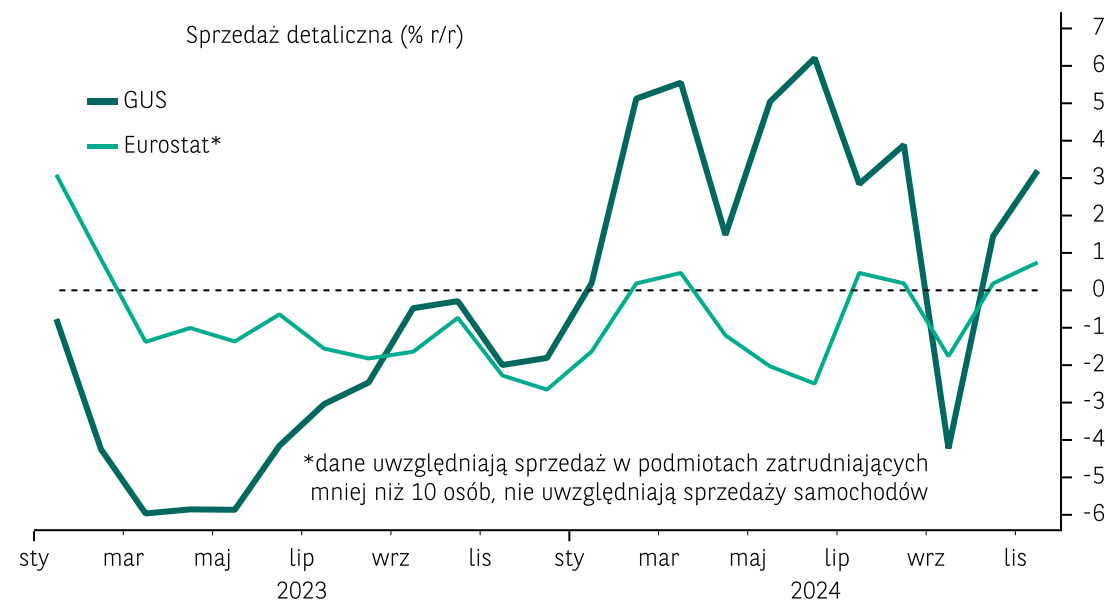
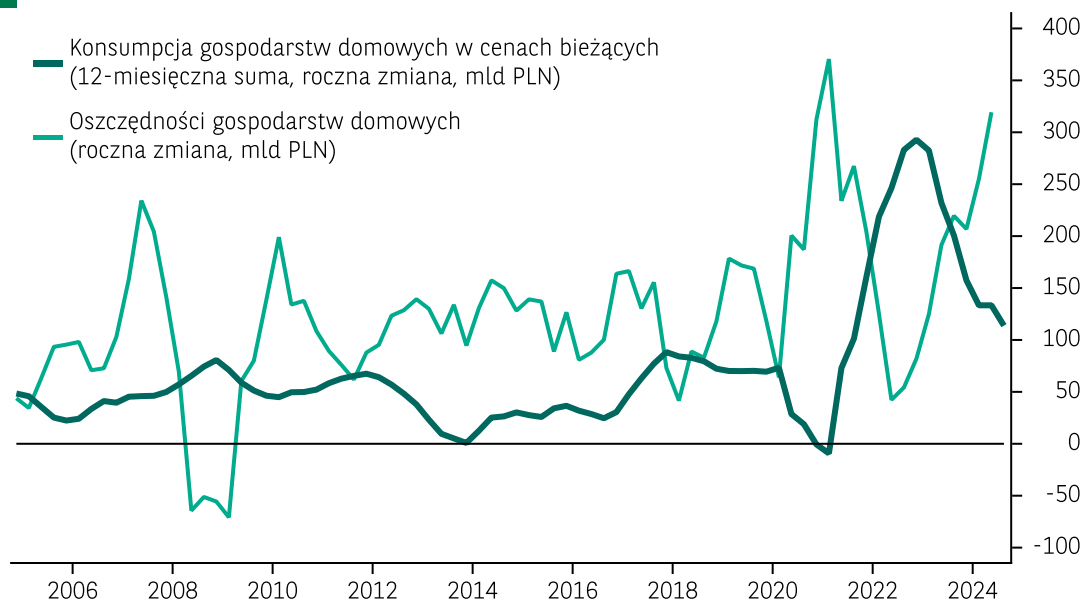
W ubiegłym roku spodziewaliśmy się znaczącego odbicia konsumpcji gospodarstw domowych. O ile w pierwszej połowie 2024 roku wydatki konsumpcyjne faktycznie rosły w tempie bliskim 5% r/r, w trzecim kwartale doszło do wyraźnego i niespodziewanego wyhamowania aktywności zakupowej (wzrost konsumpcji latem jedynie o 0,3% r/r).

Co zaskakujące w okresie lipiec-wrzesień konsumenci w mniejszym stopniu niż w analogicznym okresie 2023 roku korzystali z usług. Wydawało się, że przy szybko rosnących realnych dochodach to właśnie popyt w tym segmencie będzie wiódł prym.



GOSPODARSTWA DOMOWE...

> ... budują oszczędności



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

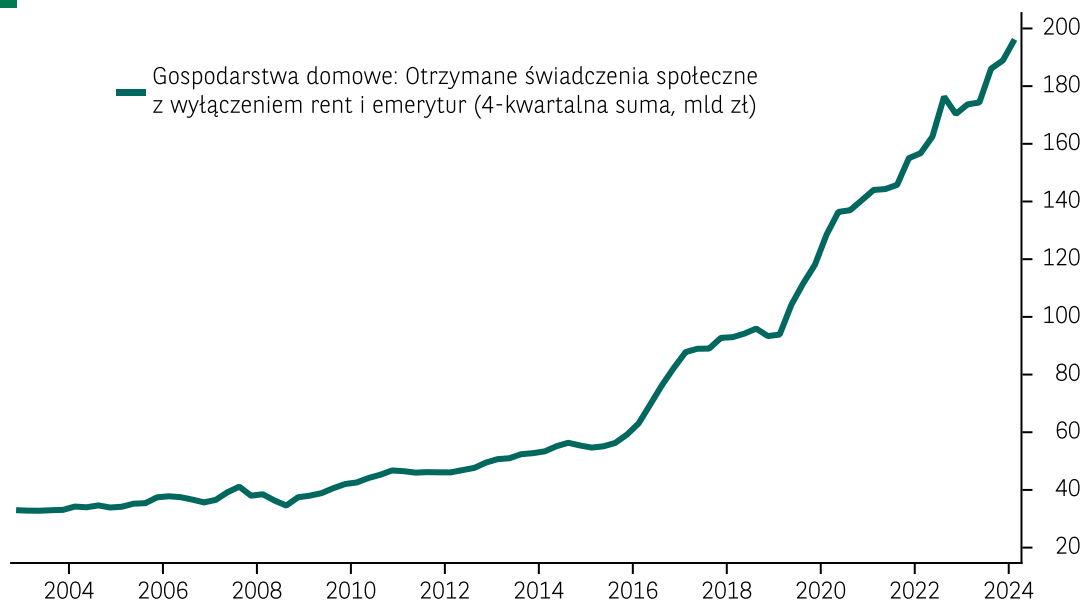
Oslabienie popytu konsumpcyjnego w trzecim kwartale tłumaczymy prawdopodobnym dalszym wzrostem oszczędności, co można wiązać z odbudową poduszki finansowej po okresie wysokiej inflacji, która nadszarpięła siłę nabywczą zgromadzonych przez gospodarstwa domowe aktywów. Innym, zapewne mniej istotnym, wytłumaczeniem mogą być częstsze wyjazdy zagraniczne w okresie wakacyjnym, które nie są odzwierciedlone w danych o konsumpcji.

Na podstawie informacji o sprzedaży detalicznej spodziewamy się, że w czwartym kwartale ubiegłego roku dynamika konsumpcji nieco przyspieszyła. Dane Eurostatu sugerują jednak, że od początku zeszłego roku wydatki konsumpcyjne były mocno wspierane przez wysoki popyt na samochody. Silne oparcie danych o wroście konsumpcji na jednej grupie produktowej może budzić obawy o trwałość tego ożywienia.



SOLIDNY WZROST DOCHODÓW...

> ... powinien wspierać konsumpcję



Dochody i wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych	2023	2024p	2025p	2026p
Dochód rozporządzalny (mld PLN)	1 979	2 217	2 372	2 514
Oszczędności (mld PLN)	50	152	142	140
Konsumpcja (mld PLN)	1 930	2 065	2 230	2 375
Dochód rozporządzalny (r/r)	13,3%	12,0%	7,0%	6,0%
Stopa oszczędzania	2,5%	6,9%	6,0%	5,5%
Konsumpcja, nominalnie (r/r)	8,9%	7,0%	8,0%	6,5%
Deflator / Inflacja CPI (r/r)	9,2%	3,7%	4,3%	2,8%
Konsumpcja, realnie (r/r)	-0,3%	3,3%	3,5%	3,6%

Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

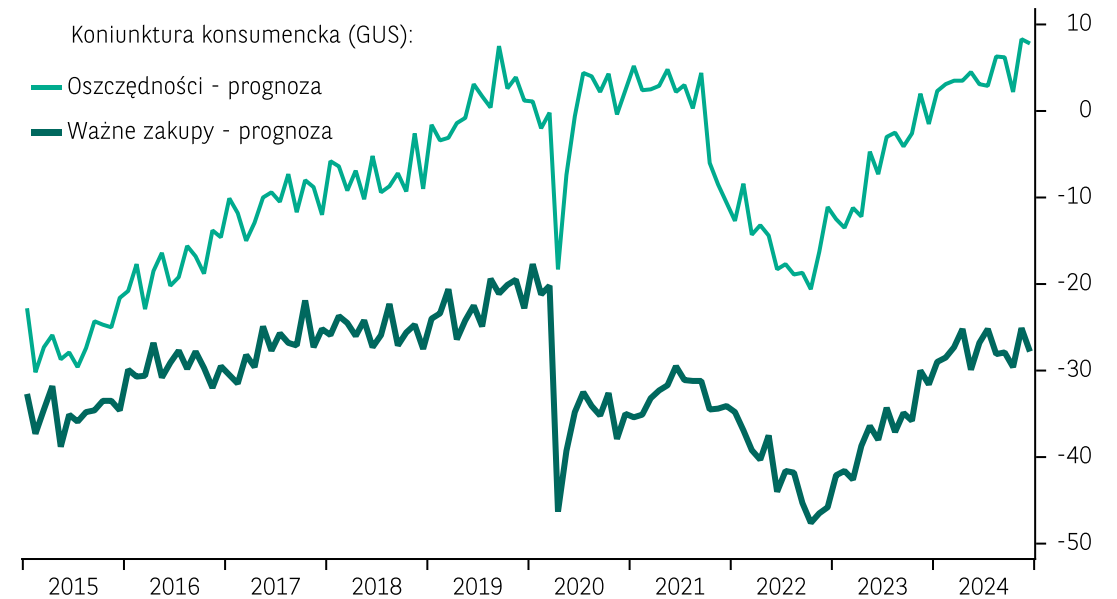
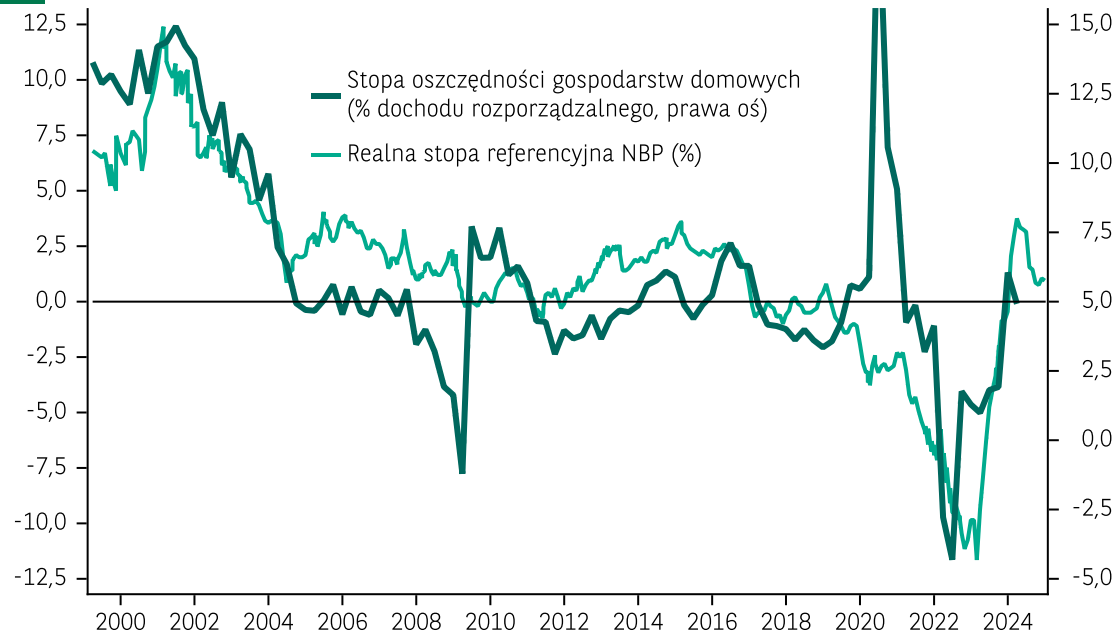
Biorąc jednak pod uwagę sytuację gospodarstw domowych, jesteśmy umiarkowanymi optymistami, co do perspektyw wydatków konsumpcyjnych. Szacujemy, że w tym roku dochody gospodarstw domowych zwiększą się nominalnie o około 7%. Przyczynią się do tego m.in. wzrost średniego wynagrodzenia (+8%), waloryzacja emerytur (ok. 6%, choć rozważana jest możliwość większego wzrostu o 8,5%), dodatkowe środki wypłacane w ramach programu Aktywny Rodzic (+6,9 mld zł dla gospodarstw domowych) oraz uruchomienie tzw. renty wdowiej (+3-4 mld zł).

Przy przewidywanej przez nas rocznej inflacji na poziomie 4,3% oraz przy założeniu nieznacznego spadku stopy oszczędności do 6% z ok. 7% w 2024 roku, prognozujemy, że w ujęciu realnym konsumpcja wzrośnie w tym roku o 3,5%.



STOPA OSZCZĘDNOŚCI SPADNIE...

> ... wraz z obniżkami stóp procentowych



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

W kierunku zmniejszenia stopy oszczędności oddziaływać powinny zakładane przez nas obniżki stóp procentowych. Uważamy jednak, że w ujęciu realnym (po skorygowaniu o inflację) stopa referencyjna NBP pozostanie w tym roku dodatnia, co ograniczać będzie skalę redukcji oszczędności.

Na utrzymanie się relatywnie wysokiej (jak na polskie standardy z ostatnich 20 lat) stopy oszczędności wskazują też badania ankietowe. Gospodarstwa domowe chcą zwiększać oszczędności, choć wskaźnik intencji dokonywania ważnych zakupów także utrzymuje się na dość wysokim poziomie.



Analizy sektorowe: Kto liderem wzrostu?



BNP PARIBAS

SEKTOR PRZEDSIĘBIORSTW: STAGNACJA W PRZYCHODACH W 3 KWARTALE 2024 ROKU

Działalność gospodarcza według Sekcji PKD	Kod PKD	Przychody netto			Koszty netto		Różnica dynamik przychodów i kosztów		
		% całości	Firmy 10-49	Firmy 50+	Firmy 50+	Różnica dynamik przychodów i kosztów			
			1H24	1H24	3Q24	1H24	3Q24	1H24	3Q24
Cała gospodarka		9%	+4%	-5%	±0%	-4%	±0%	-1,2pp	-0,4pp
Rolnictwo	A	16%	+2%	-8%	+15%	-4%	+17%	-15,7pp	-1,6pp
Górnictwo i Wydobywanie	B	2%	+2%	-15%	-11%	-2%	-3%	-11,9pp	-8,1pp
Przetwórstwo przemysłowe	C	4%	-3%	-3%	-1%	-3%	-2%	+0,8pp	+0,9pp
Wytwarzanie Energii	D	3%	+32%	-36%	-23%	-36%	-24%	+11,5pp	+0,7pp
Dostawy Wody; Gosp. Ściekami	E	17%	+1%	+13%	+14%	+11%	+9%	-1,2pp	+4,8pp
Budownictwo	F	22%	+12%	-4%	-1%	-1%	+2%	-19,0pp	-2,2pp
Handel hurtowy i detaliczny	G	10%	+2%	-1%	+2%	+1%	+4%	-3,6pp	-1,8pp
Transport i Gosp. Magazynowa	H	14%	+4%	+3%	+5%	+6%	+7%	-6,6pp	-1,9pp
Hotelarstwo i Gastronomia	I	18%	+23%	+15%	+16%	+18%	+16%	-13,0pp	+0,0pp
Informacja i Komunikacja	J	15%	+12%	+3%	+16%	+4%	+14%	-5,5pp	+2,9pp
Dz. Finansowa i Ubezpieczeniowa	K	18%	+8%	+12%	+7%	+17%	+10%	-4,5pp	-2,5pp
Obsługa Rynku Nieruchomości	L	35%	+25%	+14%	+1%	+13%	+7%	+7,6pp	-5,8pp
Dz. Profesjonalna, Naukowa	M	22%	+15%	+12%	+6%	+12%	+8%	-5,2pp	-2,5pp
Administracja i Dz. Wspierająca	N	14%	+21%	+9%	+2%	+11%	+1%	-23,8pp	+0,6pp
Edukacja	P	56%	+21%	+33%	+37%	+5%	+55%	+32,0pp	-17,7pp
Opieka Zdrowotna	Q	18%	+22%	+19%	+12%	+18%	+16%	-3,4pp	-4,1pp
Dz. Kulturalna, Rozrywka, Rekreacja	R	5%	+26%	+21%	+26%	+22%	+26%	-7,5pp	+0,1pp
Poz. Działalność Usługowa	S	17%	+20%	+1%	+20%	+0%	+18%	-6,5pp	+2,8pp

Pierwsza połowa 2024 roku przyniosła wzrost przychodów netto wśród firm 10-49 o +4% r/r, podczas gdy firmy 50+ zakończyły ten okres spadkiem o 5% r/r. Niemniej, trzeci kwartał przyniósł dla sektora średnich i dużych przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 50 pracowników) ograniczenie skali spadków, a faktycznie – stabilizację przychodów.

W większości wypadków to działy wytwórcze charakteryzowały się gorszymi wynikami niż usługowe. Wyjątek stanowią Dostawy wody (PKD E).

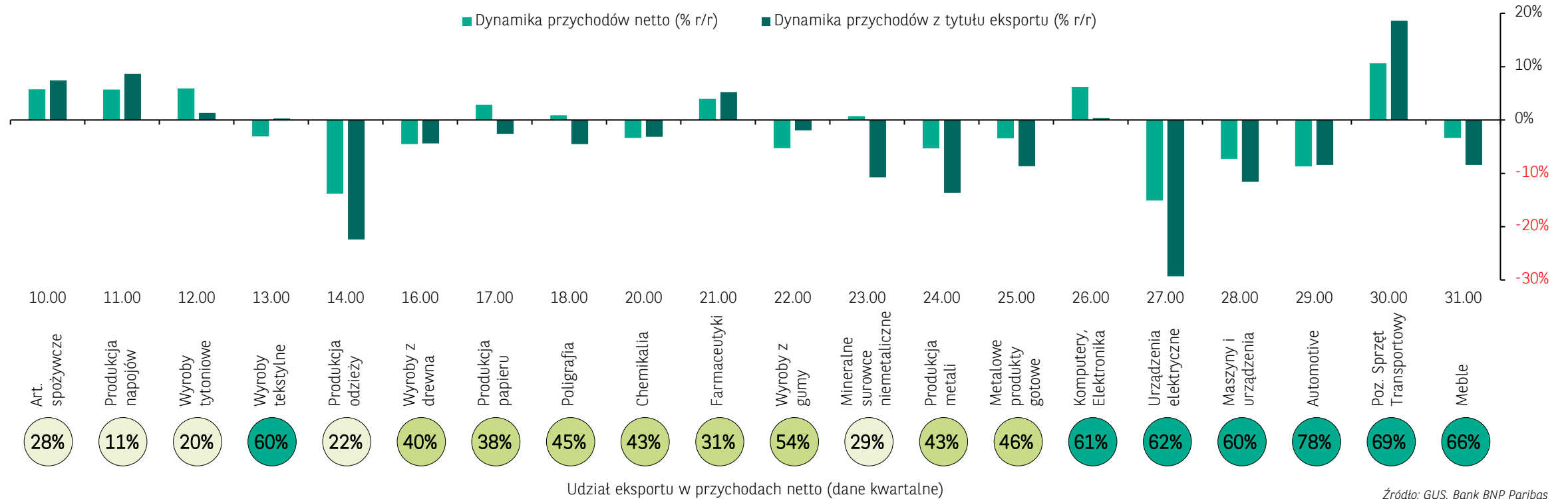
Warto podkreślić, iż sytuacja w Transporcie i magazynowaniu (PKD G) zaczęła się poprawiać szybciej niż w przypadku Przetwórstwa (PKD C), co może być sygnałem wyprzedzającym odbicie aktywności. również w przemyśle.

Źródło: PontInfo, Bank BNP Paribas



PRZEMYSŁ: TYLKO KILKA BRANŻ OSIĄGNĘŁO WZROST PRZYCHODÓW NETTO...

> ... i wartości eksportu, choć sytuacja jest silnie zróżnicowana między poszczególnymi sekcjami przetwórstwa przemysłowego

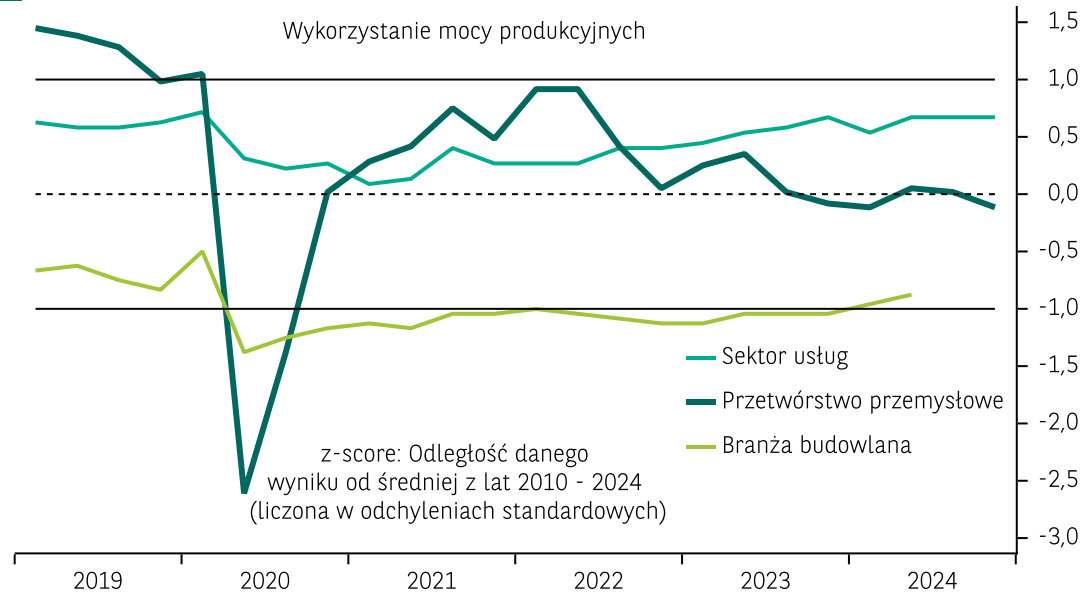


III kwartał 2024 roku nie był szczególnie korzystny dla wyników firm przetwórczych (zatrudniających co najmniej 50 pracowników), co dotyczy zarówno przychodów netto, jak również – tych powiązanych z eksportem. Dobrze zachowywał się sektor spożywczy (PKD 10-12) oraz farmaceutyki (PKD 21) i pozostały sprzęt transportowy (PKD 30). Ten ostatni zyskał wsparcie w postaci Krajowego Programu Odbudowy, z którego finansowany jest rozwój pojazdów szynowych i transportu miejskiego.

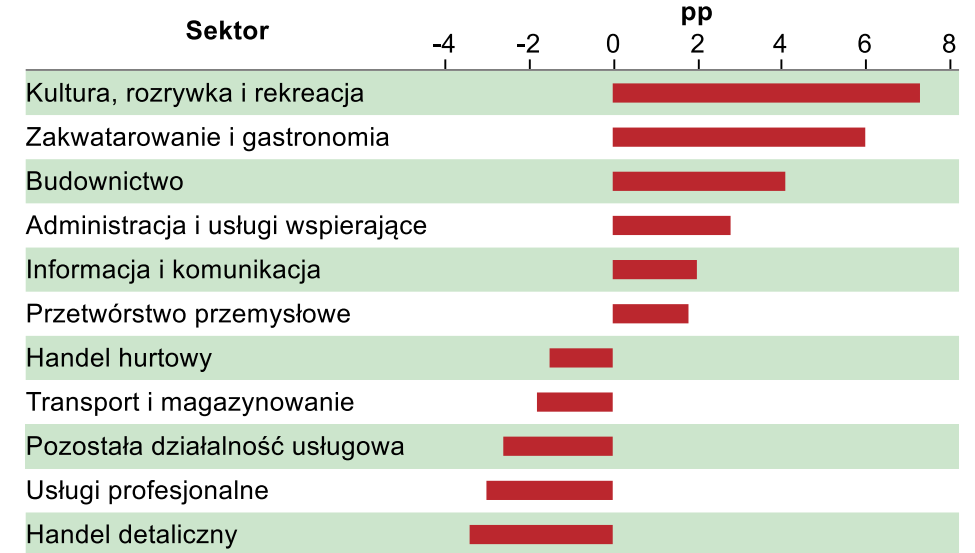


RÓŻNICE W WYKORZYSTANIU MOCY PRODUKCYJNYCH...

> ... pomiędzy sektorami



Oczekiwania zmiany produkcji / sprzedaży [zmiana r/r, w pp]



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

W 2024 roku wykorzystanie mocy produkcyjnych mocno różniło się pomiędzy sektorami. W przypadku przemysłu oscylowało ono wokół wieloletniej średniej. W usługach bieżąca aktywność wyraźnie przewyższała poziomy notowane w ostatnich latach. W przypadku budownictwa wolumen produkcji był wyraźnie niższy od możliwości sektora, zwłaszcza w świetle napływu środków unijnych.

W sektorze budowlanym zauważalnie poprawiły się oczekiwania co do przyszłej produkcji / sprzedaży - zgodnie z podejściem GUS w perspektywie najbliższych trzech miesięcy (+4 p.p. r/r) co może być związane z zakładanym przez nas przyspieszeniem wydatkowania unijnych funduszy. W przemyśle także przewidywany jest pewien wzrost produkcji (+2 p.p. r/r). Tymczasem w branży handlowej (zarówno hurcie jak i detalu) prognozy uległy pogorszeniu.



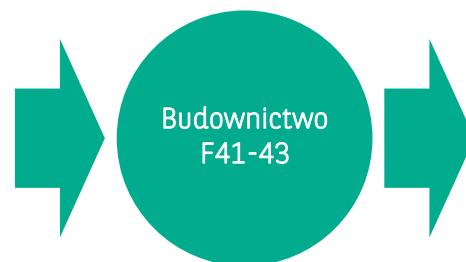
BUDOWNICTWO: KOŁO ZAMACHOWE DLA POLSKIEJ GOSPODARKI W 2025 ROKU

> Znaczenie branży budowlanej jako partnera biznesowego dla pozostałych sektorów krajowej gospodarki

Zużycie pośrednie branży, w tym produktów:

Kod PKD	Nazwa branży	Udział w produkcji	
F41-F43	Obiekty budowlane i roboty budowlane	27,5%	+2pp
C22	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	7,9%	-1pp
C23	Wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych	7,2%	-10pp
C25	Wyroby metalowe gotowe	5,6%	-2pp
C27	Urządzenia elektryczne	1,7%	-2pp
C16	Drewno i wyroby z drewna	1,6%	-8pp
B06-B09	Ropa naftowa i gaz ziemny, rudy metali, pozostałe produkty górnictwa	1,4%	n.a.
C19	Koks, produkty rafinacji ropy naftowej	1,3%	+10pp
C24	Metale	1,3%	+7pp
C20	Chemikalia, wyroby chemiczne	1,2%	-10pp

Oczekiwana sprzedaż
lub wielkość
zamówień



Zużycie pośrednie (innych) branż, w tym:

NACE Code	Sector Name	Udział w podaży	
F41-F43	Budownictwo	25,4%	+4pp
L68	Obsługa rynku nieruchomości	4,0%	±0pp
H52-H53	Magazynowanie; działalność pocztowa i kurierska	2,7%	-2pp
O84	Administracja publiczna i obrona narodowa	2,4%	n.a.
D35	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę	2,3%	-22pp
G46	Handel hurtowy	2,1%	-2pp
M71	Działalność w zakresie architektury i inżynierii; badania i analizy techniczne	1,8%	-7pp
C25	Produkcja wyrobów z metali	0,4%	+1pp
P85	Edukacja	0,4%	n.a.
G47	Handel detaliczny	0,4%	-3pp

Oczekiwana produkcja
lub zamówienia u
dostawców

Source: GUS, Bank BNP Paribas

Dzięki napływowi środków unijnych (Fundusz Spójności i KPO) polski sektor budowlany wesprze wzrost PKB i będzie bodźcem dla innych sektorów, zwłaszcza przemysłowych. Obecnie, te branże, które dostarczają usługi i/lub materiały dla budownictwa, nie spodziewają się wzrostu sprzedaży czy portfela zamówień. Co więcej, te branże, które korzystają z produkcji budowlanej, w większości przypadków również nie spodziewają się potencjału wzrostu. Biorąc jednak pod uwagę okres od 6 do 12 miesięcy pomiędzy napływem środków unijnych a ich wypłatą dla beneficjentów, spodziewamy się, że sytuacja zmieni się w drugiej połowie 2025 r.



SEKTOR PRZEDSIĘBIORSTW: WYGRANI I PRZEGRANI?

> Przemysł: jedynie kilka branż już jest na ścieżce wzrostu

Kod PKD	Przychody netto		Zmiana oczekiwań co do przyszłości...		
	Dynamika, 3q24 (% r/r)	Udział eksportu	Sytuacja finansowa	Sprzedaż	
Art. Spożywcze 10+11+12	6%	28%	2	+4	▶
Wyroby Tekstylne 13.00	-3%	60%	2	+5	
Odzież 14.00	-14%	22%	-14	-19	◀
Drewno i Korek 16.00	-5%	40%	5	-8	
Prod. Papieru 17.00	3%	38%	-4	+2	
Poligrafia 18.00	1%	45%	7	+22	
Chemikalia 20.00	-3%	43%	-3	-10	◀
Farmaceutyki 21.00	4%	31%	-2	0	
Gumy i Tworzywa 22.00	-5%	54%	-2	-1	
Niemetaliczny 23.00	1%	29%	4	-10	
Wytw. Metali 24.00	-5%	43%	1	+7	
Produkty z Metalu 25.00	-3%	46%	-3	-2	
Komputery 26.00	6%	61%	14	+20	▶
Urz. Elektryczne 27.00	-15%	62%	-1	-2	
Maszyny, Urządzenia 28.00	-7%	60%	-4	+5	
Automotive 29.00	-9%	78%	-4	+1	
Poz. Sprzęt Trn. 30.00	11%	69%	0	+6	▶
Prod. Mebli 31.00	-3%	66%	-6	+3	
Energia 35.00	-23%	1%	9	+10	

> Usługi: czy uda się utrzymać dobre wyniki?

Kod PKD	Przychody netto		Zmiana oczekiwań co do przyszłości...		
	Dynamika, 3q24 (% r/r)	Udział eksportu	Sytuacja finansowa	Sprzedaż	
Bud. Kubaturowe 41.00	1%	4%	3	+2	▶
Bud. Inżynieryjne 42.00	0%	3%	3	+2	▶
Bud. Spec. 43.00	-8%	10%	3	+2	
Handel Pojazdy 45.00	4%	5%	2	+2	
Handel Hurt 46.00	2%	9%	1	-3	
Handel Detal 47.00	2%	3%	-4	-2	
Trn. Lądowy 49.00	3%	21%	3	+1	▶
Magazynowanie 52.00	8%	26%	-1	-2	
Hotelarstwo 55.00	11%	1%	-5	+5	
Gastronomia 56.00	20%	0%	6	+10	▶
Telekomunikacja 61.00	17%	4%	1	+6	
Oprogramowanie 62.00	12%	47%	1	-1	
Informacja 63.00	18%	40%	10	+12	
Nieruchomości 68.00	1%	3%	4	-3	
Architektura 71.00	-1%	36%	-1	-7	◀
B+R+I 72.00	21%	62%	0	+5	
Reklama 73.00	5%	27%	6	-4	
Turystyka 79.00	-10%	1%	-2	+6	
Poz. Dz. Usługowa 93.00	25%	5%	10	+7	

Źródło: GUS, Bank BNP Paribas



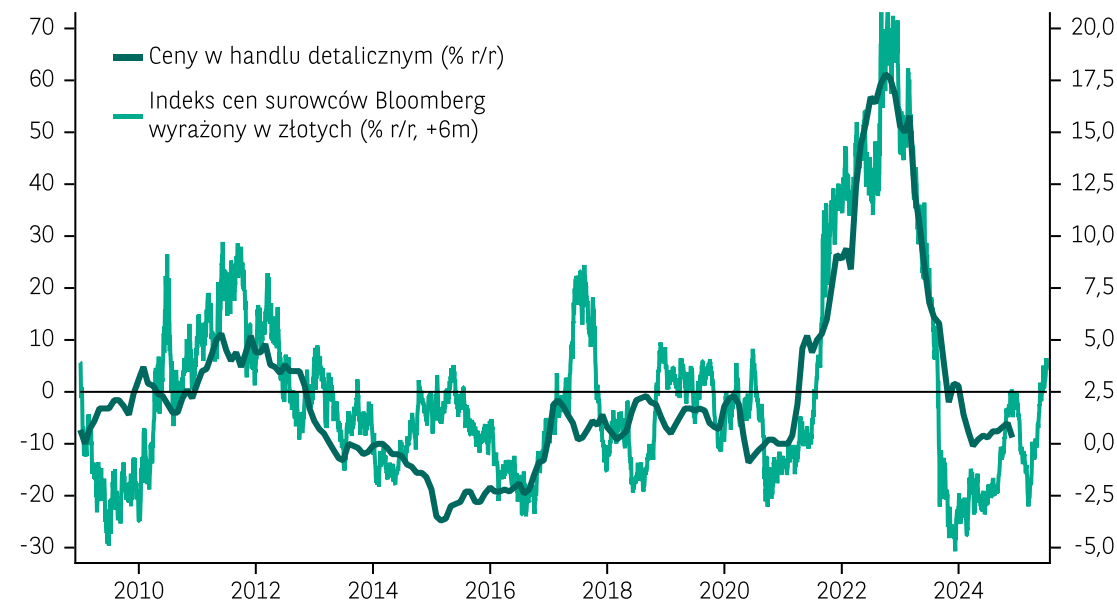
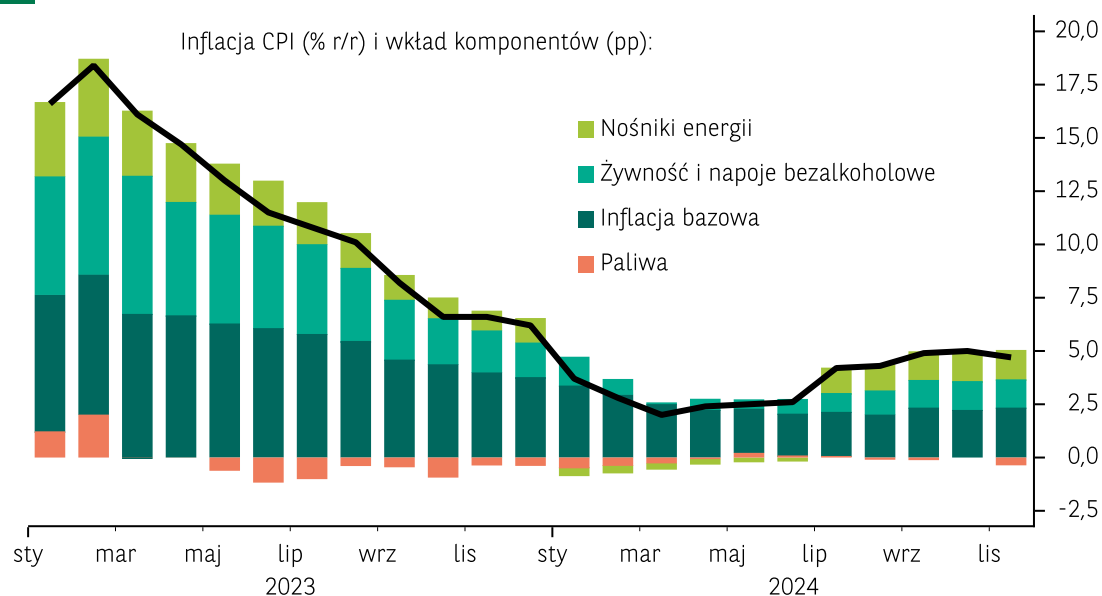
CPI – droższa żywność i hamująca inflacja bazowa



BNP PARIBAS

INFLACJA ZJECHAŁA ZE SZCZYTU W 2023 ROKU...

> ... dzięki niższym cenom importu



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

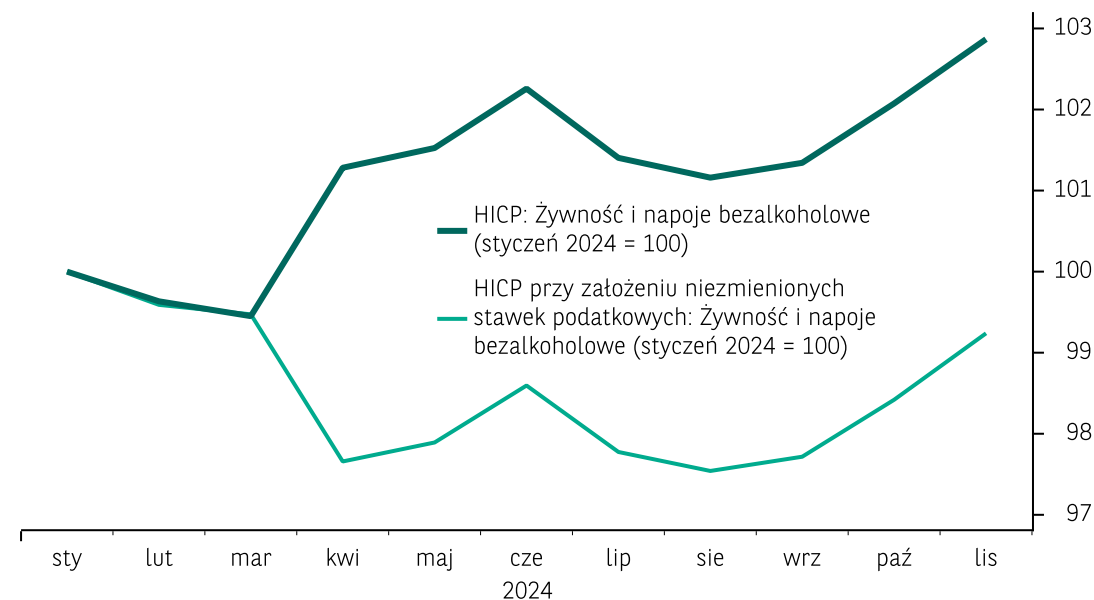
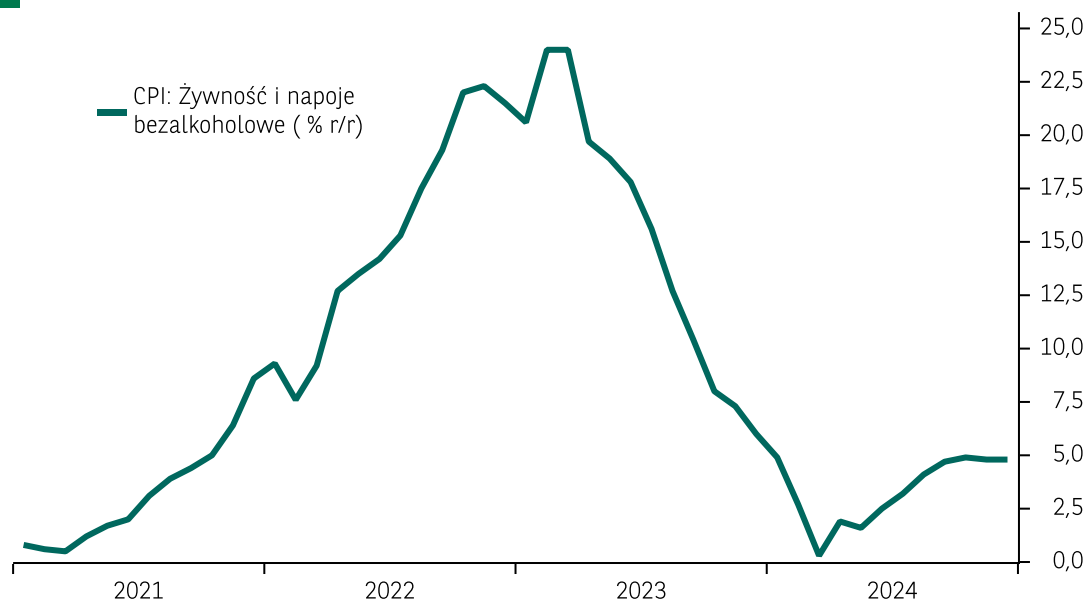
Na przestrzeni lat 2023-24 inflacja CPI w Polsce wyraźnie zwolniła i z wynoszącego 18,4% r/r szczytu osiągniętego w lutym 2023 roku w marcu ubiegłego roku spadła do zaledwie 2% r/r. W dalszej części roku dynamika cen ponownie wzrosła za sprawą wzrostu cen energii elektrycznej oraz gazu ziemnego i podwyżki podatku VAT.

Za tak znaczącym zjazdem inflacji konsumenckiej (CPI) z poziomów notowanych w 2023 roku stały przede wszystkim niższe ceny importu (tańsze surowce oraz mocny złoty). O ile nie spodziewamy się, żeby czynnik ten „ciągnął” inflację w dół w najbliższych miesiącach, to nie widzimy też, by stwarzał on bardzo proinflacyjne warunki. Uważamy, że w najbliższych 6-9 miesiącach ceny importu oddziaływać będą stabilizująco na tempo wzrostu cen. Dalsze osłabienie złotego względem dolara oraz ewentualna trwała wyżka cen ropy naftowej na rynku światowym są jednak czynnikami ryzyka w tym zakresie.



WYŻSZY VAT NA ŻYWNOSĆ...

> ... ostatecznie przerzucony na finalnych konsumentów



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

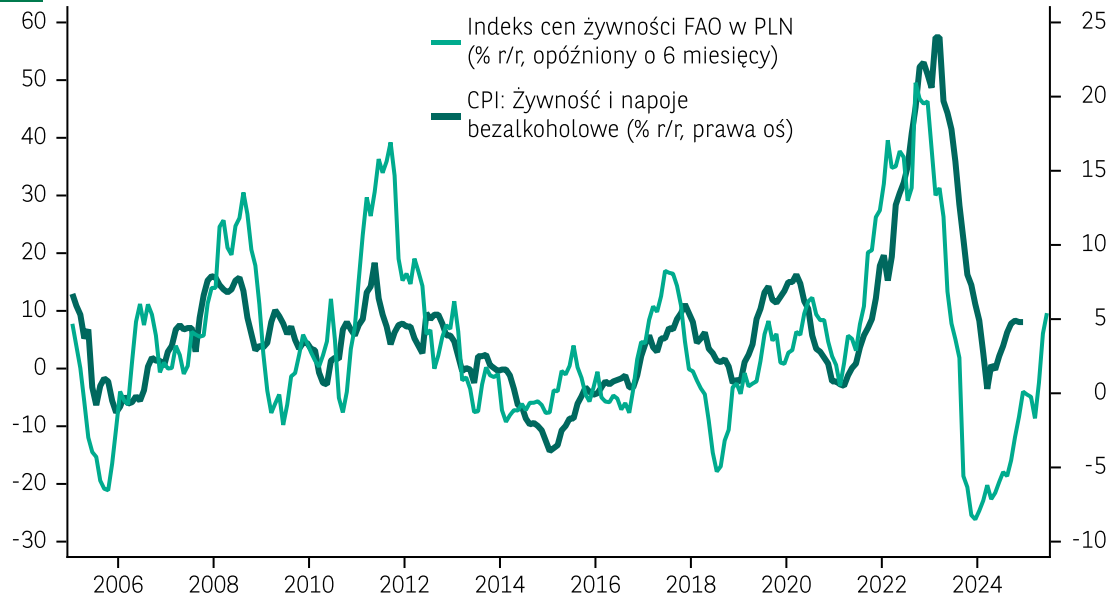
Od marca ubiegłego roku dynamika cen konsumpcyjnych nieco przyspieszyła, do czego przyczyniła się m.in. droższa żywność. W dużym stopniu był to efekt przywrócenia od kwietnia 2024 r. 5% stawki podatku VAT na artykuły spożywcze, co podwyższyło inflację CPI o około 1pp.

O ile wydaje się, że początkowo część wynikającego z wyższego opodatkowania wzrostu cen została zaabsorbowana przez sprzedawców (wskazują na to dane o indeksie cen HICP), uważamy, że z biegiem kolejnych miesięcy wyższy VAT był systematycznie przerzucany na finalnych konsumentów.



CENY NA RYNKU ŚWIATOWYM...

> ... także wpływają na artykuły spożywcze w Polsce



Polska - Ceny żywności (wskaźnik CPI)

Kategoria	Listopad 2024 r. (% r/r)	Zmiana rok-do-roku (%)																		
		-3	0	3	6	9	12	15	18	21										
Masło	20,5																			
Pieczywo	6,7																			
Owoce	6,7																			
Cukier, dżem, miód, słodczyce	5,7																			
Sery i twarogi	4,8																			
Warzywa	4,2																			
Mięso	4,0																			
Mleko	3,8																			
Makarony	3,1																			
Jaja	2,1																			
Ryby i owoce morza	1,6																			
Ryż	-0,5																			
Tłuszcze roślinne	-1,1																			
Mąka	-2,8																			

Źródło: FAO, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Do nasilenia się presji na wzrost cen artykułów spożywczych przyczyniła się także sytuacja na rynku globalnym. Przygotowywany przez FAO indeks cen żywności od pierwszego kwartału ubiegłego roku zaczął delikatnie zwyżkować, a od sierpnia do listopada zwiększył się o około 5%.

Na wpływ czynników zewnętrznych na krajowy rynek wskazuje też struktura produktowa wzrostów cen. Najmocniej w ostatnich miesiącach podrożało masło (+20%) - tendencja, która obserwowana była również w wielu innych europejskich krajach. Jednocześnie tańsza była np. mąka co zdaje się odzwierciedlać sytuację na światowym rynku zbóż.

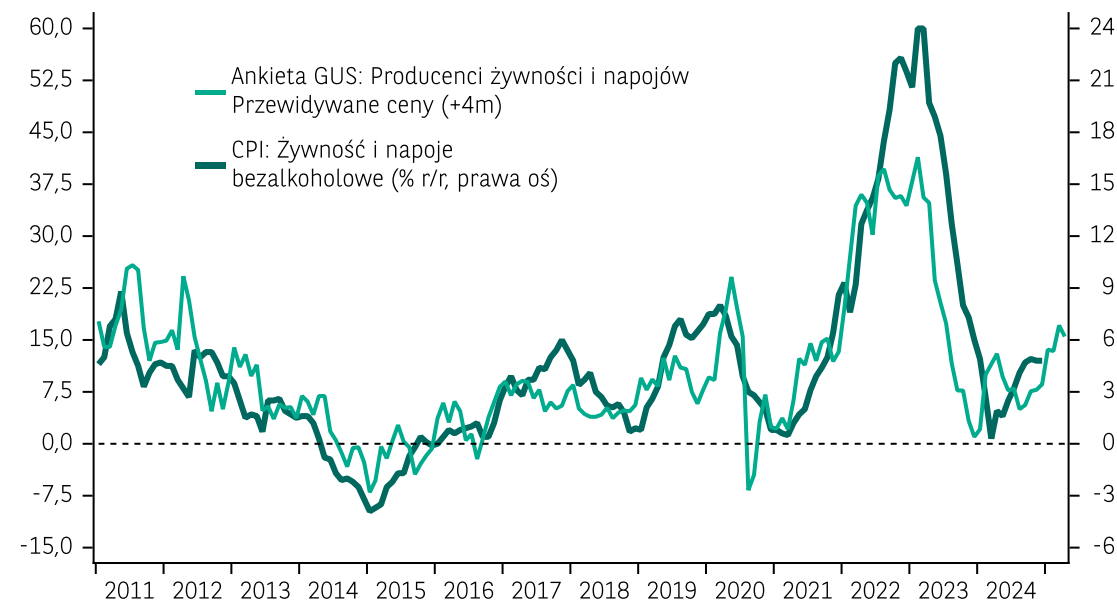


KRAJOWI PRODUCENCI ŻYWNOSCI...

> ... spodziewają się wzrostów cen w najbliższych miesiącach

Produkcja głównych upraw rolnych i ogrodnich: zbiory (mln ton)

Kategoria	średnia 2014- 23	2023	2024	% średniej	% r/r
zboża ogółem	31,9	35,9	35,0	110%	-2,4%
zboża podstawowe	24,0	25,6	24,6	102%	-3,9%
ziemniaki	7,3	5,6	5,9	81%	5,9%
buraki cukrowe	14,2	16,9	18,5	130%	9,0%
rzepak i rzepik	2,9	3,7	3,3	112%	-12,6%
warzywa gruntowe	4,1	3,8	3,8	93%	0,0%
owoce z drzew	3,9	4,4	3,7	95%	-14,4%
owoce jagodowe	0,6	0,6	0,5	88%	-14,9%



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Ubiegłoroczne zbiory okazały się wyraźnie słabsze w przypadku owoców, co w naszej ocenie, może przełożyć się na dalsze podwyżki cen w przypadku tej grupy produktów. Bardzo dobre okazały się natomiast zbiory buraka cukrowego, co powinno ograniczać presję na wzrost cen cukru.

Rodzimi producenci żywności i napojów spodziewają się dalszych wzrostów cen artykułów spożywczych w kolejnych miesiącach. W naszej prognozie inflacji zakładamy, że na przestrzeni tego roku żywność podrożeje o ponad 4% (grudzień-do-grudnia). Szczyt, jeśli chodzi o dynamikę, przypadnie natomiast na marzec, kiedy spodziewamy się, że ceny produktów żywnościowych będą o ponad 7% wyższe niż rok wcześniej.

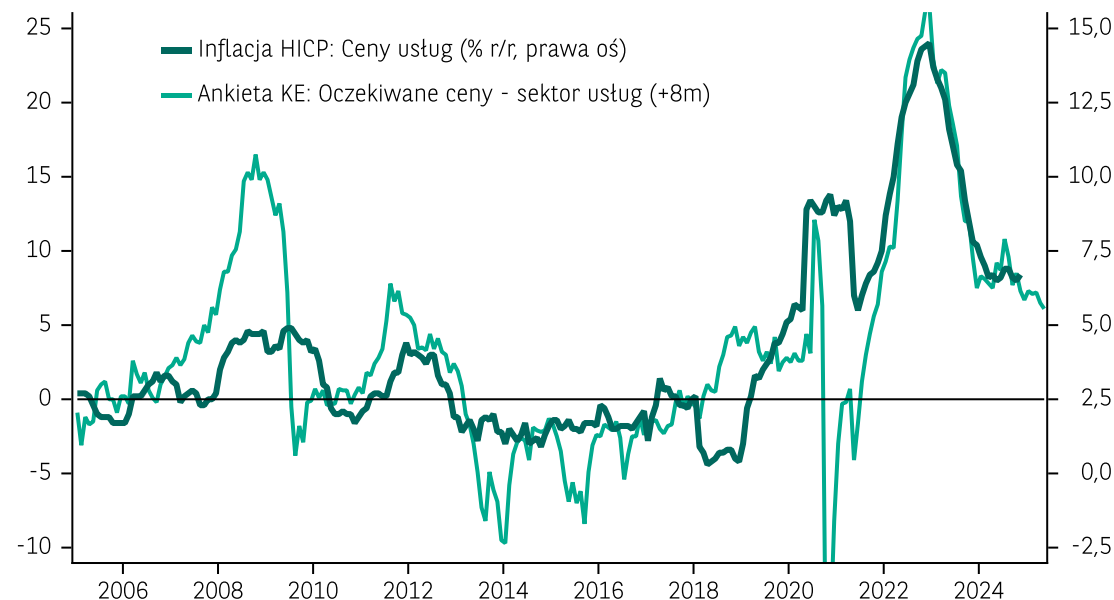
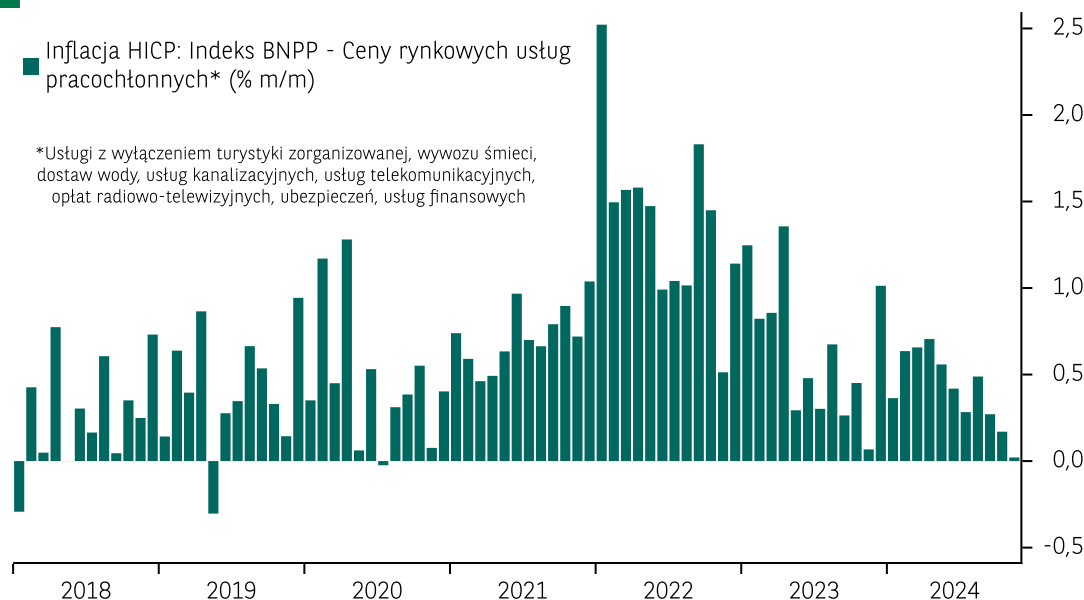


CENY USŁUG PRACOCHOŃNYCH POWINNY ROSNAĆ WOLNIEJ...

> ... wraz z mniejszą skalą podwyżek wynagrodzeń w tym roku

Inflacja HICP: Indeks BNPP - Ceny rynkowych usług pracochłonnych* (% m/m)

*Usługi z wyłączeniem turystyki zorganizowanej, wywozu śmieci, dostaw wody, usług kanalizacyjnych, usług telekomunikacyjnych, opłat radiowo-telewizyjnych, ubezpieczeń, usług finansowych



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

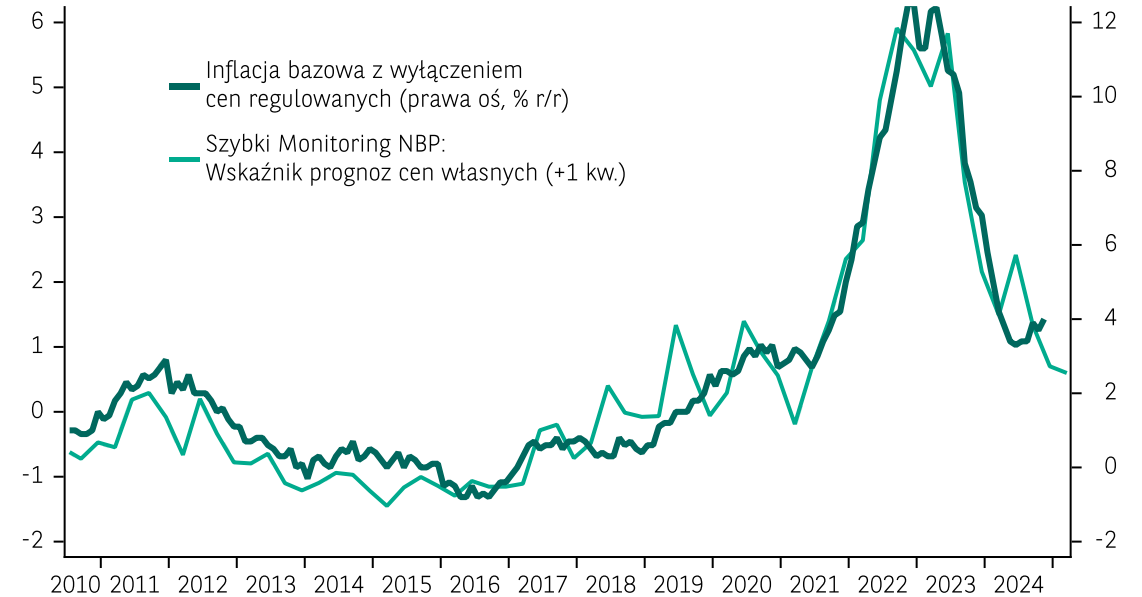
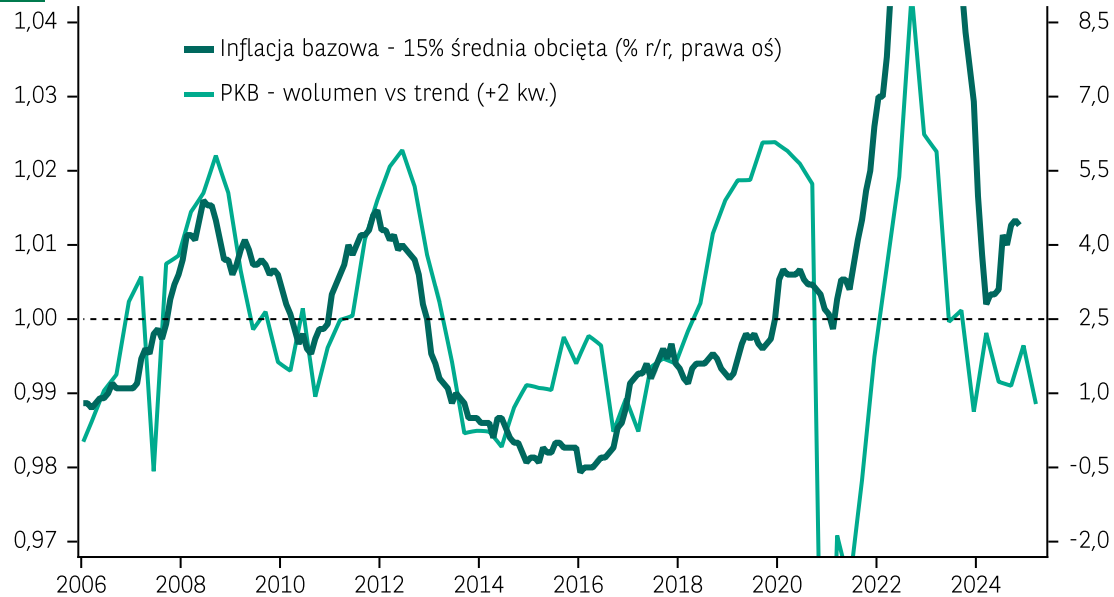
Z punktu widzenia trwałości procesów inflacyjnych, kluczową rolę odgrywają ceny usług, które w ubiegłym roku rosły w tempie 6-7% r/r. Spodziewamy się, że wraz z wyhamowaniem rocznej dynamiki średniego wynagrodzenia do 8%, presja na wyżkę cen usług będzie w tym roku słabnąć.

Potwierdzać zdają się to ostatnie dane o zmianach cen usług pracochłonnych, które od drugiego kwartału ubiegłego roku znajdują się w dryfie spadkowym. Również badania ankietowe sugerują, że usługi w tym roku będą drożeć mniej wyraźnie niż w 2024 roku.



PRESJA POPYTOWA...

> ... nie stanowi inflacyjnego problemu



Źródło: NBP, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

W kierunku wygasania inflacji oddziaływać będzie też sytuacja koniunkturalna. Oceniamy, że przy przewidywanym przez nas 3,5% wzroście PKB, presja popytowa w krajowej gospodarce będzie relatywnie słaba.

Spodziewamy się więc, że inflacja bazowa będzie na przestrzeni tego roku systematycznie zwalniać. Szacujemy, że po wyłączeniu energii, paliw i żywności ceny dóbr i usług konsumpcyjnych będą na koniec bieżącego roku o 3,2% wyższe niż w grudniu ubiegłego roku. Oznacza to powrót inflacji bazowej do wynoszącego 2,5% (+/- 1 p.p.) pasma odchylenia od celu inflacyjnego NBP.

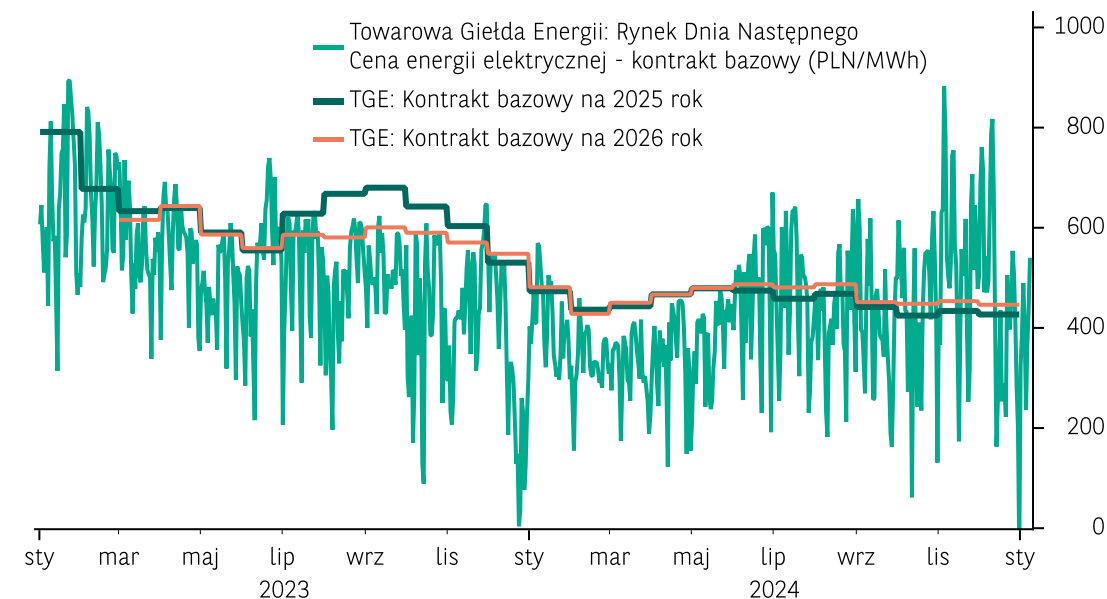


CENY ENERGII...

> ... będą wpływać na ostateczny kształt ścieżki inflacji

Energia elektryczna dla gospodarstw domowych: ceny (szacunki Banku BNP Paribas)

Rok	Sprzedaż energii (zł/MWh)	Dystrybucja energii (zł/MWh)	Dystrybucja energii skorygowana o opłatę mocową - szacunek (zł/MWh)	Akcyza (zł/MWh)	Stawka VAT (%)	Cena łączna (zł/MWh)
I poł. 2025	500	435	366	5	23	1071
II poł. 2025	500	435	-	5	23	1156
					Zmiana:	7,9%



Źródło: URE, TGE, Macrobond, Bank BNP Paribas

Na ostateczny kształt ścieżki inflacji CPI istotny wpływ będą mieć ceny energii. Ogłoszona przez Urząd Regulacji Energetyki podwyżka o 24,7% taryf za dystrybucję gazu od stycznia podwyższy dynamikę cen na początku roku o około 0,2 p.p. Obecne przepisy zakładają, że na rachunkach za prąd od lipca br. przywrócone zostanie obowiązywanie opłaty mocowej, zaś z końcem września żywo zakończy mechanizm mrożenia cen energii elektrycznej.

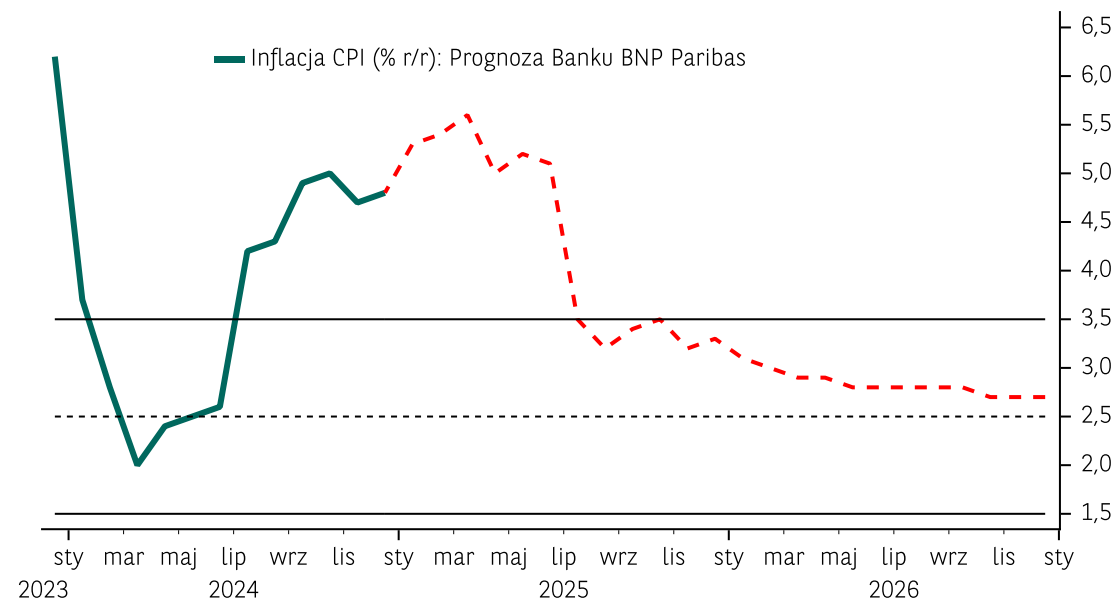
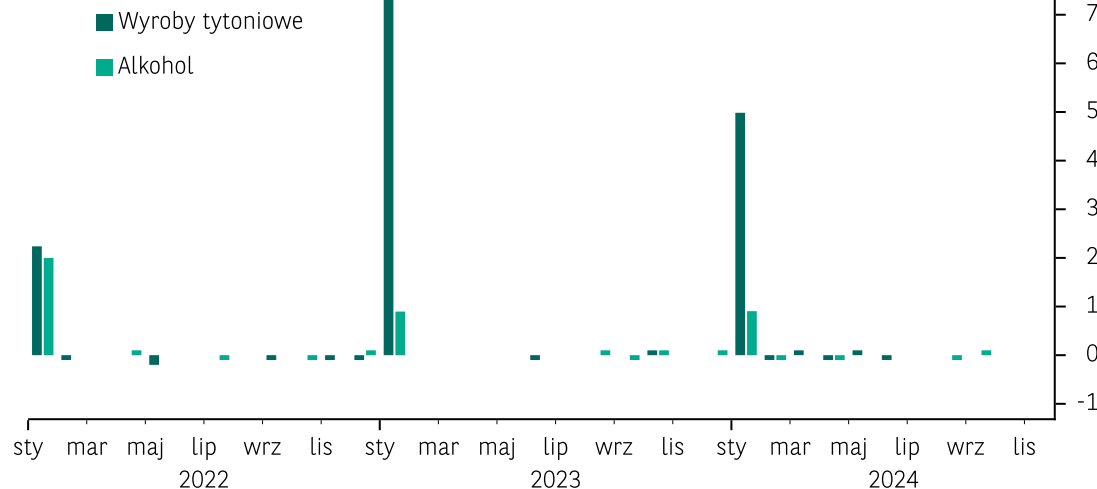
W scenariuszu bazowym zakładamy, że oba czynniki nie wpłyną ostatecznie na ceny płacone przez gosp. domowe. Przewidujemy, że obowiązywanie zerowej stawki opłaty mocowej zostanie wydłużone do końca bieżącego roku (czynnik ten mógłby podnieść inflację o ok. 0,3 p.p.), zaś uwolnienie cen prądu nie wpłynie na wysokość rachunków. Na Towarowej Giełdzie Energii koszt zakupu energii elektrycznej na rynku terminowym kształtuje się bowiem poniżej 500 zł/MWh, które odbiorcy płacą obecnie za prąd.



INFLACJA: PROGNOZA BNP PARIBAS BANK POLSKA

> Roczne tempo wzrostu cen w granicach 3-3,5% r/r w drugiej połowie roku

Wpływ podatków pośrednich na ceny (% m/m)



Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Na ten rok zaplanowane są też bardziej znaczące niż w ubiegłych latach podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe (marzec 2025 roku). Szacujemy, że zmiany te mogą podbić inflację CPI o około 0,1-0,2 p.p.

Prognozujemy, że inflacja w tym roku wynosić będzie średnio 4,3%. W drugiej połowie 2025 roku roczne tempo wzrostu cen powinno spaść jednak w okolice 3-3,5%. W 2026 roku spodziewamy się dalszego wyhamowywania dynamiki cen i zbliżenia się inflacji CPI do wynoszącego 2,5% celu inflacyjnego NBP.

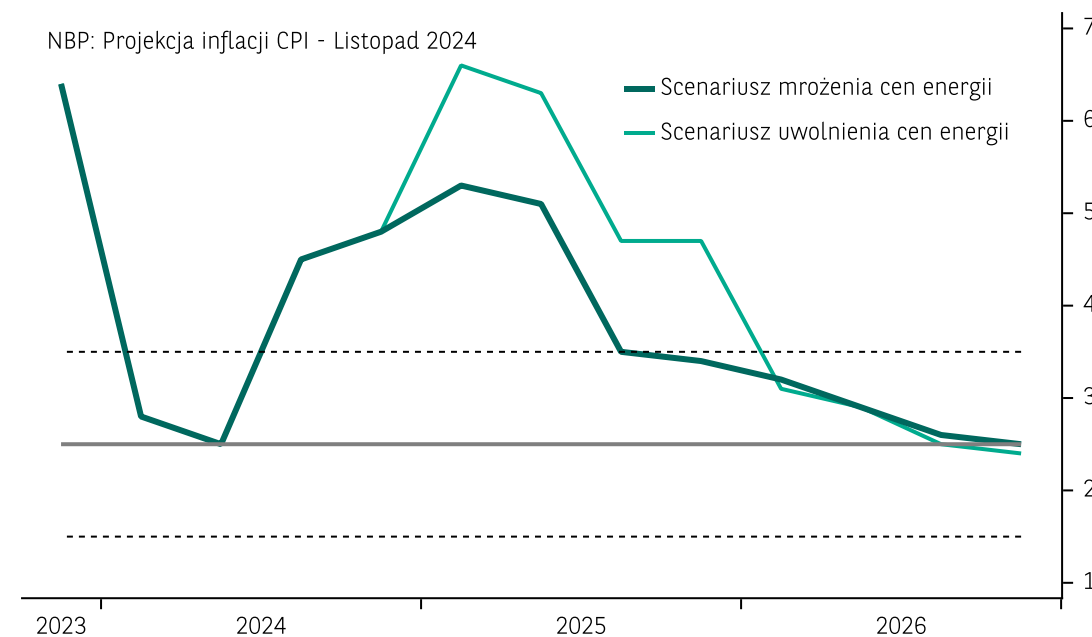
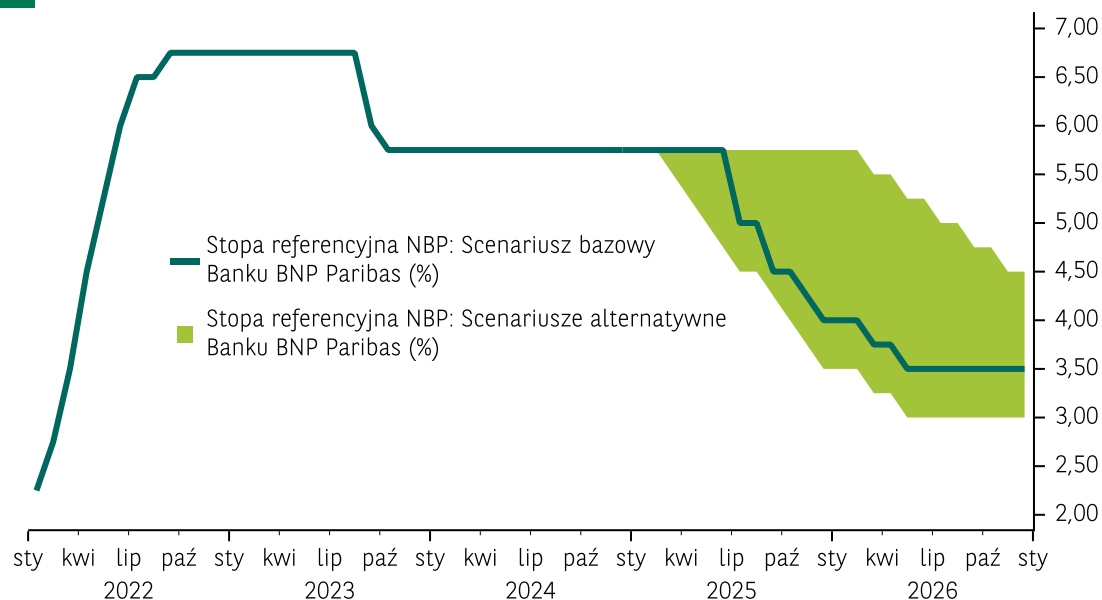


**Kiedy RPP zacznie obniżać
stopy procentowe?**



ZAOSTRZENIE STANOWISKA PRZEZ PREZESA GLAPIŃSKIEGO SUGERUJE...

> ... że zbudowanie większości popierającej wniosek o obniżkę stóp procentowych w RPP może zająć trochę czasu



Zródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Zarysowany przez nas scenariusz makroekonomiczny w naszej ocenie w pełni uzasadnia poluzowanie polityki pieniężnej w Polsce w tym roku. Solidny, ale nie grożący przegrzaniem gospodarki wzrost PKB wraz z perspektywą stopniowego powrotu inflacji do celu banku centralnego tworzą według nas sporą przestrzeń do obniżenia stopy referencyjnej NBP z obecnego poziomu 5,75%.

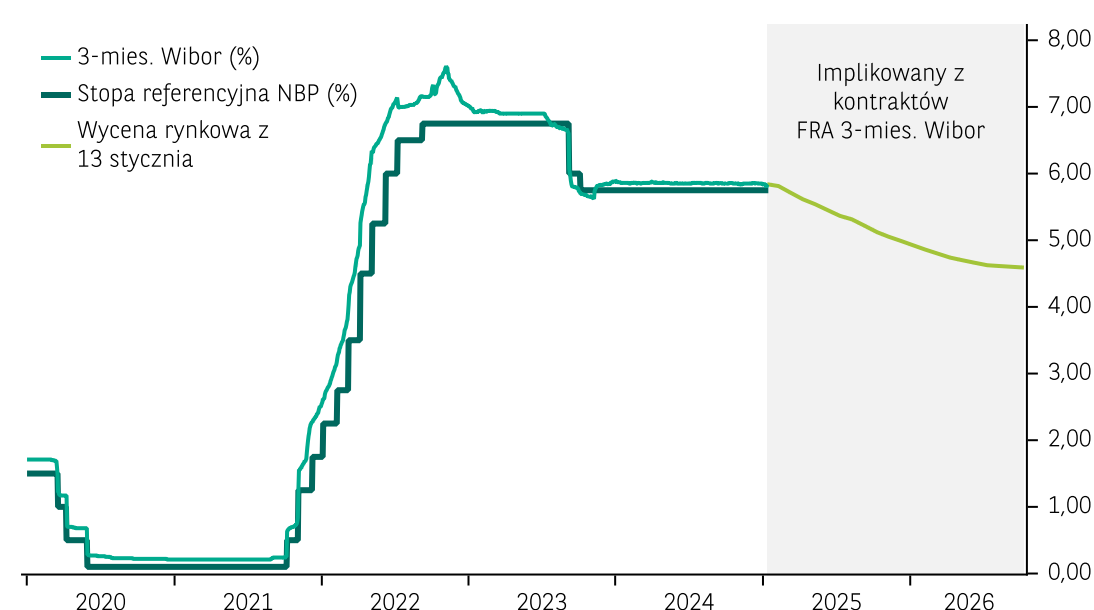
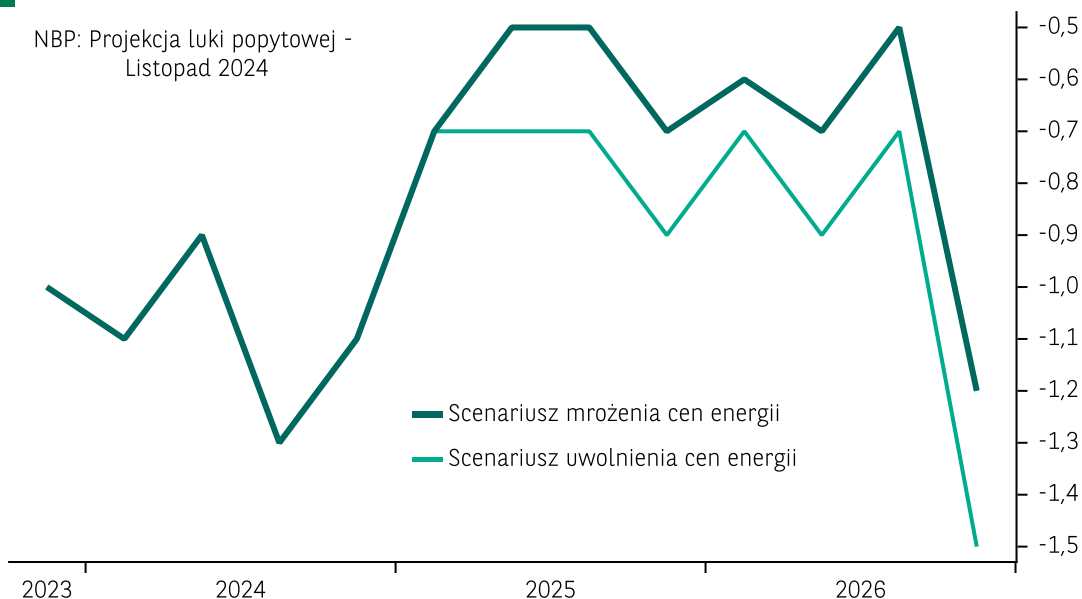
Biorąc pod uwagę zaostrenie stanowiska Prezesa NBP Adama Glapińskiego po grudniowym posiedzeniu RPP, oceniamy, że zbudowanie większości popierającej wniosek o obniżkę stóp procentowych w Radzie może zająć trochę czasu. Swoją ostrożność co do perspektyw cięć stóp procentowych Prezes Glapiński tłumaczył niepewnością co do kształtowania się cen energii w tym roku. W jego ocenie temat luzowania polityki mógłby pojawić się na stole dopiero w czwartym kwartale 2025 roku lub nawet później.



POCZĄTEK CYKLU OBNIŻEK W LIPCU...

> ... a do końca roku stopa referencyjna spadnie do 4,00%

NBP: Projekcja luki popytowej -
Listopad 2024



Źródło: NBP, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

Zważywszy na to, że w marcu, kiedy analitycy NBP przedstawią zaktualizowane projekcje ekonomiczne, najprawdopodobniej wciąż nie będzie jasności co do poziomu cen energii w drugiej połowie bieżącego roku, w scenariuszu bazowym zakładamy, że Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych dopiero w lipcu. Za terminem tym przemawia także kalendarz polityczny (po wyborach prezydenckich).

Prognozujemy, że do końca bieżącego roku stopa referencyjna spadnie do poziomu 4,00%. Sprzyjać takiemu scenariuszowi powinien postępujący cykl obniżek stóp procentowych w strefie euro (stopa depozytowa EBC w połowie roku prawdopodobnie wynosić będzie 2,00%). Dodatkowo uważamy, że kolejne projekcje NBP potwierdzać będą, iż poziom aktywności w gospodarce jest niższy od potencjału (ujemna luka popytowa), co będzie przemawiać za złagodzeniem polityki monetarnej.

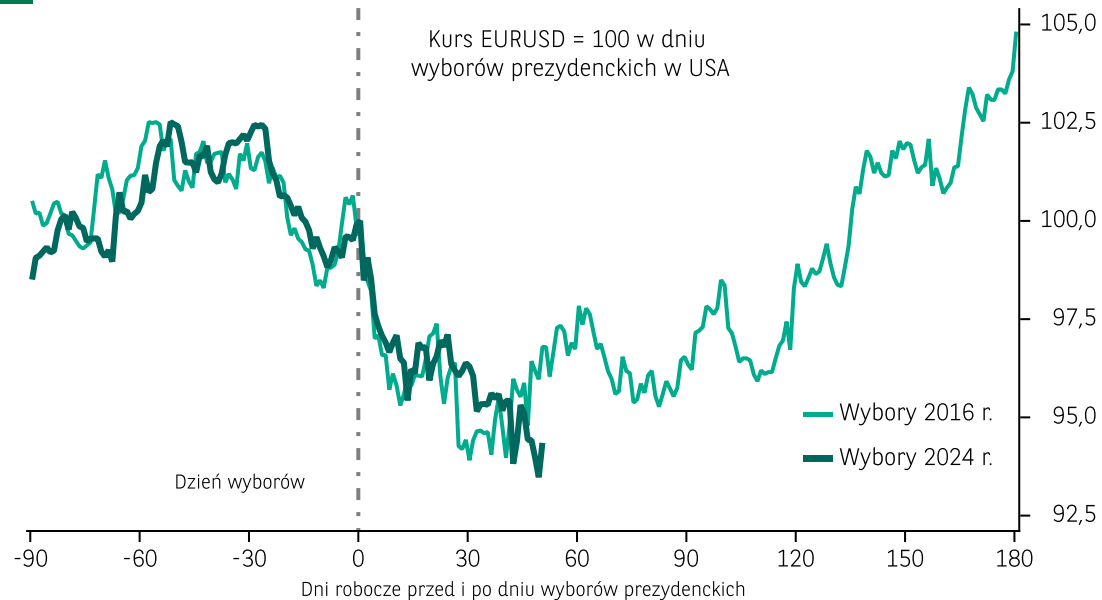


**PLN – stabilny kurs po
wzburzonych wodach?**



PLN: ZMIANY POLITYCZNE W USA...

> ...niekorzystne dla krajów Emerging Markets



Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

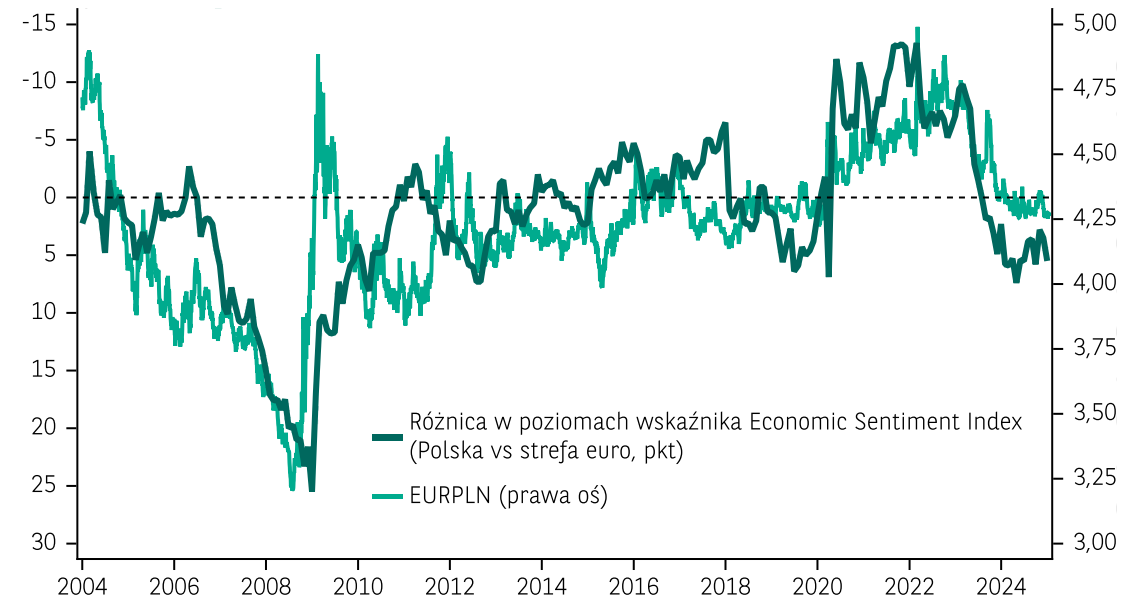
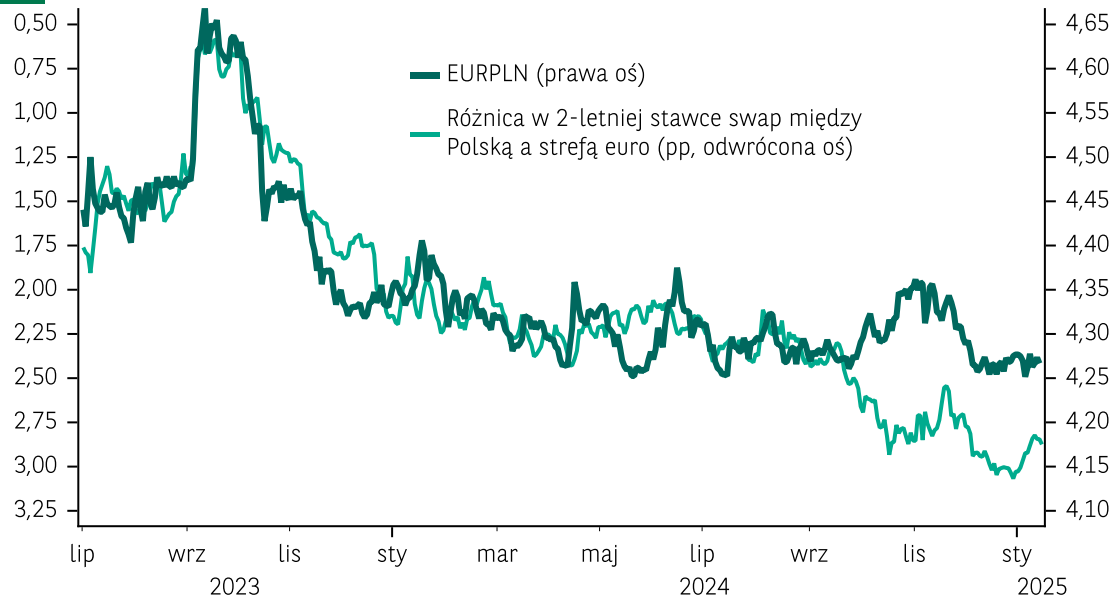
Niepewność związana z kierunkiem polityki gospodarczej, jaki obierze Donald Trump i nowa amerykańska administracja, mogą wzmacniać zmienność na rynku walutowym. Zakładając scenariusz istotnego zaostrzenia warunków handlowych poprzez cła, waluty krajów *Emerging Markets*, w tym złoty, będą najprawdopodobniej tracić na wartości.

Wydaje się, że w takiej sytuacji PLN powinien osłabiać się, jednak przede wszystkim względem dolara. Fundamenty krajowej waluty pozostają relatywnie mocne i na tle innych walut złoty może prezentować się relatywnie stabilnie.



PLN: STOPY PROCENTOWE...

> ... będą oddziaływać na korzyść złotego, zwłaszcza w pierwszej połowie roku



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

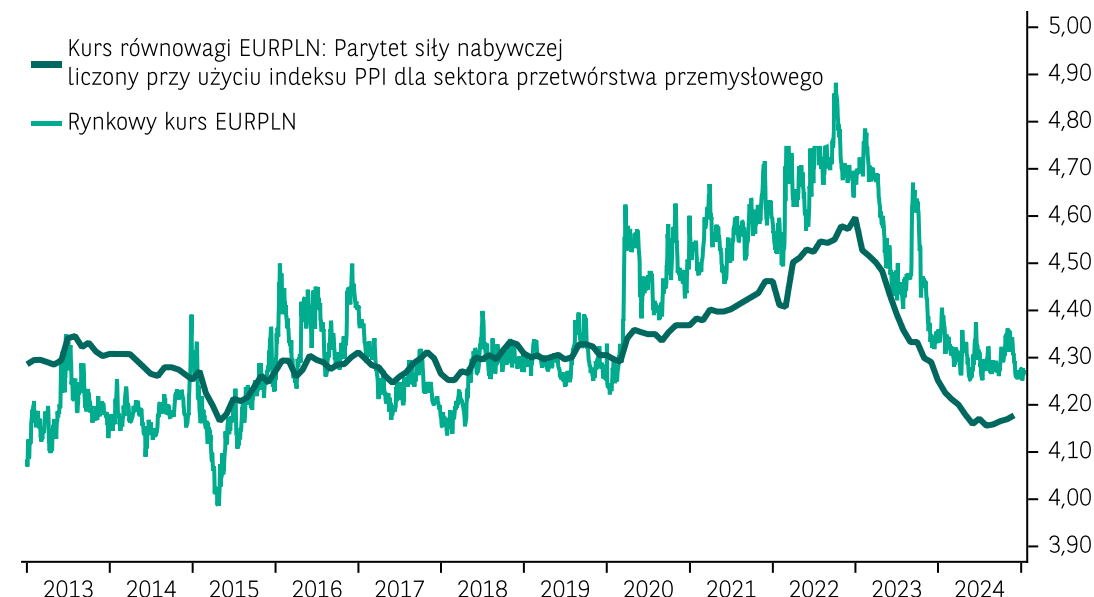
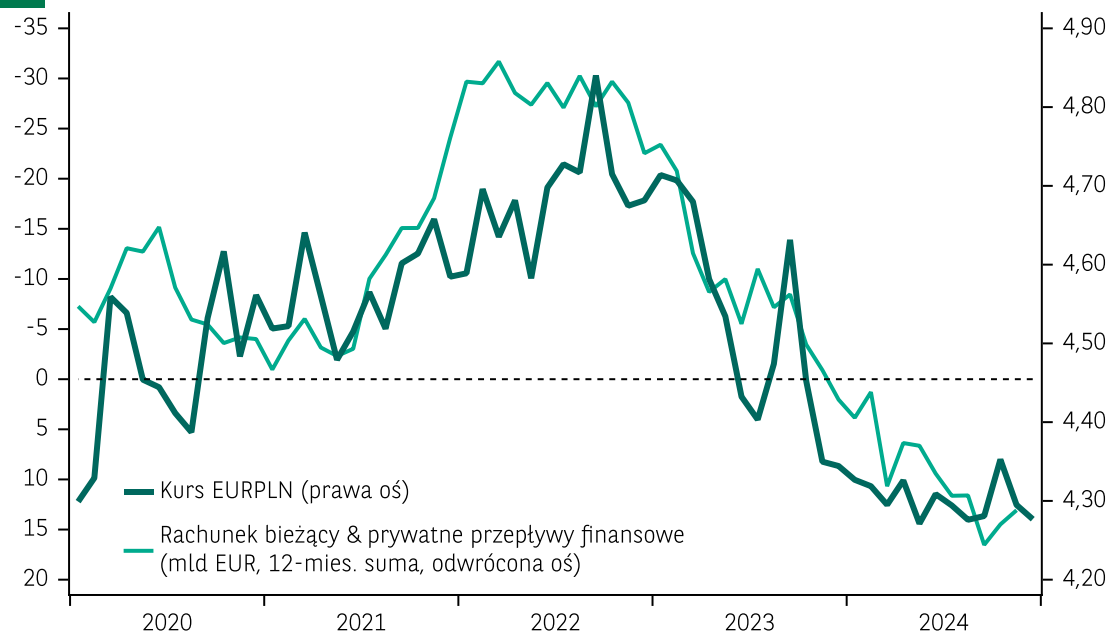
W relacji do euro wsparciem dla krajowej waluty pozostaje znacząca różnica między rynkowymi stopami procentowymi w Polsce i strefie euro. Biorąc pod uwagę bardziej jastrzębią retorykę płynącą ze strony RPP w ostatnim czasie, uważamy, że wysokie stopy procentowe będą oddziaływały na korzyść złotego zwłaszcza na początku roku. Za aprecjacją PLN przemawia również lepsza sytuacja koniunkturalna w Polsce niż w strefie euro.

Uważamy, że w dalszej części roku start cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce, a następnie jego szybkie postępowanie będą tworzyć mniej sprzyjające otoczenie dla złotego. W efekcie prognozujemy, że na koniec 2025 roku, kurs EURPLN będzie znajdował się w okolicach poziomu 4,35.



PLN: POGORSZENIE NA RACHUNKU BIEŻĄCYM...

> ... bez dużego wpływu na notowania złotego



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

Choć spodziewamy się, że wraz z ożywieniem aktywności gospodarczej dalej pogarszać będzie się eksport netto, to szacujemy, że deficyt na rachunku bieżącym wyniesie w tym roku około 0,8% PKB. W efekcie sytuacja w bilansie płatniczym Polski nie powinna silnie wpływać na notowania krajowej waluty.

Kurs równowagi EURPLN obliczony w oparciu o indeksy cen produkcji sprzedanej w sektorze przetwórstwa przemysłowego był w ostatnich miesiącach dość stabilny i znajdował się w okolicach poziomów 4,15-4,20.



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 jakiegokolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiegokolwiek usługi świadczonej przez BNP Paribas Bank Polska S.A.

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

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

BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 799 870 zł w całości wpłacony.

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

